

Contents*

特集：続・円高になる理由 1p

<今週のThe Economistから>

"South Korea's alarming recovery" 「韓国の警戒すべき回復」 5p

<From the Editor> Give war a chance. 6p

*

特集：続・円高になる理由

日本経済に対する強気な見方が増え始めた。クリントン大統領は「日本経済を楽観している」と表明したし、IMFは、日本の99暦年の成長率見通しを、-1.4%から上方修正してプラス0.2%とした。どうも外国人の方が日本人より強気な見通しをしているようだ。論より証拠、今年上半期に外国人投資家は日本株を4.8兆円も買っている。これは新記録樹立が確実な勢いで、過去には91年通年で5.6兆円が最高である。

しかし先行きの不安感は消えない。さし当たっての懸念は円高である。今週も円高が止まらず、株価が大きく下げた。先週に引き続き、為替レートを考えてみる。

98年夏の異常な出来事

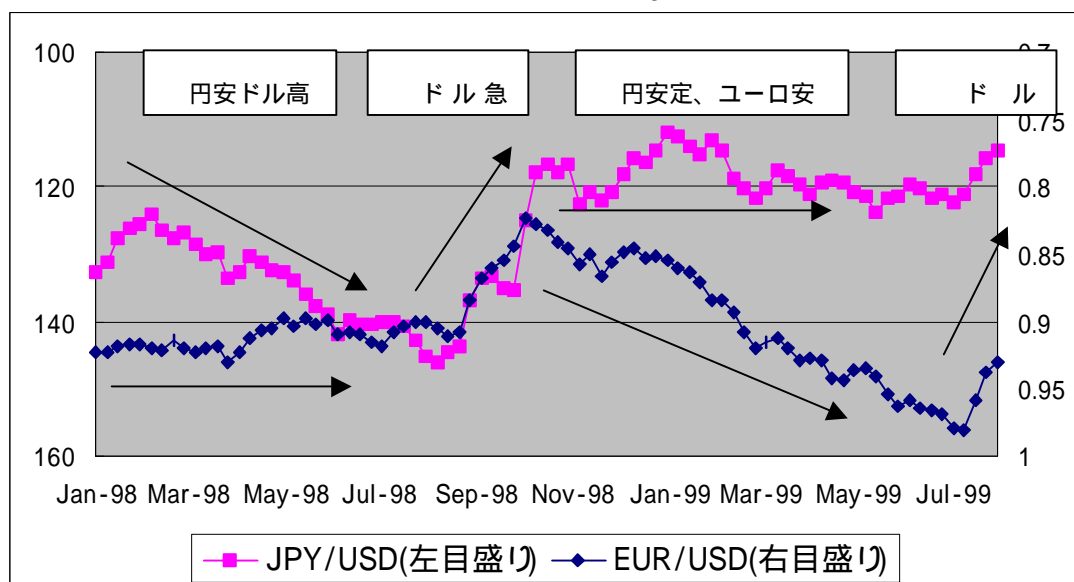
最近の為替レートの動きをいくつかの時期に区切って振り返ってみよう。

98年前半までの為替レートは、「弱い日本経済と強い米国経済」というファンダメンタルズをそのまま反映していた。ずるずると円安が続き、このままでは150円までいくかもしれない、と危惧された5月には、実に3年ぶりで日米協調介入が行われた。このご恩は高くついた。その後、サマーズ財務副長官(当時)が訪日し、日本の景気対策、金融不安対策などの不備を叱りつけ、「まるでマッカーサー」とあだなされたことは有名である。

為替市場で異常な動きが始まったのは夏からである。発火点となったのはロシア。ルーブルの切り下げを契機に、ロシア国債を買いまくっていた米系ヘッジファンドの経営が悪化。9月にはLTCMの経営が破綻し、グローバル・キャピタリズムの意外な脆弱性が誰の目

にも明らかになった。危機は中南米にも飛び火し、エマージング市場全体に広がった。この時期、ドルは対円、対欧州通貨で大きく下落した。

ドルの対円、対ユーロレート (PACIFIC Exchange Rate Service)



98年末から円ドルレートは小康状態に入る。1月には日本の国債市場で波乱が生じ、長期金利が2%を超えたために円高が進んだ局面があったが、2月に日銀が短期金利をゼロにしたこともあって一服した。円ドルレートは半年近く、1ドル120円前後で安定的に推移した。120円を超えて円高が進みそうになると、金融当局がすかさず介入を実施しこれがめずらしいほどよく成功した。この間、1月から新通貨ユーロが誕生したが、欧州景気の悪さやコソボ問題によって、「1ドル=1ユーロ」に向かってゆっくりと下落した。

そして現在。7月に入った頃から、ドルが対円、対ユーロに対してじょじょに下落始めた。それとともに、政府による介入も効果が表れなくなっている。さて、この現象をどう考えればいいのか。

今度はドルの独歩安？

4つの時期に分けてドル 円、ドル ユーロのレートをグラフにしてみると、以下のよう
に整理することができる。

- | | |
|---------------|---------------|
| 円安ドル高、ユーロは安定 | 円の独歩安 |
| 円高ドル安、ユーロ高ドル安 | ドルの独歩安 |
| 円は安定、ユーロ安ドル高 | ユーロの独歩安 |
| 円高ドル安、ユーロ高ドル安 | <u>ドルの独歩安</u> |

さて、 の時期とは、日本の金融当局が円高を止めようとたびたび介入を行い、120円をめぐる攻防が行われた時期である。この時期の介入は非常に効果があった。それが7月頃から効かなくなってくる。ユーロが対ドルで反転し、ドルの独歩安の様相を呈し始めたからだ。ドルが対円でも対ユーロでも売られているのなら、政府・日銀がいくらがんばっても、全世界のマーケットを敵に回すようなもの。いわば介入は、円高を止めることはできても、ドル安を止めるだけの力はない。今後の為替レートは、 の時期と同じように、しばらくは円高、ユーロ高、ドル安の展開が続くのではないだろうか。

なぜドル安が生じているのか。 の時期、つまり昨年秋には、短期間に大幅なドル安が生じた。その理由としては、「ヘッジファンドによるキャリートレードの解消売り」「中南米市場の混乱による米国経済への波及懸念」「欧州通貨統合への期待感と、日本の金融不安解消への期待感」などの理由があった。

今年の場合、ヘッジファンドの動きは低迷していると伝えられているし、ブラジル発の経済危機の可能性も一時期に比べて低下した。ドル安の理由は、何より日欧の景気回復と米国のインフレ懸念という最近の動きにありそうだ

コソボ紛争の時期には悲観一色だった欧州経済は、このところ急速に改善の兆しが見えてきた。日本経済に対しても強気な見方が生じている。反対に米国経済には、景気過熱からインフレ懸念が生じている。8月のFOMCではおそらく利上げが実施されることになろう。今年後半にかけて、「日欧景気の回復と米国経済の減速」が進む可能性が高い。為替市場は、こうした潮目の変化を示しているように思える。

限界にきた米国の経常赤字

もう少し大きな視点から考えると、ドルの根本的な不安に市場が注目しているとも見える。

とくに米国の経常赤字が記録的な規模に拡大している点に注意が必要だ。経常赤字は、97年は1434億ドル、98年は2205億ドル、そして99年は3500億ドル程度に達する見通しである。米国の対外債務は98年末で1兆5375億ドルに達しているが、来世紀早々にも2兆ドルに達することになる。これに伴う金利・配当支払いはすでに年間1000億ドルにも達している。財やサービスの輸出で1000億ドルを稼ぐことはたいへんなことである。いいかえれば、米国経済の借金体質は、かなり構造的なものになってしまったといえる。

「米国の経常赤字は気にすることはない」という意見は、エコノミストの間でも少なくない。

たとえば「基軸通貨国の米国は、ドル紙幣を刷れば借金の返済には困らない」といった意見がある。つまりインフレを起こせばいつでもチャラにできる、という考え方である。ごもっともではあるが、ドル資産を世界で一番たくさん持っているのはアメリカ人自身。

インフレの最大の被害者になるのはアメリカ人であり、賢明な方策でないことは明らかである。

「海外からの借金が増えても、それが米国の成長分野に投資されるから構わない」という説も有力だ。たしかに、借金が増える以上の速さで米国経済が成長するなら、思い悩む必要はない。しかし海外からの資本流入が、単なる消費に向かっているとしたらどうだろう。ハドソン研究所のアーネスト・プレッグ研究員は、「貿易赤字の80%は個人消費の増加に向かい、20%だけが投資に向かっている」と結論している。¹ということは、米国の赤字は将来性がある借金というより、返す当てのない借金と考えた方が良さそうだ。

景気への影響は？

さしあたって、今後はどうなるのか。ドル安が米国にもたらすのは、海外からの資金流入の減少 米国債の下落 長期金利の上昇 株価の調整 消費の減速 成長率の鈍化、というサイクルになろう。ゆっくりと進むようなら、むしろ景気のソフトランディングを可能にしてくれる。現状のNY株価がバブルであることは、ほぼコンセンサスに近い状態になっているので、利上げをせずにダウ平均が1万ドル前後まで調整してくれれば、FRBにとっては悪い話ではないはず。

なにしろ米国経済には、財政黒字という強い武器がある いつでも減税による景気刺激策が切り札として残されているのである。すでに議会上下院は減税法案を可決している。ただしクリントン政権は、現時点での大規模な減税はむしろ景気過熱を招く可能性が高いと判断し、拒否権を行使する構えである。

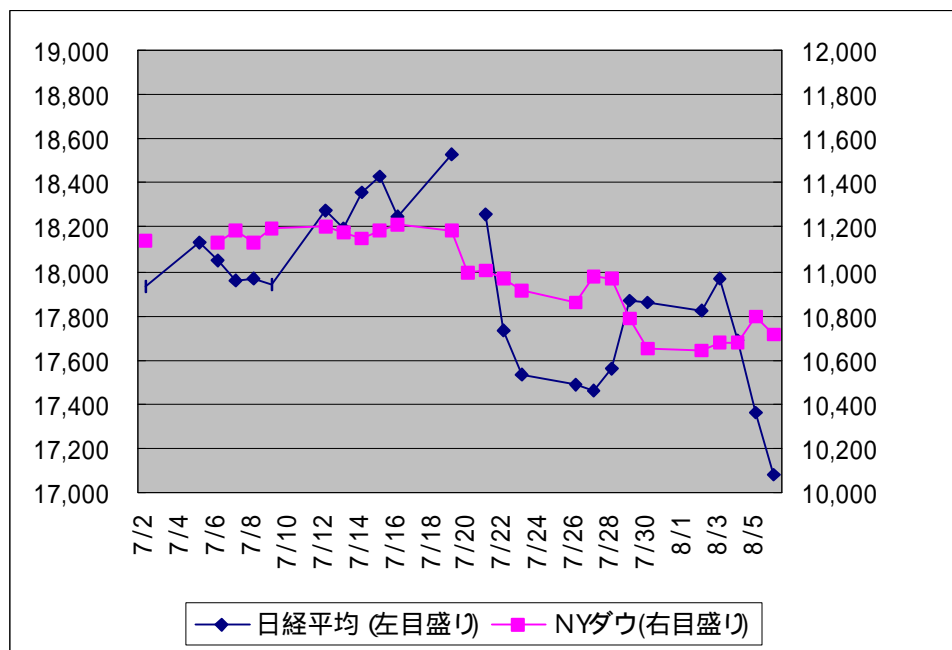
代わりに8月4日、米財務省は財政黒字を使った米国債買い戻し案を公表した。2000年春にも入札方法で実施する見込みで、同時に今年11月の30年もの国債の入札を取りやめる。要は家計にゆとりができたから、過去のローンを繰り上げ償還するのと同じ理屈である。なかなか巧妙な作戦であり、昔の高金利国債を減らせば、全体の政府債務(約3.6兆ドル)を効果的に縮小できる、債券価格の上昇によって長期金利を低下させる効果がある、議会共和党の動きを牽制できる、という一石何鳥もの効果がある。

話を戻せば、去年の秋のような急激な下落があるのならともかく、米国の金融当局としてはゆるやかなドル安は放置するのではないが「強いドルは米国の利益」という建前はともかくとして、ドルが対円、対ユーロともに下落している現状では、介入したところで効果は期待しがたい。市場では「日米協調介入による円高ドル安阻止」が噂されているが、おそらくないと見た方がいい。日本政府の単独介入はあるかもしれないが、その効果は限定的にとどまるだろう。

¹ "The deficit trap" --Financial Times 8月4日号

一方、日本経済にとって円高の進行はかなりシリアスな響きがある。実際、先週1週間で日経平均は1000円近く下げている。過去にも93年夏、95年春に急激な円高の進行が、景気回復の兆しを掴み取ってしまった苦い経験がある。

下落した日米の株価



しかし当時に比べれば、今回の円高はそれほど極端な水準ではないし、日本企業のグローバル化も進んでいる。110円程度の水準であれば年初にも体験したばかりであり、なんとか吸収できるのではないだろうか。その意味では、株価はやや過剰反応しているように思える。

本当の意味で**日本の景気が回復するのであれば、金利の上昇や円高はいずれ避けられない**とである。「何がなんでも円高は止めてみせる」といった介入主義は、効果的でないばかりか現実的でもない。ある程度の円高の進行を想定しつつ、日本経済の構造改革や企業のリストラを構想すべきであろう。

<今週の“The Economist”から>

“South Korea's alarming recovery” July 31st “Finance and economics”

「韓国の警戒すべき回復」(p61-62)

* IMFの優等生こと韓国の回復が目覚ましい。アジア危機発生から年、回復の先頭をひた走るかに見える韓国経済だが、ちょっと待て。“The Economist”誌いわく……。

<要約>

7月19日、韓国第2位の財閥、大宇が増資を宣言したことでパニックが生じた。金利が上昇し、株価は15%近く下げた。経済再生を喧伝している韓国だが、危機は去っていない。大宇は混乱している。金会長は私財10億ドルを担保として差し出すことで、投資家の信頼を回復できると踏んでいた。だが事ここに至っては致し方なく、政府は7月27日、リストラ計画を銀行に委ねることを認めた。

韓国経済の回復が幻想だと見る論者にとっては、格好の例といえる。他の財閥でもリストラ計画は失望に終わるだろう、と彼らは指摘する。驚くべきことに、韓国人自身もこうした見方に同調する。ゴルフクラブの営業マンは、商売は97年以前の盛況に戻っているが、顧客は金持ちだけだという。新聞にはミドルクラス受難の物語が満載されている。6.2%の失業率は、少しマシになったとはいえ危機前の3倍の水準だ。国民の多くにとって、今年は6~7%成長という政府見通しはおとぎ話に聞こえている。

数字の裏付けもある。昨年の韓国はウォン安を生かし、造船、DRAMなど5品目の輸出で世界最大となった。おかげで経常収支はGDP比で1.5%(97年)から+12.6%(98年)まで改善した。だが今年はウォン高で輸出が減っている。幸い外貨準備は600億ドルまで回復し、今月にはIMFへの返済が始まるというが。

去年は高金利と貸し渋りが産業を直撃した。政府は金融機関に470億ドルを資金注入し、中央銀行は16%だった金利を5%以下に下げた。二桁金利に慣れていた韓国人にとってこの効果は大きく、株価はドルベースで1月から70%も上げた。消費は回復し、企業の投資も好調だ。この国の真の問題は、財閥の過剰設備にあるのだが。

実際、財閥の構造改革は遅れ始めている。証券市場は活況を呈しているが、経営権にこだわる財閥のオーナーは十分な資本を集められないでいる。株を発行しないことには、グループを建て直すことは難しいのだが。

政府はリストラの重要性を理解しているようだ。大宇のリストラを債権者に委ねたし、金融機関の建て直しや新しい規制ルールも整備した。コーポレート・ガバナンスの要件も強化した。この調子でいけば、財閥の抵抗はあるだろうが、目下の回復をより持続可能なものにすることができるだろう。

<From the Editor>

『フォーリン・アフェアーズ』の7-8月号で、"Give war a chance"というとても面白い論文が掲載されています。²いうまでもなく、ジョン・レノンの名曲、"Give peace a chance"

² 同論文の邦訳は、『論座』9月号のp123-で読むことができる。ただし邦題は「紛争不介入の奨め」とやわらかくつけられている。

にひっかけたタイトルです。筆者などは、『いちご白書』という映画の最終局面で、学生たちがこの歌を合唱するシーンをよく覚えています。

この論文で、C S I SのEdward Luttwakという研究員は、「平和に出番を」ではなく、「戦争に出番を」と指摘しています。戦争には実はいい面もある。少なくとも勝ち負けがはっきりして、敗者は勝者に従うようになる。ところが最近、紛争が始まるとすぐに超大国や国際機関が介入して、中途半端な平和を作ってしまう。結果として次の紛争のきっかけを作ってしまう。だったら下手に介入するのは考えものだ。火事は消すよりも燃え尽くさせた方が早いという理屈です。

国際紛争に対するアプローチとして、かなり大胆な提案を行っているわけですが、「戦争は止めない方がいい」という議論が相当な反発を呼ぶであろうことは間違いありません。今週のThe Economist誌も、さっそく"Other people's wars"（対岸の戦争）と題する反論記事を掲載しています。

賛否はさておくとして、こういう自由な発想ができるアメリカという国は、たいしたものだと思います。毎年、8月のこの時期になると、日本のマスコミは広島、長崎、終戦記念日というお決まりの年中行事を繰り返します。たしかに戦争体験を風化させてはいけないうわけで、年中行事を否定するものではないのですが、正直いって辟易することもしばしばです。

戦争を語り伝えるというのであれば、半世紀前の「あの戦争」ばかりではなく、現代に至るあらゆる戦争について思考をめぐらせる必要があるはず。ところが8月になると、マスコミ（とくにNHK）は「平和を祈ればこの世から戦争がなくなる」的な主張で一杯になります。こういう思考停止ぶりが、テポドンには過剰反応し、コソボには無関心という、日本人のずれた戦争意識を涵養しているのではないかと疑ってしまいます。

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 業務部調査チーム 吉崎達彦 TEL: (03)3588-3105 FAX: (03)3588-4832

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