

G7と日銀の金融政策

発表日：4月24日(月)

～日米金利差を縮小させない圧力～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (5221-5223)

4月21日のG7の共同声明文では、原油高騰にもかかわらず、インフレは抑制されていると記された。FRBが利上げの打ち止めに舵を切りつつあることを背景に、G7で日欧の利上げが牽制される兆候が読み取れる。今後、米国は日米金利差を維持しようと、日銀には利上げ抑制圧力を働かせてくる可能性がある。日銀としても、日米金利差の潜在的な縮小が円高を引き起こすことは、ゼロ金利解除のタイミングを選びにくくさせる要因になるだろう。

原油高騰でもインフレ抑制

日銀のゼロ金利解除に対して、海外から逆風が吹き始めたようだ。

4月21日にワシントンで開かれていたG7では、足元で原油価格が急伸するにもかかわらず、「インフレは依然として抑制」と共同声明分に記され、原油高騰には「投資が必須であり、産油国は市場参加者が喫緊のニーズを満たせるよう、開放的かつ安全な投資環境を整備すべき」と供給面での対応が強調された(図表1)。前回G7の声明文では「原油価格により悪化しているインフレ圧力上昇の可能性」

(2005年12月)と指摘されたが、今回はFRBが利上げの打ち止めに軸足を動かしたことを背景に、インフレ懸念をことさら強調することを避けたものと考えられる。この声明文の書きぶりからは、日欧の利上げに対する牽制が窺われる。

一方、ここに至る原油高は、やや上げ足が速すぎるように思える(図表2)。この原油高騰には投機的マネーの影響が色濃いが、もはや金融引き締めによる過剰流動性吸収を割り当てることができなくなり、その代わりにG7で産油国への能力増強を声高に強調した格好になっている。この点

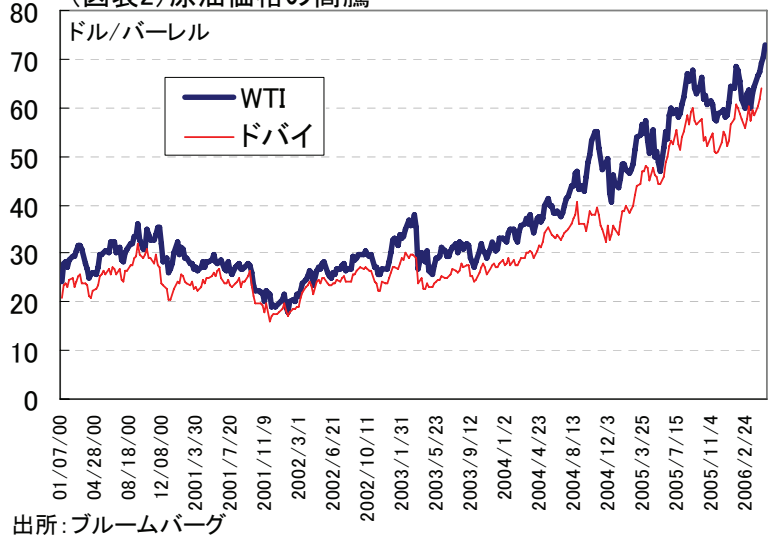
は、G7の声明が実効性の乏しいアナウンスメントに終始したとみられている。米国は、原油高騰と利上げのジレンマに直面し、利上げの継続を取り下げる方向に動いたと読むこともできる。

振り返ると、米国の利上げ打ち止めは、4月18日に発表されたFOMCの議事要旨(3月27・28日)で明らかになった。FRBは、3月時点で、利上げの打ち止めに念頭に置いて議論していたので、早ければ、5月10日のFOMCでFFレートを5.0%にしたところで利上げが終わることになる。原油先物(WTI)で一時1バーレル75ドルを突破したのに、FRBはこれ以上の利上げを用いず、成長拡大を見守ることになる。

(図表1)ワシントンG7の声明文の主な変更点

- 石油価格が高いにもかかわらずインフレは依然として抑制されており、また、世界貿易は増加。
- 我々は、探鉱、生産、エネルギー・インフラ及び精製能力への投資投資を促す。投資が必須であり、産油国は市場参加者が喫緊のニーズを満たせるよう、開放的かつ安全な投資環境を整備すべき。
- 多額の経常収支黒字を有する新興市場エコノミー、特に中国の為替レートの一層の柔軟性が、必要な調整が進むためには望ましい。

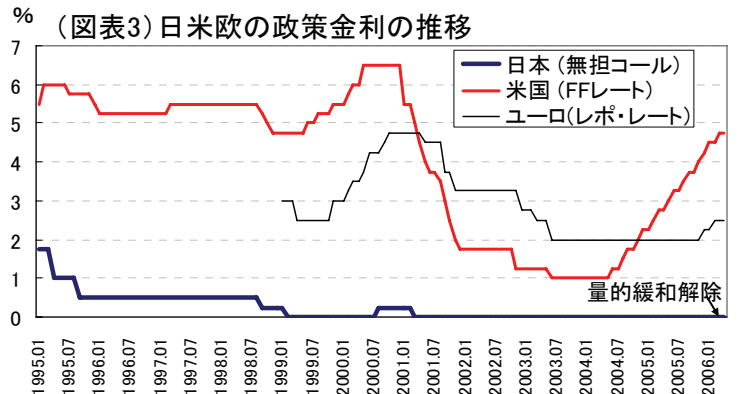
(図表2)原油価格の高騰



米国は短期金利差を縮小させたくない

日銀としては、これまで世界的な利上げモードがゼロ金利解除の追い風だとみていたのであろう。3月9日に量的緩和解除に動いた背景には、ECBが3月2日に二度目の利上げを行ったことがある（2005年12月1日に2年半据え置いた2.0%のレポレートを引き上げ、図表3）。さらに、ECBは6月にも追加利上げに動くという観測もある。

ところが、今回のG7では利上げを打ち止めしたい米国の意向が働き、インフレ・リスクをトーンダウンさせる方向で声明文がまとめられた。単純に考えると、世界的な過剰流動性を吸収するには、日欧の利上げは整合的なものかもしれない。しかし、米国が利上げを止めて、日欧が追加利上げに動けば、日欧との金利差が縮小し、米国への資金流入にマイナスに作用する。そこで、米国からは、日欧の利上げの根拠になり得る原油高騰→インフレ圧力の見方を否定する意向が働いたという訳だ。



同時に、G7の声明文では、為替レートに関する言及も書き改められている。

「多額の経常収支黒字を有する新興市場エコノミー、特に中国の為替レートの一層の柔軟性が、必要な調整が進むためには望ましい」

ここでの対外不均衡是正のための為替調整という表現は新しい。直近に行われた米中首脳会談で、米国が中国に対し、人民元の切り上げの言質をとれなかったことも、G7の声明文で一層の人民元切り上げ圧力が利かされる背景にあるかもしれない。米国にしてみれば、中国の対米赤字拡大が続く中、人民元切り上げのプレッシャーを高めれば、それが中国のドル買いにつながる。人民元の切り上げ観測は、中国の外貨準備の増加を促し、そこで増えた中国の外貨準備が米国債券の買い増しに回ることになろう。それが金利を押し下げれば米国にとっては好ましいことになる。米国は利上げの打ち止めで為替がドル安になっても、日米金利差が維持され、かつ、中国の外貨準備の還流が途絶えなければ、資金流入の継続を守ることができるという意図があるのだろう。

なお、為替に関してはフランスのブルトン経済財務産業大臣が「日本の円と人民元は均衡水準にはない」と、通貨上昇圧力を円に向けようという意図をもった発言を繰り返している。この発言は、ドル安がユーロ高につながるのを防止するために、矛先を円高に仕向けるものである。日本の金融政策は、米欧の思惑に揺さぶられながら、次の一手を考えざるを得ない状況と言えよう。

福井総裁の反応

こうした各国の駆け引きが行われる中、G7に際して行われた福井総裁の会見・質疑応答は、G7声明文とは若干の食い違いをみせている。

「インフレ圧力についてのリスクは、より根底的な理由である世界的な不均衡の問題や、持続的な景気回復の妨げとなったりインフレを強くもたらすリスクのある原油高の問題等に、(G7の声明文に)包摂して書かれている」

「主要国の中央銀行の金融政策は揃って引締め方向にあるが、これは2000年秋のハイテク・バブルの崩壊後の事態に対応した超金融緩和からの復帰過程、いわば return to normality (正常な状態への復帰)のプロセスと性格づけられている」

さらに、谷垣財務大臣が事前に「主要国での金利が上昇傾向にある中で、それがマクロ経済、世界の資金の流れにどういう影響を及ぼしていくか、恐らく議論が行われるのではないか」(4月18日の記者会見)と語っていた点に対しても、「長期金利に特に強い焦点を当てて議論する、ということはない」としている。

福井総裁の会見からは、日銀の金融政策への逆風など全く意に介さない姿勢が読み取れる。谷垣財務大臣にすれば、日銀がもっと長期金利上昇に注意を払う方がよいという意思を持っているのであろうが、福井総裁は長期金利上昇についても、

「①これが世界的な景況感を背景とする動きであり、②世界的にみて株価が概して堅調である、③米国・日本・欧州の長期金利の動きがバラバラではなく連関性を持った現象である」と敷衍してみせている。実は、日銀は吹き始めた海外からの逆風を十分に認識しながら、それを意に介さない強気姿勢をみせたのだと考えられる。

日銀の敵は円高

FRB が利上げの打ち止めに傾き、G7 でも日米欧との駆け引きが始まったことは、日銀のゼロ金利解除が容易ならざる利害関係の中にはまってしまったことを物語る。これは、内外から日銀への政治的圧力だけではなく、為替を通じた圧力にも転化しうる点が要注意である。

FRB の利上げの打ち止めは、潜在的な日米金利差を縮小させ、円高圧力になる。この円高こそ、日銀が利上げに動くとするときの最大の障害となるであろう。歴史的に日銀が円高圧力に弱いことは周知の事実だ。今回も、3月9日の量的緩和解除の当時には、世界的利上げの流れに乗ることができればチャンスだという認識が日銀にはあったかもしれないが、FRB がバーナンキ議長に替わり、政策運営にも微妙な変化が起こった。

足元でやや円高が進む動きがみられるが、まだ本格的な円高局面にはなっていない。先行き、FRB が利上げの打ち止め感を鮮明にして、ECB が3度目の追加利上げに動けば、それが本格的な円高局面を到来させる可能性がある。そのときが日銀の正念場と言えるだろう。

具体的に、日銀のゼロ金利解除の可能性があるのは、2006年では7月14日と10月31日の2つのタイミングである(図表4)。7月であれば、ECB の追加利上げの後になる図式だ。逆にFRB の利上げが打ち止めを6月29日に鮮明にしていれば、7月は米国からの最も風当たりが高まるタイミングとも言える。日銀が7月と10月の解除を両にらみで構えているのならば、7月の解除もまた摩擦が大きいと言える。こうした点で、今後の金融政策については、ますます日米欧の金融政策の関係にも注意しておく必要がある。

(図表4) 各国中央銀行の政策決定会合の日程

