

# 経済レビュー

## 世界経済の“新常态”をどう考えるか

### 【要旨】

- ◇ 8月の中国人民元切り下げを契機とした世界同時株安は、中国を含む新興国経済の先行き不透明感を改めて浮き彫りにし、米国金融政策にも影響を及ぼし始めている。こうした世界経済変調の根源には、リーマン・ショック後の各国政策対応に起因する新たな不均衡の蓄積があったと考えるべきだろう。
- ◇ リーマン・ショック後の主要国対応を振り返ると、まず中国が投資主導の大型景気対策で高成長を取り戻し、それが新興国経済全般の先行き期待を高め、資源価格高騰を持続させた構図が浮かび上がる。また、先進国の大規模金融緩和が新興国や資源関連への投資拡大を助長したことも見逃せない。
- ◇ 一方、投資主導の成長モデルが限界に達した中国経済が 2011 年前後に減速に転じると、中国を含む新興国の需要鈍化が徐々に鮮明となり、資源価格も調整を開始、また、米国の金融緩和の出口戦略遂行は、新興国経済への過度な期待の剥落と相俟って新興国からの資金流出を誘発しており、新興国市場の動揺につながっている。これが今に続く不均衡修正の動きである。
- ◇ 但し、金融面での不均衡は、リーマン・ショック並みの金融危機を惹起する規模にまで蓄積しているとは考えにくい。この点、民間部門債務残高を切り口にみていくと、中国こそ過剰債務を指摘できるが、先進国は比較的安定しており、中国を除く新興国も個別には懸念される債務拡大が散見されるものの、経済成長に伴った面もあり、過度に警戒する必要はなからう。
- ◇ 世界経済は、「ポスト中国高成長」「ポスト資源ブーム」「ポスト金融緩和」を睨んだ“新常态”を模索している状態だといえる。前二者については、規模こそ大きいものの過剰投資や需給バランスの調整という古典的な側面もあり、諸々の市場価格変化を通じ中長期的に経済資源の効率的配分が実現される中で次の均衡が導かれよう。一方、「ポスト金融緩和」については、金融緩和自体が未曾有だった分、米国も含めその出口戦略の形態や過程は予想が困難であり、特に国債価格と政府債務の動向に注視が必要とならう。

## はじめに

様々なニュースに起因するショックが経済や金融市場を揺るがすことは珍しくないことだが、今年も例外ではない。年央にかけ、ギリシャ危機が世界の耳目をそば立たせた騒ぎも冷めやらぬ間に、同時に進行していた中国の経済減速、株式バブル崩壊が、8月の人民元実質切り下げをきっかけに改めて世界の注目するところとなり、歴史的な変動幅を伴う世界同時株安を引き起こした。昨年から進行する原油安も、WTIが一時1バレル=30ドル台をつけるなど世界的な資源価格低迷を象徴しているが、中国経済減速、米国出口戦略の影響も加わって新興国/資源国が次々と大きな経済減速を示すなど、世界経済全体としては俄かに暗雲が漂い始めた観もある。先進国が総じて循環的な回復を示しているのにも関わらず、である。

今後、世界経済がどこに向かおうとしているかを見通すにおいて押さえておかなければならないポイントは、中国経済減速にせよ、資源価格低迷にせよ、米国出口戦略に起因する新興国からの資金流出にせよ、いずれも2008年のリーマン・ショック後の各国の政策対応にその起源があるという点である。そこで本稿では、リーマン・ショック後の主要国の政策対応を改めて確認するとともに、それが足元に掛けてどのような展開をもたらしたかを検証し、世界経済が現在の調整的局面を抜けて“新常态”に移行するに際してどのような点に着目しておくべきかを考察することとしたい。

### 1. リーマン・ショック後の回復過程で累積した新たな不均衡

2008年に発生したリーマン・ショック後の世界的な金融危機は様々な意味で未曾有のものであった。こうした深刻な危機に直面して、各国当局とも財政支出の大幅な拡大や金融規制の強化等の異例の政策対応を余儀なくされた。その中でも、足元の世界経済変調の遠因となった動きとして、中国における大型景気対策、資源ブーム、先進国での未曾有の金融緩和が指摘できる。

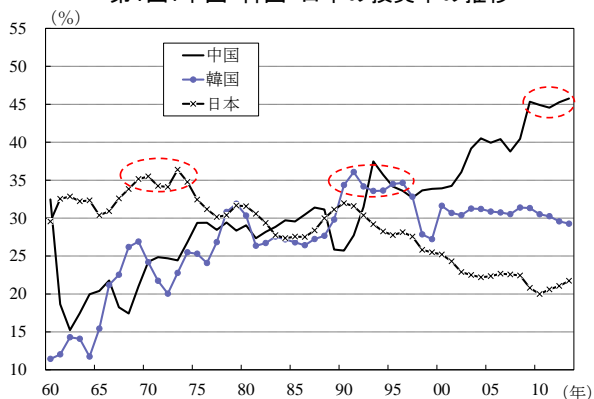
#### (1) 中国における大型景気対策（「4兆元対策」）

世界経済変調の遠因となった動きとしてまず挙げられるのは、既にグローバルに影響を持つ規模にまで急成長していた中国がリーマン・ショック後に実施した大型の景気対策である。中国は、2008年11月、当時進行していた急速な外需の落ち込みに対応して、4兆元もの内需拡大策（「4兆元対策」）を打ち出した。「4兆元対策」の事業として承認されると、用地確保や資金調達上のメリットが見込まれることなどから、政府各機関や各地方政府が競うように投資計画を打ち出した。

中国では、国有企業が採算性よりも政府の意向を優先した投資を行う傾向にあり、元来、過剰投資が生じ易い経済体質にある。そのため、2006年頃から国家発展改革委員会などが「固定資産投資コントロール強化、新規プロジェクト開始厳格化に関する

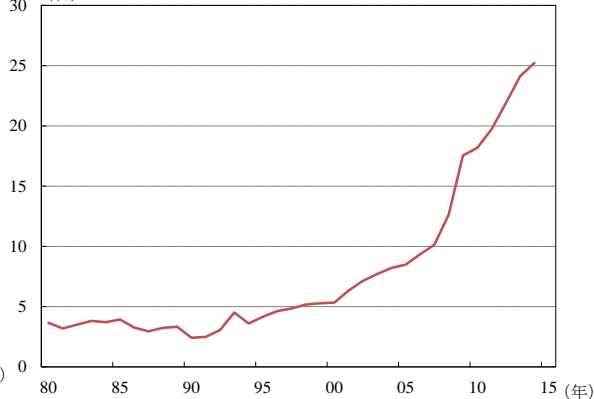
意見」を出すなど、政府も過剰投資是正に取り組む姿勢をみせていた。しかし、「4兆元対策」により思い切った投資拡大に踏み切った結果、過剰投資問題は一段と深刻さを増すことになる。中国の投資率（GDPに占める総固定資本形成の割合）は40%台後半と、高成長期の日本や韓国を遥かに上回り（第1図）、またこれに伴い、限界資本係数は2008年を境に急速に上昇した（投資効率が低下）。この結果、世界全体の総固定資本形成に占める中国の割合は、2007年が1割程度だったものが、2011年にはその倍の約2割に達した（第2図）。「4兆元対策」は、短期的な景気浮揚、高成長の実現に貢献したことは間違いないものの、その水準はやはり相当過大であり維持不可能であったと評価せざるを得ない。

第1図：中国・韓国・日本の投資率の推移



(注)『投資率』は、名目GDPに占める総固定資本形成の割合。  
(資料)世界銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：世界の総固定資本形成に占める中国の割合



(資料)IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

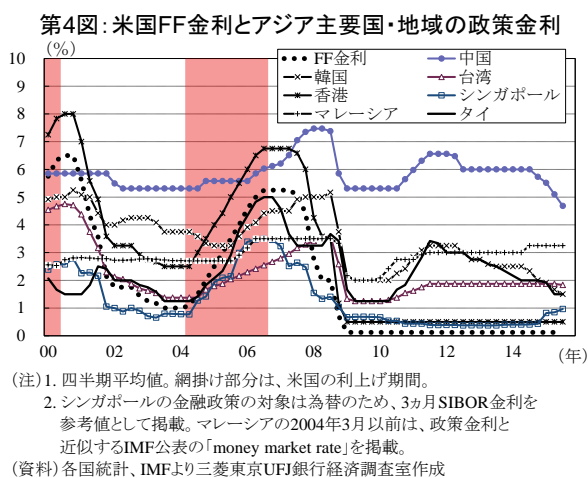
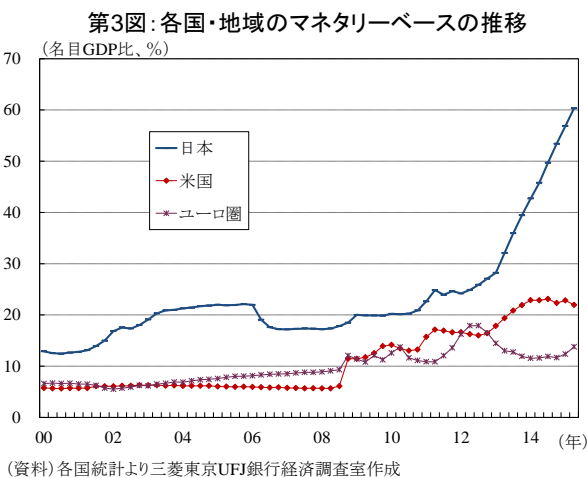
## (2) 資源ブーム

資源価格はもともと2000年代半ばより新興国需要拡大への期待から上昇基調にあったが、リーマン・ショック後には一旦大きく下落した。しかし、2009年前半には各国の政策対応により経済が安定し、とりわけ中国経済が高成長に復帰すると、再び資源価格は上昇に転じた。特に、中国の非鉄金属（銅やアルミニウム等）消費量は緩やかな増加傾向にあったが、2009年以降は急増し、世界のほぼ半分を占めるようになった。こうした資源ブームは、世界的な金融緩和（後述）の効果もあって資源国への投資や先進国の資源関連投資を加速させた。米国の「シェール革命」はその典型例で、シェールオイルの生産コストは相対的に高いが、原油高により増産が可能となったといえる。また、ブラジルやロシア、豪州といった資源国の通貨は、海外からの資金流入の増加を背景に増価傾向となった。中国における大型景気対策とその後の高成長は、新興国経済の先行きへの期待をグローバルに高め、その成長力と購買力の過大評価を生んだ結果、資源価格の行き過ぎた上昇をもたらしたと考えられる。

後述のように、資源価格は、中国の経済成長率がピークを打ち、徐々に減速するに及んで2011年頃から全般的に低下に転じたとみられるものの、原油は地政学リスクもあって2014年半ばまで高値で推移した。このため、資源価格のトレンドが大きく変化したことを暫くの間、見えにくくしていたことは否めない。

### (3) 先進国による未曾有の金融緩和

先進国の中央銀行は2008年9月に発生したリーマン・ショックを受け、次々と未曾有の金融緩和策を導入した。まず、金融危機の震源地となった米国では、FRBが流動性ファシリティやフォワードガイダンスの導入、MBSや長期国債の大量購入といった非伝統的金融政策を推進した。その後、日本銀行やECBも相次いで国債の大規模な買入れといった金融緩和を実施している。国債の購入などを通じて中央銀行が金融機関に供給している資金量を示すマネタリーベースは、名目GDP比で日本では約60%、米国では約20%、ユーロ圏でも約15%と、リーマン・ショック前の平時をかなり上回る水準となっている（第3図）。こうした先進国の金融緩和は、その規模が未曾有であるばかりでなく、軸足が当初の「危機の収束」から次第に「実体経済の刺激や物価上昇率の落ち込み防止」に移ったこともあり、長期化・常態化している。この結果、先進国の長期金利は歴史的な低水準となり、金融機関や機関投資家にとって深刻な利鞘の低下をもたらした。先進国の金融機関や機関投資家の一部は、収益を確保するため、相対的に成長率の高い新興国への投資や資源関連投資などの機会を模索し、これが前述の新興国／資源ブームをサポートしたことは否めない。また、先進国の金融緩和が新興国自身の金融緩和を可能とした面があり（第4図）、新興国でも総じて信用が拡大したことに留意が必要である。



## 2. 不均衡の修正局面を迎えている足元の世界経済

これまでみてきた三つの視点を踏まえると、足元で発生している中国を中心とした新興経済の減速、資源価格の調整、米国における出口戦略の実行に伴う新興国市場の動揺は、いずれもリーマン・ショック後に積み上がった不均衡を修正する局面で発生している事象と解釈できる。

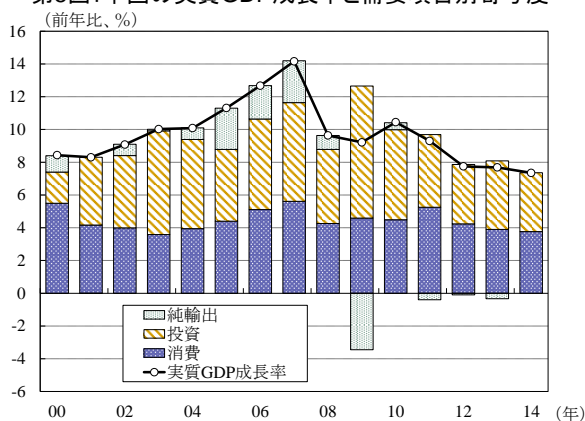
### (1) 中国の景気減速

2010年に世界第二位の経済大国となった中国は、奇しくもその頃をピークに経済成

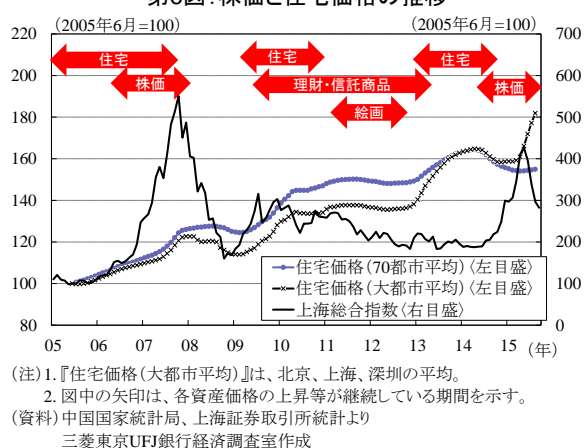
長率を趨勢的に低下させている（第5図）。その要因としては、第一に、2010年半ば以降の人民元対ドル相場の再上昇、グローバル金融危機後の最低賃金引き上げや「人口ボーナス」の終焉などによる賃金上昇などがコスト競争力の低下に繋がったことが考えられる。第二に、急拡大した生産能力の受け皿がなくなり、過剰投資の問題が顕在化したことが挙げられる。政府は2010年頃から過剰生産設備の淘汰に向け対象企業をリストアップし、過剰設備の削減圧力を強めるようになっていたが、少なくない業種で設備淘汰を上回るペースでの新規投資が続いたこともあり、過剰設備の調整は思うように進まなかったとみられる。こうしたなか、欧州債務問題の深刻化や2014年終盤以降の中国国内での住宅市場の調整本格化などにより、不動産関連や重化学工業分野を中心に生産・在庫調整圧力が急速に高まった。特に資源分野では、「4兆元対策」実施による高成長時の需要予測をベースとした開発が、中国経済の減速傾向により需要に比して過剰であったことが明らかとなり、資源価格への下押し圧力を強めることになったと考えられる。

なお、こうした過剰投資の裏側には、家計部門の過剰貯蓄があることも指摘しておく必要がある。中国では、個人の対外投資に対する制約、社会保障などセーフティネットの未整備、実質金利の低さが相俟って、家計に蓄積した貯蓄が高利回りを求めて浮動を繰り返す構図が続いており、近年住宅などの不動産のほか、貴金属や宝石類、絵画、株式や理財・信託商品に対する投資ブームを次々と惹き起こしている。特に直近の株式ブームとその崩壊は、足元の混迷を一層深める要因にもなっているといえよう（第6図）。

第5図：中国の実質GDP成長率と需要項目別寄与度



第6図：株価と住宅価格の推移



## (2) 資源安の影響

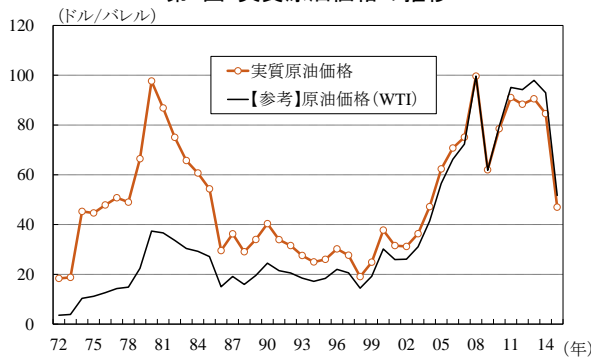
中国経済が2011年頃を境に減速基調に転じるなかで、世界の非鉄金属や鉄鉱石、石炭の価格は下落を始めた。一方、原油価格は異なる動きをみせ、2011年以降も1バレル=100ドル台の高値が続いた。これは「アラブの春」以降、中東地域の地政学リスクにより供給懸念が高まったことが背景にあり、中国の景気減速や米国のシェールオイル生産増加といった、価格下落につながる要因への注目度は低かった。

しかし、2014年10月以降、地政学リスクが後退する一方、これまで世界の原油需

要を牽引してきた中国を中心とした新興国の需要鈍化が鮮明となり、OPECの減産見送りや、人民元切り下げをきっかけとした中国経済の先行きに対する懸念の高まりなども加わって、原油価格は大幅に下落した。原油価格を実質ベース（原油価格を米国の消費者物価で実質化したもの）でみると、今年の1～8月までの平均値は前年比▲44%とリーマン・ショック直後の落ち込み幅を上回り、2004年の水準にまで下落している（第7図）。資源価格の低迷により、資源輸出国には強い景気下押し圧力がかかるが、なかでも豪州、ブラジル、ロシアといった国々には一段と強い下押し圧力が及んでおり、各国特有の事情もあって既にマイナス成長、もしくはゼロ近辺まで減速を余儀なくされている（第8図）。また、ブームに乗って拡大していた資源開発案件も停滞し、先進国の企業を含む資源関連産業の業績を悪化させている。

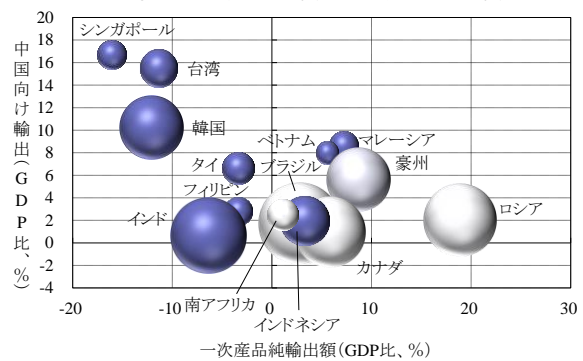
資源価格の下落は、資源産出国から資源消費国への所得移転を意味し、それだけを捉えれば“ゼロサム”だともいえ、必ずしも世界全体の景気を押し下げる要因となるわけではない。但し、資源価格の変動が実体経済へ与える影響は、少なくとも短期的にはより複雑である。例えば、資源価格の変化が急激かつ大幅になると、各経済主体の行動が新しい価格体系に対応するのに時間を要し、経済全体を停滞させる要因となり得る。また資源価格の急変動が経済の先行きに対する不透明感を強めることで、経済主体の行動を全体的に萎縮させる面も否定できない。資源に限ったことではないが、価格がファンダメンタルズから大きく乖離せず安定的に推移することが、経済の持続的な成長にとって望ましいといえる。

第7図：実質原油価格の推移



(注)1.『実質原油価格』は、原油価格(WTI)を米国CPI(2008年基準)で実質化したもの。  
2. 2015年は1～8月平均値。  
(資料)米国労働省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：中国依存度と一次産品依存度



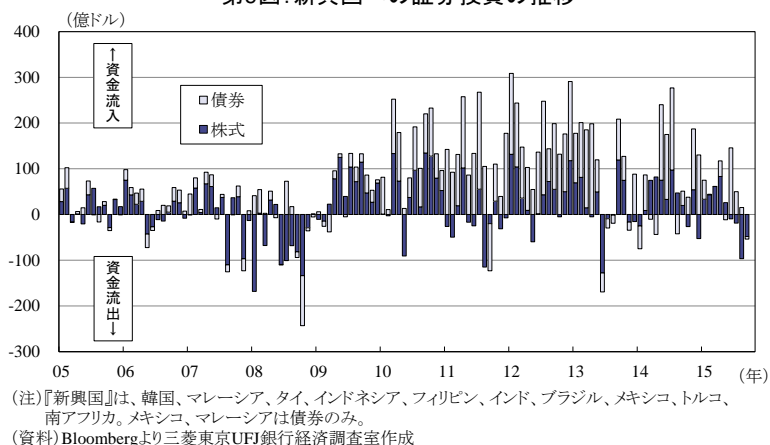
(注)1.『一次産品依存度』は、一次産品(食品・飲料、工業用原材料、鉱物性燃料)純輸出のGDPに対する比率。  
2. バブルの大きさは2014年の名目GDP額、白いバブルはマイナス成長の国。  
(資料)国連、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 米国の金融出口戦略

FRBは長らく大規模な金融緩和を続けてきたが、実体経済の回復が進むにつれて、出口戦略を模索し始めた。2013年5月にバーナンキ前議長が量的金融緩和の縮小開始に言及したのを皮切りに、2014年1月には実際に量的緩和策の縮小を開始し、足元では利上げも視野に入っている。FRBによるこうした出口戦略の遂行は、新興国経済の先行きに対する過度な期待の剥落と相俟って、相対的に新興国への投資の魅力を減らし、米国へ資金を戻す動きを誘発している。新興国への証券投資の推移をみると、リ

リーマン・ショック後の世界経済回復局面では、新興国経済の高成長を背景に資金流入の動きが強まったものの、FRB が段階的に量的緩和策を縮小させ始めると、資金流入は縮小傾向に転じ、足元では資金流出さえみられるようになってきている（第9図）。こうした新興国からの資金流出は、株価の下落、通貨の減価という形で顕在化している。株価については、トルコやインドネシア、フィリピン、タイ、ブラジルなどで下落が目立ち、通貨についてはロシアやブラジル、南アフリカ、マレーシアなどの資源国や、トルコなどの経常赤字国で下落幅が大きくなっている。

第9図：新興国への証券投資の推移



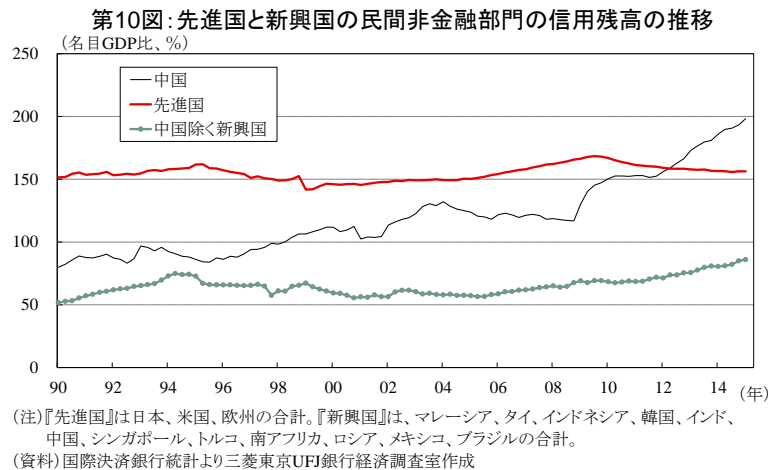
### 3. 金融面での不均衡の大きさと資本流出への耐性

ここまでは、リーマン・ショック後に新たに蓄積した不均衡とその修正過程を振り返った。一言で言うならば、金融と財政を動員して中長期的に維持不可能なブームを作り出したものであり、それが修正されるのは必然だったともいえる。しかし、ここで一点注意されるのは、これらブームの裏側で金融面でも大きな不均衡が蓄積していないかである。リーマン・ショックにおいても、米国の住宅価格上昇と家計債務拡大に証券化という手法が加わることで、債務が世界に拡散され返済能力をはるかに超えるレベルまで膨張したことは記憶に新しい。経済の実力以上に膨らんだ債務の存在は常に金融危機の根本原因である。そこで、ここでは、金融市場でどの程度の不均衡が蓄積しているのか、民間部門の債務を切り口にチェックしていく。

#### (1) 債務負担の大きさ

まず、非金融民間部門の、銀行借入や社債、シャドバンキングなどを対象とした負債残高の名目 GDP 比率をみていく。先進国と新興国の全体の動きを確認すると、先進国はリーマン・ショック後に低下に転じ、足元ではほぼ横ばいで推移している（第10図）。また、中国を除いた新興国については、上昇傾向にあるものの、そのペースは緩やかであり、足元の水準も 86%と先進国平均の 156%と比べると低めとなっている。一方、中国はリーマン・ショック以降急速に上昇、その水準は足元で 198%と先

進国を大きく超えており、かなり過大な債務を負っていると言わざるを得ない。



中国を除く新興国について国別にみると、直近 2014 年に新興国のなかで先進国平均を超える高水準となっているのが韓国である（第 1 表）。また、シンガポールについては、先進国平均は下回っているものの、アジア通貨危機が起きた 1997 年の水準は上回っている。上昇ペースについては、トルコやブラジル、インドネシアでは、リーマン・ショック以降、年率 5%ポイントを超えるペースで上昇している。新興国で債務が拡大していること自体を問題視する向きもあるが、経済発展を金融の深化がサポートする過程で債務が拡大することはかつて先進国でもみられた現象であり、必ずしも過度に警戒する必要はなかろう。しかし、上記の国々については、債務負担がやや過大かつ急拡大している可能性があり注意が必要であろう。

次に、対外債務の名目 GDP 比率をみていく。対外債務残高が多い場合、新興国については急激な資本流出を惹き起こすリスクが高まると考えられるが、足元の新興国の平均はアジア通貨危機時の 1997 年を下回っており、全体としては対外債務の過度な膨張はみられない。各国別にみると、アジアでは、足元で 1997 年のアジア通貨危機時の水準を超えているマレーシアやインド、それ以外の地域では、比較的水準が高いトルコや、リーマン・ショック以降の増加ペースが速いブラジル、メキシコなどの動向については、今後も注意すべきである。

以上を総括すると、中国を除く新興国については、個別には懸念される債務の積み上がりが見られるものの、リーマン・ショック並みの金融危機を惹起する不均衡が蓄積しているとまでは考えにくい。こうした背景には、先進国における大規模な金融緩和が、金融危機の再発防止の観点からの金融規制の厳格化（個別金融機関の監督・規制というミクロ・プルーデンス政策のみならず、金融システムミック・リスクを監視するマクロ・プルーデンス政策を含む）と同時並行で進められたことも影響している。金融規制厳格化が始まってからまだ日が浅く歴史の試練を経ているとは言えないものの、リーマン・ショックの苦い経験が生かされ、危機の未然防止のための政策対応が一定の効力を発揮している可能性は指摘できる。



第1表：非金融民間部門の信用残高と民間部門の対外債務残高の名目GDP比率

		非金融部門の信用残高 (名目GDP比、%)					対外債務残高 (名目GDP比、%)					
		1997年 (アジア通貨 危機時)	2000-07年 平均	2008年 (リーマン・ ショック時)	2014年	2008-14年 の伸び率 (年率)	1997年 (アジア通貨 危機時)	2000-07年 平均	2008年 (リーマン・ ショック時)	2014年	2008-14年 の伸び率 (年率)	
先進国	日本	214.2	179.4	171.6	170.7	▲ 0.1	-	25.0	23.6	41.5	9.8	
	欧州	-	144.6	161.9	164.9	0.3	-	71.6	74.3	86.9	2.6	
	米国	120.3	147.1	166.7	146.9	▲ 2.1	-	56.7	70.2	60.4	▲ 2.5	
先進国平均		167.3	157.0	166.7	160.8	▲ 0.6	-	51.1	56.0	62.9	1.9	
新興国	アジア	中国	98.9	118.3	116.8	193.3	8.8	13.7	13.1	8.6	8.7	0.2
		韓国	163.0	146.8	175.0	189.6	1.3	25.0	18.9	26.3	22.8	▲ 2.3
		シンガポール	114.7	103.6	111.1	143.1	4.3	-	-	-	-	-
		マレーシア	172.2	131.5	111.2	133.1	3.0	46.7	45.9	46.2	67.5	6.5
		タイ	181.9	101.3	92.3	120.6	4.6	63.4	33.3	24.7	28.5	2.4
		インド	27.8	40.8	56.3	59.3	0.9	11.0	10.9	11.8	17.2	6.5
		インドネシア	78.5	26.5	27.4	39.8	6.4	36.6	24.6	13.4	18.3	5.4
		ベトナム	-	-	-	-	-	81.0	34.3	26.7	28.7	1.2
	フィリピン	-	-	-	-	-	17.8	21.3	14.2	13.5	▲ 0.8	
	・ヨ ア フ ロ リ ッ カ バ	ロシア	19.2	35.5	58.5	77.5	4.8	-	23.8	26.9	29.4	1.5
		トルコ	27.2	25.9	42.6	74.0	9.6	18.0	19.7	25.5	35.3	5.6
		南アフリカ	57.4	63.3	78.2	69.9	▲ 1.9	-	8.3	13.7	13.1	▲ 0.7
	中 南 米	ブラジル	35.2	37.2	49.8	74.1	6.8	9.3	11.0	5.3	11.6	13.9
メキシコ		36.0	25.8	30.5	37.1	3.3	-	9.0	7.5	15.8	13.1	
新興国平均		84.3	71.4	79.1	101.0	4.1	32.3	21.1	19.3	23.9	3.6	

(注) 1. 色付き部分は、『非金融部門の信用残高』では、新興国のうち、『先進国平均』を超えている箇所。『対外債務残高』では、『1997年』を超えている箇所。  
 2. 『ベトナム』の2014年の『対外債務残高』は、2013年実績。  
 3. 『対外債務残高』の『2000-07年平均』は、欧州は2005-07年、日本、米国、南アフリカ、ロシアは2003-07年、メキシコは2002-07年。  
 4. マレーシアとベトナム、中国の『対外債務残高』は政府部門の債務も含む。

(資料) IMF、世界銀行、国際決済銀行統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 資本流出への耐性

中国を除く新興国の債務負担の度合いは、総じてみると金融危機を惹起する程の大きさにはなっていないとみられるが、先程みたように新興国からの資金流出は起き始めている。資本流出が急速となった場合、それをファイナンスする手段を持ち合わせていないと市場が懸念を抱くと、資本流出が一層加速し、通貨の大幅な下落などを招き、实体经济に対して過度な下押し圧力を掛けかねない。そこで、新興国の流動性の保有状況を確認するために、それぞれの国の外貨準備高をみていくと、ほとんどの国でリーマン・ショック前と比べて残高が増加しており、仮に当時と同程度の資本流出が生じて、現在保有する外貨準備でカバーできる状況にある(第2表)。新興国は総じて資本流出への耐性を保持していると考えられる。アジアでは、1997年の通貨危機の経験を踏まえ、通貨スワップにより外貨資金を融通する枠組み(チェンマイ・イニシアチブ)が整備されていることも、市場の投機的な動きを抑制する一つの要因となっている可能性も指摘できる。

第2表：資本流出と外貨準備残高

(10億ドル、%)

	リーマンショック時 (2008年)		足元
	資本流出	外貨準備残高	外貨準備残高
シンガポール	70.7	177.3	253.1
香港	49.5	160.7	340.7
マレーシア	39.8	120.0	95.2
台湾	33.0	281.8	416.4
韓国	55.7	264.2	370.0
タイ	11.8	107.5	151.5
ロシア	65.2	498.9	312.7
トルコ	22.0	76.6	100.8
ブラジル	40.8	194.2	365.9
フィリピン	4.0	32.8	73.3
南ア	6.5	30.6	41.5
メキシコ	13.7	91.0	189.0
インド	12.3	299.7	338.1
インドネシア	1.7	56.8	104.8
ベトナム	0.2	26.4	34.2
中国(参考)	—	1,684.3	3,709.0

(注)1. 資本は、証券投資とその他投資の合計。

2. 四半期別で、資本が流出となった期間の金額を合計。

(資料) 各国統計、IMF資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### 4. 世界経済の“新常态”を見通す際の着眼点

こうしてみると、現在の世界経済は金融システム面では比較的安定しているものの、中国の経済モデル転換（投資主導→消費主導）、それが一因となっている世界的な資源の需給調整、そして米国経済の循環的な回復が同時に進行している状況であり、「ポスト中国高成長」、「ポスト資源ブーム」、「ポスト金融緩和」を睨んだ新たな着地点を模索する動きは今後も続くといえるだろう。すなわち、世界経済自体がその“新常态”を見出していく必要があるわけだが、このうち「ポスト中国高成長」、「ポスト資源ブーム」を模索する動きは、これまでみてきたように諸々の価格変化を通じて既に始まっている。国際商品市況の下落はその一例であり、新興国や資源国の通貨価値下落も価格変化の一形態と捉えることができる。また、中国などが抱える過大な供給力は、世界経済全体の製品価格に下落圧力をもたらし、製造業の活動に影響を与えている。こうした動きは、大規模であるだけに短期的には様々な経済主体に対して痛みを与えるものとなり得る一方、過剰投資の調整、需給バランスの調整という古典的な側面もあり、市場価格の変化が中長期的に経済資源の効率的な配分を促し、世界経済を新たな均衡に導いていくものと考えられる。

ここで留意したいのが「ポスト金融緩和」についてである。「ポスト金融緩和」を睨んだ動きとして、新興国から先進国への資金還流が起きていることは既に述べたが、それだけで収まるとは言い切れない。先進国の中央銀行による大規模な量的緩和は、デフレ圧力への対応策として現在も継続されており、国債利回りの引き下げ、つまり国債価格の引き上げにかなり寄与しているとみられる。こうした国債価格の上昇・安定は、政府による財政赤字拡大に対する市場からのプレッシャーを減じている面があ

ることは否定できない。国債価格は金融政策が正常化に向かう過程でまさしくその“真価”が問われることになるが、その結果如何では、財政赤字の縮小を余儀なくされる事態も起こり得る。量的緩和は前例のない規模に達しており、かつ同時並行的に実体経済では新たな均衡に向けた変化が進捗していくため、国債価格の着地点を見極めることは非常に難しいが、各中央銀行の出口戦略がどのような形となるかを含め、その先行きには細心の注意を払う必要があるのではなかろうか。

(H27.10.8 竹島 慎吾 shingo\_takeshima@mufg.jp

鶴田 零 rei\_tsuruta@mufg.jp

福地 亜希 aki\_fukuchi@mufg.jp

富田 潤 jiyun\_tomida@mufg.jp

金堀 徹 tooru\_kanahori@mufg.jp

篠原 令子 reiko\_shinohara@mufg.jp

前原 佑香 yuka\_maehara@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。