

経済財政政策部局の動き：経済の動き 先進国の低金利・低インフレ 中国の地域間格差

～「世界経済の潮流2016Ⅱ」について～

政策統括官（経済財政分析担当）付
参事官（海外担当）付参事官補佐

平田 明日香

はじめに

内閣府・経済財政分析担当では、世界経済の動向を分析する「世界経済の潮流」を年2回公表している。

2016年下半期の「世界経済の潮流2016年Ⅱ」（以下「潮流」という。）では、第1章で先進各国を中心に広がりを見せる低金利・低インフレの背景、金融政策を中心としたマクロ経済政策に関する議論の整理、金融政策の評価に関する実証分析を行っている。第2章では、アメリカ、ヨーロッパ、アジアの経済動向と構造変化に焦点を当てた分析を行っている。本稿では、特に、最近の世界経済を考慮する上で重要となっている非伝統的金融政策を中心とした金融政策（第1章）及び中国における地域別産業構造の違いと構造改革（第2章）について紹介する。

非伝統的金融政策の登場と評価

2008年の世界金融危機以降、各国政府は前例のない規模で財政政策を展開するとともに、各国中央銀行も非伝統的とされる大規模な金融緩和政策を講じてきた。こうした政策対応は危機後の景気の持ち直しに寄与したとみられるものの、先進国の中には低金利・低インフレが慢性化している国もみられている。（P.9図1）

BIS（2016）は、伝統的金融政策を「プラス圏内での短期政策金利の操作」とし、非伝統的金融政策を、

- (1) 中央銀行のバランスシートを用いる「量的緩和」
 - (2) 人々の期待に働きかける「フォワードガイダンス」
 - (3) 政策金利をゼロ未満に引き下げる「マイナス金利」
- の3つに類型化して定義している。こうした各種の政策手段は、マクロ経済環境や金融環境に応じて使い分けられてきたが、世界金融危機において、欧米の各国

中央銀行は政策金利の引下げを行い、史上最低の水準にまで低下させるとともに、非伝統的政策の実施に踏み切った。危機が続く間は、中央銀行は金融システム安定化を目指してバランスシート政策の中でも信用緩和を強調していたが、危機から脱出するに伴い、バランスシート政策は量的緩和的性格を強めていった。このような量的緩和政策は、その効果を高めるため、フォワードガイダンス政策とも組み合わせて実施されるようになった。マイナス金利政策はより最近の政策で、バランスシート政策の効果を補強することを目的に導入された。

こうした非伝統的金融政策の主な波及経路とその効果については、

- (1) 大規模な資産の買入れ等によってイールドカーブ全体を押し下げ、民間の資金需要を喚起する効果
- (2) 市中銀行が中央銀行に資産を売却して得た資金を貸出やリスク資産の購入にあてるポートフォリオバランスを促す効果
- (3) 将来にわたり緩和を約束することで予想インフレ率を引き上げ、実質金利を低下させて総需要を喚起する効果

の3点が挙げられる。非伝統的金融政策の評価については、学界・実務家等の間で活発な議論が行われているところであるが、実体経済に一定程度プラスに寄与したと考えられる一方、非伝統的金融政策に限らず過度な金融緩和は資産価格バブルを形成するおそれがあることから、世界金融危機直後のような非常時に限って発動すべき政策との見方もある。

金融政策の評価に関する実証分析 —新興国金融資本市場への影響—

アメリカは16年12月に政策金利の引上げを行った。今後アメリカが金融政策の正常化を進めていく中で、政策金利の引上げが新興国・途上国の資金流出を招くとの見方もあるが、その定量的な影響に関する統一的コンセンサスは得られていない。16年11月8日のアメリカ大統領選挙以降アメリカの長期金利は上昇傾向にあり、選挙直後には新興国等からの資金流出が一時的に観察されている。一般的に、証券投資対象となる新興国資産を、証券投資対象となる先進国資産と比較すると、新興国資産に占めるリスク資産の割合が高いため、大きなリスクが発生した場合には、相対的に

新興国資産が売られやすくなるとされている。(P.9 図2)

今後、国際金融資本市場ではアメリカの金融政策正常化や、将来の経済政策の動向等、複数のグローバルリスクイベントの可能性が指摘され、十分な注視が必要である。今回の分析では、新興国の中でも特にファンダメンタルズが良好でない国での資金の流出入が激しいことが明らかになった。ただし、新興国への資金流出入は、新興国各国を取り巻く政治情勢、貿易・通貨の動向や先行きの不確実性等、必ずしも指標に反映されない要因が重要となるケースも多いと考えられる。

中国における構造改革と地域経済

中国政府は、成長率の低下した新たな経済状態である、いわゆる「新常态」への円滑な移行を目指し、各種構造改革政策を実施しているところであるが、今後中国経済が自律的な成長へと移行していく道筋についての手がかりを得るために、「潮流」では中国の地域別の産業構造や経済状況について分析を行った。中国では地域ごとに産業構造に違いがあり、それが経済状況の大きな違いを引き起こしている結果、省ごとの所得水準や経済成長にも大きな格差が生じている。北京市や上海市を含む直轄市では自動車や携帯電話といった付加価値額の高い業種の生産量が大きいのに対して、北部・東北部や西南部・西北部では付加価値額が減少している資源採掘関連や粗鋼生産等のシェアが大きい。(P.9 図3)

16年3月に全人代で採択された第13次5か年計画(16~20年)に盛り込まれた「2020年までに国内総生産と国民一人当たりの収入を2010年の2倍に引き上げる」との目標を達成するためには、例えば過剰生産設備を抱えた地域における構造不況業種の縮小・再編や職業訓練の強化といったように、各地域の経済構造を踏まえた政策の実施が不可欠である。同時に、地域間の所得格差を縮小する方策として、雇用情勢の悪い地域から良い地域への住民の移動を阻害する要因を緩和する戸籍制度改革も重要である。戸籍制度改革は、中国が掲げる「投資から消費」への経済構造の転換や、地域間格差の解消に資する重要な政策であり、今後の動向に注視が必要である。

おわりに

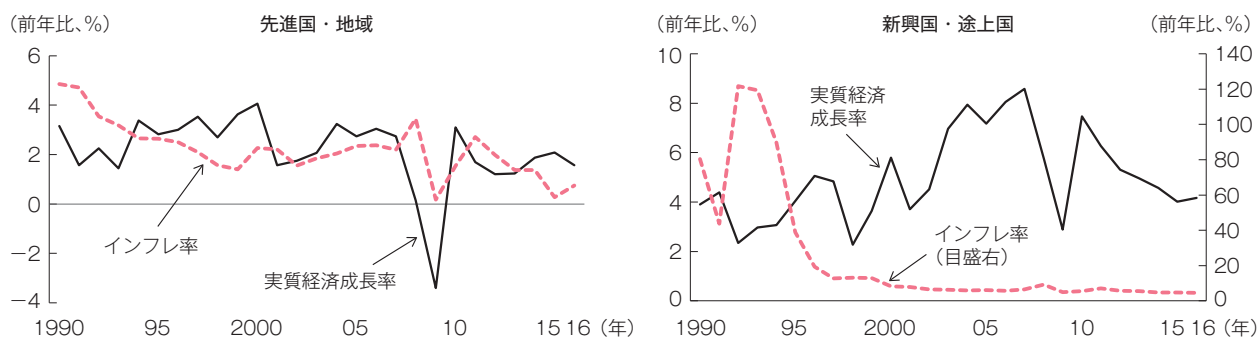
これまで見てきたように、各国では大規模な財政出動や非伝統的金融政策を含めた金融緩和策を講じてきたものの、景気回復は緩やかなペースにとどまっている。こうした中、特に先進国では、中・低所得層を中心に所得が伸び悩み、国民の間に不安や不満もみられたが、それが16年中に起こった様々な政治的事象の背景となっている可能性がある。また、中国では地域ごとの所得水準や経済成長率に大きな格差が生じており、経済の先行きに注意が必要である。こうした中、17年も先進国を中心に政治的に不安定な状況が続くことが懸念されており、世界経済全体に不透明感がみられる。世界経済の持続的な成長に向け、今後はより一層、各国の政策運営において、このようなリスクを考慮していくことが求められるとともに、成長の果実の適切な分配を実施することが求められている。

参考文献

BIS "86th Annual Report", June 2016.

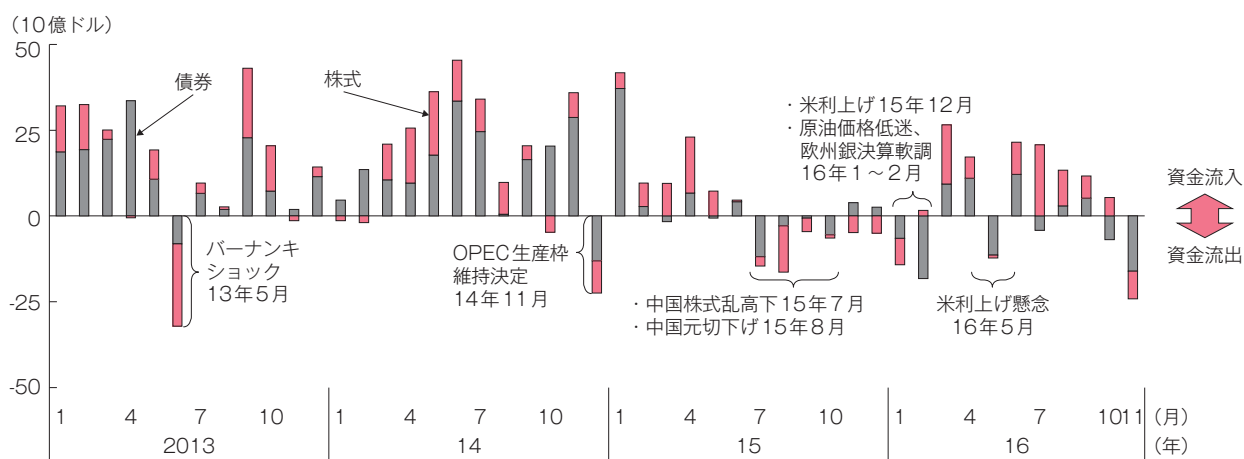
平田 明日香 (ひらた あすか)

図1 世界の実質経済成長率、インフレ率



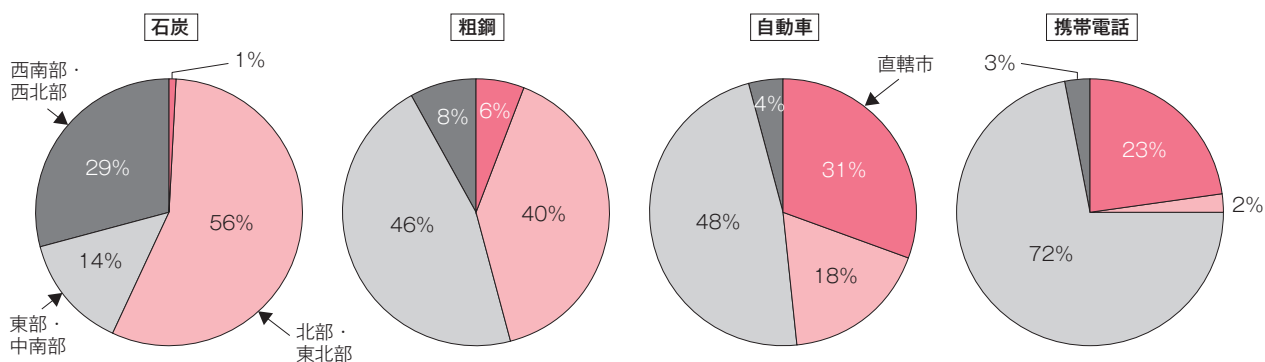
(備考) 1. IMF "World Economic Outlook October 2016" より作成。
2. 先進国・地域、新興国・途上国はIMFに従って分類。

図2 非居住者の証券投資ネットフロー



(備考) 1. IIF (国際金融協会) より作成。当該データは、非居住者によるネット資本流入額を集計。16年10~11月は推計値。
2. 各地域のサンプル構成国は以下のとおりであるが、集計にあたっては、4地域毎で行う。
新興アジア：中国、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイ
中南米：アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペネズエラ
新興欧州：チェコ、ハンガリー、ポーランド、ロシア、ウクライナ
アフリカ・中東：エジプト、レバノン、ナイジェリア、サウジアラビア、南アフリカ、トルコ、UAE

図3 中国各地域の業種別生産量全国シェア



(備考) 15年末時点。中国国家統計局より作成。