

第4セッション：「経済政策の波及効果」

進行役：清家 篤 内閣府経済社会総合研究所名誉所長
報告：伊藤 隆敏 東京大学公共政策大学院院長・教授
 アンドレ・サピール ブリュージュ研究所上級フェロー
討議：嘉治 佐保子 慶應義塾大学教授
 チャロンポップ・スサンカーン タイ開発研究所特別フェロー

【報告1】

「通貨の戦争と平和：量的緩和時代の金融政策の波及」

“War and Peace among Currencies: Spillover of Monetary Policy in the Age of Quantitative Easing”

伊藤 隆敏

日本銀行によるインフレ目標の導入と強力な金融緩和が、大幅な円安をもたらした。これは、円の過大評価からの是正と緩和継続の期待によるものである。

リーマンブラザーズの破綻後、アメリカ、欧州中央銀行等は政策金利をゼロ近傍にするとともにバランスシートを大幅に拡大したため、ドルやユーロなどの通貨は新興国通貨に対し大幅に下落した。この間、日銀はバランスシートを拡大しなかったが、このことが円高の原因になった可能性がある。日本は4年遅れで欧米並みの緩和政策に転換したに過ぎない。

2012年11月中旬の衆議院解散以降は円安トレンドに転じ、さらに2013年3月の黒田日銀総裁の就任により金融緩和への期待が高まったことによって円安が進展した。教科書的に言えば、金融を緩和すれば通貨安になり、引き締めれば通貨高になるということだ。

2010年1月から2012年10月までの間、円は過大評価されていたと考えられ、2012年11月以降の円安要因の1つはその是正によるものである。また、東日本大震災後の貿易動向も円安への動きをもたらしているものである。したがって、そのスピードはともかく、円安自体は驚くべきことではない。日本の為替水準はリーマン・ショック前の水準に回帰しただけであり、円高是正過程は、2013年5月に1ドル=100円に達するまでにはほぼ終了したとみられる。

日本の金融緩和は、21世紀の大恐慌を回避するために行われた主要国の政策協調の一環である。この金融緩和に対し通貨戦争との批判がある。しかし、国内の景気対策として実施される金融緩和を、通貨戦争と呼ぶことは適当ではない。

長期間にわたる円の過大評価により、日本の輸出業者は大きな打撃を受けていたが、彼

らは今回の円安により大きな利益を計上している。株価が上昇したのは主に円安によるものと考えられる。アベノミクスの「第一の矢」は、円安による輸出業者の利益増と、資産効果による消費の増加を通じ、成功を収めた。アベノミクスについては、G7やG20でも理解が示されている。通貨切下げ競争への懸念はあるが、変動相場制下での競争的通貨切下げに関する定義は明確ではなく、どれにしても、介入をしていない日本があたることはない。

韓国や中国の一部からは円安への懸念が示されている。2008年末から2012年末までの間、韓国はウォン安・円高により大きな利益を得ていた。2013年3月までに円／ウォンレートはほぼリーマン・ショック前の水準に戻ったが、これは日本が失っていた競争力を回復させただけである。

大国の政策は他国にスピルオーバーするが、為替減価による影響は、それによる景気回復が大国の輸入拡大をもたらす、便益は他国の為替変動による輸出減少のコストを上回る。アベノミクスは、日本のためのみならず、世界に対しても良い効果をもたらす。

【報告2】

「欧州からみたアベノミクス」 “The Implications of Abenomics for Europe”

アンドレ・サピール

欧州、特にユーロ圏諸国は、アベノミクスを期待と不安が入り混じった目で見ている。アベノミクスへの期待としては、日本経済の再生が世界経済及びユーロ圏にとって望まれていることである。一方、不安としては、現在の水準より一段の円安が起きれば他のアジア通貨が対ユーロで下落し始めかねないということである。

アベノミクスはこれまでのところは成功している。先行する第一の矢（金融政策）、第二の矢（財政政策）は、短期間で成果を得やすい性質のものであり、第三の矢（構造政策）を実施するための環境を整えるものである。第三の矢はまだ放たれていないが、この順序が重要である。今後の第三の矢により、成長促進的な構造改革が実行され、長期的な経済効果を実現させることが必要である。アベノミクスが成功することは、「経済の活性化には大胆なマクロ経済政策と構造政策が有効である」という証左であり、是非それを証明して欲しい。

懸念されるのは、円安のさらなる進行である。円安が行過ぎれば欧州中央銀行は円安を相殺する政策を発動する可能性がある。これまでのところ欧州では特段の反応がないが、これは欧州にとって日本との貿易シェアが比較的小さいためである。欧州から見るとアベノミクスの欧州への主な波及経路は貿易を通じたものとなりそうだが、日本の需要の伸びが高まれば日・EU間のFTAの便益はさらに高まるだろう。

デフレを止め内需を拡大することは、世界にとって有益であり、国際社会でも理解された。アベノミクスの取り組みは、経済再生に直面する欧州にとって極めて参考になる。な

ぜなら欧州も日本と同じ経済構造上の問題を抱えており、それを政策によって克服するモデルが必要だからである。構造政策を実行するには、マクロ経済環境を良くすることが必要である。三本の矢を、まさに今の順序で実施すべきである。1～2年後に三本の矢が所期の成果を挙げたか評価してみたい。

【コメント1】

嘉治 佐保子

ほぼ二十年にわたり、日本経済は低迷し、債務が積み上がった。政府・日銀はこれに対して何もできないように見えた。しかし、今はそのような状況にはない。アベノミクスによりこうした状況に変化が生じている。また、大西洋の両側で起こった危機によって、困難に直面しているのは日本だけではなくなった。政府債務、高齢化、改革の必要性など、欧米は基本的に日本と同じ問題を抱えている。

サピール教授は、アベノミクスが成功すれば、経済の再生には大胆なマクロ経済政策と構造政策が順序正しく実施されることが重要である、と欧州に示すことができると述べている。これは、日本が必要な改革を行えば欧州の利益になるということを示唆している。

伊藤教授に質問する。(1) アベノミクスが通貨戦争をもたらすものではないとして、円安と株価上昇のなかで日本はどのような方向へ進むのか、(2) 量的緩和を終了する際に何に注意すべきか、なかでも日本に特有のリスクはあるか、(3) 日本経済がどのような状態になればアベノミクスが成功したといえるのか。サピール教授に質問する。(1) 日・EU間のEPA締結が成功する見通しはどうか、欧州にとって必須の要件は何か、(2) なぜ日・EU間の貿易は縮小しているのか。

【コメント2】

チャロンポップ・スサンカーン

日本が新たな経済政策としてアベノミクスを確固たる態度で推進していることに感銘を受けている。アベノミクスに対する市場の反応は大きく、日本国内では日本経済の見通しについて新たな自信が出てきている。ただ、ここ一週間ほどの為替・株式・債券市場の乱高下は、すべてが順風満帆とは限らないことを示している。

伊藤論文によれば、円はリーマン・ショック後の大幅な円高から戻している。これまで米欧では非伝統的な金融政策が積極的に追求される一方、日本では主に伝統的な金融政策にこだわっていた。リーマン・ショック後、他の主要通貨の流動性拡大が円の大幅な増価に貢献したといえる。多くの主要国が非伝統的な政策を新しい標準としてルールブックを書き換えようとしている中であって、伝統的政策に固執することは高いコストを必要とする。だからこそ日本は今、他国が先行している非伝統的政策にキャッチアップしようとしているのだ。

サピール論文は、欧州の視点を示している。EUは日本との貿易ウェイトが小さいので、

円安が貿易の変化を通じて大きな影響を与えることはほとんどないが、ドルと円との継続的な流動性の拡大傾向はユーロに対して負担となる可能性があり、為替の変動によってユーロ圏にはるかに大きな影響を与えるだろう。日銀の大胆な金融緩和により大幅なユーロ高になれば、ユーロ圏はそれに追随せざるを得ない。

インフレ目標の水準が市場に信頼されるならば、長期金利は期待インフレ率近くまで上昇するだろう。既発長期債の市場価格が大幅に低下すると、日銀はさらに多くの国債を購入する必要があるかもしれない。日本は為替とインフレ率をどのように維持していくのだろうか。

資本取引が比較的オープンなタイのような新興国にも、主要国の金融緩和の効果が及ぶ。主要通貨の過剰流動性は、新興国市場への大規模で不安定な資本フローとなるからである。

【パネル討議】

伊藤 隆敏：アベノミクスの目的は、三本の矢を通じて日本をデフレから脱却させ、正常な経済に導くことである。一本目の矢である金融緩和は短期的に効果が出るものであり、二本目の財政政策はGDPの押し上げにつながり、三本目の構造政策は長期的成長を目指すものである。一の矢、二の矢は、時間がかかる三の矢（構造政策）実施のための環境整備という意味合いがある。この順序が重要である。また、量的緩和の終了に伴うリスクや副作用への対応としては、時間をかけて行えば出口はあるだろう。為替介入に関しては、量的緩和がうまくいけば介入の必要はない。為替水準が行き過ぎたとしても、日本は外貨準備が大きいので為替介入で円安を抑えることは可能である。

アンドレ・サピール：まずマクロの環境を作り次の段階へ進むという、三本の矢の順序は正しい。第三の矢である構造改革に期待しているが、その詳細を早く知りたいと思う。欧州にも同じ課題があるからだ。韓国・EU間のEPA交渉の過程は期待以上に円滑だった。日・EUのEPA交渉にも問題があるとは思わない。日・EU間の貿易縮小は、他のアジア諸国を経由しているものが多いからではないか。アジアとの貿易は縮小していない。

嘉治 佐保子：アベノミクスの政策の順序は正しいとのことだったが、どれくらいの時間軸を考えているか。また、欧州（ギリシャなど）ではこれまで考えられなかったような制度改革が起こっており、このような改革が可能となったのは危機があったからこそではないか。

伊藤 隆敏：アベノミクスについては、デフレから正常な経済になるまで3年かかると考える。黒田日銀による緩和は、為替のみならず国内向けの景気刺激にも有効だった。日本とギリシャを比べるとその違いは大きい。日本は財政赤字に対して消費税を上げる余地があり、金融政策の自由度もある。政治的な意思があれば危機を避けることができる。

【フロアとの質疑・応答】

ジョセフ・スティグリッツ：3年で金利が2～3%上がると長期債券には損失が出る

と思うが、それにどう対処するのか。

伊藤 隆敏：中央銀行は毎年、通貨発行益を政府に収めており、それを減らすことで対応できる。政府は景気が良くなれば税収が増えるのでそれでかまわない。三大銀行は既に長期債はあまり保有しておらず、平均残存期間は 2.5 年となっているが、地方銀行はより長期の債券をまだ保有しており、今後の対応が必要である。