

調査レポート

財政問題が為替相場に与える影響について

～ 物価、金利、国債、為替についての考察～

リーマンショック後に各国は大型の財政支出を行った。その財政支出が一因となって、欧州諸国の財政問題が懸念され、為替市場では大幅にユーロ安が進んだ。現在、財政赤字は先進各国に共通する問題である。財政収支や政府債務残高と為替相場との直接的な関係は明確なものではないが、市場において、国債のリファイナンスに懸念が生じると、長期金利が上昇して財政赤字が拡大する悪循環に陥る可能性がある。

為替相場は、基本的に各国通貨の収益率を比較して決まっていると考えられる。中長期的には貿易を通じた収益機会が裁定され、為替相場と物価の間には密接な関係があると考えられる。また、短期的な為替相場の変動については、近年は金利との連動性が高い。金利が変動する理由が景気見通しの変化によるところが大きく、各通貨についての期待収益率の動きに近いからだと考えられる。

財政収支の過度な悪化が為替相場に影響するルートとして、「財政悪化や国債増発が物価見通しに影響する」、「財政悪化が経済全体の不確実性に影響する」などを想定した。もっとも、今のところ財政収支の悪化は日米欧の物価見通しに影響していないとみられる。一方、財政収支が悪化している欧州諸国の一部では、国債利回りが押し上げられている傾向がうかがわれる。

国債の利回りが押し上げられ、スワップ・スプレッド(=スワップ金利 - 国債利回り)が拡大している国では、株価の変動性(ボラティリティ)が増大するなど、マクロ経済の不確実性が高まっているものと推察される。すでに財政収支が過度に悪化していてスワップ・スプレッドの悪化が目立つ国については、財政の健全化を進めることで、国債の信頼度が回復し、国民経済へも好影響があるので、為替市場では自国通貨を上昇させる効果があると考えられる。

日本の場合は、財政赤字や政府債務残高が大きくても、スワップ・スプレッドの拡大がそれほど目立たず、国債のリファイナンスに対する懸念は小さい。しかし、政府が消費税増税など歳入増加策を講じても、それが歳出増加に充てられて財政収支が改善しないような場合には、日本の財政への信頼感が揺らぐ可能性が否定できない。財政再建策を練るからには、市場から懸念されないような入念なものにする必要がある。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 芥田 知至 (chosa-report@murc.jp)

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

はじめに

リーマンショック後に各国は大型の財政支出を行った。その財政支出が一因となって、欧州諸国の財政問題が懸念され、為替市場では大幅にユーロ安が進んだ。

現在、財政赤字は先進各国に共通する問題である。財政赤字と為替相場の関係をどのように考えればよいのだろうか。本稿では、最近の為替相場の動向を確認したうえで、為替相場と財政赤字の関係を考察してみたい。また、各国が財政赤字の削減に努めた場合に、為替市場にどのような影響が及ぶかについても考えてみたい。

財政収支や政府債務残高と為替相場との直接的な関係は、通常、明確なものではないと考えられる。しかし、理論上は、財政政策の運営状況が物価水準に影響を及ぼすような状況も想定できるし、より現実的には、財政が不安定な状況であると市場に判断されてしまうと、金利上昇による利払い負担から財政赤字が拡大するといった自己実現的な悪循環に陥り、通貨にも下落圧力がかかる展開などが懸念されるところだ。

1章では為替相場についての基礎的な考察を行い、2～3章で本稿の本題を述べている。また、補論として、通貨、物価、金利、国債などについての基礎的な考察を添付した。

1．為替の変動要因の基礎的な観察

為替相場は、各国の貨幣（通貨）に対する需給を反映して決まる。基本的には、A国の通貨を保有することによる期待収益率がB国通貨を保有することによる期待収益率よりも高い（または低い）のであれば、A国通貨はB国通貨に対して上昇（または下落）し、同程度の期待収益率に収斂すると考えられる。

しかし、為替取引は、多国間で行われている、取引される資金の用途は短期から長期まで様々な期間である、資金は貿易に利用される場合もあれば投資に利用される場合もある、など多様である。このため、実際には、ある通貨の期待収益率を的確に表す良い指標があるわけではない。以下、為替相場とその部分的な説明要因との関係を述べる。

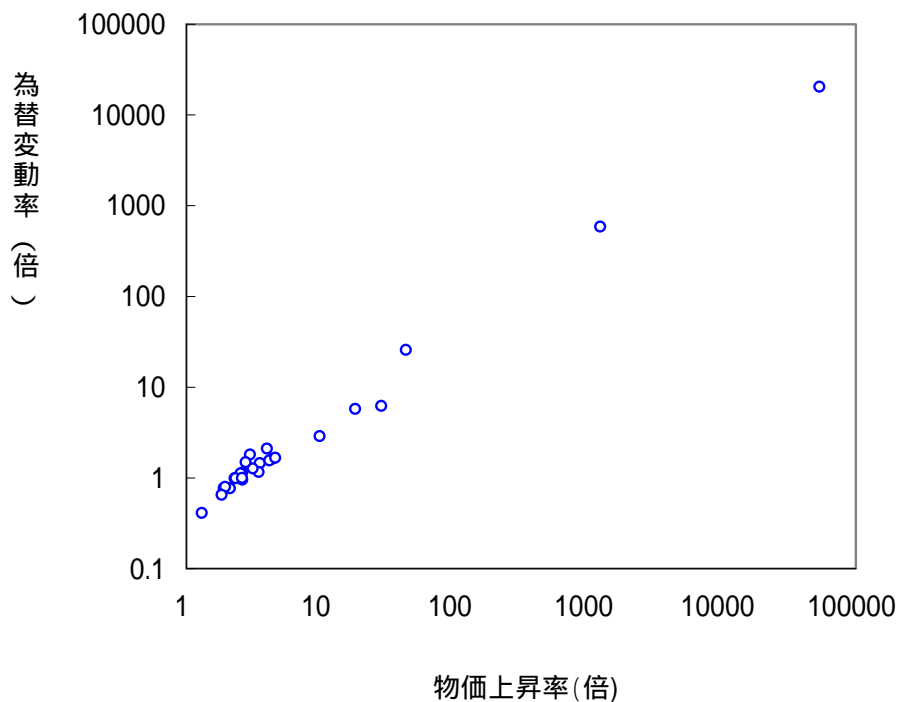
（1）物価と連動する理由

まず、貿易による収益機会と為替相場の関係に注目する考え方がある。為替相場には、貿易によって物価水準が均衡に近づくような力が働くという購買力平価の考え方である。

つまり、物価高の国の通貨には為替相場が下落する力が働き、物価安の国の通貨には物価上昇圧力が働くといったものである。「A国の製品がB国の製品よりも安ければ、A国はB国に対して輸出を増やし、その結果、A国にはB国の通貨が余剰になっていく。これを受けて、B国通貨はA国通貨に対して下落すると、A国製品のB国製品に対する割安度合いは解消される」といったメカニズムが働き、物価動向と為替相場は連動するといった考え方である。

中長期的には、貿易取引に限らず資産取引等も通じて、かなりの程度、物価水準の国際的な裁定関係が働く。図表1では、物価上昇率が高い国では、対ドル為替レートが大幅に下落している、すなわち1ドルの自国通貨建て表示額が大幅に増加しているのがわかる。実際の因果関係としては、通貨が下落（上昇）した国では物価上昇率が高く（低く）なるという面と、物価上昇率が高い（低い）国ではマクロ経済が不安定で（安定しており）通貨が上昇しやすいという両面があったと考えられる。

図表1 . 1980～2009年の物価変化率と為替相場（対ドル）変化率の関係
～先進国27カ国のデータのプロット～



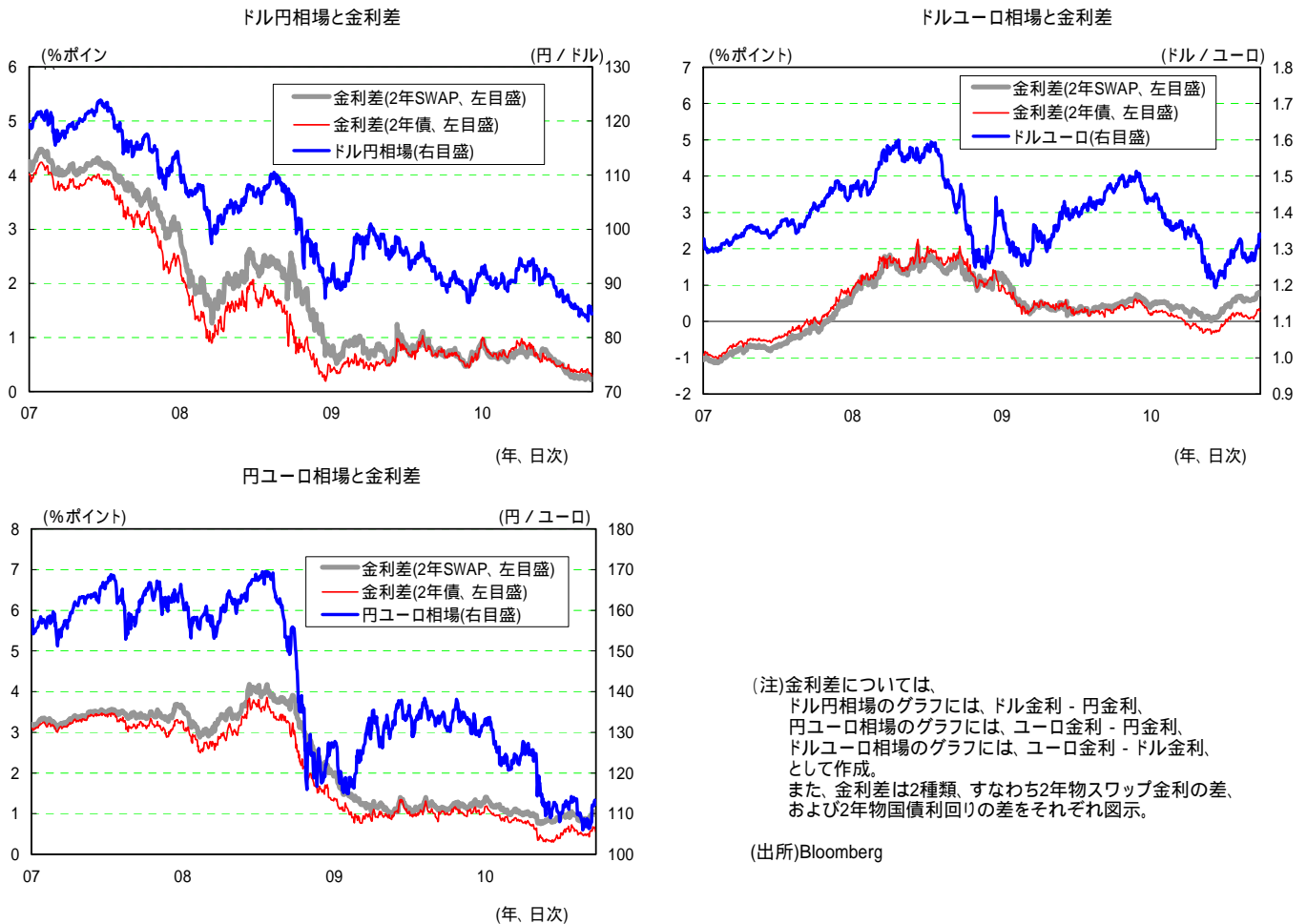
(注)現在のOECD加盟国のうち27カ国のデータ
(出所)OECDのHP

(2) 為替と金利が連動する理由

近年は、金利の変動に為替相場が影響される傾向がある。例えば、2年物国債の利回り格差と、2国間の為替相場の連動性がかなり高い(図表2)。

このことは、金利の変動の要因が、短期的な景気見通しに影響を及ぼすようなイベントの発生によることが多くなっているためだと考えられる。つまり、景気見通しの上方修正(または下方修正)によって、金利の将来見通しが上方修正(または下方修正)される時には、様々な資産の期待収益率も上昇する(または低下する)ということが起こっていると考えられる。各国の2年債の利回りの動向が、その国の各種資産の期待収益率の変化をよく表せているので、2国間の利回り格差と為替相場が連動しているのだろう。

図表 2 . 為替相場と金利差（2007 年以降の推移）



（3）為替と金利が連動しない理由

しかし、金利の将来見通しは、景気見通し（実質経済成長率見通し）の変化ではなく、物価見通しの変化を受けて変わることもあるし、場合によっては国債需給の見通しなど債券市場や金利市場の内部要因によって生じる場合もある。

先述の通り、物価高には通貨安の一面がある。2 国間の物価上昇率が違う場合には、物価上昇率が高い国の（名目）為替レートが下落しやすい。

こうした意味では、物価上昇率見通しの上振れが起こったことを理由にして金利が上昇している場合には、為替相場の上昇には結びつきにくい。

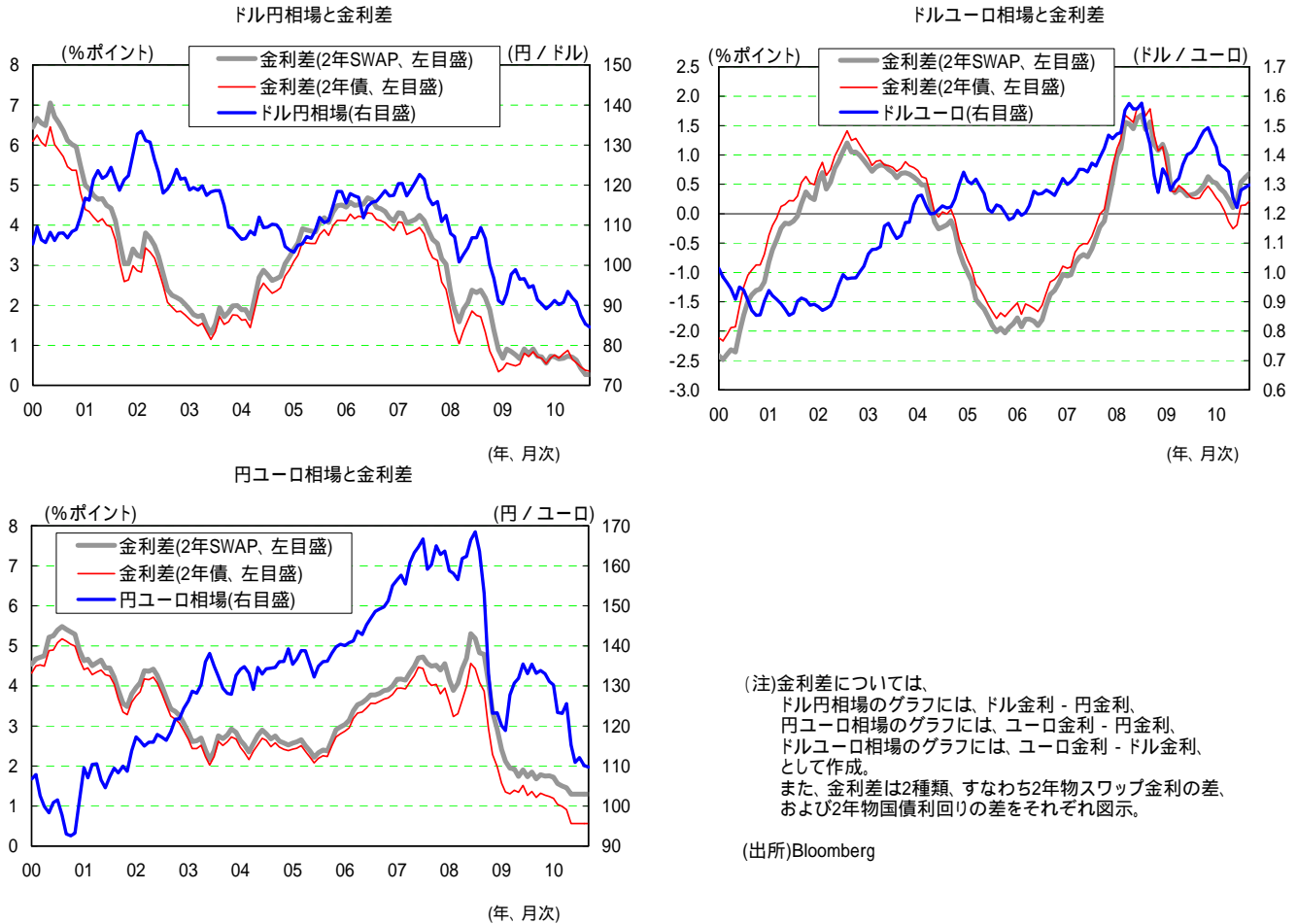
また、為替相場の変動は、当局の介入など政策スタンスに関する見通しの変化によって生じることもある。国債の格付けが引き下げられて金利が上昇したような場合も、通貨は買われまいだろう。

結局、「金利は現金通貨の異時点間の相対価値を示すものであり、為替は現金通貨の2 国間での相対価値を示すものであるために、金利（あるいは金利差）と為替相場の間には密接な関係がある。しかし、両者の関係は必ずしも安定的ではない」というのが実際のところ

ろだ。

例えば、図表2よりも長期間のデータをとって2000年代の日米欧の金利差と3極通貨の為替相場の連動性をみると、それほど安定した関係があるとはいえない(図表3)。

図表3. 為替相場と金利差(2000年以降の推移)



(4) 低金利と金利低下

「円は金利が低いので売られやすい」というのは、一見、もっともな説明だが、少し考えると、疑問点が出てくる。円で借金をする(円を売る)場合に、「ドルで借り入れるよりも金利は低く、かつ返済する元本も円がドルに対して減価して少なくなった」というのでは話がうま過ぎる。実際にそうした目論見での(欲張った)取引が流行ったこともあったかもしれないが、必ずそうなると考えるのは不合理である。

むしろ、日本の金利が低く、米国の金利が高い状態は、先行き円高が想定されている状態だといえる。先行き円高が見込めるくらい円の今の水準が下った状態だという見方ができるかもしれない。

一方、「円の金利が低下したので、円が売られやすかった」というのは、「以前に比べれば、円資産の魅力が無くなったので円売りにつながった」という意味であり、より説得的

である。もっとも、円の金利が低下したので景気が刺激されるとの見込みから、円建て資産の期待収益率が上がる場合（例えば、利下げで短期金利が低下する一方で、企業の利益率が上昇するような場合）もあるので、そう単純ではない。

2 . 財政要因と為替相場

さて、政府の財政収支が悪化して国債が大量発行されるような時に為替相場にどのような影響があるのだろうか。

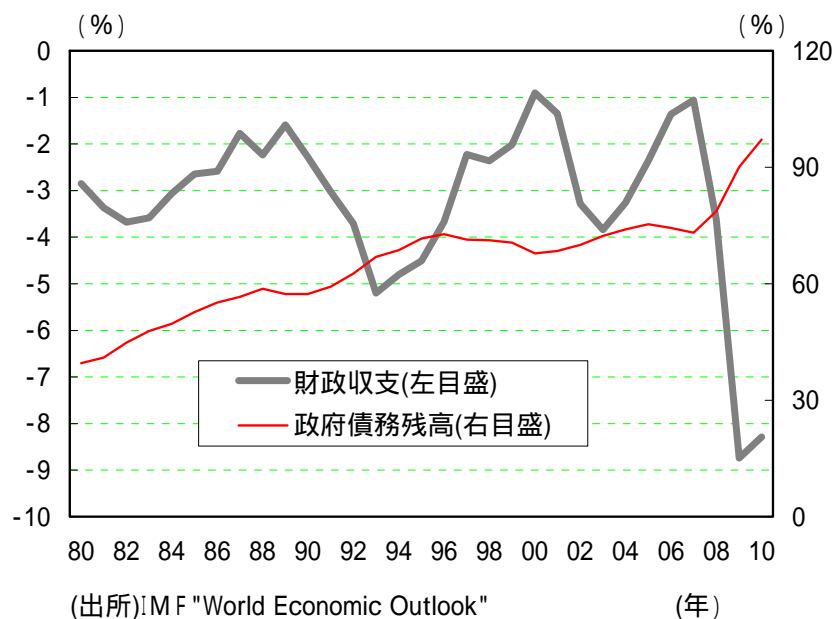
伝統的な考え方として、「財政収支が健全な状態で財政支出を増加させた場合に、国内景気が刺激されて実質金利が上昇するため、為替相場が上昇する」といった経路がしばしば想定される。しかし、最近みられた欧州財政問題のように、財政が悪化して国債のリファイナンス（借り換え）が懸念されるような状況では、財政支出の増加は為替相場の下落につながったとみた方が良さそうである。

財政収支の過度な悪化が為替相場に影響するルートとして、「財政悪化や国債増発が物価見通しに影響する」、「財政悪化や国債増発が金利上昇を通じて景気を悪化させる」、「財政悪化が経済全体の不確実性に影響する」が想定される。金利動向の観察などを通じて、こうした影響があったかどうかを検証してみたい。

（1）急速に悪化した先進国の財政状況

2008年のリーマンショック後に、先進国各国では大型の財政支出を行ったことや、税収が大幅に落ち込んだことにより、財政赤字は拡大し、政府債務残高は増加した（図表4）。しかし、そうした中でも、日米独などの長期金利は安定ないしは低下しており、財政悪

図表4 . 先進国の財政収支と政府債務残高（ともにGDP比）の推移



化が金利上昇を通じて景気を悪化させる状況にはなっていないと考えられる（図表5）。

（2）国債増発が物価見通しに影響を及ぼしているか

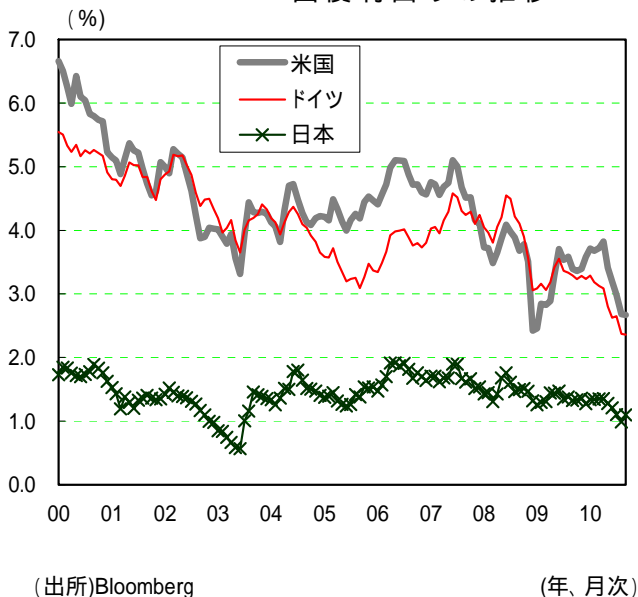
国債の増発は貨幣価値の下落につながり、財・サービスの物価を押し上げると懸念されることがある。しかし今のところ、経済全般に需給緩和状態が続いており、物価上昇への懸念は生じていない。

通常の国債に比べて遜色のない流動性を保持しているような物価連動国債が存在するときには、物価見通しの変化は、通常国債と物価連動債との利回り格差から、その動向を推察することができる。そうした状況に比較的近いと考えられる2000年代半ば以降の米国をみると、国債の大量発行が行われても、それほど物価見通しに影響していない。

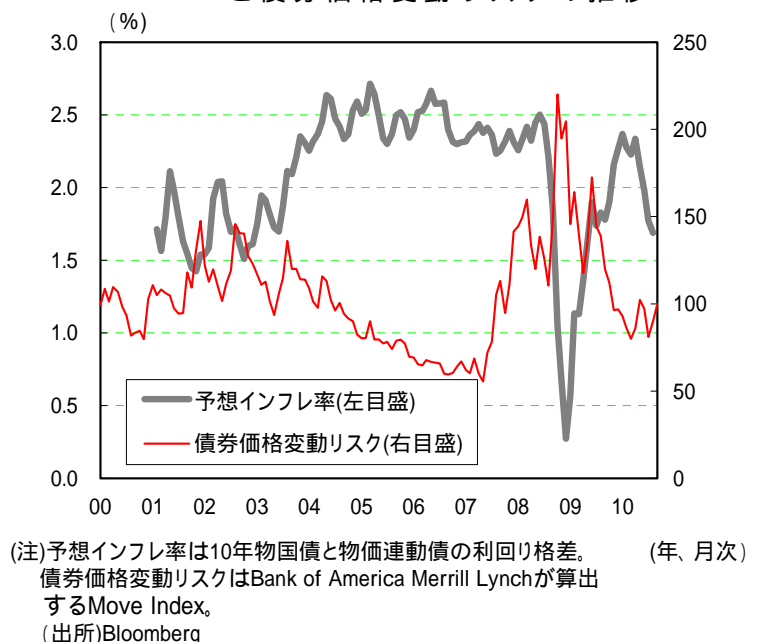
なお、2008年に国債と物価連動債の利回り格差が大幅に縮小しているが、これは必ずしも物価上昇率の見通しが大幅に低下したことを表しているわけではない。金融危機が発生したために、国債価格についても全般的に不確実性が高まり（図表6に示す債券価格変動リスクが増大している）相対的に流動性が劣る物価連動債の取引リスクが高まっていたと考えられる。つまり、物価連動債の利回りが相対的に高止まりし、通常の国債と物価連動債との利回り格差からみた予想インフレ率の低下につながった。その後、金融危機の一服とともに、予想インフレ率は回復している。

米国と同様に2008～2009年に国債を大量に発行した欧州についても、債券利回りが米国のそれと似通った推移をしており、物価見通しが大きく変動したわけではないように推察される。2000年代の日本についても、国債残高の増加が続いたが、長期金利は安定して推移しており、物価見通しへの影響は小さいことが示唆される（図表5）。

図表5． 米国、ドイツ、日本の
国債利回りの推移



図表6． 債券利回りにみる予想インフレ率
と債券価格変動リスクの推移



(3) 為替相場の変動要因としてのスワップ・スプレッド

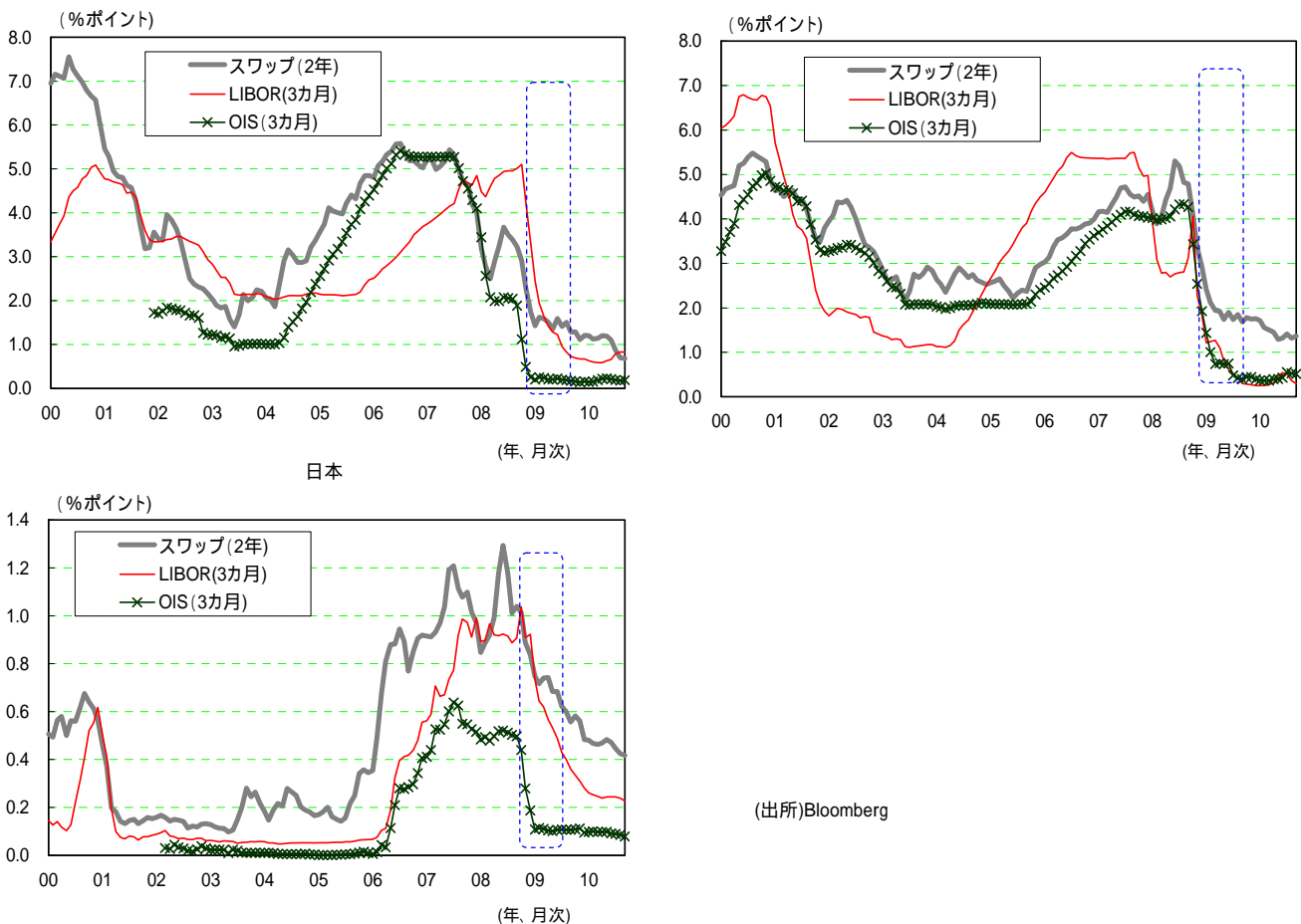
各種の金利から得られる情報

為替相場と財政や国債の関係を考えるにあたって、金利の動向をさらに詳しくみることに
により、ヒントが得られるところがある。財政状況や国債需給の変化が金利にどのように
現れているかを観察してみたい。

ひとくちに金利といっても、金利には様々な種類がある。為替相場との関係を考えるよ
うな場合には、リスク・フリーの金利として国債利回りや、銀行間取引の指標金利となる
スワップ金利が注目されることが多い。しかし、スワップ金利と国債利回りは同一ではな
く、またその格差は変動する。

まず、スワップ金利は、金利変動リスクを回避するなどの目的で、変動金利と固定金利
とを交換する時の金利である。通常、変動金利の指標として参照されるのは、ロンドン銀
行間取引金利である LIBOR や東京銀行間取引金利である TIBOR の場合が多く、そもそも銀
行間での与信リスクを反映した金利になっている。一方で、日本のコールレートや米国の
フェデラル・ファンド・レートなど政策金利を指標にしたオーバーナイト・インデックス・
スワップ(以下、OIS)には、銀行間の与信リスクは反映されていない。

図表7. 銀行預金(LIBOR)金利とスワップ金利(OISや2年スワップ)



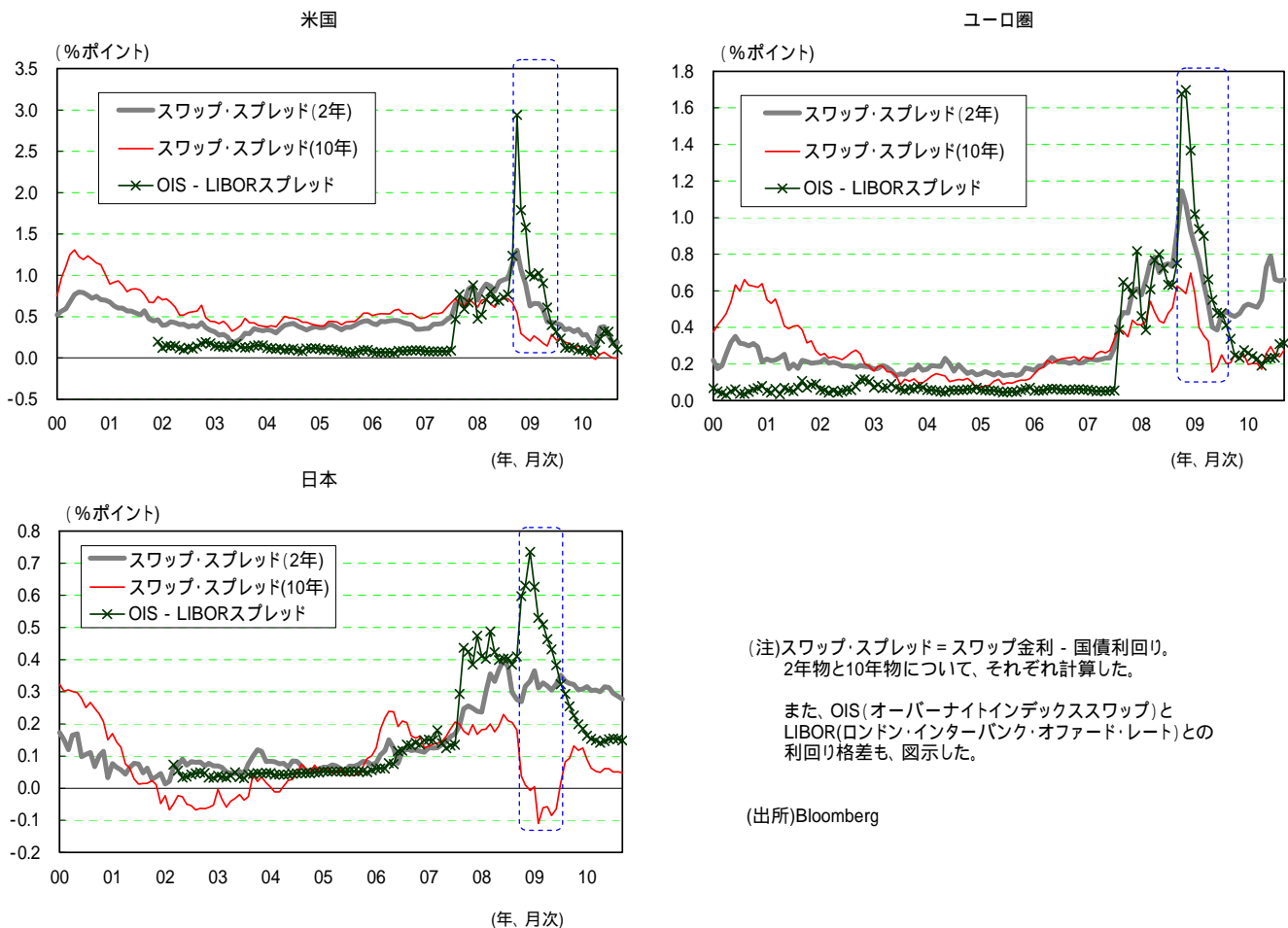
国債利回りは、歴史的にみて、スワップ金利よりも低いことが多い(=図表8で、スワップ・スプレッドはプラスで推移することが多い)。この背景には、基本的に国債には資産としての便益があるという理由が考えられる。つまり、国内の投資家にとって、国債は格付けが高い資産で投資がしやすく、担保としての価値も高いので、投資先として好まれたと考えられる。また、外国人投資家の立場からみても、特定の通貨建ての投資対象の中では、その国の国債は投資対象として選ばれやすいだろう。

そこで、金利のスプレッドから得られる情報をまとめると、以下のようになる。

「LIBOR - OIS」スプレッドには、主として銀行の信用力が反映される。2008～2009年には、金融システム全体への不安が強まる中で、銀行間の与信に大幅なリスクプレミアムが生じていたのがわかる。

スワップ・スプレッド(スワップ金利 - 国債金利)にも、銀行の信用力が反映される。銀行の信用力が低下すると、スワップ・スプレッド(および「LIBOR - OIS」スプレッド)の拡大要因になる。一方で、仮に国債の信用力が低下すれば、スワップ・スプレッドの縮小要因になると考えられる。なお、2008～2009年に日米の10年物のスワップ・スプレッドが急速に低下する時期があり、目を引くが、これは金融市場における流動性の低下によって、価格変動リスクの大きい長期債が投資家から敬遠されたためとみられる。

図表8 . スワップ・スプレッド(2年物と10年物)と「OIS - LIBOR」スプレッド



財政収支とスワップ・スプレッド

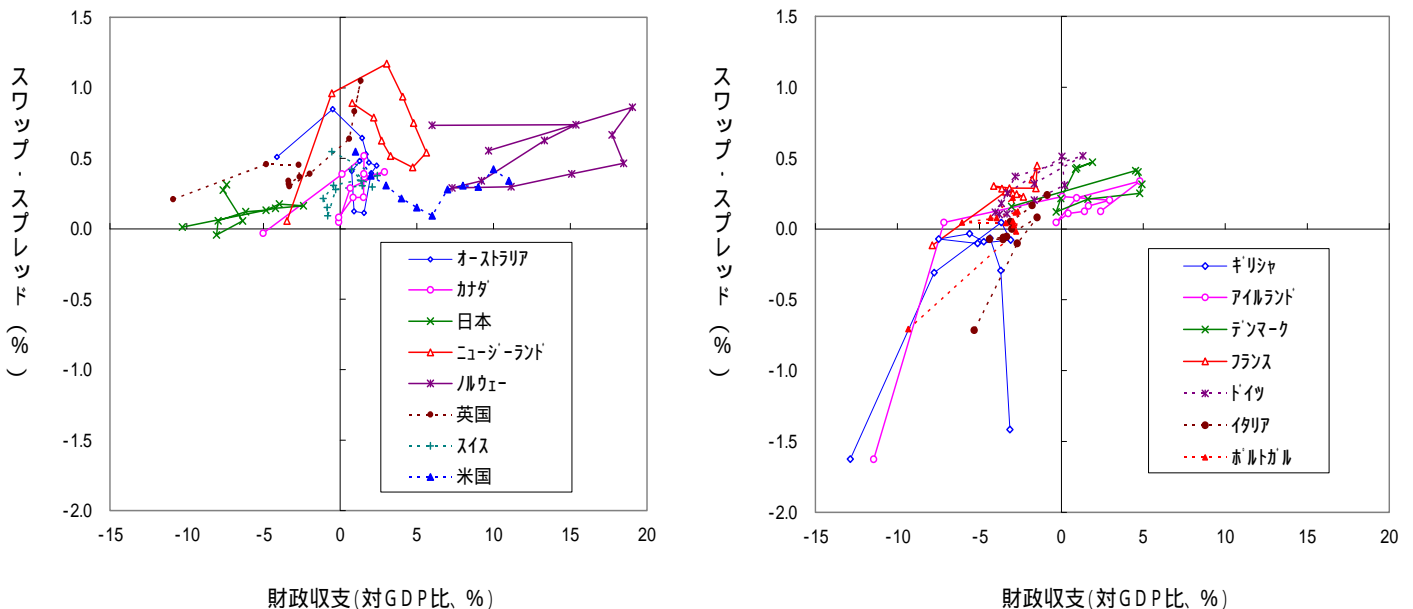
実際に、主要先進国の財政収支(対GDP比)とスワップ・スプレッドの関係をみると¹、財政収支が悪化するのに伴って、スワップ・スプレッドが縮小する場合があるのがみてとれる(図表9の左側、右側ともに左下がりになっている)。特に、2008~2009年にユーロ圏では、財政収支の悪化が目立つ国においてスワップ・スプレッドが縮小ないしはマイナス化する傾向が顕著になっていた(図表9の右側では、ユーロ参加国のデータをプロット。左下に大きく出ている部分は2008~2009年のデータ)。

しかし、財政収支の赤字の大きさが同程度でも、スワップ・スプレッドの悪化の程度は、国によってかなり異なっているのがわかる。

スワップ金利と国債の利回り格差であるスワップ・スプレッドは、国債の需給バランスを示す指標だといえる。つまり、投資対象として国債が好まれれば相対的に国債の利回りが低く(スワップ・スプレッドは大きく)、国債への投資が敬遠されると国債の利回りは相対的に高く(スワップ・スプレッドは低く)なると考えられる。

財政赤字への懸念が強まった国では、国債が売られて利回りが上昇することにより、利払い負担が増加し、財政赤字を拡大させるという悪循環も生じていた。

図表9．先進各国のスワップ・スプレッドと各国の財政収支(対GDP比)



(注)1999~2009年のデータをプロット
(出所)OECD、Global Insight

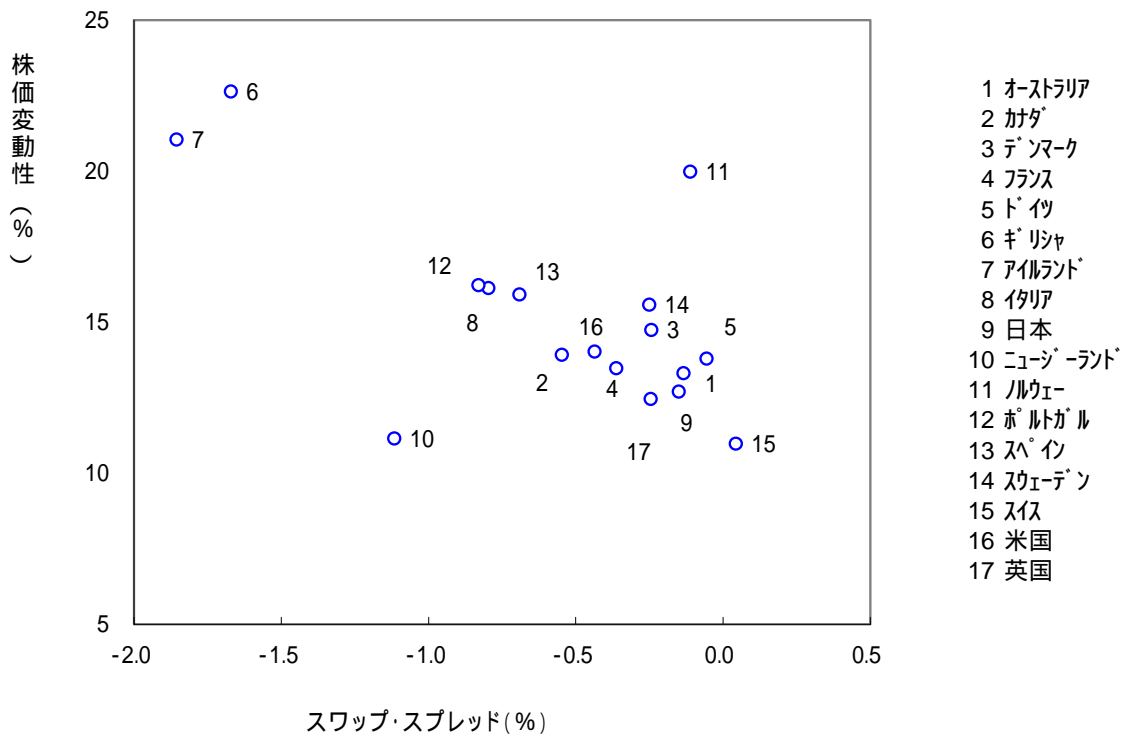
¹ 政府債務残高は、それまでの財政赤字の累積値だと考えられる。また、政府債務残高の増加がどの段階で国債需給などに深刻な影響を及ぼすかは、国によってタイミングによってかなり異なると考えられる。さらに金融市場では、先読みして期待が形成され、各時点で財政収支の状況などを基に、政務債務残高の将来見込みは織り込まれていると考えられる。もしも、国債の需給見通しを大きく悪化させるような事態が生じるのであれば、まず、財政収支の変化として目にみえやすい。そこで、本稿では、財政収支と金利(またはスワップ・スプレッド)の関係を中心にみていく。

財政収支不安定化によるマクロ経済へのリスク

財政収支の悪化を背景としてスワップ・スプレッドが拡大するような状況は、政府財政の持続性について懐疑的な見方が生じていることを示唆している。財政問題がマクロ経済の不安定要因のひとつになってきている状況ともいえ、スワップ・スプレッドはその深刻さを表す指標とみることができる。

例えば、各国のスワップ・スプレッドと株価の変動性（ボラティリティ）との関係を調べると、スワップ・スプレッドが小さい（あるいはマイナス幅が大きい）国ほど、株価の変動性が大きく、企業業績や金融情勢の不確実性が大きくなる傾向があるといえそうだ（図表 10）。

図表 10 . 株価の変動性（ボラティリティ）とスワップ・スプレッド



(注)2008～2009年の平均値をプロット
(出所)OECD、Global Insight

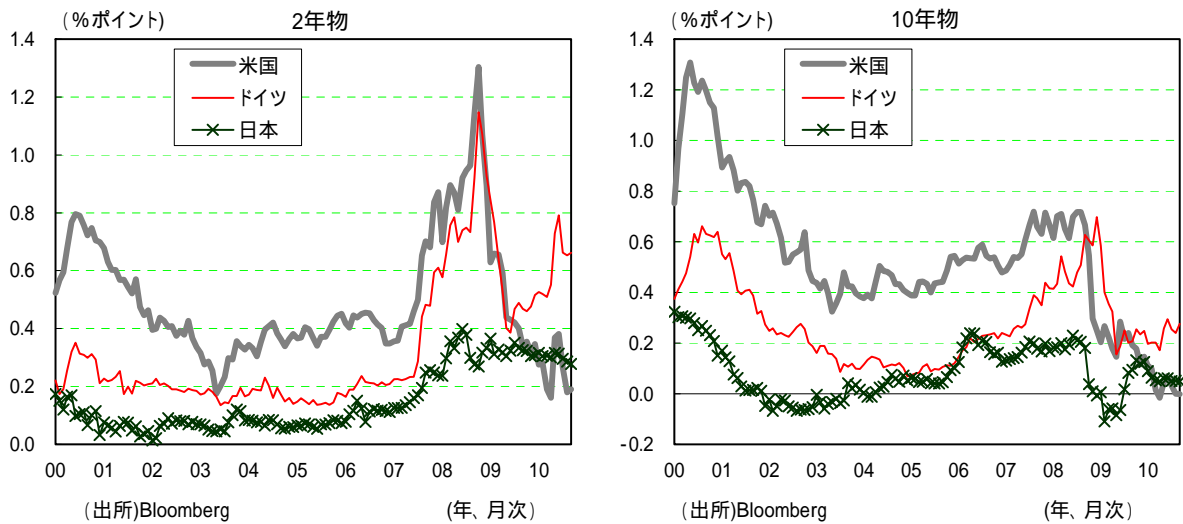
(4) 欧州財政問題と 3 極通貨

2009 年から 2010 年にかけて、ギリシャの財政問題をきっかけに、一部の国の国債について、リファイナンスに対する警戒感が生じた。そうした中で、日米独ではスワップ・スプレッドは拡大し、日米独の国債はむしろ選好されたことを示している（図表 11）。特にドイツ国債は、欧州でのリスク回避先として買われて、利回りには低下圧力がかったとみられる。米国債についても、国際的なリスク回避先とみられて、利回りには低下圧力がかったと考えられる。また、2010 年 7 月にかけて、リスク回避的（質への逃避）による国債購入が一服したのを受けて、スワップ・スプレッドの上昇も一巡した。

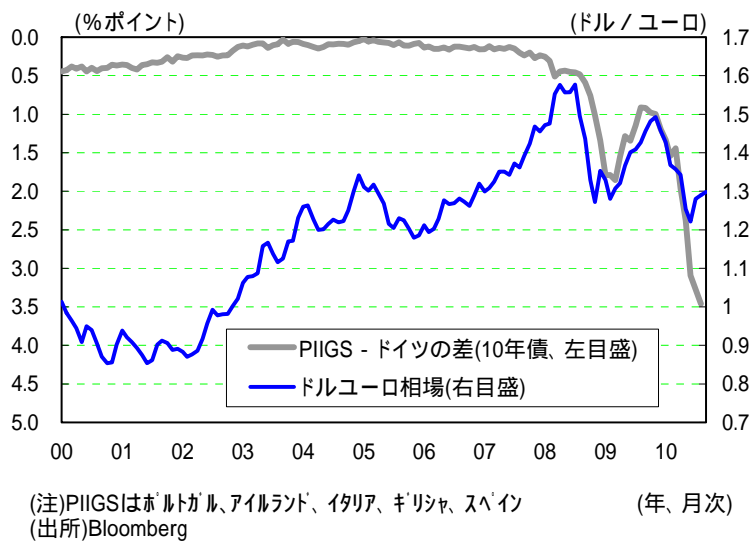
結局のところ、欧州財政問題は、米国におけるサブプライム住宅ローン問題と同様に、実力を伴わない金融商品に対して、市場の評価が厳しくなっていった過程であったと考えられる(図表 12)。ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペインなどの国債が売られ、通貨ユーロも売られた。一方、日米独でも財政赤字や政府債務残高は増加しているが、それによって日米独の国債のリファイナンスリスクが警戒されたわけではなかった。

物価水準を調整した後の実質的な通貨の上昇・下落を表す実質実効為替レートを見ると、2010年6月にかけて3極通貨は、円高、ドル高、ユーロ安で推移することになったが、7月以降はユーロが上昇し、ドルが下落する動きになった。

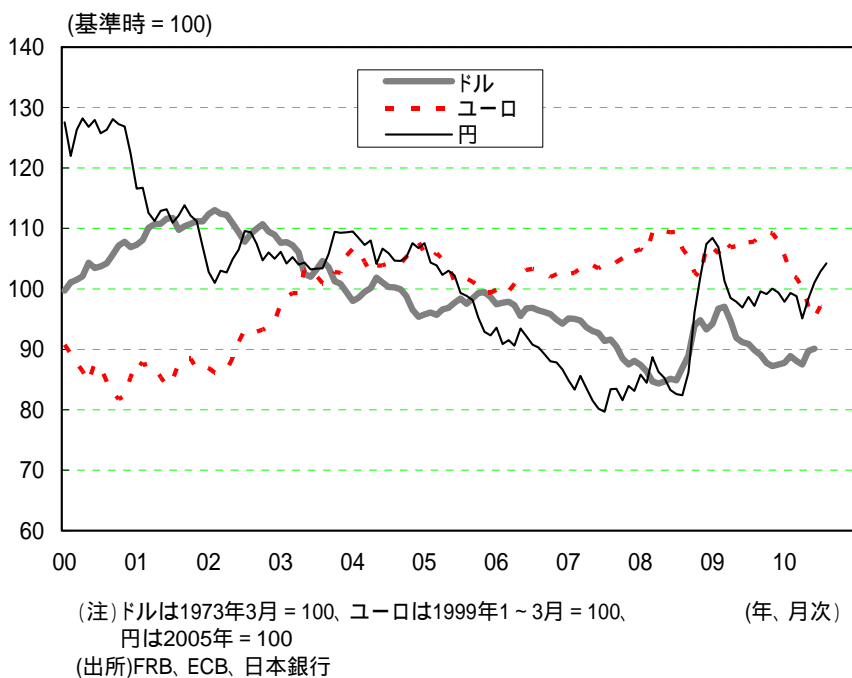
図表 11. スワップ・スプレッド(スワップ金利 - 国債利回り)の推移



図表 12. 欧州財政悪化国とドイツの国債利回りの差とユーロ相場



図表 13 . ドル、ユーロ、円の実質実効為替レート



3 . 財政健全化と為替相場の関係

以上でみてきたように金利や物価と為替相場との関係は必ずしも安定的ではなく、財政収支と為替相場の関係についても、いつも安定的な関係があるわけではない。結局、財政健全化に伴って、実体経済に何が起こるかで、為替相場への影響は異なってくると考えられる。

国によって、財政構造や経済構造が異なるため、同程度の財政赤字（対GDP比）であっても、国債のリファイナンスが懸念される程度は異なってくる。その点、スワップ・スプレッドには、各時点での懸念の程度が数値として反映されているものと考えられる。

スワップ・スプレッドが、ある程度、国債のリファイナンスに対する懸念の度合を示す指標になるとすると、財政健全化の為替市場への影響は、以下のように要約できる。

(1) 国債のリファイナンス懸念がある国

現在、国債のリファイナンスについての疑念が生じてスワップ・スプレッドの悪化（＝縮小）が目立つ国については、財政の健全化を進めることにより、国債の信頼度が回復し、国民経済へも好影響があるものと考えられる。こうした場合に、長期金利の安定によって国内投資が活性化され、企業の期待収益率が向上したり、海外からの投資が増加するなどの経路を通じて、為替相場が押し上げられやすいと考えられる。

(2) 国債のリファイナンス懸念がない国

スワップ・スプレッドの悪化 (= 縮小) がそれほど目立たない国で、財政健全化が進められる場合、財政悪化への懸念が強まるのを未然に防ぐという立場といえよう。ただし、長期金利抑制などによって民間経済活動にプラスに働く場合もあれば、財政の健全化を急ぐために景気を悪化させて实体经济にマイナス影響になる場合もあるだろう。どちらの結果になるかは、事前には判らないので、市場はあまり反応しないかもしれない。

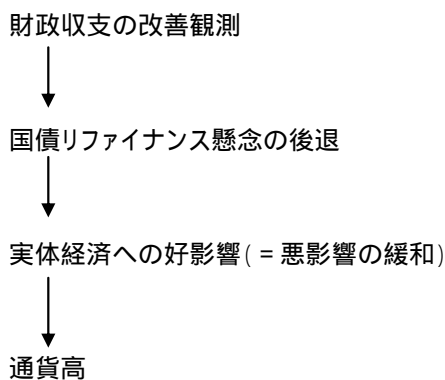
もっとも、スワップ・スプレッドの悪化 (= 縮小) がそれほど目立たない国についても、現状であれば、財政健全化が進めば、金融政策面における超金融緩和からの出口戦略を採る時期が近づいたといった思惑が生じて、自国通貨高につながる可能性がある。

なお、例えば日本では、財政支出が必要なほど景気が悪化する局面では海外投資が減少することなどを背景に円高が進んだり、景気が持ち直して財政支出が減るような局面では海外投資の増加が円安を促すことが見受けられるなど、財政収支と為替相場は景気の影響を間接的に受けて変動する場合もある。

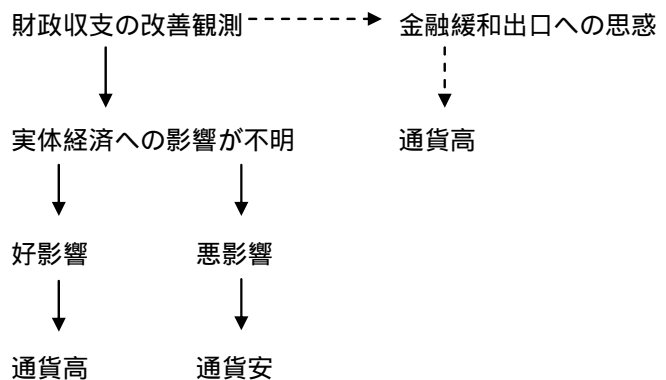
以上のように、国によって、タイミングによって、財政健全化策の発表や実施が、实体经济や為替相場に及ぼす影響は異なってくる。

図表 14 . 財政健全化と為替相場の関係

国債リファイナンス懸念がある国



国債リファイナンス懸念がない国



(3) 日本は財政赤字を続けても円相場は下落しないのか

最後に、日本の財政問題に振れておこう。

日本の政府債務残高や財政赤字の大きさは、先進国の中で、最悪のグループに入るものだ。しかし、日本の国債の利回りは低く、為替市場では、円が上昇している。

日本の財政状況が数字の上で悪化していても、国債の償還や利払いに問題が起こる可能

性は小さいと考えられている状況といえる。

この背景として、 経常黒字国であり、 対外純資産がある、 国際が国内消化されている、 金利水準が低くて利払い負担が小さいなどが指摘されているが、 結局のところ 増税余地があるので財政収支は改善される見込みが高いという点が大きいだろう。

しかし、例えば、実際に消費税増税を行った場合には、増税によってどれほど財政収支が改善するのかが明らかになる。もしも、歳出の増加などによって、財政収支の改善効果が政府や財政当局の見込みほどでもないことが明らかになると、市場はどのように反応するのだろうか。

消費税引き上げにより、消費が抑制されて景気に悪影響が及ぶことが、しばしば懸念されるが、債券市場に失望が出るといった可能性もリスクとして考えておくべきであり、そうならないように細心の注意が必要であろう。

財政収支の悪化によるリスクの増大を反映して長期金利が上昇するような場合には、景気の先行き懸念が強まって円安要因になっていく可能性があるだろう。

財政収支が悪化して円安圧力になるのであれば、不況時の円高を避ける一因になるように見えるかもしれない。従来、日本では不況や景気減速の時に円高が進む傾向がみられた。不況で株価が下落するような局面では、国内の投資家が海外投資のリスクを取ることも敬遠するため円売りが少なくなるという需給バランスの変化によって円高が進む面があるように思われる。しかし、この点では、円高時にそのメリットをもっと引き出すような構造転換が必要である。財政収支の悪化が円安圧力になるような状況では、(円高ではなくて)長期金利の上昇が景気抑制圧力になってしまうだろう。

(本文、以上)

(補足) 現金通貨、物価、金利、国債についての基礎的な考察

(1) 貨幣 (現金通貨) について

貨幣という言葉は様々な用いられ方をするが、ここでは特に 1 万円札などの現金通貨について述べる。

個別の財やサービスの価格は、需要と供給がバランスするように決まるとされる。もっとも、交換比率 (= 価格) が需給によってその値に決まる必然性があったのか、本当のところは判らない。我々に判るのは、その商品に、その価格がついたということだけである。

また、現在の価格が一つに決まるとしても、過去や将来の価格と比較することは難しい。例えば、20 年前にミカン 1 個と卵 1 個が交換され、現在も同じ比率だとして、果たしてミカン (あるいは卵) の価値が変わっていないといえるのだろうか。

過去から将来まで、人間の回りに卵とミカンのみ、しかも同程度の量しか存在しなければ、価値は変わっていないといえるかもしれない。しかし、ミカンの生産量・消費量が大幅に増えている中でミカン 1 個と卵 1 個の交換が続いた場合については、ミカンと卵の価値は変わっていないという見方もできるが、ミカンが豊富になっていることを考慮すると卵の価値は相対的に下がっているという見方も可能だろう。何よりも、現実には無数の商品が新たに登場したり、消え去ったりしている。時間の経過とともに、経済的な選択肢が変化するのであれば、各時点における交換比率 (= 価格) は、あくまでもその時点においてのみ通用する商品や貨幣の相対的な価値を表す指標にしかない。

現実の社会では、価値のメルクマールとして貨幣 (現金通貨) が導入されており、現金通貨を基準にして価格を測っている。現金通貨は、政府や中央銀行により、いわば人工的に導入されているものであり、やや特殊な存在であるが、様々な財やサービスの価格全般を表す物価と貨幣 (現金通貨) の交換比率も、需給によって決まると考えればわかりやすい。また、基本的には、ミカンや卵と同様に、今の 1 万円と 10 年前や 10 年後の 1 万円の価値を比較するのは難しい²。

しかし、もし現金通貨の 1 単位の価値が安定していれば (あるいは例えば、メルクマールに金を使い、金の価値が安定していれば)、異なる時点の価格を容易に比較することができる。例えば 1 年前に 12 万円だったテレビが 10 万円になれば、価値が下がってきたのだと認識できる。そのように現金通貨の価値が安定していれば、売買の判断、経営計画の策定などが行いやすくなる。そこで各国の中央銀行は貨幣価値の安定に努めて、その国の経済に貢献しようとする。もっとも、中央銀行にしても、現金通貨の価値が 1 年前と現在で変化しているかどうかを知ることは困難であり、それ故に具体的に通貨価値を安定させる方法の選択も難しい。

²物価水準の調整などの手法を用いたとしても (例えば、過去になかった商品の物価比較は行い難いなどから) 比較の困難さが残ると考えられる。

かつて行われた金本位制は、金の価値が安定的だと仮定して、金と現金通貨の交換比率を一定に保つような通貨制度だったといえる。しかし、実際には、金と現金通貨の交換比率を一定に保つのは難しくなる局面があった。また、主要国の為替相場が変動相場制に移行した後の金価格の推移をみると、近年のように大変動する時期がある。こうした時期に政府や中央銀行が相場に介入して金と現金通貨の交換比率（＝価格）を安定させようとするれば、相当な量の金と現金通貨の交換を行う必要があるだろうと推察される。そもそも、金を含めて実物的な資産の価格は、安定しておらず、変動が大きい。



(2) 管理通貨

そこで、現在多くの国で管理通貨制度が採用されている。何かとの交換比率を固定することによって現金通貨を定義しているのではなく、中央銀行が各時点で現金通貨（たとえば 1 万円札）を定義しているといえる。その定義の仕方は、中央銀行が市場で国債などの商品を購入するといった方法である。これは、1 万円の価値を市場のコンセンサス（共通認識）に合わせる方法ともいえる。

そして中央銀行のバランスシートには、発行した現金通貨は負債として計上され、購入した商品（国債など）が資産として計上されている。結果として、日本や米国の中央銀行は、自国通貨建ての国債などの価値を背景として、貨幣を発行しているともいえる。政府が保証する国債の価値は信頼できるだろうということである。また、通常、自国の通貨建てで定義されている国債と現金通貨との交換比率は、金と現金通貨との交換比率ほど大きく変動しないはずである。

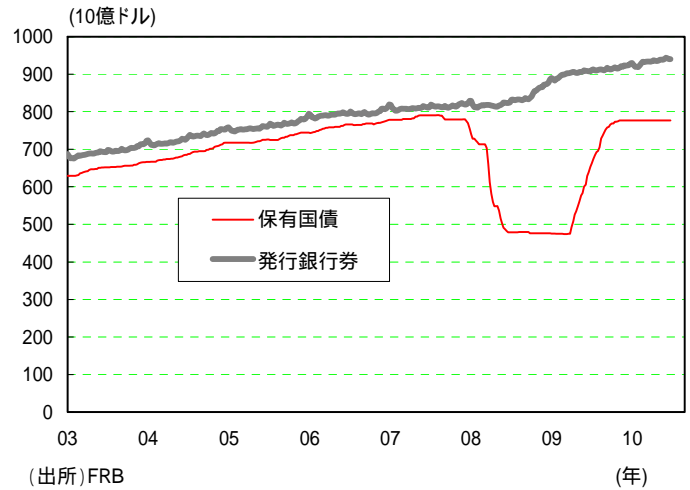
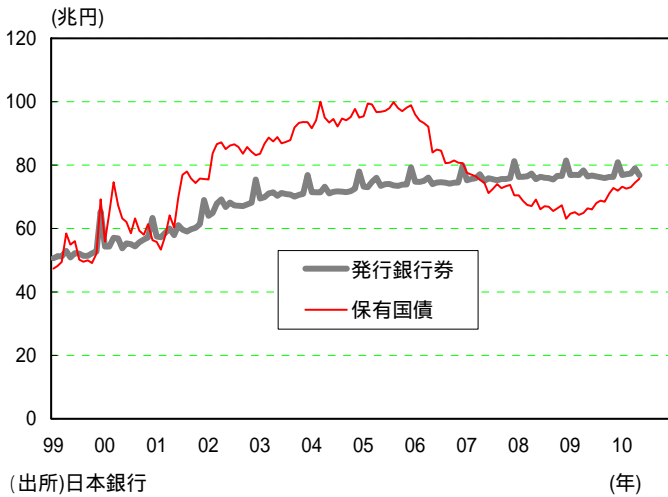
貨幣を発行するための裏づけが国債だというのは、奇妙に聞こえるかもしれない。まるで蛇が自分の尻尾を食べているような危うさがあるともいえる。中央銀行による国債引き受けが警戒されるのは、現金通貨の価値が国民のコンセンサスとまったく違う水準に誘導

される可能性が大きくなるためだといえる。

図表B . 中央銀行の発行銀行券と国債保有の推移

<日本>

<米国>



(3) 中央銀行の役割

以上で述べたような現金通貨とその番人だと称される中央銀行の存在は、ちょっと、ややこしいように感じられるかもしれないが、人類の知恵だといえる。極論をすれば、中央銀行は、いつも負債と資産がバランスするように行動しているだけである。語弊がある表現になるが、中央銀行や現金通貨が消え去ってしまっても、国全体の資産・負債の関係には大きな影響がないといえる。各経済主体が現金通貨を交えずに直接に物々交換しても、同じ経済的な構造(資産負債や受払いの関係)を再現できるはずである。にもかかわらず、現金通貨が存在しているのは、経済の効率が非常によくなるからである。

物々交換の場合には、売り手が買い手を捜したり、買い手が売り手を捜したりすることが非常にやっかいである。しかし、とりあえず、現金通貨の価値を認め合う者同士であれば、現金通貨の受け払いさえ行えば、売買が可能になるという仕組みなわけである。もしも、現金通貨の価値への信頼感が乏しければ、現金通貨を受け取ったり、保有したりするインセンティブを低下させてしまい、通貨が存在することによる効率性を阻害することになるだろう。

多くの中央銀行は、一義的には財・サービスを対象にした物価上昇率の安定などを目指しているかもしれないが、より本質的には、安定的な価値の基準として使用するのに耐えるような現金通貨(貨幣)を定義づけることが仕事だといえる。

図表 C . 中央銀行のバランスシートの概要

資産	負債・自己資本
国債	現金通貨
その他資産	民間銀行の預け金
	自己資本

(4) デフレ・インフレについて

現金通貨の価値は、物価との対比で考えられることが多い。物価は、様々な財・サービスと現金通貨との交換比率の集計値だと考えれば、現金通貨の価値が下れば物価は上昇すると考えられる。もっとも、前述の通り、異なる時点の価格を比べるのは難しい。また、通貨価値の下落 = 物価上昇（インフレ）、通貨価値の上昇 = 物価下落（デフレ）という見方は、経済の一部だけを取り出した部分的な関係を表したものであることに注意を要する。

世の中は、消費者物価やGDPデフレーターのような物価指数の対象となる財・サービスと現金通貨だけから成り立っているのではなく、多数の粗原材料や部品などの中間財、預金や株式など金融資産、製造機械や土地など実物資産もあるし、個人にとっては何よりも労働力が、ある意味で重要な資産である。

中間財は誰かの売上であると同時に他者の費用であり、金融資産と同額の金融負債が存在するため、これらを省略して考える方法はある。しかし、現金通貨の価値を考える場合には、物価（財・サービス）だけではなく、少なくとも実物資産、人的資産との相対関係も考慮するのが妥当と思われる。

例えば、実物資産や人的資産の価値が大幅に上昇して、財・サービスに対する購買力が増加したことを背景として、財・サービス（物価）の価格上昇が起こるといったメカニズムは好ましいインフレだと考えられる。こうした場合には、価格上昇のイメージは、資産価格（実物、人的）> 財・サービス（物価）の価格 > 現金通貨の順になるだろう。逆に購買力が低下して、物価が下がるとデフレになりやすい。この場合、価格下落幅が、資産価格（実物、人的）> 財・サービス（物価）の価格 > 現金通貨になっているイメージである。

(5) 金融緩和は現金通貨の価値を下げるのか？

金融緩和は、貨幣の量を増やして、通貨価値を下げることだという見解があるかもしれないが、金融緩和とはどんなものだろうか。

通常の金融緩和では、短期金利の引き下げが行われる。その時、基本的には中期・長期の金利を引き下げて、設備投資など最終需要を刺激する効果が期待されている。短期金利が低水準で推移すると予測されれば、それよりも長期の金利にも低下圧力がかかり、実物投資に対する企業の期待収益率が金融緩和によって下らなければ、実物投資が刺激されるだろうと想定されている。量的緩和の一種とされることもある時間軸効果についても、中期・長期の金利を引き下げて、実体経済を刺激すると考えられている。

金利水準を低下させようと意図して、短期金融市場への介入（公開市場操作、オペレーション）を行う際には、その短期金融商品（短期国債や手形など）の利回りを下げている（＝価格を上げている）が、この時でも結果として現金通貨の価値が下がるとは限らない。もし中央銀行が意図したように、金融緩和によって経済が活性化するのであれば、その国の現金通貨の価値は向上するかもしれない。

また、中央銀行が短期金利を引き下げるとアナウンスするだけで、金利は変化するため、中央銀行が大幅に金融商品を買上げているわけでもない。現金通貨と債券の相対的な価格は確かに変わるが、現金通貨の価値が下がったのか、債券価格が上がったのかは判らない。限定された金融機関しか参加しない短期市場に介入して、長期金利の行方は市場に任せるとというのが通常の短期金利操作や時間軸効果による金融政策である。

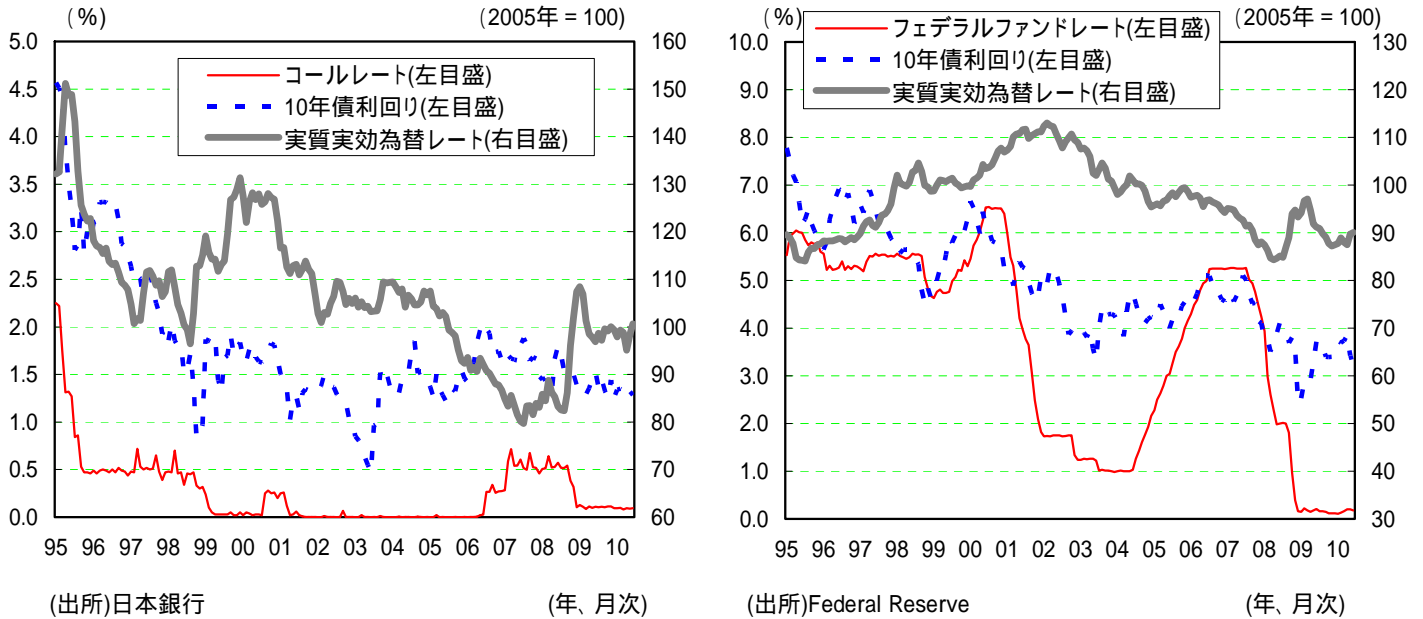
量的緩和として、より積極的な長期国債の購入が検討されることもある。現金通貨と国債のみを考えれば、国債を買い続ければ、国債の価格を上げる（利回りを下げる）ことにつながる。しかし、実際には、国債と代替的な資産の価格すべてを押し上げないと、国債の価格はそれほど上がらない（利回りはそれほど低下しない）だろう。もし、すべての資産の価格が上昇したとして、それは実物に対する投資収益率が下ってしまうことを意味している。その場合には、景気刺激効果はないだろう。先に述べた金融緩和の効果は、企業の調達金利だけ低下して、企業の投資収益率は低下しないという限られた条件のもとでしか期待できるものではない。

もっと極論として、政府か中央銀行が、銀行券をばらまけば現金通貨の価値は下がる。例えば、1人あたり1200万円（合計1500兆円）の現金を手渡しすると、たしかに消費に回せる金額は増えて商店の売上金額も増えるだろう。せっかくなので、土地を買おうとする人もいるかもしれない。しかし、土地を買おうと思った人は他にも多く、従来の値段の2倍の金額でないと買えなかったということが起こる可能性が高い。そういう状況下で、投資や雇用が増えるのだろうか。国際基準でみて採算の取れる投資やそうした事業に伴う雇用が増えなければ、その国の経済は豊かになったとはいえない。

経済成長率を押し上げようとしても、中央銀行のできることは、意外と限られている。

結局のところ、金融政策によって景気が刺激できるかどうかは、失業率が下って所得見通しが明るくなるかどうかにかかっていると考えるのが自然である。金融緩和策にみえることを行ったとしても、それによって投資や雇用を増やせるほど事業環境が良くなったと受け止められない限り、景気刺激にはならないと思われる。

図表D．日米の実質実効為替レート、政策金利、長期金利の推移



(6) 現金通貨と国債の関係

経済全体と、現金通貨や国債の関係について、簡単な数値例で確認してみよう。

(財政支出を伴わない) 国債発行

まず、財政収支が均衡している状態で、将来、公共投資や税還付(あるいは給付金の支給)を行うかもしれないので、その財源を国債を発行して調達する場合を考えてみよう。

政府は、時価1億円の国債を発行する代わりに1億円の現金通貨を手に入れる。民間非銀行部門は、現金通貨1億円を支払う代わりに時価1億円の国債を手に入れる。国債という金融資産(政府からみれば負債)が存在するようになったが、国全体の経済をみると、政府と民間非銀行部門との貸し借りは相殺されて、純資産は変わらない。

民間非銀行部門が現金1億円を支払う際に銀行に保有する預金1億円を取り崩すので、銀行が貸出金を回収しなければならなくなると实体经济に影響が及ぶ可能性があるが、民間非銀行部門がすでに保有している国債を担保に銀行から1億円を借り入れて国債を購入すれば、实体经济への影響はない。

財政支出

政府が上記で調達した1億円を使って、支出を行う場合の効果を考えてみる。

1億円の税還付（あるいは給付金）を伴う場合、事後的には、民間非銀行部門が1億円の現金通貨を支払って国債を購入した後に、1億円の現金通貨の給付を受けているのと同様だと考えられる。民間非銀行部門では、現金通貨の代わりに1億円の国債を保有しているうえに1億円の現金通貨が給付されたので、消費が増加して実体経済を一時的に押し上げる。

1億円を道路建設に使った場合には、建設活動に影響を与える。さらに建設工事を行った従業員に給料が支払われると、その効果で消費が増える可能性もある。

もっとも、財政支出によって経済活動が活発化した分だけ、物価上昇や金利上昇の圧力が生じて、結局、民間の投資や消費が抑制されることもありうる。また、税還付や建設工事を行った時だけ経済活動が底上げされるが翌年には、その効果が消えて経済活動が落ち込む可能性が大きくなる。さらに、今後、増税が行われることが見込まれれば、足元の民間支出が抑制されてしまう可能性もある。

このように財政支出によって、経済活動の水準を持続的に押し上げるのは難しい。一方で、例えば、国債発行額を少しずつ増やしながらか、償還財源を消費税増税で賄うといったことが結果として起これば、物価水準を徐々に押し上げてゆくことは可能である。消費税による物価引き上げではなくても、国債発行を増やしながらか民間消費など需要を押し上げられれば一定の物価上昇圧力が生じる可能性があるが、所得が十分に増えて税収増に結びつかなければ財政赤字が累増してしまう。

現金通貨と国債と経済活動

数値例で、国債と経済活動の関係を示すと、以下のようなになる。

政府は国債を650億円発行しており、100億円を中央銀行が保有し、550億円を民間が保有している。民間部門が発行する金融資産3,460億円は、同額だけ民間部門の負債になっている。民間の保有する純資産（＝資産－負債）は、現金通貨100億円、国債550億円、実物資産2,000億円の合計であり、これらは民間の購買力の源泉になりうる。

もっとも、国債や現金通貨は、公的部門（政府や中央銀行）と民間部門との貸借だと考えられる。国全体の純資産は、実物資産の評価額に相当する2,700億円であり、国債や現金通貨の発行額は影響しない。現金通貨や国債の発行額を増やしても、経済を押し上げる力が一時的なものに過ぎないのは、このためだともいえる。

仮に政策によって、現金通貨の価値を半分にすることができ、経済実態がそれ以前と変わらないとすると、市中で必要とされる現金通貨の量は200億円、民間で保有される国債の量は1,100億円などと各項目の額が2倍になった経済が考えられる。国全体の純資産の

評価額は5,400億円と2倍になるが、実物資産などの実態は以前と変わらない。これがいわゆるインフレが進んだ世界であり、価値の尺度が2倍に伸びただけである。

図表 E . 民間部門と公的部門（政府と中央銀行）の資産・負債の構成例（単位：億円）

	民間	政府と中央銀行	国全体
< 資産 >			
実物資産	2,000	700	2,700
現金通貨	100	0	100
国債	550	100	650
他の金融資産	3,460	200	3,660
< 負債 >			
現金通貨		100	100
国債		650	650
他の金融負債	3,460	200	3,660
< 純資産 >	2,650	50	2,700

現金通貨の尺度が2倍のインフレになった時



	民間	政府と中央銀行	国全体
< 資産 >			
実物資産	4,000	1,400	5,400
現金通貨	200	0	200
国債	1,100	200	1,300
他の金融資産	6,920	400	7,320
< 負債 >			
現金通貨		200	200
国債		1,300	1,300
他の金融負債	6,920	400	7,320
< 純資産 >	5,300	100	5,400

図表 F . 図表 E 上段のバックデータとしての想定

	政府	中央銀行	金融機関	企業	家計	合計
純資産	0	50	100	450	2,100	2,700
資産 実物	700		50	950	1,000	2,700
有価証券			450	150	150	750
国債		100	500		50	650
貸出金	50	50	1,200			1,300
預金	100		200	160	750	1,210
現金			10	40	50	100
保険年金					400	400
負債 有価証券			300	450		750
国債	650					650
借入金	200		400	400	300	1,300
預金			1,210			1,210
現金		100				100
保険年金			400			400

国債や現金通貨の価値は、将来の徴税や国家の存続によって裏打ちされているといえ、政府の徴税力や統治力に疑念が生じれば低下しうる。また、政府や中央銀行が国債や現金通貨の評価に介入して、インフレやデフレを起こすことも不可能ではないといえるが、経済全体として、何か利益を得ることはほとんど期待できない³。

実際には、先述のとおり、人的資産（生涯所得のようなもの）も、国民の購買力のうち大きな比重を占める。したがって、物価（の逆数）は、通貨の価値を表す一つの指標だといえるが、実物資産（の逆数）や人的資産の価格（の逆数）も通貨の価値を表すものだと考えられ、通貨の価値を示す絶対的な基準は存在しないというのが妥当なところではないか。

貨幣の量を決めれば、物価が決まるという考え方（いわゆる古典的なマネタリスト）がある一方で、政府の財政収支が物価を決めるという説（いわゆる物価水準の財政理論）もあるが、それらの見方は政策の有効性や限界を考えるうえでの極端な想定であり、前提条件によって結論が変わるものだろう。現実には、物価動向を左右する要因として、企業や家計など民間部門を中心とした実物的な経済活動がより重要だと考えられる。

³三菱UFJリサーチ&コンサルティング「デフレ脱却で経済成長力は高まるのか？（調査と展望、2010年5月25日）」

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。