

日

本経済は戦後未曾有の深刻な不況に陥っている。これに先立つ、戦後最長の

の経済拡大期における生産増加の最大のエンジンであった輸出は、昨年9月のリーマン・ショック前から翳りを示していたが、特に昨年第3四半期から本年第1四半期にかけて、OECD平均の約2倍にあたる年率55%と、加盟諸国中最大の落ち込みとなった。最近は多少持ち直したものの、9月末に発表されたOECDの短期見通しによれば、日本の純輸出の減少は本年通年では国内総生産(GDP)を約2%縮小する方向に寄与し、これと内需の減少から、実質GDP成長率はマイナス6%と、G7諸国のなかで、最も大幅なものになると見込まれている(図1)。

一方、今次金融危機の震源であった米国では、昨年が続いて本年も純輸出が増加し、これが内需の落ち込みの一部を埋め合わせ、本年の実質GDPの落ち込みは3%弱と、日本の約半分程度にとどまる見込みである。この間、ユーロ圏では、日本と同様に純輸出の減少が国内総生産を下押すが、本年の実質GDPのマイナス幅は日本より小幅にとどまるというのが、OECDの見通しである。それでは、日本の際立った輸出減退はどうして生じたのだろうか。第1の要因は、輸出市場の縮小である。

しかしながら、輸出国それぞれにとっての輸出市場の縮小幅は、日本と他のOECD加盟国との間で、それほど大きな違いはない(OECD見通しでは、日本にとっての輸出市場の09年の縮小幅は16.6%、OECD諸国平均では同15.4%)。

第2の要因としては、日本の輸出品目が自動車、情報関連、その他の高度な資本財を中心としているため、海外市場で生じた大幅な関連在庫の圧縮の動きが日本の輸出を特に強く下押したことがあげられる。もともと、輸出品目の構成が日本とかなり似たドイツでは、日本ほど大幅な輸出減少が見られない。

もう1つ重要な要因は、実効為替相場の変動による国際価格競争力の大幅な変化である。日本円の対ドル相場が大幅な上昇になったうえ、日本の重要な輸出競争相手である韓国、さらには新興アジア工業国の通貨が対ドルで下落したため、貿易相手国通貨のバスケットで計った日本円の実効為替相場は急激かつ大幅な上昇となった(図2)。これに対して、ユーロ圏内の貿易のウエイトが高いドイツなどでは、圏外の通貨に対するユーロ相場の変動にもかかわらず、全体的な国際競争力は日本ほどには減殺されなかった。円相場の上昇が日本輸出のブレーキとなったことは、日本と同じく情報関連機材

為替相場安定のために 日銀が取るべき政策対応

円高が日本経済を圧迫している。

日銀出身で、かつてOECDの経済部門トップを務めた筆者が提言する。

しげはら 重原 くみはる 久美春 (国際経済政策研究協会会長、元OECD経済総局長)

などを得意とする韓国が、日本の輸出メーカーが苦しむなかで、輸出シェアを増やしたことも明らかだ。

為替にコメントしない日銀

さて、円相場の今後の動向は、日本の経済政策運営にどのような意味合いを持つのだろうか。この問題を論ずる際に、注意しなければならないのは、世界の経常収支不均衡を是正するため、日本が内需中心の成長への転換を迫られていることとの関連である。

確かに2002年から07年にかけての日本の成長には輸出の伸長が大きく寄与したが、09年中にOECDが見込む純輸出の減少を計算に入れば、00年代を全体で見ると、実質GDPの年率平均0.6%成長に対して純輸出の寄与は同0.1%ポイントにとどまり、もはや「輸出依存型」の経済ではない。しかも、この見通しには、09年後半の円ドル相場の平均が、年央の水準で推移することが前提とされており、最近の円相場の上昇は考慮されていない。

円相場の動向に関しては、最近、藤井裕久財務相が行ったとされる発言が市場に流れ、相場の動揺があったが、日銀は一貫してコメントを差し控えているように見受けられる。この点に関連して、日銀が本年4月

に公表した「経済・物価情勢の展望」を見てみよう。そこでは、「需給ギャップのマイナスが残存し、賃金も弱い動きを続けるとみられるため、来年度においても（物価の）下落が続くと見込まれる」とした後、物価上昇率の先行きについて上振れ・下振れ両方向の不確実性が高いことを指摘したうえで、為替相場について、「為替相場の変動も、実体経済の振幅を通じて、消費者物価に相応の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る」と述べるにとどまっている。

こうした日銀の姿勢と比べ、自国通貨の上昇が最大のデフレ・リスク要因であることをはっきりと明示し、警告を発している外国の中央銀行があることが注目される。例えば、カナダ中央銀行は、本年7月公表の金融政策報告書のなかで、物価の安定を目的とした金融政策にとつて「重要なリスクは、強いカナダドル、また、そのさらに激しい変動が成長に大きなマイナスとなり、物価に下方圧力がかかることである」と明言している。また、ニュージーランド中央銀行総裁は、NZドルの対豪ドル相場の上昇は好ましくないという趣旨の発言を繰り返している。特筆すべきは、カナダドルの対米ドル相場が昨年中央から約20%下落し、1カナダドル＝0.80米ドル台で安定して

いるなかで作成された前記報告書のなかで、「強いカナダドル」のもたらすリスクを明言し、どのようなカナダドルの水準が物価安定に望ましいかという問題に関する中央銀行の判断の一端を示した点だ。

為替相場と物価の安定

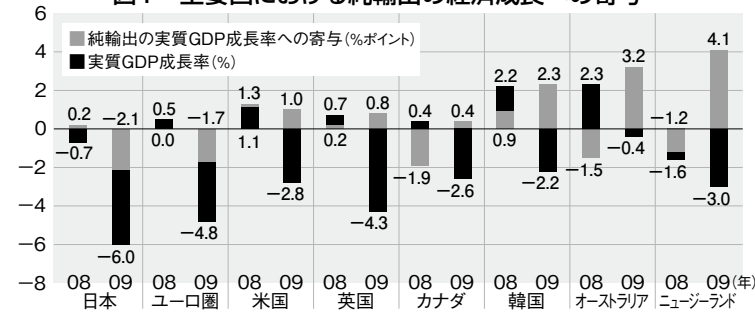
前述の日銀の「展望」レポートでは、為替相場の変動が消費者物価に影響を及ぼす経路について、実体経済の振幅を通ずるルートと輸入物価を通ずるルートがある、と指摘されているだけで、レポートが作成された時点で実体経済と物価に関する見通しの基礎となった為替相場の水準から円相場が上方ないし下方に大きく逸脱する動きが生じた場合、実体経済と物価は標準見通し対比でどの程度変わるのか、それに対して、どのような政策対応が考えられるのか、について何らの情報も外部には提供していない。

この点に関連して、まず留意すべきなのは、大幅な円相場の上昇は、日本の輸出にブレーキをかけるだけでなく、生産コストが低くなった海外への生産拠点の移転などを促し、国内設備投資の削減につながる点である。また、国内にとどまる企業は、国際競争力確保のために、賃金その他のコストの節減が必要にな

り、これと生産拠点の海外移転による国内雇用者の減少とから、名目雇用所得が下押す。この間、円高に伴う輸入物価の下落は、家計の購買力を高める方向に作用するが、これを勘案しても、家計部門の実質ベース可処分所得は全体としてマイナスとなる。こうして、国内での成長に対する円高の影響は、図1に示した日本の純輸出の減少としてだけではなく、設備投資や個人消費といった内需項目を下押す形で生じているとみるべきなのである。

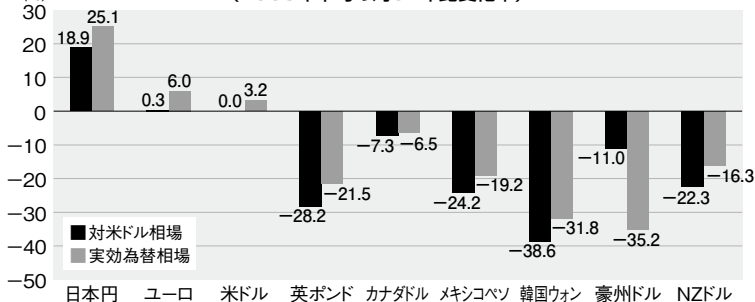
もちろん、円相場が大幅な下落となり、純輸出の増加による需給ギャップの縮小と輸入物価の上昇とが望ましくないインフレ圧力を生ずると見込まれる場合、伝統的な金融政策手段である政策金利の引き上げで対処するというのが穏当であり、特段のコメントは不要だろう。問題は、円相場が何らかのショックでさらに上昇し、デフレ圧力が強まる場合に、物価の安定を使命とする日銀はどのように対処しようと考えているのか、市場関係者や円の価値の動向に関心のある一般国民に対して十分な情報が開示されていないことであ

図1 主要国における純輸出の経済成長への寄与



(注) 09年の日本のデータは「OECD日本経済審査報告書」(2009年9月30日)、他国は「OECD Economic Outlook」09年6月号による予測値、IMF世界展望(10月発表)によれば、09年の純輸出の寄与は、日本では2.4、ユーロ圏では0.8%ポイントのそれぞれマイナス、米国では1.2%ポイントのプラス(出所)「OECD日本経済審査報告書」(2009年9月30日)、「OECD Economic Outlook」09年6月号

図2 主要国通貨の対米ドル相場と実効為替相場の変化 (2009年平均の対07年比変化率)



(注) 2009年平均は、図1に示した輸出・実質GDP成長見通しの前提となるもので、年後半の平均は09年中央同水準と仮定して算出(出所)「OECD Economic Outlook」09年6月号に掲載された計数から算出



かに見直されたが、主要国の政策金利が引き続き事実上ゼロに近い状況で、近い将来に大幅な政策金利の引き上げを望める状況にないと市場関係者が認識しているとするれば、円相場に対する上昇圧力、物価に対する下降圧力に対処する政策手段を日銀は持ち合わせていないのだろうか。

る。こうした状況では、市場の円高期待が醸成されやすい。ひるがえって、円とユーロに対して米ドルと英ポンドが下落した背景には、金融危機の震源となった国の通貨に対する漠然とした信頼感の喪失といった要因も指摘出来よう。しかしながら、金融システムが比較的健全なカナダで、対米ドル相場が下落し、純輸出の増加につながった事例などをみると、各国の金融システムの安定度の違いに関する市場関係者の認識だけではなく、市場の期待を変えようとする危機発生後の果敢な政策対応も大きな要因であったとみるのが順当であろう。

海外中銀の実験

世界的な金融危機の影響がほとんど及ばなかったオーストラリアで10月に入り、従来の金融緩和策がわず

日本が1990年代のデフレ圧力に苦しんだ頃、米カーネギー・メロン大学のA・メルツァー教授などのマネタリストは、日銀がマネタリーベースの増加政策をとれば、円安が生じデフレ解消につながると主張した。しかし、日本の短期政策金利がゼロ近傍に張り付き、マネタリーベースが大幅に増えたものの、実際には円安は生じなかった。

もともと、これについては、時の米財務省高官の円安阻止の発言がマネタリーベース増加の効果を打ち消したといった説明もあり得るかもしれない。日本における量的緩和の効果については、長期金利の若干の低下をもたらしたが、实体经济に対する効果はほとんどなかったという実証分析の結果があるが、この分析では為替相場の形成に及ぼしたかもしれない市場期待の変化などを通ずる経路は十分に吟味されていない。

今次危機発生後、英イングランド銀行はマネーサプライと民間信用の増加を図る目的で、マネタリーベースを増大させる政策をとっている。もともと、政策金利の引き下げと併用されているため、現実には生じたポンド相場の下落にマネタリーベース増大政策の影響があったのか、あつたとすればどの程度なのかについては、十分な実証分析がなされていない。いずれにせよ、緊急事態におけるマネタリーベースや民間銀行の中央銀行預け金の拡大(過剰準備の創出)といった量的緩和政策の採用の得失は、為替相場に及ぼすかもしれない市場期待への効果も含めて、さらに真剣に検討する必要がある。

カナダで現在用いられている金融政策運営の枠組みのなかで、為替相場を含む市場全体の安定化にも資するとみられるものは、出口政策のタッピングも論議の対象になっている。米国などと異なり、先行きのかなり長い期間を明示して政策金利を低位に据え置くことが条件付きながらコミットされている点である。金融政策が為替相場に及ぼす間接的な影響は、単に各国間にある現実の金利差だけでなく、その将来における変化に関する市場の期待に対する金融政策当局の働きかけによっても生ずる。この点、カナダ中央銀行が、本年4月、大きな事態の変化がない限

り、政策金利を明年の第2四半期まで0・25%に維持する方針を公表したことが注目される。

また、同行が、国内の金融状態に関するいくつかの統計数字と為替相場を組み合わせた複合インデックスを、金融政策運営に当たっての1つの指標として金融政策報告書に掲載していることも参考になる。もちろん、こうした指標の利用それ自体が為替相場の安定につながるものではないが、中央銀行がいかに為替相場の動きに注目しているかを市場に示すものとなっている。この間、欧州では、スウェーデン中央銀行が本年7月、金融機関の中銀預け金のうち1週間物に対して0・25%のマイナス金利を適用することを発表した。この種の中銀預け金は目下のところ少額と伝えられるが、いずれにせよ、こうした大胆な政策展開の成り行きは、イングランド銀行総裁なども注目していると思われる。

以上のような海外中央銀行の政策展開は、実証分析で効果が確認されるのを待たずに果敢な実験として大胆に進められている。日本でも、中央銀行内部だけでなく、学者その他の外部専門家のなかでも、様々な非伝統的な金融政策手段の得失が真摯に検討され、事態の推移に迅速かつ適切な対応が図られることが切に望まれる。

