

## 世界経済： 金融緩和と債務問題の帰結を考える



みずほ総合研究所(株) チーフエコノミスト 長谷川 克之

2020年も残すところ1カ月余りとなったが、世界経済は戦後最大、戦時を除けば1930年代前半の世界大恐慌時以来の落ち込みになると予想される。「100年に一度」とされた2008年の世界金融危機時を大幅に下回るマイナス成長となることは必至である。もちろん、早春に世界で蔓延した新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）のパンデミック（世界的大流行）のためだ。本稿では世界経済を概観した上で、大規模化・長期化している金融緩和と債務問題について考察を行う。

### 世界経済の回復は均せば緩慢

世界経済は2020年4～6月期に世界的な大規模都市封鎖や緊急事態宣言の発出によって未曾有の落ち込みを経験した。前期比の成長率では日本と米国は10%弱、ユーロ圏では10%強の落ち込みを経験した。年率に換算すれば日米では30%前後の、ユーロ圏では40%以上の前代未聞の経済収縮である。幸い、内外の経済は2020年4～6月期を底とする形で回復に向かっており、7～9月期には前期の落ち込みの反動もあり、やはり記録的な持ち直しになったが、景気の先行きは平坦ではない。

経済活動を再開すれば新型コロナの感染が拡大することは避けられない。経済活動は当局主導あるいは民間の自粛により、何らかの形で部分的に抑制されることになる。その後、感染拡大に歯止めがかかれば経済活動の再開が可能となる。当面はアクセルとブレーキを交互に踏まざるを得ず、景気の回復はノコギリの刃のようにジグザクとした形にならざるを得ない。欧米では秋口以降、感染が再び急拡大しており、春先と比べれば限定的ではあるが、部分的な都市封鎖を強いられている国が少なくない。10～12月期の経済活動への下押しが懸念されるところだ。

世界経済は2020年には戦後最悪となる▲5%近くの経済収縮となる公算が大きい。メインシナリオとしては、2021年には2020年の落ち込みをほぼ取り戻す形での比較的高い成長が見込まれるが、その回復は主として中国、そして新興国によってけん引されるものとなるだろう。先進国での回復は均せば緩やかなものとなり、2021年末でも新型コロナ前の経済活動の水準を回復することは想定し難い。中国経済がすでに2020年4～6月期に新型

コロナ前の経済水準を上回っていることと対照的である。

## 米国金利の日本化リスク

新型コロナ危機に直面し、各国で未曾有の政策対応がとられている。金融政策では、米国でも2020年春先には実質ゼロ金利政策が採用されるに至り、この実質ゼロ金利が今後かなりの長期間継続することが見込まれる。

2020年8月末の米FOMC（連邦公開市場委員会）では1年以上に及ぶ金融政策の枠組み見直し議論の結論を得た。新戦略として、物価安定、完全雇用、金融システム安定の3つの柱が掲げられ、なかでも物価安定については「平均インフレ目標」、すなわち、「平均2%」を目標として当面は2%を上回る水準を目指すことにした。平均算出の際の時間軸については明示されておらず、自由度を確保する形となっている。新戦略に沿う形で、9月中旬のFOMCではフォワードガイダンス（政策金利の指針）として「インフレが2%に達し、かつ2%超えが暫く続くと見込めるようになるまで、ゼロ金利を継続する」ことが示された。

FRBの新戦略は多分に米国経済の日本化を懸念し、日本化の本家本元である日本銀行の金融政策も意識したものであるに違いない。インフレ目標の未達が続けば、期待インフレ率低下が定着し、結果として何時までも目標を達成できなくなることへの危惧が平均インフレ目標採用の背景にある。これは日本銀行が2016年頃より重視しているインフレの「適合的期待形成」にも相通じるものだ。また、日本では必ずしも政策金利と直接紐づいている訳ではないが、2016年9月に採用された日本銀行の「オーバーシュート型コミットメント」、すなわち、インフレ率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大を継続する姿勢との類似性もある。

FOMCでは大宗の委員が2023年までゼロ金利政策を維持する見通しを有していることも明らかになった。委員の見通しによれば、インフレが2%に達するのは2023年末であり、仮にその時点で2%超のインフレが見込めても、利上げは早くても2024年になる。インフレがFOMCの見通し通りになる保証はなく、後ずれ可能性も少ないないだろう。従って、向こう4年も、5年もゼロ金利が続くとなれば、「永遠のゼロ」と揶揄される日本とは大して変わらない。言い換えれば米国金利の日本化、ジャパニフィケーションに他ならない。

---

## 筆者紹介

1988年上智大学法学部卒業、1997年ロンドン大学経営大学院（ロンドンビジネススクール）MBA取得。1988年日本興業銀行入行、国際金融調査部、ロンドン支店、調査部等を経て2002年よりみずほ総合研究所。調査本部・金融調査部主席研究員、市場調査部長、副本部長等を経て2019年より現職。著書に「サブプライム金融危機」「ソブリン・クライシス—欧州発金融危機を読む」「激震 原油安経済」「中国発世界連鎖不況～危機のリスクシナリオ」（何れも共著、日本経済新聞社）「経済がわかる論点50 2020」（共著、東洋経済）等。2006～07年に一橋大学非常勤講師、2008年に同大学客員教授兼職。米国CFA協会認定証券アナリスト、日本証券アナリスト協会認定アナリスト、国際公認投資アナリスト。

---

## 懸念される潜在成長率の低下

米国で超低金利が長期化し、日本化すら意識される背景には米国経済の成長率が下方に屈折するリスクが高まっていることがある。

米国ではコロナ禍によって3月、4月に失われた2,200万人を超える雇用のうち、9月までに回復した雇用は約半分の1,100万人強に過ぎない。需要の回復が緩慢な中で一時的なレイオフだけでなく、恒久的な解雇も増加傾向にある。失業期間の長期化は労働投入の減少を通じて潜在GDPの下方屈折要因となる。労働者の保有する知識やスキルが役に立たなくなり、再就職が難しくなることから、労働力人口の減少につながりやすいからだ。

また、資本投入面でもコロナ禍が潜在GDPの押し下げ要因となる。不確実性が高い中で、企業は設備投資に慎重化、先送り姿勢を強めざるを得ない。設備投資の減退が需要を減少させるだけでなく、供給サイドでも資本蓄積の遅れをもたらし、需要と供給の両面から潜在GDPを押し下げることが懸念される。

加えて、金融環境の変化も潜在成長率に影響を与える可能性がある。FRB（連邦準備制度理事会）の政策支援もあり、社債市場での起債はコロナ禍以前を上回る活況となっているが、懸念されるのは資本市場にアクセスできない中小企業への影響だ。FRBによる銀行融資態度調査によれば、中小企業向けの融資基準は2008年の世界金融危機直後の水準に匹敵するほどの大幅な厳格化傾向にある。米国における資金調達環境の悪化は中小企業にとって設備投資の抑制要因になるだけでなく、資金繰り難に伴い倒産・廃業に追い込むことにもなりかねない。確かに企業の新陳代謝が米国経済・企業のダイナミズムの一つの源泉ではあるが、金融環境の変化が米国における起業や中小企業の経営に与える影響にも注意する必要がある。

## グローバルな過剰流動性拡大

もちろん、「低成長、低インフレ、低金利」の「3L (Low: 低)」に見舞われているのは米国だけでなく、欧州、日本ではより深刻な問題となっており、3Lは先進国に共通の現象となっている。

利回りがマイナスとなっているマイナス金利の債券は世界全体で実に16.5兆ドル（2010年10月末時点）にまで拡大しており、文字通り有史以来の事態となっているのが現実だ。注目すべきは金利という価格だけでなく、マネーの量、すなわちボリュームも劇的に拡大していること、そして程度の差はあるものの、新興国でも同様の傾向がうかがえることである。

世界的な超金融緩和政策を映じて、国際的なドルの流動性を示す「ワールドダラー」（米国のベースマネーと各国中央銀行によるドル保有額の合計）も急増している。実体経済の回復が緩慢なものにとどまる一方で、マネーの急膨張が続いている。世界経済は過剰流動

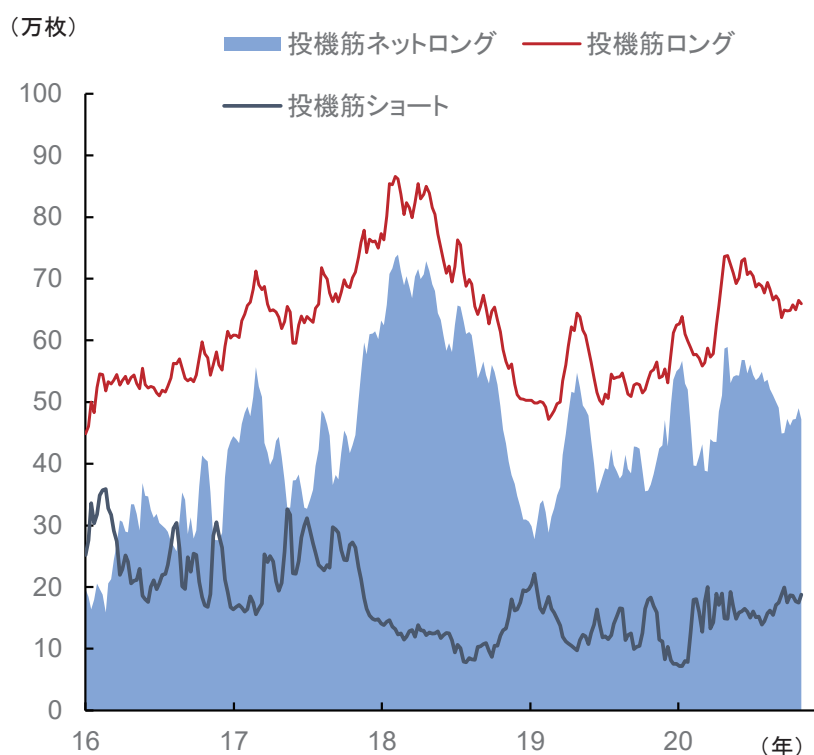


性ともいえるグローバルなカネ余りと投資家の運用難と向き合っていかなるを得ない。投資マネーは少しでも高いインカムゲインやキャピタルゲインを求めて動く。その過程では資産価格の割高化が進みやすいだろう。実体経済と金融市場の乖離が進むことは持続可能ではなく、潜在的なドル価値の下落圧力と金融市場の調整圧力が蓄積していることには十分注意をする必要があるだろう。

## 商品、穀物市場も投資マネーの受け皿に

なお、投資マネーの行き場としては伝統的な株式や債券といった金融資産だけでなく、貴金属や原油といった商品市場、また農産物・穀物市場も投資対象となっている。米CFTC（商品先物取引委員会）によれば、いわゆる投機筋の原油先物市場での買い持ちポジションは歴史的にも高水準で推移している（図表1）。原油先物価格が4月下旬にマイナス40ドルを下回る未曾有の急落を経験した後、世界経済の回復への期待も手伝い投資資金が先物市場に流入している模様だ。大豆、トウモロコシ、小麦といった穀物の先物市場での投機筋のポジションも膨らんでいることも見逃せない（図表2）。

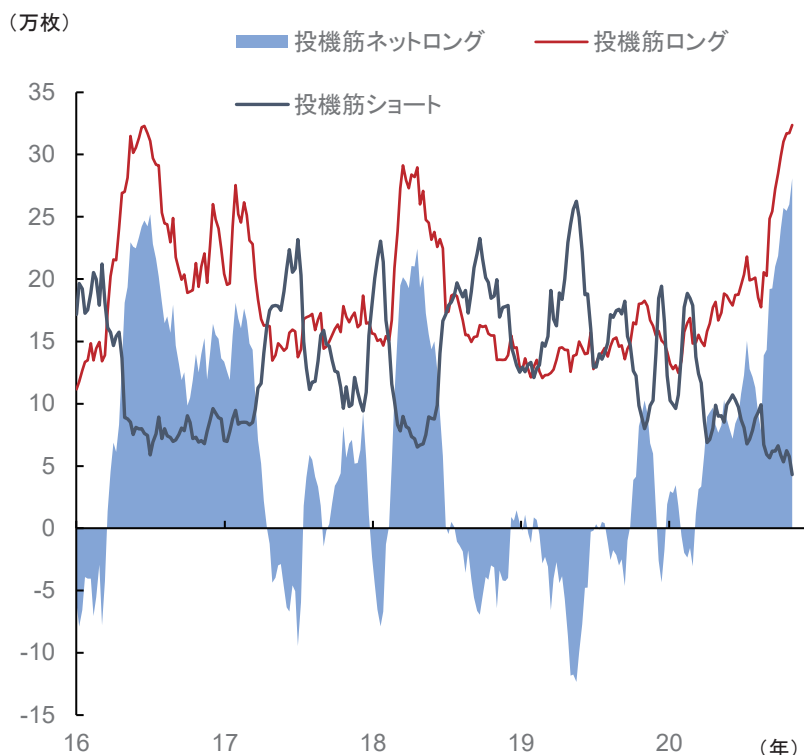
【図表1】原油先物市場での投機筋のポジション



(出所) 米先物取引委員会，シカゴ商品取引所より，みずほ総合研究所作成

2020年のノーベル平和賞を世界食糧計画（WFP）が受賞したように、世界的な食糧不足への懸念が高まっているのも事実である。度重なる自然災害や紛争に加えて、今年は新型コロナウイルスが多くの新興国、途上国で飢餓に苦しむ人の増大を招いている。もっとも現時点

【図表 2】大豆先物市場での投机筋のポジション



(出所) 米先物取引委員会, シカゴ商品取引所より, みずほ総合研究所作成

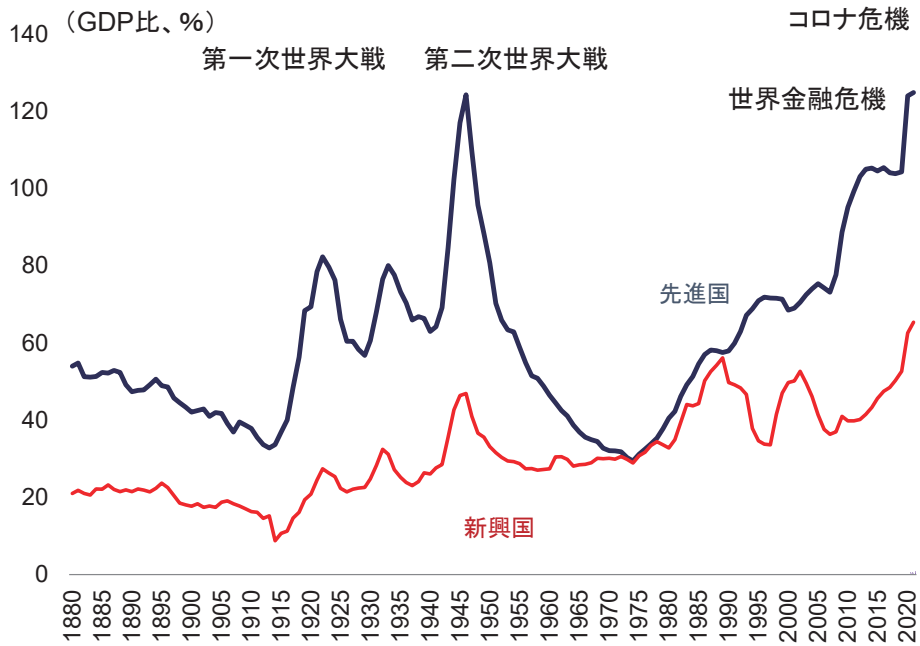
で食糧不足が世界的に拡大している訳では必ずしもないが、アフリカではサバクトビバッタによる被害が広がり、過去70年で最も深刻ともされている。また、世界最大の食糧輸入国である中国で食糧不足問題が深刻化しつつあるとの指摘も少なくない。そうした食糧不足への潜在的な不安が投資マネーの流入を惹起している可能性がある。

## 政府債務と中銀ファイナンスの拡大

未曾有の政策対応という点では金融政策だけでなく、財政政策もまた同様である。先進国では金融政策の発動余地が狭まりつつあることから、積極的な財政政策の役割が増している。いずれの国でも歳入が減少する一方で、企業や個人を支援するために大規模な経済対策が打たれて歳出が拡大する結果、財政事情が急速に悪化している。各国の財政赤字規模は GDP に対する比率で軒並み二桁に達し、平時としては戦後最悪となる国が続出している。IMF（国際通貨基金）によれば、先進国における一般政府の財政赤字の規模（対 GDP 比）は2019年の3.3%から2020年には14.4%にまで急拡大することが見込まれている。債務の残高（対 GDP 比）は2019年の約104%から2020年には約124%、2021年には約125%にまで膨れ上がる。これは第二次世界大戦での戦費拡大により財政が悪化した1946年をも上回る過去最大の水準である（図表3）。

もちろん、財政悪化に見舞われているのは先進国だけでない。新興国の財政赤字規模も2020年には二桁に達し、債務残高の規模も先進国よりは相対的には低いものの、過去最大

【図表3】一般政府債務残高の推移（対GDP比）



(出所) IMF より，みずほ総合研究所作成

を更新することになる。

注視を要することはこうした世界的な財政赤字拡大のファイナンスを担っているのが各国・地域の中央銀行による量的緩和・資産購入であるということだ。先進国における大規模な量的緩和は目新しいことではないが，新興国においても財政事情が悪化，中央銀行が量的緩和策による実質的な財政ファイナンスに乗り出したことが新型コロナ後の世界的な財政・金融政策の新たな動きとして指摘することができる。アジアではフィリピン，インドネシア，マレーシア，インド，南米ではブラジル，チリ，コロンビア，中東欧ではハンガリー，ポーランド，ルーマニア，その他地域では南アフリカやトルコ等において，量的緩和が導入，あるいは導入の検討が行われている。なかには一定の条件を付しつつも，中央銀行が市場からではなく政府から直接購入する事例すら散見される。

先述のように世界的にも歴史的な超低金利である。一般的に，基礎的財政収支（プライマリーバランス）が均衡している条件の下では，名目経済成長率が名目金利よりも高ければ，財政の発散は避けられる。経済学の教科書にある「ドーマー定理」というものだ。しかし，その条件が安定的に成立する保証はない。主要先進国においては今後数年間にわたり，超低金利が続く見込みであり，この条件が満たされることになりそうだが，新興国ではどうだろうか。経常収支，対外債務依存，外貨準備等のファンダメンタルズ面での脆弱性を抱えている新興国は少なくなく，海外資本の流出による金利上昇リスクは払しょくできない。

## 世界的な巨額債務問題の帰結

超低金利下での世界的な債務拡大傾向はコロナ・ショック以前からのことだが、コロナ・ショック後にその傾向が加速している。世界の債務残高は2020年3月末に258兆ドルに達した。円に換算すれば、約2.7京（1京（けい）は10,000兆）円という天文学的な数字だ。債務残高のGDPに対する倍率も一貫して上昇、経済の拡大ペース以上に債務が急拡大している。拡大しているのは政府債務だけでなく、民間の企業債務も同様だ。コロナ・ショックに伴い一時的に社債市場は機能不全に陥ったが、各国当局等の支援措置も手伝い市場は急回復、2020年の世界の社債発行額は過去最高を更新している。

こうしたグローバルな債務拡大は何をもたらすのだろうか。長期的に考えれば、シナリオは3つある。第1は、際限なき債務拡大は持続的でないことから、債務圧縮、健全化が図られるシナリオである。この場合には債務圧縮が経済や企業の成長ペースを一定程度抑制することになるが、それは避けて通れない道だろう。第2は、野放図な債務拡大が続き、結果として債務危機に陥るシナリオである。財政破綻、あるいは企業破綻に見舞われ、金融危機にも発展する恐れが高い。第3は、インフレが発生することにより、債務の実質的価値が目減りして調整されるシナリオである。望ましいのは適度な成長とインフレを確保し、成長によって債務を打ち返していくシナリオだが、インフレが高じれば当然経済への打撃は大きくなる。その際には第2の債務危機を併発することも考えられる。

世界経済の回復が緩慢なものにとどまり、また、新型コロナの感染再拡大に伴うダウンサイドリスクも燻る中では、当面は急いで債務圧縮が図られる局面ではないだろう。財政拡大を容認せざるを得ないのが「不都合な真実」と言えそうだ。重要なことは短期的な財政悪化は甘受しつつも、一定の財政規律を堅持し、中長期的な財政の持続性に対する配慮・工夫を怠らないことである。そして新型コロナの終息に目途がついた段階で、財政の健全化に向けた取り組みを行うことである。

世界経済を展望すれば短期的にはデフレーション、あるいはデフレのリスクを警戒すべきであり、インフレを懸念するような環境ではない。一方で、中長期的に見た場合にインフレのリスクを無視すべきではないだろう。インフレになるとしたらどのような場合が考えられるのか、以下ではインフレのシナリオを考えてみよう。

## グローバル化の行方とインフレ

インフレシナリオとして、まず、何等かの供給面での制約やコストアップが発生する場合が想定できる。過去30年余りに渡り、世界的なデフレーションが進んできたことの大きな要因にグローバル化の進展がある。

とりわけ、中国が2001年にWTO（世界貿易機関）に加盟してからは、世界の工場として中国が世界に製品、半製品を供給してきたこともインフレ圧力を抑制してきた。しかし、



その中国経済の成熟化、経済構造の高度化に伴い、工場としての中国の位置づけは明らかに変わりつつある。2020年10月末に開催された中国共産党の重要会議「五中全会」（党中央委員会第5回全体会議）では2021年から始まる第14次五カ年計画の草案が採択され、科学技術の自立を目指したイノベーションが第一に掲げられた。産業高度化や「国内大循環」を主とする内需拡大の拡大が重視されており、米中摩擦の激化を念頭に置いたものと見られる。

米中摩擦が激化し、「新冷戦」の様相を呈する中で、グローバリゼーションが一つの転機を迎えていると見ることもできる。各国企業はグローバルなサプライチェーンの見直しをコロナ禍以前から求められてきた。加えてのコロナ禍により、サプライチェーンの再構築が急務となりつつある。マスク、防護服、人口呼吸器等の医療・衛生面での緊急物資、エネルギーや食料等、必需物資、電気電子、素材等各国産業にとっての戦略物資、機微技術を含む安全保障物資等については海外依存を引き下げ、一定程度、国内回帰を進めていくことになろう。企業にとっては、如何にサプライチェーンの分散化、強靱化とそして高度化を図っていくかが鍵となっている。その際にはこれまでの効率性を最優先した“Just in Time”から、安全性、頑健性を意識した“Just in Case”をより重視せざるを得ないだろう。グローバリゼーションとサプライチェーンの見直しが中長期的にはコストアップ要因になる可能性もある。

また、商品や穀物市場に投資資金が流入していることを先に見たが、意図せざる食糧危機や地政学リスクの顕在化が食糧、エネルギーの価格高騰をもたらし、インフレ要因となるシナリオも考えられよう。

## 政策の失敗によるインフレリスクも

次に、過剰流動性の下での財政支出拡大が想定外に長期化するシナリオも考えられる。新型コロナが終息し、経済が正常化に向かえば、過剰流動性を生んでいる大規模な金融緩和を継続する意義は薄れる。他方で多くの中央銀行が目標とするインフレ率の達成が難しい中では、金融緩和の修正は容易ではないだろう。また、政治的な理由により拡張的な財政政策の見直しが簡単ではない。一定の需要回復後もこうした拡張的な財政・金融政策がインフレを惹起するシナリオである。

最後のシナリオとして、財政破綻リスクの増大によるインフレがある。先述の債務問題の帰結としての第二のシナリオ、すなわち、債務危機シナリオと通じるものだ。財政規律が軽視された結果として、財政破綻が懸念されるような事態である。もっとも、米国や日本といった主要先進国ではホームカントリーバイアス（国内資産選好）が強く、資本が大規模に海外に流出する蓋然性は低いと言える。他方で、地続きで国境を接している欧州大陸の中小国、また、経済ファンダメンタルズが脆弱な新興国では資本逃避に伴う、インフ



レのシナリオは荒唐無稽ではないだろう。

世界経済の先行きは平坦ではなく、視界不良が続く。コロナとの戦いも時間がかかりそうだ。2020年11月の大統領選挙の結果、バイデン政権が誕生すれば財政政策は一段と拡張的な運営がなされる。加えて、規制強化が進み、「大きな政府」が志向される可能性が高い。歴史的な超金融緩和と巨大な債務問題がどのような帰結を迎えるかを見通すことは容易ではなく、様々なシナリオを想定していくことが必要だ。この難問を軟着陸させ、財政・金融政策の的確な出口戦略を模索することが2020年代の世界経済の最大の論点となってくることだけは確かである。

\* 本稿の内容は執筆者の個人的見解であり、中東協力センターとしての見解でないことをお断りします。