

苦悩するバーナンキ議長のトリレンマ

発表日：5月17日(水)

～グローバル・マーケット混乱の背景を探る～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

円高・株価下落は、米国市場に端を発する。混乱を先導するのは、バーナンキ FRB 議長である。わかりやすさを売り物に登場した議長が、利上げ打ち止めで景気に配慮するのか、原油高騰がインフレに転化するリスクに先手を打つのか、はっきりとしないのが問題だ。さらに、米国の金融政策は、日欧との金利差を維持できなくなり、ドル安にも有効な対応を打てないというトリレンマに直面している。さあ、稀代の理論家バーナンキ議長よ、どうするか。

景気と物価のジレンマ

バーナンキ FRB 議長が試練に立たされている。FF レートを5%で打ち止めするのか、それとも原油高騰が続く中でインフレ懸念に備えてしばらくすれば利上げを再開するのか。今のところ、FRB は金融引き締めアクションについて「インフレ懸念を示すような経済見通しの変化による」と留保条件をつけて、5%の短期金利水準で一旦様子をみる構えをみせている。もっとも、金融政策効果に少なくとも半年程度は効果のラグがあること

を勘案すると、インフレリスクが顕在化してから金融政策を動かしたのでは遅すぎるのではないかと。筆者は、バーナンキ議長が物価と景気のジレンマの間で、本心は景気配慮に軸足を置いていると察している。

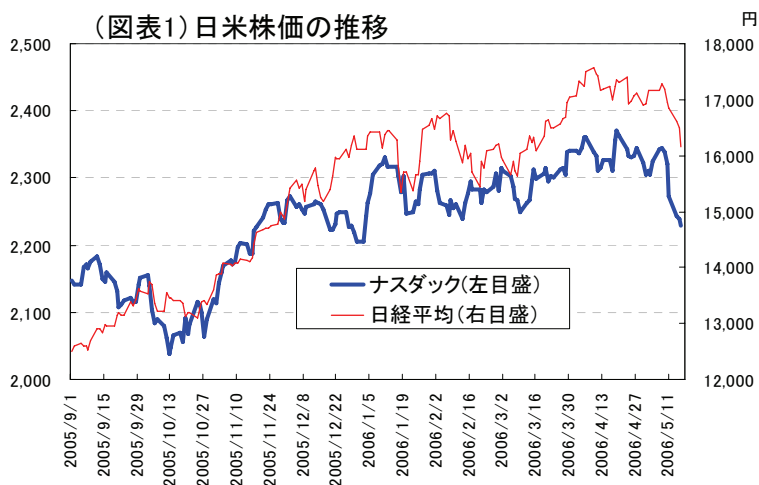
仮に、バーナンキ議長の配慮を好意的に評価したとしよう。留保条件に深い意味があるとなれば、それは市場に対して利上げの含みを残すことで原油高騰の背後にある投機的な動きを牽制するというアナウンスメント効果を維持したという思惑があるであろう（無論、深い意味などなく FOMC 内の対立意見を単に両論併記したのかもしれない）。バーナンキ議長は、期待を操りながら、実体経済に配慮し、投機を牽制する金融政策効果を引き出そうとしているとみることもできる。

だが、バーナンキ議長の意図を巡っては、株式市場がショックを受けている（図表1）。4月27日の議会証言で利上げ休止と受け取られた後、4月29日に「メディアや市場はFRBが利上げを終えつつあると誤解している」と発言したことも混乱を招いた。当初、バーナンキ議長がわかりやすさを重視するという触れ込みで登場しただけに、29日の翻意はわかりにくさを強調した。

筆者は、ここにはバーナンキ議長本人の混乱もあるが、それだけ FOMC 内の見方に対立があるためとも考えられる。FOMC のメンバーたちの悩みの種は、インフレリスクは気になるが、5%以上に FF レートを上げれば景気に悪影響が及びかねないという古典的な物価と経済成長のジレンマだと理解できる。

マンデルのトリレンマ

バーナンキ議長の立場がさらに複雑なのは、4月27日の議会証言でバーナンキ議長が「G7でドル安を協議したと



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。

いう報道は誤りだ。市場が決定するドルを支持している」というもうひとつの訂正発言が絡んでいることだ。金利打ち止め感がドル安を促す流れに対して、それを牽制する発言は、29日の利上げ継続を示唆した発言と同じ方向のアナウンスメントだ。ドル安容認も利上げ打ち止め感も、両方とも困るのである。

ここに隠れた原理は、物価安定と景気拡大に、ドル高維持を加えた3つの要因が相反するトリレンマになぞらえられる。国際金融のトリレンマとは、①独立した金融政策、②自由な資本移動、③為替レートの安定、の3つが鼎立しないという考え方だ。若き日の経済学者ロバート・マンデルが示した国際金融の原理である。オープンマクロの世界では、中央銀行が国内景気に配慮して金利引下げを行うと、資本流出が起こって緩和効果が打ち消され、通貨は切り下げ方向に不安定化する作用が起こる。自由な資本移動(②)を前提にすると、景気配慮の金融政策(①)と、通貨価値の維持(③)が同時に成り立たないという図式である。今の米国では、FRBが景気配慮を意図して金利打ち止めに転じる姿勢をみせると、ドル安という副作用が避けられない。資本流出を警戒する米国は、高金利政策を続ける構えをみせながら、高いドルの維持のスローガンを降ろせないという宿命を負っている。

バーナンキ議長は、かつてグリーンズパン前議長とルービン財務長官が巧みに封印してきた金融政策のトリレンマというパンドラの箱を開けてしまったとも表現できる。マーケットの混乱は、景気と物価のバランスに苦慮する金融政策の逡巡を市場に見透かされ、バーナンキ議長への不信がドル高維持への不安感を想起させたということでもあろう。

ドル高の反動

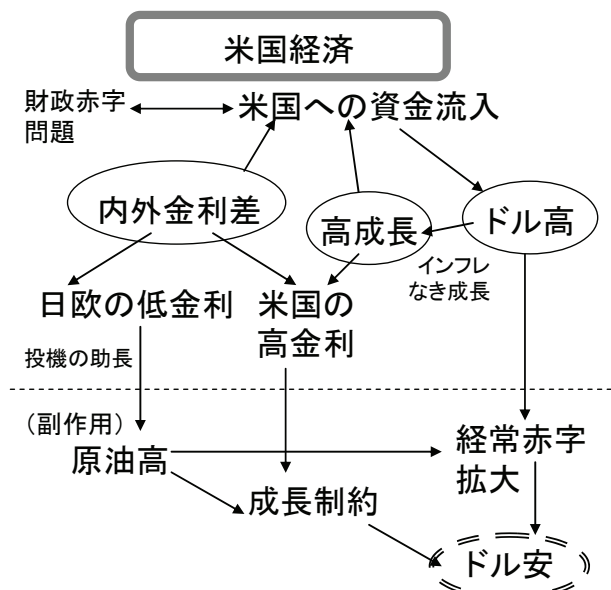
なぜ、今、ドル安への調整を余儀なくされているかを理解するために、そもそも米国がドル高を維持できてきた背景を振り返ってみたい。

これまで日欧から米国への巨大な資本移動は、多かれ少なかれ米国が相対的に金利が高いという政策金利差と、米国の経済成長期待によって支えられてきた(図表2)。日本側では超低金利が続き投資環境も厳しかったので、投資資金がドル資産に振り向けられる指向が強かった。米国はこうした金利差の存在を前提にして、経常赤字国であるにもかかわらず、実力以上に資金流入を通じて割高でない資金調達を可能にしてきた。「割高でない資金調達を可能にしてきた」という意味は、米国が資金流出を契機にして悪い金利上昇が起こるかもしれないリスクを回避できてきたという意味である。

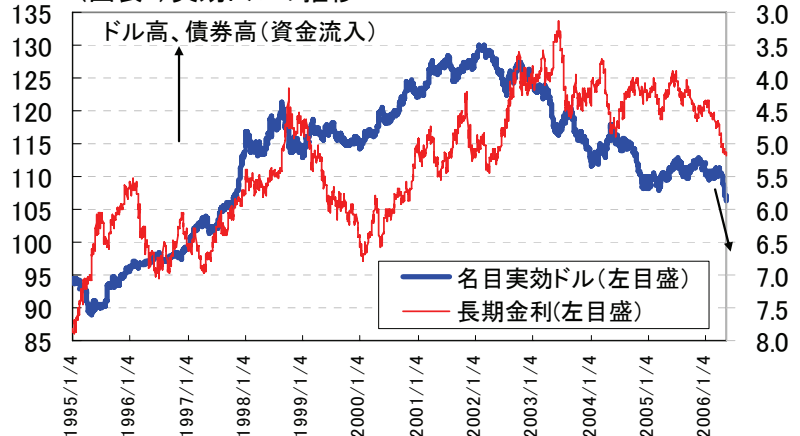
ただし、こうしたドル高体制は、経常赤字が巨大化し、資金移動の規模が大きくなり過ぎると、自ずと高値警戒感から自律的調整圧力を受ける。

すでに90年代を通じて進んできた実効ドルの上昇は2003年から一旦調整しはじ

(図表2) 米国への資金還流メカニズム



(図表3) 実効ドルの推移



出所: 米国連邦制度準備理事会

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。

め、2004年6月から始まったFRBの短期金利引き上げによってその調整が一服してきたところである（図表3）。
 米国の短期金利の引き上げは、日欧との金利差を拡大させて、ドル安調整に歯止めをかける「つかえ棒」になってきたと理解できる。

ドル円相場についても、2005年夏場以降は110円/ドル以上の円安局面になっていた。この時期には景気拡大が進み、対日株式投資が活発化したにもかかわらず、円が売られたことは一見すると特異だった。ここには量的緩和政策を通じた流動性拡張が、円資金で資金調達をして、ドル投資を増やす行動を活発化させる資金の流れが隠れていたと考えられる。外国人投資家の円キャリートレードもその一例である。

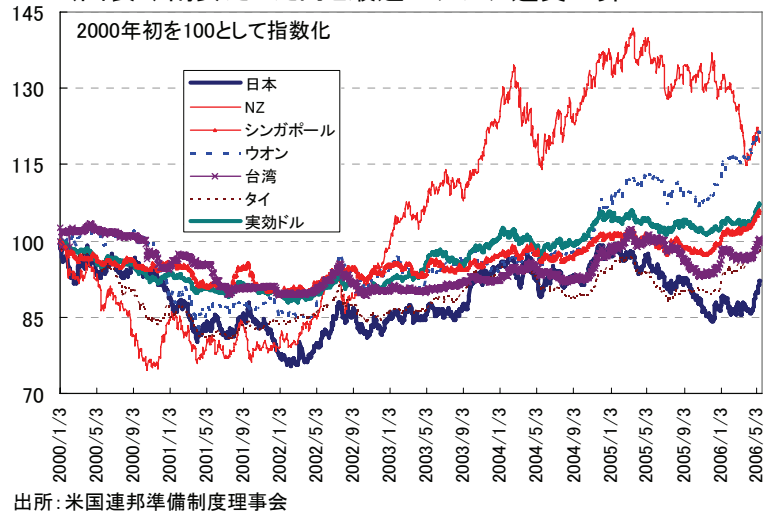
この時期を含めて、各国通貨価値の時系列推移をみると、円の価値が最も割安な水準に据え置かれてきたことは確かだ（図表4）。
 ここには量的緩和政策が、無限大の信用拡張を可能にするメカニズムを通じて表面的な金利差以上に、海外資産への円資金の信用供与（円売り圧力）を促していた可能性はある。

世界中の高金利通貨には、円資金の信用供与がレバレッジを効かせた投資資金が流入し、通貨切り上げ圧力がかかったのである（図表5）。

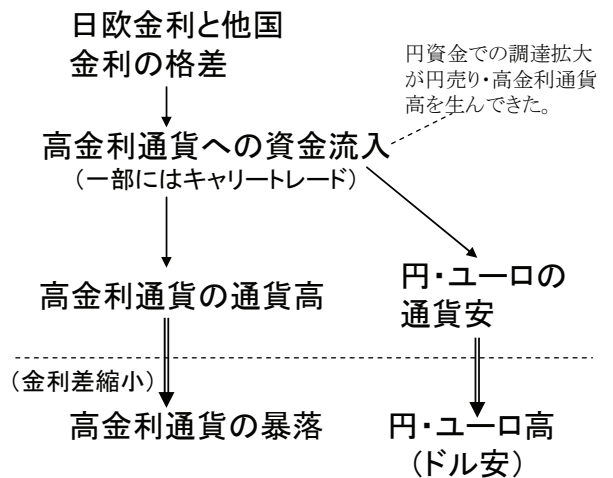
一方、このメカニズムは日銀の量的緩和解除やECBの利上げ開始によって、変更を余儀なくされている（図表6）。世界的な超金融緩和局面の転換が、2005年度後半に蓄積した円調達・外貨投資の巻き戻しを生じさせていると見ることもできる。

最近、各国通貨の中で、顕著に下落しているのは、ニュージーランドドルやアイスランドクローネ、ハンガリーフォリントなどである。これらの高金利通貨の下落は、円資金で調達し、高金利通貨に投資するというキャリートレードの構図が変更を余儀なくされたためと説明することができる。同じ脈絡で考えると、市場規模の小さい新興国の通貨下落は、次第にドル安調整へと波及するはずだ。各国アジア通貨の方は4月21日のワシントンのG7に前後して上昇傾向が強まっている（前掲図表4）。ワシントンG7以降の円高・ドル安も、円の隠れた信用拡張が揺り戻され、屋上屋を重ねてきたドルが再調整を始めたと理解できる。

（図表4）割安だった円と最近のアジア通貨上昇

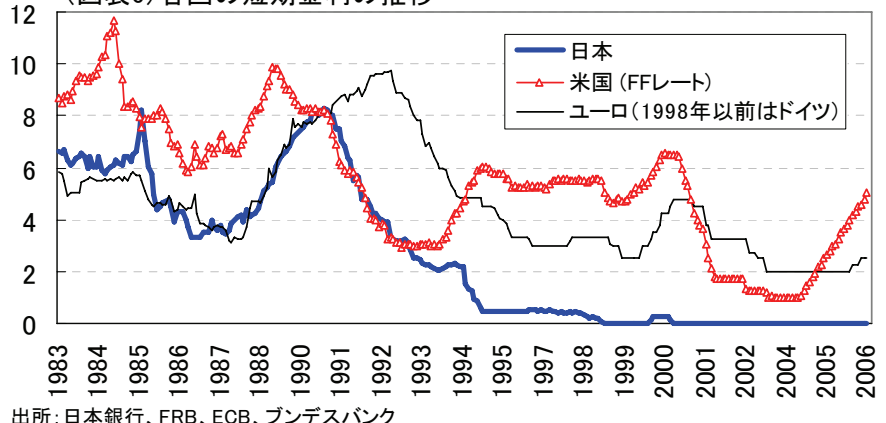


（図表5）米国との金利差縮小が起こす巻き戻し



ると、市場規模の小さい新興国の通貨下落は、次第にドル安調整へと波及するはずだ。各国アジア通貨の方は4月21日のワシントンのG7に前後して上昇傾向が強まっている（前掲図表4）。ワシントンG7以降の円高・ドル安も、円の隠れた信用拡張が揺り戻され、屋上屋を重ねてきたドルが再調整を始めた

（図表6）各国の短期金利の推移



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。

投機を沈める過程で別の投機が起こる

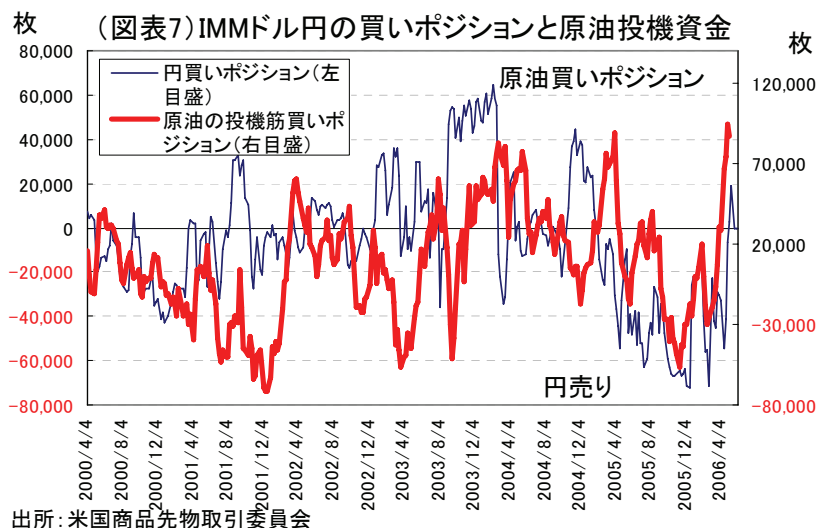
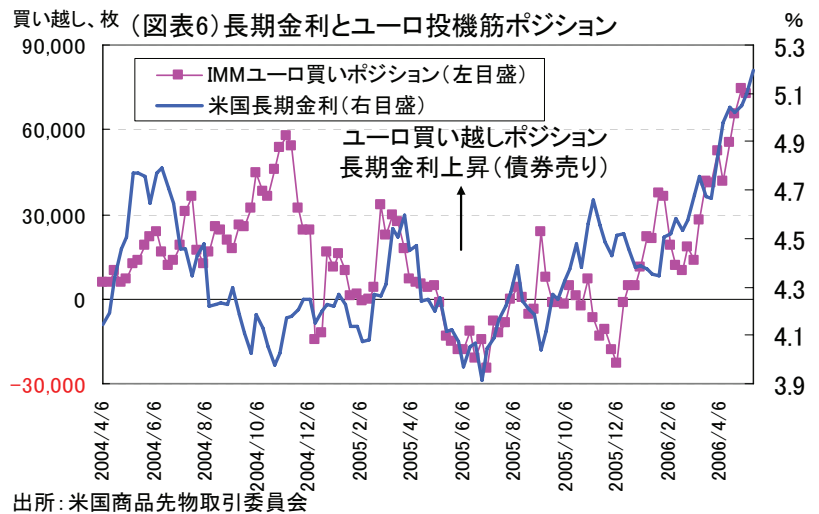
米国経済のジレンマとして原油高の問題もある。原油高は、BRICS 諸国を含め世界経済の拡大の「結果」である面がある一方、投機的なマネーの流入が「原因」となって価格高騰を煽っている部分も小さくない。バーナンキ議長の物価と景気のジレンマは、原油を巡る問題と言い換えることもできる。すなわち、景気が拡大するから原油が高騰し、原油が高騰するからインフレリスクが高まる。この原油高騰を抑えるには、投資的な資金を抑えるために、金利を引き上げ続けねばならない。しかし、それは同時に景気のオーバーキルを生むリスクをはらむ。

難しいのは、今の原油高騰が、米国の金融引き締めだけでは十分ではなく、世界的な金融引き締めを伴わなければ抑え込めないところである。前述のように世界的な金融引き締めは、ドル安調整を加速させる。しかも、各国が世界的な金融引き締めに舵を切ったとしても、投機の抑制はすぐには成果を表せず、その過程では投機的マネーがいくつかの市場を行き来することになる。

すでに為替市場では、ドル売りの裏側で投機的なユーロ買いが起こっている。シカゴの IMM 通貨先物市場では、投機筋の通貨ポジションが円の買い持ち高を急低下させる一方、ユーロの買い持ち高を急上昇させている。奇妙なことに、米国の債券売り（金利上昇）が進むと、IMM のユーロのポジションが膨らみ、同時に円の買い持ちが減ると、米国商品先物取引委員会（CFTC）の原油先物の建て玉が膨らむという関係がみられる（図表 6、7）。一連の関係をつなぎ合わせて考えると、円売り・ドル買いの後退は、米国債券売り・ユーロ買い・原油高の流れに転化したと解釈できる。世界の過剰流動性は、世界的な引き締めの初期段階では、投機資金が金融市場の間を大きくスイングして、別の投機へと変換されているのである。

もっとも、こうした投機がなくなるには、世界的な金融引き締めがある程度まで進まなくては行けない。じゃぶじゃぶになった過剰流動性の水位を大幅に引き下げるまでは、ある程度の投機と付き合わねばならないと考えられる。投機的マネーを兵糧攻めにするには時間がかかるというところに苦しさがある。

まとめると、今のグローバル・マーケットの変動は、米国と海外金利差がかなり縮小する中で起こっている過剰流動性の調整過程とも理解できる。そこには、投機の沈静化と同時に、ドル安リスクが顕在化するという副作用が隠れている。投機のエネルギーが原油市場に集まっている間は、米国のインフレリスクが高まることになり、前述のトリレンマに陥る。バーナンキ議長が直面している方程式は、かなり複雑な構造の上にある。



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。