

Contents

特集：円高と景気とデノミ論	1p
<今週のThe Economistから>	
“Business in Japan” 「ニッポンのこと」	7p
<From the Editor> 「500円玉の問題」	8p

特集：円高と景気とデノミ論

先週後半から円高が進んでいる。1ドル101円台は4年ぶりの高水準。政府・日銀は、11月29日に50億ドル規模の円売りドル買い介入を実施したらしい。円は対ユーロでも強くなっており、独歩高の様相を呈している。

円高の進行により、**景気の先行き懸念と量的緩和論が再燃している**。筆者などはいささか円高過敏症ではないかと感じるのだが、100円割れが近いとなるとさすがに影響は大きい。一時は下火になっていた量的緩和論も盛り返している。12月1日に速水日銀総裁が介入資金を放置するという談話を発表し、市場でさまざまな反応を呼ぶ一幕もあった。

ところで今回の円高の副産物として、デノミ論にも火が点きそうだ。連立与党はすでにデノミを検討することで一致している。100分の1デノミを実施すれば、「1ドル=1ユーロ=1円」という美しい均衡が実現するかもしれない。これは為替相場安定のためにも効果がありそうに思える。

以下、「円高」と「景気」と「デノミ」について考察してみる。

目前に迫った「1ドル = 100円 = 1ユーロ」

為替が急激に円高に触れたのは、感謝祭の休日と週末に挟まれた11月26日（金）のニューヨーク市場だった。この日、すでに東京市場は終わっている。市場参加者が少なく、少ない資金で大きく相場を動かすにはうってつけの日だった。

というと、いかにもヘッジファンドが仕掛けた円高のように思えるが、今回に関しては無関係なようだ。理由は3点ある。

2000年問題を控えているので、ファンドマネージャーはキャッシュポジションを高めている。この時期にあえて冒険には出たくない。

ほとんどのヘッジファンドが12月末で決算を締めるので、例年この時期には大きく仕掛けない。

多くのヘッジファンドが1998年に痛手を受け、今年に入ってから動きが低調になっている。最大手のタイガーマネジメントは、98年10月に円キャリートレードで20億ドルを失い、99年も9月までに23%も資産を減らしている。運用資産は1年で200億ドルから80億ドルに激減し、総帥ジュリアン・ロバートソンは激怒しているという。¹

円高のきっかけとなったのは、ユーロ不安を契機とした円買いユーロ売りだった。「日本の機関投資家がユーロ資産の処分を始めている」という噂が引き金となった模様。ドルも連れ高となったものの、対円では下落して結果的に円の独歩高となったらしい。

この結果、3大通貨は「1ドル=100円=1ユーロ」という均衡に、限りなく近づいてきた。特に昨年末に「1ユーロ=1.16675ドル」で発足したユーロが、大きく下落している点に注目したい。以前から、年内にユーロの大台割れがある 「99 in 99」²という見方があり、結局、12月2日には瞬間風速で1ドル割れが実現した。前例のある1ドル100円割れよりも、こちらの方が市場にとってはインパクトが大きそうだ。

過去3週間の為替相場

(PACIFIC Exchange Rate Serviceより)

		euro/yen	yen/USD	euro/USD
15-Nov	Mon	108.18	104.87	1.0316
16-Nov	Tue	109.16	105.79	1.0319
17-Nov	Wed	109.74	105.49	1.0403
18-Nov	Thu	109.10	105.86	1.0306
19-Nov	Fri	109.46	106.12	1.0315
22-Nov	Mon	108.31	104.86	1.0329
23-Nov	Tue	106.91	104.17	1.0262
24-Nov	Wed	106.46	104.61	1.0177
25-Nov	Thu	106.45	104.37	1.0199
26-Nov	Fri	103.58	102.17	1.0138
29-Nov	Mon	103.47	102.42	1.0103
30-Nov	Tue	102.56	101.78	1.0077
1-Dec	Wed	103.07	102.37	1.0068
2-Dec	Thu	102.96	102.70	1.0026
3-Dec.	Fri	102.74	102.57	1.0016

¹ "Tiger's Tale" by Paul Krugman (Slate archives 11月3日より)

² "0.99 in '99" という意味

円高が進む理由

円が買われる理由には事欠かない。まず考えられるのは、11月25日に閣議決定した、18兆円の経済新生対策による効果である。2通りの思考経路がありうる。

経済対策が出た 景気回復が本格的になる 金利が上がる 円資産を買おう

経済対策が出た 財政赤字が増える 金利が上がる 円資産を買おう

前者は「良い金利上昇」、後者は「悪い金利上昇」である。

もしも前者であれば、あまり心配することはない。なぜなら円を買っている人たちは、「日本の景気が良くなる」と信じて買っているので、円高が進み過ぎて景気が冷え込むようなら、すぐに円を売らなければならない。その時点で円高は止まるはずである。

後者の場合はどうだろう。来年度の国債発行総額は80兆円以上になると見込まれている。国債残高に地方の借金を合わせると、99年度末には600兆円規模となって対GDP比120%を超える。巨額の国債発行が続く中で景気が回復すると、民間の資金需要との競合が生じ、金利が上昇する。日本経済は円高と金利上昇のダブルパンチを食らうことになる。ただしこの場合でも、投資家は中長期的には円売りに向かうことになるだろう。

現時点では、後者より前者の線が濃厚である。それを裏付けるのは、**海外投資家の日本株買いが依然として活発なことだ**。先月、日経平均はザラ場で一時1万9000円台を回復した。本稿執筆時の12月3日終値は1万8389.35円。バブル崩壊後の一番底(92年8月18日)後の最高値は、96年9月26日の2万2666円だから、あと23%ほど上げないとこの水準には届かない計算になる。普通の人の受け止め方は、「株価はやはり2万円を回復しないと本格回復ではない」というところだろう。

しかし、もうひとつの指標であるTOPIXを見れば、12月3日終値で1,605.48である。96年9月26日の最高値1722に、あと7%で手が届く。**225種の銘柄の平均値を出す日経平均よりも、東証一部全銘柄の時価総額をもとに計算するTOPIXの方が信頼に足る指標**ある。一般に思われている以上に、株式市場にはマネーが流れ込んでいるのである。

いずれにせよ、気になるのは景気回復が本物かどうか。**12月6日に発表される7-9月期のGDP成長率、12月13日に発表される日銀短観**が今後の注目点となる。もしも弱い数字が出れば、円高圧力は低下する。予想以上に強い数字が出れば、「円高圧力」は高まるものの、景気を冷え込ませるほどにはならない、というのが筆者の読み筋である。

無視できない2000年問題の効果

見過ごされがちなことだが、**2000年問題が為替レートに大きな影響を与えている**ことを指摘しておきたい。

まず前述の通り、投資家は2000年問題を恐れて、資金を動かすよりは手元に置きたいと考えている。そうなれば当然、**資本輸出国である日本の通貨は強くなる**はずである。具体的

にいえば、この時期の日本の機関投資家は、海外投資を手控えて手元資金を積み上げようとする。あるいは、日本で資金を調達している米国の投資家が、資金を返済する動きもあるだろう。どちらにせよ、ドル売り円買いが発生することになる。

次に、**年末を控えて国際的な資本の流れが細るといことは、為替相場はもっぱら実需に左右されることを意味する**。貿易決済のための通貨は、2000年問題にかかわらず毎月一定量が必要になるからだ。そう考えれば、経常黒字国である日本の通貨は上昇して当然である。逆に言えば、経常赤字を抱えている国は、赤字を埋めるために必要な資本黒字を得ることが難しくなる。つまり米ドルは減価せざるを得ない。

またドイツ銀行の調査によれば、**国際的なファンドマネージャーたちは、9月末時点で円と米ドルをアンダーウェイト、ユーロと豪ドルをオーバーウェイトにしていた**という。これらを年末に向けてポジションを調整しようとするれば、円と米ドルが買われ、ユーロと豪ドルが売られるはずである。これらは現実の為替の動きを裏付けている。³

以上のように、2000年問題の効果が無視できないとすれば、円高圧力は年内いっぱい続くと考えていいだろう。逆に言えば、来年以降は円高圧力が弱まることになる。これも筆者の楽観論を構成する根拠のひとつである。

デノミ論議への追い風

さて、「1ドル=100円=1ユーロ」という美しい均衡を目前にすると、デノミを実施して「1ドル=1円=1ユーロ」にしてみたいくなる。**単位がそろって計算が楽になるし、長期的に相場を安定させることにもつながりそう**だ。「1ドル=100円で固定されちゃかなわん」という輸出企業の声もあるだろうが、「その代わりに、米国政府は1ドル=0.99円という事態を許さないだろう」という見方もできる。

すでに自公の政策合意のなかには、「デノミを検討する」ことが盛り込まれている。経済界の反応もとりあえずは悪くない。10月5日の経済同友会記者会見では、小林代表幹事（富士ゼロックス会長）が「**議論になっている時期だと思う**」、水口専務理事（野村総研相談役）が「**円の国際化と関連づけて考えるべき**」、藤沢義之副代表幹事（興銀副頭取）は、「**（単なる景気浮揚策ではなく）**、外交ビジョンがあって円を見直すならば、考えてもいい」と、幹部3人が一致して前向きな見解を披露した。

デノミ論議は過去にも何度かあったが、実現しないままで今日に至っている。特に今回は、円の国際化がキーワードになっているようだ。

以下、代表的なデノミ論者であるエコノミスト、吉田春樹氏の著作『デノミ、今やらなくていつできる』（1995年）から、デノミ導入の際の主要な論点を紹介しよう。

³ 日経金融新聞99年11月24日、「マーケットアイ」ドイツ銀行シニアエコノミスト、ポール・メゲシー氏による

デノミに関する主要論点

< デノミ導入の論拠 >	< それに対する反論 >
過去のインフレにより、桁数が増え過ぎた基本単位である「円」の尊厳を取り戻す	単なる慣れの問題である
明治から大正までは1ドル=1~2円だった	1円の価値は本来の貨幣の尊厳とは無関係
1ドル=1円にすれば円高に歯止めがかかる	ただのノスタルジーではないか
景気刺激策につながる	米国人が本気で心配するとは思えない and 心理効果だけで為替は動かせない
金額の国際比較が分かりやすくなる	企業のコスト負担をどうするのか and 業種による損得の差が大き過ぎる
バブルと不況で荒れた人心を一新する	普通の国民には関係ない話である 「人心一新」なら他にも方法がある

< 吉田氏の主張 >
世界第2位の経済大国として、円を世界のルールに近づけるべきである。日本から世界を見やすくするため、 <u>世界から日本を見てもらうために、デノミは必要。</u>
円は国際公共財。ドルやECU（現在のユーロ）と桁を合わせることで、アジアの基軸通貨を目指すべき。つまり <u>円の国際化のためにデノミを。</u>
和光経済研究所の推計では、デノミのコストは2兆1600億円程度。経済効果は、最終的に5兆9103億円に及び、36万人の雇用を創出する。 <u>景気刺激策としての効果も優れている。</u>

吉田氏は、デノミによる為替安定化効果に対してはやや懐疑的で、むしろ日本社会の国際化といった精神面を重視している。しかし、より多くの人の関心を集めるのは、デノミのコストと経済効果という物質面であろう。本書の積算根拠を以下にまとめよう。

< コスト = 2兆1600億円 + 人件費 >

・紙幣、硬貨の変更や旧紙幣、旧硬貨との交換のための増産	1600億円
・政府や地方公共団体による広報宣伝費用	1200億円
・有価証券など価格表示された印刷物の刷り直し費用	3400億円
・デノミ関連書籍や雑誌の拡販	1000億円
・ATM、CDなど金融機関の仕様変更	2800億円
・自動販売機、公衆電話機の改造	4200億円
・コンピュータソフトなどプログラムの修正	7300億円
・その他、文具類、事務用帳票類の変更など	100億円

< 経済効果 >

- ・ デノミ実施に伴う直接需要額 2兆1600億円
- ・ 生産誘発額（1次、2次効果合わせて） 5兆9103億円
- ・ 付加価値誘発額（同上） 3兆0414億円 G D Pを0.65%up
- ・ 雇用者所得誘発額（同上） 1兆2082億円 36万人の雇用創出
- ・ 生産拡大率の高い業種は、情報サービス 8.79%、出版印刷 5.53%、広告 2.88%、紙パルプ 1.51%、電気機械 1.39%など。

デノミがもたらす隠れたコスト

以上は1995年時点の古い予測であり、このまま真に受けるわけにはいかない。もっとも、「デノミが実現したらどの株が買いか？」といった問題には応用が利くだろう。

しかし、現時点でデノミを導入するとしたら、以下のような現実的な問題に直面せざるを得ない。筆者は少なくとも、2005年くらいまでのデノミ導入は不可能であると考える。

アングラマネーの動きが予測しがたい。1960年にフランスがデノミを行った際、「通貨の一斉交換はしない」「銀行口座の封鎖・凍結はしない」「私有財産の機密に触れるような調査はしない」などの方針を徹底したという。これと同じことがわが国で可能だろうか。税務当局は隠し財産探しの好機と考えるだろうし、世論はそれを強く支持するだろう。そうなれば、魔女狩り的な状態にならないとも限らない。2001年4月からのペイオフ解禁を控え、アングラマネーはすでに不安定になっているはず。デノミ導入によって、巨額のマネーが海外に逃避するなどの弊害が生じる恐れがある。

「Y2K」問題で、ただでなくともSEが不足している。しかも、Y2Kが終われば、次には2002年に向けた巨大銀行の合併・統合が控えており、システム開発の人手は手いっぱいになるはず。当分の間は、新紙幣流通のプログラムを組むといった事業は不可能なのではないか。

中小企業の体力が弱っている現在では、デノミのコストは重くのしかかるだろう。とくに小売・サービス業の現場は混乱が避けられない。POSシステムなどは、この調査が行われた頃に比べればはるかに普及している。はたして2種類の円を受け付けるようなシステムを組むことができるのか。

こうやって考えてみると、デノミのチャンスはかなり先の話ということになる。仮に2005年からデノミを行うにしても、その頃の為替レートがどうなっているかは神のみぞ知る。「1ドル=1円=1ユーロ」は魅力的なアイデアだが、現実的な障害があまりにも多すぎる。「円の国際化」という理想論だけでは、踏み切れないのではないだろうか。

<今週の“The Economist”から>

“Business in Japan” November 27th “Survey”

「ニッポンのこと」(p60~)

*"The Economist"今週号では、全部で20pにわたる日本特集が組まれている。「失われた10年」の後で、急進的な変化が始まろうとしている日本経済。以下は最終部分であるThe remaking of Japan”のみを要約してみた。

<要約>

日本社会の進化はときに「継続性の中の変化」と呼ばれる。古いものの上に、新しいものが積み重ねられる。この国の二重経済を理解する鍵はそこにある。いちばん底には農民たちがいて、次に重厚長大型の誇り高い産業家たちがいる。その次に産業社会からこぼれた新人類たちがいる。さらに今回の特集では、その次に来る20代30代の起業家たちを描いた。彼らは米国のアイデアを知り、VCや株式オプションを熟知している。

二重経済には相互扶助のシステムがあった。しかし金融部門を効率化すれば、もたれあいはできなくなる。政府は自らの手で弱者保護を行わねばならず、そのコストはもはや隠し切れない。かつての日本では、強者が弱者を救済していた。だが、強者たる輸出企業は海外に拠点を移しつつあり、新しく勃興する日本企業はさらに動きが軽い。古い企業から新しい企業への人材の移動が始まっている。

古い日本企業の中核には製造業がある。製造が卸を支配し、卸が小売りを支配するという封建的な系列関係がある。そこへ新しい小売りチェーンがシステムを破壊し、規制緩和の下で交渉力をつけ始めている。彼らはITを使い、製造業が知らない顧客を知っている。通産省は、電子商取引が系列を緩めるだろうと見ている。

外国人は新しい日本の一部である。政府の狙い通り、海外からの投資を増えれば変化は加速するだろう。政府は延命のためにそうしており、これはペリー来航以来の手口なのだという説もある。ビッグバンにせよ、外圧を使ってナショナルチャンピオンを作る方便なのだという。だが一度競争に火が点けば、昔の心地よい関係にはもう戻れない。

日本は競争による不平等社会を許せない、という声もある。竹中平蔵によると、日本の所得格差は米国並みに近づいており、平等は幻想だという。

この特集が描いた変化は、すべてが緒に就いたばかりである。仲間からの孤立を恐れる日本人は、目的を失った法律でもガマン強く守る。それでも一度変化が始まれば、皆が一斉に変わろうとする。2世紀半も続いた徳川時代は、1868年の明治維新のあとは一気に崩壊した。封建制度はわずか10年で崩れ、日本は開国した。

現代の日本も、生まれ変わるには10年は十分な時間だろう。

<From the Editor> 500円玉の問題

ベトナムに出張して発見したのですが、かの国の最高額紙幣は5万ドン札。その価値は米ドルにして3.5ドルに過ぎません。つまり500円玉1個よりも安い。これを円に両替してもらおうとすると、紙幣にはできないわけです。

たしかにドンは安過ぎる。その一方で、500円玉ほど高価な硬貨は世界でもまれなのではないでしょうか。それが証拠に、500円玉とよく似た他国の通貨を使って、自動販売機で釣り銭を泥棒する手口が跡を絶ちません。そのせいで、大蔵省が500円玉を作り変えるという話まで出ています。

ふと気がつくと、日本のお金は硬貨が6種類(1円 / 5円 / 10円 / 50円 / 100円 / 500円)で、お札は3種類(1000円 / 5000円 / 1万)。米ドルは硬貨が4種類(1¢ / 5¢ / 10¢ / 25¢)で、お札は6種類(\$1 / \$5 / \$10 / \$20 / \$50 / \$100)。日本の最高額硬貨(500円玉)は、米ドルの下から2番目の紙幣(5ドル札)と価値的にはいい勝負です。日本は紙幣よりも硬貨をよく使っているのですね。

硬貨を愛用するのは、自動販売機が多いお国柄もあるでしょう。筆者も500円玉愛好家で、自家用車の中に500円玉をため込む性癖があります(高速道路の料金支払いなどに便利)。ただし、お札が3種類しかない国というのはちょっとめずらしい。来年になれば2000円札が登場しますが、どうせなら100円札や500円札を作ってはどうでしょう。

本気で円の国際化を目指すのなら、ベトナムでチップ代わりに渡せる単位の円紙幣を作っておくというのも大事なことではないでしょうか。デノミ論議のついでに、そんなことをふと思いつきました。

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

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