

Contents

特集：2002年の為替相場を読む	1p
<今週の”The Economist”から>	
"A diary for 2002" 「2002年予定表」	8p
<From the Editor> 「顔のないユーロ」	9p

特集：2002年の為替相場を読む

昨年はいひめ丸の衝突事故に始まり、「9・11」テロ事件、そしてアフガン戦線まで、軍事関連のニュースが多い年でした。そこで今年とは考えてみると、通貨に関する話題が多い年となりそうです。すぐに思いつくのは、円安はどこまでいくか、人民元の切り上げはあるか、アルゼンチン経済の行方、そして、新通貨ユーロの現物流通開始、などです。

今年最初の本誌では、これら通貨をめぐる諸問題について考えてみました。

円安は救世主か、衰亡の始まりか

元JPモルガン銀行東京支店長にして伝説のトレーダーといわれる藤巻健史氏は、「円安こそが日本経済を救う道である」と主張している¹。間もなく講談社から、『1ドル200円で日本経済の夜は明ける』というスゴイ題名の著書が出版される。円安によって、デフレの解消、日本企業の利益増加、国際競争力の回復などが期待できるので、日銀による外債購入や短期ドル建て日本国債の発行など、あらゆる手段を取るべし、が持論。なにしろご自身が、「円安、株高、債券安、土地高」に賭けてポジションを取っているという。

他方、円安誘導などとんでもない、と説くのがKPMGフィナンシャルサービスの木村剛氏である。こちらは『キャピタルフライト 円が日本を見捨てる』という、これまた刺激的なタイトルの近刊がある。不良債権と過剰流動性の間で危ういバランスを保っている現在の日本は、「通貨売りを仕掛けたくなる国」であると警告している。

¹ 藤巻氏の主張は、<http://www.fujimaki-japan.com/news.html> を参照。

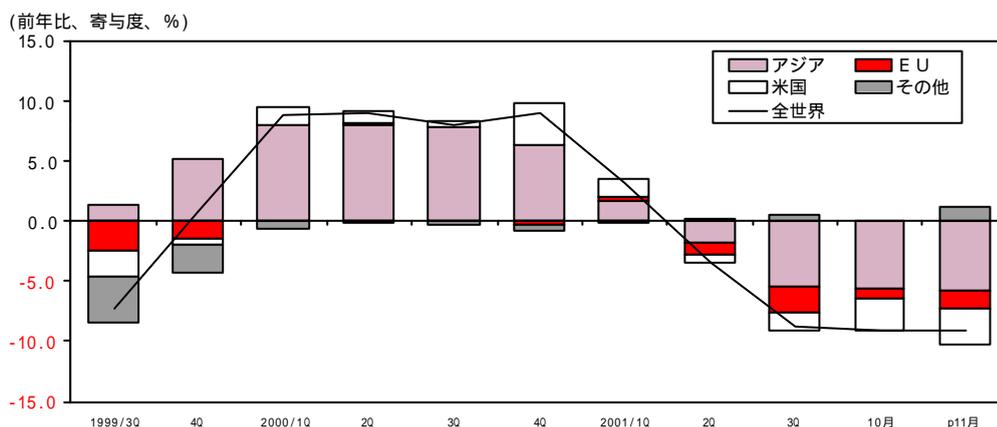
片方は「円安が日本経済の救世主」であるとし、片方は「円安は日本経済を破綻させる」という。筆者はまだどちらの本も読んでいないのだが、どちらの見方も疑問だと思う。つまり円安による景気浮揚効果は期待するほどではないし、2002年に極端な円安が進行する可能性も低いと見ている。しかし、このような見方は少数派の楽観論ということになるだろう。程度の差こそあれ、市場には「円安期待論」と「円安懸念論」の両方が高まっている。前者はデフレスパイラルを、後者はハイパーインフレを恐れているわけだが、二つの懸念が共存するというのは、まことに奇怪なことではないだろうか。

円安の効果は期待薄

まず「藤巻理論」について。

日本企業の生産拠点がアジア全域に展開している今日においては、円安が日本企業の輸出競争力を高めるという過去の図式を、素直に信じるべきではない。以下に掲げるグラフは、過去2年間の輸出がどの地域向けに増減したかをあらわしたもの。貿易依存度が低くなったといわれる日本経済だが、1999年春から2000年秋まで続いた「小春日和景気」は、輸出の動向と見事に一致していたことが見て取れよう。そしてその中味はといえば、圧倒的にアジア向けが中心である。同様な構造は輸入にも見て取れる。つまり、「アジアと共に栄え、アジアと共に転落する」のが、最近の日本経済の実態である。

通関輸出の推移（地域別寄与度）²



仮に「1ドル200円」などという円安になれば、アジア経済は大混乱になってしまうだろう。東アジアでは、中国、香港、マレーシアが今もドルペッグを続けている。シンガポールやタイやフィリピンも対米向け輸出が多いので、ドルとの連動性が強い。これらの国の通貨は、昨年末から対円で大幅に切り上がっている。

² 日本銀行国際局国際収支課による

今週は小泉首相が東南アジア5カ国を歴訪中だが、さっそくマハティール首相から円安への苦情が来た。1ドル140円を越える円安になれば非難の大合唱が始まるのは確実といえよう。

そもそも、なぜ日本とアジアの経済の一体化が進んだかといえ、日本企業が生産拠点をアジアに展開したからであり、その原因を作ったのは1985年のプラザ合意以降の円高だった。極端な円安は、過去十数年にわたる日本企業の努力を御破算にしてしまう。これはアジアにとっても日本にとっても望ましいことではない。

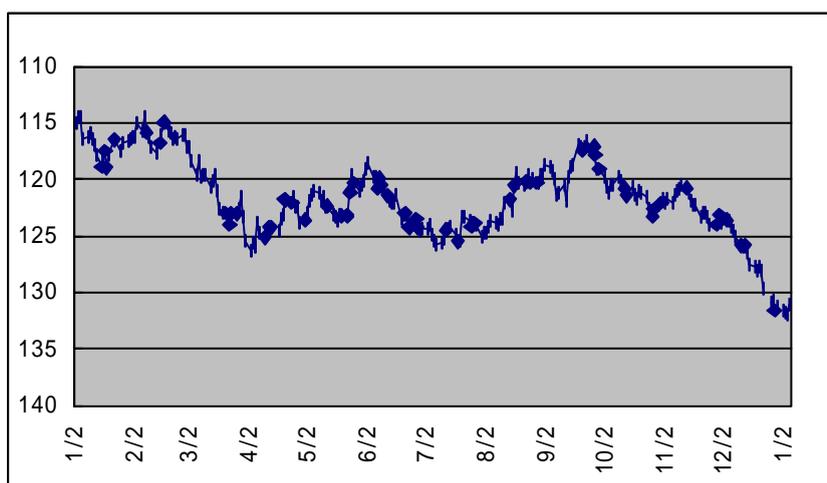
今や日本の貿易相手国・地域は、輸出の41.1%、輸入の41.7%をアジアが占めている。米国は29.7%と19.0%、EUは16.3%と12.3%に過ぎない³。藤巻氏は、「円安でアジア経済が多少冷え込むことがあっても、とにかく日本経済を再生するのが先決だ」と言うが、相互依存関係が強まっている現状を考えれば、「アジアを犠牲にして日本だけが回復する」というシナリオは想像しにくい。

円安はどこまで行くか

次に「木村理論」について。

昨年のドル円レートは1ドル115円で始まり、年間を通じて120円プラスマイナス5円のボックス圏で推移した。そして12月から目に見えて下落して、130円を越えたところで終えた。最高値の113.57円と最安値の132.08円の変動幅は18.51%で、これは過去10年（1992～2001）の平均21.07%を下回る。為替相場としては、比較的穏やかな1年であったといえる。

2001年のドル円レート



とはいえ、最後1ヵ月の下落が急だったのがちょっと不気味である。ここから、「円安に歯止めがかからなくなるのではないか」という懸念が生じる。日本経済の不振、根深い不良

³ いずれも2000年実績から。アジアはN I E S + A S E A N + 中国

債権問題、JGBの格付け低下、米国当局の円安容認姿勢、ユーロの流通開始による円の地位の相対的低下など、円安の材料には事欠かない。

しかし、「日本からの大規模な資本逃避」や「ヘッジファンドによる円売り」といった懸念は、いささか大袈裟すぎるのではないか。外貨預金や外債が人気になることは確かにあるだろう。だが、1400兆円といわれる日本の金融資産が海外に逃避するとしても、それに見合った優良資産が海外にあるとは思えない。なにしろ1ドル130円として約11兆ドル。米国の年間GDPを軽く越えてしまう。日本の貯蓄は大きすぎるのである。

ヘッジファンドによる円売りも同様。日本の外貨準備高は、昨年10月に4000億ドルの大台を越えた。誰かが円売りドル買いを仕掛けるとしたら、このべらぼうな金額を相手に勝負する必要がある。1992年に、ソロスがポンド売りを仕掛けたときとは比較にならないリスクである。4000億ドル以上の資金を動員できる個人や組織が、この地球上に存在するだろうか。

円安が進むという見方は、「日本売り」が進むことによる円売りドル買いが膨大なものになることを前提にしている。だが、日本経済が外貨を稼ぐ能力は決して衰えていないことにご注意願いたい。日本貿易会の予想では、貿易・サービス収支の黒字は2001年度、2002年度と2.5兆円程度に止まるが、所得収支が8兆円にもなるので、経常収支は10兆円規模の黒字となる⁴。最近の議論では、この所得収支の存在が見過ごされているように思う。

所得収支の推移（単位：億円）

	所得収支合計	雇用者報酬	投資収益	投資収益		
				直接投資	証券投資	その他
1991	34,990	-1,059	36,048	5,859	43,671	-13,484
1992	45,125	-999	46,126	7,629	39,723	-1,226
1993	45,329	-890	46,219	7,213	36,066	2,935
1994	41,307	-717	42,024	8,024	31,164	2,839
1995	41,573	-632	42,204	6,282	34,781	1,144
1996	58,180	-2	58,183	11,953	43,637	2,595
1997	67,396	14	67,382	14,645	50,501	2,237
1998	74,011	25	73,986	12,979	55,330	5,678
1999	56,957	47	56,915	4,341	40,581	11,990
2000	62,062	-2	62,065	6,081	48,134	7,851
2001(*)	73,724	-40	73,760	12,621	56,146	4,995

(*2001年は1～10月分の合計)

所得収支の過去の推移は上表の通り⁵。円高で目減りし、円安で水膨れする傾向はあるものの、一貫して増加し続けている。所得収支は、配当のように資金移動を伴うものばかりではなく、資産の帳簿上の増加も含まれるので、この金額がすべて円買い需要になるわけでは

⁴ <http://www.jftc.or.jp/research/statistics/statistics.htm>を参照。

⁵ 日本銀行国際収支統計から作成。 <http://www2.boj.or.jp/dlong/bs/listbs.htm>

ない。ただし、日本が海外に保有する直接投資や証券投資は、かくも巨大な規模になっており、たとえ近い将来に貿易収支が赤字になることがあるにしても、経常収支が赤字になることは考えにくいのである。

2002年のドル円レートを考えた場合、日本国内の金融不安などで瞬間的に1ドル140円台まで進む瞬間があるとしても、一方的な動きにはならないだろう。なにしろデフレとは本来、通貨価値の上昇を意味する。円高要因がなくなるわけではないのである。ゆえに筆者は、今年の対ドルレートは安値で145円、高値で125円程度と考えている。

人民元切り上げの可能性

為替に関する今年の注目点の一つに、中国・人民元の切り上げがあるのではないかと、という話題がある⁶。昨年からの中国脅威論の高まりを反映した議論といえよう。そもそも「中国製品の流入」に対抗するためには、日本経済としては4通りの選択肢がある。

まず賃下げによる国際競争力の強化だが、これは労働者にとって受け入れがたいだけでなく、中国の賃金は日本の20分の1といわれるほどなので、現実的な手法とは言いがたい。

次にセーフガードやダンピング提訴などで対抗する方法がある。だが、こうしたやり方が有効でないことは、過去の日米通商摩擦の経緯を思い起こせば一発で分かる。日本経済の競争力向上には結びつかず、日中関係を悪化させるのが関の山であろう。

結局、日本は中国と競合しない分野に活路を見出すか、相互にwin-win関係を構築するのが最適な選択となる。これに加え、

為替相場の調整によって摩擦を緩和する、という可能性もある。

思えば、日本が経済規模で西ドイツを抜いて世界第2位となり、貿易黒字が定着したのが1968年である。その3年後の1971年にはニクソンショックがあり、円は切り上げに追い込まれた。このように、国際競争力をつけた国の通貨が切り上がるのは自然な現象である。中国が「世界の工場」としての地位を確立したのが2001年だとして、同様なことが近い将来に起こるのではないかと。この予想にはそれなりの説得力がありそうだ。

人民元が現行の1ドル=8.28円で固定されたのは、1994年以降の現象である。中長期で見ると元は対ドルで下落し続けている。改革・開放政策が始まった1978年には1ドル=1.68元だったから、実に80%の「元安ドル高」が進行したことになる。この間、中国のGDPは年平均10%で成長を続けてきたが、為替の下落によって評価額が5分の1になってしまった。このため一人当たりのGDPはさほど伸びていない。本当の意味で国が豊かになるためには、

⁶ たとえば昨年7月の経済同友会の夏季セミナーにおいて、日銀の松島正之理事が人民元の切り下げの必要性を示唆している（日経新聞2001年7月9日）。

為替レートを強くしながら経済成長を続ける必要がある。つまり、円切り上げ後の日本経済のような発展が求められる。これが中国経済にとっての次のチャレンジとなるだろう。

中国政府はそのことをよく理解しているように見える。人民元の為替取引は実需ベースに限定されているが、経常収支にかかわる為替取引を自由化し、資本取引はまだ禁止している。つまり人民元の為替管理はじょじょに緩和されている。最終的には変動相場制に移行するだろう。ここが難しいところで、中国の金持ちは昔から資産をドルで持ちたいという気持ちが強い。資本取引を自由化してしまうと、大規模な人民元売りドル買いが始まる恐れがある。そうなれば人民元の切り上げどころか、さらなる切り下げにつながりかねない。

今年5年に1度の中国共産党大会が行われる年である。こういう年には大きな波乱がないというのが、過去の中国政治の経験則である。ゆえに人民元切り上げといった決断は、少なくとも年内は考えにくい。とはいえ、人民元相場はいずれ自由化に向かい、国際競争力を反映したものに近づいていくはずである。

アルゼンチン危機の行方

3つめの通貨問題として、昨年末から風雲急を告げているアルゼンチンを取り上げよう。

1990年代以後のエマージング経済は、全体としてはたくましく成長しつつも、しょっちゅう風邪を引いてきた。94年メキシコ、97年東南アジア、98年ロシア、99年ブラジル。全快した例もある一方、広範囲に伝染したり、こじらせて重症に陥った風邪もある。

今回のアルゼンチンの風邪は古典的なものだ。長年の国家主導型経済政策がたたりに、80年代後半に年率5000%とというハイパーインフレを体験。そこで91年からメネム政権下で自由化・開放政策を推進するとともに、カレンシーボード制を導入した。これは自国通貨の発行に対して、ドルのようなハードカレンシーの裏付けを必要とする制度で、アルゼンチン・ペソと米ドルは1対1の交換比率が保たれてきた。いってみれば、経済の自由化と通貨の安定という、「ワシントン・コンセンサス」に忠実な改革を実践してきたわけである。

カレンシーボード制を維持するためには、十分な外貨準備を保有すること、輸出競争力を維持すること、政府債務を健全な状態に管理すること、などの条件がある。香港などは、これらの条件を満たしている。

しかし過去10年のアルゼンチン経済は、こうした健全性を満たしてこなかった。ブラジルなど周辺諸国があいついでドルペッグを離脱し、通貨を切り下げている中で固定相場を長く続けたため、アルゼンチンの輸出競争力は低下。景気の悪化により税収も伸び悩み、財政赤字をファイナンスするための対外借入が拡大した。公的債務は1320億ドルにも達し、うち外貨建て国債（一部は円建て）が920億ドルもある。しかも地方政府の借入れが大きいために、中央政府がいくら赤字削減に努めても、権限が行き届かないというジレンマがある。

かくしてアルゼンチンの対外債務の返済は、昨年秋にはどう見てもサステナブルではなくなっていた。失業率は18%にも達し、預金の引き出しを1週間に250ペソ（=250ドル）に制

限したこともあって国民の怒りは爆発。12月末から全土暴動、非常事態宣言、デラリア大統領の退陣、ロドリゲス・サー暫定大統領就任、新通貨発行構想、事実上のデフォルト、ドゥアルデ新大統領の選出、そしてペソ切り下げへとめまぐるしい変化が続いている。

アルゼンチンの問題の根本は、インフレ抑制という目標を達成した後も、ドルとの等価交換制度を長く続けたところにあった。一時はドル化（Dollarozation）による解決を図るというアイデアも出たものの、アルゼンチンのように広大な国に流通させるだけのドルが確保できる見通しはなく、またドル化で輸出競争力が回復するわけでもない。現在、検討されている「二重相場制」も実現性に乏しい。最終的には、完全な変動相場制へ移行すると見ておくべきだろう。

国際金融危機の発火点とはならず

さて、風邪を引いたときに重要なことは、人にうつさないことと、こじらせて本格的に体調を悪くしないことである。

前者で言えば、今回の経済危機が飛び火する恐れがあるのは、「先進国の投資家」「中南米の周辺国」「エマージング市場全体」などである。だが、今のところその可能性は小さいようだ。

先進国：同国の経済不振は3年前から続いており、危機の可能性は早くから知れわたっていた。中南米で最大の事業規模を誇る米国シティグループのような金融機関も、アルゼンチン向け債権は全体の0.75%以下に絞り込んでいる。

周辺国：ブラジルなどの中南米諸国はすでに変動相場制に移行している。また、アルゼンチン経済の貿易依存度はそれほど高くないので、メルコスール全体に影響が拡散する可能性は低い。

他のエマージング国：97年や98年の危機と比べてサプライズの要素が薄い。さらに今回の事態に対しては、アルゼンチン固有の事情だという認識が浸透している。

むしろ後者の懸念の方が深刻だ。アルゼンチンの企業や家計の多くは、借入れをドル建てで行っている。これはリスクプレミアムがない分、ドル金利がペソ金利よりも低かったから。ペソが切り下げになり、ペソ建ての収入でドル建ての債務を返済することになれば、多くの企業や家計が債務超過に陥ってしまう。ちょうどルピア切り下げ後のインドネシアと同じような状況になりかねない。

通貨や債務の危機は、金融や政治の危機に発展したときがいちばん怖い、というのが90年代に繰り返された失敗からの教訓だ。こうなってしまうと周囲の支援も通用しなくなる。肺炎に至らないように、アルゼンチンの政治の安定が非常に重要といえる。

< 今週の”The Economist”から >

"A diary for 2002"

January 5th 2002

「2002年予定表」 (p.9)

* "The Economist" 誌の年初恒例の企画。これが便利なんです。

< 要約 >

1月：欧州単一通貨の現物が12カ国で流通。以後8週間は各国通貨も使用可能 / スペインがEU議長国に / メキシコ、カメルーン、ギニア、ブルガリア、そしてシリア(!) が国連安保理に。任期2年 / ガンビアとレソトで議会選挙 / 世界経済フォーラム (W E F) が今年は大ボスではなくニューヨークで開催。対抗する世界社会フォーラムがブラジルで。

2月：ソルトレークシティ (ユタ州) で冬季五輪大会 / コスタリカが総選挙、ラオスが国民会議を選出 / 中国では旧正月で馬年始まる。

3月：コロンビア、ウクライナ、チャド、バハマ議会選挙。ジンバブウェ大統領選。香港の董建華行政長官は北京の覚めめでたく再選か / 同盟嫌いのスイスが国連加盟の是非を問う国民投票 / バルセロナでEU首脳会議。主題はリスボン議定書 / 英連邦首脳会議が豪州で / 国連が初の開発資金サミットをモンテレー (墨) で。世銀、IMF、WTOなどが参加予定。

4月：ハンガリー議会選挙 / 仏大統領選挙第1回投票。第2回は5月。任期は7年ではなく5年。

5月：コロンビア大統領選挙。内戦再発なければシエラレオネでも。オランダ総選挙 / マドリッドでEU・ラ米会議。欧州開銀がブカレストで会合。

6月：仏国民会議選挙を2回戦で。ボリビア大統領と議会選挙。チェコ、アルジェリア、PNGが議会選挙。アイルランドが総選挙とニース協定2度目の国民投票 / 加アルバータ州でG8首脳会議 / エリザベス女王就任50周年 / セビアでEU首脳会議。議長国はデンマークへ

7月：英マンチェスターで第17回英連邦競技大会 / エジプトがナセル革命の50周年。

8月：テネシー州メンフィスでエルビス・プレスリーの25周忌 / 日本で終戦記念日。小泉首相は今年も靖国神社参拝で物議をかもす？

9月：ボスニアで3人の大統領を選出。スウェーデンとスロバキア議会選挙 / ドイツ総選挙。シュレーダー首相率いる社会民主党が優勢 / ロシアが分裂後初の国民調査 / 中国第16回共産党大会。江沢民は党総書記を退任の予定 / WTO事務局長がマイク・ムーアからスパチャイ元タイ副首相へ / ヨハネスブルグで国連持続的成長のための会議。

10月：エクアドルとブラジルで大統領と議会選挙。2期務めたカルドソ大統領は立候補できず / メキシコAPEC首脳会議 / ワシントンIMF世銀総会 / ヒューストン世界宇宙会議

11月：米国で下院議員全員と上院議員の1/3と36州の知事を選出 / スロベニアで大統領選挙、モロッコで議会選挙 / NATO総会で東方拡大を協議。

12月：韓国が大統領選挙 / EU議長国がデンマークからギリシャへ。

<From the Editor > 顔がないユーロ

円ドル、人民元、アルゼンチンペソと3つの通貨について書いたところで、根気と時間と誌面が尽きてしまいました。ということで、ユーロについては短いコメントに止めます。

現物の新紙幣を手にとって見たわけではないのですが、どうにも気に入らないことがひとつあるのです。それは新紙幣に「人の顔」がないこと。12の国（将来はもっと多数の国と地域）に流通する紙幣を出すわけですから、全部の地域の歴史と文化に経緯を表す必要があり、当たり障りのない架空の建物が「絵」として使われるのは無難な決定なのでしょう。

しかし通貨を通貨たらしめるものは、人々が紙切れをありがたがるかどうかという「信仰」のようなものです。米ドルの歴代大統領、英ポンドの女王陛下、中国人民元の労働者たち、ベトナム・ドンのホーチミン、そして日本の教育者路線と、どの国も「われらは何に価値を見出すか」を無言のうちに紙幣の肖像に託しているのです。ですから、紙幣の意匠とはけっして馬鹿にしたものではありません。余談ながらそれに失敗したのが2000円札で、あれだって「建築物と古代絵巻き」などという意匠でなく、しかるべき人物の肖像にしておけばもっと定着したのではないかと思うのです。

残念ながら新ユーロ紙幣のデザインからは、まことに薄っぺらな印象しか受けることができません。できれば「われら欧州人」を象徴し、誰もが納得するような歴史上の人物の肖像を使ってほしかったと思います。

そんな都合のいい人物がいるかって？ 決まってるじゃないですか。それはジュリアス・シーザー。なにしろイエス・キリストでさえ、「カエサルのはカエサルに」と言っているくらいですから。

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。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1

<http://www.nisshoiwai.co.jp>

日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

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