

Financial Trends

経済関連レポート

為替円安を軸にしたポリシーミックス

発表日：12月6日(金)

～円安政策採用の影響は如何に～

(No.F - 28)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

円安を容認するような発言が相次いでいる。税収不足で財政制約が大きくなると、金融緩和・円安誘導へのプレッシャーが強まる。財務省が円安誘導を認めると、日銀に外債を買わせろという要求になりやすい。円安政策を真剣に考えると、どうしても中国元の価値是正は不可欠だ。円安政策を実施するときには、そうした通貨外交と、金融健全化を同時に進める包括的なポリシーミックスが重要だ。

円安誘導か？

財務省の高官から、円安を容認するような発言が相次いでいる。2002年12月1日に、塩川財務大臣は、購買力平価を念頭において、「世界の水準で計算したら1ドル=150～160円ぐらいがいいはず」と発言した。黒田財務官は、その後の円安の流れの中で「最近の円下落は急激ではない」と述べて、円安を容認するコメントを発した。12月6日には、塩川財務大臣は、「中国元は実力からいうと安すぎる」とも述べている。

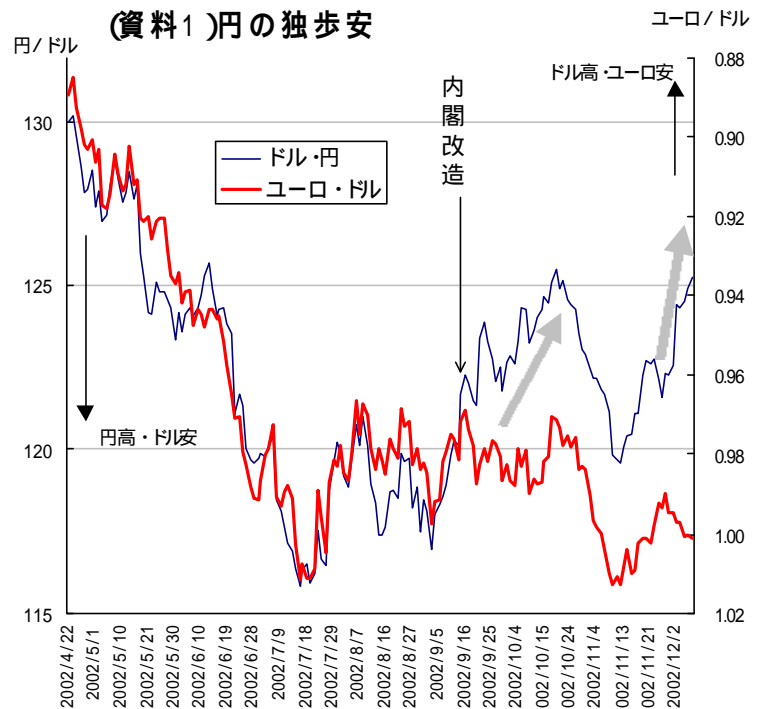
12月初からの相場動向は、円独歩安の様相を呈している(資料1)。米国ではクリスマス商戦の好調報道などが景気悲観論を後退させ、ユーロ圏ではECBの利下げを織り込んで、ともに通貨高に反応している。円安誘導気味の発言は、ドル高・ユーロ高という裏側の事情を好機ととらえ、効果的に円独歩安を演出するものだ。

もっとも、ドルの要因をみると、イラク問題が判然としない状況下では、130円台を越えるような円安進行は予想しにくい。むしろ、来年初頭に、イラク問題の道筋がはっきりした後で、米国景気が一旦楽観的に傾いた時に、ドル高・円安が進み、今年2月の135円近辺に接近していく可能性がある。仮に、年度末近くの日本で、金融問題のコンディションが未だ改善せずという状況だと、さらに円安が加速する公算が強まる。円安政策が採られたとしても、ドルの側にイラク問題という不確定要素があるので、目先は130円台を越えるような一方的な円安は考えにくい。

財政制約・金融緩和・為替円安の政策パッケージ

ところで、今、なぜ、円安誘導なのだろうか。この理由を考えていくと、いくつかのコンテキストが読めてくる。まず、政府は、11月末に2002年度補正予算を決断し、名実ともに「国債30兆円枠」の路線を放棄した。その後、塩川財務大臣は、「今年度の国債追加増発は5兆円以内」と述べている。財政当局は、もはや国債増発が困難であるというメッセージを大臣発言に込めているのだろう。筆者は、今年度の税収の下振れが、公式見解

(資料1) 円の独歩安



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

である 2.8兆円減には止まらなると予想している(3.8~4.7兆円の下振れ予想)。来年度も税収減が厳しいとみている。2002年2月に政府が行った試算では、2003年度が前年同額(46.8兆円)の税収見通しであっても、国債新規発行が2002年度30.0兆円(当初計画) 2003年度35.2兆円になるという数字が示された。来年度国債発行は、35.2兆円+税収前年度比減少額となる格好だ。このまま景気拡大のモーメントを失えば、それを受けた税収減が国債増発に直結する。財務省としては、財政拡張を極力抑えたい意向であろう。

こうした財政制約の中では、どうしても矛先は金融政策に向かわざるを得ない。黒田財務官は、英紙への寄稿文の中で、インフレターゲットの作用を提唱し、「1年以内に1%、続く2年以内に2-3%の物価上昇率目標が求められる」と述べている。インフレ・ターゲット論は、政策手段ではなく、政策フレームワークなのだが、どうやって物価を上げるかという点については、「長期国債や他の金融資産を購入することを通じて、ベースマネーを継続的に増やす」としている。

筆者の認識では、これまで財務省はインフレターゲットには乗り気ではないと思っていたので、黒田論文は驚きである。10月10、11日の日銀政策決定会合議事要旨では、ある審議委員の「利払い負担を増加させてしまう可能性が高いインフレ・ターゲティングに好意的な発言が聞かれる理由が不可解であり、この点につき政府出席者の意見も伺いたい」という挑発に対し、財務省側から「インフレ・ターゲティングについては、私自身、現状でこれを採用することが好ましいとは思っていないし、財務省でもそういう考え方が大勢である」と言った応答が記述されていた。黒田発言は、政府の利払いコスト増を顧みず、インフレ・ターゲットを主張している点で、かなり思い切っていると云わざるを得ない。理屈の上からは、黒田財務官のインフレ・ターゲット論は、流動性供給 円安という流れで整合的である。財務省は、円安誘導批判と長期金利上昇懸念の2つリスクを冒しながら、財務省はデフレ対策の矛先を、日銀に向けようとしている。

日銀が為替政策に巻き込まれる時

そう言えば、最近の経済政策では、政策担当のマルチチャネル化が少なからず見られる。日銀の銀行保有株式買取りと銀行等株式取得機構、産業再生機構とRCC(整理回収機構)、である。かつてならば、こうした政策手法は、ダブル・スタンダードのそしりを受けかねないところだが、ここにきて政策当局は、担当窓口の複数化に抵抗感がなくなってきた。すでに経済政策では、「非伝統的」な域に入っていることを認識しなくてはならない。

財務省が円安誘導の立場を取るのなら、為替管理政策の領域に踏み込み、日銀が外債を購入する政策を採るという可能性もゼロではない。筆者は、「そんな極端な」という印象を抱くが、予断なく考えるとその可能性は排除できない。日銀が為替政策にもコミットするかたちになるが、日銀には、銀行株式買取りというダブルスタンダードを始めた前歴がある。もっとも、そもそも日銀の外債購入が円安政策に寄与するのかという疑問が残る。銀行は為替リスクを取らないかたちで外債を購入し、日銀の外債オペに依るインセンティブはない。円資金が欲しくて外債オペに依る動機などあるのだろうか。財務省が円安誘導を容認する流れになって、日銀の外債購入のプレッシャーが生まれるとしても、そうした政策に意味はないように思う。

米国の非伝統的な金融政策の検討

ところで、インフレ・ターゲットを論じた黒田財務官の寄稿文には、もうひとつの伏線がある点を指摘しておきたい。寄稿文にも言及してある米国の「デフレ懸念と金融緩和」論である。最近、米国でデフレ論議が出始めたことを受け、FRB(連邦準備制度理事会)の高官が、既存の政策運営の枠を越えた非伝統的な金融政策の思考実験をし始めている。とりわけ、11月21日のバーナンキFRB理事の講演では「(過去の歴史の中では)為替政

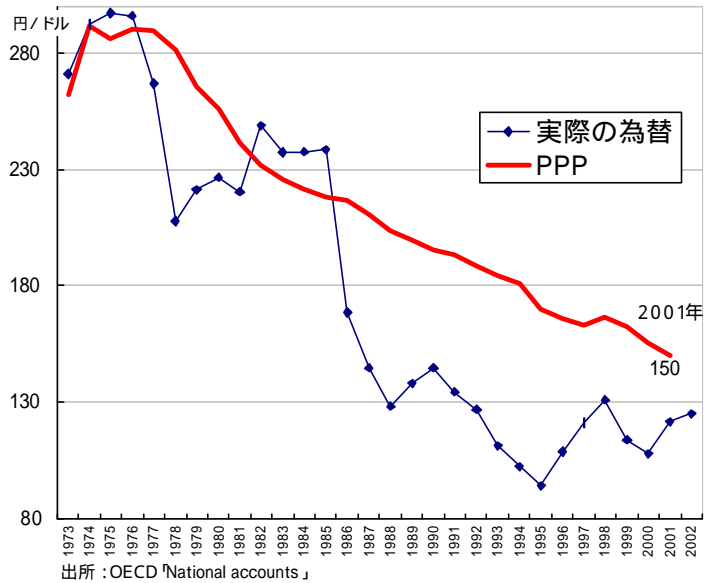
策がデフレに対する効果的な武器になったことが何度もあった」とドル安政策への言及があった。同理事はドル安推進という立場には否定的見解であるが、ドル安政策の有効性を否定していない。日本の当局者が、これに触発されたことは、ほぼ間違いないだろう。米国が景気悪化に陥り、ドル安政策を採れば、日本は円高である。そうした非常事態が想定されれば、日本は米国が動く前に円安政策のカードを切れるしかない。

チャイナ・プロブレム

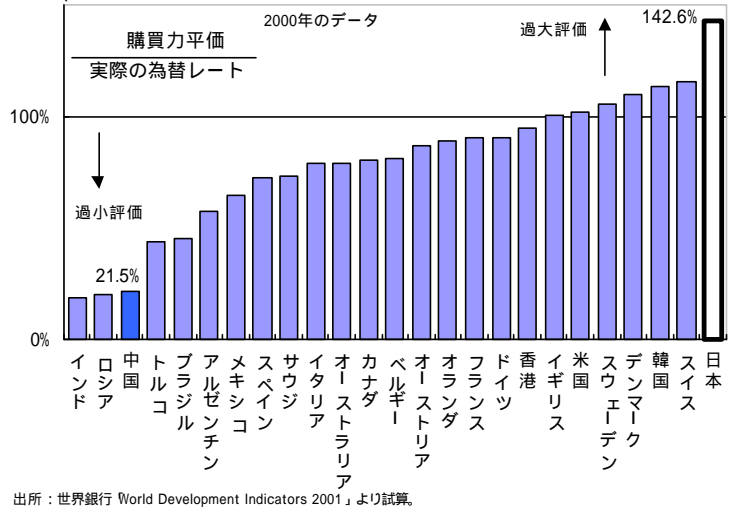
円安政策を個別具体的に論じると、中国元の問題を看過する訳にはいかない。塩川財務大臣の「元は実力からいうと安すぎる」という発言は、そうした問題意識に基づく。

日本の購買力平価は、OECDの調べで2001年1ドル150円である。時系列でみると、趨勢的に円の割高傾向は緩和されているとはいえ、現状の125円はまだ2割方の過大評価である(資料2)。もっとも、この通貨価値と購買力平価の関係を各国別でみると、そう単純ではないことに気付く。中国・インド・ロシアとは、対円の関係で著しい為替格差がある(資料3)。とりわけ、中国元とは、7倍の購買力と現行レートギャップがある。日本が、たとえ対ドルの通貨調整を行ったとしても、対中国元のアンバランスは解消されない。ドルとペッグしている中国元をまずは切り上げ、そして実効為替の円安化をしなければ、為替円高が日本の内需に与えるデフレ作用を解消することにはつながらない。

(資料2) 購買力平価で換算した為替レートの推移



(資料3) 為替レートの実勢評価



包括的なポリシーミックスが重要

今後、財務省主導で、財政不出動 金融緩和圧力 円安推進の図式で、政策が動かされていく可能性が十分にある。しかし、円安政策には、根強い反対論があり、金融緩和だけが求められる可能性もある。そうなると、ポリシーミックスは竜頭蛇尾に終わり、政策論は「金融緩和が足りない」という精神論に支配される。それでは、アンチデフレの効果をほとんど消え失せる。「できることからやる」経済政策運営は、有効性に疑問がある。

筆者は、円安政策だけをことさらに強調する政策を好ましいとは考えない。必要な政策とは、対中国元のアンバランスを解消する外交政策を第一に置き、そして、第二に、金融政策の効果を復活させるために金融健全化を行うことである。金融政策が効かない背景になっている「貸出のチャンネルの機能不全」を解消するには、公的資金を活用し、不良債権処理を早急に終わらせることが不可欠だ。その上で、為替円安を政策的に誘導することが重要だ。今後、この3つの政策パッケージが、包括的に成立するかどうか注目される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。