

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1602号 2001年08月06日(月)

## 《 hot currency debate in U.S. 》

今週のレポートの主な内容は次の通りです。

1. アメリカではここ数年で最もドル相場のレベルを巡る論議が高まっている。1990年代の半ばから続くドル高トレンドをこのまま続けるべきか、方針転換してドル安を求めるべきかという議論である。
2. 大まかな図式は「ドル高維持派」が政府（リンゼー大統領補佐官やオニール財務長官）やウォール街、対してドル安政策への転換を求めるのはメイン・ストリート（産業界）の企業幹部や団体、それにポール・クルーグマンなどの一部の学者
3. ここ数年沈静化していたドル安論、またはドル高修正論が台頭してきた背景には、アメリカ経済の回復時期が先延ばしになる中で、過去何度かそうであったように景気回復のきっかけをドル安に求めようとする意識が高まっていることである
4. 今のところブッシュ政権がドル高政策を放棄する兆しはない。つい最近のリンゼー大統領補佐官、オニール財務長官の文章、講演を見ても、彼らのドル高のメリットに対する確信は強固である
5. しかし、アメリカの景気回復時期が先送りになればなるほど、そして景況が悪化すればするほど、同国内での「ドル安待望論」は強まることになる。このアメリカ国内での「ドル安待望論」は、日本国内に根強くある「円安待望論」、または緊急時的経済政策としての「意図的円安論」と正面から対立するものである
6. アメリカの景気が早期に回復に向かい、同国内での景気刺激策としてのドル安が必要なくなれば、日本サイドの「円安待望論」「意図的円安論」が真剣に取りあげられる可能性は出てくる。しかしアメリカの景気先行き時期が先延ばしになればなるほど、アメリカ国内での「ドル安待望論」は高まる情勢であり、日本サイドの「円安待望論」「意図的円安論」は実現性の遠いものとなる

ここ数年とんと聞かれなかった通貨論議のアメリカでの高まりは、ポール・クルーグマンの登場に象徴される。クルーグマンは8月1日米紙に寄稿し、オニール財務長官の「強いドルはアメリカの権益にかなう」との自国通貨への公式姿勢を手厳しく批判して、

「1985年のプラザ合意時のように意図的に誘導するしないに関係なく、大幅なドルの反落は始まろうとしており、我々はその到来を歓迎すべきである (the great dollar decline is coming, and we should welcome its arrival)」と述べ、その理由を以下のように説明している。

- a) 急騰を続けるドルと最近のハイテクバブルの間には、明確な類似点がある。ロバート・シラー（最近日本でも発売された「根拠なき熱狂」の著者）が指摘しているように、徐々に上昇する資産価格（シラーの指摘する資産価格は株価）は、自然のネズミ講（natural Ponzi）のようなものだ。新しい投資家の登場が、それ以前の投資家を利す。しかもそれが長く続けば、疑いを持つ人も黙り込む。今のドルもそうだ。しかしネズミ講がそうであるように、そしてハイテクバブルがそうであったように、ドル高も永遠には続かない
- b) ドル高は1990年代の半ばから続いている。この持続的上昇は、ドルペア（ドルに弱気な人々）をばかげた存在にってしまった。と同時にそれは、アメリカ製品を世界市場から閉め出した。1995年以来、アメリカの経常収支赤字は4倍に増加して、年間4500億ドルという驚くべき数字に達している
- c) これが世界の歴史の中で最も大幅な赤字であることは言うまでもない。もっと驚くべきは、この赤字がアメリカのGDPの4.5%に達しており、この割合は1997年に発生したアジア金融危機の際のインドネシアや韓国のそれより高いと言うことである
- d) 過去においては、これだけの大幅な赤字は常に通貨(ドル)の下落に繋がった。「(今回の場合)ルールは変わったのだ」という意見は確かにある。その議論は、1980年代半ばまでのドル高地合の時にも聞かれた。しかし、ドル安は来る
- e) ドル安は危険だろうか。一年半前だったらそうだったかもしれない。しかし、今はドル安が起きても問題のない時である。環境が変わったのだ。少し前だったら、ドル安は世界の需要をアメリカに向かわせただろうから、好ましくなかった。当時アメリカはブームだったから、既に需要は旺盛だった。需要が欲しかったのは、他の諸国だ
- f) しかし今や、アメリカ経済は落ち込んでおり、強いドルこそが（FRBが）金融緩和をしても経済の回復を促せない理由になっている。従って今は、弱いドルはアメリカの権益にかなう。他の諸国にとっては問題を生むかもしれないが、一方でそれはECBと日銀の無策に対する、必要なショック療法になるかもしれない
- g) 我々はドルを意図的に引き下げ操作すべきだろうか。前例がある。1985年のジェームズ・ベーカーだ。彼はプラザ合意の演出者だった。彼の演出によってドルは下がったのだろうか。恐らくドルは、彼の演出がなくても下がっていた。しかし、ベーカーはその後のドル安によって政治的勝利を手中にした。オニール長官が今の

姿勢を続ければ、この政治的勝利を得られないだろう。しかし、大幅なドル安は来るし、我々はそれを歓迎すべきである

というものである。クルーグマンの主張は、アメリカで数ある「ドル安論」の中にあつて、独特の、そして最も舌鋒鋭いものだ。しかしこれだけの鋭さはなくても、ニューヨーク・タイムズ、ワシントン・ポスト、ウォール・ストリート・ジャーナルなどアメリカのマスコミ記事の中に、「ドル高政策維持の賢明度」を問う記事が最近になり繰り返し載るようになったのは事実である。

その理由は極めてはっきりしている。ポール・クルーグマンが指摘しているように、アメリカの戦後の歴史を見れば国内不況に対する非常に大きな打開手段は「ドル安」だった。カーターが大統領だった70年代の後半もそうだし、80年代の前半もそうだった。その場合インフレ率の上昇が一番問題だったのだが、アメリカはしばしばインフレの問題に目をつぶってもドル安政策の中で景気回復を図った。その累積結果が、戦後の360円から100円を切るレベルまでの円の急騰だった。しかしそのドルは現在の120円以上に上がってきている。

FRBが利下げをしても景気が良くなる原因の一つが「ドル高」にある、というのはアメリカでコンセンサスになりつつある。議論は、それでもドル高政策を続けるのか、そうではなくドル安政策に転じるべきかになっているのである。もっともクルーグマンは、何もしなくてもいずれドル安になると言っている点で、従来の議論とはやや色合いが違う面がある。

### 《 merit for U.S. 》

ルービン、オニールの旧新財務長官の「ドル高政策擁護」の論議はこうである。第一は、「ドル高はアメリカの消費者の購買力を高め、インフレを抑える役割を持つ」というものだ。70年代、80年代の国内インフレ圧力強かりしころは、確かに通貨安は国内インフレに直結した。

しかしこの議論は、最近ではかなり色あせている。なぜなら、今の世界はこのニュースで繰り返し指摘している通り、インフレ圧力が極めて弱いからである。ベルリンの壁の崩壊に伴う大競争時代の始まりと、デジタルネットワーク革命を背景とする。今世界的に問題なのは、「デフレ圧力」である。

そこで第二の議論が出てくる。つまり、資本輸入国であるアメリカの市場にとってドル安が持つ意味は破壊的である、と。つまり、政策意図の表明などでドルが弱くなると分かっていたら、また弱くなり出してその傾向が続くと予想できれば、世界の投資家はアメリカには資金を入れない。そうなれば、アメリカの資本市場は大きなショックを受けて、株価などが下がる。ということは、401kを含めて個人、企業とも株価のレベルに大きく依存しているアメリカ経済にとって、大きな打撃になる。従ってアメリカの

ドル政策の基本は「ドル高維持」であるべきだし、そうしているというもの。

これはルービン財務長官時代から、米財務省が一貫して言ってきたドル高支持の基本的な背景である。しかし、それに加えてリンゼー米大統領補佐官は、ドル高政策を取ることの理由として以下の点を挙げている。少し長くなるが、引用する。

- a) 第二次世界大戦以降、ドルは世界における卓越した通貨の地位を保ってきた。戦後直後はアメリカ以外の国々が破壊されたため当然だったが、その後の変動相場制移行など試練を乗り越えて、ドルは今でも卓越した地位を保っている。今でも世界の貿易の大部分はドル建てで行われており、発行されたドル紙幣の70%以上はアメリカ以外で流通している。現代においてもこうした状態が続いているのは、人々がドルを信頼できる通貨と見なしているからである
- b) 世界の人々がドルとドル表示の資産を保有しようとするのは、基本的に“強いドル政策”があるからである。ブッシュ政権はドルに対する世界からの信用(global confidence)を維持する決意である。こうした政策を維持する理由は、極めて直接的である。なぜならアメリカは、ドルとドル建て資産を持ち続けようとする海外投資家の意志によって大きなメリットを受けているからだ。ドルへの信頼は、今や勝ち取らねばならない
- c) ブッシュ政権の“強いドル”政策維持の姿勢は、次のような我々の信念に基づいている。すなわち、強い通貨を下支えする最良の方法は、アメリカおよびドル建て資産に対する投資をより魅力的にする政策を続けることだ、というものである。この政策の背景にあるのは、三つの基本的な政策の柱である
- d) 第一にブッシュ政権は、非インフレ的な金融政策を持続する強い決意である。世界の投資家のある通貨に対する信頼を維持するための基本的な前提条件は、その通貨が購買力を維持できるとの確信が持てることである。第二の政策の柱は、アメリカをして資本を投じるに魅力的な場所にし続けることである。幸いなことに、アメリカは政治的枠組み、法律それに憲法上の仕組みから資本にとって安全な投資の場を提供している。ブッシュ政権は、世界中からアメリカに資本を引き付ける経済環境を持続する方針である。ドルに対する世界の信頼を維持する政策の第三の柱は、開放された、活力ある世界的な貿易環境を確かなものにするのである
- e) アメリカにとって強いドルを維持することのメリットは、ただ単に理論的なものにとどまるわけではない。アメリカは、世界経済における現在のドルの地位から、非常に実際的なメリットをもらっている。第一に、アメリカは世界における主要な貿易国として、国際取引において自国通貨を使えるという大きなメリットを享受している。他国通貨で取り引きするならヘッジの必要があるが、アメリカにはその必要はない。ヘッジにはコストがかかる。これはアメリカ企業にとって競争

上のメリットである

- f) 第二に我々は、4000億ドル相当の連邦準備紙幣を非アメリカ人が保有していることから生ずる造幣益 (seignorage) を享受している。現在の平均借り入れコストからすると、この外国人保有分でセーブ出来ている金利は、年間約200億ドルに達している。第三に、アメリカの資本市場は世界中から資本を集める比類なきその能力によって、大きなメリットを享受している。アメリカの資本市場の持つ深み、またそれが提供する大きな流動性は、アメリカ国内企業に他の諸国企業には例のない容易な資本の入手を可能にしている。これは米企業と米国経済にとって大きなメリットである
- g) 懐が深く、流動性に富む資本市場の存在は、1980年代にアメリカが国防を立て直す上で、そして90年代には歴史にも例を見ない設備投資ブームを享受する上でも、非常に役立った。90年代後半のアメリカにおける生産性の急上昇は、世界中の投資家がアメリカの資本市場に資金を投じたからである
- h) ブッシュ政権は、強い通貨を持つことのメリットは代償なしで享受できるものではなく、その為には国の経済政策の策定と政策相互の関連性に注意深い、責任ある関心を払う必要性を認識している。しかし、アメリカにとって強い通貨を持つことのメリットは、そのコストを遙かに上回る。従って、安定した非インフレの通貨を持ち、良い経済環境を保ち、開放的な貿易システムを維持することは、今後もアメリカの経済政策の柱であり続けるだろう

リンゼーのこの寄稿は、「なぜアメリカは強いドルを必要とするのか」と題されて書かれたもので、サイトとしては「<http://www.tieconomy.com/articles/strongdollar.htm>」に今でもある。興味のある人は見て欲しいが、要するにアメリカ経済の長期的健全性から見ても、資本市場の観点から見ても、借り入れコストの面から見ても、強いドルとそれに裏打ちされた懐の深い、そして流動性溢れる資本市場はアメリカにとっての財産であって、「(アメリカにとって)強い通貨を持つことのメリットは、そのコストを遙かに上回る」という点に尽きる。

考えてみれば、80年代までのドルの支配的地位は冷戦構造の中での、他に逃げ道のない地位だった。世界は二つに割れ勢力争いを続けたわけで、何かがあると資本主義の本山であるアメリカの通貨が買われる構造になっていたから、例えばカーター政権のドル安政策、レーガン政権のプラザ合意にしる、「資本は最後のところではアメリカに戻ってくる」との楽観的立場を維持できた。

リンゼーのこの寄稿で筆者が一番おやっと思ったのは、

「Again, this has become a matter of choice,  
reflecting the confidence of millions of individual

investors and portfolio managers. It is not something that we should take for granted」

という部分で、これは我々が思っている以上にアメリカ政府がドルの世界経済における地位に脆弱性を感じているとも受け取れる。彼はこの点について、「Today the dollar's pre-eminence can no longer be taken for granted, but must be earned.」とも述べている。つまり、我々が想像している以上にブッシュ政権はドル価の維持に配慮した通貨政策を取ると言明しているわけである。

### 〈 hard stance of Bush administration 〉

ブッシュ政権の一つの特徴は、京都議定書の問題を見ても分かるとおり「誰がなんと言っても」というスタンスの強さにある。それが間違っていようがまいが、結構自らの基本的な考え方を通す政権である。ドルに対する基本的姿勢がリンゼーの書いているとおりだとしたら、多少マスコミが騒ぎ、それに乗ってクルーグマンや米企業幹部が「ドル高政策の見直し」を唱えても、直ぐに考え方を変えるということはないだろう。マスコミがこれだけドルを話題に取り上げて、実際のマーケットが大きくはドル安に転換しない理由は、この辺にあるように思える。

筆者はドル相場を見る上でその時、その時の政権の考え方を極めて重視する方である。それは長くドル相場を見てきた人間として、チャートや特殊な為替理論を援用したりして予測を試みて見ても、大枠の所では「ドル相場の水準はその時の米政権の姿勢に依存している面が大きい」と見ているからである。

アメリカの戦後の歴史を大局的に見れば、ドルは詰まるところその時々々の政権の姿勢によって動いてきた。なぜなら、市場は最小単位としては一人一人の人間が構成し、その資金を動かす人々（投資家）は、世界で最高の権力を持つ人間（具体的には米大統領だが、通貨政策の権限を委譲された米財務長官のこともある）の意向を無視できないからである。米政権サイドも、常に市場を味方に付けようと努力する。

最近のワシントン・ポストが「オニールは70年代、80年代にアルコアの代表だったときはドル高を嘆いたこともあったのに、今の立場はその時の立場と矛盾している」といった記事を流したのは、結局はドル相場の先行きがオニールやブッシュ、それにリンゼーのスタンスによって決まると考えており、最も素早く対ドル・スタンスを変えそうなのはオニール財務長官だと考えているからだろう。しかし、ブッシュ政権は日本の小泉政権と違って「閣内不一致」を殆ど外に出さない政権でもある。

注意しなければならないのは、ブッシュ政権の「強いドル政策」が、持続的にドルの相場を対円、対ユーロなどで上げていくという政策でないということである。リンゼーが言っていることを注意深く読むと、アメリカへの資本の流入が担保され、資本市場の懐の深さと流動性が維持され、世界の投資家がドルの代替通貨を見つけようとするよう



な環境が生まれない範囲では、ドルは「安定」していれば良いという意向が伺える。その「安定」の範囲はかなり広いと思慮できる。

重要なのは、クリントン政権と違ってブッシュ政権が「市場への介入」を非常に嫌がる政権であるという点である。オニール長官の発言を聞いていけば、これははっきりしている。ということは、ドルが下がり始めても「ドル高政策」をスタンスとしては維持したまま、ドルの下落を放置する可能性もあるという点である。その辺は、クリントン政権とかなり違う。注意を要する点である。

今後のドル相場を占う上でのポイントは、

A) 今後の米経済の回復シナリオ

B) それに伴って変わるかもしれない米政権の対ドル政策

の二つだろう。そもそも90年代の後半でもアメリカの経常赤字は大きかったが、誰も問題にしなかったのは景気が良く、国内需要も強かったからである。「ドル高転換論議」をする連中は、そもそも今は景気が悪いというポイントを捕まえて、「景気回復にはドル安を」と主張している面がある。従って、特に米大企業幹部、大企業団体の「ドル高政策見直し論」は「景気次第」で、アメリカ経済が早期に回復に向かえば、声は収まると見ることが出来る。

問題は、そのアメリカ経済の早期回復シナリオが書き換えられ、回復時期が徐々に先延ばしになっているということである。ということは、米国内の「ドル高転換論議」はここしばらく高まることはあっても、静まることはないということだ。ブッシュ政権が、こうした声にどのような対処していくかを予想するのは今の段階では難しい。

しかし、中間選挙、次の大統領選挙の頃まで徐々に強まっていくとしたら、それと分らない形でこの政権がドルに対するトーンを変えてくる可能性はある。市場は今後その点を一番注意するだろう。その時のポイントとなる人物は、誰よりもオニール財務長官であり、彼もそれを良く知っているから最近の発言は慎重である。

クルーグマンはハイテクバブルが破裂したようにドル高の崩壊は時間の問題という議論だから、景気とは関係ないところで一定のタイムスケールの中で発生すると予測している。しかし、筆者の考えでは、仮にドルが落ちるにしても、政権の立場次第でそのスピードは全く違って来る。だから問題は、ブッシュ政権が当面はあり得ないにしても、景気回復が先延ばしになり、景況の悪化が進んだときに国内での「ドル高修正」の通貨論議が再び高まった時にどうするかがポイントだと考える。

### 《 not possible for Japan to get new currency accord 》

アメリカで「ドル高修正論議」が高まる中で、日本では「円安待望論」「意図的円安論」

が台頭してきている。筆者はこう考える。「円安待望論」「意図的円安論」は、今の日本にとっては、魅力のある政策選択肢である。通貨安がインフレを惹起しない現在の経済環境からすれば、日本にとって円安はデフレを抑え、輸出を促進するからかなり有力な回復ルートだ。日本の国内で、例えば円を1ドル=180円、220円にしようという意見が出てくることは十分理解できる。しかしその実現可能性はかなり低い、と。

プラザ合意は、言ってみれば世界の先進国よってたかかっての「ドル安誘導政策」である。ただし、プラザ合意がそもそも成功した背景はよく考えなければならない。当時、世界の先進国にとってドル高に悩むアメリカは自分達の陣営（自由主義国家群）のトップであって、依然として共産主義陣営が存在している中では、その悩み、弱体化を無視できない環境があった。またドル高の悪影響を、日本や欧州各国が被っていたことも確かだった。つまり、国際協調体制を取る背景が出来ていた。

今の日本が、「円安誘導合意」を世界から取り付ける客観的条件を満たしているかと考えると、その可能性は薄いと筆者は考える。何よりも肝心のアメリカで「ドル高修正論議」が熱く燃えているこの時期に、日本がそれと真っ向から対立する円安誘導を持ち出しても、各国から合意を得られる可能性は小さい。クルーグマンのように、「ドル安を演出した方が、ECBや日銀へのショック療法になる」と言った意見がある中では無理だ。何よりも、大きな減少傾向の中にあると言っても、当時のアメリカとは逆に日本は経常収支の黒字国である。

日本が国際的な円安合意を持ち出して認められる環境は、

- a) 日本が可能と思慮される政策を出し尽くし
- b) それでも日本経済の崩壊が進んで、その崩壊が世界経済全体の脅威となり
- c) 世界各国が国内政治面で国民を納得できたとき

と考えるのが自然である。今の状態で日本が「円安合意」を持ち出しても、世界の主要国政府からも、学者の間からも支持は出てこないだろう。過去の経緯を辿ると森首相が訪米した折には米政府内部でも「日本に円安を許容するか」の議論はあった形跡がある。事実まだ経済のVシェープ回復が予想されていた頃だから、アメリカもそれを議論する余裕があった。

しかし、現在はその議論はほぼ政治的には消えたと考えるのが自然である。アメリカが自然体で許す円安の範囲は130円だろう。それを超えれば世論は「ドル安待望」に大きく振れる可能性がある。その場合には、ドル安に振り子が大きく振れる可能性が大きく、むしろ激しい円高が生ずるだろう。（筆者などは自然体で考えれば、「円安論議」はむしろ対ドルではなく、対中国元などに対して考えるべきではないかとの意見だが、この問題は今はここでは扱わない）



一方、120円台の前半や125円をやや上回る範囲なら、円高に振れてもその振れは小さいと思慮される。今の状況である。従って当面のドル・円相場の展開は、むしろ目新しく、かつ目立って出てきたアメリカでの「ドル高修正論議」の行方を眺めながらドルにはしばしばドル安・円高圧力がかかる場面があるものの、相場の大枠としてはドル強基調は変わらないと思慮する。

今週の主な予定は次の通り。

8月6日(月)	6月景気動向指数
8月7日(火)	6月全世帯家計調査 臨時国会召集 米4 - 6月労働生産性 米6月消費者信用残高
8月8日(水)	7月卸売物価・マネーサプライ 米6月卸売在庫 ベージュブック
8月9日(木)	6月機械受注 米7月輸出入物価 米6月シカゴ連銀指数
8月10日(金)	7月景気ウォッチャー調査 2002年度予算概算要求基準閣議決定 特殊法人の事業別見直し方針を公表(この頃) 自民党、両院議員総会で小泉総裁を再選 米7月生産者物価 米7月小売売上

### 《 have a nice week 》

夏休みで多くの人が東京を離れる期間と思いきや、週末の道路はどこに行っても混んでいた。日曜日の夜など、深夜1時過ぎても工事と非常に多くの車であちこち渋滞。これが解消するには、あと一週間はかかりそう。最近わくわくするニュースとしては、ミノルタが発表した「電子ペーパー」ですかね。早く実物を見てみたい。

最近見た映画では、「千と千尋の神隠し」(<http://www.toho.co.jp/sentochihiro/index2.html>)が良かった。久しぶりに、日本映画が良いと思いました。川の神様が汚れきって温泉に来て、いろいろなものをはき出して綺麗になって帰っていくシーンなどは、なかなか良くできていた。

カオナシと坊が良い味を出していますな。得体の知れないカオナシを、よく考えつい

たものだと思います。宮崎さんは、ああいう話を使って現代に警告するのがうまい。金に踊らされことの哀れさ。しかし現実の経済では、ああいう汚濁を飲み込む力も経済の一つの活力と見なされている。成長を至上命題にすればそうなる。そのバランスをどう取るかでしょう。

今週あたりは夏休みの人が多いのでしょうか。このニュースも来週は休みます。皆様には、良い夏をお迎え下さい。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤（ 03-5410-7657 E-mail ycaster@gol.com ）が作成したものです。許可なき複製、転送、引用はご遠慮下さい。また内容は表記日時に作成された当面の分析・見通しで一つの見方を示したものであり、売買を推奨するものではありません。最終的な判断は、御自身で下されますようお願い申し上げます》