

通貨の信認とは

河村小百合

私たちは日ごろ、何の疑いもなく、「円」という通貨を使っている。それはなぜだろうか。この国の法律で、円が法定通貨（法貨）として、無制限に通用すると定められているから？ それだけだろうか。

1 通貨価値の安定があつてこそ信認

二〇〇八年十一月、月間物価上昇率が七九六億%というハイパーインフレーションを招来したジンバブエでは、国民が法貨ジンバブエ・ドルを見限り、流通するのは米ドルになった。お上から、ジンバブエ・ドルが法

貨だといくらいわれようと、ろくに物も買えない自国通貨をいくら持っているところで意味はない。似たような例は、財政破綻したアルゼンチンやロシアなど、いくつもある。そうした国では、米ドルが事実上の通貨として国民の間で流通することを、結局政府も追認、ないしは少なくとも黙認せざるを得なくなる。

通貨の信認は、通貨価値の安定があつてこそ。だから各国の中央銀行は、自国の通貨価値を安定させるために金融政策を運営する。

振り返ってみれば、日本の消費者物価は過去三〇年間、おおむね±1%程

度のレンジ内で超安定的に推移してきた。物価の対前年上昇率がプラス3%を超えたのは、消費税率引き上げが実施された局面を除けば一九九一～九二年頃に限られる。だから私たちも安心して円を使い続けてきた。そういうことだろう。

2 通貨の対外価値と対内価値

ところがこの先は、そうした状況が続くかどうか、かなり怪しくなっている。

終戦後から一九八〇年代前半頃までの日本のように、海外との資金取引が厳しく規制されていた時代ならいざ知らず、今日のように国際的な財やサービスの貿易のみならず、資金取引も完全に自由化されて、そのなかで企業が国境をまたいで活発な経済活動を行って生業なまわいとしている今日、中央銀行が金

融政策運営を行ううえで目標とする「通貨価値の安定」には二通りの意味がある。①対内通貨価値（国内の物価）の安定と、②対外通貨価値（外国為替レート）の安定だ。日銀に限らず、どの中央銀行にとっても、この「二兎^にを追う」のは相当な難題だ。

国内の物価上昇率が加速すれば、中央銀行は政策金利を引き上げて、金融面から経済活動を抑制し、インフレの鎮静化を図る。

他方、為替レートは、外国との経済力の差を調整するための相対的な対外通貨価値だ。自国通貨が過度に売られれば（それは輸入物価高を通じて国内のインフレ加速にもつながる）、当該国の中央銀行は通常、政策金利を引き上げて自国通貨を防衛する。国際的な投資マネーは、概して金利の低いほうから高いほうに向かって流れるため、政策金

利を引き上げれば、自国通貨買いが進み、自国通貨安を阻止できるからだ。

ところが前回みたように、黒田総裁就任以降の「量的・質的金融緩和」（QE）によって自らのバランス・シートを極端に大きく膨張させてしまった日銀は、もはや、国内外の経済・金融情勢の変化に応じて金利を引き上げることは、自らが大幅な債務超過に陥ることなしには難しく、機動的な金融政策運営能力を事実上喪失している。そのとき、果たして何が起こるのか。

3 財政運営の手段としての通貨

通貨には財政運営の手段、というもう一つの顔がある。私たち市民は、自分たちの社会（国）を支えるため、円で税を納める。それを、国民の総意に基づく方法で分配して社会（国）を運営する。それが財政運営だ。その時々を経

済や社会の変化に応じて社会（国）全体でしっかりと議論し、負担（納税）と給付（分配）の枠組みを適切に構築していくことができれば、安定的な財政運営を長年にわたり続けることができる。

しかし、それができないと財政運営はいずれ行き詰まることになる。そうになると、第二次世界大戦後の日本やドイツのごとく、預金封鎖や通貨交換を行い、積もりに積もった借金の帳尻合わせに出るのが大抵の政府の常套^{じょうたう}手段だ。

国民の側もそれをよくわかっているから、自分の国の財政運営が本当に危ないと思えば、預金の引き出しや国外への資金逃避が加速する。そういう事態に陥ったとき、当初は中央銀行が政策金利をできる限り引き上げて、資金流出を止めようとするだろう。しかし国際的な資金の移動が自由な今日、そ

れでも資金流出が止められなければ、そうした国が採り得る手段はただ一つ、国際的な資本移動規制をかけて自国の財政と経済の崩壊をくい止めるよりほかはない。

4 アイスランドの悲劇

資本移動規制は、歴史の本に出てくるような昔話ではない。実際、先進国のなかにも、リーマン・ショック以降という近年、そうした悲惨な事態に陥った国が複数存在する。アイスランド、キプロス、ギリシャの三か国がそれだ（図表1）。

アイスランドは北大西洋に浮かぶ島国の小国で、二〇〇八年の金融危機以前は、政府債務残高規模（名目GDP比）はわずか二七％、財政収支も約五％の黒字という「超」健全財政国だった（図表2）。唯一の問題は同国の民間銀

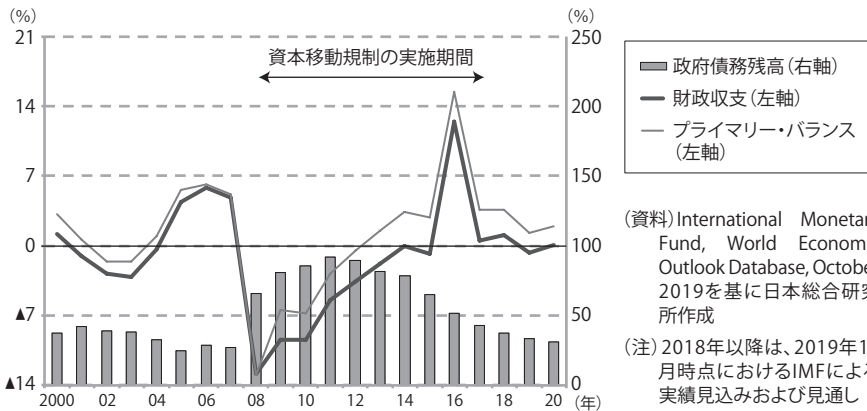
行で、折からの低金利に乗じて、欧州大陸向けに勝手にビジネスを展開し、同国の三大銀行の資産規模は、金融危機直前の二〇〇七年には実に名目GDP比九〇〇％近くにまで膨れ上がっていた（図表3）。二〇〇八年、そのアイ

図表1 リーマン・ショック後に国内債務調整(事実上の財政破綻)状態に陥った先進国の資本移動規制実施期間とその原因

国名	資本移動規制		その原因	
	時期	期間	民間銀行の過剰なリスク負担	放漫財政
アイスランド	2008年11月 ～2017年3月	8年4か月	○	
キプロス	2013年3月 ～2015年4月	2年1か月	○	○
ギリシャ	2015年6月 ～2019年9月	4年3か月		○

(資料) IMF資料、各国資料を基に日本総合研究所作成

図表2 2000年代以降のアイスランドの財政指標(いずれも名目GDP比)の推移



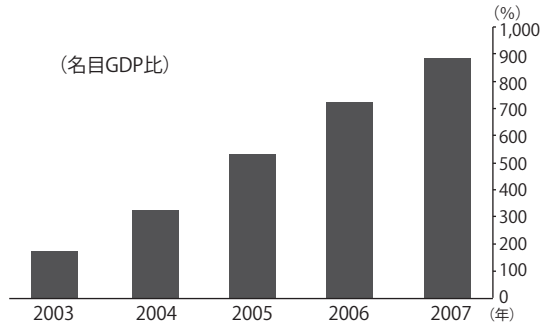
(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2019を基に日本総合研究所作成

(注) 2018年以降は、2019年10月時点におけるIMFによる実績見込みおよび見直し

スランドをリーマン・ショックが直撃し、株価や地価といった資産価格は暴落し、三大銀行は相次いで経営破たん、その救済のために、アイスランドの財政事情は急激に悪化した(図表4)。同国の通貨であるアイスランド・クローナは外国為替市場で売りを浴びせられ

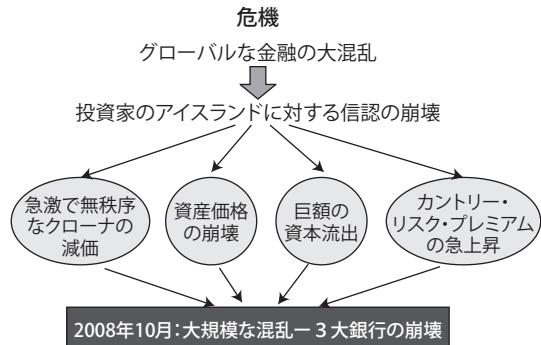
て急落。アイスランド中央銀行は当初、政策金利を一八%にまで引き上げてクローナを防衛しようとしたが(図表5)、国内の経済や財政運営のことを考えれば金利の引き上げにも限度があり、市場の圧力に抗し切れなくなった。当時のアイスランドはまさに、「為替の減

図表3 リーマン・ショック前のアイスランド3大銀行の資産規模の推移



(資料) Franek Rozwadowski (IMF), *Iceland: Crisis Management, "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges"*, conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011を基に日本総合研究所作成

図表4 アイスランドの危機突入の経緯



(資料) 図表3と同じ

図表5 アイスランド・クローナ(ISK)の対ユーロ為替レート(オンショア)とアイスランド中央銀行の政策金利の推移

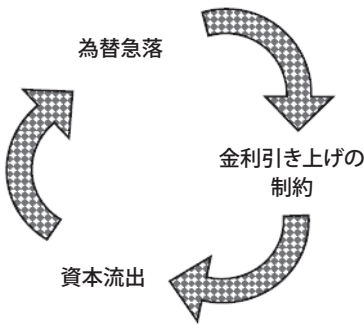


(資料) IMF, *Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows - Background Paper*, Prepared by the Monetary and Capital Markets Department; the Strategy, Policy, and Review Department; and the Research Department; in consultation with the Legal Department and other Departments, March 16, 2012, p32 Figure 7を基に日本総合研究所作成

価（急落）」と「金融引き締め」の制約（境界）」、「資本流出」がまさに三つ巴で負の連鎖状態に陥るといって、「為替急落を引き金とする金融危機」の典型的な状態（図表6）に陥ったのである。同国に残された選択肢は国際的な資本移動規制をかけて国外への資金流出を止めることで、そのための措置が金融危機の二か月後の二〇〇八年一月に導入された（前掲図表1）。他に方法はなかった。

アイスランドはその後、IMF（国際通貨基金）から一定の支援は受けたものの、基本的には自力で経済と財政を立て直すことを余儀なくされた。国民が政府に納める、ありとあらゆる税や手数料が五割増し、二倍、といった水準に

図表6 為替急落時の金融危機のメカニズム



（資料）Anton Korinek and Damiano Sandri [2015]. “Capital Controls or Macroprudential Regulation?”, IMF Working Paper WP/15/218, IMF Research Department, October 2015, p4 Figure 2を参考に日本総合研究所作成

図表7 アイスランドで起こった現実



Icesave: President's residence, January 2, 2010
Photo: Ragnar Axelsson

（資料）Fridrik Mar Baldursson (Reykjavik University), Iceland's Program with the IMF 2008-2011, “Iceland's Recovery - Lessons and Challenges”, conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011.

引き上げられた。日本と同じ島国でありながら、そうした重税に耐えかね、全人口の実に二〜三%が国外に流出したとみられている。これは、人口一億二七〇〇万人の日本に置き換えれば、大阪市と広島市の人口がまるごと国内から消えるようなレベルの事態に相当する。

図表7は、金融危機後三年が経過し

た二〇一一年に、アイスランド政府がIMFと共催した国際会議の際に、同国の大学教授が示した一枚の写真だ。二〇一〇年一月二日、金融危機の元凶となった民間銀行の子会社であるネット專業銀行Icesaveの頭取の邸宅が燃え盛る様を示している。『焼き討ち』にあったのだらう。金融とは、つくづく恐ろしいものだ。好況に浮か

れて過剰なリスクを抱え込んでしまうと、ひとたび情勢が変化したとき、あっという間に一国の経済や社会秩序を崩壊させてしまう。二〇一二年四月には、危機時に首相の座にあったホルデ氏が、危機を招来した過失を問われ、有罪判決を下されてもいる。この写真には、そうした事態に対するアイスランド国民の怒りが凝縮されているのだろう。

そして、アイスランドが、国民の重い負担によって財政運営を改善し、何とかこの資本移動規制を解除できたのは二〇一七年三月、実に八年四か月後のことだった。

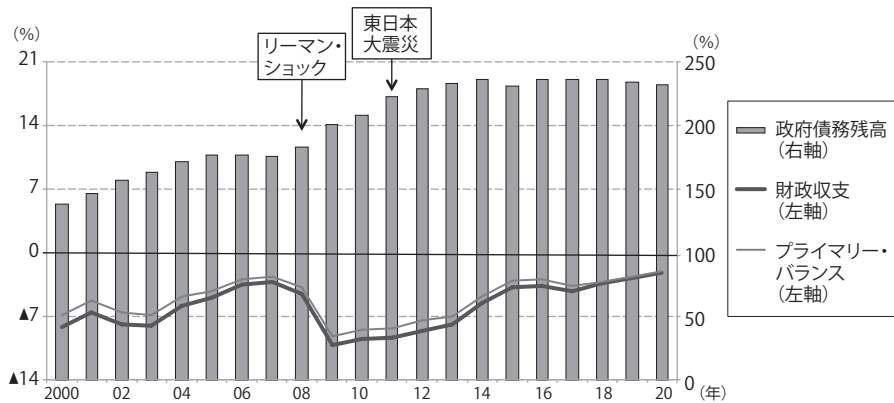
前掲図表1が示すように、こうした例は、アイスランドにとどまらない。キプロスやギリシャでも同様の事態が発生した。その原因は、①放漫財政や、②民間銀行の過剰なリスク負担だ。

5 一向に進まない財政再建

安倍政権のもと、黒田日銀がQQEを開始して早七年近くになる。この間の安倍政権のスタンスは、「デフレ脱却が先、財政再建は後」というものだ。

この間の日本の財政運営の推移をみてみよう(図表8)。もとは健全財政国だったアイスランドとは対照的に、政府債務残高規模(名目GDP比)は二〇〇%を優に超え、財政収支も、そこから利払費を除いたプライマリー・バランス(基礎的財政収支)も、黒字化のめどは一向にたっていない。この間、二〇一四年と一九年の二度にわたり、消費税率が引き上げられたものの、

図表8 2000年代以降の日本の財政指標(いずれも名目GDP比)の推移



(資料) IMF, World Economic Outlook Database, October 2019を基に作成
 (注) 2018年以降は、2019年10月時点におけるIMFによる実績見込みおよび見直し

日本の財政運営の厳しい状況を改善させるものには到底なり得てはいない。財政再建は一向に進んではないのだ。

そうしたなか、財務省は毎年度、新発国債に借換債を加えて、実に一五〇兆円もの国債を発行して資金を調達し、何とか財政運営を続けている状況だ。Q QEのもと、この巨額の国債の消化は日銀の買い入れに完全に依存しているのが実態となっている。

6 水面下で始まっている資本逃避

このように日本では、アイスランドなどの欧州の事例とはやや異なるが、まさに①放漫財政と、②中央銀行の過剰なリスク負担、という問題が一段と深刻になっているといえよう。

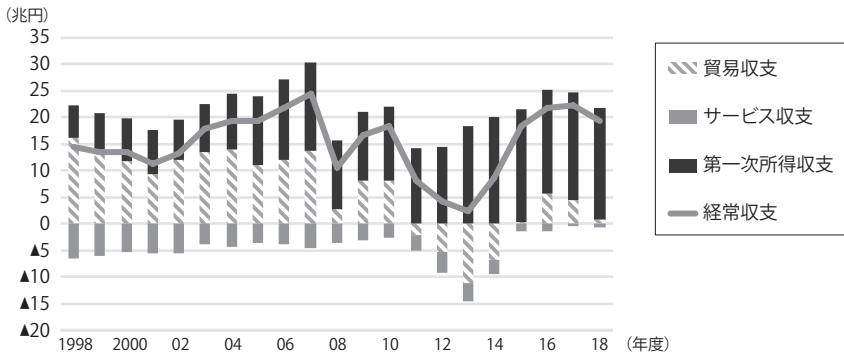
開放経済の下で、中央銀行が金融政

策運営能力を事実上喪失した例は、歴史的にみてもおそらく、他に例はないのではないか。

本稿を執筆している二月二六日現在、新型コロナウイルスの影響で世界の市場は同時株安の様相を呈しつつある。それと同時に、市場関係者からは外国為替市場における円安圧力の根強さを指摘する声も増えつつある。

実際、日本の経常収支の推移をみると(図表9)、製造業の高い国際競争力を背景に貿易収支で黒字の大半を稼ぎ出していたかつてとは状況が一変している。経常収支黒字の大半は第一次所得収支の黒字によるもので、これは企業が海外に展開した現地子会社からの収益や、個人が海外資産に投資した収益を国内に還流させたものだ。国内で急激な人口減少が進むのと同時に、日本の財政運営と中央銀行が大きなりス

図表9 日本の経常収支の内訳別推移



(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』

クを抱えたままで、一向にその解決を目指す姿勢が窺われないことから、企業や個人による事実上の資本逃避がすでに始まりつつあるとみることもできなくはない。企業の本社や個人が海外に脱出してしまえば、そうした収益は還流されることもなくなる。

円安のレベルが一ドル＝一二〇円くらいまでであれば許容範囲かもしれないが、その先の何処かにあるいわば「臨界点」を超えて円安が進展したとき、国内からの資金流出が加速し、日銀が、自らの財務運営の悪化がネックとなつて金利を思うように引き上げられない事態が一気に表面化し、資本移動規制に追い込まれる可能性も否定できない。国内経済が人口減少で縮小するなか、海外にビジネスの活路を見いだしている日本の主力企業にとって、これは死活問題となる。

7 私たちの責務

では私たちはどうすればよいのか。

通貨の信認とは、国の信用、財政運営と中央銀行の金融政策運営に対する信認と一体のものだ。

現状は確かに、私たちにとっておよそ「痛み」のない、心地よい状態だ。しかしながらその陰で、中央銀行である日銀にかかっている負担が恐ろしいまでに膨張しているという現実を決して忘れてはならない。この先、万が一の事態を決して招来することのないようにするためには、日銀にかかる負担を軽減すべく、金融政策運営の正常化を段階的に図るとともに、私たち自身が負担増も含めた実効的な財政再建に取り組んでいくよりほかに道はない。

通貨の信認を守ることは、それは私たちの将来の世代が安心して暮らしてい

くことができるようにするために欠くことのできない、私たちに課された責務であるといえよう。

(株)日本総合研究所調査部 主席研究員