

## 東京G7で日本はどう振る舞うか

発表日：2008年2月5日（火）

～日本と米欧の間にある政策動員の温度差～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 5221-5223)

東京で開催されるG7では、サブプライム問題の実体経済への影響が議論される見通しである。日本は政策発動の余地が乏しいだけに、何を実行するかよりも、どう振る舞うかが注目される。また、直接的に為替問題への言及がなかったとしても、欧州の金融政策のスタンスに変化があれば、ユーロとドルの関係も変わり、間接的に将来の日本の金融政策へ影響してくる。

### 現状認識は下方修正へ

2月9日に東京でG7（先進7か国財務大臣・中央銀行総裁会議）が開催される。今回は（1）サブプライム問題の実体経済への影響、（2）格付け機関の監視強化、証券化商品の時価評価など金融安定化のための体制、（3）ソブリンウェルスファンドを含めたファンドの透明性問題、などが議論される見通しだ。日本が8年ぶりの主催国となるほか、先進7か国以外に中国、韓国、ロシアを招いて特別会合も開かれる。

今回のG7は、この半年で世界経済・金融市場は激変を遂げていることを受けて、前回とは様変わりな緊張感のあるものになりそうだ。前回10月のG7の声明文では、冒頭「世界の経済成長は、力強い成長が5年目に入っている」とした上で、「我々の経済全体のファンダメンタルズは引き続き強力であり、新興市場国も、世界経済の強さに重要な刺激を与える」と自信を誇っていた（図表1）。ところが、サブプライム問題の深刻さが認識されるに従って、このところ実体経済への悪影響が心配されている。

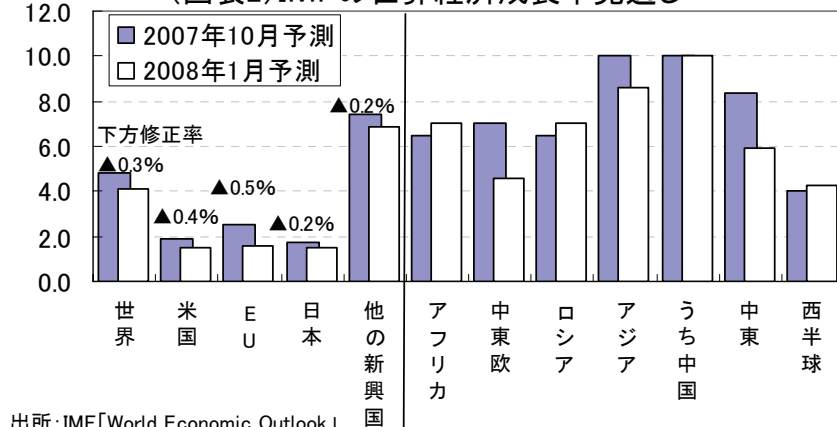
G7の認識を考える上で参考になるのは、IMFの世界経済見通しである。1月29日に発表された見通しでは、冒頭の総括文で「金融の混乱の影響を受け、世界経済の成長は緩やかなものとなってきた」とし、先行きの「経済見通しは引き続き下振れリスクの方に偏っている」と結んでいた。この総括文は、2007年10月のIMFの経済見通しで「総じて健全なファンダメンタルズと新興市場国・地域の力強いモメンタムに支えられて、世界経済成長率は4・3/4%と好調な水準を維持するとみられる」としていたのとは大きく書き換えられている。実は、半年前のIMFの総括文は、前回G7の声明文がほぼ同じ評価であった。それを勘案すると、今回のG7の声明文もIMF見通しと同様に大きく書き換わりそうだと推察される。

なお、IMFの各国経済成長の見通しでは、米国が2008年見通しを▲0.4%ポイント下方修正し、欧州が▲0.5%

### （図表1）前回G7の共同声明文・冒頭

世界の経済成長は、力強い成長が5年目に入っている。最近の金融市場の混乱、原油価格の高騰、米国の住宅部門の弱さは、成長を減速させるだろうが、我々の経済全体のファンダメンタルズは引き続き強力であり、新興市場国も、世界経済の強さに重要な刺激を与える。

（図表2）IMFの世界経済成長率見通し



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。見通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。

ポイント下方修正、新興諸国でも若干の下方修正を加えている（図表2）。G7の見解でも、新興国経済の成長力が世界経済の牽引力になりうると評価を維持するかどうかという点で、いわゆるデカップリング論が試される。

### 日本はどう振る舞うか

G7で注目されるのは、ほかならぬ日本の振る舞いである。日本は7月の洞爺湖サミットの前哨戦として、G7でも通貨・経済政策の分野でも存在感を見せたいところだろう。しかし、政策対応に関しては、米国が矢次早に対応策を打ち出しているのに対して、議長国である日本には能動的に政策を動かせる余地は乏しい。日本の閣僚からは、日本経済に関して「景気は回復基調。今の時点で景気対策は必要ない」（大田経済財政大臣）、「今のところ、一喜一憂する状況ではない。しっかりと（株価を）見守っていきたい」（額賀財務大臣）という発言が出ている。先日のダボス会議でも福田総理は、講演の中で「日本経済は、財政出動に頼らず、長期にわたる緩やかで着実な成長を続けています」（1月26日）という微妙な言い回しを使っていた。

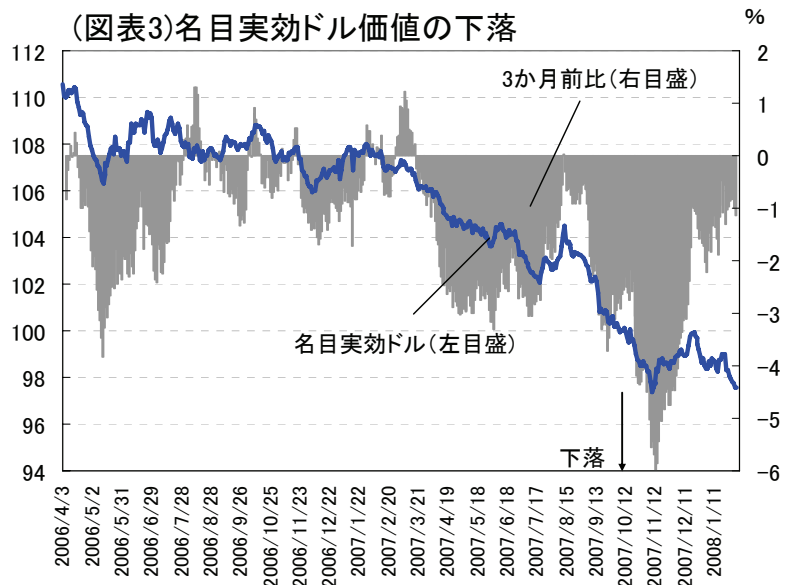
世界の中の日本の役割を考えると、日本政府自身が何を実行するかよりも、どう振る舞うかが注目である。議長になる額賀財務大臣も、「日本の経験を踏まえ、米国にいうべきことがあれば言う」と語っている。確かに、日本の役割は、額賀大臣の言うように、日本が発するメッセージの方に重きが置かれるのかもしれない。今のサブプライム問題は恐ろしいくらいに日本の不良債権問題の体験をなぞっている。かつて日本は当初公的資金の活用をためらい、そして紆余曲折を経て、公的資金を入れることを容認した。大手金融機関は、公的資金のバックアップで自己資本を補償して、潜在的損失への引当を行った。不良債権に直面した国では、当初は問題を過小評価しがちになり、後々、素早くシステム不安を封印することがしにくくなるという教訓である。日本はその経験を元にして発言することができる。

翻って、米国ではモノラインはシェア9割を占める大手4社のうち最大手2社が損失を出し、そのダメージが社債・地方債市場に大規模に波及しようとしている。米国では、銀行による奉加帳方式でモノラインの救済を救済しようとしているが、そこには税金投入をためらう心理がある。ここは日本と似ている。システムの要（かなめ）に、銀行支援を経由させる方法を含めて、直接・間接的に公的支援を行うことは、システムリスクを封印するために有効であろう。

かつて、米国のグリーンズパン議長は、速水日銀総裁や訪米した日本の政治家に、S&L危機の教訓を説き、不良債権を逸早く銀行のバランスシートから分離処理することを提言した。今はおそらく日米で逆の立場にある。今まさに日本はグローバルな金融危機に対して有効な経験を述べる立場にあるのだろう。

### 金利差縮小の影響を受けそうな日銀の金融政策

今回のG7の中心課題は為替問題ではなさそうだ。しかし、為替への影響を読む上では、直接的な言及はなくとも、G7の影響を軽視してはいけないだろう。特に、FRBが大幅な政策金利の引き下げに動いている点は、間接的に日欧との政策協調に関係してくると認識しておくべきだ。名目実効ドルの推移をみると、年初から一時的に歯止めがかかっていたドル安の動きがここにきて変化しそうな気配がある（図表3）。米欧の政策金利差は、



出所:FRB

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。

FRBが1月22日に▲0.75%の緊急利下げに動いて以来、3.00%のFFレートと、ECBの金利4.00%との間で逆転している。常識的に考えれば、米欧金利差の縮小はドル安ユーロ高を引き起こす。ドル価値は一層下落してもおかしくない。

単純にそうならないのは、米国の利下げと1,500億ドルの減税政策のポリシーミックスを通じて景気でこ入れの効果が期待されるからだ。ブッシュ減税は、法案通過が2月中にうまくいけば2008年4月以降の個人消費を下支えできる。2007年9月から開始されたFRBの利下げ効果も、ようやく期間が半年近くを経過して、そろそろ実体面で効き始める時期にさしかかっている。

一方、限界的な変化が注目されるのは、ECBである。ECBは金融機関の損失拡大などを受けて、市場では利下げに転じる観測が現れたが、このところ「ECBの最優先事項は物価の安定だ」（1月24日、トリシェ総裁）と牽制発言をしている。とはいえ、利下げ観測はくすぶり続けるだろう。すでにBOEは2007年12月に利下げに転じている。スペインのソルベス経済・財務相も「ECBの中で利下げを行うべきかを巡っての深刻な議論がある」（1月24日）と牽制めいた発言をしている。春先から初夏にかけてECBが景気配慮に転じる可能性は否定できないので、G7でもその兆候を読み取ることは重要になる。

そこで、日本の金融政策は、仮にECBが利下げに転じ、ユーロ高の流れがドル安・ユーロ安へと変化すれば、円が対ドル、対ユーロで上昇する可能性がある。そうなれば、円高反応して、日銀の金融政策には内外金利差の縮小を緩和するために、金融緩和の圧力が強まる。2008年前半は、東京G7に続き、ワシントンで次回G7が開催される予定である。欧州の態度が変化すると、日銀への利下げ要請が一気に強まるという見方もできる。日本にしてみれば、短期金利水準が0.50%と緩和余地が非常に限られているが、90年代央に日銀が為替に配慮して緩和路線を採っていたように、利下げに動かされる可能性はあるとみることができる。

## 中国との関係

これまでのG7の声明文には、「我々は、人民元の柔軟性を向上させるとの中国の方針を歓迎しているが、（中略）人民元の実効為替レートより早いペースでの増価を許容することが必要と強調する」と記されていた。日本が議長国になり、中国が特別会合に出席する東京G7で、中国を名指した声明文の言及はどのようなのであろうか。

人民元に対する言及は、これまでの米国の政治的なスタンスを極めて色濃く反映していた。特に、ポールソン財務長官が、人民元改革の推進を強調してきた経緯がある。実は、日本は以前のG7声明文で、「為替レートの柔軟性を欠く主要な国・経済地域」という表現で為替操縦国に擬せられていた時期がある。日本にはそうした嫌な思い出があるだけに、人民元批判の文言をも除去したいという暗黙の願望があるだろう。この点、ドイツのシュタインブリュック財務相は、人民元の一段の柔軟性に関し、中国に公然と圧力をかけることは意味がないという考えを、「（声明文の為替の文言について）以前よりも明確にわれわれ（の立場）を表現することは妥当だと思う」と述べている。この発言は、G7の声明文において人民元だけを名指しする表現方法を修正することに寛容な態度を持っていると理解される。こうした為替への言及も、日本が議長国としてどう振る舞うのかをみていく上で注目される。

## G7をみる視点

往々にして、我々はG7が開催されるということで、政策協調に期待感を抱きがちだが、客観的にみて、G7だけを過大評価することはできない。FRBの金融政策やブッシュ政権の減税といった既知の政策パッケージに止まらず、欧州首脳がどういった現状認識を持ち、また日本の経済政策に各国がどんな注文がつけてくるか、という状況変化を読み取ることである。逆に、各国首脳が「米国の経済対策の効果を見守る」などと消極的なコメントに終始すれば、それは政策対応として追加的情報にはならない。

---

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。

逆に、中長期的にあまり好ましくない表明がなされる可能性もある。報道では、英独仏伊の欧州4か国は、銀行の連結対象外に置かれているSIVファンドの情報開示を共同提案するとされている。こうした規制強化は、シティグループがSIVファンドを含めた決算で巨大損失を計上したことに象徴されるように、銀行システムにはショックが加わることを示す。1年前のエッセンのG7では、欧州はヘッジファンド活動の透明性を主張していたが、実際はそうしたルール作りは基本的に平時の管理体制の問題の延長である。G7で行われる情報発信には、そうした規制のあり方も含まれるので、マクロ経済政策とは別にどのような影響を与えるものかを考えることも必要であろう。