みずほマーケット・トピック(2014年8月12日)

「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化

『経済セミナー(2014年09月号、日本評論社)』に掲載された白川方明・元日銀総裁と斎藤誠・一橋大教授の対談は示唆に富む多くの論点を含んでおり、円相場や日銀そして日本経済の立ち位置を整理する上で非常に有用。本欄では金融政策が通貨政策の色合いを強めることを指して、「中央銀行の日銀化」と形容してきたが、そうした現象の正体が白川・元総裁の指摘する「国際金融のトリレンマ」ならぬ「国際金融のジレンマ」である。また、既に日本は小国開放経済の様相を呈しているという斎藤教授の指摘も首肯できるもの。重要なことは、日本がこれから悩むだろう問題が、かつてのような円高方向への動きではなく、円安方向の動きであるかもしれないという点。為替従属の政策運営から解放されるために、今度こそ内需主導の経済成長を実現する必要。

～地政学リスクを念頭に入れる状況は変わらず～

昨日の為替相場は小動きの展開。ロシア・ウクライナ問題を巡る緊張感が払拭されたわけではないものの、新たな動きが報じられない中で逃避的に買われた円が一旦手放されている。但し、ユーロは対ドルで軟調が続いており、一時1.3381をつけるなど引き続き売り優勢は変わらないことから、地政学リスクを念頭に入れた取引行動はやはり根強いと見受けられる。流動性が薄く、取引材料に乏しい今週は明日午前の本邦4～6月期GDPに対する反応が1つの山場となりそうである。

～通貨政策化の背景にある「国際金融のジレンマ」～

ところで本欄では米金融政策に左右されがちな日銀に関しては東京連銀、同様の事情を抱えつつあるECBに関してはフランクフルト連銀との擲楯が当て嵌まることに注目してきた。強いショックを受けて内需に期待できなくなった経済は消去法的に外需への依存を強める傾向にあるが、この際に重要な役割を果たす為替レートは、どうしてもFRBの動きに左右されがちである。2009～11年の白川日銀は「米経済指標悪化→FRB緩和→ドル安・円高→追加緩和(それでも駄目なら→円売り為替介入)」の悪循環に嵌まっていたが、2013年以降のECBもFRBが正常化を進める中でユーロ売り・ドル買いが続くこと(=構造的なユーロ高が顔を出さないこと)に期待している節がある。かつての円も、今のユーロも、巨大な経常黒字とデysinフレという構造的な通貨高圧力を金融緩和で押し返そうという試みを続けながら、しばしばFRBに道を塞がれるという憂き目に遭っていた。

こうした論点に関し、先月26日発売の『経済セミナー(2014年09月号、日本評論社)』に掲載された白川方明・元日銀総裁と斎藤誠・一橋大教授の対談「経済学の視点からみる中央銀行の本質～金融政策にできることとは何か～」でも同様の指摘が見られており、非常に示唆に富む内容となっている。以下、注目される白川・元総裁の発言を引用する:

- (中央銀行が直面する課題の変化に関し)もう一つの課題は、グローバルな影響をどう考えるかです。国際経済学では、オープン・エコミー・トリレンマということが指摘されてきました。つまり、自立した金融政策、為替相場の固定、自由な資本移動の3つを同時に達成することはできず、どれか1つは諦めねばならないということで、多くの先進国は為替相場固定を諦めて、自由な資本移動と自立した金融政策の組み合わせを選びました。
- しかし、金融のグローバル化が進んでくると、フィナンシャル・コンディションが大国の金融政策によって影響される度合いが強くなってきました。そうすると、いくら変動相場制を採用していても、海外の金融政策の影響から完全に隔離された、その国独自の金融政策を運営することが難しくなっています。(中略)金融のグローバル化の進展は、自律的な金融政策の遂行を難しくしているように感じます。

実際に東京連銀の如き振る舞いを強いられた白川・元総裁の発言だけに非常に重いものを感じさせる。恐らく、フランクフルト連銀化(または日銀化)が進む ECB のドラギ総裁も、こうした白川・元総裁と同じスタンスの下、「このままFRBが正常化に至ってくればユーロ安誘導のための緩和をしないで済む」というのが本音かと推測される。なお、同様の論点は新興国の中央銀行にも当て嵌まり、例えば、今年4月のIMF年次総会では、ラジャン・インド準備銀行総裁が tapering の着手を表明した FOMC 声明(今年1月)において新興国への影響波及に全く言及がなかったことを批判した。

要するに、金融のグローバル化を所与のものとする、基軸通貨を擁するFRBの意向がECBにとってさえ圧倒的に強くなってしまったため、「自由な資本移動」を認めると「自立した金融政策」が失われてしまうというのが、現在の中央銀行が直面する状況と思われる。この点、白川・元総裁は以下のように続けている:

- そうすると、実はこれはトリレンマではなくトレードオフ、あるいはジレンマだということになります。資本移動を認める限りは自立した金融政策はできない。だから自由な資本移動を認めて自立した金融政策をやるかどうかだということになる。もちろん、これは極端な議論ですが、少なくとも従来の議論は現状をうまく説明できなくなっているように感じます。
- (中略)金融のグローバル化が行き着いた先にある、各国の金融政策と世界全体の最適な金融政策はどういう関係にあるのか。とくに大国の金融政策はどうあるべきかという点は、悩ましい課題になってくるように感じています。

本欄では金融政策が通貨政策の色合いを強め、FRBの顔色伺いの状況になることを指して、「中央銀行の日銀化」と形容してきたが(特に今はECBがそうである)、そうした現象の正体が白川・元総裁の言葉を借りれば「国際金融のトリレンマ」ならぬ「国際金融のジレンマ」ということになる。

～日本は小国開放経済～

なお、こうした白川・元総裁のスタンスに関し、斎藤教授は「日本経済はスモール・オープン・エコミーで、外の環境に対して受動的に動いている面が大きいのではないかと考えています」と述べ、「要するに日本の金融政策が内外の経済環境に与える影響はかなり小さいということです」と結ん

でいる。つまりは、日本経済が置かれている立ち位置は国際経済学で言うところの小国開放経済のそれであり、自国の金融政策を如何に調整しようとも、あくまで金利は国際金融市場で決定される所与の水準を受け入れなければならないという現実がある。こうした理解に立てば、当然、「円安であれ、円高であれ、日本のアクションが大きな要因ではない」(斎藤教授)ということになり、これも本欄が円相場に対して貫いてきた立場と全く同じである。対談の中で両名共に一致しているように、基本的に円高反転は2012年夏頃からであり(正確には200日移動平均で見ると2012年3月である)、その背景には米経済の回復基調と、何よりユーロ崩壊というテールリスクの後退があったことは間違いない。そこへ前年(2011年)から定着しつつあった貿易赤字に代表される需給環境の変化が重なったことが円高反転の主因であり、第二次安倍政権誕生によるリフレ政策は追い風であったにしろ、本質的な話ではない(昨日の本欄¹でも述べた通りである)。

なお、白川・元総裁も「日銀がこの10年間苦しんだ問題の一つは、ゼロ金利に直面し、世界で一番金利が低くなったことに伴い、為替レート・チャネルを期待しにくくなっていることです」、「内外金利差が受動的に変動するため、中央銀行が主体的に対抗することが難しくなります」と述べ、自国の金融政策を調整することを以て為替水準に影響を与えることの難しさを吐露している。

～これから悩むのは円高ではなく円安～

こうした状況下、圧倒的な「量」で市場にショックを与え、円相場の水準を一段切り下げた量的・質的金融緩和は「日本の金融政策にできること」の限界を超えた、文字通り異次元の措置であったと言える。だが、足許の円相場は再びFRBの顔色伺いとなっている印象も強く、アベノミクス以前の状況、言い換えれば「国際金融のジレンマ」に頭を悩ます状況へ回帰しているように見受けられる。

重要なことは、日本(政府・日銀)がこれから悩むだろう問題が、かつてのような円高方向への動きではなく、円安方向の動きであるかもしれないという点である。需給構造の変化を踏まえれば、日米金融政策の格差を抜きにしても円安は進む。この点、今まで通り、円安が完全に望ましいと考えるのならば問題はない(むしろ望むところだ)。だが、「円安のコスト」が徐々に世論の注目を集めつつある現状を踏まえると、これまでとは逆に、望ましくない円安を止めるために、例えばFRBの引き締めに応じて日銀も引き締めなければならないような展開も十分想定される筋合いにある。2012年11月以降の実質賃金下落スピードは極めて早く、何らかの形での調整(円安を止めて物価を抑制するか、それとも名目賃金が上昇するか)は必至である。為替従属の政策運営は本来、発展途上国のそれであり、通貨安→輸出増の経路から景気を支えようとしてきた日本もそれに類する立ち振る舞いをしてきた。しかし、輸出競争力の喪失が指摘される状況下、今度こそ為替従属の政策運営から脱却すべく、内需主導の経済成長に向けて構造的な改革を期待したい。

以上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

¹ 例えば本欄2014年8月11日号『改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ』をご参照下さい。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～積み掛けるような口先介入は焦りの表れ?～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP))などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から読み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらす～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～養は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イェレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～読み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か?～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)