

～海外情報～

2011年9月22日 全5頁

スイスとブラジルが世界を救う？

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

良い通貨戦争、悪い通貨戦争

[要約]

- スイス国立銀行が徹底介入を通じてスイスフランの上昇を阻止すると発表し、一方、ブラジルは唐突な利下げを実施するなど、世界的な景況感の悪化、グローバル金融市場の動揺の余波ともいえる政策決定が見られ始めている。これを通貨戦争の再開と懸念する向きもあるが、通貨戦争には良い通貨戦争、悪い通貨戦争の二つがある。スイス、ブラジルともに実態は金融緩和であり、これらを嚆矢として競争的な金融緩和が広がりを見せれば、世界経済停滞の脱却の糸口ともなり得る。
- 2010年の第一次通貨戦争は、新興国が景気拡大、インフレ圧力増進というマクロ環境に置かれ、金融緩和の余地がない中で生じたものである。その結果、資本移動規制、貿易障壁の引き上げなど、悪い通貨戦争の手段が散発的に採用された。新興国が景気減速過程に入っている現在、金融緩和に転じることのデメリットは減少している。良い通貨戦争が繰り広げられる可能性は高まっていると考えられよう。

スイスの為替市場徹底介入策

9月6日、スイス国立銀行（中央銀行）は1ユーロ＝1.2スイスフランの上限（数値の上ではスイスフランの下限）を設定し、為替市場への無制限介入を通じてこの水準を死守する旨、発表している。今のところ、これは奏功しており、スイスフランは対ユーロで1.202から1.21程度の狭いレンジで推移している。スイスが行っているのは、自国通貨の売り介入だから、逆のケースとは異なり外貨準備等の物理的な制約がない。そのため、政策の持続可能性に対する疑念が投機心理を煽り、かえってスイスフラン買いが刺激されるといったことが起こり難い。しかし、介入価格を明示した点と、無制限の買いというアナウンスメント効果が発揮されたと見られる点を除けば、これまで日銀がしばしば行い、かつ成功してきたとは言いがたい円売り介入との違いは程度の差でしかない。スイス国立銀行が勝利宣言を出すことができるかは、まだ分からない。

この政策に対する論評は、実のところ非常に少ない。ことに欧州はギリシャのデフォルト懸念、そのイタリア・スペインへの波及懸念が一段と深刻化する中、それどころではないというムードが支配的である。例えば、ECBのトリシエ総裁は、9月8日の記者会見で「スイス国立銀行とは密に意見交換しているが、今回の決定は同中銀の完全な自主的な意志と判断に基づくもの」とした上で、「日本円はメジャーな国際通貨のひとつだが、スイスフランは質は高くとも小さな国の通貨だ」と述べている。スイスの為替政策を容認しているようであるが、結局のところ大した問題ではないと見ているとも取れる。

スイスとブラジルの共通点

しかしスイス国立銀行の決断は、欧州ソブリン危機という大事が生んだ小事であり、似たような波及効果は今後も起こりえるし、小事が集まり大事にならない

とも限らない。例えば8月31日に市場を驚かせたブラジルの利下げも欧州ソブリン危機と無縁ではない。スイスとブラジルに共通するのは、グローバル金融市場の動揺と世界的な景況感の悪化が政策決定の背後にあったことである。そして、スイスは為替市場への介入、ブラジルは金利の引き下げという違いはあるが、実質的には金融緩和宣言に他ならないことも共通している。スイスのケースでは、「無制限介入＝無制限なスイスフランの流動性供給」を意味しているからだ。実のところこれこそが、今のグローバル経済の行き詰まりを打破するきっかけになり得るのではないか。

ブラジルのジレンマ

どのような政策にも副作用は付き物である。ブラジルではインフレ率の緩やかな加速が進行中である。しかもその水準は、同国中銀のターゲット（前年比4.5%±2.0%）を超えている。1年半に及ぶ金利引き上げ局面の唐突な転換が、企業や家計のインフレ期待を不安定化させるリスクは確かに存在する。何のためのターゲットか？という疑念が、インフレターゲットという金融政策の枠組みを揺るがす可能性もあろう。この枠組みの有効性の多くが、中銀がターゲットを守る、少なくともそのために努力をするであろうという人々の信認に依存しているからだ。

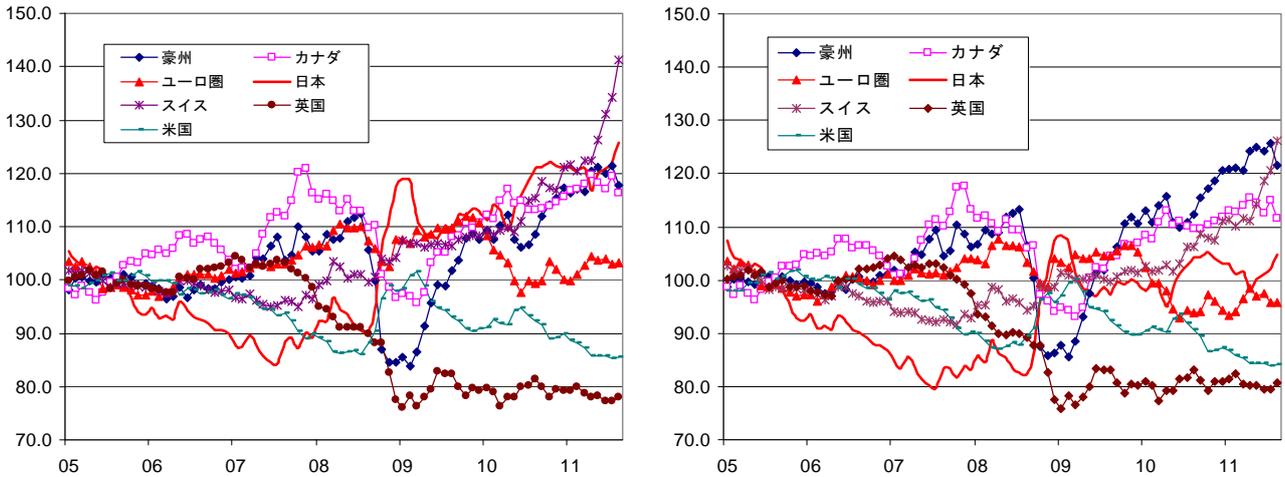
一方、ブラジルは今年に入って景気の減速がはっきりしてきており、利上げを継続することの限界的なコストが時間とともに高まるという状況にあった。そして景気減速の一因として、政府・中央銀行が指摘してきたのがレアル高である。景気を取るか、物価抑制を優先するか、のジレンマが深まっていたわけであり、利下げへの転換はレアル高抑止効果をもたらすと共に、オーバーキルの懸念を低める。リスクを冒す価値のある選択だったという評価も可能であろう。

スイスにおけるインフレリスク

潜在的なリスクがインフレにあることはスイスも同じである。為替レートを明示的な政策目標としたことにより、スイス国立銀行は通貨供給量のコントロール能力を失った。スイスフランの買いにはすべて受身で売り応じるわけだから、同銀が供給するスイスフランの流動性総額を決めるのは、いまや投資家や投機家を含めたグローバル金融市場である。無論、スイスフランの上限を設定し、徹底介入を行うとしたアナウンスメント効果が投機心理を鎮めるのであれば、実際に要するスイスフランの供給総額は減少するし、スイス国立銀行がその効果を当て込んでいることは確かだろう。しかし、それはやってみなければ分からない類の話である。金融市場のリスク回避的傾向がどの程度継続するか、その背後にあるユーロ圏ソブリン危機がどのような展開を見せるかを含め、やはりスイスは受身なのである。

そして、仮に過大な流動性供給がインフレを惹起することがあれば、為替市場への徹底介入の目的自体が損なわれる。スイス国立銀行が設定したターゲットは対ユーロの名目為替レートであるが、これが奏功する一方で国内がインフレに見舞われれば、実質ベースでのスイスフランが割高化する。競争力保全の目論見は崩れ去るのである。図表1において、スイスフランの実質実効レートが名目値ほど上昇していないのは、スイスが物価抑制の優等生だからである。為替市場への無制限介入は、トリシェ氏のいう「質は高いが小さい国」というスイスの特質を覆すリスクをはらんでいるとも評せよう。

図表 1 主要国の実効為替レート（左：名目、右：実質）



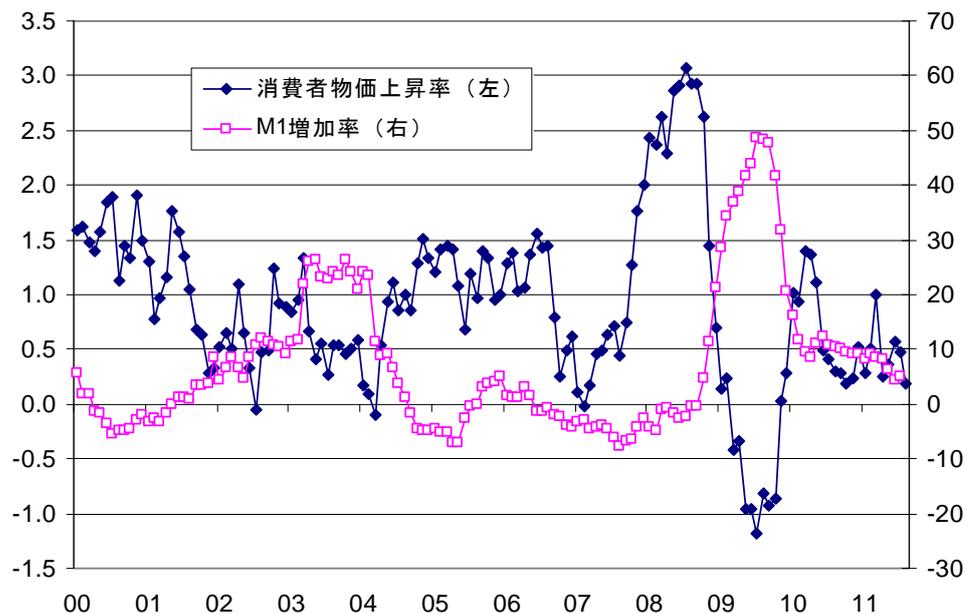
(注) いずれも 2005 年平均=100
 (出所) 国際決済銀行より大和総研作成

インフレよりもデフレ

しかし、こうしたインフレリスクが差し迫ったものではないことも確かである。為替政策の発表に際するステートメントでスイス国立銀行が触れているように、スイスが直面しているのは、インフレリスクよりはデフレリスクである。

4月以降、過去4カ月の消費者物価上昇率は前年比0.2%から0.6%の間にあり、コアの上昇率に至っては、過去2年以上にわたって1%に達したことがない。そして、同じく指摘されるべきは、M1、ないしは外貨準備といったマネー関連統計と物価との連動性が希薄なことである。金融政策は常に便益とコストの比較考量で決められるわけであり、目先の問題のその向こうにある、潜在的なコストやリスクに拘泥しすぎては何も出来なくなる。現時点で過大な流動性供給がもたらし得るインフレリスクを強調することは、確かに行き過ぎた懸念であるかもしれない。

図表 2 スイスの物価とマネーストック（前年比%）



(出所) Haver より大和総研作成

グローバルな波及効果

結局のところ、スイスの決断に関しては、潜在的なリスクはあるものの、それがスイス一国の政策にとどまっている限り、世界経済やグローバル金融市場に対するインパクトは限定的という評価に落ち着こう。この問題に対するメディア等の扱いがフェードアウトしているのも、その意味では当然である。やはりトリシエ氏がいうように、スイスは小国だということだ。

問題は、ブラジルの金融政策転換とあわせ、これらの政策が他国をどう刺激するのか、或いはしないのかにある。特に、先進国がダブルディップの懸念に直面し、新興国では景気減速傾向が一段とはっきりしている現在、どうしても政策は各国の国内経済建て直し優先に流れやすい。スイスの為替政策に対して、比較的まとまった論評を載せた英エコノミスト誌は、これを近隣窮乏化策と断じた上で、他国が資本移動規制（スイスは金融立国なので、それはさすがに採れない）、貿易障壁の引き上げなどで対抗する恐れがあることを指摘している。

また、為替レートはゼロサムの世界だから、セーフヘブンを求めるカネは、スイスの徹底介入を受けて日本円や北欧通貨などに向かうかもしれない。そのとき、日本や北欧諸国は事態を静観するだろうか。この段階に至り、物事は小国スイスの問題をはるかに超えてくることになる。

良い通貨戦争、悪い通貨戦争

エコノミスト誌が懸念しているのは、いわば第二次「通貨戦争」の勃発である。日米欧の目先のことにとらわれた指導力不在の政治を目の当たりにしている昨今、これが、かなり現実味のある懸念であることは否定されない。ただし、通貨戦争にも良い通貨戦争、悪い通貨戦争の二種類がある。ブラジル、スイスに誘発される通貨戦争は、むしろ世界経済停滞脱却の糸口になる可能性もある。

9月15日にブラジル政府が発表した輸入自動車に対する大幅な関税引き上げなどは、エコノミスト誌が真っ先に糾弾の対象とするであろう、悪い通貨戦争の一形態である。一方、良い通貨戦争とは、先進国、新興国問わず、金融緩和合戦を繰り広げることである。言うまでもないが、その際、国際的な協調の下で金融緩和が行われることが望ましい。大まかに分ければ、金利引き下げの余地がないか、あっても限定的な先進国は流動性供給を拡大し、新興国は金利を引き下げる。国際協調の下であれば、乗り遅れた国の通貨が標的にされたり、それらの国が悪い通貨戦争に走るリスクが減じられる。ただし、グローバル経済の下支えという観点から最も重要なのは、どれだけトータルの流動性が拡大し、平均的な金利水準が下がるかである。この点にのみ着目すれば、各国は自国優先で全く構わない。

2010年後半の「第一次」通貨戦争において、悪役とされたのは米国の金融緩和である。単純化すれば、ジャブジャブのドルがコモディティ価格を押し上げ、新興国に流入し、その対処に新興国が四苦八苦していたという構図であった。当時、総じて新興国の景気は順調であったし、コモディティ価格の上昇も手伝って、マクロ的な主たる懸念はインフレにあった。これが彼我の金融政策のギャップを際立たせ、新興国通貨の上昇に拍車をかけたのだが、それに応じて金利を下げるというオプションはありえないというジレンマに、新興国は置かれていたわけだ。

この点、現在の状況はかなり異なってきている。ブラジル同様、多くの新興国は根強いインフレ圧力に直面している一方で、景気は減速下にある。諸手を挙げて金融緩和に動ける国は少ないだろうが、ベース効果の剥落から前年比で見たインフレ率が遅くとも年内にはピークアウトする国が多いと考えられることに加え、内外の景況感の悪化が金融政策の転換に伴うインフレ心理不安定化の防波堤とも

なろう。もとより、引き締めサイクル打ち止めを検討していた（いる）国は少なくないはずである。

当たり前だが、各国当局は通貨戦争の手段として、自国の金融緩和が資本移動・貿易制限的な政策よりも望ましいことは承知している。だが第一次通貨戦争の時期には、各新興国のマクロ環境が金融緩和を許す状況になく、ブラジルの金融取引税に代表される悪い手段が散発的に実施された。マクロ環境の変化に伴い、当時はあり得なかった、競争的な金融緩和局面が実現する条件は現在整いつつあるし、ブラジル、スイスの政策転換が、そのきっかけになる（各国の背中を押す）可能性は低くないと考えられよう。

現実には、通貨戦争は良い手段、悪い手段のミックスで繰り広げられることになるのだろうが、さし当たって注目すべきは追隨的な金融緩和がどのような広がりを見せるかである。