

Contents

特集：日本銀行の決断	1p
<今週のThe Economistから>	
“The revolutionary spirit” 「革命的精神」	6p
<From the Editor> 「円高は善である」	7p

特集：日本銀行の決断

「日本銀行は、9月21日の金融政策決定会合でさらなる金融緩和措置（量的緩和）に踏み切るだろう」 今週初めの時点では、これがマーケットのコンセンサスだったようだ。現下の円高を止めるためにはほかに方策はない。外圧と政治に弱い日銀は、すでに外堀を埋められたも同然という見方が強かった。結果としてこの読みは外れ、日銀は金融緩和を見送った。その結果、翌22日の為替市場は円高方向に進み、23日現在の株価も下げている。週末のG7会合を控え、大蔵省との意思疎通の悪さを印象づけたことも否めない。

ゆえに今回の日本銀行の決断は評判が悪い日経新聞は読みが外れたことも手伝ってか、「市場の期待肩透かし」「危うさはらむ当局の溝」（9月22日朝刊）と不満を隠さない。

しかしいろんな意味で、今回の判断は正しかったと筆者は考えている。円高を過度に恐れることは間違っているし、さらに大きな間違いを招きかねないからだ。

日本側の事情：市場介入はなぜ失敗するのか

円高騒動は過去に何度も行われてきた。そのわりに誤解が多く、為替介入のメカニズムにしても意外なほど知られていない

介入の是非は大蔵省国際局為替資金課が決定し、日本銀行国際局が実行に当たる。たとえば10億ドルの「円売りドル買い介入」であれば、まず日銀がさまざまな方法で10億ドル分のドルを市場で購入する。買い入れたドルは、外貨準備として積み上げる。市中に流出した10億ドル分の円は、日銀が国債の売りオペなどで回収する。金融政策に対する中立を守るため、これを怠るとそれだけ国内でインフレが生じることになる。これを不胎化政策といい、世界の中央銀行の間では常識となっている。

さて、外貨準備は月末ごとに発表される。これを見ると、6月末から7月末にかけて約150億ドルも増えている。(2463.8億ドル 2606.9億ドル)わずか1ヶ月で1兆5000億円もの出費が、ほぼノーチェックで行われたわけである。いつ、どれだけの規模で介入を実施したかなどは一切公表されない。大蔵省・日銀は「国益にかかわるから」と理由づけている。

為替介入の原資は、大蔵省が政府短期証券 (Financing Bills) を発行し、日銀に引き受けさせて調達している。F Bは公定歩合を下回る利率で発行されるので、通常はこれを転売しようとしても売れない。要は「中央銀行による国債引受」に限りなく近い不健全な構造で、大蔵省にとってはある意味、「打ち出の小槌」である。もっとも現在はゼロ金利政策のおかげで、F Bは短期の資金運用手段としてよく売れているようだ。

こうしたカラクリに思いを致せば、市場介入という行為がいかに費用対効果が低いが分かるだろう。介入に関する構造的な問題点は少なくない。

介入は一過性の行為であり、使ったお金は外貨準備という形で寝てしまう(外貨決済に困らない日本が、2600億ドルもの外貨準備を積み上げておく必要があるかどうか疑問)。

先々円高になる局面で外貨準備を増やせば、みすみす為替差損を作って国に損が出る。透明性がゼロ。介入が失敗しても担当者は責任を問われない。

介入の効果があるかどうかは、やってみないと分からない。というより、過去に介入が成功したことはめったにない。

今年6月まではめずらしく介入が成功し、大蔵省高官からは「120円を死守する」などという威勢のいい声もあったようだ。榊原財務官の引退を飾る「花道介入」などという造語まであった。それが効かなくなり、110円を割りこんでも円高の勢いは止まらない。

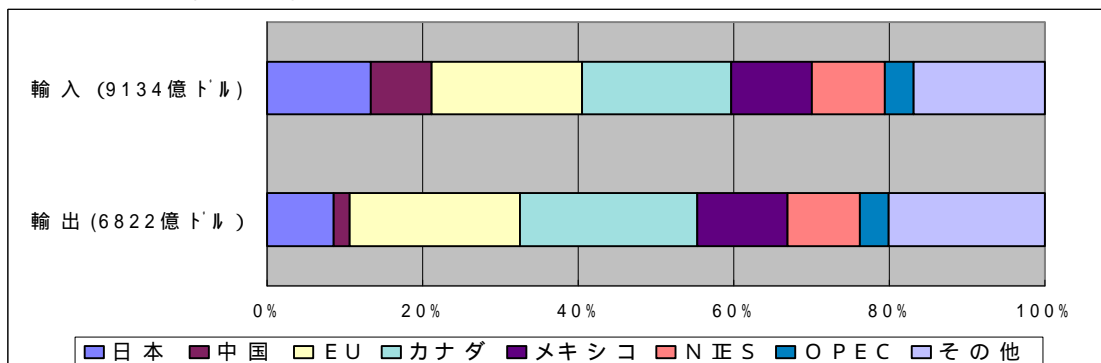
ここから先の連想はこうなる。介入は効果がない 協調介入なら効果があるだろう 米国に介入を頼むしかない 日本として手土産が必要になる 大型補正予算(財政政策)か量的緩和(金融政策)をやるしかない 大蔵省は大型補正には反対、米側も日本の金利低下を望んでいる。ここは力関係からいって、日銀が折れて量的緩和をやるだろう……。これが21日以前のマーケットの読みだった。

米国側の事情：ドル安回避は必要なし

しかしこれはかなり自分勝手な読みである。だいたい米国側の事情を考えれば、協調介入で日本に付き合う理由がほとんど見当たらない。

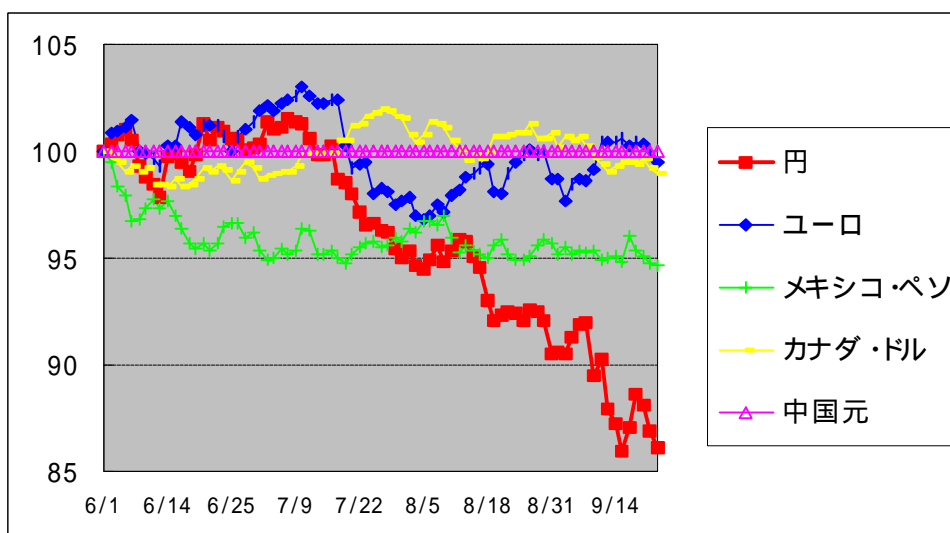
まず貿易構造だけ考えれば、米国にとって円はかならずしもメジャーな通貨ではない 次ページの図にある通り、日本が占める比率は輸入で13.4%、輸出で8.5%に過ぎない。たしかにユーロやカナダドルに対して米ドルが安くなるようだと、輸入インフレの恐れが出てくる。しかし円に対してドルが安くなっても、せいぜい日本製自動車の値段が上がるくらいで、米国側はあまり困らない。むしろ貿易赤字が7月に251億ドルと急増し、大統領選を来年に控えた米国にとっては、円高は大いに結構 ということになるだろう。

米国の貿易構造(1998年)



加えて、**現状で進んでいるのはドルの全面安ではなくて円の独歩高**である。下の図は6月1日時点のレートを100として、各通貨に対するドルの価値を指標化したものである。

過去4ヶ月のドルの対外レート



つまり、**ドルは円以外の通貨に対してはそれほど切り下がってはいない**。とくに対ユーロで持ち直したことが大きい。これでは当局が危機感を持つはずがない。¹

では米国が協調介入につきあって、円高ドル安を是正しようとするのはどういうときか。「ドル安」「国内金利上昇」「株価下落」といったパニックが生じたとき以外には考えにくい。つまり海外からの資本流入が止まった場合だが、米国に入ってくる資金は圧倒的に日本よりは欧州からの方が大きい。やはり気になるのは対ユーロレートの方であろう。

¹ 本誌8月6日号「続・円高になる理由」では、「ドルが対円、対ユーロで切り下がっている」ことを指摘した。このまま進んだら一大事だが、その後ユーロは対ドルで軟化した。逆にドルが円に対してのみ安くなるのなら、米国としてはそれほど困らない。

くすぶり続ける「量的緩和」策

米国側の事情を勘案すると、現下の円高ドル安を問題視する理由がない。仮に金融市場でパニックが生じたところで、米国政府には利下げもできれば減税もできる。米国に協調介入を期待するのは最初から無理と考える方が自然である。

つくづく問題なのは、日本側の円高恐怖症が強すぎて、「円高を止めるためなら何でもする」という発想に陥りやすいことである。プラザ合議後の円高局面で、低金利を続けてバブル経済をもたらしてしまったことをはじめ、過去に何度も繰り返してきた失敗である。

その意味で、「為替相場そのものは金融政策の目的にならない」(日本銀行)というのは正論である。ところが過去においては、この正論が通じなかった。1995年に公定歩合が現状の0.5%にまで下げられたのは、ほとんど円高対策が理由だった。政府やマスコミの集中砲火を浴びて、日銀が背中を押されるようにして利下げに踏み切らされたのが実態である。

今回の量的緩和策についても、調整インフレ論という形で98年から何度も議論がされてきた。その結果、日銀は今年2月にいわゆる「ゼロ金利政策」を開始し、国債引受やインフレ・ターゲティングなどは拒否したわけである。その後はさほど議論にはならなかった。ところが目先の円高が進むと、なし崩し的に「不胎化政策を放棄して資金供給を増やせ」といった主張が力を得てしまった。

量的緩和は将来に悪性インフレを招きかねない劇薬なのだから、これに踏み切るのであれば、よくよくの覚悟を決めておく必要がある。「週末のG7までに決定を」などという状態で決めるべき問題ではない。仮に今回、日銀が量的緩和策に踏み切っていたとしよう。将来、恐れていた事態に陥った場合、またしても無責任体制ということになってしまう。戦前、「バスに乗り遅れるな」で日独伊三国同盟に踏み切ったのと同じ種類の失敗であり、これは日本社会の病理ともいえるべき現象ではあるまいか。

日銀に対するもうひとつの批判は、市場に対するネガティブ・サプライズを与えたことである。勝手な期待を持つのが悪いといえどもそれまでだが、誤解されるような状態を放置していた方にも問題がある。日銀は9月21日、金融政策決定会合の終了と同時に『当面の金融政策運営に関する考え方』を発表し、HP上でも公開した。² 情報公開という観点からは評価できるが、土壇場で急きょ用意した感は否めない。

多数の読みが外れたのは、「日銀は最後になれば、外圧と政治に押し切られる」という先入観があったからだろう。日銀を押し切れなかった政治家や大蔵省、読みを外したマスコミや市場参加者が批判するのは当然で、ある程度割り引いて聞いた方がいい。こういう圧力が金融政策を曲げないように、新日銀法は中央銀行の独立性を保証しているのである。今回、日銀が圧力に屈しなかったことはむしろ評価されるべきではないだろうか。

² <http://www.boj.or.jp/seisaku/99/sei9922.htm>を参照。

今後の景気と円高は？

それでは円高が止まらないではないか、と言われるかもしれない。たしかに人為的に止める手段はない。だが、そんなに心配は要らないはずだ。理由は以下の通りである。

本誌がかねてから指摘しているように、真に恐るべきはドルの全面安である。こうなると本当に止まらなくなり、世界経済全体に危機が及ぶ恐れさえある。しかし目下のところは円の独歩高。つまり原因は米国側ではなく、日本側にある。これならば100円を割ってとことんまで進む可能性は低い。

なぜ円が買われているのか。これは米国経済の先行きに不安を覚えている海外の投資家が、国際分散投資の観点から、「米国経済とパラレルな動きをしない市場」に資金をシフトしているからである。世界中で米国と逆の動きをする先進国経済といえば、日本をおいてほかにない。つまり、対日投資は非常に合理的な判断なのである。日本に投資された資金は、企業活動や消費を通じて景気回復に貢献する。これは日本にとっても結構な話である。

円高が株価を下げるという懸念がある。しかし、そもそも通貨が強くなる局面では、世界のカネが集まってくるもの。過去の円高局面でも、その後の株価は上昇している。株安が問題になったのは、92年や98年のような円安局面である。

これまで円高圧力の理由となってきた「日本の景気回復期待」は、すでに市場が織り込みつつあり、これ以上の円高材料は乏しい。日本の貿易黒字も縮小傾向に転じている（繰り返すが、ドル安の材料がなくなったわけではないので、ドル全面安の可能性は残っている）。

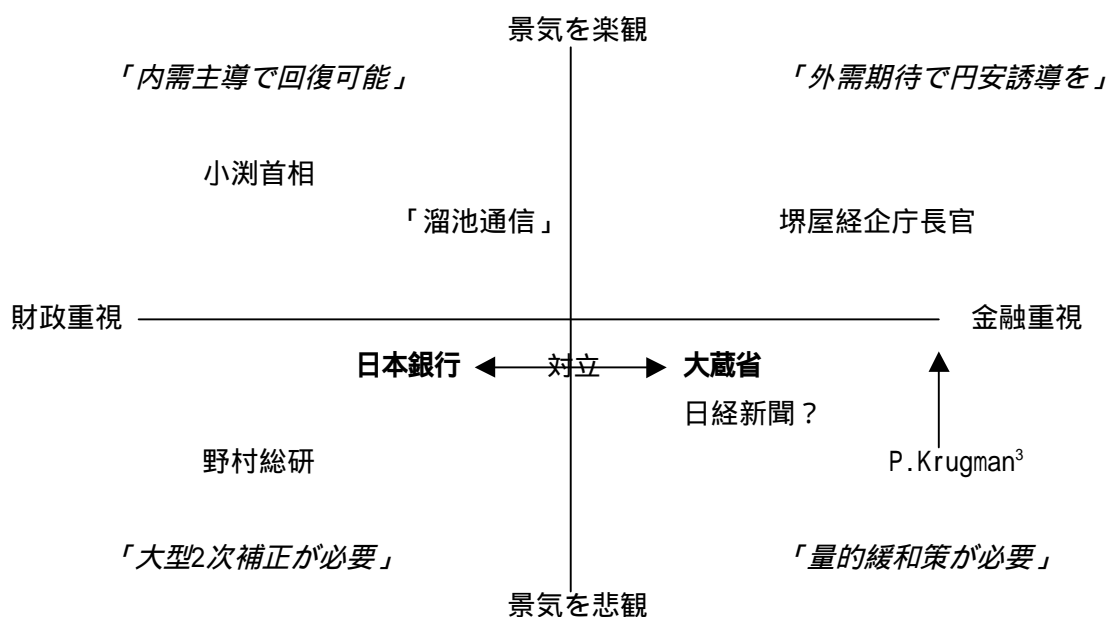
逆にこの秋からは、補正予算のための国債増発や、それに伴う日本国債の格下げリスクなど、円安要因がクローズアップされ始める。さらには郵貯2000年問題がある。年末に向けて、10年前に郵貯に集まった高金利の資金が満期を迎え、そのかなりの部分が市中に出てくるだろう。現状のように1ドル100円前後のレートであれば、高利のドル資産を買って損をする可能性はきわめて低い。そこで相当な国内資金がドルに向かう可能性がある。

石油価格が1バレル20ドルを超えるなど、一次産品価格が強含んでいる。これはアジア経済が危機を脱しつつあるために、将来の資源の逼迫感が出ているからである。こうした動きに対応するためにも、ある程度の円高は日本経済にとって望ましい。

上記のような理由で、円ドルレートは100円前後で歯止めがかかると筆者は見ている。この程度であれば、景気への悪影響は限定的なものにとどまるだろう。次の焦点は10月4日に発表される日銀短観となるだろうが、相当な改善が期待できるのではないだろうか。

景気と円高の問題については、いろいろな意見がある。最後に次ページに目下の経済政策論議を図表にまとめてみた。ご参考まで。

現下の経済政策論議の図式



<今週の“The Economist”から>

“The revolutionary spirit” September 18th “Leaders”
 「革命的精神」(p17)

*今や名経営者の代名詞的存在であるGEのジャック・ウェルチ。なぜ彼は偉大であり、模範とされるべきなのか。その鍵は「絶ゆまざる自己改革」にあり、という。

<要約>

過去10年でただひとつのテーマをあげるとすれば、それは米国資本主義の変容ということにつきるだろう。米国企業が高収益だから、とかウォール街が株高だから、ではない。今やダイムラーからミシュランまでがアメリカ式を後追いし、世界中のビジネスマンが「コア・コンピタンス」とか「リエンジニアリング」を口にするようになったからだ。

彼らの偶像はビル・ゲイツよりもジャック・ウェルチである。1981年にトップになってから、GEの収益は4倍、株価は30倍、時価総額はラ米の株式市場総額を超える。米国ビジネス礼賛の中には馬鹿げたものもある。10年前には日本的経営が礼賛され、2年前までは東南

³ 元祖「調整インフレ論者」であるクルーグマンは、最近“Land of the rising yen”という小文で「私はアジアと日本の景気回復の可能性を見誤っていた」と自己批判した。ただし円高に対しては、やはり量的緩和が必要であると言っている。(http://web.mit.edu/krugman/www/strongyen.html)

アジアの指導者が「退廃した西側資本主義に代わるアジア式」を目指していた。

たしかにウェルチの業績を疑う理由には事欠かない。中小企業の時代だというのに、ウェルチが率いているのはコングロマリットだ。流行の経営論に飛びつき、しょっちゅうやり方を変える会社というイメージも否めない。

しかし彼は本物である。最初の5年間でGEは血を流し、アイデアを生かし、グローバル化に対応し、サービスやインターネットの分野を大切にしてきた。彼が示したのは、規模よりもスピードと適応力がモノをいうということだ。多くの外国の巨大企業は、GEのようにスリム化する必要がある。新進ハイテク企業はGEの規律を学ぶべきだ。

米国企業全体は進んでいるが、外国企業が取り戻せないほどの差ではない。先行している側が後退することもある。80年代の米国企業が日本の経営を見習ったように、欧州やアジアの企業はリストラを急いでいる。技術の差を埋めることはたしかに難しい。欧州やアジアがPCに慣れようとしている間に、米国企業はEコマースを追求している。GEもサービス分野に参入して高付加価値化をなしとげた。こんなにすばやく変化した大企業はない。ただし米国企業が皆、ウェルチのようにグローバル化に対応できるかどうか定かではない。

一方で政府が邪魔をすることがある。大陸欧州では、厳格な労働法が変化を阻害している。高い税金や厳しい破算法制は、起業家のやる気を損なう。シンガポールはマルチメディアセンターを目指す、検閲制度の下では若きルパート・マードックは育つまい。

米国にも障害はある。「ナレッジ・マネジメント」の時代に米国の教育制度はいかにも粗末。生産性向上を示す証拠も少ないままだ。株価が下落して富の不均衡が政治問題化するかもしれない。それでもウェルチのような米国人が優位なのは、かれらが新しい環境への適応力を持っているからである。

<From the Editor> 円高は善である

今週はまるで日銀擁護論みたいになってしまいました。ここまで書いたからには、ついでに私的な事情についても触れておくのがフェアというものでしょう。

筆者は93年2月から95年5月まで、社団法人経済同友会で当時の速水優代表幹事の秘書を務めておりました。当時は日米経済摩擦が厳しい時期だったこともあり、ほぼ一貫して円高傾向が続いていました。製造業の生産拠点再配置も、当時は今ほどではありませんでしたから、円高への恐怖は今日とは比べものにならないものがありました。

そんなさなかに、「円高は善である」と言い続けていたのが速水さんでした。これに対する風当たりの強さは相当なもので、記者会見などの直後は決まって「中小企業の経営者」を名乗る一般の方から苦情の電話が殺到し、哀れな秘書を悩ませたものです。

日本の経済界、とくに経団連の正副会長会社などは、輸出を主体とする製造業が多く、

それだけ発言力も強いのが特色です。こうした企業では、「円高は国難」という見方が普通で、「固定相場への復帰」や「金本位制」などといった、いまだき「えっ？」と思うような主張に人気があったりします。

しかしそれが経済界の総意と見誤ってはいけないので、円高でメリットが発生する業種は少なくありません。金融、流通、食品、石油、電力、運輸、建設、サービスなどがそうで、これらは円高が好ましくても大きな声を出しません。しかし日本経済において占めているシェアでは、前者より後者的の方が大きいはずで

90年代前半の円高局面は、製造業の対アジア進出や価格破壊といった現象をもたらしました。今から考えればあのときの方が、日本経済の構造改革が進んだような印象があります。むしろ96年以後の円安局面では、表向きの景気は良くなりましたが、金融不安が生じたりアジア通貨危機の遠因になったりと、いろいろ問題があったように思います。

「一国の通貨が強くなるのが、悪いわけじゃないか」 速水さんの口癖が今も耳にこびりついているので、円高が悪いことだとはどうしても思えないということを白状しておきます。

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までお願いします。

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