

Contents*

特集：円高になる理由	1p
<今週のThe Economistから>	
"How real is the new economy" 「ニューエコノミー論の真贋」	5p
<From the Editor> 小渕政権の一年	6p

*

特集：円高になる理由

円高が進んでいる。これに対する政府・日銀の態度は実に鮮明で、「Pre-matureな円高は景気に悪影響を与える」。ゆえに市場介入だ、となる。とはいえ、過去のプラザ合議以降の円高介入の歴史は失敗の連続であった。そもそも為替への介入という行為自体が、さまざまな理由で問題ぶくみであることを忘れてはならない。あるべき為替レートについて、政府の方が市場よりも正しい判断ができると考えるのは大きな間違いだし、動かせる資金の量も政府には限りがある。ゆえに介入は、失敗するべくして失敗するということもできる。

実際、当初は効果を上げていた日銀介入も、回数が増えるに連れて、だんだん効果が怪しくなってきた。当初は120円が防衛ラインであったが、今週は110円台で推移している。なぜ市場は円高に向かうのか。その理由を考察する。

効かなくなった介入

最近行われた介入は以下の通りである。

6月10日：99年1 - 3月期Q E が予想外の高成長だったことを受けて介入を実施。

一時117円台に至るも戻す。

6月14日：なおも117円台になったところへ介入し、一気に120円台へ。

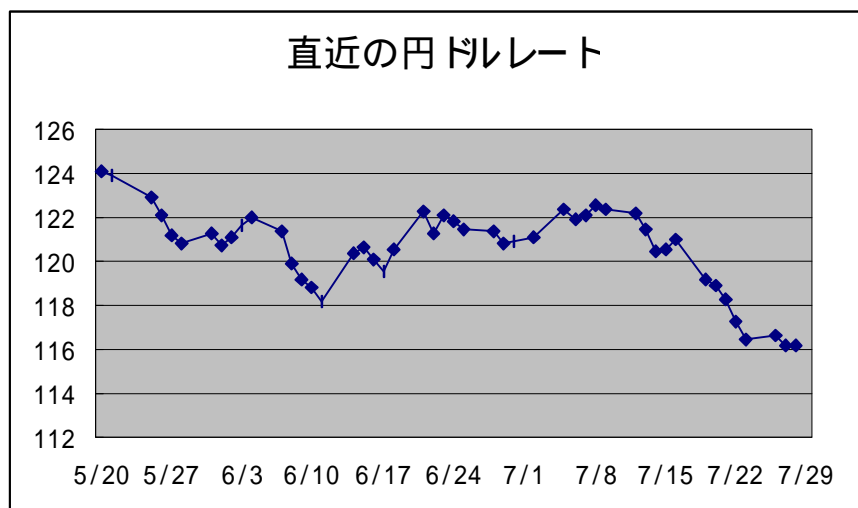
6月18日：再び120円割れに対してユーロ市場で委託介入を実施。

6月21日：120円60銭から122円ちょうどへ。

7月 5日：121円20銭から122円10銭へ。

7月15日：120円25銭変わらず。

7月20日：118円変わらず。



こうしてみると、介入がじょじょに効かなくなっていることに気がつく。かくして衆寡敵せず、為替レートは円高に向かいつつある。これを執筆中の7月30日現在は115円10銭前後で推移している。

うらおもて為替予測

為替予測というものはめったに当たらない。民間シンクタンクが「 $\times \times$ 円から $\times \times$ 円の間」などというレンジで予測していても、軽く最大値や最小値を超えてしまうことがめずらしくない。これだけ予測が外れるのはいろいろな理由がある。

まず円は世界第2位の経済大国の通貨にしては、あまりにもボラティリティが高い。プラザ合意後のドル円レートは、あっと驚く変化の連続である。とくに政治主導の転換が少なくないのがドル円レートの特色といえようか。

予測する側の問題もありそうだ。銀行の調査部やシンクタンクは、つつい看板に負けて堅実な数字を出してしまいがちだ。で、結果としてはずれてしまう。例外的なのは、住友基礎研究所の伊藤洋一主任研究員で、99年の円ドルレートを「85円から140円」と思い切り広げて予測している。伊藤さんは実際に為替のディーリングをしていた人なので、この辺は非常に実践的な感覚といえそうだが、普通のエコノミストにはできない荒業である。だが、リアリティのある予測レンジであるように筆者には思える。¹

さて、為替予測にはいろいろな手法がある。以下、「円高」「円安」どちらかに向かう

¹ 住信為替ニュース第1474号(1998年12月21日)

理由をできる限り挙げてみよう。

円高になる理由

- ・購買力平価：為替レートを長期的に決めるのは購買力平価である。円の購買力は、ドルに対してゆっくりと上昇し続けている。その意味では円高が妥当。ただし農産物など、1ドル200円程度の財・サービスがあるのも周知の事実である。
- ・対外収支：経常黒字国である日本と、経常赤字国である米国の間では、円高ドル安になるのが自然の流れである。ことに今年の米国の貿易赤字は史上最大規模となっている。フローではなくストックで見た場合も、「世界最大の債権国日本と最大の債務国米国」という対比となり、円高が妥当だといえる。
- ・ユーロの登場：世界の外貨準備のドル離れが進行するので、ドル安要因となる。その一方、ECBやユーロ参加11カ国は、外貨準備をユーロ以外に求めるので、差し引き大きな変化は生じないという読みも成立する。
- ・日本企業の資産リストラ：邦銀などが、自己資本強化のために海外資産を売却する動きが急である。これらはドル売り円買いとなるので円高要因となる。

円安になる理由

- ・景気：不況の日本と好況の米国、という比較から考えると、円安ドル高になるのがごく自然な動きといえる。もし日本の景気回復が本物なら、軌道修正の必要がある。
- ・財政収支：財政赤字の日本vs黒字の米国、という対比で見れば円安ドル高。ただし財政赤字が本当に危険な水準になったときには、円金利上昇 円高になる可能性も。
- ・調整インフレ論：もしも日銀が量的緩和に踏み切るようなことがあれば、当然のことながら円安になるはずである。
- ・郵貯2000年問題：1990年前後、高利回りの郵貯10年ものに流れ込んだ資金は、一説によれば70兆円を超えるという。これがまもなく満期となって市中に流出する。複利で増大した資金は、かなりの部分が対外投資に向かうだろう。これは円安要因。

どちらにもなる理由

- ・実質金利差：「日本はゼロ金利だから円安」と考えるのが普通だろうが、「日本はゼロ金利でも、デフレ気味で実質金利が高いので円高」、あるいは「ゼロ金利の円を調達して、対ドル投資が増えるので円高」という推論も成り立つ。短期的に見れば、「ゼロ金利政策が続きそうな日本vs利上げが近そうな米国」となって円安要因か。
- ・大統領選挙：「強いドルは国益」だし、選挙が近づいた頃に利下げの余地を作るために

今はドル高が望ましい。その一方、自動車ロビーなど製造業はドルが強くなることを望んでいないので、クリントン政権としては痛しかゆしといったところ。

こうしてみると、「理論の円高、気分の円安」といったフレーズが浮かんでくる。「こんなに経済の脆弱な国の通貨が強くなるはずがない」という感覚は、誰もが共有するところだろう。しかし現実には、日米の貿易不均衡が恒常的な円買いドル売りを生み出し、資産リストラなど実需のドル売りがあり、日米の金利差が縮小する気配があるとなったら、市場の流れは一方的にならざるを得ない。

サマーズ新長官の憂鬱

しかし今の円高ドル安の流れの根幹にあるのは、ドルへの不安であると筆者はかねがね思っている。以下は当通信vol.18(6月11日)の繰り返しになるが、

米国は国内消費の過熱により、99年の経常赤字は3000億ドル規模に膨らむ見込み。

その分を資本収支黒字でうめなければならないが、97年をピークに米国への民間資本流入が減少に転じている。

このミスマッチは、いずれ為替レートで調整されることになるはず。

ということになる。

新しく財務長官に就任したサマーズ氏は、7月8日のインタビューで「優先する政策課題は、累積する貿易赤字の縮小や個人貯蓄の引き上げ」と語ったという。つまり上記のシナリオを警戒していると解釈することができる。そのためには、過熱気味の米国経済をソフトランディングさせ、輸出を伸ばすことが重要になる。株価も多少は調整してくれた方がいい、と思っているかもしれない。いずれにせよ、景気が強すぎる今の米国で、しかも議会では減税による財政黒字の還元が討議されているという中で、非常に困難な仕事に立ち向かわなければならないのである。

サマーズ長官は日本の大規模な為替介入に批判的である。米国では、為替介入に資金を使うと、あとで議会に対して説明しなければならない。ルービン長官の時代から、財務省が介入に消極的なのはそういう背景がある。対照的に日本の場合は、為替介入はほぼノーチェックで行われ、必要な資金は大蔵省が短期政府証券を日銀に引き受けさせて調達している。円売りドル買いによって残ったドルは、外貨準備として積みあがっている(2230億ドル/99年4月)。この間に発生した為替差損は莫大な規模に達するはずだが、いまのところ世間の糾弾を浴びたことはない

日本がなすべきは為替介入ではなく、内需主導の景気回復であることは間違いないだろう。サマーズ氏が2月に東京で講演したように、「世界経済はただ一つのエンジン(米国経済)で飛び続けることはできない」からだ。米国経済をソフトランディングさせつつ、日欧の景気を回復させるという、微妙なマクロ経済調整が必要なのである。さもなくば、相当なドル

安局面がありうると思えるべきだろう。もちろん、伊藤洋一氏が予測するように、「85円」までいくかどうかは別問題だが。

<今週の“The Economist”から>

“How real is the new economy”

July 24th “Cover story”

「ニューエコノミー論の真贋」

***ハイテク革命で米国経済は進化した。だが、本当に生産性が向上したのか。ニューエコノミー懐疑派の“The Economist”誌はどう評するのか。**

<要約>

最近の米国経済はあまりにもすばらしく、これを説明するには何か大きなアイデアが必要であるように思える。「ニューエコノミー論」こそ、それにぴったり。最近では信奉者も増え、まっとうな論者がインターネットの成長やE-ビジネスの拡大を語るようになった。あいかわらずSFじみた手合いも少なくはないけれども。

先走った人たちは、内燃機関の発明や電力の登場を引き合いに出す。だから米国では生産性が伸び、失業が消え、インフレが死んだと。遠い未来はそのとおりかもしれない。だが知的な議論をするには証拠がなさ過ぎる。問題なのは、今の米国経済に何が起きているかだ。

最近のコンセンサスはこんな感じだ。ITは米国のビジネスを変えている。これが新しい機会を生み、企業のコストを下げている。ゆえにウォール街は天井知らずであり、インフレのリスクなしに経済は成長を続けている。現状が何よりの証拠、というわけだ。

だがそれほどクリアカットな話でもない。特に悩ましいのは生産性の統計である。たしかに伸びてはいるが、95年以降の伸びの100%以上は、経済のわずか1%を占めるコンピュータ製造部門から来ていることが分かっている。たしかにサービス業の生産性を計ることは至難だが、非コンピュータ製造業の生産性がマイナスとは解せないではないか。

IT革命はたしかに全米に浸透している。雇用は失われる一方で創造されている。生産性の数字が真実なら、こうした創造的破壊の進展をどう説明できるのか。ひとつの可能性は、企業が厳しい競争の中にあっても、フルに産出を伸ばすに至っていないケースである。おそらくはIT革命は、内燃機関や電気のような重要性に比肩する段階には、まだ到達していないのではないだろうか。

現状を説明するには、かならずしも大きなアイデアを必要としない。強いドル、安い一次商品価格、ウォール街の強さ、米国以外の不況、労働コストの低下圧力、といった小さな古いアイデアの寄せ集めで十分に可能である。そしてなおかつ、米国経済の成功はたいしたものだといえるのである。

IT革命はことによると、熱狂的な予言をすべて成就させるかもしれない。人類は、19

世紀後半や今世紀半ばのような偉大な跳躍の瞬間にあるのかもしれない。生産性の伸びもいずれ経済全体に行き渡るだろう。ただし本当かどうかはまだわからない。ケインズいわく「事が明瞭でないとき、私は心を広くもつ。いかがですか？」

<From the Editor >

小淵政権が発足してから7月29日でちょうど1年たちました。「軍人、凡人、変人」による三つ巴の自民党総裁選を、「さめたピザ」こと小淵さんが制したときには、「自民党には反省もなければ知恵もない」と正直あきれた思いがしたものです。新聞各紙もそろってこきおろしていましたが、1年後の今になると小淵政権の意外なしたたかさに舌を巻き、社説で軌道修正を行っているようです。

いろいろな評価が出ている中で、「Voice」8月号、岡崎久彦氏による「小淵外交に失点なし」というコラムに感心しました。この1年の日本外交は、対米関係を修復し、対韓関係を劇的に改善し、対中関係で向こうのペースに乗らず、対ASEANでは支援策が評価されているわけですから、これは至当な評価であると思います。岡崎大使が偉いのは、いつもいつもけなしてばかりの「評論家」と違い、誉めるべきときは誉めるというintellectual honestyの態度です。小淵さんを誉めるというのは、とても勇気がいったことだろうと推察します。

ただし小淵外交は、現時点ですでに成果を上げているというわけではかならずもなく、ちょうど1年後の沖縄サミットがその集大成ということになりそうです。対外的にも対内的にも、沖縄サミットが持つ重要性は誰の目にも明らかでしょう。

小淵政権が今国会で実現を目指している「国旗・国歌法案」は、沖縄での日の丸焼きうち事件再発防止への布石であり、「通信傍受法案」はサミット粉碎を目指す中核派への対策であるといわれています。昨年秋の小淵政権は、「景気回復のためなら何でもやる」という強い姿勢で金融2法や恒久的減税、大型景気対策を決めましたが、現在は「沖縄サミット成功のためなら何でもやる」という覚悟なのでしょう。

ただし沖縄サミットに幾多の課題があることは否めません。米国大使館筋によれば、沖縄県内にはクリントン政権ご一行を運ぶ数のリムジンさえないそうで、いよいよとなれば軍用ヘリやジープを動員するかという話も出ているとか。ロジスティックはいうに及ばず、ほかにもいろいろな問題が起こりうるでしょう。

沖縄サミットまでちょうどあと1年。小淵政権の2年目が問われます。

編集者敬白

-
- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記あてにお願いします。

日商岩井株式会社 業務部 吉崎達彦 TEL: (03)3588-3105 FAX: (03)3588-4832

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp