

2015年7月14日 全8頁

FED vs. ECB の軍配はどちらに？

世界経済マクロモデルによる影響試算と論点整理

エコノミック・インテリジェンス・チーム

エコノミスト 小林 俊介

エコノミスト 久後 翔太郎

[要約]

- 米国の利上げに伴う世界経済への悪影響が懸念されている。一方で ECB の量的緩和による世界経済に対する下支え効果に期待がかかる。本稿では、米国の利上げと欧州の量的緩和が世界経済および日本経済に与える影響について分析する。
- 当社のマクロモデルによる試算結果によれば、世界経済に与える影響は FED の利上げによるマイナスの効果が ECB の量的緩和によるプラスの効果を凌駕する。ただし FED があくまで米国の景気に中立的なペースで利上げを行う限り、過度の懸念は禁物である。また、新興国のバランスシート改善に伴い、通貨危機のリスクも低減している。
- 日本経済への影響も同様に、FED が利上げに向かう中では減速を免れない。しかし米国の利上げが景気に中立的なペースにとどまる限り、その悪影響は極めて限定的である。また、新興国の「テールリスク」を懸念すべき状況にないため、「リスクオフ」進行に伴う大幅な円高や景気の大崩れが発生する可能性は限定的だ。米国の利上げは「有事の円高」ではなく、日米金利差の拡大を素直に反映したドル高・円安を招く可能性が高い。
- 最大のテールリスクは、米国の利上げに伴う中国の「バブル」崩壊シナリオである。現在行われている中国の金融緩和は一定の景気下支え効果を有するものの、本質的な問題解決が先送りされる結果、将来的な調整余地を増幅することになりかねない。中国経済の「テールリスク」は温存されることになるだろう。

米国の利上げは世界経済に何をもたらすのか？

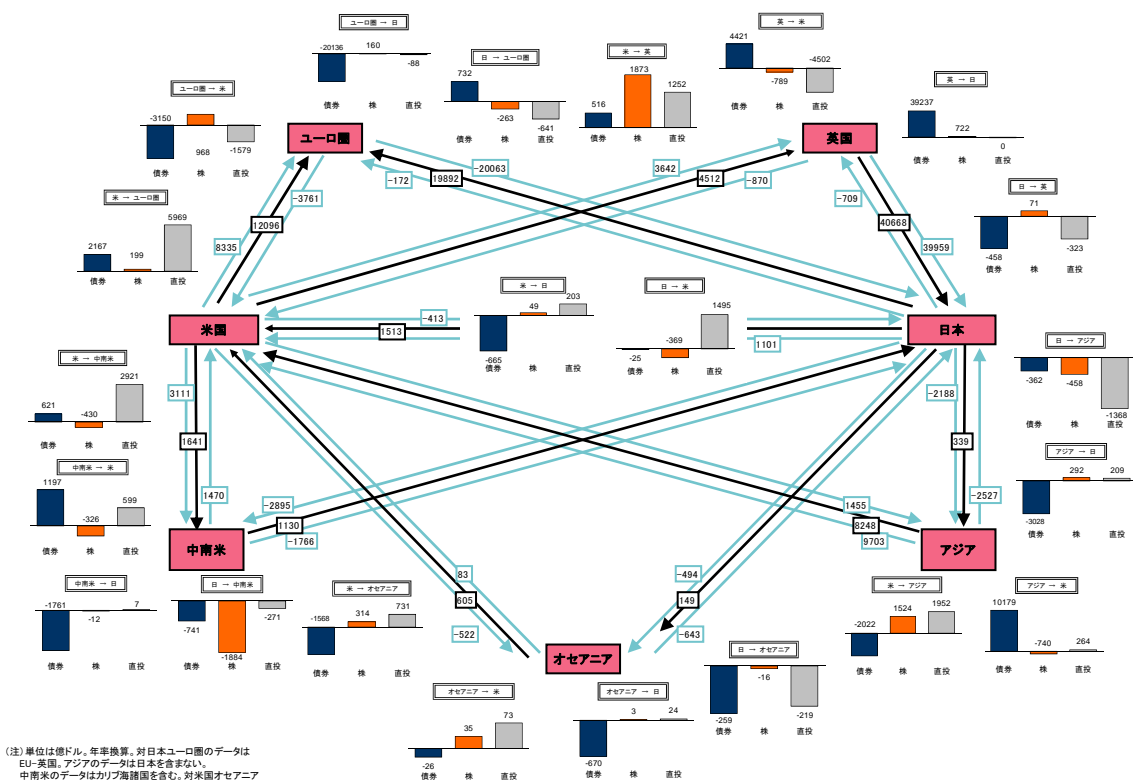
世界的な金利上昇圧力とドル高が世界経済の重石に

FEDの利上げに伴い世界経済には逆風が吹くことが懸念されているが、その影響のマグニチュードはどの程度のものなのだろうか？一方でECBが量的緩和を導入したが、米国と欧州の金融政策のいずれの影響が大きいのだろうか？本稿では、米国の利上げと欧州の量的緩和が世界経済および日本経済に与える影響について分析する。

米国の政策金利の引き上げを受けた長期金利の上昇は、米国経済を減速させるのみならず、国際的な金利の裁定条件を通じて他国の金利をも上昇させる効果を有する。**図表1**に世界的な投資資金の流れをまとめているが、米国はとりわけ「債券」の形で米国外から資金を調達し、逆に「エクイティ」の形で海外に資金を供給している。つまり米国を軸として「国際的な信用創造」が行われているということだ。この国際的な信用創造の構造の中で米国の金利が上昇すると、米国から世界に投資している資金の「要求収益率」が上昇し、世界中で金利が上昇することになる。結果的に、米国における金利の上昇は、世界経済を下押しすることが懸念される。

他方、米国金利の上昇に伴うドル高は、一義的には輸出競争力の変化を通じた所得分配、すなわち米国から米国以外への需要のスピルオーバーをもたらすにすぎない。ただし、ドルで資金を調達している国、とりわけ新興国にはマイナスの影響が見込まれる。新興国の中でも、とりわけドルペッグなどの硬直的な為替制度を採用している国は、いわゆる「通貨防衛のための利上げ」を迫られるケースもあり、最悪のケースでは外貨準備を使い果たして「通貨危機」的な状況に陥ってきたということは過去の歴史が示している通りである。

図表1：グローバルマネーフロー（2014年）

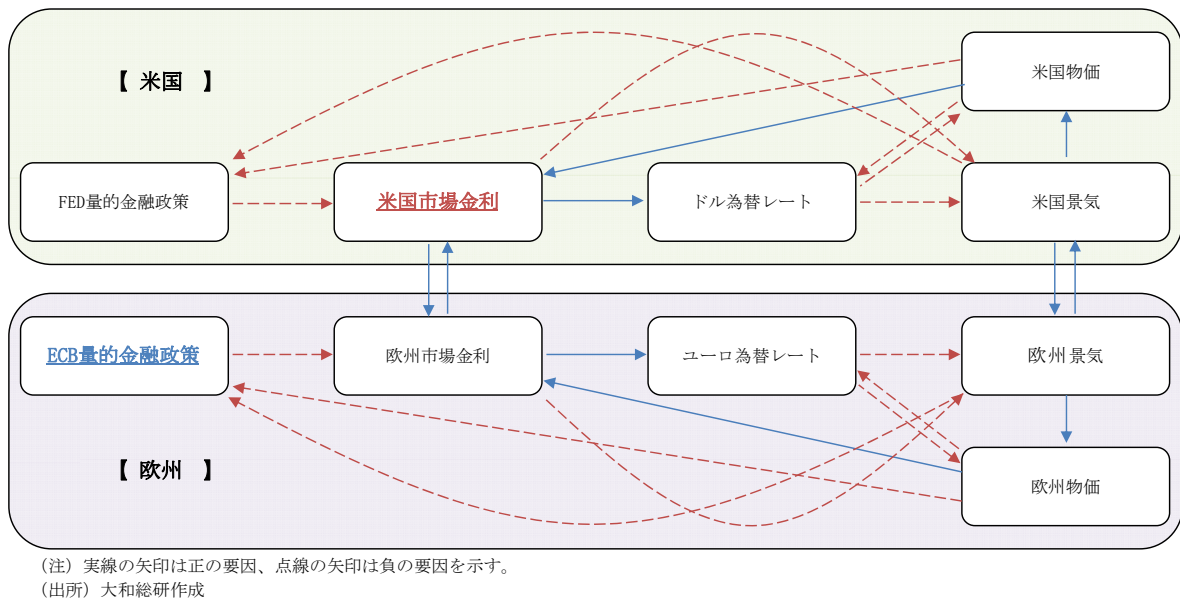


世界経済モデルを用いた試算

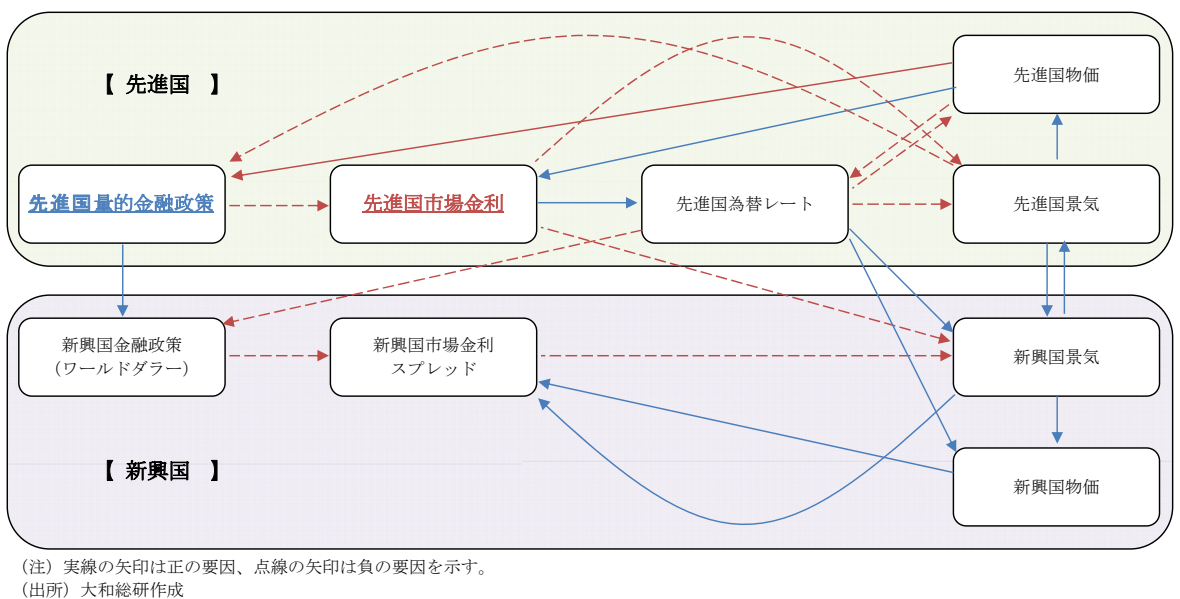
以上の考察に基づき、当社では国際的な景気連動を組み込んだ世界経済モデルを構築して、米国と欧州における金融政策の発動が世界経済および日本経済に与える影響について試算した。

図表 2、図表 3 にモデルの概要を示したが、これらはそれぞれ、先進国間、および先進国と新興国の間での景気連動を示している。具体的には、当社の世界経済モデルは、①先進国間の動きとしては「金利」と「為替」の変動を通じて実体経済が影響を受ける、②先進国と新興国の間では、金利や為替の変動の結果として「外貨準備」や「金利スプレッド」が変動し、これにより実体経済が影響を受ける、というメカニズムを取り込んだものとなっている。

図表 2：米国と欧州の景気連動



図表 3：先進国と新興国の景気連動



欧州の量的緩和は世界経済を支えることができるのか？

米国利上げの悪影響は不可避だが、過度の悲観は禁物

米国が利上げに向かうと予想される一方で、ECB は量的緩和を導入し、2015 年 3 月から月額 600 億ユーロの国債購入を 2016 年 9 月まで継続することを決定している。欧州の量的緩和は欧州金利の低下、先進国金利や新興国の外貨準備、金利スプレッドなどの変動を通じて世界経済を下支えすることが見込まれる。

最終的に、欧州の量的緩和は米国の利上げの悪影響を相殺することができるのだろうか？この疑問に答えるべく、世界経済モデルを用いて試算した結果をまとめたものが**図表 4**だ。当社の試算結果から得られるインプリケーションは以下の 3 点である。

第一に、FED による利上げの悪影響を、ECB の量的緩和では相殺することは難しい。最も左の列に FED の利上げと ECB の量的緩和の効果が合算でどの程度になるかを試算した結果を示しているが、「2017 年までの累計で世界経済を 0.25%程度押し下げる」ことが見込まれる。

第二に、米国自身も利上げの悪影響を受けるわけであり、現在の FED の方針として景気にネガティブな影響を与えるほどのペースで利上げを実施するスタンスではない。逆に言えば利上げをすることはよほど米国の景気が良くなっていくということが前提条件となる。このため「米国の景気に中立的なペース」で利上げが行われた場合にどうなるかを考察しておくことがより現実的になってくる。そのようなケースでの試算値を、**図表 4**の最も右の列に示している。この試算値は、仮に FED の利上げが「米国の景気に中立的なペース」に収まるのであれば一言を換えれば、FED の利上げと並行して米国経済が好調であるのならば、世界経済への悪影響はほとんどないということを示唆している。

第三に、もう 1 つ注目すべきポイントとして、「(中国以外の) 新興国は『テールリスク』ではなくなった」という点を強調しておきたい(中国については後述する)。確かにドル高によって新興国が金融面からネガティブな影響を受ける経路はモデル上でも確認された。しかし、その規模はドル高によって輸出が促進される効果でおおむね相殺できるレベルにとどまっている。

図表 4：世界経済モデルによる試算値

		米国利上げ+欧州量的緩和			「景気中立的」 米国利上げ+ 欧州量的緩和
			米国利上げ	欧州量的緩和	
米国	2015年	0.01%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.09%	-0.14%	0.09%	0.00%
	2017年	-0.27%	-0.34%	0.13%	0.00%
ユーロ圏	2015年	0.02%	0.00%	0.04%	0.01%
	2016年	-0.06%	-0.15%	0.14%	0.02%
	2017年	-0.25%	-0.39%	0.20%	-0.01%
新興国	2015年	0.01%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.08%	③ -0.12%	0.09%	-0.01%
	2017年	-0.24%	-0.31%	0.12%	-0.05%
世界	2015年	0.01%	0.00%	0.03%	0.00%
	2016年	① -0.08%	-0.13%	0.10%	② 0.00%
	2017年	-0.25%	-0.34%	0.14%	-0.02%

(注1) ベースラインからの累積乖離率。

(注2) 世界は米欧新興国の合計値(世界のGDPの約82%をカバー)。

(注3) 「米国利上げ」ケースは2015年10-12月期より利上げ開始、8四半期連続で25bpずつ10年物国債上昇。

(注4) 「欧州量的緩和」ケースは2015年1-3月期から8四半期連続で1800億ユーロずつECBのバランスシート拡大。

(出所) 大和総研世界経済マクロモデルを用いて大和総研試算

なぜ新興国は「テールリスク」ではなくなったのか？

新興国のバランスシートは大幅に改善

なぜ（中国以外の）新興国は「テールリスク」ではなくなったのか？最大の要因は、新興国の対外的なバランスシートが大幅に改善されたことである。

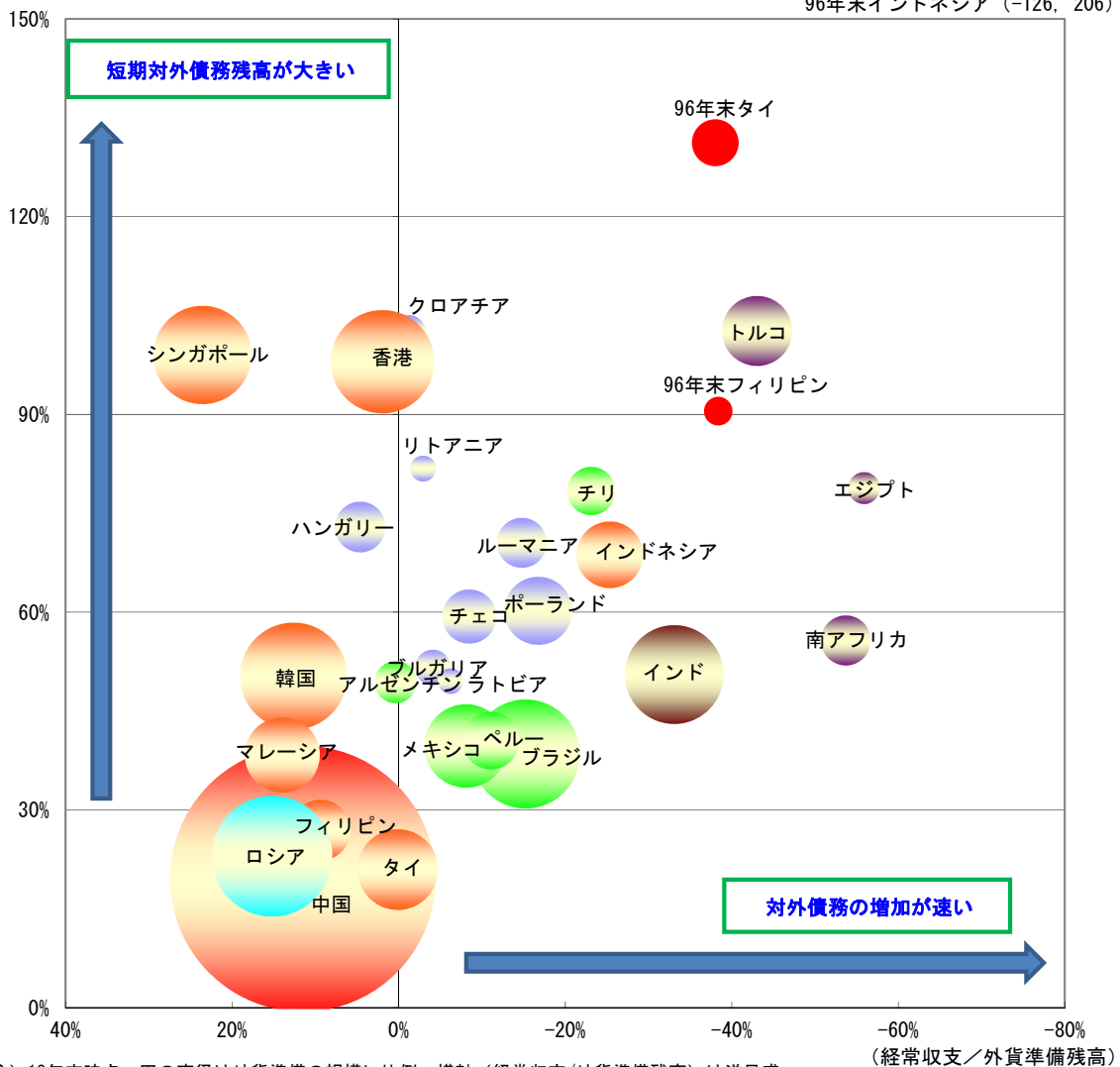
金融危機発生時からの新興国の危機耐性の変化を示したものが**図表 5** である。縦軸には短期の対外債務を外貨準備で割った比率、横軸には経常収支を外貨準備で割った比率を示している。つまりこのグラフで上の方にあるほど負債の返済能力に問題があり、右の方にあるほど負債の増加速度に問題があるということだ。各国とも過去の金融危機の教訓から、かつて通貨危機を起こした国と比べて遥かに危機への耐久力を高め、健全性を増していることが確認できる。

図表 5：新興国の危機耐性

(短期対外債務残高／外貨準備残高)

96年末韓国 (-67, 220)

96年末インドネシア (-126, 206)



(注) 13年末時点、円の直径は外貨準備の規模に比例。横軸（経常収支／外貨準備残高）は逆目盛
(出所) 世界銀行、各国統計より大和総研作成

米欧の金融政策が日本経済に与える影響は？

日本経済の大幅な減速や有事の円高を心配する状況にはない

ここまでの考察を踏まえた上で、再度マクロモデルを用いて日本経済への影響を試算したものが**図表 6**だ。インプリケーションは以下の3点である。

第一に、米国が利上げに向かう中では日本経済も減速する影響は免れない。最も左の列に FED の利上げと ECB の量的緩和の効果が合算でどの程度になるかを試算した結果を示しているが、「2017 年までの累計で日本の実質 GDP を 0.18% 程度押し下げる」ことが見込まれる。

しかしながら、第二に、米国の利上げが景気に中立的なペースにとどまる限りにおいて、その悪影響は限定的である。**図表 6** の最も右の列に「米国の景気に中立的なペース」で FED が利上げを行う場合の試算値を示しているが、FED の利上げと並行して米国経済が好調であるのならば、日本経済への悪影響は極めて限定的だ。

第三に、新興国の「テールリスク」も大きく懸念すべき状況にはないため、「リスクオフ」進行に伴う大幅な円高や景気の大崩れを心配する必要は限定的であろう。**図表 6** の左から 2 列目に示している通り、米国の利上げは「有事の円高」ではなく、日米金利差の拡大を素直に反映したドル高・円安を招く可能性が高い。

図表 6：日本経済モデルによる影響試算値

		米国利上げ＋欧州量的緩和			「景気中立的」 米国利上げ＋ 欧州量的緩和
			米国利上げ	欧州量的緩和	
実質GDP	2015年	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
	2016年	① -0.06%	-0.08%	0.05%	② -0.01%
	2017年	-0.18%	-0.23%	0.09%	-0.01%
輸出	2015年	0.02%	0.00%	0.07%	-0.02%
	2016年	-0.36%	-0.52%	0.34%	-0.03%
	2017年	-1.06%	-1.34%	0.50%	-0.05%
設備投資	2015年	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.09%	-0.13%	0.09%	-0.02%
	2017年	-0.29%	-0.37%	0.15%	-0.05%
名目実効円	2015年	0.02%	-0.07%	0.20%	0.02%
	2016年	-0.71%	③ -0.92%	0.44%	-0.71%
	2017年	-1.50%	-1.73%	0.48%	-1.50%

(注1) ベースラインからの累積乖離率。

(注2) 「米国利上げ」ケースは2015年10-12月期より利上げ開始、8四半期連続で25bpずつ10年物国債上昇。

(注3) 「欧州量的緩和」ケースは2015年1-3月期から8四半期連続で1800億ユーロずつECBのバランスシート拡大。

(出所) 大和総研短期マクロモデルを用いて大和総研試算

中国は「バブル」崩壊を防げるのか？

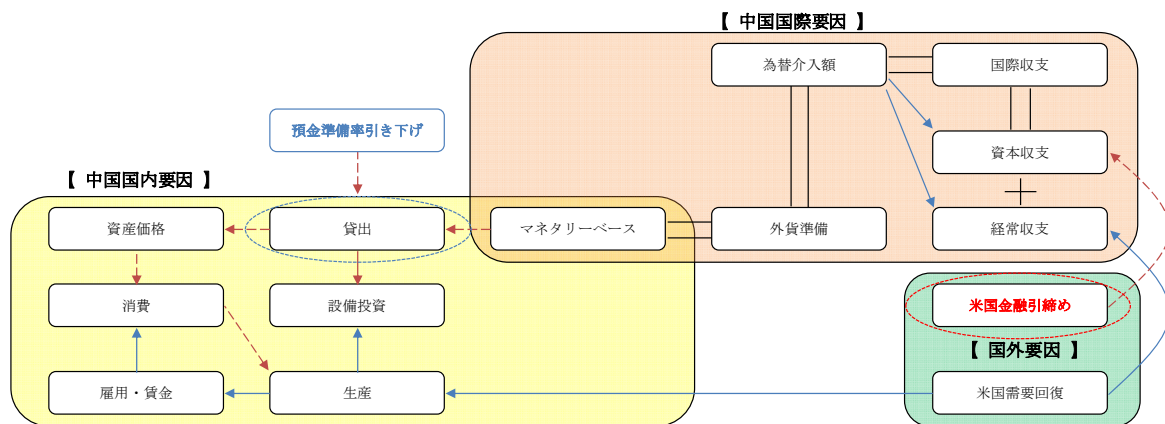
金融緩和による景気刺激は可能だが、将来的な調整余地は増幅

他方で、注意しておかなければならないのはやはり中国だ。足下までの中国の減速には構造的要因と循環的要因の双方が作用しているが、このうち循環的要因については、今後より一層悪化してくる可能性がある。

図表 7 に中国経済の景気循環を簡略化した概念図を示しているが、足下までの中国経済減速の循環的要因の大きな背景の一つに、「Taper tantrum」、すなわちバーナンキ発言以降のドル資金の巻き戻しがあった。

中国人民元は事実上ドルペッグされている。従って低金利のドル資金を調達し、人民元建てで中国国内に投資することは、いわば確定的な収益を得ることが可能な投資であった。しかしドル建ての金利が上昇に向かう中で、利鞘は薄まる。同時に、為替介入による流動性供給の増大効果も薄まるため、市場における投機熱も減退してしまう。これらを踏まえると、米国の金利上昇が中国のバブル経済を崩壊させるトリガーとなる可能性には、一定の注意を払っておく必要があろう。

図表 7：中国の経済構造と循環的減速の背景



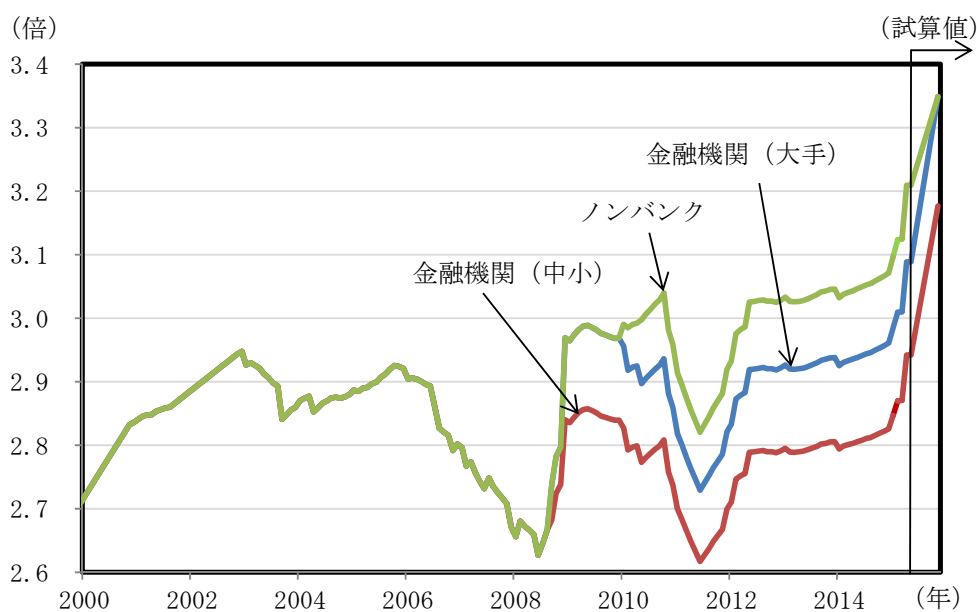
(注) 青の実線は正の要因、赤の点線は負の要因を示す
(出所) 大和総研

こうした動きに対して中国は預金準備率の引き下げで対応しており、今年に入ってからすでに合計 1.5%pt の引き下げが行われている。この結果、信用乗数は約 3.6% 底上げされるという計算となる。マネーストックに直すと約 4.6 兆元、名目 GDP に直すと約 2.3 兆元の規模だ。

なお、仮にリーマン・ショック後の水準まで預金準備率が引き下げられた場合には、追加的に信用乗数が約 8%（マネーストックに直すと 10.2 兆元）底上げされる効果が期待される（**図表 8**）。加えて 2014 年 11 月以降の 3 度にわたる利下げ（6.00%→5.10%）も、預金準備率引き下げの景気刺激効果を補完する役割を担うだろう。

ただし、政策的に景気が底上げされたとしても、金融緩和で余った資金が需要のない不動産開発や過剰な設備投資、あるいは金融商品の購入に使われた結果であるのならば、あくまで一過性のものである。結論として、中国の金融緩和は短期的には一定の景気下支え効果を有するものの、本質的な問題解決が先送りされるため、将来的な調整余地を増幅することになりかねず、中国経済の「テールリスク」は温存されることになるだろう。

図表 8：中国の信用乗数



(注) 試算値はリーマン・ショック後並みに預金準備率が引き下げられた場合の数値。

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成