

Contents

\*\*\*\*\*

特集：日米の通貨政策とバカの壁	1p
< 今週の”The Economist”から >	
”Japan is flying again” 「日本の復活」	7p
< From the Editor > 「さよならディーン」	8p

\*\*\*\*\*

特集：日米の通貨政策とバカの壁

『バカの壁』（養老孟司／新潮新書）といえは300万部突破の大ベストセラー<sup>1</sup>ですが、この言葉は使い勝手のいいコンセプトとして急速に普及しています。

最近とみに感じるのは、日米の経済政策の間にも巨大な「バカの壁」が聳え立っているということ。ひとつには現共和党政権の考え方が非常にユニークであり、なかなか理解しにくいということがあります。そして円高阻止のために巨額の為替介入に走っている日本政府も、いささか世界の常識を超えているように思われます。

視界不良のドル円レートの行方を見定めるためにも、日米間のはなはだしい行き違いに気づく必要があるのではないのでしょうか。

赤字は問題ない？

先月上旬に、ポール・オニール前財務長官の回顧録が出版された。元ウォールストリートジャーナル紙のロン・サスカインド記者が書いた“The Price of Loyalty”（忠誠の代価）である。

執筆に当たっては詳細な証言とデータが提供されており、これがブッシュ政権に対する「蜂の一刺し」になるかもしれないと、ワシントンが色めきだつ動きもあった。政権の内幕暴露モノとしては、過去にスピーチライターによる”The Right Man”があるが、元閣僚の発言はもちろん初めてである。それから1ヶ月。たしかに注目すべき材料がなくはなかったが、政権を揺るがすまでには至らなかったようだ。

---

<sup>1</sup> 恥ずかしながら拙著『アメリカの論理』とは同期の桜である。部数は文字通り100分の1以下ですが。

酷な言い方をさせてもらえば、暴露をする人は人格高潔であるか、非常に気の毒な身の上である必要がある。オニール氏は財務長官としてけっして評判が良くはなかったし、惜しまれて閣僚の座を去った人わけでもない。もともとが大富豪だから、生活に困っているわけでもない。そんなわけで、筆誅の効果は薄かったようだ。

それでも本書が反ブッシュ派に対し、「ブッシュ政権の内情はこんなにヒドイ」という材料を提供したことは間違いない。ブッシュが首席補佐官に向かって「チーズバーガーを持って来い」と命令するシーンなどは、現在のホワイトハウスの雰囲気を実に示すエピソードだといえるだろう。

筆者が目撃したいのは、財政赤字に関するくだりである。最近、政権批判をエスカレートさせているポール・クルーグマン教授は、さっそくニューヨークタイムズ1月13日掲載のコラム“The Awful Truth”で、鬼の首でも取ったようにこう書いている。

The money quote may be Dick Cheney's blithe declaration that **"Reagan proved deficits don't matter."**

「赤字は問題ではないとレーガンが証明した」というのは、クルーグマン先生に教わるまでもなく「トンデモ経済学」である。レーガン政権の財政赤字は高金利を招き、それがドル高を招いて経常赤字を拡大させ、最後は「プラザ合意」によるドル安を引き起こした。日本から見るとエライ迷惑だったわけだが、レーガン政権下で共和党下院議員を務めていたチェイニー氏の目から見ると「問題はなかった」らしい。

油断ならないのは、**米国は海外から借金をして赤字を埋めている**わけなので、そういう国の首脳が「借金は問題ではない」と言われるのでは、債権国としては頭が痛い話である。もっともオニール氏も人のことは言えないのであって、彼は財務長官時代、「米国の経常赤字は資本黒字の結果である。どこにも問題はない」と繰り返し、それを称して「オニール・ドクトリン」という言葉が出来たほどである。こちらは経常赤字について、“Don't matter”だと言っていた常習犯というわけだ。

## 保守派の経済学

"Deficits don't matter."という言葉は、ブッシュ政権、というよりも保守派の経済哲学を雄弁に物語っているように思える。**共和党の「ハンズ・オフ」思想と、民主党の「ハンズ・オン」思想の間には、分厚い「バカの壁」がある。**リベラル派経済学者のクルーグマンはもちろん、われわれ日本人や世界の投資家の大多数は民主党の側に立っている。だから、この手の発言を聞くと、「なんたる無責任な態度か」と愕然としてしまう。しかるに壁の向こう側では、「政治家が口を出さなくても、市場はちゃんと物事を調整してくれる」、「政府は小さければ小さいほどよく、その方が経済は活性化する」という信念が定着している。

クリントン政権下では、両者の立場は逆だった。ルービン財務長官やサマーズ副長官は、「米国の赤字の増大はサステナブルではない」ことをが口癖だった。こちらは刻一刻と移り変わる経済のデータを常に把握しつつ、何かあればすぐに政府が介入することをためらわなかった。90年代後半に繰り返された国際金融市場の暴走に際しても、水際立った手腕で收拾に向かった。その当時、野党であった共和党側は、「なぜ途上国の金融危機に、米国や国際機関が関与するのか」「危機を救済することはモラル・ハザードにつながる」という批判を展開していた。

### 共和党と民主党のバカの壁

	クリントン政権(Hands on)	ブッシュ政権(Hands off)
基本思想	人為的な介入が必要	市場メカニズムを信頼
政策スタッフ	強い経済チーム	強い安全保障チーム
財政	均衡主義 (長期金利を気にする)	まず「小さな政府」 (金利の動向に無関心)
経常収支	赤字は持続不可能 (サマーズ財務長官)	経常赤字は資本黒字の反映 (オニール財務長官)
通商政策	黒字国に対して外圧	外圧を使わない
通貨政策	強いドル政策	強いドル(なんちゃって)政策

このように米国の経済政策は、保守派とリベラル派ではくっきりと思考様式が違っている。面白いことに、日本で人気がある米国の経済学者といえばガルブレイスからクルーグマンやスティグリッツに至るまで、リベラル派が多い。そんなこともあってか、保守派の経済学(というよりも経済思想)はなかなか理解されないのが現状だ。

### 恐るべしブードゥー経済学

もっとも現ブッシュ政権は、保守派の中でも異端の色が濃い。共和党の穏健派の中には「財政保守主義」の伝統があり、極端な「小さな政府」に対する歯止めになっていた。ところが90年代から穏健派が衰退傾向にあり、それが経済政策の保守化を助長している。

穏健派であったブッシュの父(第41代大統領)は、1980年に共和党候補者の座を争ったときに、レーガンの減税政策を「ブードゥー経済学」と罵ったことがある。その後は非難を撤回し、おとなしくレーガン政権下の副大統領を務めた。88年に大統領を目指したときも、「Read my lips, No new Taxes.」と保守派の受けを狙った。ところが大統領就任後は、財政赤字の増大に抗すべくもなく、90年に増税に追い込まれてしまう。それが「公約破り」と批判され、党内保守派に見離されたことが命取りとなった。

現在の長男・ブッシュ(第43代大統領)はれっきとした保守派であり、レーガンそっくりの経済政策を実施している。これを称して、「Deja-voodoo economics」(デジャ・ブードゥー=いつか見たブードゥー経済学)というジョークがある。因果はめぐるとでもいえようか。

実際、今日の米国民は、財政赤字問題が気になって仕方がないという様子ではない。1992年選挙では、財政赤字の削減を訴える第三政党のペロー候補が大旋風を起こし、それが契機となってクリントン政権は財政の黒字化に向けて突き進んでいく。ところが2004年選挙の動静を見る限り、有権者の主要な関心事は経済、雇用や医療制度、年金などである。財政赤字問題への優先順位はさほど高くない。経済学的是さておいて、政治学的には”Deficits don’t matter.”が許されるようだ。

## G7の壁「フレキシビリティ」

こんなブッシュ政権と、日本政府が経済で協調しようというのは難事であるに違いない。その典型が通貨政策である。

日本は円高を阻止するために、大量の円売り介入を実施している。介入で得たドルは、大部分が米国債の形で保有される。これが米国の長期金利を低く押さえている。なおかつ米国の流動性は海外に還流し、少なからぬ部分が日本株に対して投資されている。おかげで株価が堅調である。これを称して「経済面の日米同盟」と評価する向きもある。

一見、これはいいことづくめである。日本側から見れば、国内で低金利のまま寝ているワールドマネーを、いったん米国市場を迂回させることにより、ホットマネーに転換してしまう魔法のマネー・ロンダリングである。米国側から見れば、日本政府は国内の資金不足をいくらでも供給してくれる打ち出の小槌である。

それでは、この「日米連結経営」は戦略的に、あるいは両者納得づくで行なわれているかといえば、まったくそんな感じではない。少なくとも米国は、日本の為替介入を歓迎しておらず、中国人民元の固定相場制と同様に、市場の自由な動きを妨げる行為と見なされているようだ。みずからがユーロ高を甘受している欧州勢は、さらにその意識が強い。

おそらく世界の「常識」は、以下のような意見であろう。

### The Economist 2月7日号 Cover Story “Let the dollar drop”

「アジア各国政府は、米国民がアジアの財に対してお金を使い続けられるように、米国債を買い続けている。こんなことは永遠に続けられない。彼らの重商主義的な本能にもかかわらず、遅かれ早かれアジアの中央銀行は、自分たちがあまりにもリスクで金利の低いドルを持ちすぎているという事実と直面せざるを得ない。もし彼らが買いを止めれば、ただちにドルの下落と債券利回り上昇のトリガーを引くことになる。自然な調整を遅らせていると、いずれ不可避な調整局面が到来したときには、より痛みを伴うことになる可能性が高い」

2月7日にフロリダで行なわれたG7会合では、そのことがあらためて浮き彫りになった。前回のドバイ会合の文言に、「為替レートの過度な変動と無秩序な動きは望ましくない」という一節が加わったものの、下記のような追加があったところが耳目を集めた。

## 昨年9月20日、G7ドバイ会合

「為替レートの更なる柔軟性が、主要な国・経済地域にとって、国際金融システムにおいて市場メカニズムに基づき、円滑かつ広範な調整を進めるために望ましい」

## 今年2月7日、G7ボカ・ラトン会合

「為替レートの更なる柔軟性が、**柔軟性を欠く**主要な国・経済地域にとって、国際金融システムにおいて市場メカニズムに基づき、円滑かつ広範な調整を進めるために望ましい」

さて、「柔軟性を欠く主要な国・経済地域」に日本は含まれるかどうか。会議終了後の記者会見で質問が出た際に、トリシェECB総裁が「福井総裁に聞いてくれ」と答えたことで、またまた「玉虫色」という評価がついてしまった。

おそらく「柔軟性」という言葉の解釈に、「壁」があるのだろう。柔軟性を単なる為替レートの変動という意味で捉えた場合、日本の通貨・円には立派に柔軟性があるといえる。しかし通貨政策という意味で捉え直した場合、お世辞にも日本には柔軟性があるとは言えない。円高を恐れすぎる日本政府の態度は、米側から見てまったく不可解に映っているのではないだろうか。ここまで市場メカニズムを拒否するやり方は、以前の民主党政権であればともかく、共和党政権にとってはほとんど信じがたい政策であるに違いない。

## 為替介入は正当化できるか

日米の認識にこうした齟齬がある限り、G7の声明に「為替レートの過度な変動と無秩序な動きは望ましくない」という言葉が入ったところで大勢に影響はない。少なくとも市場はそう判断する。従い、G7後にドル円レートが大きく動かなかったことに異和感はない。

その一方、現在の日米関係の地合いから考えると、仮に1ドル100円割れといった局面が訪れた際は、日本側が「泣き」を入れれば、米国側が協調介入に応じる可能性は決して低くはない。小泉首相は、その程度の「恩」は十分に売っているはずである。

問題は日本の為替介入を、自国の通貨政策として正当化できるかどうかである。その費用対効果をどう考えればいいのか。

財務省のホームページには、「外国為替平衡操作の実施状況」という統計資料が公開されている。以下のように、近年の介入額の急増は嫌でも眼を引く。

## 外国為替平衡操作の推移

	2001年	2002年	2003年
1-3月期	0円	0円	2兆3867億円
4-6月期	0円	4兆162億円	4兆6116億円
7-9月期	3兆2107億円	0円	7兆5512億円
10-12月期	0円	0円	5兆8755億円

ちなみに同じデータによれば、過去「円買い」が行われたのは、97年12月から98年6月までの計6回、総額4兆1066億円に過ぎない。つまり、過去に行なわれた為替介入のほとんどが「円売り」である。その際に買われているのは、若干のユーロもあるものの、大部分は米ドル。つまりこの10年というもの、金融不安で円安が進行した一時期を除き、わが国通貨当局はひたすら円売りドル買いを繰り返していたことになる。

そもそも日本の場合、構造的な経常黒字がある。対GDP比で2%程度の黒字が続いているので、必然的にドルが国内に蓄えられる。これが資本赤字という形で海外に還流していれば問題はない。ところが近年のように、日本企業の海外活動が低調で、金融機関も為替リスクを取らないと、外へ出て行く資本の流れは低調になる。逆に対日投資は意外と順調だったりする。かくしてドルの余剰と円の不足が生じ、円高圧力が生じることになる。

為替介入とは、民間部門が直接投資や証券投資で黒字を海外に還流させられない分を、政府部門が外貨準備を増加させるという形でバランスさせる行為である。これらがなかった場合は、円高ドル安という形で調整される可能性が大である。為替介入はそれをしなかった場合に比べ、確実に効果があるはずなのだ。

円売りの資金は、政府短期証券によって市場から調達される。それが外国為替市場で外貨に換えられ、外貨準備という形で寝かされる。わが国の外貨準備は今年1月末現在7412億ドル。超低利で調達された資金は、米国債など流動性の高い資産に形を変える。その金利差は国庫に納付される。なんと儲かってしまうのだから結構な話である。

外貨準備の中に、相当な為替差損が発生しているのではないかと、という疑念もよく聞くとところだが、どうやらさほどのことはないらしい。つまり、ドルが高かった80年代に仕込んだ分は大きな額ではない。外貨準備が1000億ドルを越えたのがやっと1994年3月。本格的に増え出したのはそれ以後であり、中には95年の1ドル80円時代に仕込んだドルも大量に含まれている<sup>2</sup>。まして外貨準備が増えることで、直接困る人はいない。誰のふところも痛まないし、仮に為替差損が発生したとしても、別に時価会計する必要もない。政府の財政赤字の増加を心配する人はいても、外貨準備の増加を恐れる人はいないだろう。

## 問題は円高が止まったあと

しかし、世界最大の債権国が、7000億ドルを越える外貨準備を必要とする理由は見当たらない。何のための介入であり、何のための円高阻止なのか。円高を阻止している限り黒字は減らず、そのためにいつまでも円高圧力が残る。

もともとが「円高論者」である筆者が、むりやり自分を納得させるための理屈をひねくり出してみた。それは「今回だけは別だ」というものである。

---

<sup>2</sup> 「フォーサイト」2002年9月号に『為替介入の不経済学』を執筆した際、筆者が大雑把な計算をしてみたら平均レートは120円程度であった。昨年分の介入の激しさを考えると、110円程度にはなったかもしれないが。

日本経済は現在、回復局面にある。ただし、今までに何度も回復の腰折れを経験し、そのたびに状況を悪化させてきた。その反省に立つならば、**「今度こそ景気を安定軌道に乗せなければならない」という意見に誰も反対はできない**。先に日本銀行がこの時期に敢えて量的緩和の拡大に踏み切った。中央銀行が重視する「論理の継続」という点から考えれば、これを正当化することはきわめて難しいに違いない。それでも「回復を確実なものにするため」という一点で、福井総裁は決断したのである。

それならば円高阻止も「最後のお願い」と考えたらどうか。おそらく**2005年4月のペイオフ解禁を乗り切るまでは、日本経済に対する過度な楽観は考えものである**<sup>3</sup>。だったら万全の対策を用意しておいた方が良く、下手に「二兎を追う」ことは避けなければならない。限界効用低減の法則そのままに、介入に必要な金額はどんどん増加するだろうし、当局の存在があまりにも大きいために、市場からの撤退者が増えるといった「ひずみ」もある。「それでもここは安全策を取る」というのなら理解はできる。

むしろ気になるのは、円高が止まった後である。円高が止まれば、日本政府が介入する理由はなくなる。あるいはドル高が始まったとき、アジア各国もドル買いを止めるだろう。その結果、米国債の買い手は一気に減るはずだ。その時点で**米国の長期金利は上昇し、ドル高をもたらすとともに、景気の抑制要因になる**だろう。

日本政府としては、大量介入後のExit Policyが問われるのではないか。筆者はそのタイミングが意外と近いような気がしているのだが。

#### < 今週の”The Economist”誌から >

”Japan is flying again”

Cover Story

「日本の復活」

February 14<sup>th</sup> 2004 P.9

\* ”The Economist”誌の表紙を日本が飾るのは久しぶりです。それもいい内容だなんて、なんだか気味が悪いくらいです。

< 要旨 >

日本の景気はあまりにも腰折れが多く、今回の回復局面も疑われがちである。たしかに銀行、生保、民営化などの改革は遅れている。これで明るさが見えてきたとは信じがたい。だが10年ぶりに日本は、本当に続きそうな上昇局面をエンジョイしている。2003年第4四半期は年率4%以上、7期連続のプラス成長となろう。名目GDPの下落も止まる。2003年の倒産は件数も負債総額も前年比14%減。そして銀行への不良債権の負担も徐々に消えつつある。

奇跡はいかにして起きたか。循環的な回復局面に中国経済の活況が後押しした。企業リス

<sup>3</sup> 今週の”The Economist”誌が展開しているような見方は甘過ぎよう。さらにいえば、福井総裁を礼賛している”Toshihiko Goldilocks”(P60)も、量的緩和の効果に対する評価が抜けているし、就任後1年を経っていない総裁に対

トラも進み、過剰債務の削減により収益が急回復した。何より心強いのは、日銀の金融政策が確かな足取りで緩和に向かっていることだ。福井俊彦が総裁に就任して流れが変わった。

楽観論は場違いかもしれない。中国経済は過熱気味である。円は強含み、輸出を減らしデフレを加速するかもしれない。経済成長が資金需要を回復させ、国債市場に危機をもたらす恐れもある。そうなると銀行にも危機は広がる。政府債務は対GDP比で160%に達する。97年に消費税を上げたところ、景気回復の芽を摘んだだけだった。

それだけではない。金融システムは依然脆弱なままだ。ゾンビ企業が活かされて他企業を脅かし、規制の壁が企業家精神を阻む。要するにもっと変化が必要だ。それでも80年代の良き時代がそうだったように、すべてが正しくなくても、悪い時代は終わったかもしれない。

もし金融政策の緩和が続き、政府が増税の失敗を繰り返さなければ、回復は持続する十分なチャンスがある。それよりも問題は、景気回復が日本人の生活水準を向上させ、公的負債や高齢化などの問題を乗り越えられるほど強いかどうかである。

成長が1~2年で終わらないことが必要だ。そのためには構造改革だが、過去10年は失敗の連続だった。日本社会は静かに変わりつつあり、若者のベンチャー志向も高まっている。それでも変化は緩やかだ。景気が良くなると同時に、改革の必要性が失われる危険もある。

それでも楽観的になるべき理由はある。昨年11月の総選挙では、改革に意欲を見せる現連立与党が勝利した。野党はついに一本化し、初めて政権交代を目指している。小泉純一郎首相が年金改革や郵政民営化でこずるようなら、夏の参院選で野党が勢力を伸ばすだろう。そうなれば連立離脱もあり得る。ことに勇敢なるイラク派兵が失敗した場合には。

経済の停滞、破産、不良債権、それに政治腐敗が悪循環をなした十年の後で、日本はやっと好循環が始まったようだ。世界第二位の経済大国の復活は、世界にとっても良いことだ。それ以上に、長らく耐え忍んできた日本国民にとって良いことといえよう。

## < From the Editor > さよならディーン

今週、2月17日のウィスコンシン州予備選で3位に終わったハワード・ディーン候補は、選挙活動の停止を宣言しました。選挙戦の始まりから14ヶ月、そのほとんどの期間を先頭ランナーで通した人としては、あっけない終わり方となりました。

彼の敗戦については、そのうち詳細な分析が行なわれるでしょう。特に1月19日のアイオワ州党員集会前後は、大統領選挙の歴史に残る大逆転劇でした。30P以上の差がわずか3日で消えた。米国政治を見ている者にとっては、これほど興味深いテーマはありません。

ディーンの支援者たちのサイトを覗いてみると、早くも「反省会」が行われています。以下はその中から、筆者が「なるほど」と感じた点を抜き書きしたものです。

---

するものとしては不適當な印象を受ける。

そもそもディーンの30Pのリードは幻だったのではないか。今日の有権者は、ほとんどが投票日の直前になって意思決定をする。ディーン支持者は、予備選挙が始まるずっと前から、「イラク戦争反対」「アンチ・ブッシュ」と決めていた人たちだった。そういう人たちが全米で「ディーン旋風」を巻き起こしたが、その数は思ったよりも少なかった。ディーンに一度も会ったことのないような人たちが、全米各地でディーンを応援する運動を展開し、草の根組織を作った。お陰で選挙資金も集まったし、世論調査では高い数字が得られた。しかし運動に参加した人たちは、かならずしも投票に行っていない。彼らは自分たちと似たような考えの人を集めるばかりで、普通の有権者に働きかけていなかった。アイオワ州やニューハンプシャー州でも、運動したのはよその州から来た熱狂的なディーン支持者たちばかりで、地元の人たちはかならずしも積極的ではなかった。インターネット主体の運動による限界もあった。ネット上で「ディーン頑張れ」と訴える分には、お金はまったくかからない。だが、「ではディーン支持者で集会を開きましょう」ということになると、場所代にせよ交通費にせよ、かならずコストが発生する。誰が、どんな風に負担するのか。パソコンの前を一步離れると、その種の面倒なことが発生する。ヴァーチャルな選挙運動は、リアルな政治風土に接したとたんに行き詰まってしまった。まして緒戦はアイオワ州の「黨員集会」だった。集まるのはコアな民主党員たちであり、ディーン支持者たちには敷居が高かった。そして秘密投票ではないから、「あんた、ディーンなんて応援するの？」的な周囲の視線もあったかもしれない。さらに、お隣のミズーリ州出身のゲッパート下院議員が、ここで負けたら後がないとばかりに、ディーン叩きに血道を上げていた。投票日の3日前になって投票行動を考え始める人たち（すなわち大多数の人たち）にとっては、「どっちもどっち」であり、その分、それまで馴染みのなかったケリー&エドワーズが新鮮に見えた。

もちろんほかの理由もたくさんあるでしょう。現時点の率直な感想は、「とにかく米国大統領選挙は奥が深い」です。

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、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井総合研究所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にてお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.niri.co.jp>

日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03)5520-2195 FAX: (03)5520-2183

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com)