

Contents

\*\*\*\*\*

特集：円が頼りない季節	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Dick Cheney under the microscope” 「 Cheney の実像」	7p
< From the Editor > ルービン財務長官の 12 か条	8p

\*\*\*\*\*

特集：円が頼りない季節

実質実効レート（貿易加重平均）で計算すると、「現在の為替レートは 1985 年 9 月のプラザ合意以前の円安水準」であるとのこと。日本国内では気がつきにくいですが、ビッグマックでもホテル料金でも、東京は意外と物価の安い都市になっているようです。

そんな中で、今月は為替や金利に関するニュースが相次ぎました。2 月 9~10 日の G7 会合（エッセン）では、欧州勢からの円安批判が目撃されました。円安の主な原因は、言うまでもなく日本の低金利にあるわけですが、今週 21 日に日銀金融政策決定会合が再利上げに踏み切ったにもかかわらず、市場ではかえって円安が進んでいます。

円にいったい何が起きているのか。今週は久しぶりに、為替情勢についてあれこれと考えてみました。

『日米通貨交渉』のノスタルジー

先日、滝田洋一著『日米通貨交渉 20 年目の真実』（日本経済新聞社）を、たいへん興味深く読んだ。

1980 年代を「歴史」として留めようと思ったら、大概のことは記録が見つかるものだが、通貨交渉のことは案外と資料が残っていない。なにしろ通貨マフィアたちの会合の大半は非公開であるし、議事録が残っているわけでもない。財務省がまとめた『昭和財政史』（昭和 49~63 年度）でさえ、「プラザ合意、ルーブル合意などの一次資料を収録できなかった」という。そこで当時の関係者の協力を得て、一次資料や証言をもとに円にまつわる「歴史の空白」を埋めたのが本書である。

ここで取り上げられているのは、83～84年の日米円ドル委員会、85年のプラザ合意からその後の円高局面、89～90年の日米構造協議、という3つの時代の日米交渉である。読んでいて、何度も感じるのは「古き良き時代」の気分である<sup>1</sup>。

- (1) 当時は冷戦時代であった。日米の通貨交渉はあくまでも自由主義圏内の出来事であり、米側には本気で日本側を追い詰めようとする世知辛さはない。(冷戦終了後のクリントン政権になると、「結果重視」の交渉スタイルでジャパン・バッシングを行うようになる)。日本側も、「米国にはお世話になっているから」と、一種の浪花節的な心情でプラザ合意による円安是正を受け入れている。
- (2) 統一通貨ユーロはまだ陰も形もない。当然のことながら、為替取引の主演は「ドル円」であり、日米の合意があれば欧州はそれに追従せざるを得ない。「ドル円委員会」が発展して「G5」が組織化されていく。つまり日米の合意が、そのまま国際通貨市場のコンセンサスとなった時代であった。あるいは80年代の交渉体験が、後に欧州を結束させるモチベーションのひとつになったのかもしれない。
- (3) 通貨交渉は一貫して、日本の大蔵省と米財務省という財務当局同士で行われている。当時の大蔵省は文句なしの霞ヶ関の覇者であったし、ドナルド・リーガン、ジェームズ・ベーカー、ニコラス・ブレイディと実力者長官が続いた米財務省も、政権内で強い発言力を有していた。これは日米のエリート官庁同士の交渉記録である。

拙著『1985年』の執筆時にも感じたことだが、20年前というのは同時代史の一部と見るにはやや古く、かといって歴史として振り返るにはまだ評価が定まらない。しかも、誰もが少しずつ記憶違いをしているという微妙な距離感がある。

昨今は、バブル時代が映画化されるなど、この時代が妙に懐かしく感じられるようだ。通貨の世界も同様であって、当時の日本には「坂の上の雲」的な明るいメンタリティがあった。日本経済には「午後2時の太陽」のような輝きがあったし、バブル期には「パックス・ジャポニカ」の可能性も垣間見えた。そうした眩しい記憶は、この時期の通貨交渉にも十分に反映されている。本書はいわば、「円の青春グラフィティ」である。

### 円はいかにして没落したか？

もっとも「懐かしい、昔は良かった」で終わらせてはいけない。プラザ合意後の円高局面では多くの日本企業が塗炭の苦しみを味わったし、その後の日本経済は、バブル崩壊から不良債権問題、長期低迷というお馴染みの物語へと至る。その意味では、80年代の通貨交渉を再検証する意義は大きいといえる。

---

<sup>1</sup> 本書については、フォーサイト3月号にも書評を寄稿しているのでご参考まで。

ここであらためて、1980年代から今日までの「円」の歴史を振り返ってみると、あまりの迷走ぶりに唖然とするほどである。一言でいえば、「円は政治（日米関係）に振り回された通貨」ということになる。

円高時代（1985～1995年）：1985年に1ドル250円台であった円は、3年後には120円台になり、1995年には瞬間風速で80円を突破する。この間、日米通商摩擦が激しくなるたびに、市場では「日本の貿易黒字はなくなる」「その分は為替レートで調整される」「円高は必至」という連想が働き、円買いが繰り返された。

円安時代（1995～2000年）：95年夏から98年にかけては、日本経済の不安定化とともに円安局面となる。逆に米国側では、「IT革命」を背景とする好景気が始まり、ルービン財務長官は「強いドルは国益」と繰り返すようになる。日米関係は「ジャパン・パッシング」から「ジャパン・パッシング」の時代へと移る。98年秋には円キャリー・トレードの巻き戻しにより、「円が3日間で13%の上昇」という局面もあった。

安定時代（21世紀）：「ブッシュ＝小泉関係」が始まった頃から、円は対ドルで概ね1ドル＝100～120円の範囲内で安定した動きを続けるようになる。「日米関係は史上最高の状態」と呼ばれると同時に、ドルと円は「運命共同体」と見なされるようになる。円はドルとともに、ユーロや資源国通貨などに対して下落を続けている。

他方、1999年に誕生した統一通貨ユーロは、2000年秋には対ドルで大きく下落し、対円でも一時は1ユーロ＝100円を割り込んだ。しかしその後はドルや円に対してじりじりと上昇し、現在は1ユーロ＝160円に迫る過去最安値となっている。気がつけば、90年代には一貫して「ドル＝円」が派手な動きを続けていたものの、今世紀になったら為替取引の主役は「ドル＝ユーロ」になっていた。

しかも、ここへ来て急速に存在感を増しているのは人民元である。中国の貿易量が飛躍的に増大する中で、円の地位はアジアにおいても相対的に低下しつつある。人民元は2005年7月になってようやくドルペッグ制を廃止し、その後もG7などで「さらなる柔軟性」を求められている。それでも人民元は通貨の世界における“Rising Star”であり、ポールソン米財務長官を中心とする昨今の米中通貨交渉のプロセスは、さながら80年代の日米通貨交渉を髣髴とさせるものがある。

### 通貨の世界の「公式」が変わった？

こうしてみると、円が没落した理由を主に国際政治上の日本の地位低下に求めてみたくなる。『通貨燃ゆ 円ドルユーロ人民元の同時代史』（谷口智彦：2005年）は、「権力なきところ、通貨は一片の紙切れに過ぎない」と喝破している。通貨を通貨たらしめているものは国家権力であるから、これはこれで面白い議論であるに違いない。

その一方で、通貨変動をもたらしているのは、貿易決済や直接投資などの実需、あるいは投資や投機といった日々の為替取引である。根底にあるのは、「儲けたい」「損をしたくない」という経済原理であるから、その方面から円安の理由を求めることもできるはずである。

思うに、為替における最大の特殊性は、「フェア・バリューがない」ことであろう。株式や債券であれば、利回りやリスクを勘案して「現在価値はどの程度が妥当か」を大雑把に計算することができる。しかし為替については、いくらでなければならないという均衡点や理論値のようなものがない。そして「この通貨は上がるか、下がるか」という見解は、時代によって大きく様変わりする。

1990年代までは、為替レートで最も重要視されたのは経常収支であった。黒字国の通貨は高くなり、赤字国は安くなる。ゆえに、慢性的な貿易黒字国である日本の通貨は高くなる。同時に、経常赤字国の通貨が売り叩かれるという「通貨危機」も、1995年のメキシコ、1997年のアジア、1998年のロシアと次々と発生した。

この間、為替レートを判断する「公式」は、いわば「**フローベース・アプローチ**」であった。各国の貿易収支やマクロ経済政策が重要であって、マネーの出入りを見張っていれば「強い通貨、弱い通貨」を見抜くことができる。このこと自体は今も正しいはずなのだが、いつしか時代遅れの理論となってしまったようだ。

21世紀に入ってから、**「アセットベース・アプローチ」**が主流になっている。90年代後半の国際金融危機の経験に懲りた途上国は、保守的なマクロ経済政策を心がけるようになり、各国が保有する外貨準備の金額は飛躍的に増大した。そうなるとう貿易によるマネーの流れなどは、それほど重要ではなくなる。むしろ投資や投機によるマネーの流れの方が、はるかに大きな意味を持つようになる。だから低成長国よりも高成長国、低金利国よりも高金利国の通貨が強くなる。

すなわち、日本はなおもフロー・ベースでは巨額の経常黒字を稼いでおり、経済のファンダメンタルズは良好である。しかしながら、アセット・ベースで見ると低成長国、低金利国ということになり、通貨は安くなってしまふ。

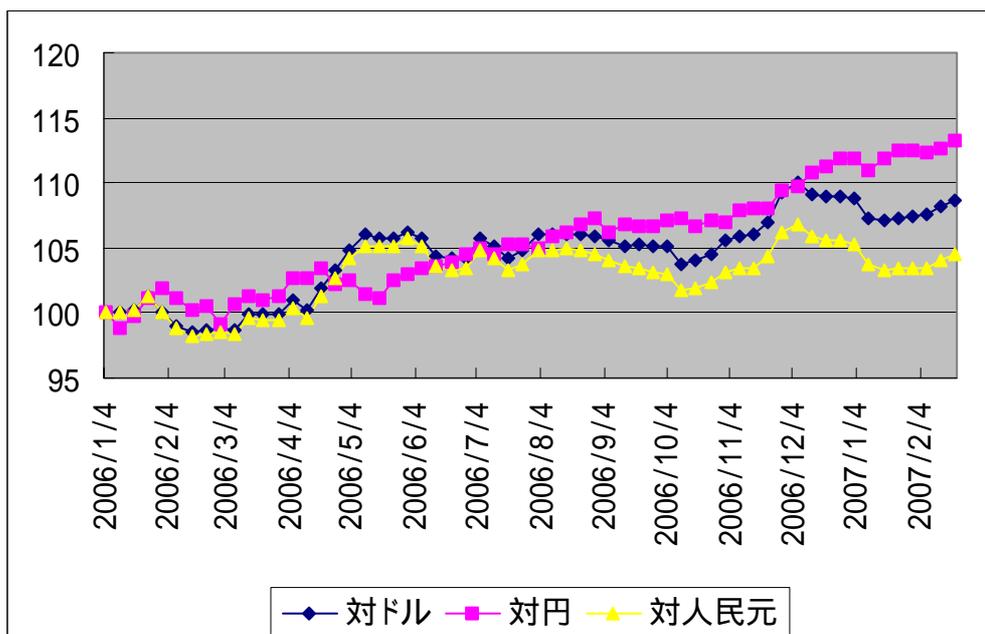
それどころか円は低利資金の調達源となり、他国の高利回りの金融商品や不動産を買い漁る原資となっている（円キャリートレード）。さらに昨今は、個人投資家による外貨投資が増大している。これでは円安が進行するのも無理はない。

## 円安を防ぐ方法は？

かくして日本国内に居ると気づきにくいのが、円安がじわじわと進行している。結果として、欧州製の高級ブランド品やワインが高値になっている、ウォン高のお陰で韓国からの旅行客が増えている、あるいはハゲタカファンドから見て日本企業に「お買い得感」が生じている、などプラスのマイナス両面で効果が表れつつある。

円安をもっとも強く懸念しているのは欧州勢である。円に対してだけではなく、対ドル、対人民元でもユーロ高が進んでいるため、欧州では中国からの輸入が急増している。この上、円安もというのではかなわない。むしろ円はユーロとともに、ドルに対して切り上がるべきである、というのが欧州側の言い分である。

### 対ドル、円、人民元のユーロの変動（2006年1月=100した水準）



もっとも、欧州側としては物言いが難しい。通貨高の一因はユーロの利上げにもあるわけであって、しかも域内にはスペインのようにマネーサプライが2桁の伸びを示しているところもあり、ユーロ金利はなおも上昇傾向をたどると見られている。となると、円が少しくらい利上げしたところで、容易に円安は止まらないだろう。

めずらしいことに、ここで欧州を代表する2つのメディアが「日本は円買い介入をすべきである」という論陣を張った。Financial Times 紙の2月7日社説は、「日銀は、利上げすべきではない。弱い経済データとインフレ圧力のないことを考えれば、利上げは愚行である。しかし、かつて円高を阻止するために市場介入して貯まった 8750 億ドルの外貨準備を減らしてもよいはずだ」と説いた。また The Economist 誌の2月10日号は、円キャリートレードが拡大していることを指摘し、「円が下がれば下がるほど、リバウンドの怖れは大きなものになる」から、日本は数年前に増やした外貨準備を使うべきだとしている。

為替介入は本来、誉められた手段ではない。日本は2003年から04年にかけて、溝口善兵衛財務官の下で35兆円規模の大規模な円売り介入を実施した。その上で日銀は、市場に放出した円を吸収しない非不胎化政策をとり、潤沢な円資金を市場に放置した。円高対策というよりは、「脱デフレ」のための非常手段という位置付けであった。

それ以来、日本はほぼ3年間、為替介入を行っていない。溝口氏の後を継いで、2004年7月に就任した渡辺博史財務官は、「為替介入をまったく行っていない財務官」である。そして今回もちろん、為替介入は行われなかった。

### 「通貨の品格」を甦らせるには

外為特別会計に積み上げられた9000億ドル近い外貨準備は、本来、使う当てのないカネである。その意味では、この際「円売り介入」をして減らす手がないではなかった。少なくとも現時点で円売りしておけば、介入の利益を確定することができた。

とはいえ、そういうトリッキーな手段を使うことは、長い目で見れば円の「通貨の品格」を貶めることになるだろう。国際通貨の中で円の再浮上を目指すには、まっとうな金利がつく状態に戻すことが最優先課題である。そして金利を上げるかどうかは、為替レートではなく、物価や成長率を見た上で決めるべきことである。

2月21日、日銀の金融政策決定会合は0.25%の再利上げに踏み切った。ところが市場の反応は、むしろ円安の進行だった。無理もない話であって、ここで利上げしたからには、次の利上げのタイミングは早くても今年の夏以降になる。だとすれば、向こう半年間に米欧通貨との金利差が開くことはあっても、縮まることは考えにくい。

さらにいえば、利上げの手際はお世辞にも誉められたものではなかった。金融政策決定会合は12月、1月と「2度、腰を使った」形となり、今回の利上げは「3度目の正直」とまでいわれた。1月に利上げを見送っておきながら、2月には利上げを決定したという根拠も、理解しにくいところである。見送った理由が「先行きを見極めるデータが不十分」ということであったならば、1月から2月にかけてのどのデータが良かったのか。むしろここまで来たのなら、3月14日の春闘集中回答日でのどの程度の「賃上げ」があるかを見届ける方が良かったのではないか、など議論は尽きない。金融政策に対する市場の信頼度という意味でも、円の信認は傷ついていると見るべきであろう。

とはいえ、ゼロ金利状態がかくも長く続いた後とあっては、やむを得ないことではある。日本経済は長期低迷期からの「病み上がり」時期であり、以前の金融問題は巨額の財政赤字という形に姿を変えて残っている。利上げは政府負債を増大させることになるので、あまり急げないという現実がある。当たり前のことではあるが、「円の復活」のためにはまず「日本経済の完全復活」が必要なのである。

幸いなことに、足元の景気は2%前後の成長軌道に乗っている。昨年の冷夏と現在の暖冬により、四半期ごとの成長率にはかなりの凸凹ができてきているものの、過去3年間の「牛歩ペース」の足取りは変わっていない。ここへ来て、円安の継続を材料に株価がさらに上昇しているのも好材料である。頼りない円に「カツ」を入れたい気もするが、現在の「順境に耐える」ペースを維持することが先決なのである。

< 今週の”The Economist”誌から >

”Dick Cheney under the microscope”  
「チェイニーの実像」

Lexington  
February 17<sup>th</sup> 2007

\* 今週、訪日したチェイニー副大統領は謎の多い人物です。以下は”The Economist”誌の政治オタクコラムが迫る「チェイニー論」です。

< 要旨 >

チェイニーは「開かれた政府」の支持者ではない。彼の部下は、自分の仕事はおろか、仲間の数さえ答えようとしない。グーグル・アースでも副大統領公邸はぼかされている。

ところがリビー元首席補佐官をめぐる裁判によって、暗黒部に一筋の光が当てられている。チェイニーが強い副大統領であることは明らかであり、史上最大のスタッフを有し、政府のどの部門にも手下がいる。その権力は、日々、いかに行使されているだろうか。

明らかになったのは、容赦のなさや細部へのこだわりである。チェイニーは明らかに、イラクにおける大量破壊兵器の存在に疑念を示したウィルソンを罰しようとしていた。リビーによれば、チェイニーは記者たちと接触して微妙な文書をリークするよう指示している。そしてリビーはウィルソンの妻、ヴァレリーが CIA 職員であることを公表した。

なぜ、チェイニーはそこまでウィルソンにこだわったのか。大量破壊兵器のことをウソだと知っていたからか。それよりはむしろ、個人的な敵討ちのつもりだったと見るべきではないだろうか。策略というよりは、たちのわるいワシントン政治である。

裁判から判明することは、チェイニーがいかにワシントン的であるかだ。素朴なワイオミング人が、国際企業の CEO になったのではない。学業では失敗続きだった。イエール大学で落ちこぼれ、ウィスコンシン大学では博士課程未修である。しかしワシントンに来てから開花した。ラムズフェルドの注目を集め、危うい階段を素早く登りつめ、34歳でフォード大統領の首席補佐官の座を射止めた。つまり最適な境遇を見つけたのである。

ベテランのワシントン・インサイダーとして、彼は顕著な特性を獲得する。スピンとゴシップに対する強迫観念、脅威に対する過度に敏感な嗅覚、あらゆる手段を尽くして敵を破壊する決意などだ。ホワイトハウスでの最初の仕事は、ラムズフェルドと共謀してネルソン・ロックフェラー副大統領を排除し、キッシンジャーを制御することだった。

チェイニーが、CIA への不信感を持つようになったのもフォード政権時代からである。ソ連の軍拡を CIA が過小評価していると確信し、「チーム B」と呼ばれる外交専門家のグループに手を貸した。90年代には、CIA が湾岸戦争に至るサダム軍の軍事能力を見誤ったと不信感を強めた。ウィルソンはかくしてチェイニーの標的となった。

それでも答えられない大きな質問が残る。普通のワシントン・インサイダーは日和見主義者であるが、チェイニーは強固なイデオロギーの持ち主である。裁判だけでは説明できないものがある。しかしブッシュの陰に居る権力者について、少しだけ学習が進んだ。

## < From the Editor > ルービン財務長官の 12 か条

『ルービン回顧録』"In an Uncertain World"（日本経済新聞社）を読みました。クリントン政権で活躍した財務長官の半生記ですが、ハーバード大学での優等生の暮らしぶり、往時のゴールドマンサックスの社内風景、慣れないワシントンでのカルチャーショック、国際金融危機への対応の裏話などが語られていて興味がつきません。それ以上に、この人の語り口が魅力的なのです。

ルービン氏は万事において控えめな人で、回顧録にありがちな自己顕示がありません。言葉少なに、周囲の信認を勝ち得ていった仕事振りそのままの描写であり、鬼面人をおどすようなエピソードはほとんどありません。それでもウォール街では出世して億万長者になり、政界では「史上最高の財務長官」と呼ばれました。おそらくどの分野に進んでも、きっちり成功をつかんでしまうタイプなのでしょう。

本書には、ルービン氏の人生観がにじみ出ているような「ルービンの 12 か条」が掲載されています。この内容がいいのでご紹介まで。

- 1．人生で唯一確かなことは、確かなものなど何もないということである。
- 2．市場主義経済は歓迎されるが、それですべての問題を解決できるわけではない。
- 3．一国の繁栄のためには、アメリカ合衆国、G7、国際金融機関の援助よりも、その国の政策の信用と質のほうが大切である。
- 4．効果的な政策は金で買えるものではないが、資金を渋るよりは余るほど投入するほうがよいときがある。
- 5．債務者は負債を負うとどうなるか、債権者は融資をするとどうなるかを心しておく必要がある。
- 6．アメリカ合衆国は、何を支持しているかばかりでなく、何に反対しているかによって評価されることを進んで受け入れなければならない。
- 7．ドルは非常に重要な通貨であるため、貿易政策の手段として用いるべきではない。
- 8．選択肢があることは、それだけで好ましい。
- 9．実現不可能なことを保証するような言い回しは、してはならない。
- 10．意思決定においては、小手先の細工を用いてはならない。真剣な分析と配慮にまさるものはない。
- 11．アメリカが国益を維持するためには、国際経済問題に関して、各国と緊密に協力して取り組むべきだ。
- 12．現実には理論やモデルよりもはるかに複雑である。

90年代末の「国際金融危機」の頃を覚えている人にとっては、「はは～ん」というものが多いけれども、今世紀に入ってからの為替市場を考えると、「なんのこっちゃ？」ということになるかもしれない。もちろん、そんな風にならないことを願うばかりですが、末尾に「7」がつく年は市場が大荒れになる、というジンクスもあることゆえ、そろそろ「ルービンの法則」を復習しておいた方がいいかもしれません。

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)