

# 太陽 ASG

## エグゼクティブ・ニュース

### 紙幣需要から見た世界経済の動きと白川新日銀総裁下の金融政策

以下の要旨は **66 秒**でお読みいただけます。

#### 要 旨

4月上旬、日本銀行の新総裁に白川方明（まさあき）副総裁が選任され、総裁不在の異例事態は3週間で解消されました。その間我が国経済は、原油高騰に伴う原材料価格の上昇などから企業部門にマイナスの影響が出始め、政府は6月の「月例経済報告」で景気の基調判断を3ヶ月振りに下方修正するなど経済の舵取りが難しい情勢に直面しています。白川新総裁の船出は多難なものとなりました。

世界先進主要国の経済動向を展望すれば、米国は、大手証券会社ベアー・スターンズの破綻危機回避後も、直近の決算でリーマン・ブラザーズが大幅赤字を計上するなど、依然として金融システムが不安定と見られます。原油高、ドル安傾向とも相俟って米国経済は下振れリスクを抱えている、とされます。

EU（欧州連合）に目を転じますと、ECU（欧州中央銀行）はインフレ懸念に対し7月中の利上げを示唆しています。新たな統合運営の枠組みを決めた「リスボン条約」がアイルランドの国民投票で否決されるなど、好調とされてきたEUも政治・経済統合プロセスに暗雲が立ち始めたように覗われます。

今月は東短リサーチ(株)チーフエコノミスト加藤出氏に、紙幣の流通事情から見た世界各国の経済情勢を分析していただきます。加藤出氏は、日本銀行の政策に対する的確な見方、提言で知られ、日経新聞等にも意見を寄せられる著名エコノミストです。同氏によれば、①世界の紙幣流通高から見てユーロの比重が高まってきたこと、②ドル紙幣の人気低迷下、米国はサブプライム問題等から難しい金利政策を余儀なくされるであろうこと、③低金利の影響で日銀券の流通残高は非常に高いが、景気の低下懸念から白川日銀は超低利の金融政策を当面維持するであろうこと、とされます。



「太陽 ASG エグゼクティブニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>  
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8860 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com  
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 田代知子

## 紙幣需要から見た世界経済の動きと白川新日銀総裁下の金融政策

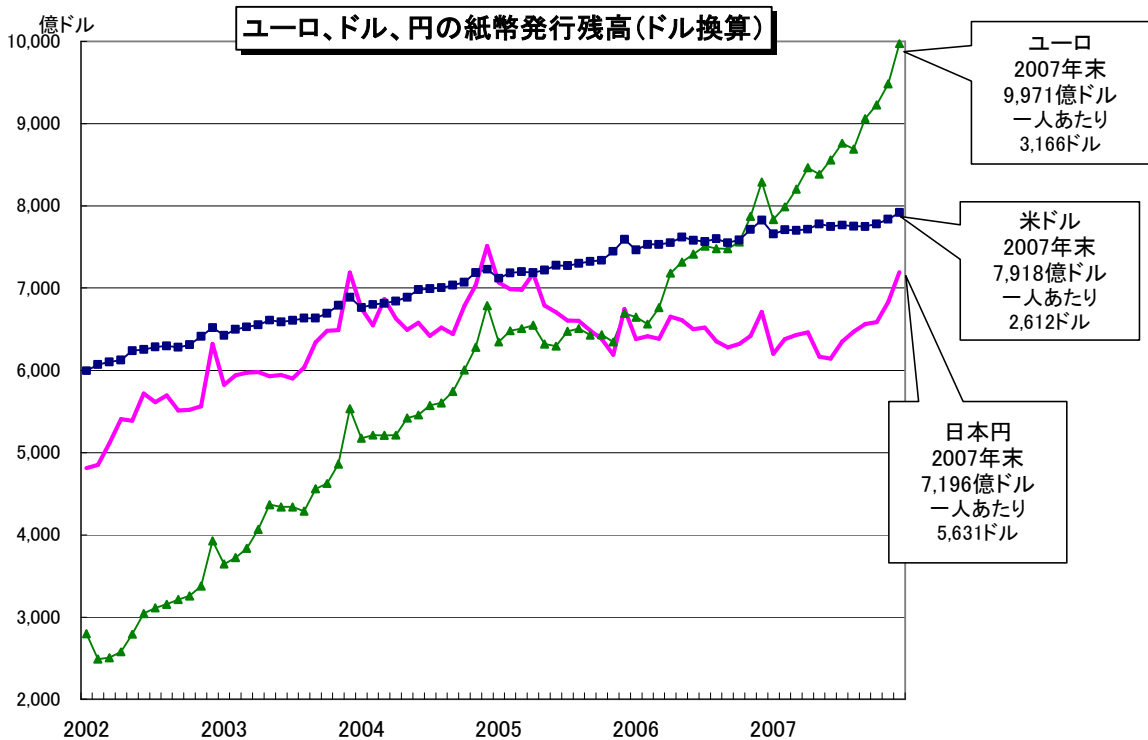
東短リサーチ (株) 取締役チーフエコノミスト  
加藤 出

### 1. 世界の紙幣需要

#### 世界の紙幣流通残高—ドルとユーロが逆転

主要国の紙幣の流通残高を比較してみると、それぞれの通貨の国際的地位および各国経済の状況が垣間見えてくる。以下、こうした観点から世界及び日本の経済状況を概観してみたい。

現在、市中流通残高が世界一大きい紙幣はユーロである。2006年12月頃からドルを上回り始めた。単に外為市場のドル・ユーロ相場の影響ではなく、実際、ユーロ紙幣の発行額は伸びている。この4月時点で前年比+7.8%の伸びを示していた。一方、ドル紙幣はパッとしない。4月の伸び率は前年比+0.6%だ。3年前の2005年4月は+5.1%だった。明らかに鈍化している。



#### ドルとユーロの比較

ニューヨーク連銀は、最近のドル紙幣の市中流通残高の伸び率鈍化の主因は、海外需要の減退だと説明している。米財務省などの調査によれば、ドル紙幣の6割前後は海外で保有されている。安全資産として外貨の現金を退蔵させてきた海外の人々（ロシア、中東、中欧、東欧、南米など）が、退蔵対象紙幣をユーロにシフトさせているのだと考えられる。

更に、ここ数年、世界のアンダーグラウンドな人々の間でもユーロの信認が高まっている。特に最高額紙幣である500ユーロ紙幣（約8.4万円）の人気の非常に高いという。額面が大きいため、麻薬売買などの違法な取引の資金決済時に500ユーロ紙幣を用いれば、嵩張らず、運搬も容易である（そういった商取引では銀行送金で決済する訳にはい

かない)。ドル紙幣の最高額面は100ドルなので、高額現金決済の場合はユーロの方が便利だ。しかも、記録的なユーロ高が続いているため、世界の多くの通貨に対して下落したドルよりも、ユーロ紙幣を保有している方が得である。

### アングラマネー需要の台頭

ECB（European Central Bank＜欧州中央銀行＞）の資料によれば、今年4月時点のユーロ紙幣流通残高（金額）は6,996億ユーロ（約118兆円）だった。その内、最も流通額が多い紙幣は500ユーロ紙幣である。2,315億ユーロ（約39兆円）であり、全体の35%を占めている。また、500ユーロ紙幣流通高の前年比伸び率は+8.7%であり、ユーロ紙幣全体の伸び率（+7.8%）を上回っている。

以前、ECB幹部が、「イタリアとスペインで500ユーロ紙幣の発行が増加している」と話しているのを聞いたことがある。それを裏付けるような話が、ウォールストリートジャーナル（2008年1月16日）に載っていた。近年、欧州で麻薬に対する需要が強くなっている。この需要の強さにユーロ高に伴う購買力の上昇が相まって、米国よりも欧州の方が遙かに高い金額でコカインが売れるという。スペイン・マドリッドでは、2007年前半の時点で、1キロのコカインが3.3万ユーロ（約4.4万ドル＜約550万円＞）で売れた。ロサンジェルスでは1.3～1.5万ドル（約165～190万円）程度、ニューヨークでは1.3～2.6万ドル（約165～330万円）程度だ。こうなると中南米の麻薬カルテルは、コカインを欧州で売りたい。



### マネーロンダリングへの意気込み

とはいえ、ご承知のように、2001年の同時多発テロ以降、世界的にマネーロンダリングへの監視体制は並々ならぬ厳しさとなっている。このため、麻薬関連業者は極めて複雑な迂回ルートを使って現金決済を行っているウォールストリートジャーナルは解説している。第一段階として、麻薬の売人が欧州の街で得た小額紙幣のユーロが、500ユーロに転換される。しかし、普通に銀行で大量に500ユーロ紙幣に両替しようとする、その時点で捜査当局に疑われる可能性がある。スペインの銀行監督当局の高官は、スペインにおける500ユーロ紙幣の発行額は、ユーロ圏の経済規模に比べて不釣り合いに大きいシェアを持っていると述べている。スペインでは銀行業や不動産業の内部関係者が麻薬業界に絡んでおり、500ユーロ紙幣が入手し易いのだという。

欧州から流れ出た500ユーロの札束は、その犯罪性を“洗濯”するルートを通っていく。コロンビア、ペルー、ブラジル、チリの通貨ブローカーや両替商の間を転々と流れて行く。その間に合法的な両替との見分けがつきにくくなるという。

昨年3月にロサンジェルス国際空港で、チリのサンチャゴから来た両替商が1.9百万ドル相当（約240万円）の500ユーロ札、200ユーロ札を革バッグに詰めて持ち込んだところを逮捕された。彼とその仲間は、この4年半の間に約280回も米国に来ており、計2.4億ドル相当（約300億円）のユーロ紙幣を持ち込んでいたらしい。

## 2. 米国と欧州の政策当局の立場

### ドルの不人気と基軸通貨の立場

このように、外為市場におけるドル安と相まって、「紙幣」の世界ではドルの人気は既に凋落している。だが、FRB（Federal Reserve Board＜米連邦準備制度＞）と米財務省は5月までドル下落を見て見ぬふりをしてきた。ドル安が米製造業を助け、海外から米国内への観光客を増加させてきたからである（ニューヨーク連銀調査のニューヨーク市景気動向指数は未だに上昇を続けている。ドル安を背景にした欧州、カナダからの観光客の支出が同市の景況を押し上げている）。

また、今年に入ってから、海外の通貨当局は米国債や米政府機関債を過去最大の増加幅で購入し続けている（FRB 調べ）。恐らく中東湾岸勢のオイル・マネーのリサイクルだろう。想定を上回る原油価格の上昇によって運用先に困る余裕資金が急激に増加し、その一部が、とりあえず米国債市場、米政府機関債市場に流れ込んでいるようだ。このため、「ドル紙幣」の人気は急落している、ドルが基軸通貨の座から転げ落ちることはない、という見込みが米通貨当局にはあったのだと思われる。

## ドル安と米国経済

しかし、今年6月に入ってから様相が急激に変わり始めた。バーナンキ FRB 議長は6月3日に、輸入物価の上昇とインフレ予想の高騰につながり易いドル安の進行を懸念する発言を行った。FRB 幹部が為替相場に関して明確に言及することは過去10年以上なかった。極めて異例の発言である。更に、ポールソン米財務長官も6月9日に、ドル安阻止のため「市場介入を検討対象から排除しない」との踏み込んだ発言を行った。このため、6月9日の米債券市場では、FRB の利上げ観測が台頭し中長期金利が急騰した。

FRB 内で大きな影響力を持つコーン副議長は、5月20日に「FRB が（金融システム対策のために）大胆な金利引き下げを実施したことが人々に、“FRB は以前よりもインフレに非常に寛容になった”と誤解させてしまったら問題である。もし長期インフレ予想が錨が外れたように上昇したら、我々はよりシリアスな状況に直面すると私は信じている」と語っていた。そのコーン氏の懸念が現実化しつつある。5月30日発表のミシガン大学/ロイター調査では、消費者の5~10年先のインフレ率予想は12年ぶりとなる+3.4%を記録した。

このデータは FRB 幹部にショックを与えたようだ。6月3日および5日の講演でバーナンキ議長は、長期インフレ予想の上昇を強く懸念する発言を行っている。FRB が米国内の事情で大幅な金融緩和策を採ると、ドルに自国通貨を固定しているエマージング諸国（ブラジル、中国等新興発展諸国）でも金利が下がり、それらの国の需要が刺激される。それが資源価格・穀物価格高騰として米国経済にフィードバックしてくる。1970年代のように賃金引き上げとインフレがスパイラルを起こしてスタグフレーションが深刻化する可能性は小さいと多くの FRB 幹部は見ているが、高いインフレ予想が自己実現してしまうリスクを彼らは無視できなくなっている。



## サブプライム問題への対応

一方、サブプライム問題に端を発した米金融システムの混乱はまだまだ続いている。ドル短期金融市場では、多くの欧米金融機関が互いの財務内容に疑念を抱いており、3か月物や6か月物などの資金貸借取引が円滑に行われない状態が続いている。FRB の数々の流動性対策は「人工呼吸器」のように金融市場を支えているが、それが外されたら市場は大変なことになる。景気下ぶれリスクも残っている。FRB が利上げを行えば、変動金利モーゲージの返済が滞る人々が増加する恐れもある。インフレ予想の抑制と、そのためにも一段のドル安を防ぎたい FRB だが、金利運営はかなり悩ましい状態に直面している。

## 欧州の経済情勢と金融政策

ECB のトリシェ総裁は6月5日の記者会見で、7月理事会での小幅利上げを事実上予告した。彼は5月に、「中央銀行家は1970年代の過ちを繰り返してはならない」と述べていた。現在の ECB 幹部の世代は、70年代にスタグフレーションが現れたときに（ドイツ・ブンデスバンクを除くと）利上げを躊躇してしまい、それがインフレを悪化させたという苦い経験を有している。当時は、中央銀行の独立性が低い国が多く、適切な金融

政策が行えなかったという後悔を彼らは抱いている。欧州では労働組合が強く、インフレ率上昇と賃金上のスパイラルが起きやすいことも ECB を警戒させている。

### 3. 我が国の景気認識

#### 経済情勢

一方、日銀は今のところ、スタグフレーションが深刻化していく確率を高く見ていない。第一次オイルショック（1973年10月）の際は、賃金が急上昇し、銀行貸出も高い伸びを示していた。ちなみにオイルショック後の74年の春闘の賃上げ率は33%だった。また、74年1～3月の卸売物価指数前年比は+30%台、消費者物価指数前年比は+20%台に達していた。仕入価格と賃金の高騰により、当時の企業収益は著しく悪化し、設備投資が急激に減速した。

それに比べると、現在は変化が遙かにマイルドである。賃金はほとんど伸びていない。ガソリンや食品の価格上昇が消費者の他の品目に対する支出を抑制させる恐れもある。第二次オイルショックの後の日銀は機動的に利上げを行ってインフレの長期化を防ぐことに成功したが、白川総裁率いる現在の日銀政策委員会は、景気が下振れするリスクの方も警戒しているため、当面は「中立姿勢」を堅持して様子見を続けるものと思われる。



#### 白川新日銀総裁下での金融政策

日銀の政策金利（無担保コール・オーバーナイト金利誘導目標）の変更を予想するデリバティブ取引である OIS（Overnight Index Swap）市場のレートを見てみよう。6月10日時点では、来年春までに日銀が0.25%の利上げを実施する可能性を100%織り込んでいる。しかし多くの日銀政策委員の頭の中では、具体的な利上げのタイミングのイメージは全く形成されていない様子である。当面、日銀は現状の0.5%という超低金利の政策金利を維持し続けると推測される。ただし、「白川総裁は、米国バーナンキ議長や欧州トリシェ総裁に比べインフレに寛容だ」と市場や国民に誤解させない方がよい。しかし、一方で、インフレ懸念を強調し過ぎると国債価格が急落（長期金利は急上昇）し、それが経済を減速させる恐れもある。市場とのコミュニケーションが難しい時期に日銀は入ってきていると言えるだろう。

#### 紙幣流通残高

なお、日銀券の市中流通残高の伸び率は5月末時点で+0.8%となっている。伸び率は低い、残高の水準は凄いいことになっている。5月末は76兆円だ。名目GDPに対する比率はおおよそ14.5%である。ドル紙幣の場合、米国の名目GDPに対する比率はおおよそ5.7%だ。

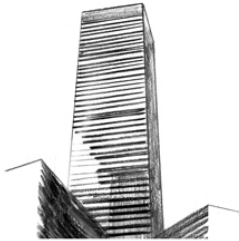
ゼロ金利政策の下で「たんす預金」が増加し、日本国内で現金が退蔵された状態が長期化している。人口で紙幣の流通残高を割ってみると、一人あたり残高は（2007年12月時点、ドル換算）、ドル紙幣が2,600ドル、ユーロ紙幣が3,200ドルである。それに対して日銀券は5,600ドルと圧倒的に多い。ドル紙幣やユーロ紙幣が海外で大量に保有されていることを考慮すれば、日銀券の流通残高は異様に大きいことになる。預金金利がゼロ%近くにあり、かつ、これまでインフレ率もゼロ%近傍だった日本では、現金を保有することの機会費用が著しく小さかったのである。先行き金利やインフレ率が明確に上昇すれば、「たんす預金」はトレンドとしては徐々に減る可能性がある。しかし、日銀の次の利上げはしばらく先と考えられるため、「たんす預金」が減るペースも緩やかと予想される。

#### 4. 先行きの見通し

##### 今後の世界経済と各国中央銀行の金融政策運営

米サブプライム問題で傷ついた欧米の金融システムはまだ不安定であり、先進国の多くは景気下振れリスクを抱えている。一方で、新興国の旺盛な需要や投機的な資金の動きを背景にした資源・穀物価格の上昇は、世界的なインフレ懸念を高めており、各国の中央銀行の金利運営は非常に悩ましい状況に直面している。

上述のように、日銀は当面は現行の政策金利を維持すると予想される。しかし、海外の主要中央銀行がインフレ抑制を重視して利上げを決断すれば、国内の長期金利が思惑で大きく変動することがあり得る。このため、ECB や FRB の今後の動向には注意が必要である。



以 上

##### 筆者紹介

##### 加藤 出 (かとう いずる)

東短リサーチ (株) 取締役チーフエコノミスト

1988年 東京短資 (株) 入社

1997年 東短リサーチ (株) 兼務

2001年まで 金融先物、CD、CP、コールなど短期市場のブローカー兼エコノミスト  
(2002年 米国ニューヨークの大和総研アメリカ、ライトソン ICAP にて客員研究員)

2002年 東短リサーチ (株) 取締役チーフエコノミスト

2007~2008年 東京理科大学経営学部非常勤講師

著書に、「日銀は死んだのか?」(2001年 日本経済新聞社)、「新東京マネーマーケット」(2002年 有斐閣共著)、「メジャーリーグとただちや豆で読み解く金融市場」(2004年 ダイヤモンド社)、「バーナンキのFRB」(2006年 ダイヤモンド社 共著)。

主な連載に、週刊ダイヤモンド「金融市場異論百出」、日経ビジネス・オンライン「加藤出の日銀ウォッチ」、朝日新聞「ビジネス書評」、週刊東洋経済「マネーセンター点描」など。

また、テレビ番組での解説や各種講演も行っている。