

新興国バブル、 資源バブルの崩壊とバブル代替

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



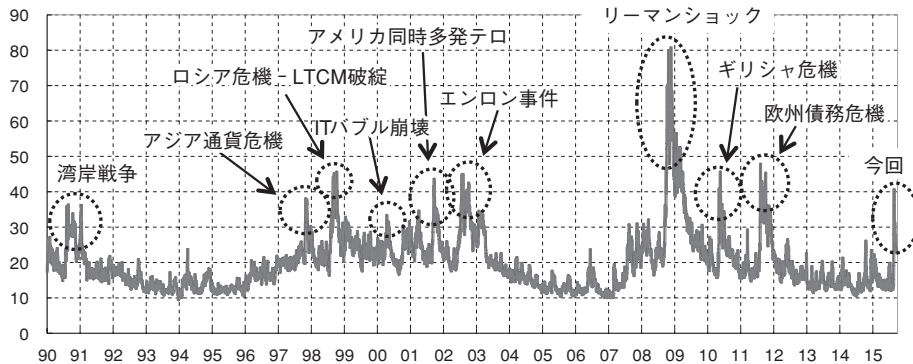
河野 龍太郎氏

国際金融市場の不安定な状況が解消されない。もちろん、これまでも基軸通貨国である米国が金融政策の方向性を大きく転換する際には、少なからぬ混乱が新興国経済を中心に生じ、それに伴って国際金融市場でも一時的な動揺が観測されてきた。米国の金融緩和期に新興国に流れ込んでいた資金がブームの膨張を助長、Fedの利上げ時期が近づくと、資金流出が始まり新興国ブームの崩壊がもたらされる。大きな流れで捉えれば、今回も基本的には全く同様の現象が生じていると言える。

だとするなら、ブーム崩壊に直面する新興国や資源国の苦境が多少は長引くとしても、米国経済は利上げが可能な状況まで回復しているのであり、世界経済全体として見れば、回復が途絶えることはまずあり得ない。さらに言えば、少なからぬ新興国や資源国がブーム崩壊に直面しているとはいえ、90年代、2000年代初頭までの通貨危機を経た後、ドルに対して完全な固定レート制を採っている国は今では少なく（事実上のドルペッグ制を採っている大きな国は、中国くらいである）、通貨防衛のために極端な金融引締め政策を採用して景気悪化を甘受せざるを得ない新興国は存在しない。通常、通貨危機で新興国の景気が急激に悪化するの、資金流出そのものが原因ではなく、資金流出を避けるための激しい金融引締めが原因である。

それでは、国際金融市場が単に動揺しているだけで、これまでのFedの利上げ局面と同

(図1) VIX指数



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

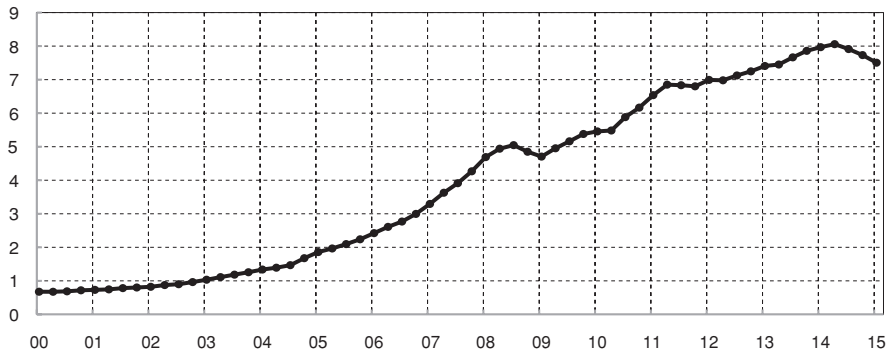
様、世界経済全体で見れば、悪影響は大きくはないと言ってよいのだろうか。残念ながら、そうとも言い切れない。もちろん、世界経済が後退局面に直ちに陥ると言うつもりはないのだが、新興国経済、資源国の苦境がこれまで以上に大きくなっている幾つかの理由があり、そのことが国際金融市場を不安定にしている。この状況はしばらく変わりそうにない。今稿では、改めてグローバル経済、国際金融市場で何が起きているのかを論じる。

■ 1. 破綻した2009年以降の回復メカニズム

筆者の仮説は、「今回の国際金融市場の動揺は、2009年以降のグローバル経済の回復メカニズムが破綻したことを反映している」というものである。繰り返すが、2009年以降のグローバル経済の回復メカニズムが破綻したからといって、世界経済が直ちに後退局面入りするというわけではない。ただ、米国経済が利上げに踏み切ることができる状況まで回復したからといって、それが、グローバル経済が好循環に入り回復ペースが今後高まっていくということを意味するわけではない。反対にグローバル経済の回復のモメンタムはむしろ低下する可能性が高い。

それでは、2009年以降のグローバル経済の回復メカニズムとは一体どのようなものであったか。大規模な住宅クレジットバブルが崩壊した後、米国ではFedがアグレッシブな金融緩和に踏み切った。日本の経験を踏まえるまでもなく、大型バブルが崩壊すると、流動性危機に対し流動性の大量供給は大きな意味を持つが、内需を刺激するという点からは、アグレッシブな金融緩和の効果は乏しい。もし回復をもたらすメカニズムが存在するとす

(図2) 新興国の外貨準備高(兆ドル、四半期)



(出所) Bloombergより、BNPパリバ証券作成

れば、それはアグレッシブな金融緩和が大幅な通貨の減価をもたらし外需を刺激すると同時に、株高による資産効果をもたらすことである。ただ、基軸通貨国、或いはそれに準ずる大国や地域の中央銀行は、他国経済への影響が余りに大きいため、大幅な通貨減価をもたらすようなアグレッシブな金融緩和は実行しないというある種の紳士協定がそれまでは存在していた。

しかし、「100年に一度の危機」なら何でもありが許されるのだろうか。Fedは崩壊したクレジット市場の補完を意図した“credit easing”だけでなく、外需刺激のために、大幅な長期金利の引下げとそれに伴うドル安を狙った“large scale asset purchases”を実行したのである。それが思った以上の効果を上げたのは、単にドル安が輸出を刺激したからだけではない。Fedは公式には認めていないが、主たる効果はむしろ次のようなものであった。減価するドルに対し自国通貨が大幅に上昇するのを避けるため、多くの新興国は相対的に緩和的な金融環境を作り出した。ドルペッグ制ではないにしても、ドルに対して固定的な為替レート制、昔の言葉で言えば「ダーティ・フロート制」を採用する新興国は少なくなく、实体经济に比して、極端に緩和的な金融環境を甘受した。元々、リーマンショック後、拡張的な財政・金融政策を採用する新興国が多かったが、その効果がFedのアグレッシブな金融緩和のスピルオーバーによって、増幅されたのである。これらの結果、2009年半ばから、ブームに沸く新興国、資源国を牽引役に、世界経済は回復を始めたのである。Fedの金融緩和のスピルオーバーの証左として、2009年頃から新興国の外貨準備高は再び積み上がり始めた。

■ 2. 新興国バブルを作り出すことで回復した世界経済

いわば、米国はアグレッシブな金融緩和を行い、新興国バブルを作り出すことによって外需を刺激し、住宅・クレジットバブル崩壊で低迷する内需を補い、立ち直っていったということである。実際、こうしたバブル代替（バブル・リレー）のメカニズムの開始によって世界経済の回復がもたらされることを、筆者は2009年の段階で予想していた。その後、膨張を続けた新興国バブルは2011年半ばにピークを打ち、崩壊過程に入っている。それでも急激な崩壊が避けられていたのは、Fedがその後も一連のQEを続けていたためである。しかし、今や内需も回復し、米国はゼロ金利解除が可能な状況になっている。Fedの利上げ観測の台頭で、資本流出圧力が強まり、それが急激な新興国バブルの崩壊に拍車をかけている。

このように新興国バブルは、Fedのアグレッシブな金融緩和の副産物だったと言える。国際金融市場は高度に統合され、大国とりわけ基軸通貨国の金融政策の他国への影響はこれまで以上に大きくなっている。もちろん、Fedが現在検討しているゼロ金利政策解除そのものが問題だというのではない。これまで取られてきたアグレッシブな金融緩和が大きな副作用を持っていたのである。今後も不況が訪れれば、先進国はこれまで以上に、より安易に非伝統的な金融緩和に踏み切るだろう。一度足を踏み入れてしまえば、「非伝統的」という言葉そのものも無くなってしまう（現実にもう誰もQEやQQEのことを非伝統的とは形容しなくなっている）。しかし、他国に及ぼす副作用を考慮すれば、基軸通貨国、或いはそれに準じる大国の中央銀行は、アグレッシブな金融緩和に対して抑制的になるべきではないのか。

■ 3. 自律的な金融緩和を追求できるのはFedのみ

実は、Fedの金融緩和が影響したのは新興国だけではない。ECBや日銀がアグレッシブな金融緩和に踏み切ったのも、むしろ自国経済が低迷していたからというより、Fedのアグレッシブな金融緩和によって生じた自国通貨高圧力を相殺するためだった。管理通貨体制の下では、各国は自律的な金融政策を行うことができると経済理論は教えるが、為替レートへの影響は極めて非対称的であり、文字通り自律的な金融政策を追求できるのは、基軸通貨国のFedのみではないだろうか。テイラー・ルールで知られるテイラー教授は、

ECBの金融政策でさえ、Fedの金融政策の影響から自由ではないことを論じていた。

もちろん、新興国側にも非が無いわけではない。それは、前述した通り、少なからぬ新興国が、ペッグ制とはいかないまでも、ダーティ・フロート制を含めドルに対して固定的な為替レート制を採っていたことである。経済規模が大きくなっても、重商主義的発想が抜け切れず、米国の金融緩和局面では、自国の輸出企業に悪影響の及ぶ通貨高を回避するような金融政策・通貨政策を新興国は採用してきた。この結果、米国のアグレッシブな金融緩和効果が、固定的な為替レート制を通じて波及、それがリーマンショック後、新興国バブルを作り出したのである。基軸通貨国がアグレッシブな金融緩和を控えるのと同様に、規模の大きくなった新興国は、ドルに対する固定的な為替レートへの拘りを捨てなければ、こうした問題は今後も繰り返される。

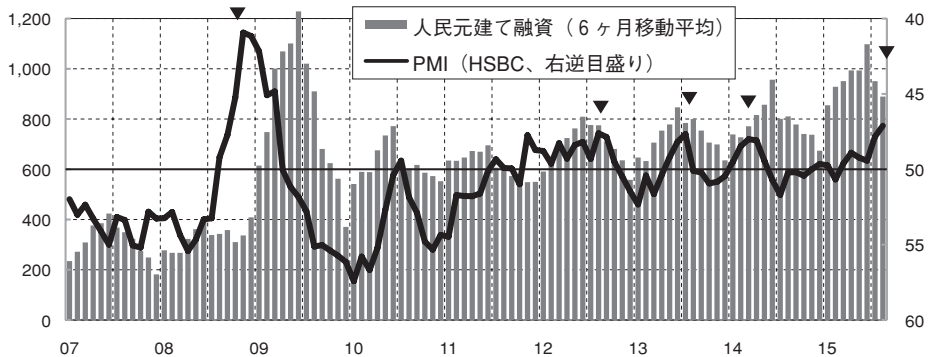
■ 4. 中国の構造問題も大きく影響

ただ、今回の国際金融市場、新興国・資源国の混乱は、この二つの問題だけでは説明できない。世界で二番目の経済大国になった中国の構造問題も大きく影響している。一つは、近年、中国の高度成長が終焉し、トレンド成長率が大きく下方屈折したことである。そしてもう一つは、中国が未だに事実上のドルペッグ制を続けていたことである。このことが、新興国や資源国の今回の調整プロセスを複雑かつ困難にしている。中国経済の低迷で、①輸出数量が低迷し、②コモディティ価格も低迷、さらに③米国のゼロ金利解除観測によって資金流出圧力が高まると同時に、④人民元切下げリスクが高まり、新興国、資源国は四重苦に晒されている。

かつて10%を超える成長を続けていた中国経済は、今では7%成長の維持も難しくなっており、既にトレンド成長率は5%程度まで低下していると見られる。それ故、経済対策の効果が剥落すると途端に、7%の達成すら難しくなる。問題は、2000年代終盤には、高度成長を可能とする条件が既に失われていたことである。高度成長の終焉は、1979年に導入された一人っ子政策の影響で、農村の若年の余剰労働力が枯渇するようになり、都市部への労働移動が収束、中国がルイスの転換点に直面したことが背景にある。既に2000年代の終わりには、都市部で賃金急騰が観測され始めるなど、供給サイドの要因によって高度成長の継続は困難になっていた。

しかし、多くの先進国と同様、人口動態要因でトレンド成長率の下方屈折に直面した際、そのことをリアルタイムで中国の政策当局は認識できなかった。運悪くそのタイミングで

(図3) 中国の人民元建て融資(10億元)と製造業PMI



(出所) Markit Group Limited、Macrobondより、BNPパリバ証券作成

リーマンショックが世界経済を襲ったため、成長率低下の主因を需要ショックと誤認し、当時のGDP比で10%を超える4兆元もの大規模な財政投融资策を実施した。この結果、2011年半ばまで中国では高成長が続き、これが世界経済を大きく牽引した。

ここまでの話をまとめよう。米国のアグレッシブな金融緩和効果が固定的な為替レート制を通じ新興国へ波及したことに加え、大規模な財政投融资策が中国で発動された結果、リーマンショック後、新興国ブームが訪れ、これが2009年以降のグローバル経済の回復をもたらした。

■ 5. トレンド成長率の下方屈折と過剰ストック問題

ただ、トレンド成長率が既に大きく下方屈折しているため、中国の高い成長は維持し難い。おまけに、成長率嵩上げのために、大規模な財政投融资策が発動され、過剰ストック問題を拗らせてしまった。これらが、中国経済の現在の苦境の原因である。さらに近年、中国では、不動産バブルや株式バブルが頻発しているが、それは、トレンド成長率の下方屈折で、収益性の高い投資機会が枯渇するようになったにも拘らず、裁量的なマクロ安定化政策によって緩和的な金融環境を作り出し、過剰流動性が実物投資ではなく資産市場に流れ込んでいるためである。

ちなみに中国のトレンド成長率の下方屈折問題は深刻である。日本では、1970年代初頭に農村から都市部への労働移動が収束、やはりルイスの転換点に到達し高度成長が終焉したが、その後、20年近くにわたって4%程度の安定的な中成長期が続いた。再びトレンド

成長率の下方屈折が生じるのは、人口ボーナス時代が終わる1990年代以降である。しかし、中国ではルイスの転換点の通過と人口ボーナス時代の終焉がほぼ重なる。つまり、70年代と90年代に日本が直面した二つのデモグラフィック・ショックが現在同時に訪れているのである。それ故、今後、中成長期が訪れるとしても、それは安定的ではなく、低下トレンドを伴ったものとなる。もちろん、一人当たり所得はまだまだ低く、高い一人当たり成長率が続くことと論じることは理論上、可能である。しかし、それにはTFP上昇率を高めることが必要だが、実際に行われている政策は、緩いガバナンスの下で、低い利益率の資本ストックを積み上げることばかりであり、むしろTFP上昇率を悪化させているのではないだろうか。

4兆元の財政投融资策の効果もあって2011年半ばまで中国の高い成長は続いたが、2011年後半から過剰ストック問題も目立ち始め、成長率の低下が始まる。その結果、各国とも、以前のように中国向けの輸出を増やすことが困難になってくる。ブラジルなどの苦境が目立ち始めたのも、ちょうどこの頃である。本来なら、中国がルイスの転換点を迎えた2000年代終盤に高度成長が終わり、資本蓄積の一服に伴って、各国の中国向け輸出の高い伸びの時代（「2000年代の輸出の時代」）が終わっても不思議ではなかった。しかし、大規模な財政投融资策によって、それが2011年半ばまで延長された。この結果、リーマンショックで先進国が低迷しても、中国が世界経済を牽引するから大丈夫という幻想が生まれ、多くの新興国が方向転換のタイミングを誤ってしまった。これが、新興国の多くが一段の過剰ストックを積み上げる要因となった。

■ 6. 急激なバブル崩壊が回避されていた理由

ただ、2011年後半以降も新興国経済が急激な悪化を回避することができていたのは、米国の内需がまだ脆弱で、アグレッシブな金融緩和が継続されていたためである。むしろ、中国経済の減速がもたらすグローバル経済のソフトパッチに対応する形で、先進各国は追加緩和を実施、先頭に立ってFedはツイストオペやQE3を発動した。こうした追加緩和が実施されたからこそ、新興国バブルの急激な崩壊が避けられていたとも言える。いやそれどころか、一連のQEはさらなるバブルを膨らませていた。それがシェール・バブルなどの資源バブルである。ここでもバブル代替が生じていた。

本来なら、中国の成長率の急低下が始まった2011年後半に、原油価格は急落が始まって不思議ではなかった。しかし、その後の一連のQEが生み出した過剰流動性がコモディ

(図4) 原油価格 (WTI、ドル／バレル、週次)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ作成

ティ・マーケットに流入、それが原油価格を高値に貼り付けさせた。ここで典型的なバブル醸成のメカニズムが生じる。中国需要がなくなった後も高水準の原油価格が維持されたため、「コモディティ高の新時代」に入ったと幻想を抱いた人々が、一連のQEの生み出す“easy money”を元手に、世界各地で資源開発に精を出してしまった。現在の原油安は、単に中国を始めとする新興国経済の悪化で需要が低迷しているだけではなく、資源バブルを背景に、過大な供給能力が生み出されたことも大きく影響している。

■ 7. 原油安で世界経済が回復しなかった理由

以上の議論から、今回の原油価格の急落が始まったのが、QE3の終了した2014年秋と重なるのは、決して偶然ではないことが分かるだろう。コモディティ・バブルもまた、一連のQEの副産物だったということである。今年年初に、原油安で2015年の世界経済は高い成長になるという見方が少なくなかった。実際にそうならなかったのは、原油安をもたらした原因が資源バブルの崩壊と中国経済の急減速だったためである。米国は中国向け輸出悪化の影響は限定的だが、シェール・バブルの崩壊でダメージを受けたこと、そして隣国のカナダ、メキシコがコモディティ・バブル崩壊で苦境に陥ったため、それが成長の足を引っ張っている。世界中、資源バブルと新興国バブルの残骸に溢れており、現段階では全てが露わになっているわけではない。

ちなみに、今回のコモディティ・バブル崩壊と中国経済の急減速の悪影響を最も受けたのは誰か。当然にして資源国であり、地域で言えば中南米諸国である。メキシコ以上に、

ブラジルやアルゼンチンは相当に大きなダメージを受けている。この他、インドネシアやマレーシアなど東南アジアの資源国も、中国向け輸出が減っただけでなく、交易条件も大きく悪化しており、相当に苦しい。東南アジアが日本企業の生産拠点のグローバル分散の対象先であることは今後も変わらないが、ピークの頃に、チャイナ・プラス・ワンなどといって東南アジア投資を囁し立てた人の責任は相当に重い。

■ 8. 大幅に上昇した人民元の実質実効レート

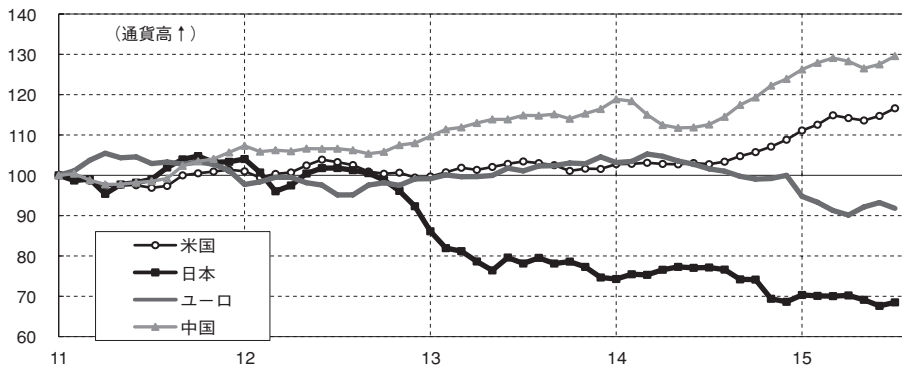
もう一つの中国問題である、人民元のドルペッグ問題に移ろう。トレンド成長率が下方屈折し、リーマンショック後の大規模な財政投融资政策で過剰ストック問題を拗らせた中国経済にとって、本来、最適なマクロ安定化政策は、金融緩和を行うことで通貨を減価させ、輸出を刺激することである。しかし、実際には、事実上のドルペッグ制を採用していたため、Fedの利上げ観測を背景としたドル上昇に伴って、人民元の実質実効レートは上昇が続いていた。財政投融资政策や金融緩和を実施しても、効果が十分に現れなかった理由の一つは、人民元が実質実効ベースで、過去3年、3割も上昇していたことがある。

内需が低迷しているため、輸入減速から中国の経常収支黒字は膨らんでいるが、にも拘らず昨秋から外貨準備残高が減少しているのも同様の理由からである。つまり、ドルペッグ制の下で、米国の利上げ観測と中国の利下げ観測から生じる人民元下落圧力を吸収すべく、中国人民銀行がドル売り・人民元買い介入を繰り返している。過剰ストック問題の裏側にある不良債権問題の存在等を考慮すれば、銀行システムには追加的な流動性の供給が必要だと見られるが、為替介入を通じ流動性が吸収され、それが景気回復の大きな足枷になっている。中国以外でも米国の利上げに伴い外貨準備残高が減っている新興国は、固定的な為替レート制を通じ、Fedの利上げ効果が波及していると言える。緩和時と同様、利上げ時にもFedの金融政策の効果が新興国に大きく影響しているのである。

■ 9. 人民元問題の本質

結局、人民元問題の本質は、世界で二番目の経済大国になった中国が、資本規制を徐々に緩める中で、米国の最適通貨圏ではないにも拘らず、最適通貨圏の如く事実上のドルペッグ制を続けていたことにある。Fedが金融緩和を続けている間は、大きな問題はなかった。しかし、中国が過剰ストック問題を抱え、金融緩和を必要としている中で、Fedのゼ

(図5) 実質実効為替レート (2011年1月=100)



(出所) BIS資料より、BNPパリバ証券作成

ロ金利解除観測が広がり始めドル高に連動し人民元の実質実効レートが上昇、それが中国経済の回復の足を引っ張るようになっていたのである。中国はフロート制移行のあるべきタイミングを逸してしまったのかもしれない（8月11日の人民元の小幅切下げは、フロート制への移行の第一ステップとして行われている）。

今後、米国が利上げを進めれば、ドル高と共に人民元の実質実効レートが上昇するため、中国経済が疲弊し、人民元切下げ観測が再び強まる。人民元切下げは減速する中国経済にとっては望ましいが、疲弊する多くの新興国にとっては、実質実効為替レートの上昇を意味し、回復の足枷になる。もちろん、中国が他の新興国への配慮から、人民元切下げを見送るという選択肢もあり得る（恐らく、早い段階で、人民元改革の一環として、人民元の経済実勢に合わせた事実上の切下げが検討されていたと思われるが、検討開始は2013年5月のテーパ・タントラムの後で、他国への影響を配慮すると、その後、望ましいタイミングが一切訪れなかったということなのではないか）。ただ、中国経済が一段と疲弊すれば、結局、新興国の中国向け輸出は低迷が続き、中国需要の低迷からコモディティ価格への下落圧力も続くため、人民元を切下げても切下げなくても、世界経済にデフレ圧力が及ぶのは避けられないという結論になる。

■ 10. 財政投融资策の発動で人民元切下げは回避か

それでは、今後どうなるのか。将来予測は大変に難しいが、望ましいと思われる政策はあり得る。その望ましい政策と現実の政策との乖離を見ることで、各国の経済への影響や

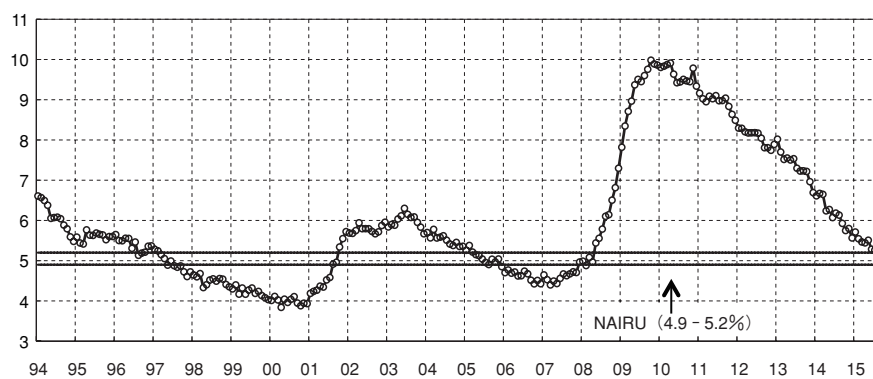
国際金融市場への影響を押し量ることはある程度可能だろう。まず、中国にとって望ましい政策は、方向性としては、人民元のフロート制への移行であり、経済実勢に鑑みれば、現水準からの切下げである。しかし、一気に経済実勢に合致した水準まで切下げると（経済実勢に見合った水準の一つの目安は、過去3年間の実質実効レート上昇を相殺する30%程度の切下げ）、他の新興国に大きな悪影響を及ぼす。このため、フロート制への移行を目指すとしても、切下げは相当グラデュアルに進める必要がある。その間の悪影響を吸収するのは、財政投融资政策の発動である。ただ、前述した通り、既にトレンド成長率が大きく低下しているため、過大な財政投融资政策を続けることは過剰ストック問題を拗らせたり、新たなバブルを生み出す恐れある。それ故、通貨高の悪影響を吸収するからといって、あまり極端な財政投融资政策も不適切ということになる。ちなみに、SDRバスケットへの参加を暗黙の条件として、当面の人民元の大幅切下げは回避されるのではないだろう。逆に言えば、SDRバスケットへの参加をIMFが容認しなければ、中国が比較的大きな切下げを選択するリスクがある。

■ 11. 国際金融市場の動揺かバブル代替か

米国については、経済がNAIRUに到達している以上、ゼロ金利解除を含め利上げを進めざるを得ない。ただ、中国と同様で、国内均衡の達成のためだけに動く大きな問題を引き起こす。つまり、利上げを急ぎすぎると、それが人民元の切下げ観測や新興国からの資金流出圧力を強め、国際金融市場の動揺の引き金となりかねない。この結果、利上げペースはかなりグラデュアルなものにならざるを得ない（今後のゼロ金利解除の実施が国際金融市場の動揺を招き、その結果、しばらく利上げが中断されるというケースも十分考えられる）。一方で、インフレが落ち着いているからといって、あまりにゆっくりとした利上げとなれば、新たな金融的不均衡を作り出すことにもなりかねない。その可能性も大いにあり得る。

各国の状況を考えると、グローバル経済や国際金融市場がソフトランディングに向かうというのは、相当なナローパスであるように思われる。冒頭で述べた通り、世界経済全体で見れば、後退局面に向かうとは予想しないものの、一方で成長率が高まっていく環境では到底無いと思われる。新興国バブル、資源バブルの調整プロセスが続くことを考えれば、グローバル経済の回復のモメンタムは低下する可能性が高い。国際金融市場に関しても、このまま安定に向かうというシナリオは、あまりに楽観的なように思われる。各国の政策

(図6) 米国失業率 (季節調整値、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ作成

当局が、如何にさじ加減に注力しても、政策変更の度に、国際金融市場に動揺が訪れるのではないだろうか。筆者の想定に反し、国際金融市場の動揺が避けられる場合、それは恐らく問題が解決されたことの反映ではなく、我々は新たなバブルの醸成（バブル代替）を警戒した方がよいと思われる。

