

## G20「強固で持続可能かつ均衡ある成長のための枠組み」の金融為替相場への影響

2009年10月6日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

9月下旬に米ピッツバーグで開催されたG20首脳会議（サミット）では、「強固で持続可能かつ均衡ある成長のための枠組み、（以下、枠組み）」の創設が合意された。枠組みは11月には発足する予定であることから、その具体的な内容等は順次公表されるとみられる。

この枠組みがもたらすインパクトについて、どう考えるべきか。枠組み設立の背景と目的から探り、金融為替市場への影響を展望してみよう。尚、声明の原文では、様々な合意事項の列挙とは別にこの枠組みの設立は「compact」と表現されていることから、単なる合意より拘束力の強いものとみられる。

### 1. 「共通の課題」

2006年ごろに米国財務省は、IMFの協力の下、世界的な不均衡を是正する構想を打ち出したことがある。正式には2006年4月のIMF・世銀総会で打ち出された構想で、サーベイランス（監視の意）構想と呼ばれた。当時のスノー米財務長官はこの構想の実現に非常に前向きで、世界的な不均衡の是正を「共通の課題（shared responsibility）」と呼び、解決に向け世界各国が責務を負う必要性を訴えた。不均衡是正とは、端的に言うとは大規模な経常収支の不均衡の是正である。米国の狙いは、巨額の経常赤字（最終ページの図表1）の削減のため他国に協力を要請することだったと見られる。経常赤字が問題視された原因は、何らかの原因でそのファイナンスが滞ると、経済が大きな打撃を受ける可能性が強いからだ。一部でサーベイランス構想は、経常収支不均衡是正のための為替調整という意味で第二プラザ合意ではないか、とも見られていた。

その後、2006年9月にスノー財務長官が更迭され後任にポールソン財務長官が就任した。同長官は「強いドルは米国の国益」というウォール街出身の財務長官として伝統的なスタンスを明確に打ち出した。その結果、サーベイランス構想そのものは2007年4月にIMFの「The Multilateral Consultation on Global Imbalances」（注1）として制度化されたが、実質的な効果はほとんど持たなかった。

サーベイランス構想が効果を持たなかった背景として、米国の経常赤字GDP比率が2006年7-9月期のマイナス6.4%をボトム（底）にやや改善し始めたことも見逃せない。2007-8年にかけて景気拡大が加速した局面でも米国の経常赤字GDP比率は改善傾向を維持し、マイナス5%程度の水準に留まった。リーマン・ショック後は改善ペースが加速しており、今年に入ってから2%台で推移している。

リーマン・ショック後の米経常収支の急改善は、過去数年続いた累積的なドル安、家計貯蓄率の上昇、日本や中国からの対米輸出の急減、などを背景としている。ある意味では、市場の暴力的な動きにより当時必要とされた「共通の課題」が急激に解決に向かった、と言い換えてもいいだろう（注2）。

### 2. 「強固で持続可能かつ均衡ある成長のための枠組み」の内容について

名は体を表すと言うが、この枠組みは、強固な経済成長を持続可能と均衡の2つに留意しつつ実現するためのものだ。持続可能の意味は、財政金融政策の短期的な景気刺激と長期的な維持可能性の両立であり、今の局面では出口戦略がこれに当たる。均衡の意味は、第一義的には経常収支の均衡だが、他にも経済成長の源泉を過度に金融に依存する経済体質や南北格差の是正なども含まれる。サーベイランス

構想を実効性あるものにするためのものだと言い換えても良いだろう。

枠組みについて、声明文の別添資料で以下の課題が箇条書きで列挙された。

- (1) 責任ある財政政策の実現（短期的な景気刺激策と長期的な維持可能性）
- (2) 金融監督の強化
- (3) 経常収支の均衡の促進、貿易と投資の自由化の促進
- (4) 経済のファンダメンタルズを反映する市場指向の為替相場という文脈で物価安定に寄与する金融政策の実現（undertake monetary policies consistent with price stability in the context of market oriented exchange rates that reflect underlying economic fundamentals.）
- (5) 潜在成長率を引上げる構造改革の実現
- (6) 途上国と先進国の開発格差の縮小の促進

続いて経常収支改善のための方策として、以下が示された。

- (1) 赤字国の責務として、家計貯蓄率向上、財政赤字の削減、自由貿易体制を維持しつつ輸出セクターの振興
- (2) 黒字国の責務として、内需主導の成長（投資増強、金融自由化の促進、サービス部門の生産性向上、社会的安全網の整備、規制など需要拡大の制約除去）

そして最後に、各国が各国の経済運営に第一義的に責務を負うこと、同時に各国が協調してお互いを監視すること、以上を実現するためIMFと協力すること、が謳われた。

今回の枠組みを敢えてプラザ合意と比較すると、不均衡の是正という目的は同一だが、プラザ合意はその主要手段が通貨調整だった一方、今回の枠組みではファンダメンタルズ中心の経済運営におかれている。声明の中で唯一、為替相場に触れられたのは上記（4）だが、非常に難解な表現だ。合意文書の作成で交渉が難航したことが窺われる。

尚、ドル基軸通貨体制の問題は、今回のサミットでも取り上げられなかった。これは第一回の2008年11月のワシントン、第二回の今年4月のロンドンでも一貫して触れられなかった問題だ。第一回サミットの前には仏のサルコジ大統領が「ドルはもはや基軸通貨ではない」と発言して物議を醸した。中国やロシアの当局者からは、基軸通貨はドルよりSDRが望ましい、などの発言も出ている。しかしこの問題は、国際交渉の公式会合では全く触れられていない。特に問題視すべきはMITのカバレル教授が主張する「資産欠乏説」で、ドル以外に流動性に富む大規模な資産運用市場が存在しない、この事がリーマン・ショックの原因の1つだ、とする説だ。いずれ対処しなければならない問題ではあるだろう。

### 3. 結論

一連の報道によると、今回のG20では、各国の思惑が交錯したため、声明文の作成はかなり難航したようだ。たとえば、世界最大の経常黒字と外貨準備を持つ中国（注3）は、内需主導の成長を迫られることを警戒したと見られる。ドイツや日本も同様であろう（図表1）。ドイツは、金融危機の原因は不均衡ではなく米国の金融制度にあったと主張したようである。こうした状況で、枠組み作りに固執した

のは米国だったようだ。米国家経済会議委員長のサマーズ氏など当局者は、極端に低い家計貯蓄率の犠牲の上に成り立つ個人消費緒主導で構造的な経常収支赤字を産む経済体質の転換をパラダイム・シフト呼び、政策転換の必要性を主張している（注4）。パラダイム・シフト論者の主張と今回の枠組みが重なるのは、経常収支不均衡是正の必要性、その方策として、米国の家計貯蓄率増強の必要性と輸出志向経済への転換、中国や日本などの経常黒字の削減、などだ。

枠組みの創設が報道されて以降、現実には起きた為替相場の変動で目立つのは、若干（数パーセント）のドル安、円高、ポンド安、などだ。ただ日本については、円高が進行したにもかかわらず、民主党政権が円高を牽制するスタンスを明確に示さないこと、なども背景にあると考えられる。総合すれば、枠組みが為替相場に与える影響について、方向性はある程度明確ではあるものの、市場はその程度を測りかねている、といったところだろう。

だが、あいまいな合意文書が後になって効力を発揮することもある（注5）。現時点で想定されるのは、出口戦略を巡る思惑の違いだ。出口戦略は、金融政策では金融引き締め、財政政策では減税の打ち切りなどの形で実施される。金融政策と財政政策の組み合わせをポリシー・ミックス（注6）と呼ぶが、単純化すると、利上げをより優先すると通貨高、財政再建をより優先すると通貨安となる。今回のG20を受け、IMFの専務理事であるストラスカーン氏は、今回の枠組み実現に向け通貨問題は含まれるか、との質問に対し「YESだ。IMFが通貨について語らなければ、誰が語る？」と答えている（注7）。

既に出口に向かって政策対応をシフトした例はある。たとえば英国は、金融緩和強化と財政引締め強化のポリシー・ミックスを明確にしている。8月に量的緩和が強化されて以降、ポンドは軟調な推移へと転じた。景気の立ち直りが早い一方で7月に利下げしたブラジルも同様の傾向が強い。他にもエマージング諸国には、景気の立ち直りが早い一方で金融緩和を強化する例は少なからずある。今後も経常収支の不均衡を踏まえた上で、出口戦略でのポリシー・ミックスが為替相場に与える影響を注視する必要があるだろう。言うまでもなく日本は、巨額の経常収支の不均衡を持つ重要な当事国である。

以上

（注1）詳細はIMFのHP。 <http://www.imf.org/External/NP/EXR/ib/2007/041807.pdf>

（注2）投資会社ピムコはリーマン・ショックを受けて変貌した経済の定常状態を「ニュー・ノーマル」と名付け以下のように表現している「市場や家計、制度、公共政策における最近の急激な変化は、向こう数年間で全てが元の状態に戻る訳ではないとする認識の高まりがあります。世界経済はしばらくの間、低調な状態が続き、失業は高水準になり、複数のセクターで、政府の強い影響力が顕著になることでしょう」「市場は平均回帰するでしょうが、この平均は近年のそれとは大きく異なったものになるでしょう。」

出所：<http://japan.pimco.com/LeftNav/PIMCO+Group+Spotlight/2009/Secular+Outlook+May+2009+El+Erian+JPN.htm>

（注3）中国の外貨準備は2006年に1兆ドルを突破、日本を抜いて世界最大となった。その後も増加ペースは速く2009年6月には2兆ドルを越えた。

（注4）一例として以下報道。 <http://www.ft.com/cms/s/2/6ac06592-6ce0-11de-af56-00144feabdc0.html>

（注5）たとえば1985年のプラザ合意では、「pro-growth」という言葉の解釈を巡り日米が対立、後に譲歩した日本は巨額の公共投資を行った。 <http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm850922.htm>

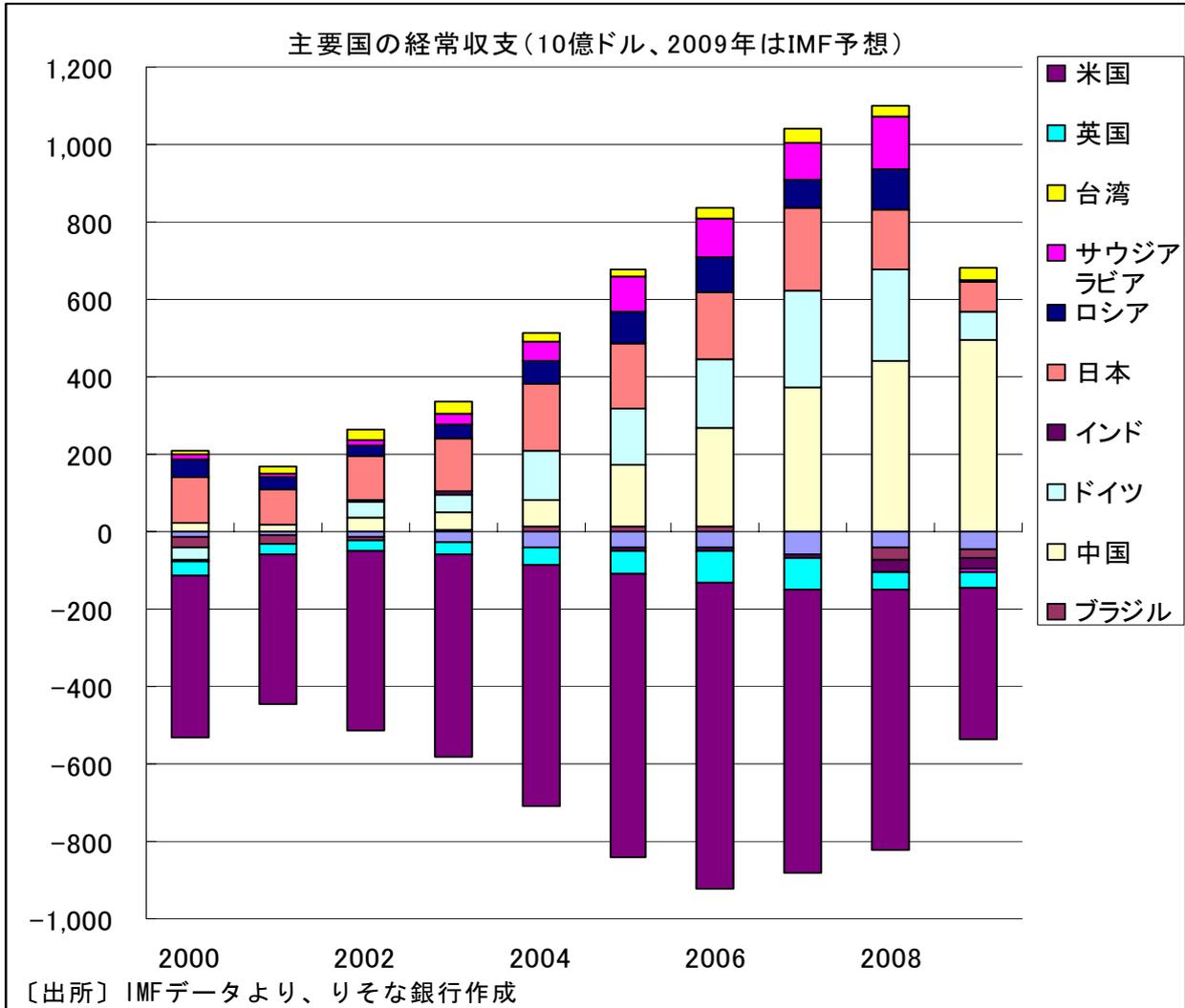
（注6）ポリシー・ミックスは同シリーズのレポート「ドル軟調の背景に経済政策の「良さ比べ」（2009年4月）」で解説した。 <http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/090420.pdf>

（注7）「IMF vows to have say on currencies (9/27)」 <http://money.ninemsn.com.au/article.aspx?id=868555>

さらに、10/1にはIMFのチーフ・エコノミストであるブランチャード氏がIMF・世銀総会前の記者

会見で、経常黒字国の通貨切り上げの必要性をにじませる発言を行っている。「Surplus nations urged to take baton」 (<http://www.ft.com/cms/s/0/ceeff158-ade6-11de-87e7-00144feabdc0.html>)

図表1 主要国の経常収支



- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。