



2016年3月28日

## 年初来の波乱で見た世界経済の限界 ～通貨安競争への危惧と長期停滞論～

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員 森川 央

年初来の世界的な金融市場の混乱と収束の過程で明らかになったことがある。それは、前回の危機以降約8年も金融緩和を続けながら、世界経済は米国のたった4回、計1%の利上げにも耐えられないと思われていることだ。

米FRBは、「利上げはせいぜい年2回に留まる」という市場の見方を追認しドル安を促し、それが資源価格の底入れを演出した。米国株は年初来高値を更新し、原油価格も40ドル近辺まで上昇している。だが、それは日欧にとっては円高、ユーロ高という逆風になり、日本銀行はマイナス金利を導入し、欧州中央銀行はマイナス金利の拡大を含む金融緩和に追い込まれた。もっともマイナス金利政策は副作用の方が早く強く出ており、所期の効果は上げていないが。

ただ今後米国経済の立ち直りが明らかになっていけば、利上げ見通しの復活により、ドル高・円安のトレンドに回帰という思惑も生まれている。だが、そうなれば利上げとドル高への不安が台頭し、再び資産価格が低下することになるかもしれない。結局、意図的であるかは別にして、日米欧は自国通貨高を逃れようと緩和の程度を互いに探っているように見える。もちろん資源国もドル安に依存している。明らかになってきたのは、通貨安に頼らずにはどこも持続的には成長できないのかという頼りない現実である。

この状況をインド準備銀行のラジヤン総裁が鋭く批判している。<sup>1</sup> 同氏はまず、量的緩和やマイナス金利といった緩和政策が需要や成長を強化しているかと疑問を投げかける。そして、「金融政策は期待に働きかけるものだが、前例にない政策をとっても国民は危機が迫っていると感じれば、むしろ貯蓄に励む。そうした傾向は、もし国民がその結果（歪んだ資産価格や高い政府債務など）はいずれ修正されると気付けば、より強くなる」と述べ、効果は薄く弊害も大きいことを強調する。

次に国内への効果を超えて、緩和策の国際的な影響について説明している。非伝統的緩

<sup>1</sup> <http://www.project-syndicate.org/commentary/new-monetary-policy-rules-needed-by-raghuram-raján-2016-03>

和策が生み出している債券価格の歪み（異常な低金利のこと）を受けて、年金や生命保険会社など機関投資家は外債投資に向かわざるを得ない。その結果、過剰な通貨安を引き起こすリスクがあると指摘している。そして、通貨競争の危険を防ぐために、各国の中央銀行は国際的な責任を果たすようにさせるルールが必要と主張している。

同様の主張は、キング前イングランド銀行総裁の近著「**The End Of Alchemy: Money, Banking And The Future Of The Global Economy**」にも見られる。同総裁は自国通貨の引き下げを志向する国が出てきていることを踏まえ、競争的引き下げはゼロサムゲームで、需要をお互いに奪いあうに過ぎないと警告、そのイエローカードの対象には日本も含まれているようだ。

両者に共通しているのは、リーマン・ショック前に積み上げた債務の解消を先送りし、本来短期的な施策であるべき金融緩和に頼り切りバブルを拡大、放置している現状への警戒である。一方、サマーズ・ハーバード大学教授は最近の論文で、再び世界経済が長期停滞に陥っている可能性を強調し、世界各国が協調して財政出動による投資率の引き上げを行うべきと主張している。<sup>2</sup> 同氏もまた過度な金融緩和が通貨安競争を招くことを懸念している。

「日本型」不況が世界に広がるという予測が浮上する中、金融緩和を続けながらひたすら需要の回復を待つだけでいいのか。そろそろ不況の構造的、本質的問題に直面しなくてはならない時期に立ち至ったように思われる。

---

<sup>2</sup> The Age of Secular Stagnation (Foreign Affairs March/April 2016)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。