

円高デフレ圧力に抗する金融政策の枠組みの検討を

重原 久美春

(日本の輸出と生産の低下、G7諸国中で最大)

日本の輸出数量は、昨年第3四半期から本年第1四半期までの間、OECD平均の約2倍にあたる年率55%の下落と、加盟諸国のなかで最大の落ち込みを記録した。その後、日本の輸出は持ち直しに転じたが、それでも、OECDの短期見通し(9月末発表)によれば、本年全体としてみると、日本の純輸出の減少が実質GDPを約2%縮小する方向に寄与し、これと内需の減少から、実質成長率はマイナス6%と、G7諸国のなかで、もっとも大幅なものになると見込まれている。

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、日本の際立ったマイナス成長の主因の一つである輸出の大幅な減少はどのようにして生じたのだろうか。第一の要因は、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は本年マイナス16.6%、OECD諸国平均では同15.4%)。第二の要因としては、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。もっとも、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。もう一つ重要な要因は、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だ。日本円の対ドル相場が大幅な上昇になった上、輸出市場で重要な競争相手である韓国、更には新

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（計表）。これに対して、ドイツなどはユーロ圏内の貿易のウエイトが高いため、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などを得意とする韓国が、日本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で明らかだ。

（自国通貨の上昇を懸念する海外中銀）

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。最近、新政府の藤井財務大臣が円相場に関して行ったとされる報道が市場に流れ、相場の動揺があったが、日銀は円相場に関する発言を一貫して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』をみると、「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、2010年度においても（物価の）下落が続くと見込まれる」としたあと、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るルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらす得る」と述べるにとどまっている。

こうした日銀の姿勢は、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と比べて、大分腰が引けている。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って「重要なリスクは、強いカナダ・ドル、また、その更に激しい変動、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（対豪州ドル）相場の更なる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央から約20%下落し、1 CNドル=0.80米ドル台で安定している中で作成された上記報告書のなかで、「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ことだ。

(為替相場と物価の安定)

上述の日銀の『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（注）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。勿論、円相場が大幅な下落となり、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更に上昇し、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なり行き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、金融危機を起こし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、危機発生後の政策金利の引き下げ幅が米英のほうが大幅であったことも要因であったとみるのが順当であろう。

それでは、主要国の政策金利が事実上ゼロに近い状況で、近い将来に他国の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れば、

円相場に対する上昇圧力、物価に対する下降圧力に抗する政策手段は日銀にないのだろうか。

(海外中銀の実験)

今次危機発生後、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。しかしながら、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下落にマネタリーベース増大の影響があったのか、あったとすれば、どの程度なのか、については、まだ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、更に真剣に検討する必要があるだろう。

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、出口政策のタイミ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、カナダ中銀が、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。

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一週間物に対して0.25%のマイナス金利を適用することを発表した。こうした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報じられている。

以上のような海外中銀の政策展開は、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すすめられている。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、考えられる様々な非伝統的な金融政策手段の有効性が真摯に論議されることが切に望まれる。

(筆者紹介) 東京大学法学部卒、OECDで政策調査局長、経済総局長、副事務総長を歴任。現在、国際経済政策研究協会(本拠パリ)の会長。

(表) 各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2007年比(%)

	対米ドル相場	実効為替相場
日本円	+ 18.9	+ 25.1
ユーロ	+ 0.3	+ 6.0
米ドル	---	+ 3.2
英ポンド	- 28.2	- 21.5
カナダ・ドル	- 7.3	- 6.5
メキシコ・ペソ	- 24.2	- 19.2
韓国ウォン	- 38.6	- 31.8
豪州ドル	- 11.0	- 9.1
NZドル	- 22.3	- 16.3

(根拠) 2009年平均は、年後半の平均が年央の水準と同じと仮定して計算された
OECD Economic Outlook 2009年6月号36、37ページ所掲の数字

日本経済新聞「経済教室」(2009年10月12日)に掲載された論文「日銀、円高への警戒を強めよ」は、本稿を基に作成された。