

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：強いドル政策の終焉か？ 1p

&lt; 今週の”The Economist”から &gt;

"Now, the waging of peace" 「さあ、平和の収穫だ」 7p

&lt; From the Editor &gt; 「船の科学館」 8p

\*\*\*\*\*

## 特集：強いドル政策の終焉か？

エビアンG8サミット、中東和平の進展など、いろんな動きが見られた今週ですが、久しぶりに為替の動きに注目してみたいと思います。最近の米ドルの下落をめぐり、「強いドル政策は終わった」という認識が広がっています。これは世界経済に大きな影響を与えるし、そもそも米国経済の基礎的条件を考えれば、「弱いドル政策」はドルの暴落を意味するのではないか、などさまざまな議論があるところです。

筆者は少し違う見方をしています。そもそも**ブッシュ政権は為替政策と呼べるものを持っておらず、通貨を誘導するような意思はない**。こう言ってしまうと身も蓋もないのですが、とにかく普通の常識にこだわっていると、この政権が描いている経済政策の本質は見えないのではないかと考えています。

## 実効レートで見たドルの下落率

まず「ドル高、ドル安」を何で計るべきか。日本人が一喜一憂する「ドル円レート」は、ワシントンの人々の念頭にはない、ということを最初に押さえておく必要がある。

米国でもっとも一般的に使われるのは、連銀が発表しているドル実効レートである。これには、「Broad」「Major Currencies」「OITP」「G-10」などの種類があり、もっともよく使われるのは、主要26カ国を相手にする「Major Currencies」だ。26カ国のウェイトは、輸出入や競争力などを換算して毎年変更され、2003年では以下のような比率となっている<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/releases/h10/weights/>

「ユーロエリア」17.444%、「カナダ」16.967%、「日本」12.066%、「メキシコ」10.568%  
「中国」9.047%、「英国」4.404%、「韓国」3.866%、「台湾」3.266%、「香港」2.600%  
「マレーシア」2.201%、「ブラジル」1.926%、「スイス」1.719%、「タイ」1.546%、  
「フィリピン」1.144%、「豪州」1.249%、「インドネシア」1.165%、以下略

さて、そういう視点で昨今の「ドル安」局面を振りかえってみよう。以下は連銀が発表している月次の実効レートの推移である<sup>2</sup>。

### Nominal Major Currencies Dollar Index

Jan 02	107.87	Jan 03	96.03
<b>Feb 02</b>	<b>108.60</b>	Feb 03	95.02
Mar 02	107.58	Mar 03	94.28
Apr 02	106.82	Apr 03	93.98
May 02	103.89	<b>May 03</b>	<b>89.67</b>
Jun 02	101.19		
Jul 02	98.75		
Aug 02	100.15		
Sep 02	100.43		
Oct 02	100.93		
Nov 02	99.53		
Dec 02	98.62		

昨年2月の108.60を頂点に、5月の89.67までの下落率は - 17.4%だから、15ヶ月間の動きとしてはかなり急である。たとえば1980年代のドル安局面では、85年3月の140.35から86年6月の107.74まで、15ヶ月間で - 23.2%下落した。もっと最近では、94年1月の89.13から95年4月の77.68までの - 12.8%というのがある。すなわち現在のドル安局面は、「プラザ合意後ほどではないけれども、95年の円高ドル安局面のときより、下げ方は急」といえる。

### なぜドル安なのか

最近のドル安の原因としては、以下のような原因が考えられる。

対イラク戦争に伴う「有事のドル安」( ? )

デフレ懸念など、景況感の悪化

利下げによる金利格差の拡大

---

<sup>2</sup> [http://www.federalreserve.gov/releases/h10/summary/indexn\\_m.txt](http://www.federalreserve.gov/releases/h10/summary/indexn_m.txt)

しかし、どれも決定的な理由とは考えにくい。まず、はいわゆる「地政学的リスク」だが、イラク戦争が米軍の圧倒的な勝利に終わった後もドル安トレンドが続いている。どうやら為替レートと戦争は、さほど深い関係があるようには見えない。

については、欧州や日本に比べれば米国経済の方が成長率は高そうだし、そもそもデフレは通貨価値の増大を意味することを考えても、これが原因でドル安といわれても素直に納得しがたい。

そうすると、の金利差があやしい。米連銀は「デフレファイター」たらんことを宣言しており、ドル金利はまだまだ下がるという見通しが一般的である。日本では金利がゼロ以下には下ならず、欧州は利下げが遅れ気味（ECBは6月5日に0.5%下げ）なので、その金利差からドルが売られている、というシナリオである。

しかしながら、それでは米国の長期金利が低下し、米国株も活況を呈しているという事実との整合性がとれない。海外からの資金はなおも米国に流入し、米国債や米国株を買い続けているのではないか。なぜドル高ではないのだろうか。

そうすると出てくる便利な解釈が「政治の意向」である。米国は「強いドル政策」を放棄しつつあり、意図的にドル安を演出しているのだ、という説明で、これは確かにもっともらしい。緩やかなドル安は、ブッシュ政権にとってメリットが多いからだ。

- ・ 輸出の拡大を通じて景気回復に貢献する。
- ・ 来年秋の大統領選挙にもいい影響がある。
- ・ デフレ圧力を軽減できる。

ということで政治誘導によるドル安、という分には誰も反対する理由がない。

## スノウ財務長官の不規則発言

これを裏付けるかのように、5月に入るとスノウ財務長官の「ドル安誘導発言」が目立つようになる。「ドルが低水準になれば輸出が促進される」、「これまでのドル下落は穏やかだった」などの発言でドルが売られる局面が続いた。

とくにG8蔵相会合において、「米政権は、もはやドルの強さを他の主要通貨に対する市場価値で計ることはしない。強さとは、人々のドルに対する信認や偽造しにくさを反映するものだ」と語ったことは決定的で、「ブッシュ政権は、8年目にして強いドル政策を放棄した」（Wall Street Journal）ものと見なされた。

ジョン・スノウは今年1月13日、悪評高かったオニール長官の後釜として、第73代の財務長官に任命された。スノウは産業界出身（鉄道大手のCSX会長）であり、かつてニクソン政権の一員であったことも考え合わせると、新財務長官が「根っからのドル安論者」という解釈も、まんざら説得力がないわけではなかった。

それにしても奇妙なことが多かった。たとえば、「新しいドルの政策を決めるのに、スノウと財務省の高官（たとえばジョン・テイラー次官）との間で会合が持たれていない」<sup>3</sup>こと。万事において「一致団結・体育会系」のブッシュ政権で、スノウのコメントが突出していたのも不思議であり、普通ならフリードマン補佐官あたりが援護射撃をしなければならぬところである。

結局、スノウ長官の発言は「意図的なトークダウン」ではなく、単なる不規則発言に過ぎなかった。そのことはG8首脳会合において、ブッシュ大統領自身が「強いドル政策に変更はない」と発言したことで裏付けられた。ブッシュがサミットの中で軌道修正に至った経緯には諸説あるが、「ドル安容認発言による混乱を懸念したグリーンSPAN議長が、チェイニー副大統領を通じて、強いドル支持を打ち出すようにホワイトハウスに要請した」というのが実態に近いのではないかと思う。

グリーンSPAN議長はルービン/サマーズ財務長官との二人三脚が長く、「強いドル」の重要性を深く認識している。しかし自身が為替について語ることは避けるし、どうしても必要なときには、かならず「為替は財務長官の専管事項」であると前置きしてから発言する。こういう用心深さがあるから長期政権が可能なのだが、そんなグリーンSPANも今回はさすがに見るに見かねた、ということらしい。

結局、スノウ財務長官は一部で言われ始めたように、“He is a Railroad man.”（所詮は鉄道屋さんで、市場との対話なんて無理）ということであろう。そもそも、「先発ピッチャーを超える中継ぎピッチャーはいない」のは、どこぞの球団に限った話ではない。中間選挙終了後のドタバタ劇で決まった「スノウ財務長官、フリードマン経済担当補佐官」のコンビに、目の醒めるような活躍を期待するのは気の毒というものだ。

ところでブッシュ大統領の「強いドル発言」には、「語るに落ちる」おまけがついた。「ドル相場は自分ではなく、グリーンSPAN議長が決めること」と述べたことである。これは初步的な事実誤認であり、ブッシュの「経済音痴」ぶりを裏付ける貴重な証言といえる。「ブッシュ政権に為替政策なし」を自白したようなものである。

思うに近年、為替アナリストたちをこれほど失望させた発言はないのではないか。財務長官の発言を深読みするのも間違いなら、大統領も為替のことはちっともわかっていない。ということは、真面目に米国政府高官の発言をウォッチする作業は無意味ということになる。

実際、その通りなのである。市場にはクリントン時代の意識が強く残っていて、政府要人が為替の動向を日々気にしていると信じている。だが、筆者の見るところ、ブッシュ政権にそんな気配はまったくないのである。

## 「強いドル政策」の実態

---

<sup>3</sup> リチャード・カツツ（The Oriental Economist 6月号）

ブッシュ政権は、為替を政策に利用しようという意思が乏しい。この点でクリントン政権が、前半のベンツェン財務長官時代にはドル安を通商政策のツールとし、後半のルービン財務長官時代はドル高を資本流入に役立てたことと際立った対象をなしている。

これは為替に限ったことではない。クリントン政権時代の経済スタッフは、米国経済に関するデータを細かくチェックし、財政赤字や経常赤字が無制限に増大することは看過できない、という認識を共有していた。それゆえに財政再建のための努力をしたし、ときにはよその国に向かって「黒字を減らせ」という圧力をかけたりもした。民主党政権時代は、「人為的な努力を続けなければ、経済はもたなくなる」という哲学があったのである。

これとは対照的に、ブッシュ政権はそうした必要性を認めない。大規模な減税によって財政が赤字に転落しても、それがどうしたと思っている。この辺ののん気さは、レーガン政権とまったく同種の思考基盤が窺える。ブッシュ政権にとっての減税とは、経済政策ではなく、「小さな政府」という草の根保守派のイデオロギーの発露にほかならない。増大する経常収支の赤字も、それは旺盛な資本流入の結果なのだから問題はない、と考える。なぜなら、そうした不均衡は市場が解決するものであって、政府が介入すべきではないからだ。

そういう意味では、米国の「強いドル政策」はとっくの昔に終わっているとさえいえる。なぜならブッシュ政権は、自分の手で為替をコントロールする必要性を認めていない。為替政策がないのだから、強いドル政策もないという理屈である。

たしかにブッシュ大統領は、「強いドル政策に変更はない」と言った。言葉の上ではたしかにそう言うが、では市場に介入してでも強いドルを実現するか、と聞かれれば答えは明らかにノーである。議会が為替介入資金の支出にきびしく目を光らせている米国においては、為替市場への介入は非常に不人気な政策なのだ。そしてその手の行為をもっとも嫌う共和党右派の人脈が、現ブッシュ政策の主流を形成しているのだから。

国際政治の世界においては、田中明彦東大教授が唱える「"Word Politics"（言葉の政治）」という流行語がある。それくらい各国指導者の「言葉」が重みを持つ時代になったということだが、「強いドル政策」を「"Word Economics"（言葉だけの経済政策）」と呼んでもいいかもしれない。言葉の上では存在するが、内実を伴うわけではないというわけだ。

## 「弱い円政策」が支えるドルの価値

ブッシュ政権は為替政策を放棄してしまったが、日本はそういうわけにはいかない。従来通り、「弱い円政策」を愚直なまでに続けている。首相や財務相が、自国の通貨が弱くなることを希望する発言を積極的に繰り返すのみならず、政府による市場への介入が常態化している。そして、それに対する批判もほとんど出ない。これがいかに異常なことかは、一応自覚しておいた方がいいと思う<sup>4</sup>。

---

<sup>4</sup> 拙稿「為替介入の不経済学」（フォーサイト2002年9月号）で詳述している。

普通の為替介入は、自国通貨を防衛するために行われる。多くの場合、この手の試みは成功しない。アジア通貨危機の例が典型的であり、投機筋が売り方に回ったりして、最後は中央銀行が外貨準備を使い果たして万策尽きる。通貨が弱くなる国の末路は哀れである。

ところが日本の場合は、為替介入とはほとんどが「円売り」を意味する。円高が進行すると、各方面から日本経済を守れとの大合唱が生じる。そこで通貨当局による大規模な介入が繰り返される。自国の通貨が強くなることを喜べない変な国なのである。

財務省のホームページで「外国為替平衡操作の実施状況」をチェックすると<sup>5</sup>、**今回のドル安局面では今年1～3月に2兆3867億円もの資金が投入されている**。財政資金ではないけれども、政府短期証券で市場から調達された円貨（りそなグループへの公的資金投入額に匹敵する）が、外国為替市場で外貨（ほとんどが米ドル）に換えられ、外貨準備という形で寝かされる。その結果、日本の外貨準備は、今年3月時点で4961億ドルに達した。

恒常的な円高の原因は、つまるところ日本の経常黒字にある。国際競争力の低下が叫ばれて久しい日本経済だが、6月4日に発表された日本貿易会の「貿易動向見通し」を見る限り、**日本の黒字は2003年度も健在である**<sup>6</sup>。輸出は過去最高だった2002年度の50.1兆円を上回り、2003年度は記録を更新する見込み。貿易黒字は2002年度の11.6兆円から2003年度も13.1兆円と堅調に推移する。その結果、経常黒字も13.3兆円から、過去2番目の14.6兆円に伸びる見込みである。（いずれも国際収支ベース）

日本が貿易で稼いだ外貨は、資本収支という形で民間部門が還元するか、あるいは為替介入という形で政府が還元するかのいずれかである。さもなくば、市場にはドルの余剰が生じて、円高ドル安という形で調整されることになる。それが嫌だから、ついつい為替介入が増えて、使う当てのない外貨準備が増えるという仕組みになっている。

日本と同じことをやっているのが中国だ。中国の外貨準備は、3月時点で前年同期比38.8%増の3160億ドルに達している。**中国もまた、人民元を守るためにせっせとドルを買い続けている**。「弱い人民元政策」は、日本では大変評判が悪いが、視点を米国に置いて見れば、日本と同じことをしているに過ぎない。

米国の経常赤字は、2002年時点で5034億ドルに達している。こうやって海外に流出したドルを、アジアの黒字国が為替介入という形でせっせと還元するものだから、結果として「強いドル」が維持されている、という危うい構造がある。

双方の通貨当局同士がそれを認識しあっているのならともかく、おそらくブッシュ政権側には、その辺の感覚は皆無であろう。たぶんグリーンSPAN議長だけが、ひそかに「強いドル」の脆弱さを自覚している、というのが実態ではないだろうか。

---

<sup>5</sup> <http://www.mof.go.jp/1c021.htm>

<sup>6</sup> <http://www.jftc.or.jp/research/statistics/statistics.htm>

< 今週の”The Economist”から >

”Now, the waging of peace”

May 31<sup>st</sup> 2003

「さあ、平和の収穫だ」

Cover Story P11 ~ 12

\* ブッシュ大統領が欧州、中東を歴訪。「イラク戦争勝利」という成果を手に、これから何を  
得るのか。 ”The Economist”誌は中東和平の前進を高く評価しています。

< 要約 >

勝利のあとは何を指すのか。その答えはブッシュの外遊で出るだろう。ポーランド、セントペテルスブルグ、エビアンG8サミット、そして中東での会談が待っている。

ブッシュ大統領の構想力を過小評価してはならない。彼はG8サミットの後に、シャロンとアッバスに会うと宣言して敵味方を驚かせた。この瞬間、果てしない紛争が終わるという望みが芽生えた。イスラエル=パレスチナ会談で何が起ころうとも、それを召集したブッシュの功績が、エビアンでのシラクを上回ることは確実である。

ブッシュは純粋だと信じるべき理由がある。彼は昨年6月、イスラエルが67年戦争で得た土地に、2005年までにパレスチナ独立国家を作るというビジョンを発表した。しかし具体的な計画が欠けていたし、パレスチナ人に無理な要求をしていると思えた。それゆえに、彼の関心は所詮フセインなのだとか、クリントンの二の舞は嫌なのだろうと思われたのである。

今ならブッシュを信じられる理由とはなにか。戦争に反対した者といえど、フセインが除去されたことには賛同している。シリアやイラン、ゲリラなどに圧力をかけることもできるようになった。脅威を取り除くことで、イスラエル人は安心して妥協できるようになり、パレスチナ人は暴力で目標を達せられると信じにくくなった。これでブッシュには見込みができた。独立パレスチナを実現することで、アラブ社会やイスラム圏全体に、米国がテロや不法体制と戦うのは、イスラムを敵にするものでないと示すことができるのである。

第二に、パレスチナ人も平和に一歩近づいた。アラファトは今も名目的な議長に留まっているが、首相に選ばれたアッバスは「自爆テロは災厄」だと宣言している。たとえ今は自爆を止められなくても、その意思はある。アラファトにはそれさえもなかった。

第三に、シャロンは米、EU、露、国連による中東「ロードマップ」の受け入れを閣議決定した。米国大統領よりは、みずからが率いる右派を怒らせることを選んだのだ。普通なら選挙の時期には、米国大統領は中東和平を諦める。だがブッシュは行動し、シャロンは300万以上のパレスチナ人を支配し続けることはできないと堂々と発言している。

中東の基準からいえば、これらの変化は望ましい瞬間である。1937年に英国ピール委員会  
が、ユダヤとアラブの分離を提案した時以来だ。その後、双方が幻想を持ち続けたが、今では大多数が分離を望んでいる。そのためには、イスラエルは67年以後に殖民した地域を放棄せねばならず、パレスチナはほとんどの難民が戻れないことを受け入れねばならない。

双方にとって厳しい妥協が待っている。ブッシュがそれを目指すならば、批判者達も協力

すべきである。パレスチナの平和は、米欧の衝突やアラブ世界の問題、イスラムテロなどを解決はしない。アラブ人は遠い未来にのみ、イラク占領を認めるだろう。だがパレスチナ問題を解決した大統領は歴史に名を残す。ブッシュにとっては平和を収穫するときである。

## < From the Editor > 船の科学館

昼間に会社の近所にある船の科学館まで出かけて、展示してある「不審船」を見てきましたので、以下は簡単なご報告まで。

2001年12月22日、鹿児島沖に表れた不審船は、日本の巡視船の追撃を受け、最後は自爆して中国の経済水域に沈没しました。昨年秋、これを引き上げたものを、船の科学館で展示しているわけですが、船はすでに中身を精査され、国籍も北朝鮮と分かっているので、ここでは「工作船」と呼ばれています。

入場料は無料。建物の中に入る必要はなく、向かって左手側に展示されています。雨の降る6月4日に行列に着いてみたら、工作船の前に出るまで約20分待ちでした。見学コースは簡単で、船をぐるりと一周すれば終わり。ものの10分とかかりません。

船は一種、異様なムードを漂わせていました。端的に言うと、ボロイ船です。海上保安庁の威嚇射撃により、薄い船体には弾丸の穴が無数に空いている。それでもスクリューは4本もあり、ロシア製のディーゼルエンジンで、速度は30ノット（時速55キロ）も出るとのこと。武器もロケットランチャーや2連装機銃など、強力なものを積んでいる。8人が乗船していたそうですが、生活感などはまるでありません。こんなものに乗って、薬物などの運搬に携わっていたのだとしたら、つくづく強靱な意志の持ち主たちだったのでしょうか。

どう鼻屑目に見ても、この船は犯罪目的のために作られたとしか思えない。こんなのが日本近海で何隻も活動しているというから驚きです。この工作船を追撃した際には、海上保安庁の巡視船が実際に被弾し、乗組員に怪我人も出て、正当防衛として射撃を実施しています。それでも当時は武器使用への批判がありましたから、工作船の展示はそれに対する反証という意味が込められているのでしょうか。

結論として、やはり「法に従い厳正に対処」すべき相手ではないかと痛感した次第です。

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までお願いします。

〒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)