

ドル金利引き上げ後の世界と日本 ～米国の金融政策と「新興国危機」の実相～

2016年3月4日(金)

日本経済研究センター、大阪



竹中正治

龍谷大学、経済学部教授
京都大学博士(経済学)

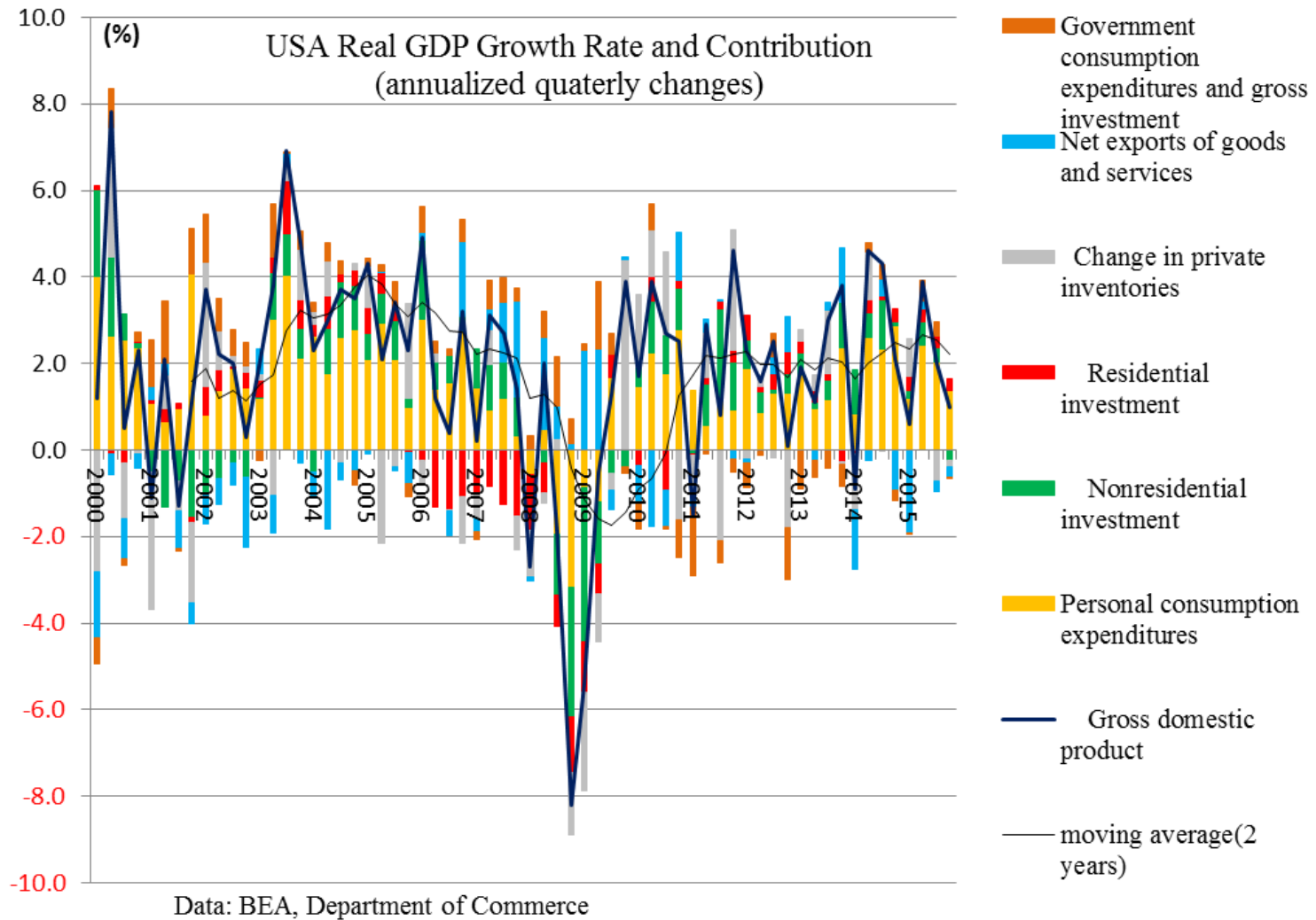
個人ホームページ <http://masaharu-takenaka.jp/index.html>

takenaka1221@yahoo.co.jp

構成

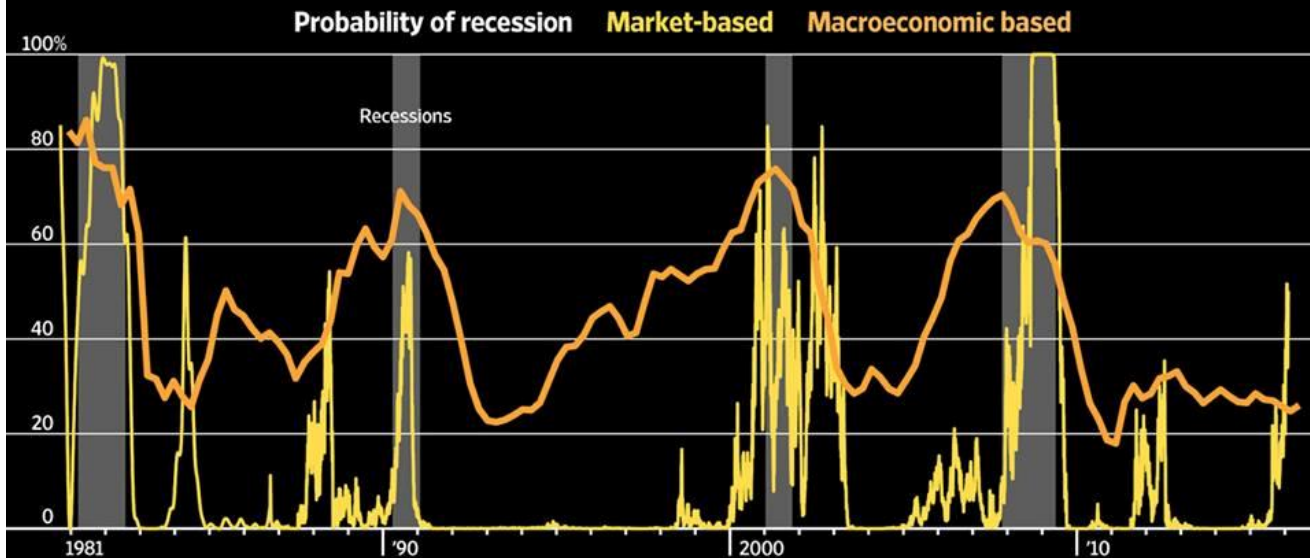
- 1、米国経済の現況、新たなリセッションに向かっているのか？
- 2、天然資源価格の高騰と急落の主因は？
- 3、新興諸国の信用膨張はドルの量的金融緩和が原因か？

1、米国経済の現況、新たなリセッションに向かっているのか？



底堅い実体経済vs.金融市場の乱気流

Market-based recession indicators such as stock prices and junk-bond spreads are raising alarms, but so-called macroeconomic indicators such as inflation-adjusted incomes, energy prices and loan delinquency rates paint a more reassuring picture.



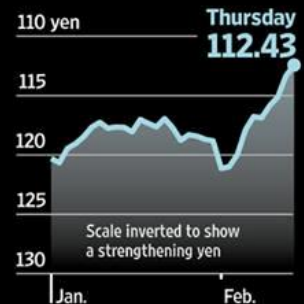
Market-based
recession
indicator 50%

Macroeconomic
indicator
28%

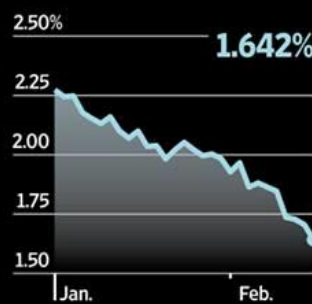
by Cornerstone
Macro(WSJ
Feb.11.2016)

The 2016 market tumult intensified Thursday, with gains in havens and declines in riskier assets.

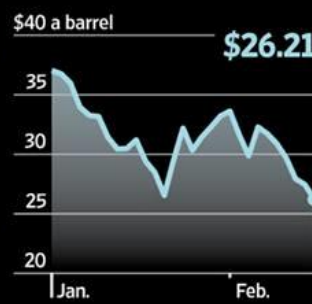
How many yen one dollar buys



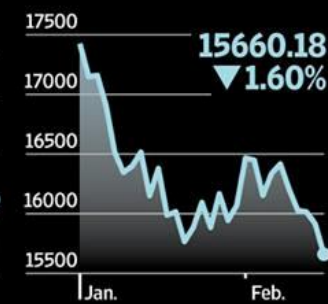
U.S. 10-year bond yield



Nymex crude oil



Dow industrials



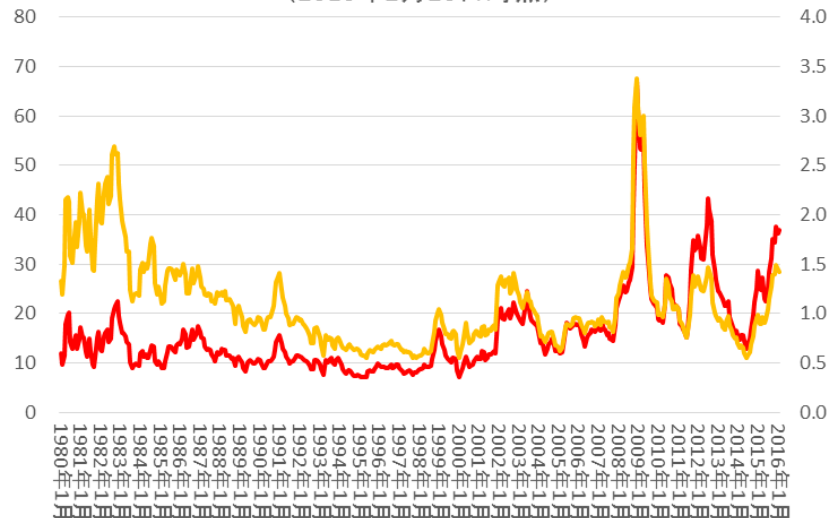
Sources: Cornerstone Macro (probability); Tullett Prebon (yen); WSJ Market Data Group

THE WALL STREET JOURNAL.

投資家の不安(リスクオフ)を反映するVIXと社債スプレッド

直近、VIX指数は小康状態を示唆する兆候も出ている。

米国社債格付けスプレッド^(Baa-Aaa)
(2016年2月26日時点)



データ: FRB — Spread/Aaa(左メモリ) (%) — Baa-Aaa(右メモリ)

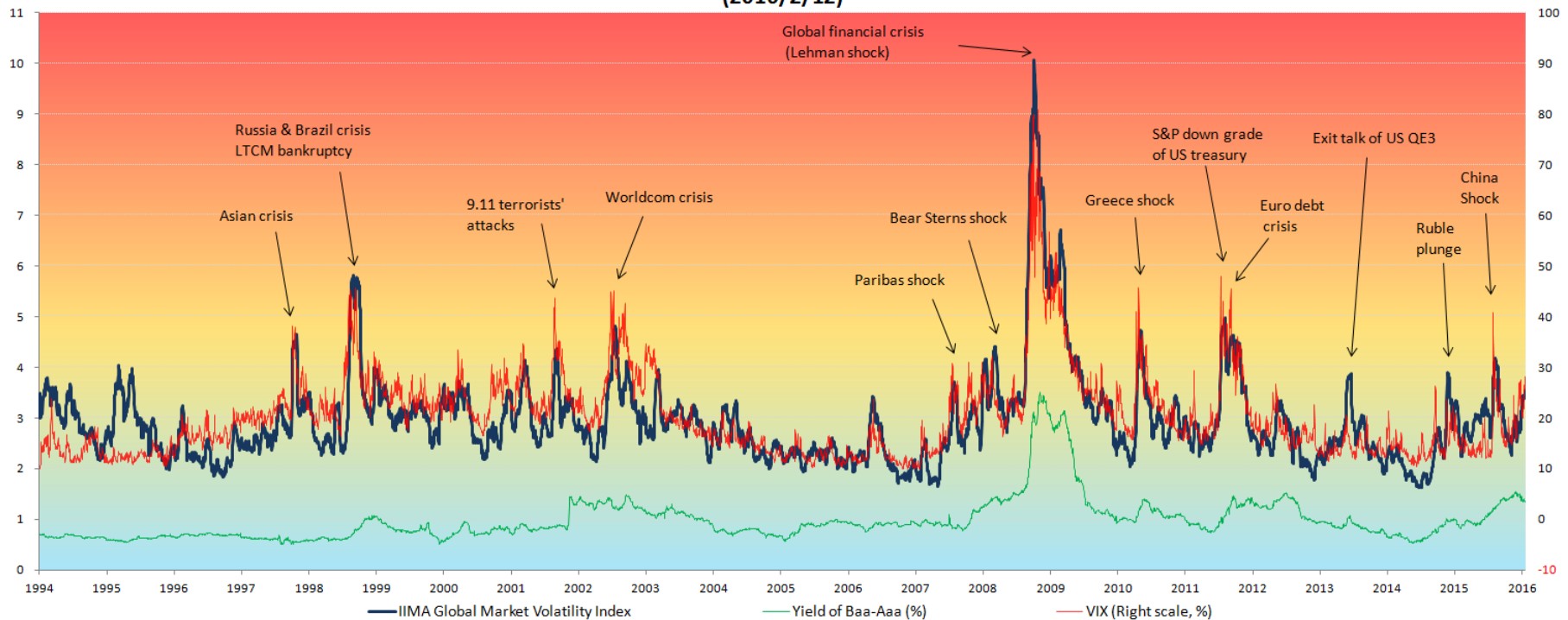
Open	15.69
Close	14.56
Low	12.75
High	17.22
Vol	0.00
% Chg	-42.59%

2016年2月26日時点



(財)国際通貨研究所のGlobal Market Volatility Indexも直近の市場の変動性の上昇(リスク度増加)を示している。

IIMA Global Market Volatility Index
and Vix, Risk Premium of Corporate Bond (Baa-Aaa)
(2016/2/12)

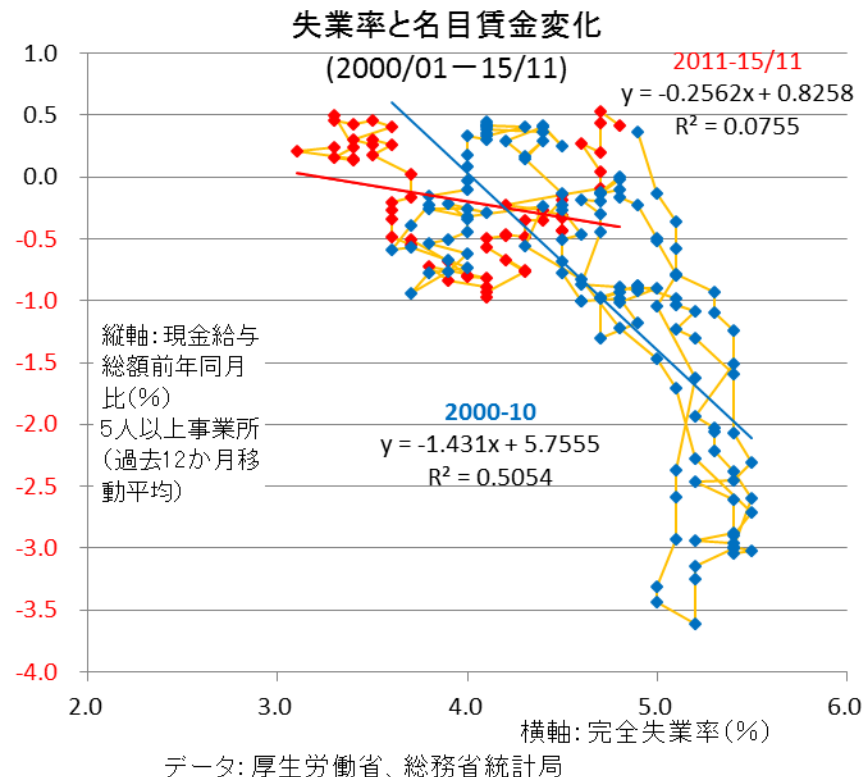
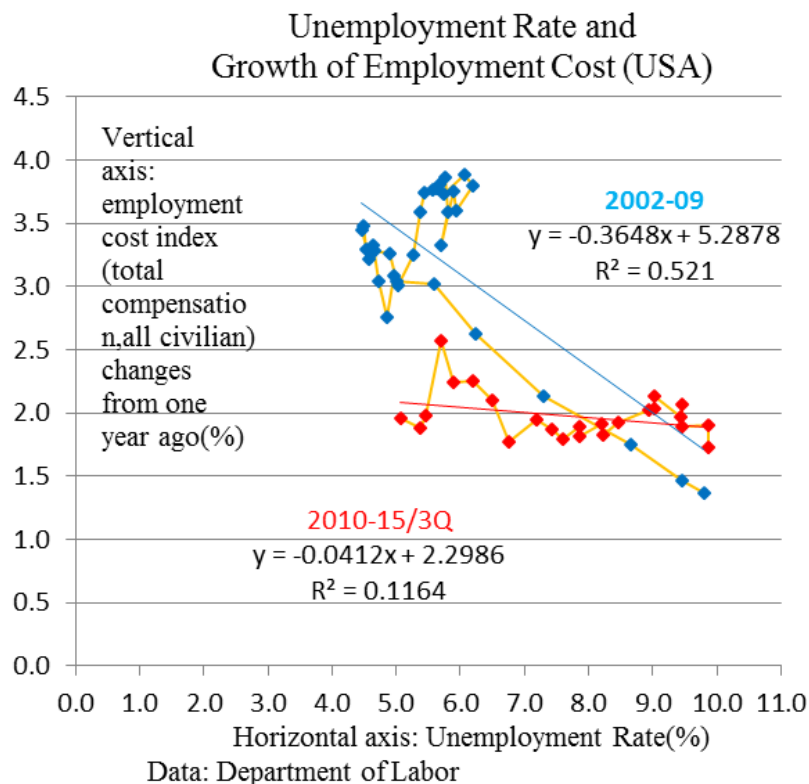


(Source) Chicago Board Options Exchange, FRB, Thomson Reuters

非伝統的金融政策からの出口を左右するインフレ率の動向

現状のリスクは低インフレ: 金融政策が正常化する前に次のリセッションが起
こること

低インフレの基調には名目賃金伸び率の抑制がある(日米共通)
その要因仮説: ①グローバル化、②マシンによる代替、③経済の期待成長率の低下
④労働生産性上昇率の低下、⑤非正規雇用の増加(日本)など



2、天然資源価格の高騰と急落の主因は？

米国の金融政策(3次の量的金融緩和とその終了)は要因か？

これを「ドル過剰流動性仮説」と呼ぶことにしよう。

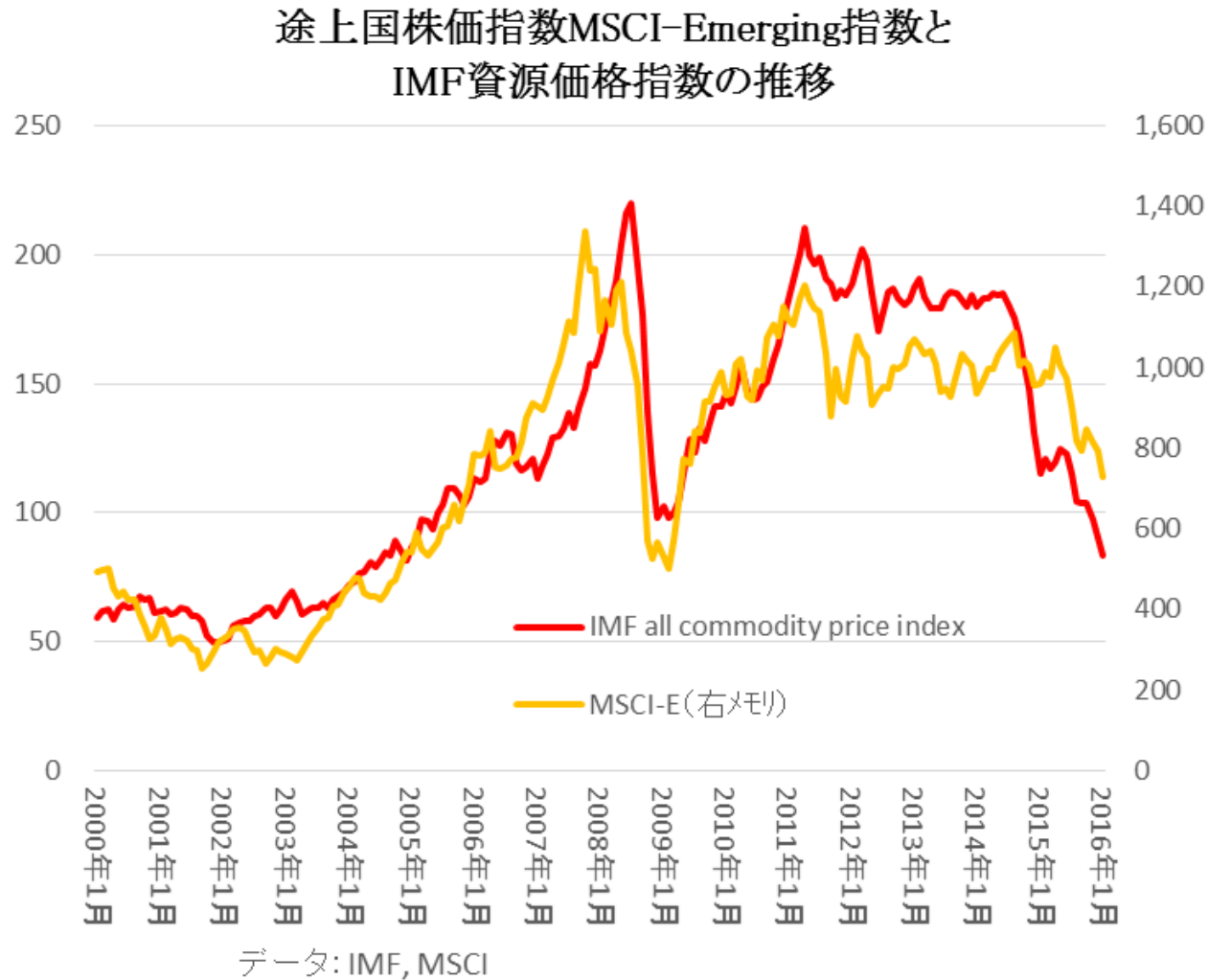
毎日新聞(2015年12月17日):「[米ゼロ金利解除、新興国に打撃の恐れ](#)」

「米国を震源とした金融危機後、FRBなど先進国の中央銀行が打ち出したのは、歴史的に前例のない大規模な金融緩和策だ。市場に大量の資金を供給し、金融機関による企業への貸し出しや、投資の増加を通じて自国の景気底割れを防ぐのが狙いだった。

だが大量の資金は海外にもあふれ出し、低い金利で借りたドルをより高い利回りが見込まれる新興国に投資する動きが活発化。各国の成長を後押しした……緩和による資金は原油などの資源にも向かい、価格上昇によってブラジルなどの資源国を潤わせた。

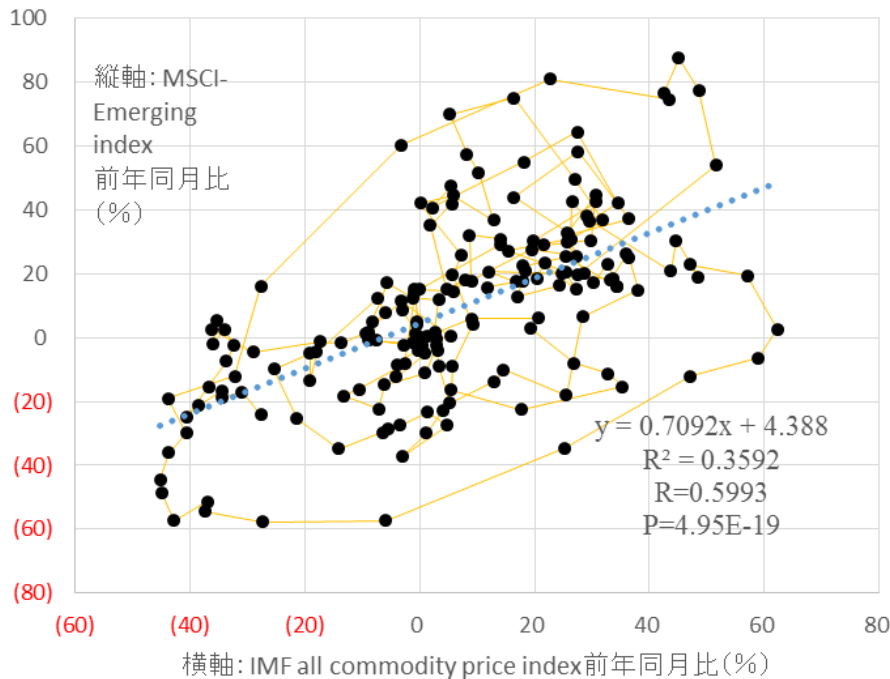
しかし昨年10月、FRBが量的緩和の終了で市場への追加的な資金供給をストップし、中国経済も減速したことで、世界経済を取り巻く環境は大きく変わった。資金の流出によって新興国経済が停滞し、原油安の進行が追い打ちをかけた。」

途上国の合成株価指数MSCI-Emerging指数と天然資源価格指数の間には有意な相関関係がある。

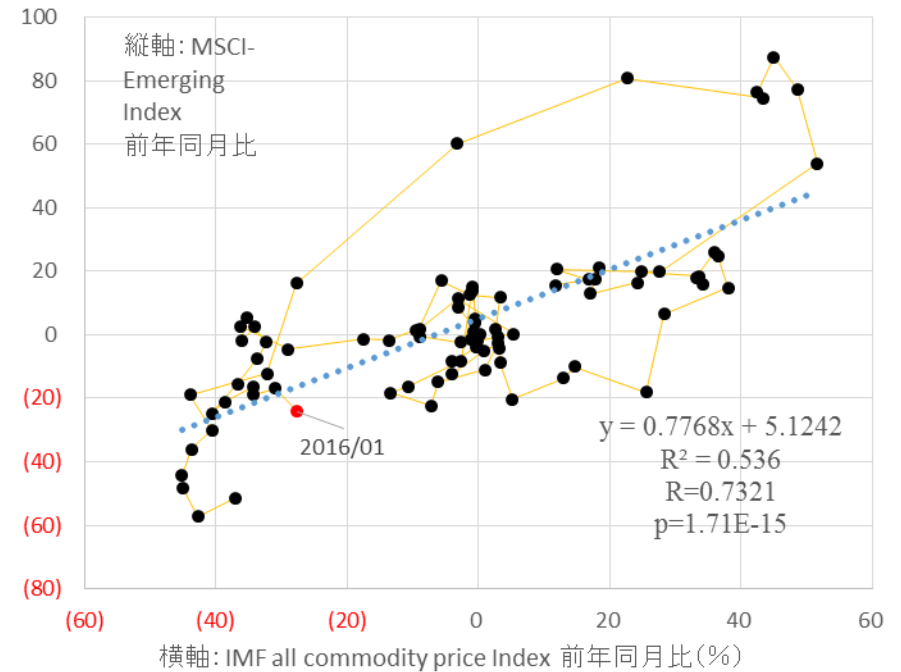


両者の関係性は2009年以降一段と高まっている。

IMF資源価格指数とMSCI-Emerging指数の変化
(2001-16/01)



IMF資源価格とMSCI-Emerging指数の変化
(2009-16/01)



ドル流動性過剰仮説を検証してみよう。

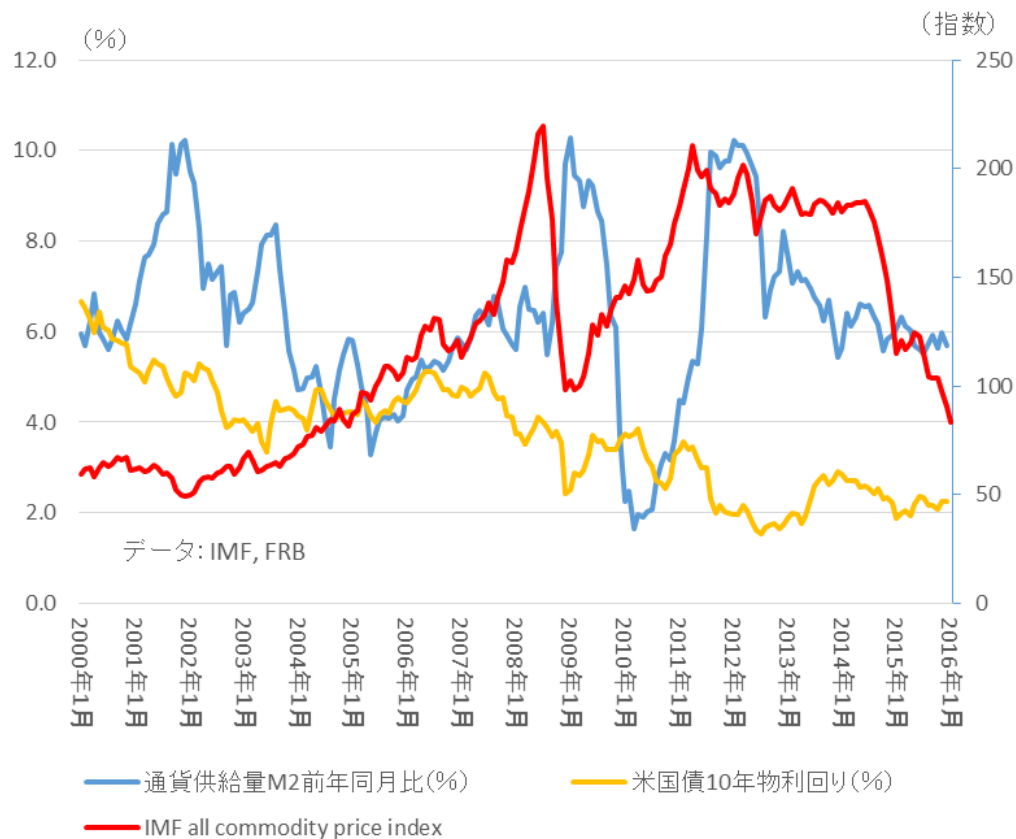
検証①:ドルの通貨供給量(M2)とIMF資源価格の関係

ドルの通貨供給量 増(減)→資源価格 上昇(下降) **正の相関**

検証②:10年物米国債利回りとIMF資源価格の関係

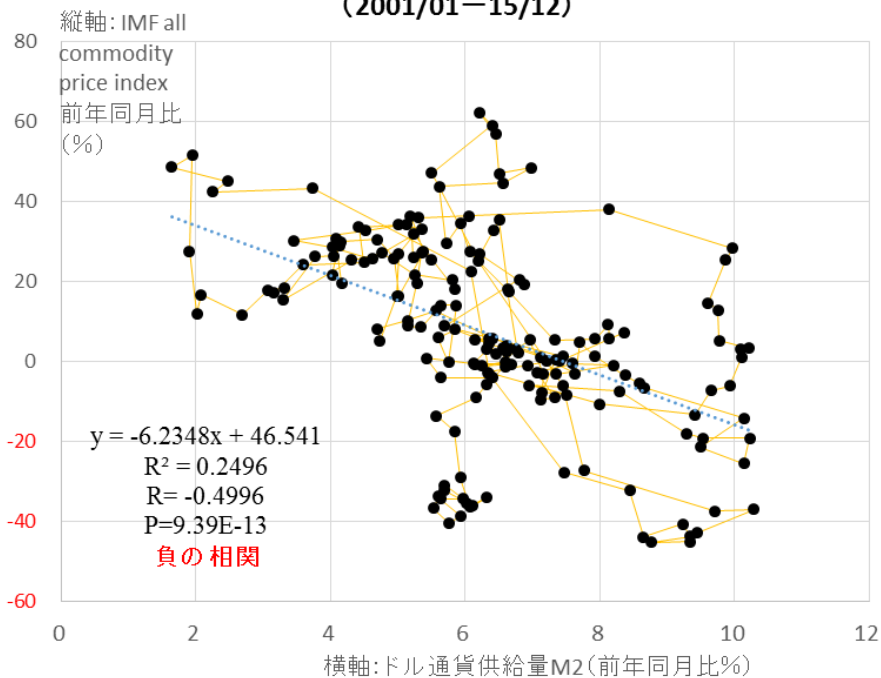
米国債利回り 低下(上昇)→資源価格 上昇(下降) **負の相関**

となるはずだが？

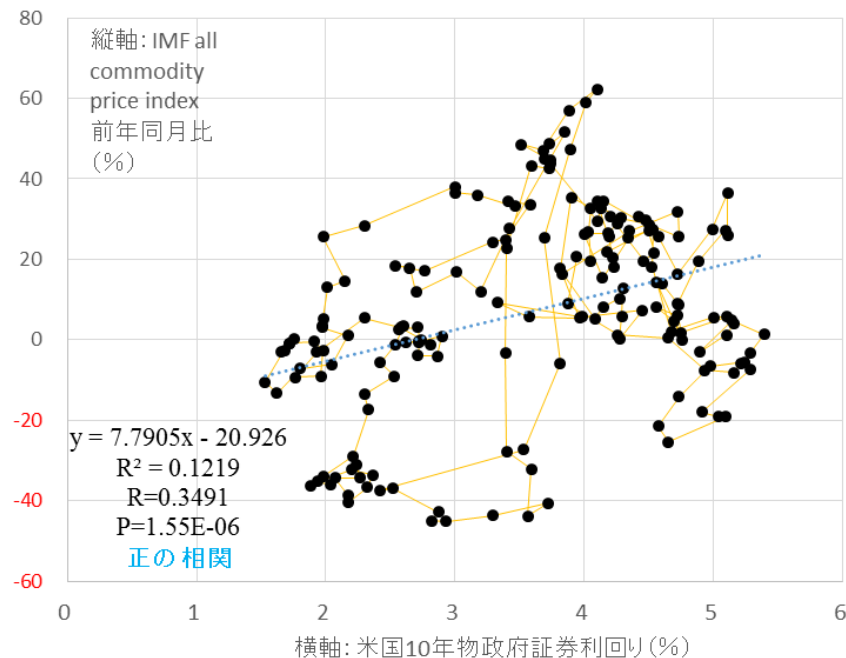


ところが、いずれもドル過剰流動性仮説の想定とは逆の関係性が弱いながら見られる。仮説は疑わしい。

IMF資源価格指数とドル通貨供給量(M2)の変化
(2001/01-15/12)

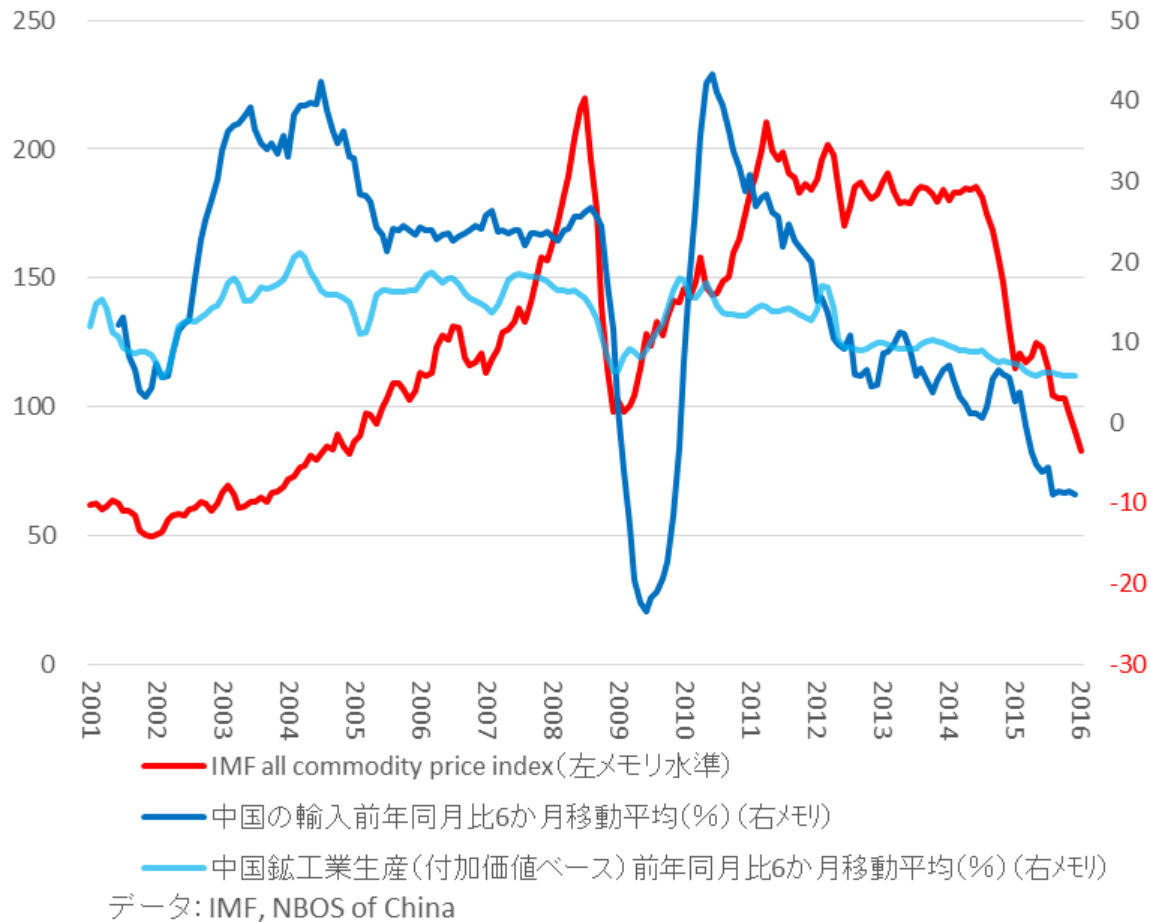


IMF資源価格指数と米国債10年物利回りの変化
(2001/01-15/12)



天然資源価格高騰と急落に関する「中国資源爆食仮説」

中国の輸入総額、鉱工業生産の変化とIMF資源価格の推移



中国資源爆食仮説を検証してみよう。

検証③: 中国の輸入の変化とIMF資源価格指数の関係

中国の輸入 増(減) → 資源価格 上昇(下降)

正の相関

検証④: 中国の鉱工業生産の変化とIMF資源価格指数の関係

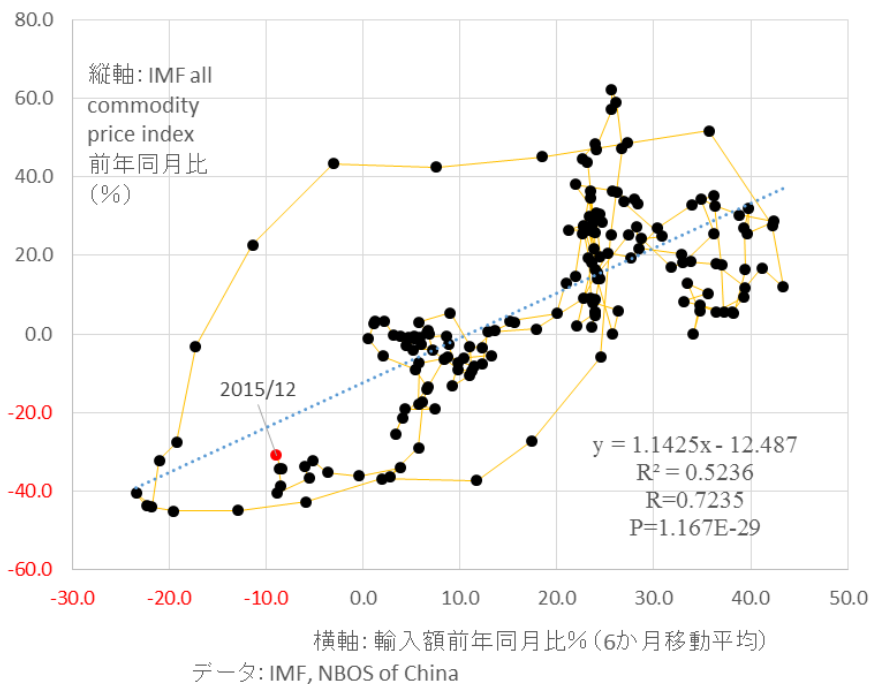
中国の鉱工業生産伸び率 増(減) → 資源価格 上昇(下降)

正の相関

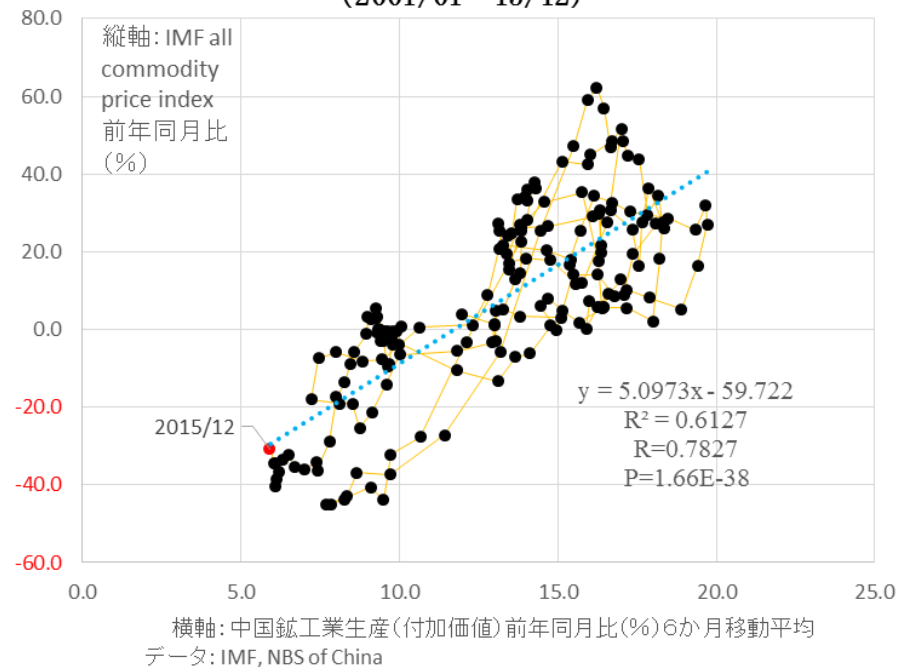
となるはず？

いずれも想定通りの高い正の相関関係が有意に確認できる。

IMF資源価格指数と中国の輸入額の変化
(2001/06-15/12)

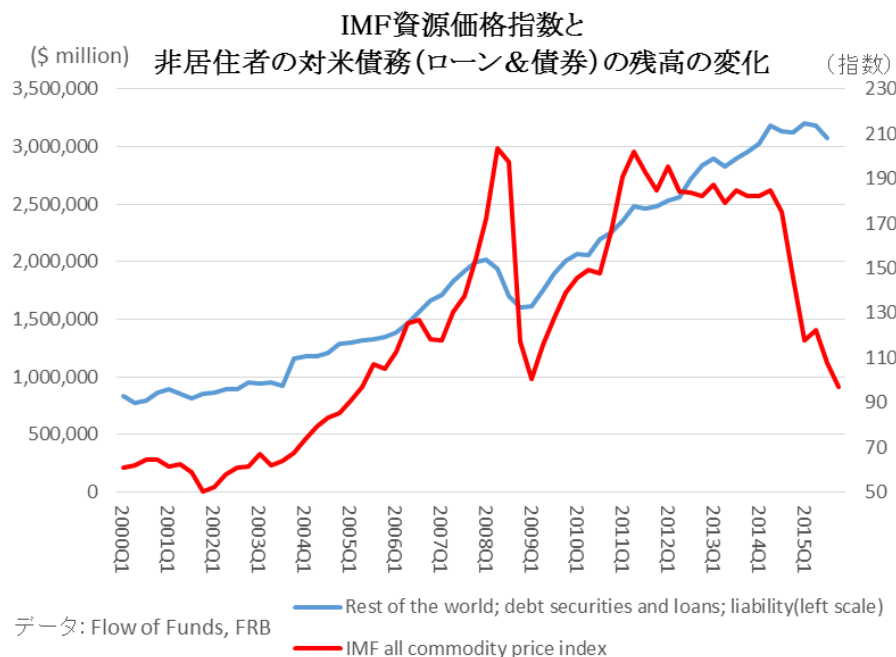


IMF資源価格指数と
中国の鉱工業生産(付加価値)の変化
(2001/01-15/12)

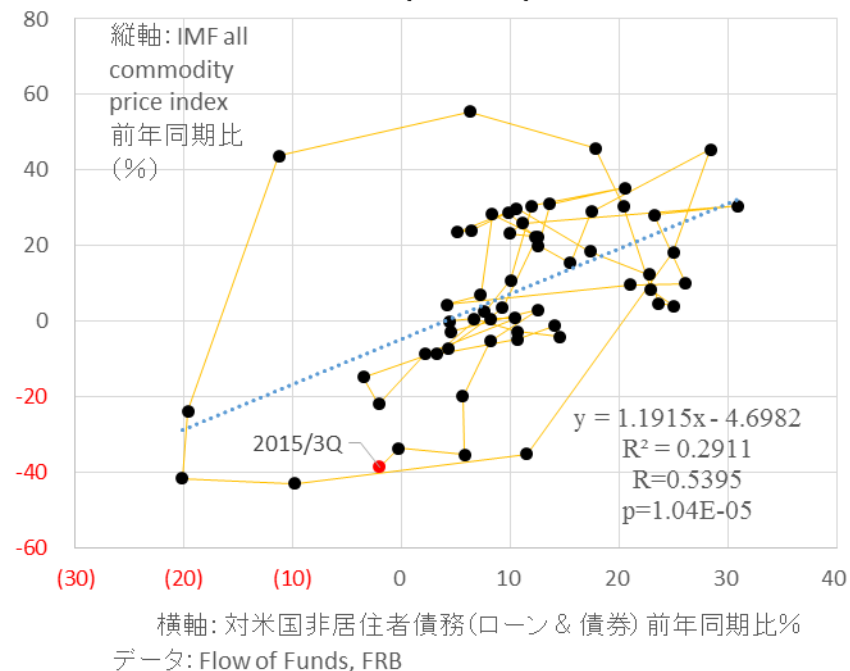


国際的資源価格の変化は米国のドルベースの信用の増減と本当に関係性はないか？

米国非居住者の対米債務(ローン&債券)と天然資源価格の変化の間には、やや弱いながらも有意な正の相関関係が見られる。新興国の企業や諸機関、海外投資家(含むヘッジファンド)がドル資金を調達して、資源投資を増やしたと考えると辻褃が合う。ただし、**それ故に米国の金融政策は資源価格高騰の要因であると言ってよいだろうか？**



IMF資源価格指数と対米国非居住者債務の変化
(2001/1Q-15/3Q)



一般的に資産価格の変化と金融のマクロ的な変数(金利、通貨供給量の変化など)は、明瞭な関係性は乏しい。

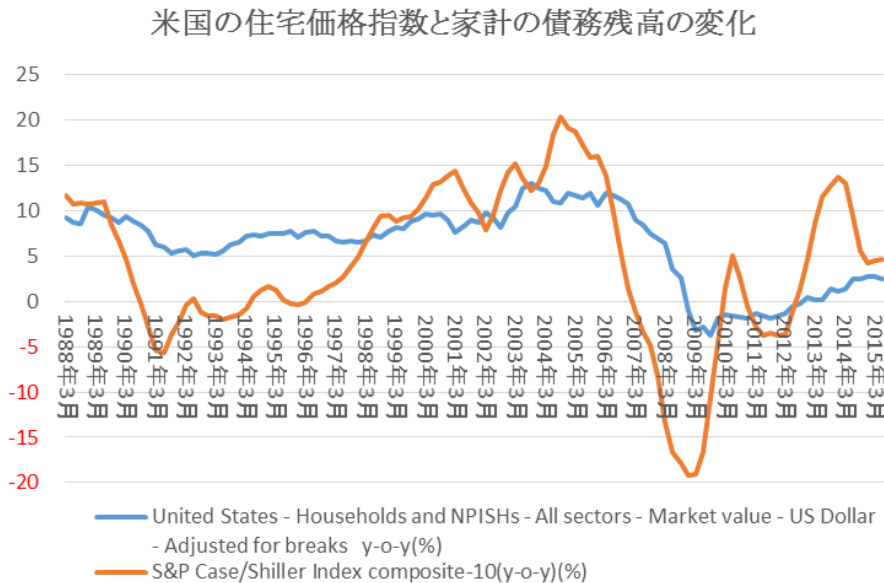
むしろ特定の部門に偏した信用の膨張との関係性が見られる(下図、米国の例)。

含意: マクロ金融政策でバブルを統御するのは困難

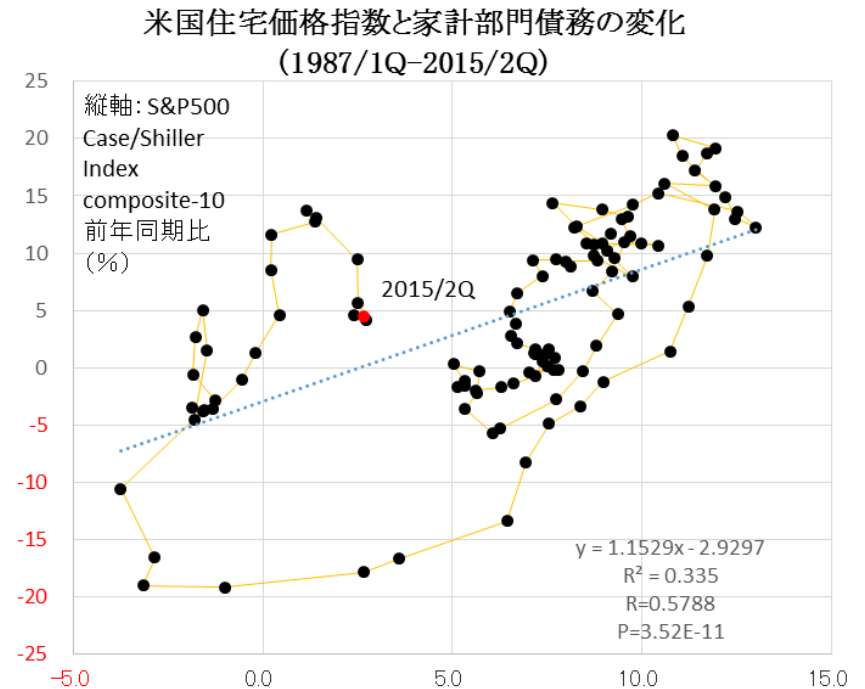
①雇用の最大化、②インフレ率の安定、③資産価格の安定(的な伸び)

3つを同時に満たす金融政策は不可能かもしれない。

特に①②に適合的な金利水準と③のそれが大きく乖離するリスク(①②<③)



データ: BIS, S&P



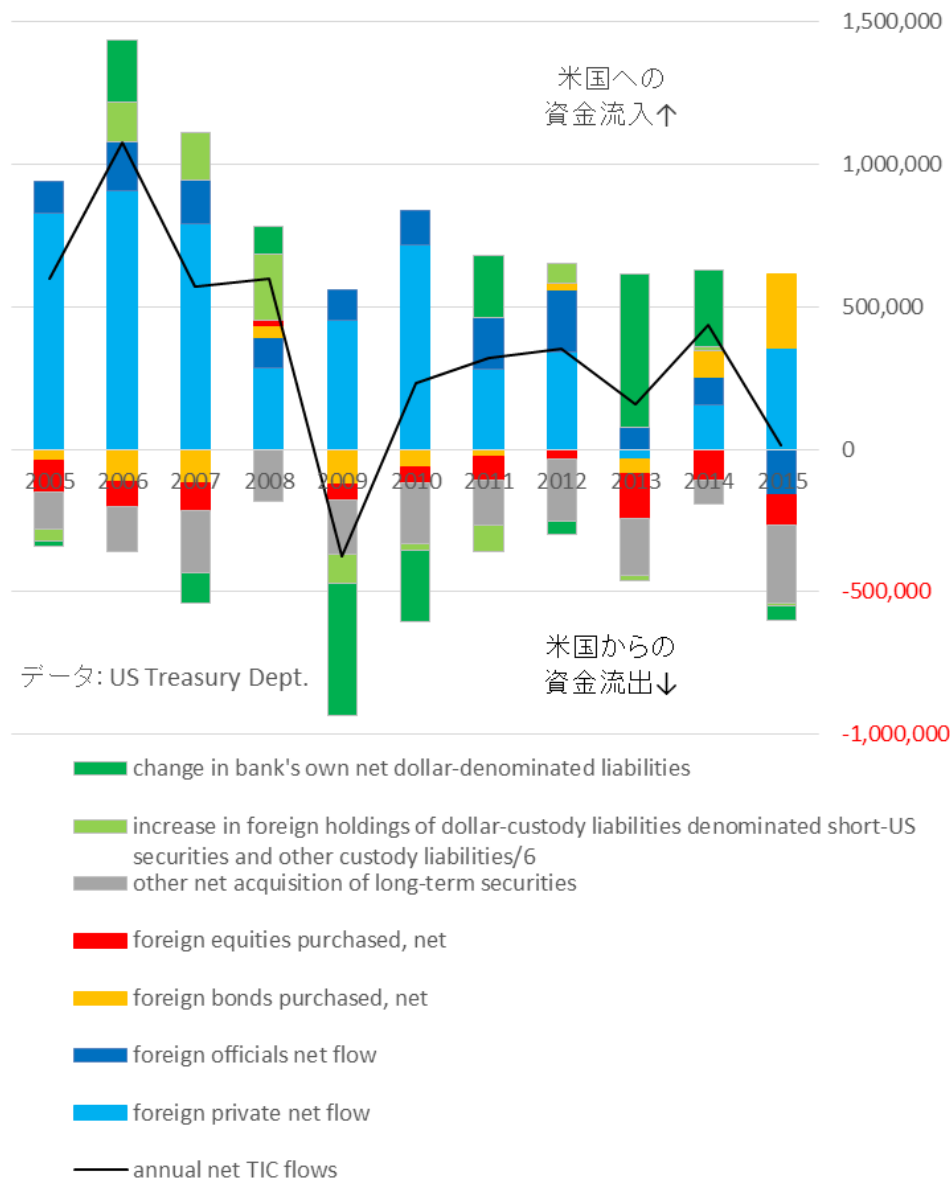
データ: BIS,FRB

総合ネットで見ると米国に資金が回帰しているわけではないが、以下の点で変化が見られる。

- ①海外政府の資金が2015年に流出に転じている(新興国の外貨準備取り崩し)
- ②米国の対外債券投資が2014、15年と米国の引揚超過に転じている
- ③銀行部門の資金が2013、14年の引揚超過になっている

米国の対外・対内投資フロー

単位: 100万ドル



3、新興諸国の信用膨張はドルの量的金融緩和が原因か？ 「ドル過剰流動性仮説、その2」

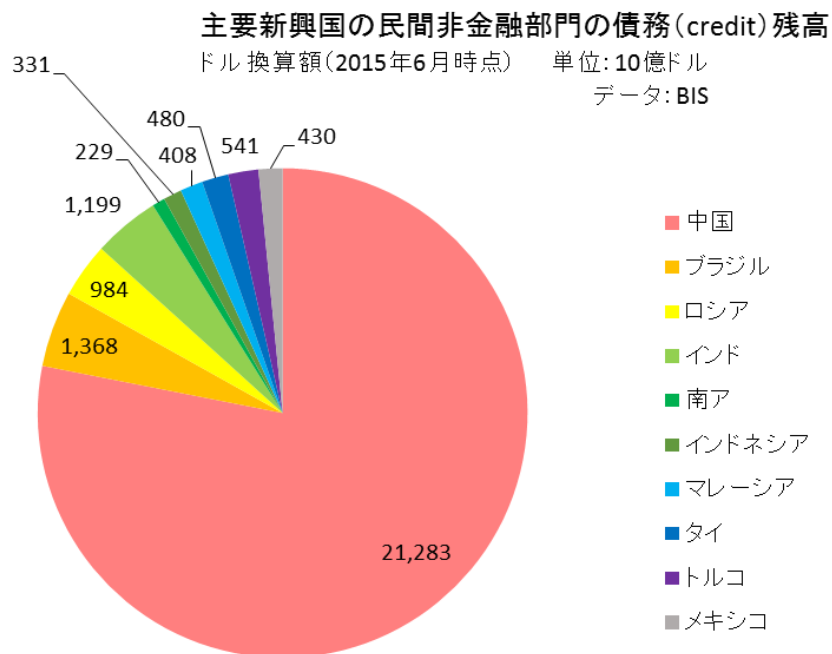
日本経済新聞(2016年1月23日)「[市場波乱の真相](#)」

「太平洋をはさんだ米国には投資マネーが押し寄せる。米利上げでドルの投資魅力が高まり、リーマン・ショック後の金融緩和で世界にばらまいた4兆ドル(約470兆円)の資金が戻り始めているのだ。

『世界の債務は07年からの7年間で57兆ドル(約6700兆円)増加した』
米コンサル大手マッキンゼー&カンパニーはこう分析する。米国発の大量の緩和マネーは世界中の金利を押し下げ、各国の政府や企業の債務が膨張するのを助長した。中国経済が過剰債務を抱える一因になるなど罪作りの存在でもあった。」

過去10年間の主要新興諸国の信用膨張の90%以上は自国通貨による信用膨張である。

ドル債務の比率は残高で9.4%、中国の同比率は5.5%に過ぎない。

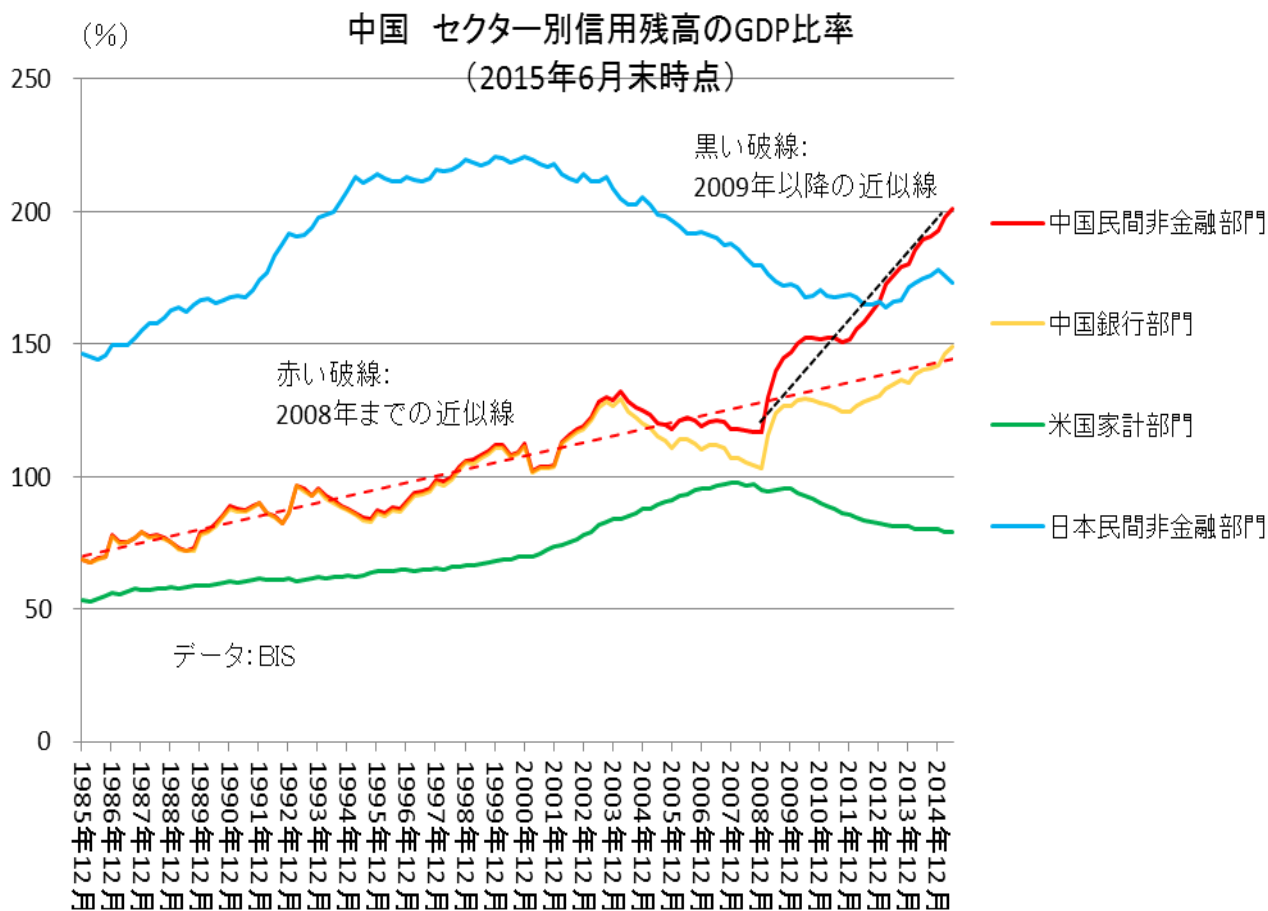


	民間非金融部門債務総額 (ドル換算、単位: 10億ドル)			民間非金融 部門債務の 対GDP比率 (%)	非金融部門の ドル建て債務 総額(単位: 10 億ドル)
	2015年6月 末時点	2005年6月 末時点	2005年6月 末比倍率		
中国	21,283	2,510	8.5	201.0	1,178
ブラジル	1,368	287	4.8	74.7	322
ロシア	984	236	4.2	75.2	297
インド	1,199	319	3.8	59.5	118
南ア	229	142	1.6	71.6	34
インドネシア	331	77	4.3	40.1	160
マレーシア	408	166	2.5	136.7	41
タイ	480	176	2.7	122.0	NA
トルコ	541	103	5.3	79.0	183
メキシコ	430	206	2.1	38.3	237
合計	27,254	4,222	6.5		2,570
データ: BIS 2015年6月末時点					

突出している中国の信用膨張、2009年以降急膨張

今後、長く過酷な債務処理のプロセスが予想される。

民間非金融部門の債務がGDP比率で2008年までの近似線に戻るだけでもGDP比50%の債務＝過剰投資の処理が必要になる。



まとめ

2000年代の国際的な資源価格の高騰と2014年以降の急落は、米国の金融政策が要因という説明は、疑わしい。控えめに言っても誇張されている。

むしろ資源価格の高騰と資源供給国のブームは、中国の資源爆食・債務急膨張型の経済成長の影響である可能性が高い。

そして中国経済の失速と共に、資源価格の高騰と資源事業ブームは終焉した。今後は、資源生産分野では過剰投資の淘汰、整理が進み、大規模な企業破綻も生じる可能性がある。中国ではGDPの50% (?)とも推測される莫大な過剰投資・不良債権の処理が不可避となる。

天然資源事業、中国を含む新興国経済「冬の時代」が続く……。長期的には資源相場の「買い場」が到来するだろうが、年内の回復は期待薄か。

近年の著作



2008年9月(単著)
新潮新書



2008年12月(単著)
光文社



2009年9月(共著)
PHP研究所



2010年2月(単著)
日本経済新聞出版社



2012年2月(単著)
晃洋書房



2013年5月
光文社(単著)