

一連の国際会議では、日銀の金融緩和もグローバルな成長促進という流れに即し、かつ円安も円高修正として、批判は限定的となった。ただ、新興国にストレスを及ぼす面で、日本は潜在的な被害者に転じた。声明の調整では黒田総裁の識見が発揮されたとみられる一方、IMFへの日本の貢献など、好条件に恵まれた面もある。

## はじめに

先週末のG20を通過し、ドル円相場は週初から100円に迫る動きとなっている。一連の国際会議に先立ち、日銀の大胆な金融緩和に対して「円安誘導」という批判が高まるのではないかと懸念もみられただけに、市場に安堵感が広がったということであろう。

我々には、国際会議で合意された為替政策によって大きな影響を受けることへのトラウマ(の蓄積)もあるし、考えてみれば、2月のG7/G20の際も市場では神経質な動きがみられたことを考えれば、市場が再び心配になるのも無理はない。しかし、国際会議にはその時々焦点となる問題があり、それが日本の政策とどのような関係を持つかによって、我々への影響は大きく異なってくる。

そこで、多少時間は経ってしまったが、今回のIMFCからG20財務相・中央銀行総裁会議に至る議論の中で、日銀の大胆な金融緩和がどう位置づけられたのか、事実関係や関係者のコメントなどをもとに推測することにしよう。

## ポイント1: 焦点は経済成長の促進

今回の一連の会議を振り返ると、少なくともマクロ経済政策の面では、経済成長を如何にして促進するかが焦点であった。

実際、IMFによる世界経済見通し(WEO)は、2013年に関しては、欧州がマイナス成長を続ける(-0.25%)とただけでなく、米国も、財政健全化に伴うfiscal dragによって2%という慎重な見方を示し、先進国全体でもわずか1.25%と、景気回復が2012年から全く加速しないというかなり厳しい数字を提示した。

この結果、IMFCのコミュニケには、先進国は事情の許す限り、財政政策がpro-cyclicalityに陥ることを回避し、automatic stabilizerを通じた成長促進を図るべきと明記している(第2パラグラフを参照)。つまり、景気回復が鈍化している時に財政再建に専念せず、景気刺激も考慮せよと求めている訳である。

IMFが欧州債務国に対して要求してきた厳しい財政再建策を考えると、このコミュニケの内容はやや驚きを与える内容かもしれない。IMFの名誉のために付け加えると、同じコミュニケの中では、中長期的に信頼のおける財政健全化策の重要性は変わらないと言っているし、IMFが財政健全化と経済成長のバランスを強調し始めたのも、今回が最初ではない。

それでも、IMFCのこうした議論は、日米欧の財政再建に対してモラルハザードを生むリスクを十分理解した上でなされている以上、金融危機後の先進国の景気回復が一向に力強いものにならないことへの強いfrustrationを示唆するものと理解できる。

このような文脈で考えれば一長い目で見たコスト・ベネフィットを別とすれば一日本が金融財政双方のマクロ政策を活用して成長促進を図ることは、それ自体、コミュニケに沿った政策になっているし、日本政府はそう主張することができる。

加えて、我々日本人はGDPが世界第3位になったためか、もはやそうした感覚が弱くなっているが、日本は依然として先進国経済で相応のウエイトを占める存在である。つまり、日本の経済成長率が高まれば、先進国の経済成長率に対して、依然として無視しえない貢献をもたらすし、上にみたように米欧の成長率見通しがさえないのであればなおさら、日本の経済成長率が改善することは意味を持つ。

このように、現在の国際会議の喫緊の課題に照らしてみると、「アベノミクス」も、その下での日銀の大胆な金融緩和も、批判どころか歓迎される面があることを理解しておくべきであろう。

## ポイント2: 「質への逃避」に伴う円高の修正

この点は、以前の「ノート」などでも指摘した点であるので、本稿で詳細な議論を繰返すには及ばないであろう。要するに、金融危機を通じて、大幅かつ急激な円高が進んだ最大の要因は、リスクイベントごとに拡大した「質への逃避」である。

従って、昨年秋以降の円安化も、欧州債務問題の一応の落ち着きや、米国でのQE3の収束を巡る議論など、広い意味での「正常化」を背景とする面が大きく、政策的な円安誘導によるものではないということである。しかも、日本の立場から言えば、金融危機前に比べてピーク時には50%以上も増価した円相場(名目実効レートによる)は、これだけ円安になっても、まだ半分程度しか調整されていないという点も指摘できる。

もちろん、国際会議に出席されるような専門家であれば、金融危機前の“Great Moderation”の時期には逆に円安に傾いていたことも記憶しているであろう。従って、我々の主張も、その分は差し引いて考えるのがフェアである。それでも、少なくとも現時点では円高の修正と主張できるであろうし、必要であれば、円高の理由の大きな部分はそもそも欧米にあったと反論することもできる。

さらに補強が必要であれば、少なくとも米英に関しては、中央銀行による大量の資金供給の「波及効果」として、自国通貨の減価を意識していたことは明確であるだけに、現在の日銀の政策を円安誘導として批判すると、文字通りのdouble standardになると指摘することもできる。

このように、今回の国際会議でも、先進国に対しては日本の立場をきちんと主張する面があった訳である。

## ポイント3: 新興国の批判

これに対し、今回も、むしろ新興国から日銀の大胆な金融緩和に対して批判的な意見が目立ったことも事実である。その理由としては、おそらく次の二つの理由が考えられる。

第一に、大胆な金融緩和によって円安誘導を行い、日本の輸出競争力を強化しようとしているという理解である。これが正しければ、新興国にとって、米欧のような輸出市場で不利になることが懸念されるだけに、日本を批判することになる。もしも、上にみたように、日銀の政策が先進国の中では理解を得るようであれば、新興国としては、心理的には一段と不愉快かもしれない。

今回の国際会議の期間中には、韓国に代表されるアジア諸国からこうした文脈での批判が聞かれたことも当然であろう。これらの諸国は、従来以上に日本製品との競合を強めており、「円安誘導」は文字通りの「近隣窮乏化」と映ることになる。

ただ、このような議論も日本企業にとってはirrelevantかもしれない。円安になれば、海外売上げの円建ての評価は増えるし、円高の期間を通じて努力したコスト削減の恩恵を受ける。しかし、こうした産業の製品に対する需要は、本来は価格弾力性が大きくないし、大きいとすれば、日本製品の優位性が減退したことの証左である。つまり、ここでの課題が、品質の意味での競争力であれば、多少の円安だけでは状況も大きく変わらないかもしれない。

もちろん、ある程度の期間に亘って円安を維持しうるとか、円高のリスクを遠ざけることができれば、その間の努力によって日本企業が輸出競争力を回復することは可能であるし、「アベノミクス」はそこまで意識しているかもしれない。ただ、いずれにしても、今の段階で新興国に上のような批判をされても、それは行きすぎた心配であると反論する余地もあるように見える。

新興国が日銀の大胆な金融緩和を批判する第二の理由は、よりグローバルな視点に基づいている。つまり、日銀に限らず、先進諸国が大規模な金融緩和を展開すると、先進諸国から新興国に対する資本フローが拡大し、新興国においてインフレや金融資産バブルを生むという懸念である。

先進諸国による金融緩和が大規模な資産買入れのような「非伝統的金融政策」であって、その波及経路に、国内投資家による「ポートフォリオ・リバランス」が含まれているのであれば、新興国の懸念する状況をまさに政策的に誘導しようとしているものと見える面もあり、新興国の反発も一段と強まるであろう。実際、「通貨戦争」のような表現は、新興国の首脳によって言及されることが多い。

日本に限らず先進諸国の反論としては、まず、大胆な金融緩和は自国の景気低迷に対する最適な政策であり、先進諸国の景気回復は、新興国にも輸出増加の機会を与えるだけに、グローバルにみて望ましい政策であるというものであろう。

ここまでは良いとしても、さらに進んで、新興国はインフレや資産価格バブルを回避したいならば、為替レートの増価を受け入れれば良いと指摘すると、次第に議論がかみ合わなくなる。つまり、新興国からみれば、先進諸国は自国通貨の減価政策をとっていないながら、新興国に自国通貨の増価を求めるのはフェアでないとか、コスト負担が不公平であると言った理解に繋がるからである。

かつての局面、例えば金融危機前の“Great Moderation”の時期に比べると、新興国のファンダメンタルズにはそこまでの勢いもないし、先進国の投資家による新興国への「信仰」も減退しているように見える。また、米国の企業収益の拡大によって、米国株がグローバル投資家を強く引き付ける存在であることに、当面は変わらないのかもしれない。

それでも、上記のポイント1でみたように、先進国の景気回復の力弱さが目立つようであれば、新興国の経済成長の相対的な魅力度は高まっていくであろう。これまでは慎重であった日本の投資家もどこかの局面で新興国向けの投資を本格化するかもしれない。そうなれば、新興国の懸念が現実になる面もある。

ご覧のように、大規模な経済における金融政策がグローバルに波及することをどう考えるかという問題は、金融危機後の国際会議で常に取り上げられる問題である一方、上記のように先進国と新興国の議論は水掛け論になりやすく、きちんと整理されていない。

その上で、今回の国際会議について言えることは、日本がこれまでのような被害者一方ではなく、加害者の立場にもなりうる状況に変わりつつある点であろう。つまり、昨年の秋までは、金融市場では、先進国間の金融緩和競争に日本が負けていることが円安の一因であるという理解がみられた。それが、今度は、日銀の大胆な金融緩和によって、新興国にストレスをかけるという議論に変わりつつあるという訳である。

#### ポイント4: International Financial Community

今回の国際会議に関する国内の評価として興味深いのは、日本政府が上手く議論を誘導したというものである。

特にG20財務相・中央銀行総裁会議のコミュニケにおいて、「日本の最近の政策措置は、デフレを止め、内需を支えることを意図したものである」(第2パラグラフ)という「特記」を「勝ち取った」ことを評価する報道が目立つ。この点は、本稿の冒頭にみたように、一連の国際会議に向けて国内市場が神経質になっていたことの裏返しという面がある。その上で、財務相も日銀総裁も強調してきたように、日銀の大胆な金融緩和が国内経済対策であるという主張がそのまま取り入れられた印象を与えたことによる面もあろう。

ここまでは異論の余地は少ないであろうが、黒田総裁の国際的で強力な人的ネットワークの賜物として、日本ないし日銀に対して好意的な合意が得られたとする解釈については、様々な意見もありうる。

確かに、諸外国の政策当局との間の人的ネットワークや国際会議における経験は黒田総裁の貴重な財産であるし、今回の日銀総裁の人選において重視された点の一つであろう。しかも、本稿でも述べてきたように、国際会議における為替政策を巡る議論に対して我々にはトラウマがある。加えて、日本の経済政策のtop priorityがデフレ克服である以上、「円高デフレ」と呼ばれるように円高を起点とする物価下落圧力を止めることが求められる。このように、国際会議で日本の主張に理解を得ることは、我々が考えていた以上に、黒田総裁にとって重要なマニフェストと位置付けられているかもしれない。

ただ、おそらく白川前総裁も、諸外国の政策当局との間の人的ネットワークや国際会議における経験という点では、黒田総裁と決して大きく異なるところはなかったであろうし、実際に高い評価を得ていたものと思われる。

その上で、黒田氏が日銀総裁として初めて臨んだ国際会議において、黒田総裁自身の資質や識見に加えて、主張を有利に導くことに貢献したと考えられる点を挙げておきたい。

第一に、金融危機後のIMFに対する日本の貢献の蓄積である。このように書くと、読者は「品がない」と思われるのかもしれないが、倫理的な評価は別として、極めて実務的に考えると、国際機関では決して無視しえない要素である。国内では納税者に配慮してplay upしていないのかもしれないが、日本は欧州危機への対策を中心に、IMFに対して多額の資金供与を行ってきたし、IMFを含む「トロイカ」による経済プログラムの実施国に対しても、EFSFの債券を大量に引き受けるなど、大きな貢献をしてきた。

だからといって、もちろん、IMFのWEOなどでの日本経済や経済政策に対する評価が有利になることはないが、少なくとも、IMFが日本の説明にしっかり耳を傾けてくれることを期待できる状況にはあるように見える。

第二に、日銀の新たな金融政策が、IMFのような国際機関の視点から見ても分かりやすいものになっている可能性である。これは、単に政策の内容が「包括緩和」に比べてシンプルになったことを指しているのではない。むしろ、「大量の資産買入れ」→「マネタリーベースの著増」→「インフレの実現」というシナリオが、経済学の教科書に沿ったもので、IMFのメインストリームであるマクロエコノミストには通りやすいかもしれないという可能性である。

その意味では、「リフレ派」と呼ばれる方々が主張していた「世界標準」の考え方による金融政策を採用することは、国際会議ないし国際機関に対する説明責任を円滑にするという、少なくとも筆者にとっては予想しなかったメリットを有しているのかもしれない。

文責: 井上哲也

(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長)

本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著者が保証するものではありません。記載された意見は著者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融ITイノベーション研究部のものではありません。本稿は、著者本人から受領された方限りでご使用いただきますようお願いいたします