



# トランプ政権の通貨安誘導 批判に応える道筋

石田 護

トランプ米大統領は、日本と中国がそれぞれ金融政策と市場介入によって自国通貨安を誘導して、アメリカの生産と雇用を奪ってきたと批判している。日本は金融緩和が円安を意図したものではないと反論している。しかし量的金融緩和決定の経緯からトランプ大統領の主張を一概に否定することは難しい。さりとて日本はアメリカの圧力によって金融政策が制約されることを受入れる訳にはいかない。

通商為替問題は日米経済対話で交渉される。過去の日米通商交渉では歴代米政権は日本に通貨高、市場開放、内需拡大の圧力をかけ、それに市場が反応してきた。トランプ大統領の強い決意から今回も同様のことが繰り返されるおそれがある。金融財政政策の余地を尽くした日本はどう備えることができるだろうか。

私はトランプ大統領の批判を金融政策と市場介入についての問題提起と捉え、国際社会がそれに関する事実と考え方を整理して一定のガイドラインを策定すれば、各国の経済運営とグローバル経済安定を援けることになると考えている。その先の課題は為替レートの均衡相場からの乖離と乱高下を防ぐ仕組み探しである。

## I. 通貨安政策批判の検証<sup>(1)</sup>

### 1. 日本銀行の量的緩和政策と円安

日本銀行の量的緩和政策は、日本銀行が、2001年3月19日、金融市場調節の主たる操作

目標を金利（無担保オーバーナイト・コール）から当座預金残高（マネタリーベース）に変更したことから始まった。日本銀行は当面の操作目標を5兆円とすると、金利はゼロ近辺で推移すると予想した。その後、当座預金残高目標は2004年1月の35兆円に至るまで9回引上げられた。日本銀行に円安誘導の意図はなかったが、量的緩和が供給した流動性は円売りキャリートレードによって海外に流出して円安を引起した。2007年2月末から3月初旬にかけて円売りキャリートレードの残高が買い戻されると資本が日本に還流し、円は1ドル121円から115円に高騰した<sup>(2)</sup>。

2008年11月に米連銀が決定した金融緩和政策もドル安を意図したとは考えられないが、ドル安円高が進展、2011-2012年には1ドル80円前後の円高水準で推移した。安倍晋三三期総理は、2012年12月、米連銀など各国中央銀行の金融緩和政策で円高になったことへの自衛として、マネタリーベース残高を拡大して1ドル90円程度に是正することに賛同すると語った<sup>(3)</sup>。岩田規久男氏は、日本銀行副総裁就任の直前、マネタリーベースが10%増えると期待物価上昇率が0.44ポイント上昇し、期待物価上昇率が2%上がれば、為替は15円の円安、日経平均株価は4,000円上昇すると説明した<sup>(4)</sup>。実際に日本銀行が量的質的金融緩和政策を実施すると円は1ドル80円前半から100円前後に下落して、企業収益改善と株価上昇をもたらした。

石田 護：伊藤忠商事理事、吉林大学 中日経済共同研究中心研究員

日本銀行が、2014年10月31日、追加緩和に踏み切ると、円は1ドル100円近辺から120円前後に下落した。日本政府も日銀も量的緩和政策の目的はデフレ脱却であって円安誘導ではないと説明してきた。

## 2. 欧州中央銀行の量的緩和政策とユーロ安

欧州中央銀行（ECB）は翌2015年1月22日に量的緩和を決定した。2014年には、フランス中央銀行総裁クリスチャン・ノワイエ氏が「ユーロを一層押下げるべきではない」と語るなど、フランスや南欧諸国でユーロ安の要求が高まっていた。ドイツの正統的見解は「ドイツマルクのように強く硬いユーロ」であったが、ドイツ連銀出身のオトマール・イッシング元ECBチーフエコノミストでさえ「ユーロの穏やかな減価は輸出を援け、EU経済を利する」と考えていた<sup>(6)</sup>。

ECBの量的緩和はユーロを下げて経済活性化を図ったものと考えられたが、ECBはQE決定日に「ECBに課せられた物価安定達成の責務を果たすためである」と声明した。記者会見で「為替レートがインフレ率の変化になって表われるモデルを語る中央銀行がある。ECBにもかかるモデルがあるとして、目標インフレ率を達成するにはユーロの名目為替レートは如何ほど低下しなければならないか」と問われたドラギ総裁は、「為替レートは政策目標ではない。為替変動は主要経済の異なる金融政策サイクルと異なる景気回復の道程の結果である」と答えた。ユーロはECBのQE決定を受けて直ちに下落を始めた。フランクフルター・アルゲマイネ紙は「欧州は日本が辿った道を追いかけた」とコメントした<sup>(6)</sup>。米日欧の量的金融緩和政策が供給した大量の資本が国境を超えて移動して、為替変動の振幅を拡大した。

## 3. 中国の市場介入：人民元買い支えへ

中国などの新興工業国は先進経済の自国利益中心の金融政策が引起す資本の流入流出に翻弄されてきたという思いが強い<sup>(7)</sup>。中国は2016年10月1日付でSDR構成通貨となった人民

元を自由使用可能通貨とすることを期待されているが、そのために資本規制を外すと人民元が不安定化して、中国経済の安定が脅かされる。中国人民銀行周小川総裁は「管理された交換性の考え」によって投機的資本移動を管理すると宣言したが、2015年8月、中国人民銀行が市場実勢に合わせるためとして人民元基準レートを4%切下げると、人民元先安感が高まって合法的取引による資本と正体が定かでない熱戦が大量に流出した。一般の中国人居住者の資本逃避も急増した。中国人民銀行易綱副総裁が総裁助理時代の2006年、「人民元は現在非常に強いが、弱くなる可能性もある。中国人は現実的な国民であって、ドルであろうがユーロであろうが、価値と収益が維持できる通貨を選択する」と述べていたことが現実となった<sup>(8)</sup>。当局は個人の外貨両替枠年5万ドルの手続き強化をした。中国は人民元買ドル売の市場介入で多額の外貨準備を失った。

中国は経済成長を確保するため意図的に人民元過小評価を維持した時期があったが、近年は人民元国際化過程で人民元を漸進的に切り上げてきたので、人民元の過小評価はおおむね解消した。最近の市場介入は人民元押下げではなく、人民元買い支え、或は、人民元レート変動を平準化するスムージング・オペレーションとして行われることが多い。

## II. 日米通商為替交渉の歴史と展望

### 1. 円が翻弄された歴史

1970年代以降の日米二国間交渉の歴史は、アメリカの強硬な要求あるいは米大統領や高官の発言に市場が反応して、円が乱高下しつつ過度な円高水準に押し上げられたエピソードの歴史であった。

先ず、1970年代後半、カーター政権は、日本と西独に財政拡大と通貨切上げを求めた。円はブルーメンソール財務長官のドル・トークダウンに反応して高騰し、政権発足の1977年1月の1ドル291円から翌1978年11月の191円に上昇した。続くレーガン政権はドル安円高に

よる日米貿易不均衡是正を選択した。1985年9月のプラザ合意時に1ドル240円であった円は1986年12月の162円に急騰した。しかし、アメリカの貿易赤字は1985年の1,485億ドルから1986年には1,698億ドルに増加した。その三分の一が対日赤字であった。アメリカは円高がまだ不十分であるとの論理で一層の円高圧力をかけた。ポール・ウォーカー米連邦準備制度理事会議長が「ドル下落を予告したがっていたかのように」と形容したジェームス・ベイカー財務長官のドル・トークダウンに市場が反応して、1987年2月21日のルーブル合意時には153円台にまで下落した。ルーブル合意は、ドル・円レートとドル・ドイツマルクレートを中心相場を定め、その上下2.5パーセントで市場介入を、5パーセントで政策調整の協議に入るという参考相場幅（reference range）によってドルを安定させる試みであった。アメリカが参考相場幅を主張したのは参考相場圏（reference zone）には内外の反発が強かったからである<sup>(9)</sup>。残念なことにドル下落が止まらない状況で生まれたルーブル合意は失敗を運命づけられていた。この激しいドル安円高の動きに日米金利差は無関係であった。

クリントン大統領の日米貿易不均衡是正策は、1993年4月、彼が宮沢喜一首相との会談で語った円高、日本の内需拡大、産業分野別協議の三位一体政策であった。翌1994年2月、細川護熙首相とクリントン大統領の首脳会談が日本の経常黒字などに数値目標を設定するというアメリカの要求を日本が拒否して物別れに終わると、円は102円に急騰した。1995年4月19日の1ドル79円75銭は、米議会の対日制裁ムードを背景に自動車とその部品に関する日米紛争が泥沼化する中で発生した。クリントン政権が為替を「通商政策の道具」として使ったことの帰結はまたしてもドル危機であった。その克服には、ルービン財務長官の「ドル高はアメリカ経済に有益。為替相場を経済や通商政策の道具に使わない」という新思考と、日米独の協調介入など主要国の政策協調が必要であった<sup>(10)</sup>。

アメリカの経済学者たちが円高圧力正当化の

理論を提供した。ポール・クルーグマン MIT 教授は、85年のプラザ合意以降、為替レートの変化に2年遅れて貿易量に変化したことを確認し、為替レート調整による貿易不均衡是正は「機能する」と結論付けた<sup>(11)</sup>。更に彼は80年代のドル高時に失われた市場を取り戻すには一定期間ドルのアンダーシューティングが必要かも知れなかったと書いた。アメリカの経済学者たちはアメリカが過剰消費体質を改めなければ円高は対日輸入を他のアジア諸国からの輸入に切り替えるだけであることを見落とした。実際に1980-1990年代の円高で日本企業の多くは中国等アジア諸国に生産の場を移し、アメリカの日本からの輸入は中国等アジア諸国からの輸入に切り変わった。

## 2. 日米経済対話に備える

トランプ大統領は2017年2月10日の日米首脳会談後の記者会見で「通貨切下げについて私は長い間不満を訴えてきた。大方の予想よりもずっと早く、我々は公平な条件になるだろう。それが貿易で公平に競争できるようにする唯一の道だ」と語った。彼は日本の自動車市場が閉鎖的であると非難してきた。米歴代政権は為替と通商は米貿易赤字を引起す一体の問題と認識して、市場が荒れることは承知の上で、あるいは意図的にそれを武器として、為替と通商を絡めて日本に圧力をかけてきた。「大方の予想よりもずっと早く」とは、2018年の中間選挙までには有権者に貿易赤字削減の一定の成果を示す必要があるからであろう。

アメリカの問題は、日米、中米の通商為替交渉によって円安、人民元安を修正したところで、トランプ政権が景気回復期にある米経済を更に大型減税、軍事費増加、インフラ投資拡大などで刺激するならば、貿易赤字は減少しないと考えられることである。過剰消費を更に拡大しながら貿易赤字解消を期待するというのは論理矛盾である。敢えてそれを試みるとすれば、貿易赤字相手国に過大な通貨高圧力をかけざるを得ない。トランプ政権も歴代米政権に倣い通商上の譲歩を引き出すため円高要求をエスカレート

すると予想される。警戒すべきはトランプ政権が今後の通商協定に盛り込むとされる為替条項である。因みに、米上下両院で民主共和両党の多数は為替操作に対する強制規律を TPP と将来すべての FTA に盛り込むことを求めてきた。当面ムニューチン米財務長官の「長期的にはドル高が好ましい」の考えが出る幕はあるまい。ドル高の思想と為替を通商政策の道具とする交渉は論理的に両立しない。

日本の問題は、金融財政政策出動の余地を事実上尽していることである。1970 年代以降の日米経済交渉の歴史は、アメリカが通商と為替で圧力をかけながら日本に金融財政政策で内需拡大を迫った歴史でもあった。日本としても金融財政政策で対応せざるを得ない状況に追い込まれた。金融政策の典型例はプラザ合意後の円高不況対策としての金融緩和政策である。それは 1980 年代末のバブルを引起すことになった。財政政策の典型例は、1990 年、海部俊樹政権が日米構造協議で 10 年間に計 430 兆円の公共投資を公約したことである。バブル崩壊後、税収は低下したが景気下支えの支出が増加したため、日本の財政は一層悪化した。各時点で財政赤字は景気を維持するために必要と判断されたが、それを年々続けると必ず訪れる財政危機に備えることを先延ばししてきた。その結果、トランプ政権下で円が乱高下あるいは急騰した場合、日本経済への衝撃の緩和するための財政の余力は限定的、金融政策拡大の余地は事実上皆無である。

日米二国間で交渉する限り、日本経済は深刻な衝撃を受ける恐れがある。それ故であろうが、内海孚元財務官は 1990 年代の日米自動車部品交渉の体験から、金融政策や為替の問題は二国間ではなく G7 を中心とした世界で議論することを考えた方がよいと語っている<sup>(12)</sup>。加藤隆俊元財務官も 3 月の G20 財務相中央銀行総裁会議で、為替問題を国際間の合意のもとで対処する原則を米国も含めて確認することが重要になると語っている<sup>(13)</sup>。私も早い段階で多角協議の場に持ち込むことが賢明と考えるが、二国間交渉で各個撃破を図ると決意しているアメリカを

日本一国で多角協議に呼び込むことは容易でないだろう。同じく通貨安を非難されているドイツは制度上 ECB の金融政策を受入れているに過ぎない。日本の自然な協力相手は中国ということになる。

中国政府は外需・投資主導モデルから内需・消費主導モデルへの転換と、2020 年までに GDP と一人当たりの国民所得を 2010 年比で倍増して小康社会を実現するという野心的な戦略目標をみずからに課している。その成功のためには人民元の安定が必要である。中国は人民元の過小評価を概ね解消し、経常収支の GDP 比も 2007 年の 10%弱から 2016 年の 2.4%に低下したが、2016 年のアメリカの対中貿易赤字は 3,470 億ドル、総額 7,343 億ドルの 47.3%であった。トランプ政権は中国との通商協定にも為替条項を要求すると予想される。交渉状況と市場の反応次第で潜在的に不安定な人民元が一層不安定化すると、中国経済の構造転換と小康社会実現に不可欠な年 6.5%程度の安定成長が脅かされる。中国は 1970 年以降の日米経済摩擦の歴史から貴重な教訓を読み取ることができる。

私は多角協議の場でトランプ大統領が非難する金融政策と市場介入に関し一定のガイドラインを策定することに日中が協力することを提唱してきた<sup>(14)</sup>。私の提唱について人民元国際化や東アジア金融協力の研究で知られる吉林大学経済学院院長李曉教授は「2012 年の尖閣諸島国有化以降、政治決断としての中日金融協力は頓挫したが、トランプ政権の圧力に直面している中日両国が金融政策と市場介入のあり方の問題で協調することは必要と考える」と応じた。

### Ⅲ. 量的緩和政策と市場介入に ガイドラインを

2016 年 9 月、中国が主催した杭州 G20 首脳会議は「通貨の競争的な切り下げを回避することや競争力のために為替レートを目標とはしない」ことに合意したが、従来の金融政策による通貨安は黙認するとの考え方が見直されることはなかった。トランプ大統領の金融政策による

通貨安への非難はこうした金融政策の見方に一石を投じるものである。不況時に金融緩和政策が必要なことは言うまでもない。しかし、近年の量的緩和政策には期待された物価上昇と経済活性化の効果は観察されなかったばかりか、主要先進国中央銀行の過激な量的緩和が供給する大量の資本が国境を超えて移動して為替変動の振幅を拡大してきた。逆に言えば、主要先進国が過激な量的緩和をより穏やかな金融緩和にすることに合意すれば、その分だけ資本移動が穏やかになり為替レート変動の振幅も抑制されて、国民経済とグローバル経済の双方に有利な金融環境を取り戻すことになる。国際社会がこうした認識を共有することができれば、それは一定の金融政策協調についての国際合意の基礎となるだろう。

企業は二種の為替変動に翻弄されてきた。一つは、為替レートが経済の基礎条件に合った均衡水準から大きく乖離する misalignment である。例えば、1980年代前半のドル高ではアメリカの電器産業はカラーテレビなどの生産停止と輸入への切り替えを強いられた。1980年代後半以降の円高では日本企業は大挙して生産と雇用を海外に移転した。21世紀の量的緩和政策も為替レートの振幅を拡大してトランプ大統領が不満とする misalignment を引起している。一方の国が国際競争力を高めると他方の国が国際競争力を落とすので、雇用と生産が国境を超えて移動する。企業経営にとっても国民経済にとってもマイナスである。過激な量的金融緩和が為替レートの振幅を拡大してきた部分は量的金融緩和の適正化によって緩和することができる。

二つ目は、為替レートの乱高下 volatility である。それは日本に生産を残した企業が取引の採算に苦慮し、国内での追加投資をためらう要因である。市場介入は為替相場の乱高下を平準化するスムージング・オペレーションとして使われるのであれば、企業経営と一国経済にプラスである。しかし、市場介入は近隣窮乏化の通貨切下げ競争に繋がるおそれがあるので、ジョセフ・ギャニオンは市場介入に関する国際ルー

ル設定を主張している<sup>(15)</sup>。

私は企業財務の経験から、金融政策による通貨安は黙認するが市場介入は認めないという国際社会の暗黙のルールに異論を抱いている。暗黙のルールの根拠は、金融緩和政策の目的は国内経済刺激であって通貨安はその副作用であるが、市場介入は国内生産者を利する通貨安そのものを意図していることである。IMFなどの国際機関、各国の政治家や当局者は、量的緩和による通貨安であれ市場介入による通貨安であれ、相手国への影響は同じであることを知っている。アメリカ政府が国際社会の暗黙のルールを支持してきたのは、金融政策による通貨安誘導が為替操作と認定されると「米連銀の量的緩和政策が中国の直接の市場介入と同じく（或は、それ以上に）為替レートに影響すると攻撃される」と恐れていたことであつた<sup>(16)</sup>。

私はトランプ大統領による日本と中国の通貨安誘導非難を機に、国際社会が金融政策と市場介入について事実と考え方を整理して新たなガイドラインを策定すれば、各国経済とグローバル経済の双方に友好的な金融環境を整備することに繋がると考えている。

#### IV. 終わりに — 将来の課題

その先には、半世紀に亘り各国の企業と当局者を悩ましてきたミスアラインメントと乱高下をどう防ぐかという基本的な課題がある。ブレトンウッズ体制とプラザ・ルーブル合意を回顧した二つの国際会議がこの難問に挑戦した。

第一は、ブレトンウッズ協定調印40周年を機にポール・ウォーカー元米連邦準備制度理事会議長が日米欧の元当局者、バンカー、研究者たちを呼びかけたブレトンウッズ委員会である。共同議長を務めた柏木雄介元財務官は「アメリカは変動相場制に格別不自由は感じて居らず、ヨーロッパは自分たちの通貨統合計画が関心の的で、日本だけが為替相場の無秩序な変動に悩まされ通貨制度改革の必要性を痛感していた。日本は、為替相場のミスアラインメントと乱高下が生産活動や投資に与えるマイナスの影響が

大きく、為替相場の安定性を高める制度改革に取り組む必要があることを強調し、それが委員会の多数意見となった」旨を記している。私なりに委員会のメッセージを解釈すると、先ず主要国が適切な財政金融政策によってマクロ経済の収斂を深め、次に為替相場の均衡水準からの乖離や乱高下を回避するためのよりフォーマルな協調システムを確立するということになる。委員会は、いずれこのシステムには柔軟性のある為替相場のバンドを設定することが可能になるだろうと期待した<sup>(17)</sup>。ルーブル合意で試みられた参考相場幅は貴重な示唆と教訓を含んでいる。

第二は、1985年9月のプラザ合意の30周年の、2015年10月、ジェームス・ベーカー元財務長官がプラザ合意とルーブル合意の設計、交渉、実施に関わった政治家、当局者、研究者を集めたプラザ回顧会議である。プラザ合意はG5（米英仏独日）が大規模な経常収支と為替レートの不均衡を是正するための政策協調であった。プラザ合意は大幅な為替レート調整が経常収支不均衡を是正した意味で成功した。ルーブル合意は下落が止まらないドルを「参考相場幅」によって安定させる試みであった。フレッド・バーグステンは「今はまだプラザⅡの時ではないが、現に展開しつつある不均衡とミスアライメントを正すためやがて同様な政策対応を必要とすることになるかも知れない」と結んだ。

誰もプラザⅡがプラザとルーブルの繰り返しであるなら見たいとは思わないだろうが、見なくて済むようにするには経常収支と為替レートの不均衡を縮小させなければならない。ブレトンウッズ委員会が描いた「主要国が適切な財政金融政策によってマクロ経済の収斂を深め、次に、為替相場の行き過ぎた均衡水準からの乖離や乱高下を回避するためのよりフォーマルな協調システムを確立する」ことがその大まかな道筋である。トランプ大統領の通貨安誘導非難を機に国際社会が金融政策と市場介入に関する一定のガイドラインを策定することができれば、その道筋への端緒となるだろう。

#### 《注》

- (1) 石田護「量的緩和政策と国際通貨情勢の行方」『国際金融』2016年4月号と重複する部分がある
- (2) 竹中正治「円売りキャリー・トレードの実態」『国際金融トピックス』国際通貨研究所133号 2007年3月26日
- (3) Tatsuo Ito and William Mallard “Global currency tensions rise” Wall Street Journal, December 23, 2012
- (4) 「アングル：岩田氏、金融緩和で円安、誘導批判の回避がカギに」jp.reuters.com, March 5, 2013
- (5) Tobias Kaiser “Der Euro auf dem Weg zur Weichwährung” Die Welt, January 31, 2015
- (6) Holger Stektzner “Wie die EZB Vertrauen zerstört” Frankfurter Allgemeine Zeitung, January 22, 2015
- (7) 余永定・張明（林盼青訳）「資本規制と資本決定自由化の国際的新動向」『国際金融』2013年1月
- (8) 易綱「以人民币第一战略促进和平发展」『中国经济报告』2006年12月14日
- (9) 船橋洋一「通貨烈烈」朝日新聞社、1992年12月15日
- (10) 榊原英資「日本と世界が震えた日」中央公論新社、2000年3月
- (11) Paul Krugman “Has the Adjustment Process Worked?” ‘International Adjustment and Financing: The Lessons of 1985-1991’, Institute for International Economics, 1991
- (12) 日本経済新聞2017年2月14日
- (13) 日本経済新聞2017年2月12日
- (14) Mamoru Ishida “Responding to Trump’s currency accusations” Japan Times, February 21, 2017, 及び、石田護「どうする通貨政策：トランプ大統領の挑戦に備える」『金融財政ビジネス』時事通信社、2017年4月6日
- (15) Joseph E. Gagnon “Foreign exchange intervention since Plaza Accord: The need for global currency rules” The James A. Baker Institute, 2016.
- (16) Fred Bergsten “Time for Plaza II?” ‘International Monetary Cooperation: the Lessons from the Plaza Accord after thirty years’ Peterson Institute for International Economics, April 2016.
- (17) ブレトンウッズ委員会日本委員会編「21世紀の国際通貨システム・ブレトンウッズ委員会報告」金融財政事情研究会、1995年2月16日