

テーマ：今後の世界経済の流れを決める各国経済政策  
～数多くの障害を乗り越えられるか～

発表日：2011年7月26日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

## 今後の世界経済の流れ

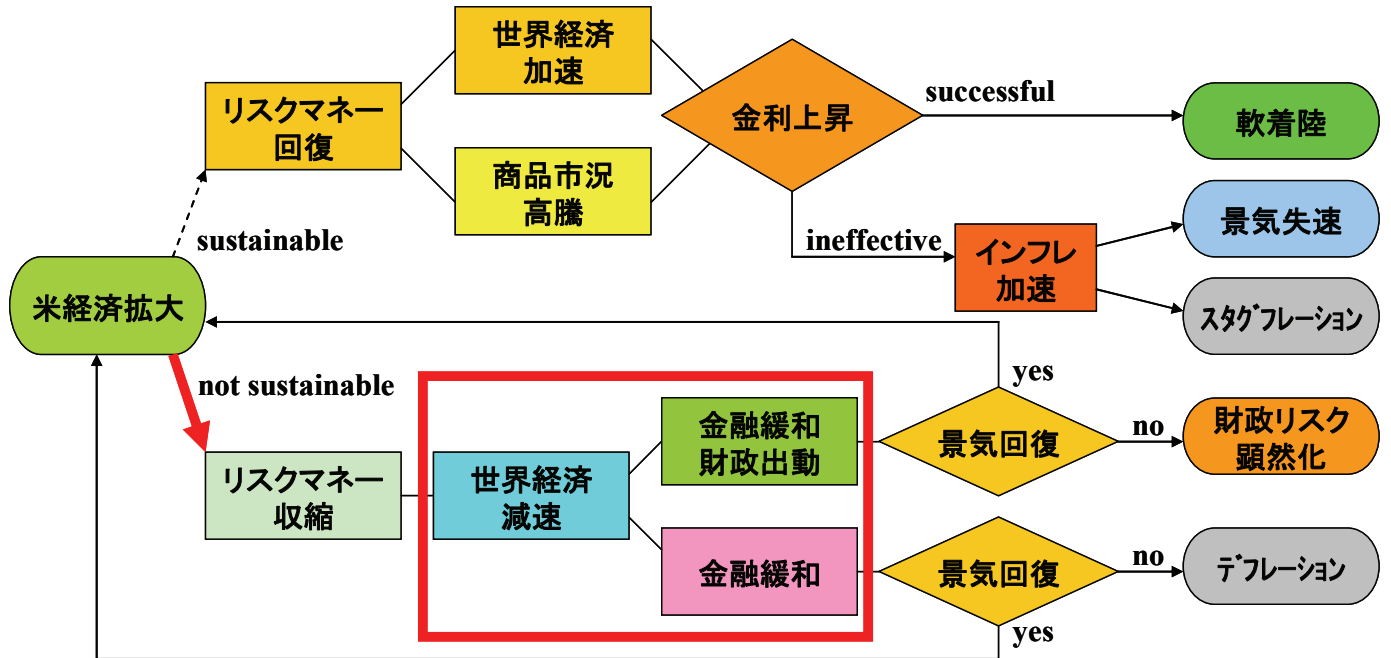
グローバル市場の関心事となっていたギリシャへの追加融資策がまとまり、マーケットは一旦は落ち着きを取り戻している。欧州の財政悪化問題については、根本的な解決、すなわちギリシャなどいくつかの国の財政改善の目処が果たしたとは到底言えず、財政赤字が目立って改善しない限りは今後も市場の関心を集めるリスクは十分にある。一方、米国の債務上限引き上げ法案についても、米与野党の対立は続いており、期限切れとされる8月2日が近づくにつれて注目が高まっているものの、複数国の利害関係や異なる世論を抱えるなかでの協議を繰り返しているユーロ問題に比べれば、事態の打開は容易とみられ、市場でも当該問題を“本気で”懸念している向きは少ない。米債務上限引き上げ法案が成立すれば、足元の市場を取り巻く不透明要因は取り敢えず取り除かれることになり、再びファンダメンタルズの先行きに関心が向かおう。そうなると、最も注目が集まりそうなのが、QE 2終了後の米国経済の動向である。

仮に、QE 2終了後も米国経済が持続的な回復軌道を保つのであれば、世界的に景況感は大きく改善しリスクマネーは株や商品価格を押し上げよう。株価の上昇は資産効果を通じて世界経済の押し上げに寄与する一方、物価上昇圧力の高まっている新興国や資源国では一段の需給の引き締めにより更なる利上げが必要となってくる。このように、米経済が自律回復軌道に乗るのであれば、インフレ圧力の高まっている国を中心に、金利の上昇が物価の行き過ぎた上昇を押さえ込めるかどうかに関心が集まってくることになり、遅くとも来年中にはその答えが求められる事態となろう。仮に、インフレの押さえ込みに成功すれば、世界経済はやや減速するものの失速を回避するソフトランディングに向かう公算が大きくなる。しかし、例えば政策金利の引き上げが後手に回るなどしてインフレが加速するような事態となれば、より大幅な利上げによって景気を犠牲にしてインフレの封じ込めを余儀なくされるか（オーバーキル）、インフレ加速懸念に中長期的な需給逼迫期待が加わる格好で資源価格の高騰が続き、スタグフレーション的な環境に陥るリスクがある。

これに対し、米国経済が新たな量的緩和政策（QE 3）なしには回復軌道を保てないようであれば、マーケットの失望を通じて世界経済にも減速圧力がかかろう。過剰流動性状態にあるとはいえ、マネーの供給量が細っている状態においては、ファンダメンタルズの条件が適わなければリスクマネーは収縮に向かいやすくなる。株価の下落は景況感の悪化に繋がるほか、逆資産効果を通じて需要の減退を招く恐れが強い。しかし、景気減速の過程では、各国政策当局による新たな景気浮揚政策の発動が期待される。経済政策には金融政策と財政政策が考えられ、両者が実行（金融緩和+財政出動）されればより強い景気浮揚効果をもたらすことができる。しかし、現状では主要国を中心に財政状況が大幅に悪化しており、財政改善策を求められている状況にある国が多い。これは、欧州の財政悪化国だけではなく、格付け会社からソブリン格付けの先行きをネガティブ（格下げ方向で見直し）とされている日本や米国も同じ立場である。これらの国では、財政赤字の拡大に繋がるような景気浮揚策の発動は容易ではないため一段の金融緩和が求められるが、金利引き下げ余地の乏しい状況では、一層の流動性の拡大しか実質的には手がない。無論、財政状況が厳しいなかでも財政面からの景気テコ入れ策がはかられる可能性は否定できない。米国やフランスなどのように翌年に選挙を控えている国や、日本のように政局が不安定な国では、世間にもわかりやすい減税などの景気対策は魅力的に映るかもしれない。いずれにせよ、QE 2後の米国経済が減速傾向を辿るようであれば、QE 2に代わる新たな量的緩和政策（QE 3）が必要となる。このような追加の景気対策を講じることによって景気が再び浮揚すれば、あとは自律的な回復軌道に乗ることを待つだけだが、そうした政策を継続することによって再び資源価格の高騰とインフレ圧力の増大という副作用が生じかねない。逆に、こうした政策を講じても景気が浮揚しないようであれば問題は

より深刻化する。新たな量的緩和政策を講じても十分な効果が得られないとなれば、米国経済の場合はいよいよデフレ懸念が高まることになる。一方、これに追加の財政政策を講じた場合は、その後の財政赤字の処理が課題となる。処理を誤れば、多くの主要国において財政赤字膨張リスクが高まりかねない。

このように、今後の世界経済、およびグローバルマーケットを見渡した場合、米国経済がQE2なしでも拡大基調を保てるかどうかで、景気やマーケットの辿る道、および政策オプションが変わってくる。



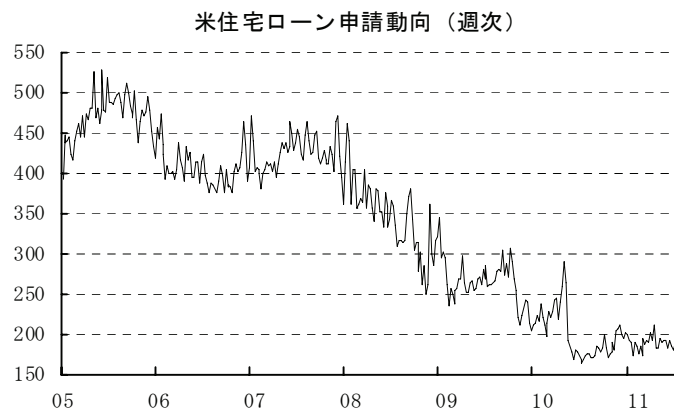
### 副作用をどう抑え込むかが追加の流動性政策実現の課題

米国経済の現状を見ると、引き続き家計のバランスシート調整は十分に進展しておらず、低金利政策だけで資金需要が刺激され、景気が回復する自律的な回復軌道に乗りつつあるとは言い難い環境にある。実際、たとえば住宅ローンの申請件数（購入目的）は未だに住宅バブル崩壊後の最低水準にとどまっており、資産効果による需要押し上げなどなしに低金利政策の維持だけで、需要が回復する状態にはないことがわかる。このような米国経済の現状に対し、バーナンキFRB議長は先の議会証言において、現段階ではQE3のような追加の流動性政策を検討してはいない一方で、景気の変調を来すようならば新たな浮揚策を講じる用意がある旨発言している。実際のところ米景気の状態を勘案すれば、QE3がやがて実行される可能性は極めて高いと言えよう。

問題は、そのような流動性供給策を実施すれば、QE2時のように再び過剰流動性が商品市況などを押し上げ、世界的にインフレ圧力が高まるリスクがあるということだ。QE2の経験から、QE3が講じられるような事態となればこれまで以上にインフレ期待が高まり、国際商品への投機熱を高める恐れがある。QE2については、過剰流動性の一部が国際商品市況を押し上げたことにより、世界的なインフレ率上昇に繋がったと判断され、高成長が続く新興国からの評判はすこぶる悪かった<sup>1</sup>。また、原油価格の高騰がガソリン高に繋がり、家計の支出に占めるガソリンウェイトの高い米国では実質個人消費の抑制をもたらしたため、QE2が株高をもたらし、その資産効果で個人消費を押し上げた効果を相殺してしまった。

<sup>1</sup> このほかにも、①ドル安誘導を行って輸出牽引による景気回復を図っている、②インフレ政策で債務負担軽減を図っている一などの批判もみられた。

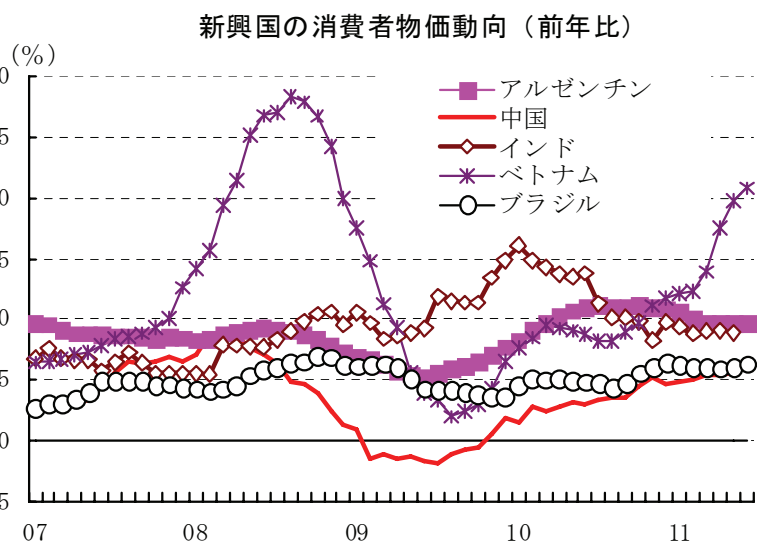
QE 3を講じるに当たっては、FRBはこうした国内外からの批判をかわす必要がある。すなわち、再び流動性を供給する必要に迫られた場合、これが商品市場へ過剰に流入しないような仕組みを設けなければならない。これまでも、たとえば銀先物市場における証拠金率の大幅引き上げや、OPECへの増産要請など、国際商品への過度の投機を抑制したり、需給を緩和させて商品価格の押し下げをはかるようなことが試みられてきたが、結果を見る限り十分な成果が得られたとは考えにくい。商品投機の抑制はFRBが任を負うものでもなく、その権限もないが、米国経済が自立的回復軌道に乗るかどうかは未だに世界経済を左右する重要な事項であるだけに、世界共通の問題として過剰投機によるインフレ加速を抑制する手法を検討しなければならない。



### いずれにせよ新興国ではインフレ対応が今後の課題に

一方で、ファンダメンタルズから乖離した商品市況の抑制もまた問題である。追加緩和による資産効果で米国経済が拡大基調を迎れば、世界的に株高を招く一方で、過剰流動性が金利の上昇を押しさえ込む可能性がある。これは、新興国ではインフレやバブル圧力を高めるのに十分だ。すなわち、商品市況への投機熱を抑制したとしても、需給ギャップが需要超過状態に入りインフレ圧力が高まりやすい状態にある新興各国では、世界的な景気の拡大自体が一層のインフレ圧力増大に繋がる。したがって、これらの国では結局のところインフレ抑制策を続けざるを得なくなろう。

足元まで、多くの国がインフレへの対応として利上げを繰り返しており、一部では景気の減速を懸念する声もある。しかし、実質金利水準を見る限り、引き続き多くの新興国で実質政策金利はマイナス圏にあり、インフレ抑制に十分なほど金利が引き上げられているとは言い難い。ハイペースでの利上げを繰り返し、実質政策金利も極めて高いブラジルにおいても、高金利に魅力を感じた主要国などからのマネーが債券市場に流入、インフレ率が徐々に加速するなかで長期金利が安定的に推移したために実質長期金利が低下して、国内の資金需要を却って刺激して住宅ローン残高が急膨張するなど不動産投資が一向に収まらない。



今後再び予想される過剰流動性下において、来年にはこうした新興各国のインフレ対応が市場の関心を引くこととなろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。