

国際通貨戦争はゼロサム・ゲームからプラスサム・ゲームへ

2010年10月21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

ブラジルのマンテガ財務大臣の9月27日の発言「国際通貨戦争が勃発した」の波紋が広がっている。10月9日のIMF・世界銀行の秋の定例総会では、国際通貨戦争に極めて強い懸念が示されたものの、現実的な処方箋があるわけでもなく、課題は11月11、12日のソウルG20へと持ち越しとなった。

「国際通貨戦争」発言は、通貨価値の下がる国は戦勝国、上がる国は敗戦国であることを前提に、敗戦国に犠牲の上に成り立つ戦勝国をイメージしたものだろう。つまりゼロサム・ゲームだ。

しかし、経済現象は市場メカニズムで動くため静的ではなく動的に捉えるべきものだ。ある現象が起これば、連鎖反応のように他の現象を触発し変化し続ける。つまり、当初はゼロサム・ゲームのように見えても、市場メカニズムが正常に機能すれば、時間の経過と共にプラスサム・ゲームへと変化する可能性がある。逆に、通貨安を志向する政策が保護貿易など市場メカニズムに逆らう形となれば、全体の経済的効用を低下させると言う意味でマイナスサム・ゲームとなることもありうる。

今回は国際通貨戦争がプラスサム・ゲームに昇華する可能性について考察する。

1. 米国の金融緩和とドル安

通貨価値の変動は、変動相場制である限り絶えず起こる。だが、国際通貨戦争と呼ばれるほど通貨切り下げ競争が激化したきっかけは、6月のトロントのG20（注1）だった。声明文では「財政健全化について多くの首脳が、重要性を強調しつつ、経済成長と両立させることが必要との認識を共有した」と謳われた。財政健全化の数値目標は、参加国（日本を除く）が2013年までに財政赤字を半減させることで合意した。財政赤字削減に向けた政策転換は、実質的に財政破綻したギリシャの教訓を酌んだものだ。

財政政策と金融政策の組み合わせを政策ミックスと呼ぶ。トロントG20は、経済成長のための政策ミックスが、財政は弱い景気刺激、金融は強い政策緩和、という組み合わせになることを意味した。重要なのは、この組み合わせが通貨価値に影響を与えることだ。この現象は経済理論として一般化されており、マンデル・フレミング・モデルと呼ばれる（注2）。

図表1 金融政策と財政政策の組み合わせ（ポリシー・ミックス）

	金融政策	財政政策	為替相場への影響
パターン1	強い緩和	強い景気刺激	総合的な政策効果による景気回復期待は通貨高要因だが、強い金融緩和は通貨安要因
パターン2	弱い緩和	弱い景気刺激	総合的な政策効果による景気悪化懸念は通貨安要因だが、弱い金融緩和は通貨高要因
パターン3	弱い緩和	強い景気刺激	総合的な政策効果による景気回復期待は中立だが、弱い金融緩和は通貨高要因
パターン4	強い緩和	弱い景気刺激	総合的な政策効果による景気回復期待は中立だが、強い金融緩和は通貨安要因

出所：<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/090420.pdf>

このパターン4で通貨価値が下落している代表例が米国だ。米国はリーマン・ショックの後遺症で景

気回復の足取りが芳しくない状況の中、財政赤字削減の機運が高まっており、その分、金融政策に過度な負担がかかりつつある。7月にはFRB筋より量的金融緩和の拡大(注3)に向け地ならしが始まった。こうした金融緩和見通しが、現在進行中のドル安の背景にある(ドル相場の推移は3ページ図表2)。

2. 日銀の連鎖反応

米FRBが金融緩和を積極的に進める背景には「日本化」(ジャパナイゼーション)懸念がある。「日本化」懸念とは、不動産バブルの崩壊に始まり金融危機を経てデフレが定着、その間の経済は長期に亘り低迷、政治も社会も混迷を深める、という日本が辿ったパターンに米国も陥るのではないか、という懸念だ。

こうした懸念に事前に対処するための金融政策運営のあり方について、FRBは2002年7月に「デフレ防止策について 1990年代の日本の経験の教訓」(注6、以下、「日本の教訓」と題する調査研究レポート)を公表した。これは、バブル崩壊後の政策対応のあり方をデフレと関連付けて分析、日本の経験から一般論としての教訓を引き出そうとする調査研究の嚆矢と位置づけられるものだ。重要なので結論を要約して抜粋しておこう(注4)。

「デフレの諸症状を事前に予見するのは困難かもしれないが、量的に十分な緩和策を実施して景気刺激を素早く行えば、デフレの可能性を最小限に抑えることができるだろう。デフレのリスクが高い場合には、標準的な予測で求められる水準を上回る刺激策が取られるべきである。こうした対処方法は、デフレとインフレではリスクの性質が非対称であることに起因する。景気刺激効果が強すぎて(インフレになって)も、後から是正することが出来る。しかし、景気刺激効果が弱いためにデフレに陥れば、(名目金利はゼロ以下に引下げられないため、実質金利の高止まりにより)金融政策の効果は大きく損なわれてしまう。」

「日本化」阻止のための米FRBの強い意思を目の当たりにすれば、既にデフレに直面している日銀としても無策ではいられない。9月に日銀は金融政策の運営方法を大きく転換、「『包括的な金融緩和政策』について」を公表した。既に多くの解説がマスコミ等に出ているのでここでは詳細は踏み入らないが、そのインパクトは決して小さなものではないと考えられる。米FRBが日本を反面教師に異例の金融政策の実施に踏み出したことが、日銀の政策転換を促したという意味で、これはプラスサム・ゲームに転じたと評価して良いだろう。現時点ではそのインパクトは限定的ではあるが、米FRBの金融緩和の度合いに応じてこれからもプラスサムは拡大する方向にあると見て良いのではないか。9月に実施した円売り介入だけならゼロサム・ゲームだったので、インフレ期待の引き上げや円高抑制など日本にとってもプラス効果の大きいプラスサム方向への変化は、昇華と表現しても良いものだろう。

3. エマージング諸国の連鎖反応

エマージングにも様々な国があるが、総じて見るとリーマン・ショックの傷は浅く経済は好調、景気過熱によるインフレ懸念に対処するため政策金利は上昇サイクルに入った一方で、長期金利は海外からの資本流入で低下(上昇ではない点に注意)、通貨高に対処するため自国通貨の売り介入を執拗に実施、中には資本流入に対処するため資本流入規制を実施した例もある、などだ。だが、この状況はプラスサム・ゲームとは言い難い。プラスサム・ゲームに転換するには、インフレ懸念に対応するため通貨高を容認、経済体質を外需主導から内需主導へと転換させるため流通業の自由化など規制緩和を実現、結果

的に内需を拡大して貿易黒字を削減して世界的な経常収支不均衡の是正に貢献、などだろう。

実はこうした方向性は昨年9月のピッツバーグ G20 の「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）」で既に合意済みだ（注5）。具体的には、声明文の別添資料で6つの課題（下記（1）から（6））とグループ分けした各国の責務（下記ⅠとⅡ）が箇条書きで列挙された。

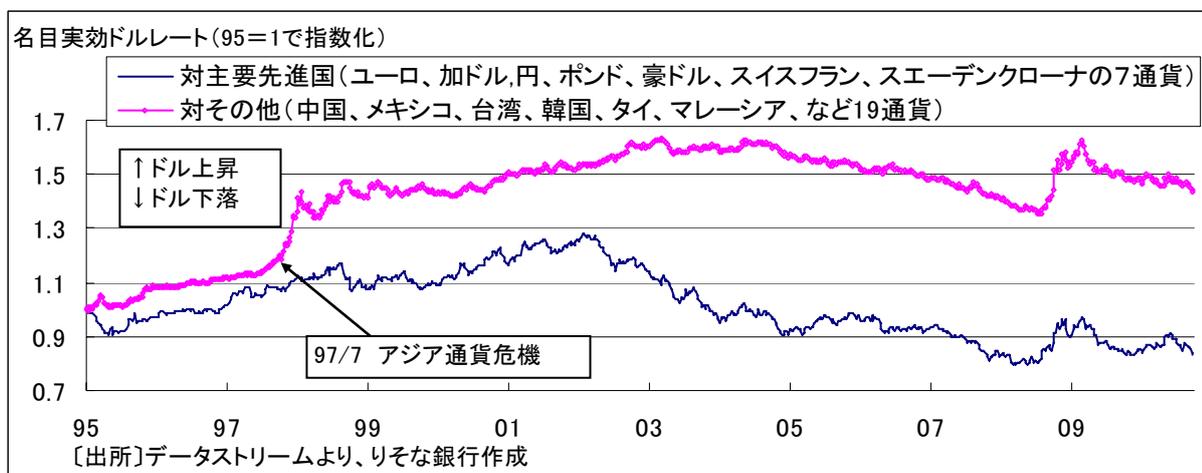
- （1） 責任ある財政政策の実現（短期的な景気刺激策と長期的な維持可能性）
 - （2） 金融監督の強化、（3） 経常収支の均衡の促進、貿易と投資の自由化の促進
 - （4） 経済のファンダメンタルズを反映する市場指向の為替相場という文脈で物価安定に寄与する金融政策の実現
 - （5） 潜在成長率を上げる構造改革の実現、（6） 途上国と先進国の開発格差の縮小の促進
- （Ⅰ） 赤字国の責務：家計貯蓄率向上、財政赤字削減、輸出セクターの振興、等
 - （Ⅱ） 黒字国の責務：自国の内需主導の成長（投資増強、規制など需要拡大の制約除去、等）

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、が謳われている。この内容は今年6月のトロント G20 でも確認、より具体化された。

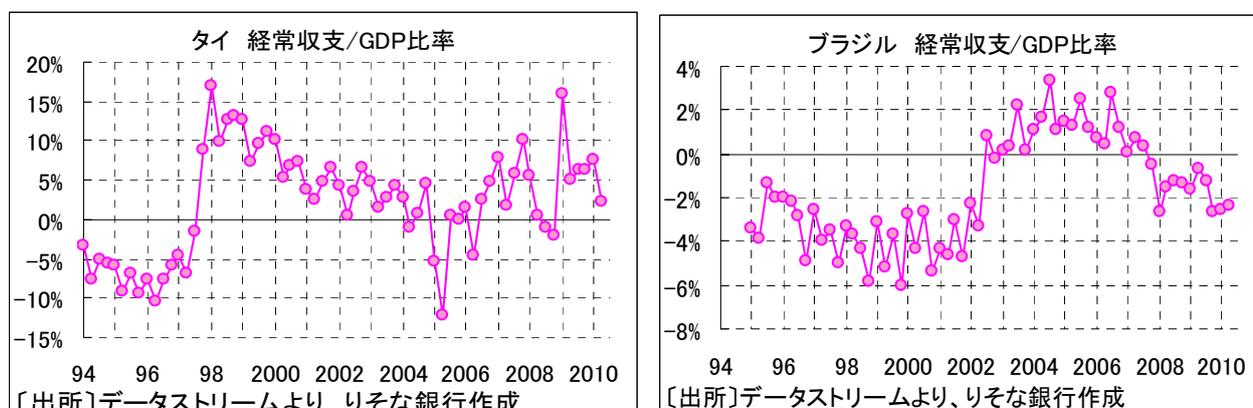
エマージング諸国の通貨価値は低い。その遠因は97年にタイから始まり99年にはブラジルに波及した通貨危機（暴落）だ。多くのエマージング諸国はその恩恵で経常収支が赤字から黒字へ転換、経済の建て直しが進んだにもかかわらず、その後も通貨価値は概ね低いままとどまっている。G20 での「枠組み」は、今や上記（Ⅱ）であるエマージング諸国に責務を負わせ、この構図を是正しようとするものだ。

問題を複雑にしているのは、中国の人民元が概ねドルとペッグしていることだ。エマージング諸国の対ドルでの通貨高は、対人民元での通貨高も意味する。どの国も対米輸出と対中輸出を合計すれば、相当な割合となるはずだ。2009年の日本の輸出では、対中は18.9%、対米が16.1%を占める。そのため対ドルの通貨高を安易に容認するわけにはいかないことが、対ドルの通貨価値上昇に強く抵抗して自国通貨の売り介入を執拗に実施する背景にある。

図表2 ドルの対先進国、対エマージング諸国の実効為替レート



図表 3、4 タイとブラジルの経常収支/GDP 比率



「枠組み」が過去の合意事項であるという意味では、エマージング諸国でも国際通貨戦争がプラスサム・ゲームに転換しても何ら不思議はないのだが、結論はソウル G20 以降へ持ち越しとなった。カギを握るのは中国だ。が、もはや中国がエマージングの利益を代表してエマージングと先進国が対立する CO2 排出枠の国際交渉などで見られたおなじみの構図は、成立しがたい情勢となりつつある。冒頭のブラジル財務大臣の国際通貨戦争発言は、それを如実に示している。米国は 11 月 2 日の中間選挙では、共和党が下院（日本の衆議院に相当）の多数派を占めるとも見られており、対中スタンスは強硬路線に傾く可能性がある。獄中の劉暁波氏のノーベル平和賞受賞が決まった折、人権外交も絡めた米中経済交渉がどのような形で実を結ぶかは、国際通貨戦争の行方に大きな影響を及ぼすとみて良いのではないかと。

以上

(注 1) 声明文は以下のサイト <http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/toronto2010/gaiyo.html>

(注 2) マンデル・フレミング・モデルの詳細は 2009 年 4 月に当シリーズの別レポートで解説した。

<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/090420.pdf>

(注 3) 以下サイト 2 ページに量的緩和の度合いを図示する FRB のバランスシートが公表されている。

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monthlyclbreport201009.pdf>

(注 4) 「日本の教訓」の詳細は 2009 年 4 月に当シリーズの別レポートで解説した。

<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/100209.pdf>

(注 5) この枠組みの詳細は 2009 年 10 月に当シリーズの別レポートで解説した。

<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/091006.pdf>

- ・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ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、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。