

新冷戦で変わる世界の資金フロー

福井県立大学 客員教授 中島 精也
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

2022年は欧州でウクライナ戦争、東アジアでは台湾を巡る緊張激化により、世界の分断が一段と進行するのを実感した1年であった。ポスト冷戦は30年続いたが、冷戦終結後にフランス・フクヤマが主張したイデオロギーの闘いの終焉、「歴史の終わり」は幻想であったことが証明された。メルケル前ドイツ首相が「19世紀型のリーダー」と称したプーチン露大統領は旧ソ連が失った権益を「力が正義」とばかり、武力を持って取り返そうとするし、習近平国家主席は「一つの中国」のスローガンのもと台湾武力統一を想定、また国内的には共同富裕を唱え、改革開放を否定して社会主義への回帰と中華思想の復古を進めている。プーチンと習近平を見ていると、まるでロシア皇帝と中国皇帝が現代に蘇ったかのような錯覚さえ覚える。

今年10月に発表された米国の「国家安全保障戦略」は「ポスト冷戦時代の終了は決定的であり、次の時代を形成するための主要な勢力間（民主主義と専制主義）の競争が進行中である」と世界が新冷戦時代に移行したことを明言している。米政府の指摘通りに世界が新冷戦時代に移行すれば、世界経済も大きな変革を余儀なくされる。民主国家と専制国家の間でブロック化が進行するので労働力、天然資源、土地、マネー、技術という生産要素が効率的に使われなくなるだろう。

その結果、労働力や天然資源の供給制約から賃金や資源価格が上昇し、コストプッシュ型のインフレが定着し、金融政策は引き締めに向かい金利水準もこれまでより高まらざるを得ない。また、経済安全保障の観点からグ

ローバル・サプライチェーンの見直しが進行するので、技術移転の制限により中国など新興国の生産性の伸びは低下し、経済成長は減速を余儀なくされる。マネーフローの面では成長率が低下する新興国への直接投資は魅力が薄れて減少するだろうし、証券投資もプレーキが掛かると予想される。そこで、今回は新冷戦時代で変わる世界の資金フローについて考えてみたい。

国際間の資本移動の要因は直接投資、証券投資など資本の種類によって異なると思われる。直接投資については製造業の生産コストが最重要であり、投資先で安価な労働力が豊富に供給可能であること、同時に労働者が一定のスキル、教育レベル、モラルを有していることが必要だ。あと、工場稼働に不可欠な水などの資源、電気、水道、道路など公共インフラがある程度整備されていること、その意味で現地政府のサポートは重要であるが、当然のことながら、政情不安な地域は事業リスクが大きくて進出できない。

経済成長の三要素である豊富な労働力の存在、直接投資及び国内投資による資本ストックの増加、海外の進んだ技術の導入による生産性の上昇があれば、成長期待が高まるのは当然だし、それにつれて海外からの直接投資は加速度的に増加して行く。当初は低賃金を強みに輸出増大を目的とした工場進出が中心となるが、その後は経済成長と共に所得が増えて国内市場も拡大していくので、内需増大を見越した直接投資も増えてくるだろう。このように投資が投資を呼ぶ典型的パターンはポスト冷戦時代に中国を世界の工場とすべく、

先進工業国が競って対中投資を急増させたことで知ることができる。

次に対外証券投資については新興国の経済成長、市場の拡大と整備が大前提であるが、海外からの証券投資の受け皿となるには、当該国の金融資本市場の改革、国際資本移動の自由容認など、制度面での改革開放政策が採用されなくてはならない。1990年代前半のタイなどASEAN諸国は市場開放政策に極めて積極的であったが、独立した金融政策、自由な国際資本移動、固定的な為替相場を維持しようとして、1997年のアジア通貨危機を招いてしまった。この3つの政策は同時に達成することは出来ないため、「不可能な三角形」と呼ばれている。

しかし、アジア通貨危機の経験から「不可能な三角形」への理解も深まり、現在はアジア各国とも金融・資本・為替政策の組み合わせは理に適ったものとなっており、経済ショックが来ても、3つのうち1つのバルブを緩めてあるので、通貨危機の再来の可能性は低い。一方、中国は海外マネーで国内経済が不安定になることをアジア通貨危機など他国の経験から学んでおり、国際資本移動の規制緩和については極めて慎重で、特にリスク管理に必要な先物・デリバティブ市場の開放が進んでいないため、海外投資家の対中証券投資には自ずと限界があるのが実情である。

当該国の改革開放政策以外にも国際資本移動には原資となる米ドルの流動性が極めて重要である。ポスト冷戦時代はドル金融は基本的に緩かったと言えるだろう。米FF金利は1990年頃には10%近い高水準だったが、2020年までの30年間に循環的な上下動を伴いながらも、基本トレンドは下降であり、リーマンショック後にはゼロ金利(0~0.25%のレンジ)を記録するに至った。FRBのバランスシートは2008年のリーマンショックまでほぼ9千億ドルで横ばいだったが、その後、量的緩和(QE)のQE1、QE2、QE3の後、一旦QE

は終了したが、コロナショックで4度目のQEに踏み切り、約9兆ドルと実に10倍に膨らんだ。マネーサプライ(M2)の動きを見ても、1995年から2020年までの5年毎の平均伸び率は5.9%、6.6%、5.7%、6.8%、5.6%とほぼ6%前後の安定した伸びを記録している。

この金融緩和の背景だが、ポスト冷戦で世界の生産資源が開放された結果、新興国との競争に晒された米国の製造業では時間当たり賃金の伸びが1970~1990年の年平均6%に対してポスト冷戦の1990~2020年には年平均3%に低下し、それに連れて消費者物価の伸びも1970~1990年の年平均6%が1990~2020年には年平均2%にまで低下するなど劇的に変化したからである。インフレ率の低下を背景に金融緩和が続いたので、多国籍企業や投資家は直接投資や証券投資の資金を潤沢に借り入れることが可能となり、新興国への大幅な資本流入が実現したのである。

新興国・途上国への資本流入(ネット)の推移をみると、2000年に1000億ドルだったものが2007年には7000億ドルへと7倍も急増したが、リーマンショックを境にピークアウトしている。但し、アジア新興国に関してはリーマンショック後も旺盛な直接投資の増加が続く、トータルとして資本流入は増加傾向を辿った。特に直接投資を牽引したのは中国であり、1990年時点では無きに等しい程度に過ぎなかった世界の対中直接投資は10年後の2000年には500億ドル、2010年には1000億ドル、2018年には1300億ドルへと拡大している。

資本を引き寄せた理由はアジアの高い成長期待であり、中国は1990年から2007年までの平均成長率が10.3%、リーマンショック後も9~10%の成長を維持し、その後、徐々に減速傾向に向かったが、それでも6~7%の比較的高い成長を記録している。またASEAN5(インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム)の成長率はリーマンショック時に一時的に2%への低下を見たが、2000年

～2020年の平均成長率は5%と極めて安定した成長経路を辿っている。中国などアジア諸国の成長期待の高さが資本流入を促し、また資本流入によってアジアの成長が引っ張られるという好循環が実現した。

さて、以上はポスト冷戦時代に見られた現象であるが、世界が新冷戦時代に移行すれば、マネーの動きは大きく変わらざるを得ない。世界経済のブロック化が進行し生産資源の価格が上昇するので、ポスト冷戦時代の懸念材料であったデフレは遠のき、世界はインフレの時代に移行して行くだらう。ポスト冷戦時代の金融政策はデフレ突入の阻止に大きなエネルギーを費やしたが、新冷戦時代にはインフレが悪性インフレにならないように管理することが大事になってくる。現在、米連邦準備理事会（FRB）は急激かつ大幅な利上げを実施しているが、現状の7%前後のインフレ（消費者物価）をできる限り早めに2%目標に近づけないと、アンカーされている期待インフレが漂流しかねないからである。

FRBのFF金利は現在4.25%～4.5%のレンジだが、2023年には5%を超えると見込まれている。FRBは金利だけでなく量的にも金融を締めしており、2021年11月に開始した資産購入の段階的縮小（Tapering）は2022年3月に完了したが、6月からはバランスシートの縮小（Monetary Tightening）に踏み切った。具体的には満期が来た国債のうち6～8月は元本300億ドルを超える分、9月以降は600億ドルを超える分しか再投資しないというものである。同じく満期が来たエージェンシー債やMBS（住宅ローン担保証券）についても6～8月は元本175億ドルを超える分、9月以降は350億ドルを超える分しか再投資しない、としている。

よってFRBのバランスシートは4月の8兆9600億ドルをピークに減少傾向を続け、12月時点で8兆5000億ドルとなっているが、今後、毎月凡そ1000億ドルずつ減少していく、即ちマネタリーベースを減らしていく方針だ。こ

の量的・質的金融引き締めがマーケットに大きな影響を及ぼすのは言うまでもない。NYダウは今年1月に3万7千ドルをピークに下降を続け、9月末には一時2万8千ドル台にまで突入し、その後、利上げペース鈍化期待から3万ドル台へ戻っているが、ポスト冷戦下に過剰流動性のお陰で3千ドルから3万ドルへ10倍も上昇したような株価上昇は新冷戦下のタイトな流動性の下では見込めないだろう。

債券市場では長期金利（米国債10年物）が2020年に1%を切る水準まで下落したが、2022年からはインフレ加速に呼応して、上昇スピードを早め、一時4%台を記録した。今後はインフレと利上げ次第であるが、新冷戦下の長期金利はポスト冷戦時代より高まるとみられ、住宅投資や設備投資、更に耐久消費財にも重しとなり、米国の成長を下押しすることになるだろう。金利が上昇すれば国際間の資本フローも縮小に向かうので、新興国の成長減速も避けられないと予想される。

為替については米ドルの復権がメインシナリオになると思われる。世界的にドルの流動性が低下してドル需給がタイトになること、新冷戦下におけるサプライチェーン再構築で米国が主導権を握ること、国際緊張激化で有事のドル買いが意識されるからである。ユーロについては天然資源をロシアに、輸出先を中国の巨大市場に依存する欧州成長モデルが崩壊するので先行きは悲観的にならざるを得ない。人民元は中国が西側の先端技術、重要部品のサプライチェーンから締め出されること、共同富裕という社会主義政策への回帰による国内投資の落ち込みもあり、成長にブレーキがかかるので下降に向かうと予想される。日本円は海外工場の国内回帰、米国とのフレンドリーサプライチェーンの一角を担うこと、潜在的な技術力の高さもあって、日本経済復活に向けた再チャレンジの可能性が出てきた。新冷戦時代は必ずしも円の先行きを悲観することはないと思われる。