

第3節 期待が寄せられるも自由度の少ない金融政策

2008年9月の世界金融危機発生後、欧米では経済成長のペースが鈍いことから、金融政策は緩和的なスタンスが採られ続けられてきた。他方、新興国では景気過熱への対応から10年前半より利上げや預金準備率引上げが行われてきた。

こうした中で、10年後半頃より物価が世界的に上昇傾向にあり、特に新興国では物価上昇率の高い伸びが続いている。

しかし、前述のとおり、11年半ばより欧米を中心に回復が全体として弱まってきており、欧米では、物価が上昇しているものの緩和的な金融政策を続けざるを得ない状況に置かれている。片や中国やインドでは、物価上昇に歯止めがかからず引締めスタンスを緩めることができない状況にある。

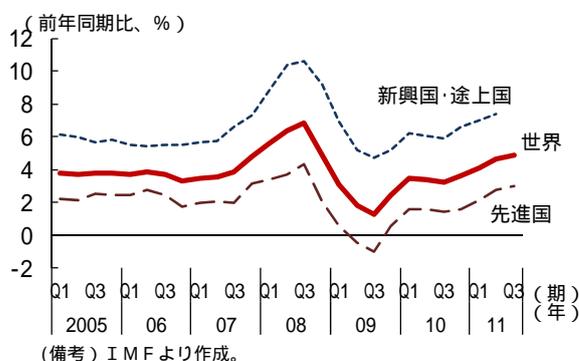
本節では、物価と金融政策の動向を横断的に概観し、世界的な物価上昇と欧米を中心とする世界経済の減速の中で、先進国・新興国ともに政策運営が難しい現状を浮き彫りにする¹。

1. 世界的な物価上昇とスタグフレーション懸念

(1) 世界的な物価上昇

07～08年にかけて世界的に伸びが高まった物価上昇率は、08年9月の世界金融危機発生前後の急上昇と急落の後、10年中は落ち着いていた。しかし、11年に入ると、新興国の経済成長による世界的な実需の増加や、コモディティの金融商品化といった商品市場の構造変化を背景として、原油や穀物等の一次産品価格が高騰²したこともあり、物価上昇率は再び世界的に高まっている状況にある（第1-3-1図）。

第1-3-1図 消費者物価上昇率の推移：世界的に上昇傾向



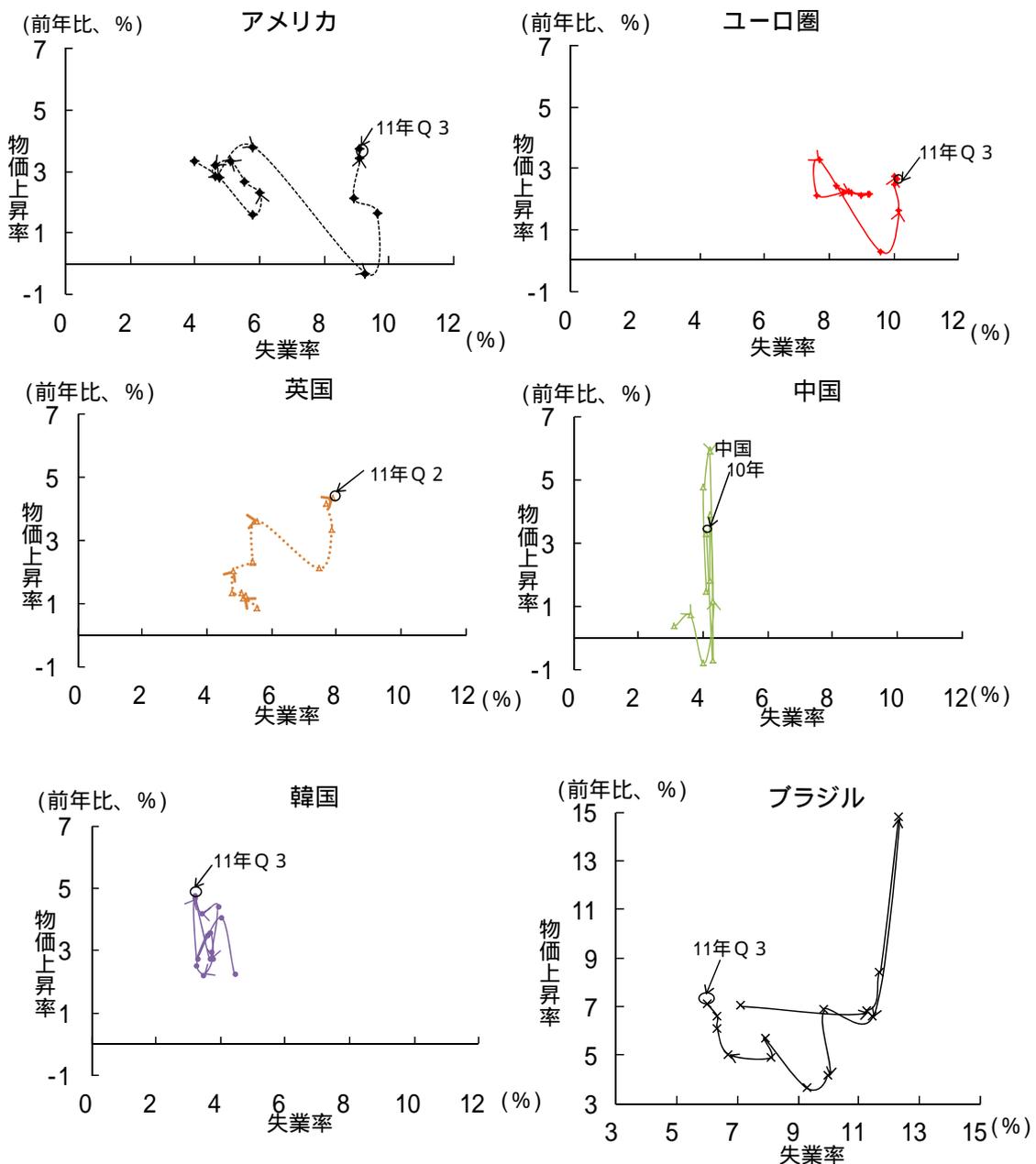
¹ 各国の個別の金融政策については、第2章各節を参照。

² 詳細は、内閣府（2011）を参照。

(2) 先進国におけるスタグフレーション懸念

各国の物価上昇率と失業率の関係をみると、欧米では、世界金融危機発生後、物価上昇率が低下する一方で失業率が大幅に上昇し、その後は、失業率が高止まる中で物価上昇率が高まっている。このように、スタグフレーションともいえる状況にある。一方、中国や韓国では、失業率が大きく変わらない中で物価上昇率だけが高まっている。逆に、ブラジルでは、かつての急激な物価上昇や高い失業率が収まってきている(第1-3-2図)。

第1-3-2図 各国の失業率と物価上昇率：欧米で上方シフト



(備考) 1. IMFより作成。

2. 中国以外は、2000年～2010年暦年と2011Q1～Q3の3四半期データ。中国は、2010年までのデータ。

2. 緩和を続けざるを得ない先進国、引締めを続けざるを得ない新興国

(1) 政策金利の推移

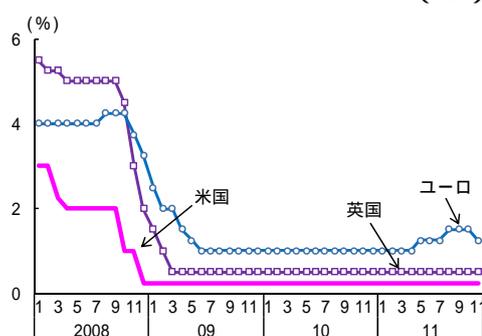
政策金利は、欧米では、2010年後半から物価上昇率が高まる傾向にある中で、景気下支えの観点から異例の低水準となっている。英国やアメリカでは、0.5%を下回る低水準で据え置かれている。ユーロ圏では、11年に入り2度の利上げの後、11月に利下げが行われているが、なおも1%強の水準にとどまっている。この結果、欧米の実質金利はマイナスとなっており、物価上昇率の高まりから英国やアメリカでは更に低下する傾向にある(第1-3-3図)。

一方、中国やインドでは、10年前半から、上昇率が高まりはじめた物価の後を追うように毎月のように利上げ等の引締め政策が採られている。しかし、引締めと物価上昇のペースは国ごとに異なっており、それに応じて実質金利の水準や動きに差異がある。例えば、中国では、11年半ばまでは、物価上昇のペースが利上げペースを上回っていたため、実質金利は低下傾向にあった。しかし、11年半ば以降、物価の伸びが幾分和らいだことに伴い、実質金利は上昇に転じている。インドでも上昇傾向にある。これに対して韓国とブラジルでは、実質金利は概ね横ばいとなっている。

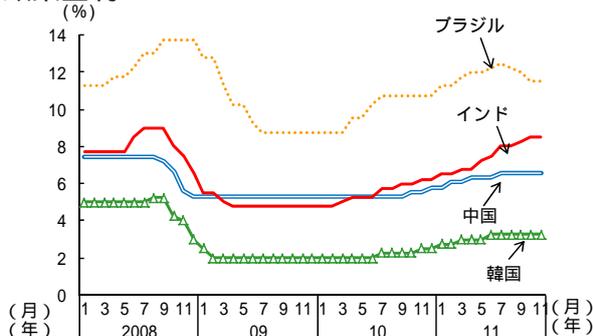
第1-3-3図 政策金利及び実質金利の推移：

欧米では異例の低い政策金利継続の中での物価上昇により、実質金利が低下

(1) 政策金利

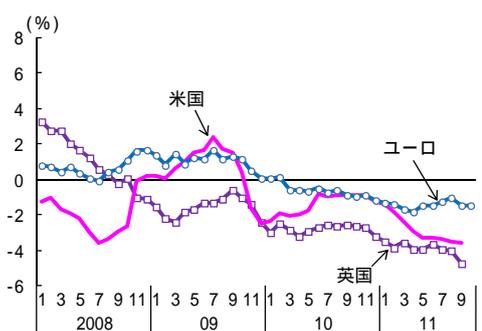


(備考) 各国資料より作成。

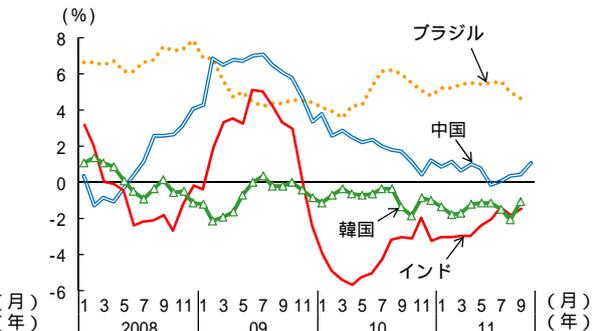


(備考) 各国資料より作成。

(2) 実質金利



(備考) 各国資料より作成。



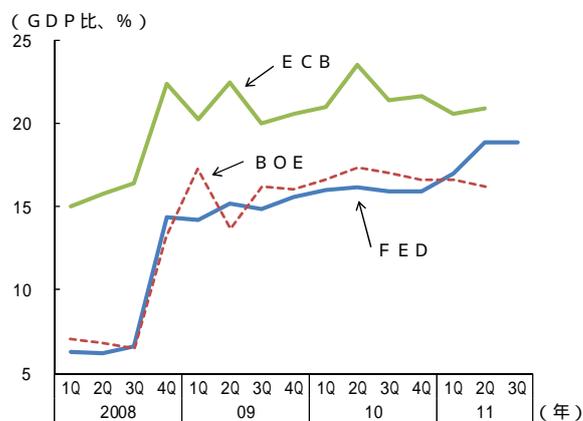
(備考) 各国資料より作成。

(3) 国債買取り等によるバランスシートの拡大

欧米では、世界金融危機発生後の実体経済の落ち込みに対応するため、政策金利の引下げに加え、国債買取り等が実施された結果、各中央銀行のバランスシートが危機前の数倍に拡大した(第1-3-4図)。その後、10年後半から11年にかけて、欧米経済の減速等を背景に国債買取りの再開等が決定されたことにより、バランスシートが再び拡大する傾向にある。

アメリカ連邦準備制度(FED)のバランスシートは、10年11月から11年6月にかけて行われた中長期国債の買取り(いわゆるQE2)により、11年に入り拡大した。欧州中央銀行(ECB)のバランスシートは、同行が11年8月以降、国債購入プログラムを積極的に実施³したことなどにより、11月初時点で7月初と比べて3,840億ユーロ程度拡大⁴した。同年11月からは400億ユーロのカバード・ボンド(金融機関が発行する担保付債券)買取りも開始されており、更なる拡大が見込まれる。また、イングランド銀行(BOE)でも、11年10月に国債買取り規模の750億ポンド増額を決定しており、同年10~12月期以降、バランスシートが拡大すると考えられる。

第1-3-4図 欧米中央銀行の資産規模の推移：国債買取り等により拡大



(備考) 1. 各国中央銀行より作成。
 2. GDPは名目GDPの季節調整値。
 3. 11年7~9月期のユーロ圏及び英国の名目GDPは本報告書公表時点において発表されていない。

³ ECBによる国債買取り残高は、11年8月時点の600億ユーロ程度から同年11月には1,800億ユーロ超まで拡大した(第2-1-69図参照)。

⁴ 11年11月8日時点における総資産は2兆3,290億ユーロであり、同年7月1日時点の1兆9,450億ユーロから増加した。保有証券(930億ユーロ増加)のほか、月次及び週次オペ(1,250億ユーロ増加)が寄与している。なお、11年7-9月期のユーロ圏名目GDPが本報告書公表時点において発表されていないことから、1-3-4図では同年7-9月期までグラフが伸びていない。

(4) 緩和を続けざるを得ない先進国、引締めを続けざるを得ない新興国

これまでみてきたように、欧米では景気回復力が弱まる中で緩和的政策が維持されてきており、中国やインドでは物価上昇に対応すべく引締め政策が維持されてきている。それでは、今後の各国の政策運営はどのようになっていくのであろうか。

今後の政策運営を考察するに当たっては、先々の経済及び物価の動向をどうみるかが重要となる。この点について、各国中央銀行や民間調査機関の見通しをみると、欧米では、物価上昇率は12年には漸く中央銀行が目標若しくは参照とする物価上昇率の近傍まで近づくが、弱い経済成長は依然として続くと思込まれている。中国やインドでは、高い経済成長が続くとされる中で、中央銀行等が目標若しくは参照とする物価上昇率を超える物価上昇が続くと見込まれている（第1-3-5表）。

第1-3-5表 経済成長と物価の見通し

(1) 各国中央銀行による見通し

	実質経済成長率見通し(%)		物価上昇率見通し(%)	
	2011年	2012年	2011年	2012年
アメリカ	1.6-1.7	2.5-2.9	1.8-1.9	1.5-2.0
ユーロ圏	1.4-1.8	0.4-2.2	2.5-2.7	1.2-2.2
英国	2.0	2.0	5.0	2.2
中国	8%前後	-	4%前後	-
韓国	4.3	4.6	4.0	3.4
インド	7.6	-	7.0	-
ブラジル	3.5	-	6.4	4.7

- (備考) 1. 各国中央銀行より作成。
 2. アメリカ及び英国については、当該年の第4四半期の前年同期比。
 3. 物価上昇率見通しは、アメリカはコアPCE、インドは卸売物価(WPI)、その他は消費者物価(CPI)。
 4. インドの実質経済成長率見通しは、年度(4月~3月)見通し、インドの物価上昇率見通しは11年度末(12年3月)時点。

(2) 民間調査機関による見通し

	実質経済成長率見通し(%)		物価上昇率見通し(%)	
	2011年	2012年	2011年	2012年
アメリカ	1.8	2.1	3.2	2.2
ユーロ圏	1.6	0.5	2.6	1.8
英国	0.9	1.2	4.4	2.7
中国	9.1	8.4	5.5	3.9
韓国	3.7	3.7	4.3	3.0
インド	7.5	7.7	8.4	6.8
ブラジル	3.4	3.8	6.5	5.4

- (備考) 1. ブルーチップ・インディケーター(11年11月10日号)より作成。
 2. 物価上昇率見通しは、全て消費者物価(CPI)。

このように、欧米では弱い経済成長が続くと見込まれているが、政策金利が歴史的にみて低水準にあり、例えばアメリカでは異例に低水準のFF金利を2013年半ばまで続け

ることを明示的にコミットしているなど、利下げ余地は狭まっている。このため、市場関係者等からは景気の下支え等のための非伝統的金融政策に対する期待が高まるが、各国中央銀行は更なるバランスシート拡大には消極的であると考えられる。国債利回り等は市場において決定されるべきものであるが、中央銀行が多くの国債等を買収することにより、こうした市場機能を歪めてしまうリスクがある⁵ことがその理由である。

新興国に目を向けると、中国では、経済成長が緩やかになるとの見通しもなされているものの、物価上昇圧力は引き続き強く、また、実質金利も低下傾向にあることから、引締めの手が緩められない状態にある。また、ブラジルでは、世界経済の減速懸念から11年8月と10月に利下げが行われたが、物価はブラジル中銀のインフレ目標値を上回って推移しており、インフレ懸念は根強い。インドでも、これ以上の引締めは経済成長へ更なる悪影響が出るとの懸念もあるが、物価はこの10年で最も高い水準であり、利下げはインフレの助長というリスクを抱えている。このため、ブラジルやインドも引締めスタンスを容易には変更できない状況にある。加えて、多くの新興国については、欧米との金利差の拡大及び経済成長のスピードの差により、高収益を求める投資家の資金が流入し、それが更なる物価上昇圧力となるという、利上げと物価上昇の悪循環も考えられる。

このように、先進国、新興国ともに、経済成長と物価とのバランスの制御が引き続き大きな課題であり、金融政策運営は難しい舵取りが続くと考えられる。

⁵ 11年9月20～21日に行われたFOMCの議事要旨をみると、数人のFOMC参加者が、FEDが米国債を多く保有することを避けるべき理由として、市場機能の悪化(deterioration in market functioning)につながり得る、と指摘している。また、BOEは、2011年第3四半期に係る四半期報において、多くの英国債をBOEが保有すると市場を混乱させる(dislocated)かもしれないリスクがある、と指摘している。