

変動相場制30年の歴史に学ぶ円高ドル安習性と今後の展開

渡部, 亮 / WATABE, Ryo

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

72

(号 / Number)

1・2

(開始ページ / Start Page)

67

(終了ページ / End Page)

103

(発行年 / Year)

2004-08-10

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00003243>

変動相場制30年の歴史に学ぶ 円高ドル安習性と今後の展開

渡 部 亮

はじめに

1973年に変動相場制がスタートしてから、すでに30年の歳月が過ぎている。この間円ドルレートは、固定相場制時代の1ドル360円から95年4月には史上最高値80円まで上昇した。2003年から2004年はじめにかけて再び円高相場が進行したが、その際にドル安の原因とされた米国の経常収支赤字や、日本政府による巨額のドル買い介入は、この30年間の歴史の中でしばしば話題となったおなじみのテーマである。一方、この30年間とは様相を異にする現象も、たとえば欧州単一通貨ユーロの誕生や中国の人民元問題などいくつかみられる。

為替相場は痛風と同じで、発作後に原因を分析することはできても、次にいつ発作が起きるか予想することがきわめてむずかしい。とはいえ「歴史は繰り返す」といった観点から、今後の相場動向に関してある程度の推論は可能であろう。そこではじめに、2003年後半から2004年前半にかけて進行した円ドル為替市場の背景とその後の展開を整理してみよう。

- ① 2004年3月頃まで継続した円高ドル安の主因は、米国経常収支の赤字拡大に加えて、米国の金融緩和によってドル金利が低下したことにあった。日米間の実質金利差が縮小する中で、日本の民間投資家の対米投資が減少する一方、米国人を含む外国人投資家の日本株投資が増

加したことが、円高ドル安の原動力となった。

- ② 国際的な投資ファンドは、低金利のドル資金を借り入れて対新興成長国投資や資源関連投資を行ったから、ドル相場は円だけでなくそのほかの主要通貨に対しても全面的に低下した。
- ③ しかし2004年4月以降、米国の金融引締政策への転換や中国経済の成長屈折の可能性が高まった結果、ドル安は一段落してドル高への反転がみられた。
- ④ 生産のグローバル化によって、為替変動が貿易に与える価格効果が小さくなり、貿易収支や経常収支への影響という意味では、各国の経済活動を反映した貯蓄投資バランスの変化が大きな役割を果たすようになってきている。
- ⑤ 団塊世代の退職によって日本の個人貯蓄率が低下すれば、経常収支黒字幅も縮小し、2007年以降に円安傾向が助長されるかもしれない。
- ⑥ 為替市場において今後さらなる転機を引き起こす要因として注目されるのは、やはり日米間の実質金利差であろう。特に2004年11月の大統領選挙後に米国の経済政策がどのように変化するかが注目される。

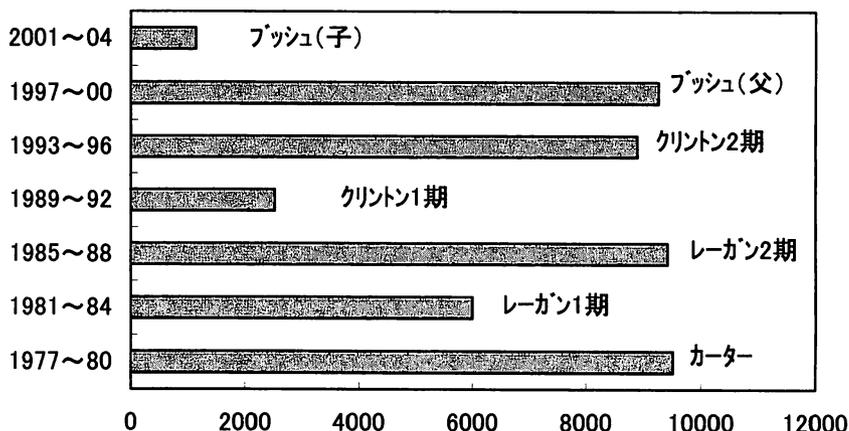
1. お馴染みの書割りと振付け

2003年後半から2004年初めにかけて進行した円高ドル安は、2003年9月21日のドバイG7（先進7ヶ国財務省中央銀行総裁会議）を契機とするものであった。ドバイG7共同声明では「市場原理に基づいた為替相場のさらなる柔軟性が望ましい」という表現が用いられたからである。

G7を舞台として米国が展開した通貨外交は、経常収支の不均衡という書割りを背景として、為替レート調整（円高ドル安）を促すというレトリックを振り付けた、毎度おなじみのものであった。こうした書割りと振付けは、古くは1977～78年や85～87年、最近では94～95年の円高時にも使われた。

図1 大統領在任期間中の雇用者増加数

(千人：季節調整済み)



出所：米国労働省統計より作成

注：ブッシュ（子）は2001年1月から2004年5月までの雇用者の増加数

2004年11月に大統領選挙を控えた米国ブッシュ政権にとっては、米国内での雇用拡大が最優先課題なのだが、いわゆる「ジョブレス・リカバリー」（雇用拡大なき景気回復）で雇用は増えない。図1に示すのは、70年代後半以降の各大統領の在任中（大統領に就任した年の1月から、4年後の次の大統領選挙直前までの期間中）に、非農業部門の雇用がどのくらい増えたかをみたものである。レーガンやクリントンの在任中には1,000万人規模で雇用が増加したこともあったが、今回のブッシュ政権（図1ではブッシュ子と表記）の場合には、2004年5月現在、就任直後の2001年初めに比べて雇用は114万人しか増加していない。

そこで米国内の保護主義者やアジア脅威論者が、米国の輸出拡大と輸入削減を狙って、日本円や人民元の切上げを声高に要求した。これに対してドバイ G7 に臨んだ日本政府の為替当局は、折からの自民党総裁選や塩川財務大臣の欠席（その直後に退任）といった事情もあって、防戦にまわったようである。円ドルレートは、ドバイ G7 直前の117円（2003年9月19

日) から9月末には一気に110円まで上昇した。しかし、日本の為替当局が積極的に介入を開始したのは9月30日になってからであった。この10日間にわたって円高相場が放置されたのは、米国からの圧力およびG7 コミュニケの「市場原理に基づいた為替相場のさらなる柔軟性が望ましい」という文言を受けたためだと考えられる。

その後2004年2月7日のフロリダG7では、日本側の反撃もあって共同コミュニケに「過度で無秩序な変動は好ましくない」といった一文が挿入された。——もっともドバイG7共同声明と同様に「為替相場の柔軟性が望ましい」という表現も依然として残されたが——

フロリダG7を受け日本の為替当局は、2月中旬から3月中旬にかけて「円の押下げ介入」を実施した結果、フロリダG7時点で105円近辺にあった円レートは、一度112～113円にまで低下した。その後は介入の手綱が緩み、2004年3月末から4月初めには再び105円を割る円高相場となったが、4月中旬以降ドル相場が再度反転し、円レートは110円台に戻った。

介入の手綱が緩んだのは、グリーンズパンFRB議長やスノー財務長官が「現在のような規模の介入を続ける必要はない」とか「政府はできるだけ介入すべきではない」といった発言を行う一方、日本国内でも、財務省の為替担当部局のOBが「円の押下げ介入」に批判的なコメントを出すといった事情を受けたものと報道された。さらには折からの日本の景気回復によって「押下げ介入」の正当性が失われたという事情も指摘された⁽¹⁾。

2. 為替市場における市場の力と米国の政治力

ともあれ日本政府の為替当局は、「投機的円高と乱高下は阻止する」というスタンスから、例によって大規模なドル買い円売り介入を行った。2003年初以来、日本の介入額は、財務省が発表している「外国為替平衡操作の実施状況」によると、2003年一年間に20.4兆円、2004年に入ってから3月まで14.8兆円、合計で35兆円強に達した。しかしその後4月から5月

にかけて米国経済の持続的回復が明らかになり、介入はしなかったにもかかわらず、前述のように円相場は110円台で安定するようになった。

ところで米国の関係者が「為替相場は市場の力に任すべきだ」というとき、その背後には「政治の力」が隠されているようにみえる。一般論としていえば、米国型経済モデルでは民間企業、市民社会、政府の三者間に、一定の距離（いわゆる arm's length の関係）が厳然として存在し、特に民間企業経営に政府が介入することに対しては、民間の側に潜在的な警戒感がある。

しかし、これは米国内経済におけるルールであって、対外経済関係になると、米国政府の意向が前面に強く出て、市場取引や相場形成に大きな影響を与えることがある。「米国政府の意向」は、当然米国の産業界の意向を反映したものであるから、そこには政府と民間の協調関係も存在することになる。対外経済関係の中でも為替相場は、こうした「米国政府の意向」を示す典型的な例であって、1ドル80円を割り込んだ90年代前半の円高相場が、特にそうしたことを強く印象付けた。

〈史上最高の円高の背景〉

94年から95年にかけて円高の思惑を形成したのは、日米包括協議の場でスーパー301条を梃子として、「日本が貿易面で譲歩し、貿易上の数値目標（米国産車と自動車部品の日本への輸入に関する数量目標）を受け入れなければ円高に追い込む」というクリントン政権の通商戦略であった。この戦略策定において主役を演じたのは、ミッキー・カンター米国通商代表（USTR）など、クリントン大統領の側近たちであったが、為替政策の最終権限を持つロイド・ベンチェン財務長官がこの戦略に賛同したため、日米貿易交渉において猛烈な威力を発揮した。カンターは92年の大統領選挙で選挙対策本部長の役割を演じ、その貢献度と法律家としての手腕が買われて、第一期クリントン政権の米国通商代表に起用された人物である。

第一期クリントン政権において、対外経済政策上の最大の課題は、

NAFTA（北大西洋自由貿易地域）協定締結とWTO（世界貿易機構）の設立協定批准であり、この二つを実現することは、クリントン政権にとって対外経済政策上の大きな業績になると考えられた。しかし、NAFTAおよびWTO関連法案の成立や条約批准には、保護主義者の多い米国議会で強い反対が予想されたから、通商関連法案の議会通過のための議会工作が鍵を握っていた。そこでクリントン政権は、彼らが外国政府との間で強硬な交渉（ハードなネゴシエーション）スタンスを採っており、したがって議会が同政権を信頼してすべてを任せれば、NAFTAやWTO交渉において米国の利益が守られることを立証する必要があった。

ここで「ハード・ネゴシエーター」ぶりを体現したのがカンター米国通商代表であり、その彼にとって、そうしたスタンスを立証する絶好の試金石となったのが、日米通商交渉であった。日米通商交渉が、NATFA交渉と平行して進んでいたからである。そこで彼らは、スーパー301条など包括通商法上の条項を援用して、日本に対して「貿易で譲歩するか、さもなくば円高か」という二者択一の選択を迫ってきたのである。こうしたハードなスタンスは、為替市場における円高気運を高め、95年4月に一時1ドル80円を割る史上最高の円高の原因ともなった。

<名目賃金調整>

こうした歴史的経緯を踏まえ Mckinnon & Ohno⁽²⁾は、継続的円高を阻止する方策として名目賃金の調整、特に日本の輸出産業労働者の賃金引上げを説いている。先にも述べたように、70年代以降、日米の製造業における生産性格差に起因する貿易収支不均衡を受け、米国からは常に保護主義的な圧力が日本に向けられてきた。日本の為替政策当局は、保護主義圧力をかわすため、為替市場介入政策によって一時の急場しのぎはするものの、最後は円高を容認せざるを得なかった。その結果日本経済にはデフレ的な影響が及んだが、Mckinnon & Ohnoによれば、日本の輸出産業が円高進行に対応するためにいっそうの生産性向上と賃金抑制に努めたため、

「恒常的な円高傾向」という一種の症候群 (syndrome) が発生するようになった。

通貨の強弱は中長期的にはその国の経済ファンダメンタルズを反映するといった経験則が成り立つが、90年代にかけての日本では景気低迷にもかかわらず、米国からの政治的圧力によって「恒常的な円高傾向」がビルトインされ、デフレからの脱却をむずかしいものにした。そうした意味では、世界の為替市場の歴史においても異例の展開となった。

もっとも「恒常的な円高傾向」のメリットを受けたセクターも存在した。それは、競争力が乏しい日本国内のサービス産業およびその労働者、公的部門の労働者、一般市民などである。というのは、円高による輸入物価の低下がこれらのセクターの実質所得増加をもたらしたからである。

「恒常的な円高症候群」を阻止するための一つの方策は、輸出産業の賃金をその生産性の高さ並みに引き上げることである。それによって輸出競争力に歯止めが掛かれば、米国との間の貿易収支不均衡も少なからず是正されて、円高にもブレーキが掛かるかもしれない。生産性向上という成果による輸出セクターの賃金上昇は、個人消費の持続的増加を可能にすると考えられるし、日本の実質金利も低下して日本からの資本輸出も促進されるであろう。

3. ルービン財務長官の登場を契機とする変化

ともあれ90年代前半の円高は、「強いドルは米国の利益」とするロバート・ルービン財務長官が95年1月に登場したことによって徐々に終焉する。ルービンは、財務長官就任直前の承認聴聞会（上院財政委員会）で「米国は決して為替相場を経済政策の道具に使わない」として、ベンチェン財務長官時代の為替相場政策とは一線を画す姿勢を示した。

ルービン財務長官は、在任中に「強いドルは米国の国益になる」という有名なステートメントを繰り返し発したことで知られている。周知のよう

にルービンは、米国投資銀行ゴールドマンサックスで、債券裁定取引のディーラーとして頭角を現し、後に同社の会長までに上り詰めた人物である。ウォール街のバンカーとして、米国金融資本市場の地位を高めるためには、ドル相場の強化が必要であると考えたという見方もできるであろう。折から90年代前半には、欧州共通通貨ユーロの導入が現実性を帯びるようになり、欧州金融資本市場台頭の脅威を実感していたため、ウォール街の利益を守るためには、ドルを強化する必要があると考えたものと推測される。

ルービン自身は、かれの回顧録の中でこの有名なステートメントの趣旨に関して、概要次のように述べている。「為替レートの決定は市場に任せるべきである。その結果、過大評価や過小評価が起り得る。しかしそうしたことに関わらず、強い通貨は、米国の家計や企業が輸入品を安く買えることやインフレ率や金利が低下することを意味するから、米国経済にとってプラスである。また米国産業にとっては、ドル高が生産性向上や競争力強化への圧力を掛けることになる」⁽³⁾。

ルービンの登場以降、民主党はウォール街（米国金融界）の利益を代弁する政党とみなされるようになった。ルービンの前にも、ウォール街出身のバンカーが財務長官に就任した例はあるが、それはいずれも共和党政権のときであった。ニクソン政権時のウィリアム・サイモン、レーガン政権時のニコラス・ブレイディなどがそうした例である。しかし、民主党クリントン政権の財務長官としてルービンが登場したことによって、ウォール街の支持政党が変化したとみなされている。そして今回2004年11月の大統領選挙で、かりにジョン・ケリー上院議員（民主党大統領候補）が勝利を取れば、ドル相場の安定を目指す政策が打ち出されるのではないかとみられている。

4. 「大統領サイクル」は民主党政権を暗示

2002年以降のドル安は、米国の双子の赤字（財政赤字と経常収支赤字）に起因するというのが、為替市場筋の一般的な見方であった。そうであるとすれば、財政政策の変更（財政赤字の削減）は、為替相場に大きな影響を与えることになり得る。そこで注目されるのが、大統領選挙の行方である。事前の評判では、ブッシュ大統領は現職としての知名度や資金力で圧倒的優位にあるとされ、また一方のケリー上院議員は、ワシントンのエスタブリッシュメントに組み込まれており、米国民の広範な支持を取り付けるだけのカリスマ性がないのではないかとされてきた。

しかしブッシュ陣営は、雇用情勢が完全には好転していないという致命的な問題を抱えている。短期的な雇用問題に加えて、ここでも歴史に学ぶことがある。それは政治学者のアーサー・シュレジンジャーなどが唱える「大統領サイクル」である⁽⁴⁾。さまざまなサイクルが検出されているが、一つの有力な見方は、36年ごとに共和党政権と民主党政権の交替が起きているというものである。それによると、1968年にニクソン大統領（共和党）が登場して以降、現在のブッシュ政権まで、36年間にわたって共和党政権時代が続いたとみなされる。この間カーター、クリントンという二人の民主党の大統領もいたが、カーターはウォーターゲート事件によって共和党政権が自滅した余波で登場した特例的存在であり、またクリントンの政策は、ほとんど共和党の政策と変わらなかった。

ちなみに1932年から1968年までの36年間は、ルーズベルト、トルーマン、ケネディ、ジョンソンと続く民主党政権の時代であった。途中のアイゼンハワー（共和党）は、第二次大戦中の将軍としての武勲による特例的存在であったということができよう。

それでは、なぜ民主党の時代が来ると予想されるのかといえば、それは、大企業支配体制への不信感が米国内で徐々に高まり、資本主義におけ

る富と正義のせめぎ合いのなかで、より積極的に行動する政府の登場を希求する世論が高まるとみられるからである。

グローバル経済は、国境を越えた企業統合をもたらした。金融、石油、薬品、自動車、鉄鋼、通信といった主要産業で、クロスボーダーの（国境を超えた）合併や買収が盛んに行われ、グローバル市場における寡占体制が出来上がった。巨大企業は、統合によって売上を増やす一方で、コスト削減競争にも乗り出した。従来大企業内で内製化されていた部品などは、海外のサプライヤーから安く輸入されるようになった。また生産や販売などの現業部門を支援する各種の後方支援業務（スタッフ業務）も、外部の専門業者にアウトソースされるようになった。

そこでわかったことは、アウトソース先や部品供給先が、いわば二重構造の底辺と化していたことである。あるいはまた、後方支援業務の海外へのアウトソース（オフショアリングという）は、ホワイトカラーの職の米国外への流出を意味するものであり、外国との自由な取引を是認する考え方に対して見直し気運が高まっている。こうしたことは、民主党政権の支持基盤に力を与える理由になると考えられる。

かりに民主党のケリー上院議員が勝利を収めれば、対外政策の見直しも行われ、財政赤字にもメスが加わることになろう。伝統的に民主党は緊縮財政主義ではないし、財政赤字削減目標に関しても、ブッシュが5年で半減するといっているのに対して、ケリーは4年で半減させるといっているにすぎない。しかし、新政権が財政赤字への取組みを強いられることは間違いないであろう。このことはドル相場にとってプラス材料となろう。

5. 日米実質金利差を拡大させるのが本筋

さてここで、「経常収支の不均衡を是正するために為替レート調整（円高ドル安）を促す」という米国流レトリックに話を戻すことにする。こうしたレトリックに対する反論は、すでに変動相場制移行当初から提出され

ていた。すなわち、経常収支赤字はそれだけを取り上げて問題にすべきではないし、為替レートとの関連で経常収支不均衡を論じるべきではないといった反論である。それは次のような論理からである。

— 米国の家計は、貯蓄せずし所得以上の消費に明け暮れており、それが経常収支の赤字をもたらしているが、日本などのアジア諸国は逆に貯蓄率が高いのだから、その貯蓄資金（民間資本）を米国に還流させれば、すべて丸く収まるのではないか。日米間の経常収支不均衡を、為替相場の調整だけで是正しようとしても無理である。そんなことを試みれば、円は無限に円高になってしまうであろう。大体、経常収支の黒字や赤字は、その国の人口動態や貯蓄行動など、発展段階の違いを反映したものであり、為替レートの変動だけで調整しきれない性格のものではない。しかも、為替変動が輸出入に影響を与えるという価格効果は、直接投資の浸透（グローバルな生産体制の構築）によって、往年に比べれば小さくなっている。

米国の経常収支赤字に関していえば、米国商務省統計によると、米国の一年間の経常収支赤字は、2001年以降2003年までの3年間の年平均で見ると、GDPの4.5%相当に達している（表1参照、なお2004年1～3月期にはこの比率が5.1%に上昇した）。また、対外純債務（経常収支の過去からの累積赤字）は、2002年末で2.6兆ドル（GDP比25%相当額）である。しかるに、米国には2002年末現在で32.8兆ドル（GDP比312%相当額）の固定資産が存在する。その内訳は、企業の機械設備など民間企業の固定資産が11.4兆ドル、民間住宅が12兆ドル、政府の固定資産が6.2兆ドル、自動車など家計の耐久財が3.2兆ドルであった。これらの固定資産は比較的高い収益率を上げ、90年以降年率5%のペースで増加してきた。そうした固定資産のたかだか8%分（ $2.6 \div 32.8$ ）を外国からの借金（対外債務）によって賄ったとしても、米国経済にとっては特に大きな問題ではないであろう。外国人投資家（対米債権者）は、米国企業が高い収益率を達成してくれることを期待しているが、実際に米国経済や企業は、中長期的にみて高いリターンを達成してきたではないか——

表1 米国の国際収支

(単位: 億ドル)

年 平 均	1995-2000年 対GDP比(%)		2001-2003年 対GDP比(%)	
経常収支赤字(-)	-2095	-2.4	-4721	-4.5
外国民間資本流入	5949	7.0	6738	6.4
うち直接投資	1733	2.0	911	0.9
証券投資	2548	3.0	3885	3.7
銀行融資	679	0.8	1013	1.0
米国民間資本流出(-)	-4454	-5.2	-2665	-2.5
うち直接投資	-1370	-1.6	-1375	-1.3
証券投資	-1256	-1.5	-443	-0.4
銀行融資	-947	-1.1	-603	-0.6

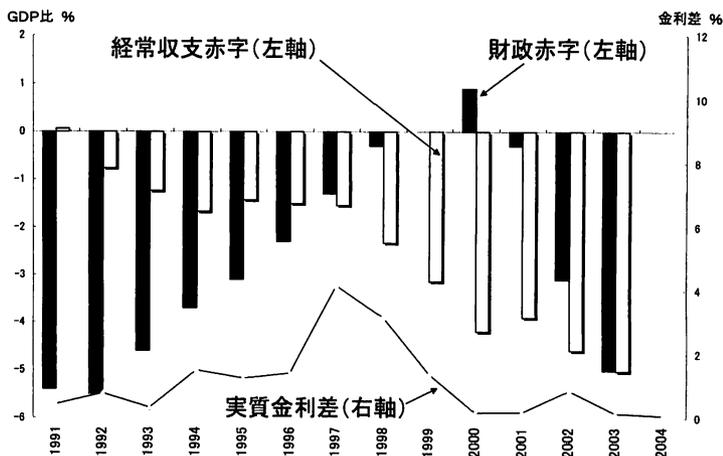
出所: 米国商務省経済分析局の統計を使って作成

以上のような論理に従えば、経常収支不均衡は為替変動だけによって削減できるものではないし、また米国の経常収支赤字は、それ自体大きな問題ではないともいえる。しかし後に述べるように、現在の米国の経常収支赤字は並外れに巨額であり、国内経済の過剰債務の反映といった意味で、それなりに問題は深刻である。かりに一歩譲って経常収支赤字が問題ではないとしても、それは、外国民間資本の米国への円滑な流入によって赤字が円滑にファイナンスされている場合であって、現状では外国民間資本の流入が滞って経常収支赤字ファイナンスに支障を来し始めている。

本来これだけの経常収支赤字が存在すれば、米国内金利の上昇によって景気が減速し赤字が削減されるべきである。ところが、これから述べるように、ドル経済圏内での公的資金の米国還流によって、金利上昇が回避されてしまっているところに問題がある。

表1に示したように、1995年から2000年までは、外国民間資本の米国への流入が巨額であり、経常収支赤字を賄って余りあるものがあつた。米国は、この有り余った資本を外国に供給することによって、世界的な資金仲介の担い手となることができた。しかし2001年以降は、経常収支赤字が大幅に拡大した結果、自国の赤字ファイナンスがどうにかこうにか可能とな

図2 米国の双子の赤字と日米実質金利差



出所：米国財務省，商務省，IMF 統計などを使って作成

注：日米実質金利差＝米国実質金利－日本実質金利

実質金利＝10年物国債利回り－消費者物価上昇率

年間平均，ただし2004年は5月の計数

っているような状況であって、外国への資金供給はもはやほとんどできなくなっている。

米国の経常収支（財とサービスの収支）が赤字でも、日本の民間貯蓄など外国民間資本の米国への流入によって赤字が賄われれば問題ないが、それが怪しくなっているわけである。民間資本が米国に向かわないのは、日米間の実質金利差が十分に開いていないからである。実質金利差が十分に拡大すれば、米国の国際収支は全体としてはバランスし、ドル相場も安定するはずである。したがって、米国への円滑な資本流入を促進するような内外実質金利差の拡大が経済政策上の課題となる。実質金利が上昇すれば、米国内の不採算な投資（住宅投資など）が削減されて、経常収支の赤字自体が縮小するはずである。

なおここで実質金利とは、名目の金利（10年国債利回り）からインフレ率（厳密には期待インフレ率）を差し引いたものである。2004年初め現

在、米国では国債利回り4%強に対してインフレ率は2%で、実質金利は2%強であった。それに対して日本では、国債利回り1.2~1.3%に対してインフレ率はマイナス0.5~1%で、実質金利は2%弱であった。そして2004年央になると、米国の物価上昇率が上昇する一方、日本の長期金利が上昇したため、両国の実質金利の間には差がない状況が続いた（図2の折れ線グラフを参照）。

6. 不胎化しない為替市場介入

前述したように「貯蓄超過国である日本から民間資本を流出させるのが望ましい」という考え方は、格別目新しいものではない。こうした考え方に沿って日本政府は、80年代後半に生命保険会社や信託銀行の外債投資枠を拡大し、それによって実際に日本の対外証券投資が促進された。また史上最高の円高を記録した90年代央にも、95年8月2日に「海外投融資促進政策」が打ち出されて、公的年金など公的機関による外債運用推進や、民間保険会社の資産運用規制が緩和された。

ところが今日の日本では、資本自由化はすでに終わってしまっている。またインフレ率がマイナスであるかぎり、名目金利をゼロにしても実質金利はプラスになってしまう。名目金利をマイナスにすることができないとすれば、日本のインフレ率を上昇させる以外には、実質金利を急低下させる余地はない。ということは、円高ドル安の原因の一端は、日本側でのデフレにもあるということになる。ここに30年余の歴史の中で初めて遭遇した難しい問題がある（詳しくは13.で後述する）。

金融緩和政策を継続し、それによってデフレの状況を是正するという観点から、日本銀行も果敢に緩和政策を推進してきた。2003年3月に福井日本銀行総裁が就任して以来、日銀当座預金の増額といった形で、市中銀行の保有現金を増やしてきた。2004年1月下旬の金融政策決定会合で日本銀行は、当座預金残高の目標値を従来の27~32兆円から30~35兆円に増額す

ることを決めたが、これによって、福井総裁就任時（2003年3月）の20兆円の残高が33兆円前後へと、差引き約13兆円増加した。この増加額は、この間の為替市場介入額の3分の1以上に相当する金額であった。

この点に関して、元財務省財務官で為替相場政策を直接指揮した黒田東彦は「これは事実上、政府による為替介入を不胎化しないという意味で円高防止に役立っただけでなく、介入によって市場に出た円を放置するという形で金融緩和を進めたきわめて賢明な決定であった」と述べ、「為替介入を不胎化しない政策」を認めている⁽⁵⁾。

通常、先進諸国の為替市場介入においては「不胎化する政策 (sterilized policy)」が採られる。すなわち、自国通貨（日本円）を為替市場で売った場合、その売却資金（円資金）を、国債などの市中売却（売りオペ）によって吸収してしまうのである。これは、為替相場政策が金融政策に与える影響を遮断し、二つの政策を区別するためだとされている。

日銀の金融緩和政策も、為替相場を直接ターゲットとするのではなく、景気回復を通じてインフレ率が恒常的にゼロ以上になることを目標とするスタンスを採っているのだが、「為替介入を不胎化しない政策」を認めたということは、歴史上は稀なことであろう。FRBのある高官は、80年代の後半に筆者が参加したワシントンでの私的な会合で「米国の為替政策は不胎化に尽きる」(“The US exchange policy is sterilized, period!”)と言明したことがあった。

7. ドル経済圏内での資金還流の危ういバランス

もちろん、日本がデフレで実質金利が高止まったことだけが問題なわけではない。日米実質金利差が拡大しないのは、一つにはFRBの金融緩和政策によって米国側の実質金利が低すぎたためである。米国の場合、企業部門の投資リターン（総資産利益率）は高いし貯蓄不足なのだから、もっと金利が高くなってしかるべきであろう。

しかし、高いリターンを上げているのは民間企業部門であって、家計部門の過剰消費や借金体質には相当の問題がある。特に家計のモーゲージ借入れ（住宅抵当債務）膨張は、需要の前倒しによる将来所得の先食いであり、米国経済の先行きに暗い陰を落としている。モーゲージ借入れは変動利付きのローンが多いため、金利低下によって元利金返済が減少すると、自動車ローンなど新たな借入れの元利金返済に、その減少分を充当することができる。その結果、家計の債務がさらに増大する。固定金利の場合でも、低金利での借り換えが比較的簡単にできる。また住宅価格が上昇すれば、資産価値から借入れを差し引いた純資産分（ホームエクイティ）を担保としてさらなる借入れもできる。米国の経常収支赤字は、こうした米国家計の借金体質を反映したものである。

米国金利が上昇しないもう一つの理由は、日本などドル圏内の政府が、為替市場介入によって取得したドル準備資産を米国債投資によって米国内で運用し続けたためである。米国の経常収支赤字がGDPの5%にも相当するということは、普通の国であれば、金融緩和政策から引締政策への転換を余儀なくされるのであるが、米国はドル本位制の基軸通貨国であるから、経常赤字が増大してもほかの国（ドル圏内の周辺国）がなかなかドル離れを起こしにくい。民間資本は自主的には米国に還流しなくなったが、日本を始めとするアジア諸国の公的部門（為替当局）が、為替市場介入によって吸収したドル資金を米国債投資といった形で還流させているから米国の借金体質が直らないという結果になっている。

海外の公的部門による米国債投資が米国の国債相場を下支えし、米国金利を低位に安定させているから実質金利も上昇しないという皮肉な結果になったのである。景気拡大と財政赤字が共存する状況では、本来であるならば長期金利が上昇して景気拡大や財政赤字に自然とブレーキがかかるはずである。つまり長期金利が——ないしは長期金利を決める債券市場市場が——経済の自動的制御装置の役割を果たすわけだが、巨額介入の結果そうした装置が機能不全に陥っているのである。

8. TOKYO と NOKYO の類似点……60年代日本の経験

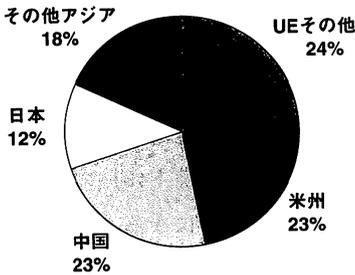
米国の貿易収支赤字の半分以上は、日本や中国を始めとするアジア諸国との間で発生した赤字である。アジアに米州諸国（カナダやメキシコ）との赤字を加えると、米国の貿易赤字（2003年には約5500億ドル）の4分の3は、ドル経済圏諸国との間で発生した赤字ということになる。米国の対外不均衡問題も、所詮はドル経済圏というコップの中で起きている嵐に過ぎないともいえる（図3参照）。

「ドル経済圏」という意味は、アジア諸国や米州諸国は米国との貿易取引が多く、しかも目標相場圏を意識した為替市場介入が積極的に行われて、通貨が実質的にドルにペッグされて（釘つけられて）おり、固定相場制に類似したシステムが出来上がっていることを指している。ドル経済圏を一国経済として捉えるならば、要するに米国という「首都経済圏」とアジア諸国および米州諸国という「地方経済圏」とから成り立っているとみることができる。アジア諸国および米州諸国は、米国への輸出によって取得した資金を、外貨準備の米国債運用といった形で米国に還流させる。それによって米国の経常収支赤字は賄われるから、両者間にある種の微妙なバランスが成立しているのである。

ここにも歴史の教訓がある。1960年から70年代初頭にかけて、日本には資金偏在という問題が存在した。首都圏から地方経済圏に向けた財政資金の散布が、米代金の支払いや公共事業費などの形で行われ、散布された資金が農林系金融機関や地方銀行によって吸い上げられて、コールマネー市場を通じて再び都市銀行に還流した。

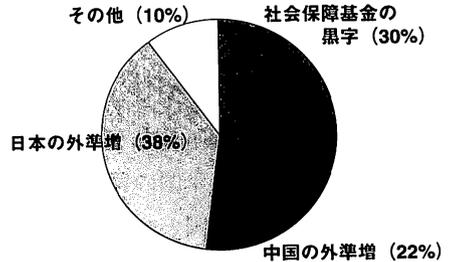
これと似たような資金循環が、今ドル経済圏内で起きている。米国は大量の製造業製品をアジア諸国から購入しているが、その支払代金はアジア諸国の金融資本市場には滞留せず、為替市場を通じて米国に還流する。その還流の形態も、日本の為替当局を始めとした公的部門が、ドル買い介入

図3 米国の国別貿易赤字(2003年の地域別内訳)



出所：米国商務省統計を使って作成

図4 米国の財政赤字のファイナンス



出所：日米財務省、中国人民銀行などを使って作成

という形で吸い上げた資金の還流である。為替市場介入によって得たドル資金が、外貨準備として米国債で運用されている。つまり最近のドル為替市場が、いわばかつての日本のコールマネー市場に相当し、日本を始めとする海外の為替当局が、かつての日本の農林系金融機関になったと考えればわかりやすい。

米国の財政赤字（オンバランス）は2003年度に5361億ドルに達したが、社会保障信託基金の黒字（原則として米国債で運用される）と、日本および中国の外貨準備増によって、ほとんどファイナンスされてしまった計算になる。図4に示すのは、日中の外貨準備増や社会保障信託基金の黒字が、米国財政赤字の何%に相当するかを計算した結果である。

こうした資金散布と還流の構図は、よほど米国経済が過熱して金利が上昇し、その結果、家計ないし消費者の購買力が細らないかぎりには持続しつづけるであろう。60年代の日本でも、景気が過熱すると金融引締めによってコールレートが上昇し、都市銀行の資金調達力と貸出余力が減退してブームは終焉した。当時の日本における景気過熱のシグナルは、貿易収支の黒字減少ないし赤字化（いわゆる国際収支の天井）であった。しかし最近までの米国は、低インフレの状況にあって金融引締め一気に転換する気

配はみられなかった。ドル経済圏全体の財貨生産能力は大きく、米国経済が過熱するとは考えにくかったからである。またドル本位制下の米国には、かつての日本におけるような国際収支の天井も存在しない。したがって、緩やかな景気拡大と米国経常収支の赤字拡大が同時に進行するという状況が続いたのである。

この辺がドル安のしつこいところであるが、いずれは金融引締めへの転機が訪れるはずである。その転機のきっかけとなるのは、米国における労働コストの上昇である。

9. FRB は国内経済優先……米国の金融政策の鉄則

グローバル経済では、ニュージーランドと英国の政策変更が、米国の先行指標となることがしばしばある。すでにニュージーランド準備銀行とイングランド銀行が、2003年末から基準となる政策金利の引上げに乗り出している。しかし、FRB がドル相場安定を目的として金利を引き上げることは想定しにくい。30年間におよぶ変動相場制の歴史において、ドル相場安定のために金利政策が発動されたという実績はほとんどないといえてよい。グリーンSPAN議長も2004年2月の議会証言で、これまでのドル安は秩序立ったものであり、米国の経常収支赤字是正に役立つと述べた。米国金融政策の引締めへの転換は、労働コストの上昇によってインフレ懸念が高まるなど、あくまでも国内事情が優先である。FRB が連邦議会に対して説明責任を負っているという法的な枠組み（ハンフリー・ホーキンス法）のもとでは、国内的理由でしか引締めを行うことができない。

確かに往年の米国の為替相場政策には、ドル相場の安定を重視するニューヨーク連銀（国際派）と、国内景気を重視する財務省（国内派）の綱引きがみられた。ポール・ボルカー FRB 議長が、国際派の薫陶を受け継ぐ最後の巨頭であり、彼の発言にはドル相場に対する一定の配慮も感じられた。ボルカーが議長を務めた80年代初頭は、変動相場制がスタートして間

もない時期であって、為替相場政策に関する権限が明確には認知されていなかったのである。

80年代中頃に至りこの論争は、レーガン政権のジェームス・ペーカー財務長官の発言によって決着がついた。というのはドル相場が不安定性を増した80年代中頃、為替政策は財務省の専管事項であることをペーカーが明確に宣言したからである。当時（80年代半）、ボルドリッジ商務長官が「貿易赤字を減らすにはドルの切下げが必要である」といった趣旨の発言を繰り返し行っており、この発言をめぐるワシントンで議論が沸騰していた。そのさなかに、ペーカー財務長官がABC放送の日曜ニュースショー（This Week with David Brinkley）に出演し、ボルドリッジ発言へのコメントを求められたことがあった。それに対してペーカーは次のように答えた。「ボルドリッジ長官には失礼ながら、ドル相場に関して公式見解を発表できる人物は、米国政府には二人しかいない。一人はレーガン大統領であり、もう一人は財務長官である私（ペーカー）である。そこで私の為替相場政策に関するコメントだが、それは『ノーコメント』である」。

ペーカーが為替相場政策は財務省ないし財務長官の専管事項であると表明した際に、その法的な根拠としたのは、為替市場介入に伴って発生する為替差損益が最終的に連邦政府の財政収支に影響を与える可能性があり、そうした場合、差損益に対して責任を負える立場にあるのは財務省ないし財務長官だという事実であった。

米国政府がドル相場強化の政策判断を明確に打ち出したのは、異例中の異例であり、大統領ないしは財務長官がその決定に関わっていた。変動相場制30年の歴史の中で、そうした異例のケースは次の三回あった。第一回目は、1978年10月末のカーター大統領によるドル防衛策の実施であった。このときは、ドル安が進行する中でサウジアラビアが石油輸出代金をドル以外の通貨で受け取ることをほめかし、さらにすでに保有していた米国債を売却する構えを見せた。そのことがきっかけになって、カーター債券発行（介入資金調達のための外貨建て債券発行）や金利引上げといった

ドル防衛策が実施されたのである。

二回目は、ベーカー財務長官が呼びかけた85年9月のプラザG5（先進5ヶ国財務相中央銀行会議）におけるドル高是正合意であった。このときは、80年代前半のレーガン政権による拡張的財政政策と緊縮的金融政策のポリシーミックスが、ドルの大幅な過大評価を引き起こしたため、米国の国内事情によってドル高を是正する必要に迫られた。そして第三回目が、前述のルービン財務長官による強いドル政策であり、主として米国金融界の利益を反映したものであった。いずれの三回とも、米国当局を含めた多角的な協調介入が実施された。

10. 資本による労働代替……70年代西ドイツの経験

FRBは、2000年のネットバブル崩壊以降、デフレ回避のために金融緩和政策を続けてきた。そして相当期間にわたって続いた金融緩和政策が、ドル相場の下落をもたらした。日本を始めとするアジア諸国の為替当局が、自国通貨の切上げを回避するために大規模な為替市場介入を続けた結果、ドル相場の急激な下落は食い止められたが、その分ドル相場の下落が持続的なものとなった。また中国などからの安価な輸入品の流入によって、ドル安にもかかわらず米国のインフレ率は上昇しなかった。このことも長期間にわたる金融緩和政策の継続を可能にし、ひいてはドル安を助長したと考えられる。

それではFRBが金融引締め政策に転じるような事態とは、一体どのようなものなのであろうか？ 金融引締めを行えば実質金利が上昇してドル相場が強化されるというほど単純なのであろうか？

金融政策の変更は、為替相場の転換を促すものではあるが、米国の場合、前節で述べたように為替相場を直接のターゲットとして金融政策が運営されているわけではない。もちろん、インフレ率上昇の兆候があれば、FRBは金融緩和から引締めへ転換するであろう。金利が上昇すれば、家

計に対して債務返済圧力がかかり、米国全体の貯蓄率が上昇して米国経済が正常化し、その過程でドル安に歯止めがかかることも考えられる。しかし、事態はそれほど単純には進まないであろう。

ここで思い出されるのは、70年代から80年代にかけての西ドイツの状況である。当時の西ドイツでは労働コストが高く、ドイツ連銀は、賃金インフレ阻止のために金融引締め政策を活用した。ドイツの実質金利が上昇したため、ドイツ・マルクには常時切上げ圧力がかかっていた。ドイツ企業にとってみると、労働コストよりも資本コストのほうが低かったため、労働代替的な設備投資を盛んに行われて労働需要が抑制された。そこにマルク高も加わってドイツ経済は最終的に疲弊した。西ドイツの経験は、金融引締めの短期的効果と中長期的効果が異なることを示している。

こうした経験を踏まえると、適正な金融政策の模索は至難の業だということができる。現在の米国でジョブレス・リカバリーが進行しているのは、この当時の西ドイツに似た側面があるからである。米国の場合、賃金上昇率が2002年には前年比で2.7%まで低下したが、会社負担の社会保険料（報酬に含まれる福利厚生費）まで含めると、雇用にかかるコストの上昇率はすでに相当高まっている。

その間、超低金利政策が実施されたこともあって資本コストが低下したから、米国企業は労働代替的な設備投資を進めてきた。その結果、生産性が上昇し労働コスト（＝雇用コスト－生産性）の上昇率は抑制されたのである（図5参照）。しかし、景気が循環的に下降して生産性の伸び率が低下してくれば、労働コストは上昇する。その場合、FRBは金融緩和政策を継続することができなくなるであろう。すでに、労働者の総報酬の伸び率には上昇する兆しが見られるし、会社負担の社会保険料も、2003年には前年比で6%を越える高い伸び率となっている（図6）。そうした状況のもとFRBは2004年6月末に、約4年ぶりに政策金利を引き上げたが、市場の反応は必ずしも単純なドル高反転を指向するものではなかった。

図5 米国の労働生産性と労働コスト（前年比伸び率）

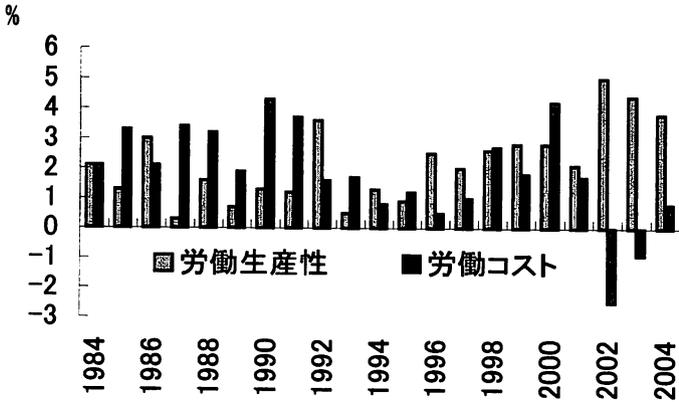
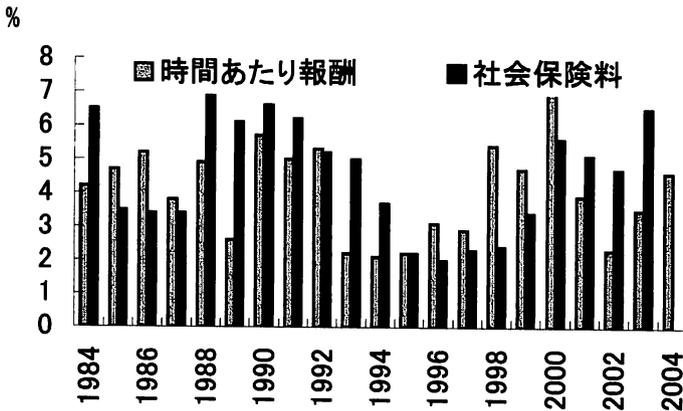


図6 総報酬と会社負担社会保険料（前年比伸び率）



出所：米国労働省統計より作成

11. 団塊世代の退職による貯蓄率低下の可能性

中期的にみたとき、円ドル相場に大きな変化を引き起こし得る日本側の構造的要因は、団塊世代の退職に伴う個人貯蓄率の変化であろう。

団塊世代とは、広義には1946～50年の5年間に生まれた世代（2004年現在、54～58歳の年齢層の人々）と定義される。総務省統計局の労働力調査報告（2000年）によると、全就業者数（2000年時点で6446万人）に占める団塊世代（同824万人）の構成比は12.8%であった。一方、厚生労働省の賃金構造基本統計調査（主要産業の男子常用雇用者を対象とする標本抽出調査）によると、報酬総額（賃金プラス賞与）に占める団塊世代の報酬構成比は、同じく2000年で16.3%であった。

つまり12.8%の団塊世代労働者が16.3%分の収入を得ていたことになる。これは日本の年功序列給与体系上やむを得ないのだが、団塊世代がいつせいに退職すれば、企業にとって人件費負担は相当軽減することになる。特に建設、繊維、化学、鉄・非鉄、公益といった産業で、団塊世代の比率が高いから、これらの産業の利益改善効果は大きいであろう。

団塊世代は、退職に伴って新しいタイプの消費主体として個人消費を盛り上げることも期待される。たとえばビジネススーツの代わりにブレザー、会社からの帰路での一杯の代わりに午前中に喫茶店でコーヒー、リクリエショナル・ヴィークルやミニバンに代わってスポーツカー、自宅で使用するパソコンやブロードバンドの通信回線、海外出張の代わりに国内旅行といった具合である。

60歳代前半は、公的年金の空白期間であるから、団塊世代の多くが退職することによって、日本全体の貯蓄率が低下するであろう。貯蓄率の低下は、経常収支の黒字幅縮小を意味し、そのかぎりでは円安傾向を助長する可能性もある。かりに経常収支が赤字になれば、海外からの資本流入によって赤字を賄う必要があるから、外国人投資家が本邦資産、その中でも国債にどの程度興味を持つかが焦点となる。

2007年には、日本の国債発行残高が600兆円に達し、巨額の国債発行の相当部分は、外国人投資家によって購入されなければならないであろう。外国人投資家は、為替リスクや国債の価格変動リスクを計算して投資するわけだから、十分に値上がり益が期待できないかぎり積極的な買いには回

らないであろう。ということは、国債価格が下落し長期金利は上昇することを予想させるものである。短期金利が政策的に低位に抑制されるとすれば、長短金利差が拡大し、預貸利鞘の拡大によって銀行収益が一応回復するかもしれないが、その前に国債の値下がりや銀行収益に悪影響もあたえることも懸念される。

12. キャリートレードの反転

構造的要因に関する議論の次に、円ドル相場反転が起きるとしたら、それを加速させる原動力は何かも問われねばならない。ここでも30年間の歴史を振り返ると、過去における為替相場の突然の大幅変動は、順張り投資家の買持ちポジション形成によるというよりも、いったん形成された買持ちポジションの解消ないし巻戻し（unwinding）による場合が多かったことに気が付く。つまり投資家の資産サイド（ポートフォリオ）面で裁量的な通貨選択（discretionary asset shift）が行われたためというよりも、負債サイドで後向きかつ強制的な資金返済圧力（forced liability shift）が発生し、それが為替相場の大幅変動を起こす場合が多かったのである。

2003年から2004年にかけてのドル安局面でも、第一次産品価格が上昇する中で、ヘッジファンドのような投資家（投資ファンド）が低金利のドル資金を借り入れて、資源株や中国株など新興成長国の株式、さらには豪ドルや南ア・ランドなど資源国通貨に投資する、いわゆるドルキャリートレードが大々的に起きたのである。実際この結果、豪ドルや南ア・ランドがドルに対して大幅に切り上がったが、切り上がった分豪ドル建てや南ア・ランド建てに換算した資源価格はさほど上昇しなかったから、オーストラリアや南アの資源開発業者にとっては増産のインセンティブは働かなかった。そのためドル建ての一次産品価格がますます上昇したから、ドルキャリートレードがいつそう活発化した。

こうした時に、なんらかの事情でドル資金の借入れ金利が上昇したり、

資源価格が急落したりすると、ドル建て負債の返済圧力が急激に高まってドル相場が反騰することになる。実際、2004年に入ってから資源価格（ドル建て）は堅調に推移したが、中国経済の下方屈折と米国金利上昇の観測により、2004年4月頃から様相が変化し始め、部分的にせよ南ア・ランドなど資源国通貨からドルへの逆流（買戻し）が起きた。投資ファンドがドル建て債務の返済を迫られ、ドルキャリー・トレードの手仕舞いが始まったのである。それにともなってドル相場は、米国経常収支赤字のいっそうの拡大にもかかわらず、ひとまず反騰に転じたのである。

古くは、70年代末から80年代の初頭にかけても、これと同じような事態が起きている。その当時も、原油など資源価格が高騰する中でドル相場が下落したから、投資家はドルを借り入れて資源に投資するという行動（ドルキャリー・トレード）を採った。折からソ連のアフガン侵攻で地政学的リスクが高まり、金価格も高騰した。しかし、当時のボルカーFRB議長による高金利政策によってドル資金の返済圧力が急激に高まり、ドル相場は一転して反騰に転じた。

最近では1998年後半に急激な円高相場が起きた局面でも、同じような現象が見られた。この時は、円キャリトレードといって、投資ファンドが、低金利の円資金を借り入れて、ロシアなどの新興市場に競い合って投資した。しかし、98年8月のロシア危機や米国のヘッジファンドLTCM破綻を契機として、投資資産が焦げ付き円資金の返済圧力が高まった。そのため円相場は、98年8月の147円から99年1月の110円割れまで急騰した。

13. 変動相場制30年の歴史にはなかった新現象

以上、我々は変動相場制30年の歴史の中で経験的に観察された現象を中心にみてきた。そこで次に、30年の歴史の中ではみられなかった新現象ないし「異変」をいくつか取り上げてみよう。つまり過去の経験から判断できないような問題の発生である。

その第一は、日本経済が「デフレ下のゼロ成長とゼロ金利」といった古今東西に例をみない未曾有の状況に陥ったのにもかかわらず、断続的に円高基調が続いたことである。為替レートは、その国のファンダメンタルズの強弱を反映するといわれる。かつての英国や北欧諸国、さらに90年代後半のアジア諸国のように、バブル崩壊や金融危機に見舞われた国々は、多くの場合、自国通貨の大幅な下落や切下げによって危機から脱した。しかし日本の場合には、逆に通貨高（円高）が進行し問題解決を困難にした。

こうした異常な事態を因果関係の観点からいえば、本稿の前段で述べたように、米国の政治的圧力による過度の円高がデフレ圧力をいっそう高めたということであろう。すなわち、90年代前半に進行した円高によって、日本経済の将来を担うはずのハイテク産業の競争力が弱められ、これらの産業が部分的にせよ国外脱出することによって産業空洞化を招いた。また極度の円高は、日本国民の経済成長に関する期待感を大きく減衰させ、株式や土地などの資産価格の低下をもたらした。こうして円高は、特に資産市場においてデフレ圧力を強めたのである。

資産デフレの結果、金融機関や一般企業は不良資産を抱え、軒並み保有資産の帳簿価格を市場価格の下落に合わせて再評価しなければならなくなった。そして価値の減価分や不良資産は、減損処理したり償却したりして、バランスシートを圧縮するように求められた。こうしたバランスシートの圧縮が、金融機関の場合には貸出余力の低下を、また一般企業の場合には設備投資意欲の減退などを通じて、デフレ気運をいっそう高めたといえるであろう。そうした意味で、政治的な圧力による円高が日本のデフレとゼロ成長の一因となった。おそらく金融政策がもっと早い時期に機敏かつ大胆に緩和されていたら、デフレの状況はもう少し緩和していたであろうといった推論は成り立つ。

〈外国人投資家の日本株投資〉

前述のように、円高は1999年から2000年、さらに2003年から2004年にか

けても進行したが、そこでは日本の経常収支の黒字のみならず、外国人投資家の日本株投資が円買いの原動力となっていた。この日本株投資は、外国人投資家の間に根強く懐かれていた、日本経済復活に対する期待感や日本株が米国株などに比べて出遅れているといった投資判断によるものであった。99年以降2003年までの日本の経常収支の累積黒字が65.7兆円であったのに対して、外国人投資家の日本株買越しは累計で23.3兆円に達した。

このように、外国人投資家の日本株投資は経常黒字に次ぐ円高要因となり、そうした意味では、日本経済に対してマイナス効果を及ぼしたといえるかもしれない。しかし反面、外国人投資にはプラス効果もあったことを見逃してはなるまい。というのは、外国人投資家の日本株投資が、株式持合解消の受け皿となり、日本企業の資本構成の是正を可能にしたからである。プラス効果はそれだけにとどまらず、外国人投資家が欧米流のコーポレートガバナンスを日本の資本市場に持ち込むことによって、日本企業の経営に規律を与えることにもなった。

実は、前者のマイナス効果（円高）を打ち消す役割を演じたのが、政府による為替市場介入であったとすることができる。介入による円資金供給が、外国人投資家の円資金需要に対応していたからである。もし円売り介入が行われなかったとすると、いっそうの円高が日本経済により大きな打撃を与え、企業収益は悪化していたであろう。とすれば「根強い日本経済復活神話」も雲散霧消して外国人投資家は離散し、日本企業の資本構成の是正も頓挫していたであろう。2003年から2004年初めにかけての「不胎化しない為替介入」には、そうした評価を与えることができる。

14. 欧州単一通貨ユーロの登場

第二の新現象は、変動相場制の潮流に逆行する形で、欧州通貨統合が実現し、単一通貨ユーロがスタートしたことである。変動相場制は、すでに1960年代にミルトン・フリードマンのような自由主義経済論者によって主

唱されていたが、現実問題として固定平価制から変動相場制に移行したのは、米国がベトナム戦争後のインフレや国際収支赤字に耐えられなくなって、いわば不承不承、公的ドル債務の金兌換を停止したことによる。しかし、不承不承であったにもかかわらず、変動相場制はそれなりに機能してきたということができよう。

実際、変動相場制にはさまざまなメリットがある。たとえば現在の米国では、毎年GDPの5%分に相当する経常収支赤字が発生するが、かりに固定平価制が継続していた場合、為替レート下落といった価格調整機能は利用できない。その場合、基軸通貨国である米国は、国際通貨システムを維持するといった観点から、金利平衡税のような資本取引規制や輸入課徴金のような貿易規制によって平価維持を迫られたであろう⁽⁶⁾。

そうした変動相場制のメリットにも関わらず、主要なEU諸国が、1999年に単一通貨ユーロの導入に踏み切った理由は、当然ながら、為替相場の乱高下が企業経営に対して悪影響を及ぼすことへの配慮が働いたからである。それに加えて「非整合の三角形」とか「聖ならざる三位一体」といった議論が示すように、財市場統合の延長線上に資本市場統合を位置付ければ、金融政策の協調が不可避となり最終的には通貨統合にまで行き着かざるを得なくなる、そういった論理必然性を、通貨統合を企図した当初段階から想定していた可能性も考えられる。

もちろん欧州通貨統合に関しては、70年代当初、「弱いドルへの対応策」として始まった欧州通貨制度の模索が、90年代に至り「弱い欧州への対応策」に変質するといったように、さまざまな政治経済的な背景があったが、本稿の趣旨からは逸脱するので省略する⁽⁷⁾。

日本でも変動相場制実施以降「円高が好ましいか、円安が好ましいか」といった議論がなされてきた。70年代の変動相場制スタート当初には、円安歓迎論が支配的であったが、77～78年の円高後、マルク高を奇禍とした当時の西ドイツの状況に照らして、円高のメリットを見直そうといった気運が高まった。当時日本銀行の外国担当理事であった速水優（後に総裁）

が、そうした論調の主唱者の一人で、1982年に著した『海図なき航海』という回顧録の中で、「円高が企業を、さらには日本経済そのものを、強くしていることが次第に証明されていった」と述べている。しかし90年代の円高は、メリットよりもデメリットのほうが大きかった。現在では円相場の過度にして急激な変動は好ましくないといった点で、コンセンサスができてきているといつてよいであろう。

15. 中国の貯蓄投資バランスの対外的影響

変動相場制30年の歴史には見られなかった第三の新現象は、中国経済の台頭である。中国は90年代中頃以降、1ドル=8.28元の水準に人民元の為替レートを事実上釘付ける政策を実施し、この間、外貨を中国人民銀行（中央銀行）に集中する政策を採ってきた。その結果、外貨準備高が2003年末には4200億ドルにも膨れ上がった。2003年中の外貨準備増加額（約1200億ドル）は、中国のGDPの10%弱にも相当する金額である。

外貨準備が短期の米国債で運用された場合、運用利回りは1%程度にすぎず、中国の外貨建て資金調達コストに比べればはるかに低い。このことは、中国からみれば大きな経済的損失が生じていることを意味する。また外貨準備増加の見返りとして中国国内で供給されるマネーサプライは、前年比20%近いペースで増加し続け、過剰流動性問題を引き起こした。切上げを見越した投機的な資本流入も起きた。

そうした状況を受け、中国人民銀行（中央銀行）の周小川総裁は、2004年初に「今年中に人民元の為替相場形成メカニズムを改善する」と発言した。また中国人民銀行は、米財務省の使節団を受け入れ、為替相場政策の協議を行ったという報道もある（フィナンシャルタイムズ紙などによる）。

中国は、WTO加盟に際して約束した金融資本市場改革の実施も迫られている。資本移動が自由化されれば、為替レートの釘付けも維持できなくなるであろう。問題は、中国国内に非効率な農業部門などを抱えているた

め、人民元が大幅に切り上がった場合にデフレ圧力が高じる可能性があることである。したがって、追い詰められて大幅な切上げを迫られるよりも、2004年内に小幅調整を行う可能性が高まった。

中国経済の台頭は、単に人民元相場の割安問題にとどまらないであろう。特に中国の貯蓄投資バランスの変化が、世界の為替市場に与える影響が今後は大きくなるであろう。中国政府は、2004年に入り過熱気味の景気を減速させるために金融引締め政策に転じた。IMFの試算によると、中国のGDPは購買力平価で換算すると、2003年に世界全体のGDPの12.6%を占めており、米国GDPの60%相当の規模となっている。これは金額にしておよそ6.5兆ドルに達する。

しかも設備投資のGDP比率（設備投資率）は35～40%に達する（総固定資本形成の対GDP比は2001年に37.3%であった）。景気調整によってGDP比で10%程度の設備投資率の削減が起きることは十分に想定されるが、そうなると当然、中国の国際収支面にもこれと同等程度のインパクトが及び、その対外的な影響は甚大であろう。貯蓄投資バランスの調整額が、米国の経常収支赤字にも匹敵する金額だからである（ただし1ドル＝8.28人民元の公定レートで換算すると、中国のGDPは1.2兆ドルにすぎないから、GDP比10%程度の設備投資削減によって引き起こされる対外的インパクトも限定的なものになる）。

中国の設備投資率の削減は、経常収支の黒字拡大をもたらすとともに、中国への資本流入がその分減少する。こうした大規模な資金フローの変化は、当然円ドル相場にも影響を与えるはずである。かりに中国の経常収支改善（黒字化）のインパクトを日本が吸収するとすれば、日本の経常黒字はそれだけ減少し、円レートが下落することになるであろう。しかし中国景気の減速がバブル崩壊のような様相を呈すとすれば、中国から資本逃避が起きて、国際資金が日本に向かうかもしれず、その場合には円高方向への圧力が生じるかもしれない。

16. 居心地の良い為替相場はどのあたりか？

以上で述べたような円、ユーロ、人民元に関わる新現象を踏まえ、世界の為替市場は新たな展開を始めようとしている。

2004年6月中旬現在、ドル、ユーロ、円の為替相場は、1ユーロ=1.2ドル、1ドル=110円、1ユーロ=132円といった位置関係にある。日本のバブル崩壊（1990年）以降2003年までの14年間の年平均為替レートの推移みると、現在の位置関係に関して多少の目途がつく（表2参照）。なお99年以前のユーロレートは、その前身であるECUレートで代替してある。

この14年間の平均円ドルレートは、1ドル=118円であったから、現状はそれよりも円高水準にある。一方現在のユーロの対ドルレートは、1990年代前半の平均（1ユーロ=1.234ドル）に近いから、現状の相場がかならずしも「未曾有のユーロ高・ドル安」というわけではない。もっとも、90年代前半は両独統合により欧州経済の復活機運が高まった時代であり、しかも米国経済が90年代後半に躍進する直前であったから、当時のユーロ対ドルの為替レートは、ユーロが割高（ドルは割安）であったとみなすべきであろう。ちなみに1990年以降2003年までの14年間の平均は、1ユーロ=1.14ドルであった。

古来の為替レート決定理論には、購買力平価説、経常収支説、資産ポートフォリオ説などがあるが、いずれも為替相場水準に関して断定的な解答を与えるものではない。このうち経常収支説というのは、経常収支（財貨サービスの収支）が黒字であれば円高になり、逆に赤字になれば円安になるというものである。しかしこの説だと、日本の経常収支が巨額の黒字を計上するかぎり無限に円高になってしまう。一方資産ポートフォリオ説というのは、内外投資家が資産を選択する過程で通貨が買われたり売られたりするという考え方である。資産選択に際しては、円建て資産やドル建て資産の収益率およびリスクが勘案される。しかしこの説だと、日本株や国

表2 円, ドル, ユーロの為替レート

	市場レート (年平均)			ビッグマック PPP	
	\$/ユーロ	¥/ユーロ	¥/\$	\$/ユーロ	¥/\$
1990~94	1,234	152.9	123.9		
1995	1,308	123.1	94.1		
1996	1,268	138.0	108.8		
1997	1,134	137.2	121.0		
1998	1,120	146.6	130.9		
1999	1,067	121.5	113.9	0.97	121
2000	0.924	99.6	107.8	0.98	117
2001	0.896	108.9	121.5	0.99	116
2002	0.944	118.4	125.4	0.93	105
2003	1,131	131.1	115.9	1.00	97
2004	1,230	133.2	108.3	1.06	90

出所：IMF “International Financial Statistics”, および The Economist

注：1998年以前のユーロ相場は ECU のレートを使用

2004年は1～6月の平均レート

債の投資収益率が低迷するかぎり無限に円安になってしまう。

<ビッグマックの価格を比較すると>

そうしたなかで、根強い支持を集めているのが購買力平価 (Purchasing Power Parity, 略して PPP) である。特に長期的な観点からみて、現状の相場水準が割安か割高かを判断するには、この説がある程度の参考になるであろう。購買力平価を計算するには、絶対的な方法と相対的な方法の二種類がある。前者の絶対的方法のうちで最も単純明快なのが、英エコノミスト誌が1886年以降毎年発表しているマクドナルドのハンバーガー (ビッグマック) を使った購買力平価である。これをビッグマック PPP とかマック・パリティと呼んでいる。

たとえばビッグマックが一つ、日本で400円、米国で4ドルであったとすれば、1ドル=100円が適正水準ということになる。もしも現実の為替

レートが110円であれば、米国人は為替市場で1ドルを円に交換することによって110円を入手できるから、日本でビッグマックを買えば差引き10円の得となる。一方日本人は110円支払わないと米国で1ドルするビッグマックを買えないから、損である。つまり円が実勢（購買力平価）に比較して割安ということになる。その逆に1ドル=90円であれば、円が割高であって日本の消費者は得する。もちろん輸送費や消費税率の違いなどさまざまな制度的要因があるから、現実にはそれほど単純ではない。

それでも円ドルのビッグマック PPP を99年まで遡って調べてみると、一つの傾向があることが分かる（表2の右欄参照）。すなわち1999年には1ドル=121円であったビッグマック PPP が、2000年117円、2001年116円、2002年105円、2003年97円、2004年90円と、徐々に円高になっていることである。

〈物価上昇率を勘案した価格競争力でみると〉

購買力平価の計算にはもう一つ、相対的な方法がある。これは変動相場制がスタートした1973年3月の為替レートが適正水準にあったと仮定し、それ以降30年間の日米間の物価上昇率格差を考慮して調整を加える方法である。1973年初は第一次石油ショックが発生する直前で、円が固定平価制時代の1ドル=360円から260円あたりまで切り上がり、新しい時代が幕開けした。

その後の30年間には紆余曲折があったが、卸売物価指数（米国では生産者価格指数）でみると、米国の物価がほぼ3倍強に上昇したのに対して、日本の物価は1.5倍弱の上昇にとどまった。つまり大まかにいって、日本の価格競争力は米国の二倍に強化されたことになる。したがって1973年3月当時1ドル261.8円であった円ドル相場は、その二倍の130円に切り上がってもおかしくはない計算となる。

このように同じ購買力平価でみても、絶対基準のビッグマック PPP だと90円、相対基準だと130円というように、相当広いレンジの答えになって

しまう。それだけ不確かな答しか出ないわけだが、ビッグマック PPP は近年の日本の物価下落を反映したものであって、デフレが終われば多少は円安方向（たとえば100円あたり）に戻ることが予想される。また日本企業の価格競争力は、品質向上などを考慮すると130円では余裕含みであって、120円くらいは楽にクリアできそうである⁽⁶⁾。したがってレンジを狭く絞れば、1ドル100円から120円の範囲あたりが購買力平価だという判断はできる。

なおユーロのビッグマック PPP は、99年が1ユーロ=0.97ドル、2000年0.98ドル、2001年0.99ドルと、2002年0.93ドル、2003年1.00ドル、2004年1.06ドルと、ほぼ1ユーロ=1ドルに近い水準が示唆されている。したがって現状の1ユーロ=1.2ドルはややユーロ高の水準あるということができであろう。

〈政治的な圧力も要注意〉

為替相場が内外高官の発言や保護主義的圧力を受けやすいことはよく知られている。すでに述べたように、日本の場合には恒常的な経常収支黒字、なかんずく対米貿易黒字の存在によって、米国から批判の矢面に立たされ、趨勢的な円高を強いられてきた。しかも日本企業は円高を生産性向上とコスト削減によって吸収してきたから、30年以上にわたって繰り返し圧力にさらされたのである。

しかし昨今中国が米国の貿易相手国として台頭したことによって、こうした対日圧力は今後軽減するのではなかろうか。もしそうであるとすれば、2003年後半から2004年初めにかけて日本の為替当局が積極的な介入によって円高を阻止したことは、暦年の円高習性に終止符を打つ可能性もある。ただし、このことはドル安習性自体の転換を意味するものではないかもしれない。

《注》

- (1) 2004年4月5日付け日本経済新聞による
- (2) R. Mckinnon and K. Ohno, “The Exchange Rate Origins of Japan’s Economic Slump in the 1990s”, for the conference of Center for International Research on the Japanese Economy, September 7-8, 1998
- (3) R. Rubin and J. Weisber, “In An Uncertain World”, Financial Times, November 10 & 11, 2004
- (4) Arthur M. Schlesinger, Jr., “The Cycles of American History” (Houghton Mifflin Company, 1986)
- (5) 黒田東彦「量的緩和, 出口議論は尚早」(日本経済新聞2004年4月14日経済教室)
- (6) S. Brittan, “Thank haven for floating rates”, Financial Times, May 7, 2004
- (7) 渡部亮『改革の欧州に何を学ぶか』(中央公論新社)
- (8) 日米両国の卸売物価指数をもとに1973年を基準として厳密に購買力平価を計算すると, 2003年現在で1ドル=121円になる。

Lessons from the History of the Floating Exchange Rate Regime

Ryo WATABE

《Abstract》

It is more than 30 years since the floating exchange regime of major currencies started in 1973. The yen appreciated from the pre-float fixed exchange rate of 360 yen per US dollar to a historical high of 80 yen, which was recorded in 1995. From the second half of 2003 to the first quarter of 2004, we witnessed another upsurge of the yen against the dollar.

The reason behind the long term upward trend of the yen is a familiar set of circumstances characterized by bloated US deficits on its current account balance of payments and related protectionist pressure on the yen. Meanwhile, the Japanese government tried to contain adverse effects of yen's acute appreciation by so-called unsterilized foreign exchange intervention.

In the short run, a widening real interest rate differential between the US and Japan will be necessary for the dollar to stop depreciating, which will accompany tightening of the FED monetary policy. In the long run, however, emergence of both the euro as a single European currency and China as a new engine of the world economy will make the exchange rate determination more complex than heretofore.