

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：ドル安は想定範囲内？	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”McCurrencies” 「マック通貨」	7p
< From the Editor > 「部長の今昔物語」	8p

\*\*\*\*\*

### 特集：ドル安は想定範囲内？

足下はやや落ち着いたとはいうものの、この2ヶ月で10%程度のドル安が進みました。米国の2005年（暦年）国際収支、「グローバルな不均衡」への警戒感、ドル利上げの天井感、などの理由があるわけですが、為替市場が金利差や成長力格差に注目していた昨年までのドル高の流れはほぼ終了したとあっていいでしょう。

同時に生じているのは、インドなど新興国市場の動揺。日本でも株価が一時1万5500円を割り込むなど、マネー市場は変調気味です。世界経済が全般に好調に推移する中で、ドル安と株安は大事に至るのか、どうか。本誌の見方は、「円高は想定範囲内」であり、「新興国の調整は、利上げ局面ではよくあること」。すなわち、慌てる必要はないというものです。

### 新財務長官の品定め

今週30日、スノウ米財務長官が辞任し、後任にゴールドマン・サックスのヘンリー・ポールソン最高経営責任者が指名された。

人気の低下に苦しむブッシュ政権は、春頃から人事刷新による挺入れを続けている。大統領首席補佐官（カード ボルトン）、OMB局長（ボルトン ポートマン）、USTR（ポートマン シュワブ）、大統領報道官（マクレラン トニー・スノウ）といった玉突き人事が次々に報じられている。2期目の大統領が人事刷新で政権浮揚を目指すのは、いわば「常套手段」であり、事実、レーガン政権はそれで成功を収めている。とはいえ、そのためには外部から思い切った大物を登用する必要があり、小粒な人事が目立つブッシュ政権の場合は、「タイタニック号の上で椅子を並べ替えているだけ」と揶揄する声もある。

そのような中であって、不人気なスノウ財務長官は、ほぼ半年前から更迭説が出ては消えるという状態にあった。6月9～10日にロシアで予定されているG8財務相会合が「花道」になるという観測もあり、今回の人事に対してもほとんど驚きはなかったと言っていい。

ポールソン新長官はゴールドマン・サックスという金融界の出身である。従来、財務長官ポストは「民主党はウォール・ストリートから、共和党はメイン・ストリートから」という傾向がある。クリントン政権時にはロバート・ルービンという証券界代表がこのポストを務めたが、ブッシュ政権では非鉄会社経営のオニール、鉄道会社経営のスノウと、実業界出身者が財務長官になっている。久々に金融界出身の財務長官が誕生したということは、やや意外感もあって、一連のブッシュ人事の中では成功している方であろう。

新長官人事について、着目すべきは以下の3点であろう。

ポールソン新長官は、そのルービン元長官のかつての同僚である。

ドル不安が生じつつある中であって、国際金融に精通した人物が財務長官に着くことで、報道後の市場には安心感が漂った。

ニクソン政権下でホワイトハウスや国防少々の勤務経験がある。

すなわち、ブッシュ政権のインナーサークルと接点があると考えられること。例えばゼーリック国務副長官は、かねてから財務長官のポストを希望しながらも、ペンタゴン経験がないばかりに「外様閣僚」的な位置付けに甘んじている<sup>1</sup>。

中国に詳しい（90年代後半に中国を70回以上も訪問している）

現下の米財務長官にとって、最重要課題はやはり「対中政策」であるということであろう。

## ドル安の理由～赤字拡大

今年に入ってから、ドル安は3つの節目を経て進んできた。以下、順に説明しよう。

- (1) 3月14日、2005年・米国際収支の発表
- (2) 4月21日、G7会合における”Global Imbalances”への警戒感
- (3) 4月27日、バーナンキ連銀議長の議会公聴会発言

第1の節目は米国際収支における赤字の増大である。3月14日に発表された2005年(暦年)の経常収支は8049億4500万ドルの赤字となり、前年比20.5%の伸びとなった。これは対名目GDP比で6.4%にも達する。この調子で行けば、2006年にはいよいよ1兆ドルの大台に手が届くかもしれない。

---

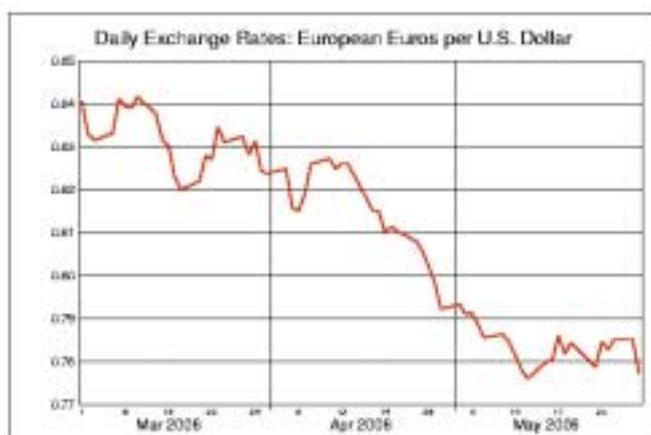
<sup>1</sup> スノウ長官の後釜を狙っていたはずのゼーリック氏も、この際、国務副長官を退くという観測が流れている。本誌4月28日号「ホンネで語る米中首脳会談」では、「”Responsible Stakeholder”路線の寿命は短い」と予測したが、本当にその通りになりそうな雲行きである。

が、それ以上に注目すべきは、2005年の所得収支がわずか15億6700万ドルに減少し、いよいよ次年度からは赤字化が見込まれることである。

従来、米国の対外投資はリターンが高いために、世界最大の債権国であるにもかかわらず、所得収支は黒字を続けてきた。03年には463億ドル、04年は304億ドルの黒字だったが、それが05年は風前の灯となり、2005年10 - 12月期では25億ドルの赤字に転じている。

過去に米国は、経常収支が赤字となった1971年にニクソンショックで金本位制を離脱し、債権国から債務国になった1985年にプラザ合意でドル高修正を行っている。長らく黒字であった所得収支が赤字に転じるであろう2006年は、それらに匹敵する歴史上の転機といえる。とすれば、大きな為替調整があっても不思議はないという連想が働く。これが3月になってドルの不安が生じた第1幕である。

### 対ユーロで進んだドルの下落



### ドル安の理由～ 対中仕掛けの失敗

2つ目の転機は4月21日にワシントンで行われたG7会合である。前日に行われた米中首脳会談が低調な結果に終わったことを受け、米財務省としては中国の人民元問題について、何らかの成果を挙げたいところであった。

米国の貿易赤字は、地域別に分類すると下記のように「すべての国・地域に対して赤字」である。とはいえ、対中国貿易の不均衡は度が過ぎている。なにしろ輸出に対する輸入の比率がOPECよりも大きいのであるから、相当な貿易障壁があるように見えてしまう。

### 米国の地域別貿易収支（2005年、単位：億ドル）

	日本	中国	NIES	EU	カナダ	メキシコ	OPEC	その他	世界
輸出	554.1	418.4	866.9	1863.4	2113.3	1200.5	320.5	1706.7	9043.8
輸入	1380.9	2434.6	1026.3	3087.7	2878.7	1702.0	1247.8	2949.5	16707.5
収支	-826.8	-2016.3	-159.4	-1224.3	-765.4	-501.5	-927.3	-1242.8	-7663.7

もちろん、人民元レートを対ドルで大幅に切り上げることができたとしても、それで米国の貿易赤字は解消しないだろう。また、「米国が中国から輸入しているのは、もともと米国内で作っていないものばかり」という中国側の主張も正鵠を得ていよう。それでも対中赤字は、大きさと伸びの急激さも合わせて、米国側として政治的には許容しがたいものとなる。

さて、4月21日のG7当日、ワシントンポストにはスノウ財務長官による”Don’t blame just us.”「われわれ(米国)だけを責めるなかれ」という論文が掲載された。いわく、米国の経常赤字は高いリターンを求める諸外国が、成長性の高い米国に投資先を求めることが一因である。だから日欧は国内に投資をすべく、さらなる構造改革を進めるべきである。また新興国、特に中国は、輸出主導型から内需振興型に移行すべきである、という主張である。

そしてG7会合の直前に、IMF非公式会合が召集され、そこで「グローバルな不均衡」をめぐる討議が行われた。そして通常のG7コミュニケに加え、付属文書(Annex)が公表された<sup>2</sup>。ここで、スノウ論文とほぼ同様の論旨が展開されたのである。

とくに面白いのが、中国を巡る部分の表記である。

#### **Secretary Snow: ”Don’t blame just us”**

**Emerging Asia, and China in particular**, should adopt policies to rebalance their growth, moving away from dependence on exports by promoting increased domestic consumption. A key element of this process must be the adoption of more flexible exchange rates, to allow for a gradual adjustment of these economies.

#### **ANNEX : ”Global Imbalances”**

**In emerging Asia, particularly China**, greater flexibility in exchange rates is critical to allow necessary appreciations, as is strengthening domestic demand, lessening reliance on export-led growth strategies, and actions to strengthen financial sectors.

察するに米財務省は、IMFを前面に立てつつ対中圧力をかけることを狙ったのであろう。もっとも人民元はほとんど動かず、為替市場では「米国も対外不均衡を警戒している」と受け止められ、ドルは対ユーロや対円で大きく売られるという「やぶ蛇」の結果となった。

翌週の”The Economist”誌4月29日号は、”Economic Focus : A host of problems”というコラムにおいて、「第2のプラザ合意は意味があったか？」と本件を論じている。いわく、米国はIMFの要求に従って、経常収支に目標を作ることや増税することを拒否している。そして中国は昔日の日本のように従順ではなく、人民元の価値を決めるのはIMFの仕事ではないと拒絶するだろう。IMFの仕事は通貨の番人(master of currencies)ではなく、司会者(master of ceremonies)であるべきだ、という手厳しい結論であった。

---

<sup>2</sup> 財務省の下記URLでG7コミュニケおよびAnnexが公表されている。が、本文は和訳されているのに、Annexでは和訳がないところを見ると、日本の当局にとっても予想外の動きだったのではないだろうか。

<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame.html>

1985年の米国は、ドルの価値をあまり変えることなく、円だけを切り上げることに成功した。が、人民元はそうはならず、むしろドルの全面安となった。スノウ長官の「仕掛け」は無残な失敗に終わったといえる。

## ドル安の理由～ バーナンキ不信も拍車

その後、さらなるドル売りの材料を提供したのは、4月27日の議会証言において、バーナンキ連銀議長が利上げを一時休止する可能性に言及したことである。

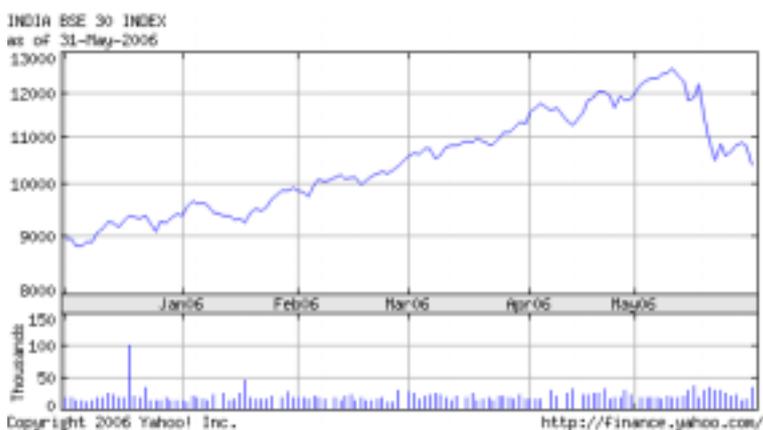
前任のグリーンSPAN議長の時代から、連銀は04年6月から丸2年にわたり、16回連続で小刻みに利上げを続けてきた。FFレートは5月の利上げで5.0%となり、そろそろ頭打ち感が生じたところ。となれば、「金利差の拡大」を材料にドルが買い進まれてきた過去2年間のドル高シナリオは、ほとんど終わりということになる。

ところが市場が「利上げ休止」と受け止めた後に、バーナンキ議長は「市場は誤解している」と表明する。目先、利上げを休止するとしても、それは景気減速とインフレ圧力上昇という2つのリスクを見極めるための期間であって、インフレが加速すればまた利上げに戻るという釈明をしたのである。

ところが、この間の発言のプレが、株価の下落と長期金利の急騰を招いてしまった。こうなると、市場が連想するのは1987年のブラックマンデーである。「米国経済が双子の赤字に悩んでおり」「連銀議長が交代した直後に」「欧州が利上げし、日本も追随する動きを見せて」、市場が混乱するという筋書きは、19年前の体験にピッタリ重なってくる。

5月になると、インドなど新興国市場も大幅な下落が始まる。これまで、「過熱気味」と噂されつつも買い進まれてきた新興国の株価は、ドル安と長期金利高が示すインフレ懸念と、世界的な低金利のアンカーであった日本のゼロ金利解除に近いことを受けて、いよいよ本格的な調整局面に入ったようだ。ここに至ると、いよいよドル安がいろんな方面に飛び火しているようで、神経質な動きが広がり始めた。

## インド株価指数の動き



## ドル買いは続くのか

その後、ドルはむしろ小康状態にある。ひとつには対ユーロ、対円などで10%前後の調整が行われたことで、ある程度の達成感が生じているからであろう。なにしろ米財務省としては、もともとユーロや円に対してドルの下落が必要とは考えていなかった。彼らにとって問題なのは、あくまで人民元なのである。

また、対米貿易で挙げた黒字で外貨準備を増やすという途上国の動きが、あいかわらず続いていることも忘れてはならない。以下は外貨準備が1000億ドルを越える「1000億ドルクラブ」の国々の推移だが、中国などは年間2000億ドルのペースで外貨準備を増やしている。このうち、かなりの部分が米国債に転じていることは想像に難くない。おそらく2006年末には、中国の外貨準備は1兆ドルを超えているのではないだろうか。

### 「1000億ドルクラブ」の外貨準備高（億ドル）

	2001	2002	2003	2004	2005
日本	4,019	4,697	6,735	8,445	8,469
中国	2,122	2,864	4,033	6,099	8,189
香港	1,112	1,119	1,184	1,235	1,243
韓国	1,025	1,208	1,545	1,982	2,100
台湾	1,222	1,617	2,066	2,417	2,573
インド	453	670	976	1,252	1,310
シンガポール	749	814	950	1,115	1,153
ロシア	325	441	732	1,208	1,757
合計	11,027	13,430	18,221	23,753	26,794

中国経済における外需の比率はじょじょに高まっている。中国の2005年貿易統計によれば、貿易黒字はそれまでの2~300億ドルから一気に増えて1019億ドルに達している。名目GDP 2.2兆ドルと比べても、これは大きな数字といえるだろう。ということは、為替レートの変動によって今年の黒字が大きく減ることになれば、それだけで優に数%の経済成長が損なわれることになる<sup>3</sup>。これは中国にとっては許容しがたい事態であろう。

おそらく中国は、年後半に2~3%程度の人民元切り上げの「糊しろ」を残しつつ、現状の輸出主導型成長路線の維持を目指すのだろう。ということは、中国のドル買い 米国への資金還流は今年も継続されることとなり、ドルが大きく減価することは考えにくい。「しばらくは大丈夫」というのが、現時点での結論となる。

<sup>3</sup> 財務省広報誌『ファイナンス』5月号、「中国経済：高成長と2つのリスク」において、木村茂樹国際局調査課長は、「2005年における純輸出増加のGDPへの寄与が約3%に達した」と概算している。この3%の外需要因が剥落した場合、2006年の高成長持続はかなり困難なことになるだろう。

< 今週の”The Economist”誌から >

”McCurrencies”  
「マック通貨」

Economic focus  
May 27<sup>th</sup> 2006

\* ”The Economist”誌の愛読者にはお馴染みの「ビッグマック指数」。ハンバーガーの値段で通貨の力を量るこの指数は、20年前に誕生したのだそうです。

< 要旨 >

本誌の経済担当編集者が、1986年にビッグマック指数を発明したとき、まさか20年後も続いているとは考えてもみなかった。今ではビッグマック指数は世界で広く利用&悪用されている。為替レートについてバーガーが何を語り、何を語れないかをあらためて考えてみよう。

ビッグマック指数は、国際経済学における最古の概念である購買力平価の理論（為替は長期的には、同じ財やサービスの価格が均衡するように動く）に基づく。そこで120カ国で製造されているマクドナルドのビッグマックを選んだ。中国でビッグマックは10.5元であり、米国4都市平均では3.1ドルである。2つの価格を同じにするためには、1ドルは3.39円でなければならない。現在は8.03元なので、ドルに対して58%過小評価されていることになる。

対照的に、ユーロや英ポンドはドルに対し、それぞれ22%、18%過大評価されている。スイスやスウェーデンの通貨はさらに高い。他方、最近の円高にもかかわらず、1ドルは81円であって28%の過小評価である。新興国通貨は軒並み安くなっていることに注意を要する。

この指数は為替予測用ではなく、長期的に見て通貨が「正しい」かどうかを判断する簡便法である。バーガーは国境を越えないし、税や家賃などの差異による歪みが出るからだ。

こうした警告にもかかわらず、米国には中国の通貨を上昇させたいと、ビッグマック指数を利用したがる政治家が居る。が、購買力平価は長期の概念だ。今日の市場価格については分からない。バーガーというものは、貿易財と非貿易財の両方からなる商品なのである。

貧しい国では物価が低い。貿易財は同一価格であっても、非貿易財のサービス価格は低賃金によって安くなる。一人当たりGDPをドル換算するとき、実勢レートよりは購買力平価が信頼できる。物価が安い方が、通貨は使い出があるからだ。同じ理由で、貧困国は市場価格よりも購買力平価が高く、通貨は過小評価されて見える。ゆえに国が豊かになると、為替レートは上昇する。もっとも人民元の場合は、安いといっても10~15%程度であろう。

為替とは無関係に、長期で物価が変動することもある。1995年に円はビッグマック指数で100%の過大評価だったが、日本のバーガーはその後1/3の値段になった。米国ではこの間にバーガーが1/3上昇した。人民元の上昇も、米中間のインフレ格差を通して実現するだろう。

ビッグマック指数は似たもの同士の国を比較する際に有用だ。新興国では、元は過小評価されているが、ブラジル、トルコ、ハンガリー、チェコなどでは過大評価されている。結論として、エコノミストにとってビッグマックは有益だが、スーパーサイズは賢明ではない。

## < From the Editor > 部長の今昔物語

かつて、こんな話がありました。リストラされた中高年のサラリーマンが、ハローワークへ行くと、「あなたは何ができますか?」と聞かれて、あらためて考えてみると特技が何も無い。それで、「部長なら出来ます」と答えるという話。作り話でしようけれども、ある時期までの日本のサラリーマン社会をよく言い表していたと思います。

でも、それは昔の部長の話で、今の部長はとっても大変なんです。

	<昔>	<今>
社員	全員が正社員	出向者、プロパー、契約/派遣社員など
給与体系	人事部が一括管理	全員がバラバラ
経理システム	経理部が一括管理	別会社に外注
部長の仕事	上層部とのパイプ役/冠婚葬祭	企画、営業、人事、経理、雑用、その他
部長の態度	秘書がいるので電話を取らない	不在がちな部下の電話を代わりに取る
部長の肩書き	〇〇部長	長いカタカナ名前
部長の現場対策	課長に丸投げ。	中間管理職不在でクッションなし。
部長の武器	接待費、タクシーチケット	毎朝、自腹で買うスタバのコーヒー
部長の特技	部下の文書の「てにをは」を直す	自分より若い人でも「さん」付けて
部長の特技	乾杯のご発声	短時間に大量のメールを捌く
部長の苦手	OA機器	飲みニケーション

だいたいが会社でお茶飲みながら新聞読んでいればよくて、コンプライアンスも内部統制も関係なくて、セクハラその他の禁忌もまだ存在せず、その上、定年後の仕事も紹介してもらっていたわけですから、昔の部長は何とお気楽であったことでしょう。この分が変わっただけでも、日本企業の生産性は大きく改善しているのではないのでしょうか。

とはいえ、すでに中高年の域に達している筆者としては、樂園を追放されてしまった「昔の部長」の身の上に、若干の羨望と懐旧の念を覚えるものであります。

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、双日株式会社および株式会社双日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までお願いします。

〒107-0052 東京都港区赤坂2-14-27 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

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