

# 低金利政策のリスク<sup>1</sup>

---

円安依存からの脱却

神戸大学 地主敏樹ゼミ 国際金融分科会

梅林怜史

小山桂

谷川隼也

古田遼介

宮本一慶

Mihaela Cristina Stoica

2009年12月

---

<sup>1</sup>本稿は、2009年12月12日、13日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2009」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、地主敏樹教授（神戸大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

## 要約

本稿の目的は日本銀行に対して今回の金融危機の一因となった日本からの資金流出を防ぐ政策を提言し、日本政府に対して、危機後明らかになった日本輸出産業の円安依存を克服させる政策を提言することである。

「はじめに」では、本稿の目的と、そのような目的に至った背景とその意義を述べる。

各国の中央銀行が決定する短期金利水準はその国だけでなく他国にも影響を与えることがある。日本銀行は、国内だけでなく国際的な情勢も考慮しつつ、金融政策を行う必要があると我々は考え、低金利政策に隠されたリスクの重要性を再認識し、今回のような金融危機を起こさないよう警鐘を鳴らすことが本稿の目的・意義であると考えます。

また、同時に、企業もこれまでのような円安に依存した成長からの脱却を図り、真の成長を遂げるために政府主導で改革を行うことも今後の日本経済にとって有益であろう。

第1章ではまず金融危機により受けた影響を、主要各国別、日本の産業別に概観する。その後、危機の一因として考えられる日本の低金利政策による円キャリートレードの発生と円安の進行について説明し、その円キャリートレードが金融危機後急速に解消され、日本では円高による不況が発生し、日本の金融機関は1990年代のバブル崩壊の経験でサブプライムローン証券を各国と比較しきほど購入していないにも関わらず、実体経済面での景気後退が深刻な様相を呈している。

第2章では、第1章での現状を受けて、今回の金融危機に際し日本が実体経済面での損失を被ることとなった一因として、円安に依存した成長を行っていた点を指摘する。また、結果的に円安へと誘導することとなった日本の低金利政策が、国際的な資金バブルを引き起こし、経済を不安定にさせたことから、低金利政策のリスクの重要性に関して言及する。

第3章では、円キャリートレードの発生を在日外銀支店のバランスシートの変化により考察した先行研究を取り上げる。ここで用いられている NIA (Net Interoffice Accounts) という概念を円キャリートレードの規模として捉え、第4章の分析でも使用する。この先行研究により、短期金利差が NIA 変動の決定要因であることが示唆されており、短期金利、すなわち金融政策の重要性について改めて言及している。

第4章では、第3章での先行研究をもとに、金融危機前後で仮説を立て、実証分析を行った。金融危機前の仮説では、2004年頃から日本が低金利政策を行っていたため、金融危機が起こった2008年9月頃まで日米金利差が拡大し、その金利差を利用し、円キャリー・トレードが行われてきた。この際、円を売りドルを買うという行為が行われるため円安となる。円安の場合輸出が増え、輸入が減少する傾向にある。そのため経常収支が増加し、経済成長が続いた。

一方金融危機後の仮説では、危機後米国も低金利政策をとり、日米金利差が縮小したため円キャリー・トレードが解消された。その際、ドルが売られ円が買われた。円キャリー・トレードの逆流である。それにより円高となり、輸出が減少し、経済が低迷した。

以上のような仮説を実証するために、NIA と日米金利差、為替レートと NIA について回帰分析を行った。その結果、NIA と日米金利差については全推定期間に対し相関があると言える。また為替レートと NIA の関係は、一般に円キャリートレードが活発に行われるよ

うになったと言われる2004年以降に相関があると考えられ、それぞれの仮説はある程度証明することができたと考える。

第5章では、前章までの議論を踏まえ、日本銀行と日本政府に対し政策提言を行う。

まず私たちは分析で得た結果から、危機を再発させないために、資金の流出を抑える以下のような政策を日本銀行に提言する。

#### I. マクロな政策としての短期金利の上昇

低金利政策には資金流出によるバブル助長というリスクがあり、このようなリスクの増幅を防ぐためにも、日銀は低金利政策を改め、マクロな政策として金利水準を上昇させるべきである。金利上昇の時期については、現在のように日本も含め世界全体の経済状態が悪化している時ではなく、ある程度経済状態が回復した時点で、主要各国と過度に金利差が開かないよう利上げを行うべきである。しかし、金利上昇に伴い企業の経営がひっ迫するなどのリスク・コストが考えられるため、次にそれらを補完する政策を提言する。

#### II. ミクロな政策としてのCPなどの買取

I. で指摘した通り、金利水準の上昇には企業の資金面でのリスクが付き物であり、それらを補完するために、日銀に非伝統的金融政策であるCPなどの買取の続行を提案する。しかし全てのCPや債券を買い取れば、日銀の資産が悪化するリスクが高まるため、全てのCP等を買取るわけではない。CPや債券がある程度の信用が保証されるものであることや、買い取る対象を中小企業を中心にすることが条件として挙げられる。このような政策を採ることで高金利では賄えない中小企業の資金繰りをサポートすることができる。

さらに、日本の輸出産業が円安に依存した成長を行い、その結果、危機が発生した際のダメージが大きく増幅したとの見解から、それらを克服し、今後同じような経済の減退を繰り返さないために、以下のような政策を日本政府に提言する。

#### I. 円安に依存した成長からの脱却

減価した為替レートに依存し経済を成長させるといった発展途上国特有の成長路線から脱却し、多少の円高にも負けない国際競争力を培い、真の成長を促進させる政策を行う必要がある。

#### II. 真の成長のために産官学の連携強化

I でも述べたが、日本は円高に負けない国際競争力の育成が急務である。そして中国・インドなどの新興国が台頭する中で、日本が独自の国際競争力を発揮するためには、それらの新興国の製品とは差別化された高い付加価値の製品の提供が求められる。それを実現するためには、産業界だけでなく、政府、また、大学などの高等知識のサポートが不可欠である。政府の補助金を用い、大学などの最先端の情報・知識・技術を活かし、産業界と連携して高付加価値製品を提供するために、これまで以上に政府が主導する必要がある。

以上

## 目次

### はじめに

## 第 1 章 金融危機の現状分析

- 第 1 節 (1. 1) 金融危機による主要各国が受けた影響
- 第 2 節 (1. 2) 日本の産業別影響
- 第 3 節 (1. 3) 超低金利政策による円キャリートレードの発生と円安の進行
- 第 4 節 (1. 4) 金融危機による円キャリートレードの解消による円高と世界的な不況
- 第 5 節 (1. 5) 低金利国スイスとの比較

## 第 2 章 問題意識

- 第 1 節 (1. 1) 円安に依存した経済成長の問題点

## 第 3 章 先行研究

- 第 1 節 (1. 1) イントロダクション
- 第 2 節 (1. 2) 金利差拡大前後のバランスシート比較
- 第 3 節 (1. 3) Net InterofficeAccounts : 最近の変化とその影響について
- 第 4 節 (1. 4) 景気変動とバランスシートの調整
- 第 5 節 (1. 5) 短期金利の重要性の高まりについて
- 第 6 節 (1. 6) まとめ

## 第 4 章 分析

- 第 1 節 (1. 1) 仮設
- 第 2 節 (1. 2) 回帰分析
- 第 3 節 (1. 3) 結果と考察

## 第 5 章 政策提言

- 第 1 節 (1. 1) 日本銀行への政策提言
- 第 2 節 (1. 2) 日本政府への政策提言

## 先行論文・参考文献・データ出典

# はじめに

本稿の目的は日本銀行に対して今回の金融危機の一因となった日本からの資金流出を防ぐ政策を提言し、日本政府に対して、危機後明らかになった日本輸出産業の円安依存を克服させる政策を提言することである。

ここではそのような目的にいたった背景と、その意義を述べる。

## 金融危機の日本への影響の大きさ

2008年9月、リーマンショックを皮きりに世界は金融危機へと陥った。サブプライムローン問題を契機とした今回の金融危機は、90年代のバブル崩壊を経験し健全な経営をしていた日本の金融機関にとって、影響は軽微なものと思われた。

しかし、それまでの日本からアメリカへという資金の循環が逆回りし始め、円安から円高へと変わることにより事態は急変し、日本経済は他の主要国と比較しても最低の経済成長率を記録する見込みである。

このような事態に陥った背景として、円キャリートレードによる資金の流出と、それを下支えした日本の長期に渡る超低金利政策が挙げられる。

## 長期に渡る日本の超低金利政策と恵まれた輸出環境、そして逆サイクル

90年代のバブル崩壊後、失われた10年を克服するため、また、2000年代のITバブル崩壊後の景気回復を促すために、日本は長年超低金利政策を取り続けてきた。確かに、低金利政策は景気回復の一翼を担ってきたが、グローバルな環境の中で、大量に供給された資金は世界中に流出した。このような過程を経て、為替レートは円安に振れ、輸出企業にとっては恵まれた輸出環境であったと言える。また、大量な資金の流出はバブルの引き金とも成りうる。

しかし、今回の金融危機が発生し、金利差縮小も相まって、資金の循環が逆回りを始めると、これまでのサイクルが全て逆回りとなり、円安も円高傾向に向かい、輸出企業にとっては好ましくない環境である。しかし、そのような状況の中でも生き抜く国際競争力を持った企業が出てくるのが望まれる。

## 本論文の目的と意義

各国の中央銀行が決定する短期金利水準はその国だけでなく他国にも影響を与えることがある。日本銀行は、国内だけでなく国際的な情勢も考慮しつつ、金融政策を行う必要があると我々は考える。日銀の金融政策決定会合でも何度かその点を指摘し、利上げを促す委員も存在するようだが、日銀全体として利上げに踏み切れてはいないのが現状である。

本稿により、低金利政策に隠されたリスクの重要性を再認識し、今回のような金融危機を起こさないよう警鐘を鳴らすことが本稿の意義であると考えられる。

また、同時に、企業もこれまでのような円安に依存した成長からの脱却を図り、真の成長を遂げるために政府主導で改革を行うことも今後の日本経済にとって有益であろう。

# 第1章 金融危機の現状分析

---

## 第1節 金融危機による主要各国が受けた影響

いわゆるサブプライム・ローン問題を契機に、IMF（国際通貨基金）をして30年代に起こった世界大恐慌以来と言わしめるほどの深刻な危機が、現在の国際通貨金融システムを震撼させている。

参考までに、サブプライム恐慌により主要各国が受けた影響とそれに対する対策を記す。

### i) イギリス

イギリスは名目 GDP や購買力平価において世界でも高水準を保っており、インフレーション、利率、失業率においても強い体制であったが、2,008年からの世界同時不況により失業率は劇的に上がり利率も0.5%まで低下した。

イギリスは最終財の分野で赤字を記録する一方、財政的なサービスを輸出することで利益を得ていたため、不況による財政混乱と物価上昇によって他の国よりも大きな打撃を受けることになった。

イギリスでは多くの銀行が破たんしたが、財務省による国有化により保護が図られ、政府・民間両部門で起こった雇用悪化によって増大した失業者に対する就職支援としては13億ポンドが投入された。

財源に関しては、高所得者の所得税率、国民保険料率、アルコール税率、たばこ税率などを引き上げることによって確保している。

今回の影響の中では失業率の増加が顕著であるので早急な対策が必要となっている。

### ii) 中国

中国において実質 GDP 成長率は03-07年まで5年連続の2ケタ成長を記録した。しかし、08年は9%に落ち込み、(第3四半期:9%、第4四半期:6.8%) 09年第1四半期の実質 GDP 成長率は6.1% (=GDP 統計発表開始の92年以来最低) となるに到った。温家宝総理は政府活動報告@11期全人代第2回会議(09.03.05)において経済運営の原則を示した。その内容は、①内需拡大、成長維持②構造調整、レベルアップ、③改革の実施、活力の増進、④民生重視、社会的調和の促進である。

成長率鈍化を受けて09年の実質 GDP 成長率の目標は8%前後に設定された。

## iii) ドイツ

ドイツは、世界で四番目の規模を誇る非常に発達した市場を持っていた。また、ドイツ経済で輸出は国内生産の三分の一を占め大きな影響力を持っていたが、2008年の金融危機により、輸出が急減し、製造業を中心に大きな打撃を受けた。

経済成長率は2.1%減(08年第4四半期 前期比、)であり、製造業生産指数は6.4%減(08年11月 前年同期比)、失業率8.5%(09年2月期)である。

金融危機に直面した結果、金融市場安定化法、総合経済対策、追加経景気対策といった、家計支援・雇用対策・企業支援・公共投資・金融機関支援のために様々な政策がとられた。ドイツでは特に、打撃を受けた自動車、機械、電気電子、化学分野での生産の増加が景気回復の鍵をにぎる。

## iv) 日本

日本はGDP低成長を続けていた(03年~07年、2~3%程度)が、08年後半以降マイナス成長を記録した。

08年第3四半期は-0.2%、第4四半期は-3.6%、09年第1四半期は-3.8%であり戦後最悪のマイナス成長であった。

GDPマイナス成長の主因は輸出が減ったこと、海外での自動車などの需要が下がったことや円高である。

日本の09年の経済成長見通し(OECD発表)は6.6%減であり、先進国中で最低水準である。

日本経済は2つの危機(底割れの危機、構造的な危機)に直面しており、それは以下の二つである。

- ①実体経済の悪化→金融の一層の不安定化→さらなる実体経済の悪化を招く：「底割れ」リスクが急速に高まりつつある。
- ②輸出への依存、外国人比重の高い金融資本市場→克服を目指す政策を行う。

## v) アメリカ

アメリカ国内においては、金融機関の信用不安の増幅、資金調達力の低下に伴って、リスクテイク能力が著しく低下した。これに伴って、事業会社や家計の借入れ・資金調達が困難となり、設備投資および家計消費支出の低迷をもたらした。同時に、住宅および金融関連業界の巨額の損失計上に伴って、人員削減が進むなど雇用調整圧力が高まった。雇用・所得環境の悪化は、株価や住宅価格下落に伴う逆資産効果ともあいまって、家計消費支出にダメージを与えた。

アメリカ政府は、連邦準備理事会(FRB)の資金供給プログラムを除き7000億ドル規模の対策を行った。

アメリカでは連邦準備銀行理事会で開催されるFOMCが、公定歩合とともにオーバーナイトを念頭においたフェデラル・ファンド金利(FFレート)と呼ばれる政策誘導金利を決定する。サブプライム問題の経済的影響への懸念を踏まえ、2007年8月17日に公定歩合が引き下げられて以降、公定歩合、FFレートともに一貫して引き下げられ、2008年12月16日にはFFレートを0.00-0.25%とし、実質ゼロ金利とした。他に行った対策として、連邦住宅局(FHA)による住宅ローン借り換え支援、連邦準備銀行(FRB)による金融機関の経営健全化への介入、連邦準備銀行による流動性支援などがある。

## 第2節 日本の産業別影響

この金融危機により、直近まで好調であった日本の産業活動にさえも急ブレーキがかかることとなった。他産業に与える影響が最も大きい自動車産業に生じたつるべ落とし的な生産減少で、自動車部品・付属産業はもちろんのこと、プラスチックや鉄鋼などの素材、さらに派遣業などの対事業所サービス、果てはリースや広告まで、次の生産見通しが立たない程の混乱が起こった。IT 産業も悲惨であり、産業界全体で見ても、対前期比 10%を超える大幅な落ち込みが始まることとなった。こうした現象が世界各地で同時に発生し、産業界は茫然自失の状態に陥ったのである。

以下に日本の典型的な輸出産業である自動車産業と電気機器産業が金融危機により受けた影響を示す。

### i) 自動車

20世紀、世界経済はアメリカによって牽引されてきたが、今回の金融危機により、旺盛だった自動車の需要は一気にしぼみ、米ゼネラル・モーターズ(GM)を始めとするビッグスリーは経営危機に陥り、GMは世界で4万7000人を削減、最大300億ドル(約2兆7600億円)の政府支援を要請し、ついに傘下の自動車メーカーサーブ(スウェーデン)が事実上の経済破綻に追い込まれることとなった。

日本の自動車産業においても、アメリカの消費の冷え込みと共に、深刻な影響は大きな打撃となり、昨年末より問題となった大量の人員削減では、これまで国内では生産現場の非正規従業員だけが対象とされていましたが、正社員や事務部門の非正規従業員まで対象を広げる動きも出るに到った。

当然のことながら、系列部品メーカーなどの関連会社も、赤字に転落する見通しとなり、地域経済も窮地に追い込まれた。

各自動車業界の輸出比率(輸出台数/国内生産台数)を見てみると、日産 51.1%、ホンダ 53.8%、マツダ 78.0%、三菱自動車 79.8%、富士重工 64.9%であり、各社とも国内で生産した半分以上を輸出に回していることが分かる。更に下位メーカーほど現地での販売台数がまとまりにくいため輸出で対応するという傾向になり、輸出比率が高い。

これらから、日本の自動車産業がいかに輸出に依存してきたかが見て取れる。

金融危機による円高と反比例するかのような日本企業の株安の進行や、日本の自動車業界各社の株価の下落が原因となって自動車産業が受けた影響は計り知れないものがある。

### II) 電気機器

金融危機は、まず自動車業界を襲い、電機業界をも飲み込むこととなった。

例えば、電機業界を代表するソニーは09年3月期連結営業損益が、従来予想の2000億円の黒字から一転し、大幅な赤字になる見込みとなり、東芝も1000億円規模の大幅な営業赤字に陥る見込みとなった。いずれも世界的な需要の冷え込みと急速に進む円高が要因で、他の大手電機メーカーにも業績悪化や下方修正の動きが広がる可能性は高い。

電機業界では、「リーマン破たん後の昨秋以降、世界各国でデジタル家電を中心に急速に売れ行きが伸び悩んできた」(業界関係者)との声が広がり、ソニーも液晶テレビやデジタルカメラなど主力のエレクトロニクス(電機)部門は大打撃を受けた。



さらに、外国為替市場では急速に円高が進んでおり、収益を大きく圧迫している。対ドルで1円円高が進めば営業利益で年間40億円が吹き飛ぶソニーにとって、痛手はかなり大きい。円高による減益分だけでも約1000億円に上る可能性があるという。

一方、デジタル家電向けや自動車向けの半導体も世界的に需要が急減しており、半導体事業や半導体子会社を抱える電機メーカーの業績への影響も深刻だ。東芝も「半導体事業が大変な赤字。もはや事業が生き残れない状況」（西田厚聡社長）。東芝の09年3月期営業損益の従来予想は1500億円の黒字だったが、IT（情報技術）不況の直撃を受けた02年3月期以来、7年ぶりの営業赤字に転落する見通しだ。

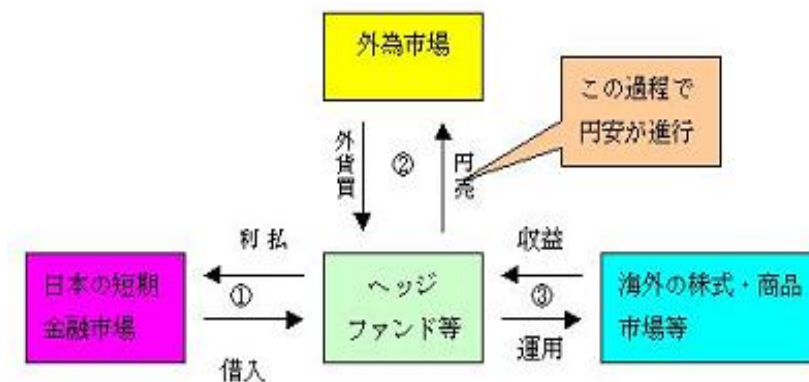
日立製作所も、グループの半導体大手ルネサステクノロジが大幅な赤字に陥る見通しになっており、09年3月期連結最終（当期）損益は1000億円規模の赤字に陥る見通し。NECも半導体子会社NECエレクトロニクスの業績悪化により、3年ぶりの最終赤字は免れない見通しになっている。

業績下方修正の動きが続々と生じることが予想され、金融危機による電機業界のダメージがいつそう顕在化しそうだ。

### 第3節 超低金利政策による円キャリートレードの発生と円安の進行

我が国日本が受けた具体的な影響としては、急激な円高と株安の進行である。この背景には円キャリー・トレードの問題がある。円キャリー・トレードとは円借り取引とも言われ、国際的にみて低金利である円を借り入れて更にその円を売却し、より高い利回りとなる外国の通貨、あるいは外国の通貨建ての株式、債券などで運用して、利ざやを稼ぐ行為である。つまり外国資産を売却しその売却対価によって資産を付利して返済し、その差額により利益を得るのである。図1は円キャリートレードの仕組みを図式化したものである。

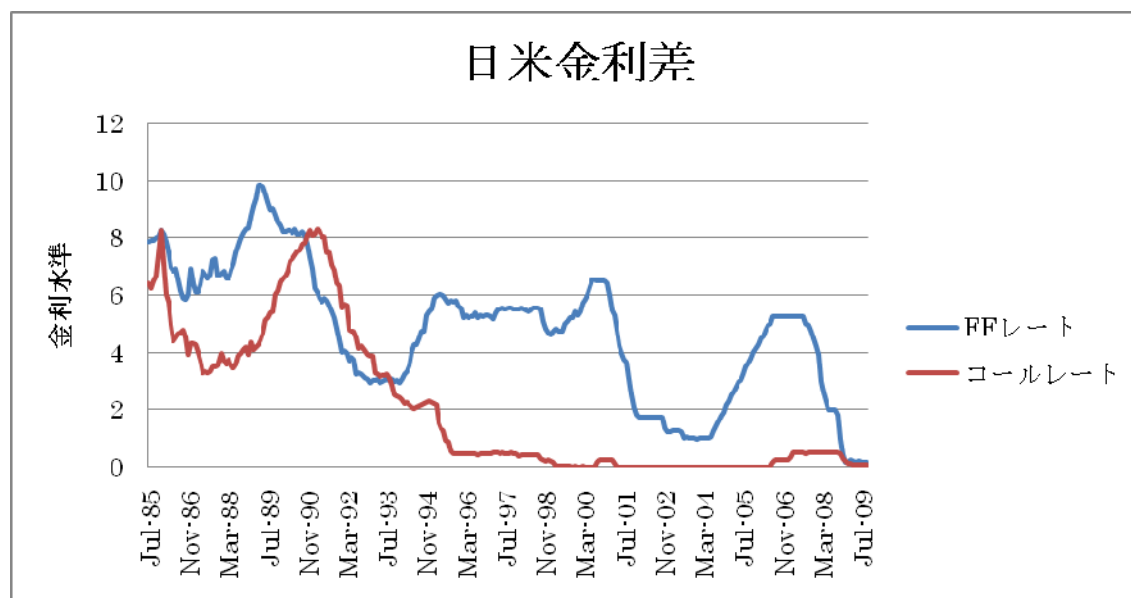
＜円キャリートレードの仕組み＞



内外の機関投資家から個人投資家に至るまで幅広い層の人々がこの取引に参加している。この取引が広まった背景には、日本が長期間続けてきた超低金利政策と、5%前後と高い海外の主要国の金利水準がある。

わが国ではバブル崩壊後の経済不況のために金利は 1991 年以降下落し続け、1999 年 2 月からいわゆる「ゼロ金利政策」が採られた。これにより短期金利の指標である無担保コール翌日物レートは最低水準の 0.15% に誘導された。その後 2000 年 8 月に解除が決定されたが、続く世界同時不況によって量的緩和政策と共に、再びのゼロ金利政策が採られた。この間に長期金利も低下を続け、2003 年には 0.43% に到達した。そして 2006 年 7 月に日本銀行によってゼロ金利が完全解除されてなお、日本の金利は国際的に非常に低い水準にある。

図 2 は日米の代表的な短期金利である Federal Funds Rate (FF レート) と銀行間の資金融通を行うコール市場の無担保翌日返済の借入れ金利(無担保コール翌日物金利)の推移を時系列に沿って比較した図である。2001~03 年に FF レートが下落し、金利差が縮まったものの、2004 年には再び差が開き、2007~09 年にかけては金利差は再び急速に縮まることとなった。



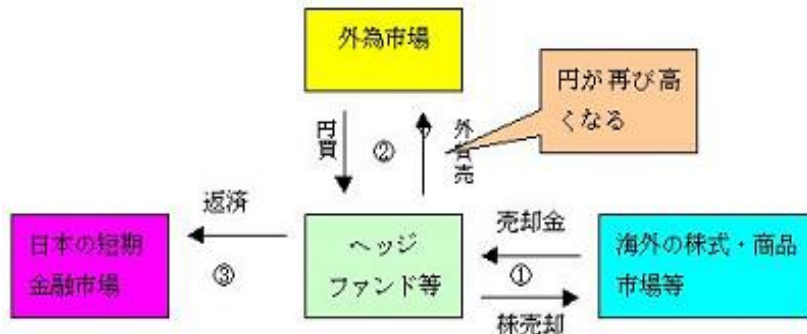
この取引で利益を得るには、借り入れた資金の金利よりも運用益の利回りが大きくなる必要があるが、既に示したように日本が超低金利なのでそれが実現しやすいのである。今回の金融危機が起こるまでは、円を調達した投資家たちがその円を外貨市場で外貨に換える過程で売却していたために、現在とは異なり円安が進行していた。

## 第 4 節 金融危機後の円キャリートレードの解消による円高と世界的な不況

しかしながら今回の金融危機が引き起こした世界同時株安により、損失を防がんとする投資家たちが株式を売却し、再び現金に代わった外貨を外貨市場で売却して円を買い戻しそれを円の借り入れ資金返済に充てるという動きを強めることとなった。この一連の流れがまさに今回日本で起こった急激な円高と株安の根本的な原因となったのである。リスク回避を目的とした投資家たちによる円キャリー・トレードの解消が立て続きに起こり、従前の円安・ドル高基調の為替相場も一転して円高・ドル安に転じ、外国為替市場は大混乱に陥ることとなった。サブプライム・ローンが次々とデフォルトを引き起こす中、関連する仕組み債価格は急落し、信用収縮の波が世界の金融市場に押し寄せている。日本は、円キャリー・トレードの清算に失敗した海外投資家たちの不良債権を一気に抱える恐れがある。

図 3 はそうした円キャリートレード解消の仕組みを図式化したものである。

### ＜円キャリートレード解消の仕組み＞



サブプライム金融恐慌による日本への影響は当初、比較的軽微であると思われていた。実際、日本の銀行やその他金融諸機関は概して 80 年代末の日本の巨大バブルの崩壊に始まる 90 年代の失われた 10 年における不良債権処理の損失による苦い経験から、リスクの高そうなサブプライム関連証券はあまり多く購入していなかった。加えて、それに先立つ不良債権問題の処理過程で日本の銀行は巨額な公的資金の投入を受けつつ、三菱 UFJ、三井住友、みずほの三大メガバンクへの大規模な集中・合併を繰り返し、その資本規模と体質を強化し続けていた。これが功を奏して、日本の銀行やその他金融諸機関は相対的に安定性を示し続けている。

このように、日本における金融面へのダメージは相対的に軽微であったにも関わらず、实体经济面での景気の下落はむしろ今回の金融危機の震源地であるアメリカやヨーロッパに比べても、むしろより深刻な様相を呈するに当たる。日本経済は 07 年 11 月からサブプライム恐慌のあおりを受けて景気後退局面に入り、特に 08 年 4 月以降は GDP などに示される实体经济の諸指標が下落に転じている。その後の各四半期における日本の実質経済成長はマイナスを記録し続け、特に 08 年 9 月のリーマン・ショック以降における世界恐慌の深化過程で下落幅を拡大し、10-12 月期には年率換算で 14.4%、09 年 1-3 月期には 15.2%と、第一次石油危機当時の下落幅を上回る戦後最大の落ち込みを見ている。そのため、下記の表に見られるような IMF の 09 年 4 月の経済成長見通しでも、アメリカとユーロ圏とが景気後退の中でなおかろうじて 1.1%、0.9% の実質経済成長を示していた 08 年に、日本の実質経済成長率は早くもマイナス 0.6% を記録する結果となり、09 年の見通しでもアメリカとユーロ圏がそれぞれマイナス 2.8%、4.2% と予測

されているのに対して、日本はマイナス 6.2%とより大きな幅での GDP の低落を予測されているのである。

IMF の経済見通し (2009 年 4 月)  
実質経済成長率 (年率%)

	2007	2008	2009	2010
世界全体	5.2	3.2	-1.3	1.9
先進国	2.7	0.9	-3.8	0.0
アメリカ	2.0	1.1	-2.8	0.0
ユーロ圏	2.7	0.9	-4.2	0.4
日本	2.4	-0.6	-6.2	0.5
新興・途上国	8.3	6.1	1.6	4.0
中国	13.0	9.0	6.5	7.5
インド	9.3	7.3	4.5	5.6

出所：IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK APRIL 2009

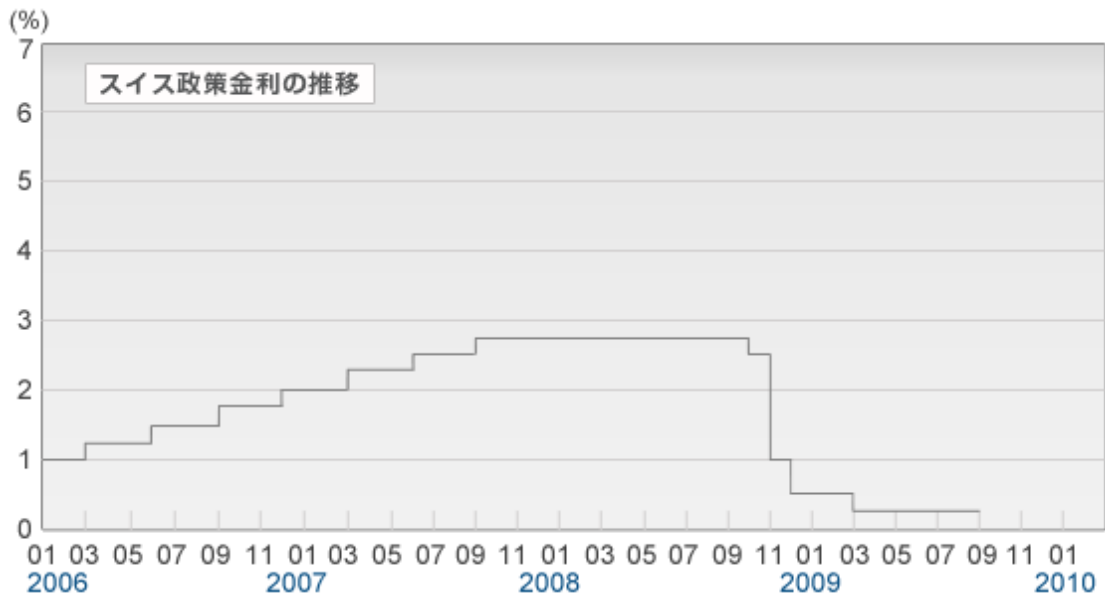
## 第 5 節 低金利国スイスとの比較

日本同様に低金利通貨としての顔を持ち合わせている通貨にスイスフランがある。スイスフランは日本同様に長期間低金利を維持しているため、グローバルキャリートレードの動きが活発な時には、売られやすいといった特徴がある。

下記の表は 06 年～09 年までのスイスにおける政策金利の推移である。

見て分かるようにスイスは低金利を維持し続けており、08 年の 12 月にはスイス国立銀行は、政策金利の下限を 0.5%引き下げて「0.0%」、すなわちゼロ金利とすることを発表した。主要各国が政策金利を引き下げ中、スイスはいち早く 4 年 3 か月ぶりに「ゼロ金利」政策に踏み切ることとなったのである。

スイスがゼロ金利政策に踏み切った要因としては、スイスの国内景気が金融危機により低迷し、経済成長がマイナス成長の見通しとなったためである。



アメリカを発端とした金融危機のあおりを受けて、2008年のスイス経済は年後半から急速に悪化し、1.6%の低成長となった。

金融危機による打撃はスイス国内のUBSとクレディスイスの二大銀行に限定されたが、その後の急速な世界経済の悪化で、輸出が第4四半期に前年同期比7.2%減と落ち込み、通年で2.3%増にとどまることとなった。

企業による設備投資も1.9%減、建設投資も2.9%減と不振であった。秋以降、雇用も急速に悪化しており、失業率は12月には3.0%に上昇した。

しかし、個人消費は1.7%増と引き続き堅調で、何とか景気を下支えしていた。

2008年10月16日、政府、スイス国立銀行（中央銀行）、連邦銀行委員会は、国内金融システム強化策を発表した。

2009年3月末までに預金保護強化スキームを見直すことと、金融最大手UBSに公的資金を投入し、資本増強を図る一方、基金を設立して同行の600億ドル相当の不良資産を買い取ることが主な柱であった。

先ほど言及したように、スイスの金融業界は米国サブプライムローン問題に端を発した金融危機により、2大銀行であるUBSとクレディスイスが大幅な損失を計上しており、特にUBSの経営に不安が持たれていた。

この強化案は金融立国として、スイス国家を挙げて不安を払拭するのが狙いであった。スイスではさらに2009年9月22日、連邦経済省経済事務局（SECO）は政府経済専門家グループによる2009年秋季経済見通しを発表された。

世界経済が予想より速く回復していることから、2009年のスイスの実質GDP成長率はマイナス1.7%にとどまる見込みで、これは7月に発表した夏季経済見通しのマイナス2.7%を上方修正するものであり、上方修正の理由として、輸出の落ち込み幅が予想より少ないこと、個人消費が持ち直すことなどを挙げている。

しかし、雇用は引き続き悪化傾向にあり、2009年の失業率は3.8%、2010年は5.2%に上昇するとされた。

スイスも日本円と同様のスイスフランのキャリートレードの巻き戻し効果により、金融資産の返済に行き詰った資産家たちの最終的な負債を背負わされる可能性が十分にあり得る。キャリートレードという側面を見るとスイスと日本は非常に似通っているのである。

## 第2章 問題意識

### 第1節 円安に依存した経済成長の問題点

失われた10年やITバブルの崩壊により、日本では不況が長期に渡り進行していた。日銀は中小企業、はたまた大企業の経営を資金面からサポートすべく、無担保コール翌日物金利（以下、短期金利）を引き下げ、1999年2月にはゼロ金利政策を採用。ITバブル景気を機に一時解除されるが、バブル崩壊後に復活。2006年に再度解除されるが、金利水準は依然として低い状態が続いていた。

日銀金融政策決定会合議事要旨を確認すると、2007年10月31日開催、12月26日掲載の会合で、水野温氏が「ファンダメンタルズから離れた金利水準を長く維持することになりかねない」と短期金利の0.5%から0.75%利上げを提案したが、1対8で否決され、0.5%を維持した。採決の内容は以下の通りである。

#### V. 採決

以上の議論を踏まえ、大方の委員は、当面の金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で推移するよう促す」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

これに対し、一人の委員は、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準を現行の「0.5%前後」から「0.75%前後」に引き上げる旨の議案を提出したいと述べた。

この結果、以下の議案が採決に付されることになった。

水野委員からは、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.75%前後で推移するよう促す」との議案が提出された。

採決の結果、反対多数で否決された。

採決の結果

賛成：水野委員

反対：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員

議長からは、会合における多数意見を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

金融市場調節方針に関する議案（議長案）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。

記

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%前後で

推移するよう促す。

採決の結果

賛成：福井委員、武藤委員、岩田委員、須田委員、西村委員、  
野田委員、中村委員、亀崎委員

反対：水野委員

水野委員は、

- ①日本経済は展望レポートの見通しに沿って推移していると判断されること、
  - ②米国サブプライム問題に端を発した金融市場の変動は、引き続きリスク要因の一つに過ぎず、日本経済の見通しを変更する必要がないこと、
  - ③利上げの判断を先送りすれば、ファンダメンタルズから離れた金利水準を長く維持することになりかねないことから、
- 反対した。

その後何度か同じ提案が成されたが、採決結果は同じであった。日銀全体としてはリーマンショック以前から景気が下振れするリスク、緩和的な金融政策のリスクを感じていたが、景気の動向を観察するという記述にとどまっており、すなわち、日銀全体として、低金利政策に対するリスクの重要性の認識が欠けていたと言える。以上の点から、国内経済だけでなく国際経済の動向も考慮し、低金利政策を改めて見直す必要がある。

また、危機発生前、円キャリートレードやアメリカのドル高政策により、円は実際より過少に評価され円安が進行していたと言える。日本の輸出産業・企業は金利差に誘導された過度な円安に依存して成長していたと言っても過言ではなく、それは真の成長とは言えない。その結果、危機発生に伴い、資金が逆流し円高傾向に陥れば、日本は他国と比較しても経済成長力の低下は著しく、回復までの期間も長期に渡る。

以上の現状に関する日本経済の問題点の仮説

この度の金融危機の際、欧米諸国よりも日本への影響が大きなものであった要因として、鳥谷一生氏も指摘しているように、日本の超低金利政策がもたらす過剰な円キャリー・トレードを用いた国際資本移動による円の逆流が挙げられると我々は考える。円が逆流する過程で、円高が発生し、日本の輸出環境に大きく影響したと思われる。

## 第3章 先行研究

### 第1節 イン트로ダクション

2007年夏以降、国際金融市場が混乱し、世界経済は悪化傾向をたどってきた。世界経済の拡大と円安基調という良好な輸出環境に支えられ2002年から2007年まで拡大した日本の景気も、金融混乱による輸出環境の変化によって大幅に後退することになった。我々は日本の輸出環境に大きな影響を及ぼす要因のひとつに為替レートの変動があり、今回為替レートの大幅な変動をもたらした背景の一つに低金利通貨を調達し、高金利通貨で運用するキャリートレードのポジション拡大とその後の急速な巻き戻しの動きがあると考えられる。そして近年、低金利通貨である円の流動性に関する研究が注目されている。市場参加者の資金の入手可能性に関連する「流動性」の概念は、国際的な資金の流れの研究に応用される。

以下で紹介する Masazumi Hattori, Hyun Song Shin (2007) の研究では、在日外銀行支店の資産と負債から計算した「ネット本支店勘定」の動きの解釈に「流動性」の概念を適用した。この研究では主に”Broad Yen Carry Trade”を分析対象とし、資金の入手可能性の観点からみた円の流動性について考察している。在日外銀行支店ネット本支店勘定の動きを見ると、90年代後半より変動が大きくなっている。ジャパンプレミアムの影響が小さくなった99年以降では本邦コール市場で外銀 Net Call Loan の動きと強い相関がある。在日外銀支店は、本店からの資金配分の変更に対してコール市場の取引で対応することが可能になったことがわかる。99年以降、海外の金融機関は在日外銀を通じて金利の大きい国へ円から資金を調達している。M. Hattori, H. S. Shin (2007) は在日外銀支店ネット本支店勘定と本邦短期金利と他国短期金利の金利差との間に強く逆相関があるためであると示唆している。外国為替証拠金取引のキャリートレードは、海外のヘッジファンドによって行われているとされる。円の金利水準が世界的に圧倒的に低いのは周知の事実であり、円はキャリートレード用の調達通貨として利用されていることが推察できる。

広義のキャリートレードの意味を理解するにあたっては、関係する金融機関のバランスシートを通じた資金の動きをたどることが重要である。円キャリートレードは伝統的に、限られた期間内における純粋な外国為替の取引手段としてみなされてきた。しかし在日外銀のバランスシートの増減は、キャリートレードのより広義の概念を証拠づけている。円負債は純粋な貨幣売買に資金を供給するに限らず、ヘッジファンドや金融仲介者のバランスシートにおいて全体的な増加を示している。

キャリートレードは高金利通貨の購入資金とするための低金利通貨借入れにより起こりしげしげキャリートレードは外国為替市場への投資として評されているがキャリートレードは外国為替市場の範囲を遥かに超えて拡大しており、その拡大はグローバルな金融システムのすべての領域にわたっているとさえいえる。

‘The Broad Yen Carry Trade’ において M. Hattori, H. S. Shin はリスクアペタイトと金融サイクルへの円キャリートレードの幅広い影響について研究し以下のように結論付けた。①円



キャリートレードは一般に外国為替取引として狭く限られた意味でみなされているが、実際は金融システムと金融政策への幅広い影響を有する。②円負債は貨幣キャリートレードの資金となるだけでなく、ヘッジファンドや金融仲介のバランスシートの全体的な増大にも寄与する。③国ごとの翌日物レートの違いはバランスシートの変化の重大な決定要因であり、従って短期金利は金融政策の立場をはかる尺度として、多くの一流経済学者が考えるより重要である可能性がある。④国内の金融政策はグローバルな金融システムのはたらきによって国際的な重要性をもつ。

## 第 2 節 金利差拡大前後のバランスシート比較

The Broad Yen Carry Trade について議論するためには、①日本インターバンク市場における大きな円負債、②Inter office account における多額のネット資産の両方が必要である。なぜなら、円資金が日本国外への運用に向けられるとき、多額の円の借入れとその貸出された円資金がネット資産として国外に存在することは同時発生しているはずだからである。以下に世界市場における在日外銀支店のバランスシートを示す。

資産		負債		資産		負債	
<i>Interoffice assets</i>	<i>Interoffice liabilities</i>			<i>Interoffice assets</i>	<i>Interoffice liabilities</i>		
<i>Japanese Securities</i>	<i>Call money</i>				<i>Call money</i>		
<i>Call loan</i>							

( i ) 対外金利差拡大前
( ii ) 対外金利差拡大後

図 1 : 在日外銀支店バランスシート

図 1 は在日外銀日本支店のバランスシートであり、( i ) で対外金利差拡大前 ( ii ) で対外金利差拡大後を示している。在日外銀支店の資産は日本証券 (Japanese Securities) や円コール市場での貸出 (Call loan) といった資産を有しており、日本円のインターバンク市場における借入 (Call money) と在日外銀の本社からのインターオフィス送金を通じた Interoffice liabilities をもってしてその資産を支えている。金利差拡大前では Net Interoffice Account (NIA: Interoffice assets - Interoffice liabilities) はマイナスの値となり、これは在日外銀が円資産でネットロングポジションにあることを示している。

( ii ) では対外金利差が拡大したときの Interoffice account を経由した円資産の、在日外銀日本支店から本社への資金の流れの増加を示している。対外金利差が拡大し日本の低金利の借入のメリットが高まる時在日外銀日本支店はより多くの円を借り (Call money の増加)、そしてその円が本社に送金され Interoffice asset を増加させる。また上右図において Net Interoffice account は本社への大きな貸出を反映してプラスとなり、これは在日外銀のネットショートポジションを意味し、Broad Yen Carry Trade の一部としてみなすことができる。日本から外国に調達した資金はヘッジファンドが運用することが多い。ヘッジファンドは通常、私募によって機関投資家や富裕層等から私的に大規模な資金を集め、金融派生商品を活用した様々な手法で運用するファンドのことを指す。

Net Interoffice Accounts はこれまで通常マイナスの値をとり外銀のネットロングポジションを示してきたが、2007 年の credit crisis の前段階で円資産の流れが大きく増加し、07 年 8 月まで Net interoffice accounts はプラスとなった。その含意は Broad Yen Carry Trade が 07 年の金融危機とつながる直近の期間にピークを迎えたということである。

Call loan は外銀日本支店のインターバンク資産の総計であり、Call money はインターバンク負債の総計である。Call loan は何年にも渡り変動してきており、アメリカの金利が特に低かったこの 10 年間の初期においては Call loan は縮小していた。Call money の変動はさらに大きく、アメリカのインターバンク金利が上昇した 2004 年以降の急増などを伴う。円負債の急増の結果として、2006 年以降の最近では外銀の Net interbank position ははっきりとマイナスである。

## 第 3 節 Net Interoffice Accounts

### : 最近の変化とその影響について

外銀の Net Interoffice Accounts はこれまで通常マイナスであり、外銀が円資産でネットロングポジションをとっていることを示してきた。下図においてここでの議論にもっとも関連深い特徴は 2005 年頃からはじまる最近の期間における Net Interoffice Accounts の急増である。その増加はとて大きく通常マイナスを示す Net Interoffice Accounts は 2007 年の金融危機に至るまでの期間においてプラスの値をとるまでに増加した。

その示唆するところは、2007 年、金融危機の起こる前に即座に大きな単位で日本国外に円資産が流出したということである。

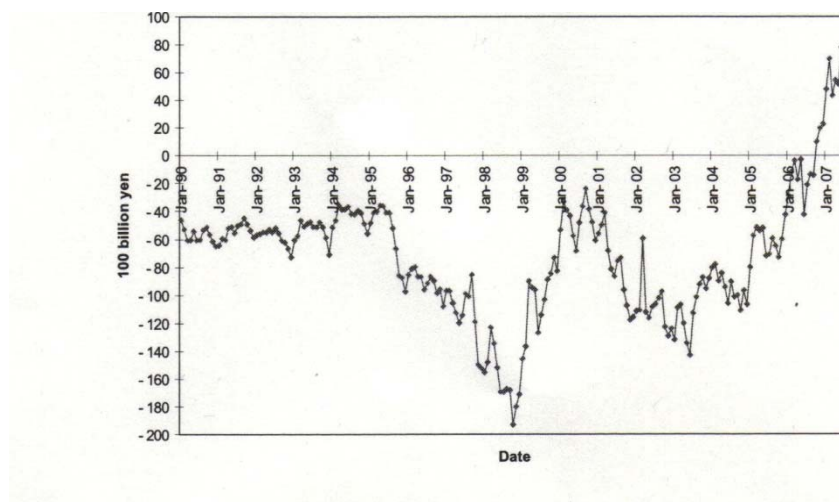


図 2 Net Interoffice Accounts of Foreign Banks in Japan  
(出所: “The Broad Yen Carry Trade” M.Hattori, H.S.Shin (2007) )

次に挙げる図は 1999 年からの外銀においての月ごとの Net Interoffice Asset の変化に対する Interoffice accounts (Call loan- Call money) の散布図である。

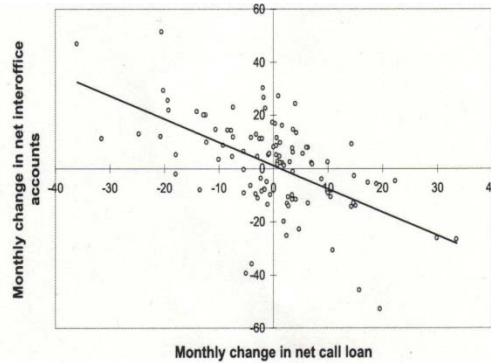


図 3 : Scatter chart of change in net interoffice accounts against change in net call loans  
(Units: 100billion yen)

(出所: “The Broad Yen Carry Trade” M.Hattori, H.S.Shin (2007) )

もし円負債の変動が Broad Yen Carry Trade を反映しているという前提を正しいとするならば、散布図において月ごとの Net Interoffice Asset の変化と Interoffice Accounts は逆相関となるはずである。また、もしその傾きが -1 であれば円インターバンク負債の増加と円 Interoffice Accounts の間に 1 : 1 の関係があるといえ、それは円負債が Broad Yen Carry Trade を反映しているということを示す。図において OLS 曲線の傾きは -0.89 であり、-1 に近い値をとっていると十分に言える。そしてそれは外銀日本支店が Broad Yen Carry Trade において円流動性を国外へと流出させる役割を果たしているとする仮定と矛盾しない。

キャリートレードのより広い影響に、バランスシートのリスク選好への拡大という結果がある。バランスシートが常に市場の変化と連動しているような金融システム下では資産価格の変化はすぐにバランスシートに表れる、従って金融システムのすべての構成要素の価値に対し即座のインパクトを持つ。そのような正味価値の変化に対する金融仲介者の反応はマーケット全体のリスク選好に重大な影響力を持つ。ブームにおいては負債の自己資本に対する割合（レバレッジ）を高く、不況下では低くといった金融仲介者の活発なバランスシートの適応行動については Adrian, Shin(2007, a) にも記されているとして紹介されている。

景気沈滞時の例について次に挙げられる。資産の供給が大きくなると価格に下向きの圧力が加わるという傾向があるとすれば、弱いバランスシートにおいて資産の売り上げが増大しそしてそれが資産価格をさらに低下させバランスシートはさらに弱くなるというフィードバック効果が発生する可能性がある。

これは以下の図に示されるメカニズムにより説明される。

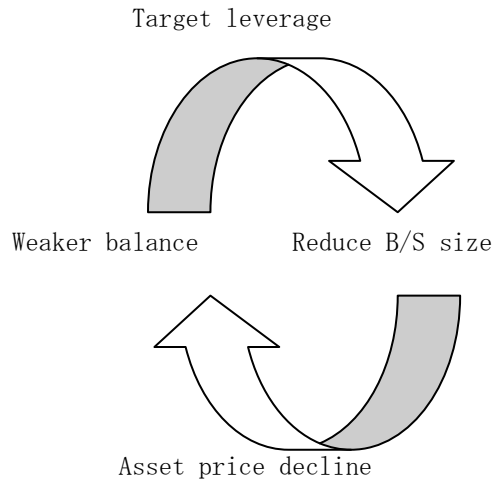


図 4：景気低迷期のメカニズム

このメカニズムの存在を考慮すると、金融仲介者のキャリートレードのための日本からの資金流出と、家計部門の外国資産購入のための流出あるいは投資信託会社や生命保険会社のような機関のポートフォリオ変化とを区別することが重要となる。後者のような経済主体の外貨建て資産購入は Broad Yen Carry Trade の一部としてみなされるべきではないからである。

流動性の総量はバランスシート全体の成長率として説明される。金融仲介者のバランスシートが全体として強固であるときそのレバレッジは必要以上に低い。余剰資本を保有する金融仲介者はそれを運用できる手段を探そうと試みるであろう。そのために彼らはバランスシートを拡大しなければならず、負債サイドではより多くの短期借入れを行い、資産サイドでは彼らが資産貸しできる潜在的借り手の存在を探す。この状況において Broad Yen Carry Trade が焦点となる。Broad Yen Carry Trade が金融仲介者の低コストでのバランスシート拡大を可能とさせ、金融ブームを刺激するのである。

また流動性の総量は金融仲介者がどれだけ借り手を探すかに密接なかかわりを持つ。アメリカのサブプライム住宅ローン市場において急速にバランスシートが拡張したとき、返済手段を持たない借り手さえもがクレジットを手にしていたことは記憶に新しい。Jimenez, Saurina (2006) が在スペイン銀行についての研究においてブームの期間に貸し出されたローンは不景気時に貸し出されるローンに比べ、債務不履行率が高いと述べているということも紹介されている。

## 第 4 節 短期金利の重要性の高まりについて

Adrian, Shin(2007a)の研究ではバランスシートの変化は、株のボラティリティを示す VIX 指数によりはかられる市場全体のリスク選好に密接な関係があると証明しているが、ここで Broad Yen Carry Trade についても以下のことが言える。NIA と、低く表されたボラティリティあるいは言い換えるならば過大なリスク選好を伴う大きなバランスシートという 2 者の間には著しい負の関係が存在しているのである。

市場全体のリスク選好へのバランスシート変動の重要性とその変動が市場全体にもたらす波及効果を考慮すると、バランスシート変動の促進あるいは拡大においてキャリートレードが果たす役割は各金融当局にとって最も重要な関心事となる。そこで我々は円キャリートレードの規模決定における短期金利のもつ影響力について分析する。

無担保コール翌日物レートが円キャリートレードに及ぼす影響の重要性は、Broad Yen Carry Trade の拡張と日本と他の先進諸国間の金利格差との関係性によって明らかにされている。次の図は NIA と日本の無担保コール翌日物レートとアメリカ、ユーロ圏、オーストラリアの誘導政策金利の平均との関係をしめしている。

この図より 2 者の間には 1999 年から負の関係があることが読み取れる。したがって、日本と他の先進諸国と短期金利差が大きいほど Broad Yen Carry Trade の規模は大きくなる。これは 2002 年以降の期間について見ると、アメリカの金利が低く引き下げられ日本の金利とあまり差のない状態であった 2002 年から 2004 年には Broad Yen Carry Trade の規模として考えられる NIA は小さかったが、アメリカの金利水準が元の高金利に戻された 2005 年以降に NIA の急増が見られることから明らかである。

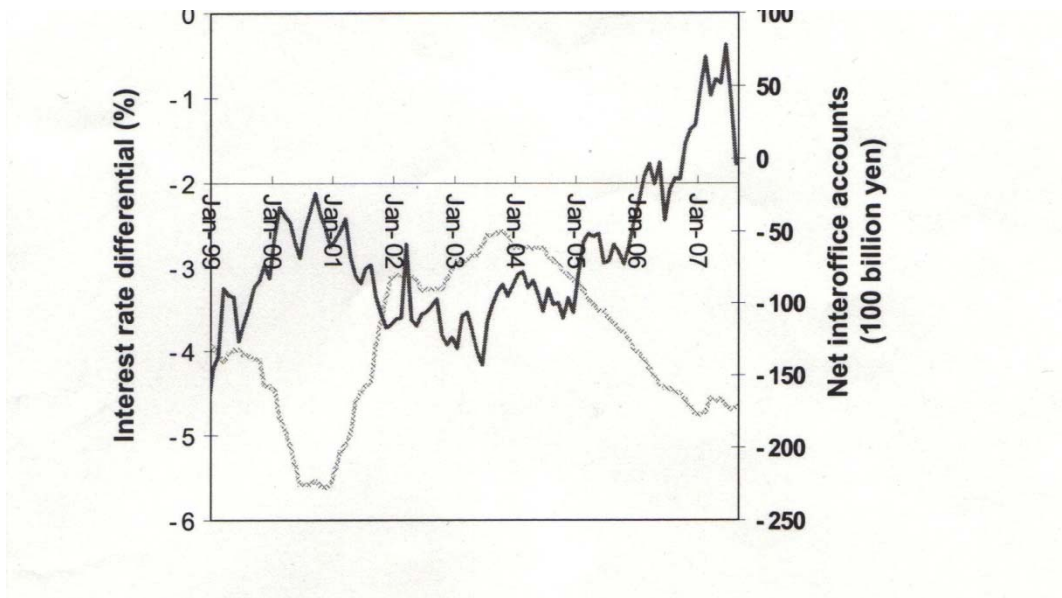


図 5 : NIA and interest rate differential between Japan and simple average of USD, EUR and AUD

(出所: “The Broad Yen Carry Trade” M.Hattori, H.S.Shin (2007) )

## 第5節 まとめ

ここまで述べてきたことを以下にまとめる。Hattori, Shin (2007)の研究‘The Broad Yen Carry Trade’に基づき我々はキャリートレードの規模あるいはより広い意味で言うならば金融部門全体におけるバランスシートの規模であるが、その決定に中央銀行により決定される無担保翌日物コールレートといった誘導政策金利が重大な影響をもたらす可能性があると考え。現在に至るまで、無担保翌日物コールレートは将来の金融政策下における市場との接触手段としてのみ認識されてきた。しかしながら、長期資金として借り入れるべき資金を資産目的等のため短期資金のころがしで対応している繰り回しが台頭し、その更新コストを決定するのは短期金利であるため現在、短期金利の重要性はより高まっているといえる。

Hattori, Shin (2007)の研究では本邦短期金利と他国短期金利の差がバランスシート変動の重大な決定要因であると示されている。したがって、短期金利は各国の経済政策スタンスを示すものとして現在認識されている以上に重要である可能性がある。また、グローバルな金融システム下ではそのはたらきにより各国の国内金融政策は全世界に広範な影響力をもつことになる。

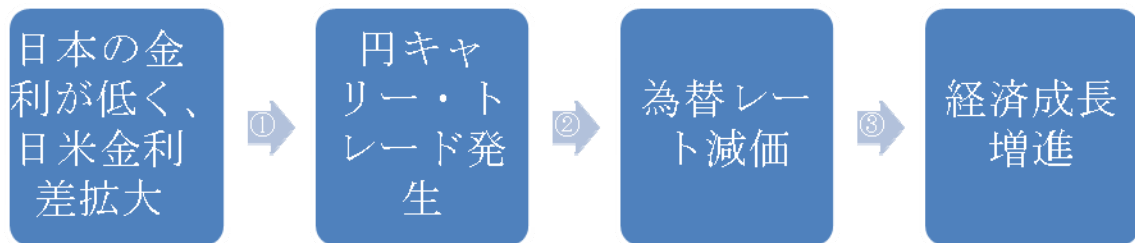
我々は日本の輸出環境に大きな影響を及ぼす為替レート的大幅な変動をもたらした背景の一つに円キャリートレードのポジション拡大とその後の急速な巻き戻しの動きがあると考え、その円キャリートレードの規模を表す指標として Net Interoffice Account を用いた M. Hattori, Shin (2007)の‘The Broad Yen Carry Trade’を先行研究とし以下の分析の参考とした。

## 第4章 分析

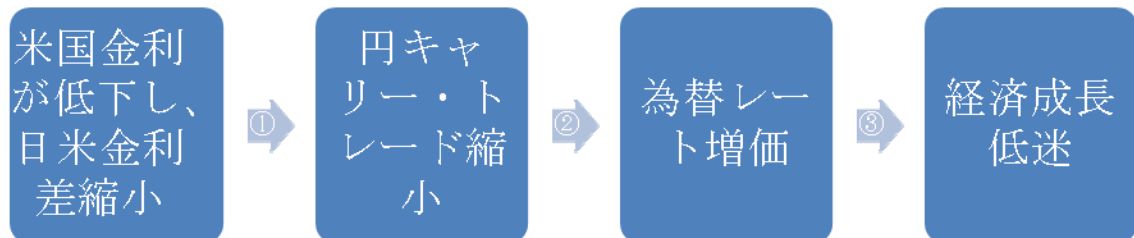
### 第1節 仮説

日本が低金利をとっていたため、リーマンショックの際、為替レートが増価し経済的影響を受けたことを証明するため、金融危機以前と以後の仮説を立てた。

表(1.1)  
金融危機以前(2002-2008.8)



金融危機以後(2008.9～)



2004年頃から日本が低金利政策を行っていたため、金融危機が起こった2008年9月頃まで日米金利差が拡大していた。その金利差を利用し、円キャリー・トレードが行われてきた。この際、円を売りドルを買うという行為が行われるため円安となる。円安の場合輸出が増え、輸入が減少する傾向にある。そのため経常収支が増加し、経済成長が続いた。

一方で、金融危機後は米国も低金利政策をとり、日米金利差が縮小したため円キャリー・トレードが解消された。その際、ドルが売られ円が買われた。円キャリー・トレードの逆流である。それにより円高となり、輸出が減少し、経済が低迷した。

以上が仮説である。

## 第 2 節 回帰分析

一連の仮説を実証するため、表(1.1)の①、②について時系列データを用い回帰分析を行った。

### 2.1 NIA・日米金利差

推定式

$$NIA = \beta + \alpha \text{DIFRATE} \quad \dots(2.1.1)$$

NIA: Net Interoffice Accounts(円)

DIFRATE: 日米金利差

$\alpha$  は DIFRATE の回帰係数、ベータは定数項である。期間は 2002 年 1 月から 2009 年 8 月とした。周期は 1 か月である。

先行研究より NIA を円キャリー・トレードの規模と仮定し、日米金利差は FF レートと短期コールレートを用いた。

日米金利差が拡大すると円キャリー・トレードの規模は拡大すると考える。又、日米金利差が縮小すると円キャリー・トレードの規模は縮小すると考える。

### 2.2 為替レート・NIA

推定式

$$\text{EXCHANGERATE} = \beta + \alpha \text{NIA} \quad \dots(2.2.1)$$

EXCHANGERATE: 為替レート(円/ドル)

NIA: Net Interoffice Accounts(円)

$\alpha$  は NIA の回帰係数、ベータは定数項である。期間は 2002 年 1 月から 2009 年 8 月とした。又、2004 年 1 月から 2009 年 8 月でも実施した。周期は 1 か月である。

円キャリー・トレードの規模が拡大するとき、円が売られドルが買われ、円安になると考える。又、円キャリー・トレードの規模が縮小するとき、ドルが売られ円が買われ、円高になると考える。

### 2.3 経済成長・為替レート 表(1.1)の③について

円安だと輸出が増加し、経常収支が増加するため GDP 成長率が増加する。

又、円高だと輸出が減少し、経常収支が減少するため GDP 成長率が減少する。

表(1.1)の③については以上の記述にとどめる。



## 第 3 節 結果と考察

### 3.1 NIA-日米金利差(2.1 の分析について)

NIA を被説明変数として式(2.1.1)に従い回帰分析を行った。結果を表(3.1.1)に示す。

DIFRATE の係数  $\alpha$  の推定値が 24601.94 であり、金利差が大きい場合 NIA は増加する。又、金利差が小さい場合 NIA は減少する。これらは仮説と合致する。

t 値は 10.64458 と十分大きく有意である。

このモデル自体の適合度を示す決定係数は 0.55732 とまずまずの数値である。

表 3.1.1

		回帰統計							
重相関 R				0.746539					
重決定 R <sup>2</sup>				0.55732					
補正 R <sup>2</sup>				0.552401					
標準誤差				36331.7					
観測数				92					
分散分析表									
	自由度	変動	分散	観測された分散	比	有意 F			
回									
帰	1	1.5E+11	1.5E+11		113.307	1.32E-17			
残									
差	90	1.19E+11	1.32E+09						
合									
計	91	2.68E+11							
	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%	
切片	-114448	6679.702	-17.1337	4.45E-30	-127718	-101177	-127718	-101177	
X 値 1	24601.94	2311.218	10.64458	1.32E-17	20010.3	29193.58	20010.3	29193.58	

### 3.2 為替レート-NIA(2.2 の分析について)

2002 年 1 月から 2009 年 8 月の期間で為替レートを被説明変数として式(2.2.1)に従い回帰分析を行った。結果を表(3.2.1)に示す。

t 値が 0.65295 と低く有意ではない。又、このモデル自体の適合度を示す決定係数も 0.004715 と低く推定できていない。

表 3.2.1

		回帰統計	
重相関 R			0.068665
重決定 R <sup>2</sup>			0.004715
補正 R <sup>2</sup>			-0.00634
標準誤差			9.279702
観測数			92
分散分析表			

	自由度	変動	観測された分散		
			分散	比	有意 F
回帰	1	36.71366	36.71366	0.426344	0.515453
残差	90	7750.158	86.11287		
合計	91	7786.872			

	係数	標準誤差	t	P-値	95% 信頼区間		下限	上限
					95.0%	95.0%		
切片	112.6828	1.39215	80.94161	7.33E-86	109.9171	115.4486	109.9171	115.4486
X 値 1	1.17E-05	1.79E-05	0.65295	0.515453	-2.4E-05	4.73E-05	-2.4E-05	4.73E-05

そこで期間を 2004 年 1 月から 2009 年 8 月までに絞って為替レートを被説明変数として式(2.2.1)に従い回帰分析を行った。結果を表(3.2.2)に示す。

NIA の係数  $\alpha$  の推定値が 3942.927 であり、NIA が増加すると為替レートは減価する。又、NIA が減少すると為替レートは増価する。これは仮説に合致する。

t 値は 6.75957 であり有意水準 10% でみると有意である。

このモデル自体の適合度を示す決定係数は 0.409088 となっている。

表 3.2.2

回帰統計	
重相関 R	0.6396
重決定 R <sup>2</sup>	0.409088
補正 R <sup>2</sup>	0.400135
標準誤差	38950.04
観測数	68

	自由度	変動	観測された分散		
			分散	比	有意 F
回帰	1	6.93E+10	6.93E+10	45.69179	4.33E-09
残差	66	1E+11	1.52E+09		
合計	67	1.69E+11			

	係数	標準誤差	t	P-値	95% 信頼区間		下限	上限
					95.0%	95.0%		
切片	-467447	63832.32	-7.32305	4.3E-10	-594893	-340002	-594893	-340002
X 値 1	3942.927	583.3103	6.75957	4.33E-09	2778.31	5107.543	2778.31	5107.543

以上より NIA の規模が為替レートに影響を与えるのは 2004 年以後であるといえる。

一般的に円キャリー・トレードが活発に行われるようになったのは 2004 年以後である。ゆえに 2004 年以前の NIA は円キャリー・トレードと相関が低いのではないかと推測する。

以上の分析により 1 で立てた仮説はある程度証明されたと考える。この結果を踏まえ次章で政策提言を行う。

## 第5章 政策提言

---

前章までの議論を踏まえここで私たちの政策提言を述べる。まず危機を再発させないための資金の流出を抑える政策提言を日本銀行に行い、今回のような危機が起こった際に損失を最小限にするための政策提言を日本政府に行う。

### 第1節 日本銀行への政策提言

前章で分析した結果、日本の低金利政策が円キャリートレードを引き起こし、それが為替レートへ影響し、危機後資金の巻き戻しにより日本の経済を減速させたことを証明した。ここでは、それらを事前に防ぐ政策を日本の中央銀行である日本銀行に提言する。

#### I. マクロな政策としての短期金利の上昇

第2章 問題意識の部分で低金利政策のリスクを指摘した。このようなリスクの増幅を防ぐためにも、日銀は低金利政策を改め、マクロな政策として金利水準を上昇させるべきである。金利上昇の時期については、現在のように日本も含め世界全体の経済状態が悪化している時ではなく、ある程度経済状態が回復した時点で、主要各国と過度に金利差が開かないよう利上げを行うべきである。しかし、金利上昇に伴い企業の経営がひっ迫するなどのリスク・コストが考えられるため、次にそれらを補完する政策を提言する。

#### II. ミクロな政策としてのCPなどの買取

I. で指摘した通り、金利水準の上昇には企業の資金面でのリスクが付き物であり、それらを補完するために、日銀に非伝統的金融政策であるCPなどの買取の続行を提案する。しかし全てのCPや債券を買い取れば、日銀の資産が悪化するリスクが高まるため、全てのCP等を買取るわけではない。CPや債券がある程度の信用が保証されるものであることや、買い取る対象を中小企業を中心にするのが条件として挙げられる。このような政策を採ることで高金利では賄えない中小企業の資金繰りをサポートすることができる。

### 第2節 日本政府への政策提言

第1節では、今後、バブルを引き起こさないためにも、主要各国との金利差を縮小し、資金の流出に歯止めをかけ、一方で、資金に困窮している中小企業には個別に資金を供給するという政策提言を日本銀行に行った。

ここでは、日本の輸出産業が円安に依存した成長を行い、その結果、危機が発生した際のダメージが大きく増幅したとの見解から、それらを克服し、今後同じような経済の減退を繰り返さないための政策提言を日本政府に行う。

#### I. 円安に依存した成長からの脱却

減価した為替レートに依存し経済を成長させるといった発展途上国特有の成長路線から脱却し、多少の円高にも負けない国際競争力を培い、真の成長を促進させる政策を行う必要がある。

#### II. 真の成長のために産官学の連携強化

I でも述べたが、日本は円高に負けない国際競争力の育成が急務である。そして中国・インドなどの新興国が台頭する中で、日本が独自の国際競争力を発揮するためには、それらの新興国の製品とは差別化された高い付加価値の製品の提供が求められる。それを実現するためには、産業界だけでなく、政府、また、大学などの高等知識のサポートが不可欠である。政府の補助金を用い、大学などの最先端の情報・知識・技術を活かし、産業界と連携して高付加価値製品を提供するために、これまで以上に政府が主導する必要がある。

以上が私たちが日本銀行と日本政府に向けた政策提言である。

## 先行論文・参考文献・データ出典

### 《先行論文》

- ・ 鳥谷一生（2008年）『円キャリー・トレードと「独立した金融政策」]- Impossible Trinity 命題批判-』大分大学経済学会
- ・ “The Broad Yen Carry Trade” Masazumi Hattori (Bank of Japan) Hyun Song Shin (Princeton University) (2007)

### 《参考文献》

- ・ 内閣府経済社会総合研究所（2007年）「短期日本経済マクロ計量モデル（2006年版）の構造と乗数分析」『収録雑誌名』号数、ページ数
- ・ 伊藤誠（2009年）「サブプライム世界恐慌と日本経済」『「サブプライム」ショックと世界不況』  
[http://www.a-jrc.jp/090718\\_AJforum16\\_Ito\\_lecture.pdf](http://www.a-jrc.jp/090718_AJforum16_Ito_lecture.pdf)
- ・ 黒岩の眼  
<http://nikkei225kuroiwa.blog90.fc2.com/blog-category-5.html>
- ・ JETRO（日本貿易振興機構）  
<http://www.jetro.go.jp/world/europe/uk/reports/05001621>
- ・ ALL ABOUT 「世界のニュース・トレンド」  
<http://allabout.co.jp/career/worldnews/closeup/CU20070306A/>
- ・ 外為どっとコム  
<http://www.gaitame.com/>
- ・ 日本銀行 金融政策決定会合議事要旨 2007年12月26日掲載、2007年10月31日開催分  
<http://www.boj.or.jp/type/release/teiki/giji/g071031.pdf>

### 《データ出典》

- ・ 日本銀行 HP、<http://www.boj.or.jp/>、10月8日
- ・ FRB HP、<http://www.federalreserve.gov/> 10月8日
- ・ IFS データベース