

# 世界経済、急回復にもリスク

植田和男 東京大学教授



原油安やギリシャ危機など今年も世界の金融経済ニュースには事欠かない。市場の大勢は世界経済の先行きが緩やかに回復する、とみているのだろう。世界経済が低迷すれば、金融緩和で通貨安競争が激しくなるリスクがある。急回復の場合は米国が利上げを迫られ、途上国への資金流入に影響しそうだ。

昨年秋以来の原油価格の急落、その下でのグローバルな資産価格の調整ムード。2015年に入ってからすぐに起きたスイス中央銀行による対ユーロのスイスフラン相場の上限撤廃決定やギリシャ危機の再燃。そして、予想を上回る堅調ぶりを示した米雇用統計など、世界の金融経済に関するニュースには事欠かない。

様々な影響を持つ多様な現象を理解するためには、何らかの統一的な枠組み、すなわち鳥瞰(ちょうかん)図のようなものを持つのが有効だ。本稿では世界経済と金融政策、そして資産価格の動きの関係を理解するために1つの見方を提示してみたい。

以下では当面(今後数カ月から1年程度の期間)の世界経済の動きを前提に、それが金融政策、資産価格に与える影響を考察してみよう。そこで最も重要なのは米国経済だが、それ以外も含む世界経済の展開をケースAは「低迷」、ケースBは「緩やかな回復」、ケースCは「加速感を伴った回復」の3通りに分けてみる。

世界経済や資産価格の先行きに対する市場の予想はケースBを前提としている。特に、米国経済が緩やかな回復を続けられれば、米連邦準備理事会(FRB)は15年半ばにもゼロ金利を解除し、その後ゆっくりと政策金利を引き上げていくだろう。その他の国の金利引き上げはまだだいぶ先、と見込まれるので、他国通貨はドルに対して弱含みで推移する公算が大きい。それもあって他国経済も緩やかに回復し、その下で株価を含む他の資産価格も緩やかな上昇を続けるだろう。

これに対して、ケースAの場合、世界経済は低迷する前提なので、米国はなかなか利上げには踏み切れない。より重要なのは、その他の地域で金融緩和が強化されるかあるいは、金融緩和や通貨切り下げ競争のような事態が発生すると予想されることである。金融政策への信認は大きく低下すると

ともに、実体経済の低迷もあってリスク資産価格は急落する。

実際、2月上旬までの市場はケースAをかなり重視して動いていたように思われる。14年秋に国際通貨基金(IMF)は世界経済見通しで、途上国の国内総生産(GDP)成長率予想を下方修正した。それもあって原油価格が急落し、市場はリスクオフのムードに包まれた。先進国経済の長期停滞論など、ケースAと整合的な諸説がもてはやされた。これらを総括するように、各国の長期金利は史上最低の水準、ないしそれに近いところまで低下した。

また、金融政策面では15年2月の時点で10カ国以上が何らかの金融緩和手段を採用しており、米国を除いた地域はすでに通貨安競争に突入した、といっても過言ではない状況である。欧州中央銀行(ECB)による量的緩和策の採用、ないしその予想が契機となったケースが多いのも特徴である。ユーロ圏の再度のデフレ入りとともに、「極めて大胆な金融緩和でも、デフレの克服は容易ではなさそうだ」との不安が一部に芽生えており、後は通貨安競争しかないのではないかというムードに拍車をかけている。米国経済も低迷となれば、事態は深刻である。

それではケースCはどうか。世界経済がどんどん良くなるので、問題がないようにも思えるが、そう簡単ではない。経済の加速をリードすると思われる米国では、インフレ懸念も台頭するために、利上げを急がざるを得なくなる。先に述べたように、各国の金融緩和と経済悲観論の影響で、債券の価格は世界中で未曾有の高水準にあるため、金利は全般的に急上昇(価格は急落)すると考えざるを得ない。しかも、金融規制の影響で市場流動性の低下が深刻であり、金利の変動幅が大きく拡大する懸念がある。

加えて、株価をはじめ途上国の資産価格

等が脆弱な水準にある。決して絶好調とは言えない経済にもかかわらず、米国の株価指数はリーマン・ショック前のピークを3割以上も上回ったところにある。経済の好調さよりも、金融緩和の影響で上昇したとみるのが妥当だろう。同様に、2000年代半ばにかけて、途上国には高成長期待に引っ張られて資金が流入したと考えられるが、10年以降は、先進国の金融緩和に押し出されるような形での流入が続いた。いずれも金融緩和の終了にきわめて脆弱である。利上げが急速となる場合はもちろんだが、ゆっくりとした利上げでも(つまりケースBでも)調整のリスクは皆無とは言えないだろう。

やや先の話だが、日本経済も一段と好調になり、インフレ率のはっきりした上昇が見込まれる際には、金利が上がりやすくなる。すると財政悪化を意識した投機的な売りも出やすくなる。金利上昇と財政悪化の悪循環のリスクを意識せざるを得なくなるだろう。

以上のように、世界経済の緩やかな回復を念頭に置いたケースBを中心に、低迷を想定したケースAは無論だが、回復に弾みがつくケースCでさえ大きなリスクを抱えているのが、世界経済の現状である。ケースBの確率がどの程度なのか、という判断は極めて難しいが、市場の見方がケース間で振れると、資産価格も大きく変動する点に注意が必要である。

## 関連ニュース

2015年2月10日付日本経済新聞夕刊1面

【イスタンブール＝中村亮】20カ国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議は9日、初日の討議を終えた。討議では自国通貨の下落を目的とした金融政策を避けるなど通貨安競争をけん制する発言が出た。景気減速を受けて金融緩和に踏み切る国が相次いだのを受け、輸出競争力を高める狙いの通貨安競争の回避へ予防線を張った。

## キーワード

■通貨安競争 輸出を押し上げたい各国・地域が金融緩和によって自国通貨安を誘導し、競争力を高めようとするを指す。2015年以降でも、インドが13年5月以来の利下げに踏み切ったほか、中国は14年11月の利下げに続いて、15年2月に預金準備率を引き下げた。欧州中央銀行(ECB)も量的金融緩和の導入を決め、その直前にはデンマークが利下げを発表した。このほか、カナダが5年9カ月ぶりに、オーストラリアが1年半ぶりにそれぞれ利下げを決めている。

うえだ・かずお 1974年(昭和49年)東大理卒、80年米マサチューセッツ工科大博士号、93年東大経済学部教授。98年日銀審議委員に就任。将来の短期金利に対する市場の「予想」に働きかけて、中長期金利を低く抑える「時間軸政策」の理論的支柱に

なる。2005年東大教授に復職。08年には経済財政諮問会議「構造変化と日本経済」専門調査会会長として、21世紀版「前川リポート」となる報告書「グローバル経済に生きる日本経済の『若返り』を」をまとめた。静岡県出身。63歳。