

# ドル・ユーロ・円の構図は今後どうなるか

内 海 孚

関理事長 それでは、お待たせいたしました。ただいまから、今月の「資本市場を考える会」を開催させていただきます。よろしくお願いいたします。

今日は、御案内をいたしましたとおり、国際金融情報センターの内海理事長をお招きして、「ドル・ユーロ・円の構図は今後どうなるか」という題でお話をいただくことになっております。この演題を決めていただきましたのは随分前になります。御存じのように、最近の十日間ほど、この三つの通貨については、いろいろな動きがあり、その意味では大変いいタイミングになったのではないかと思っております。

内海理事長の御略歴をお配りしておりますので、あまり申し上げる必要はないと思います。大蔵省で税関係のお仕事も随分なさいましたけれども、国際畑の御活躍が非常に長く、国際金融局長、財務官、またその前にはアメリカ大使館の公使の仕事をなさっております。それで、いわば国際通貨マフィアの有力なメンバーでいらっしゃるわけでございます。退官後、慶應大学で御教鞭をとられ、多方面にご活躍をされております。

それでは、どうぞよろしくお願いいたします。

「ドル・ユーロ・円の構図は今後どうなるか」というテーマでお話をさせていただきました。為替市場は、当然のことですが経済やそれぞれの経済圏に住んでいる人たちの心理状態を反映するだけでなく、最近では、いわゆる「地政学的な問題」すなわち、テロ、イラク、北朝鮮問題などの動きも反映しますので、そのような問題に全部触れていかないと、「ユーロ・円・ドルの構図」もなかなか理解しがたいところがあります。

## 一、為替市場の特徴について

### (1) 現在の市場は「不美人投票」

まず、為替市場について特徴的なことを申し上げたいと思います。現在の為替市場は、美人投票でなくて「不」であるということです。美人投票ではなくて不美人投票です。この特性は、このと

ころ数年間変わっていません。すなわち、「ドル・円・ユーロ」のどの通貨が強くなるかに着目するのではなく、「ドル・円・ユーロ」のどれが弱くなるか、あるいはドルゾーンであるアメリカ、ユーロゾーン、そして日本のどこに弱いところがあるかに市場が着目して動いているということを見ていかないと間違えるということが第一点です。

### (2) マクロの経済パフォーマンスと為替相場

第二点は、特に外国のエコノミストにその傾向が顕著ですが、マクロ経済のパフォーマンスが為替レートを決めるということを大きな前提として置く傾向があります。そのために、今までも間違えてしまうことが多かったです。

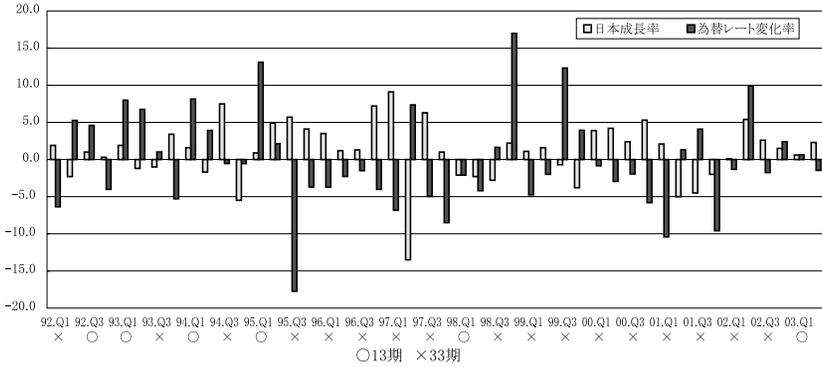
経験的に申し上げますと、円・ドルレートについては、あまりマクロ経済のパフォーマンスとは関係がない、と考えた方がよいケースの方が多

かったと思います。例えば、かつてドルが八〇円を切るような過度の円高になりました。そのときは、クリントン政権がスタートして、アメリカ経済は竜のごとく昇っていき、日本経済はバブル崩壊後でがたがたと沈んでいく状況でした。また細川内閣という非自民政権が発足して、単に経済のみならず、政治的にも最も不安定な時期でありましたが、このような時期にあのような過度の円高になったわけです。このような経験から判断して、概括的に見た場合、経済のマクロパフォーマンスが円レートにどのように影響しているだろうか、ということで作成したのが、お手元の最初の図表①です。この表では、一九九二年から四半期ごとに、その四半期の成長率が前の四半期の成長率よりも上がっているか下がっているか。成長率が前の四半期よりも上がって期末の円レートが強くなっていればマルとし、逆に成長率が前

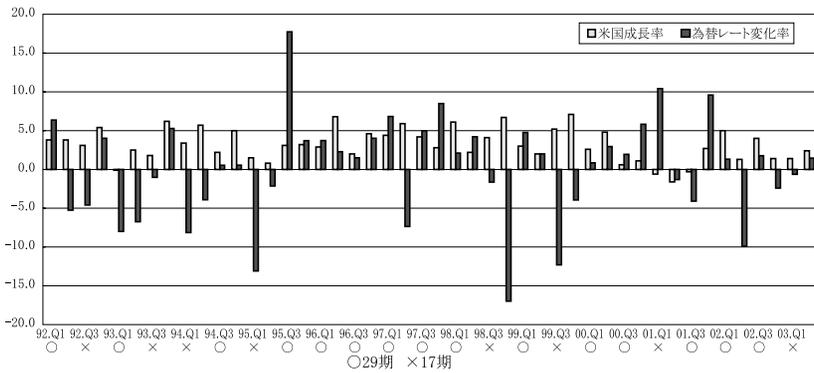
の四半期よりも下がって期末の円レートが弱くなっていれば、これもマルとします。そうでない場合には、いわば円レートと成長率の方向が逆ですので、×ということにしました。一九九二年から二〇〇三年までの四六の四半期については、一三期はマルで三三期が×なのです。これは大変大雑把なやり方ではありますが、円レートはあまりマクロの経済パフォーマンスとは関係ない、ということになります。

次に、図表②では、アメリカのサイドから見て、同じようにアメリカの成長率が、ある四半期で前の四半期よりも上回ってドルが強くなったらマル、成長率が前の四半期より下回ってドルが弱くなればマル、逆になった場合には×としました。アメリカの場合には二九期がマルで、一七期が×です。したがって、意外にもアメリカについては、マクロの経済パフォーマンスがドルレート

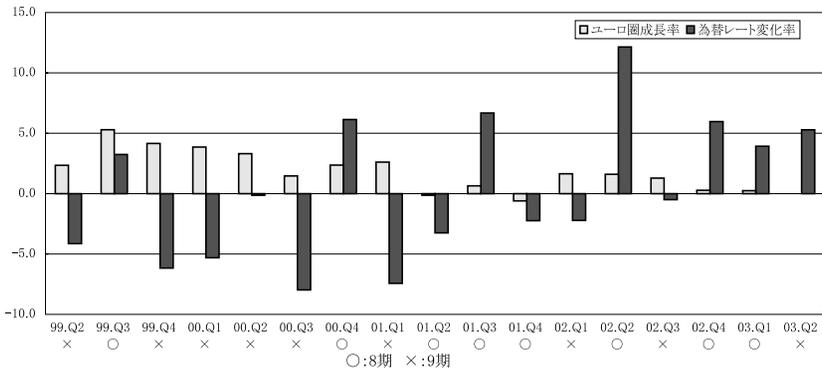
図表1 日本成長率と対ドル為替レート変化率



図表2 米国成長率と対円為替レート変化率

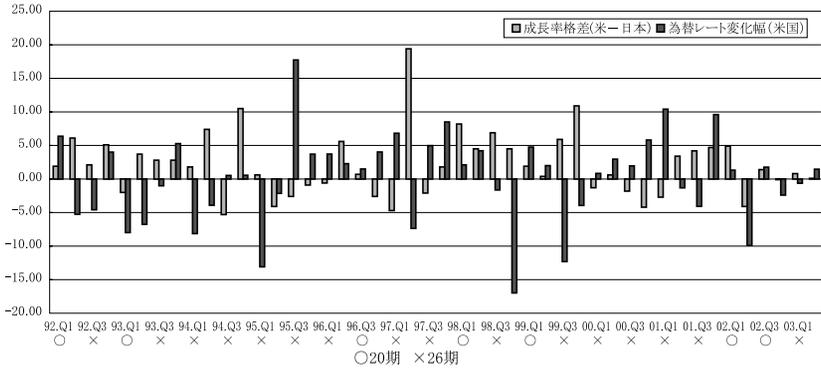


図表3 ユーロ圏成長率と対ドル為替レート変化率

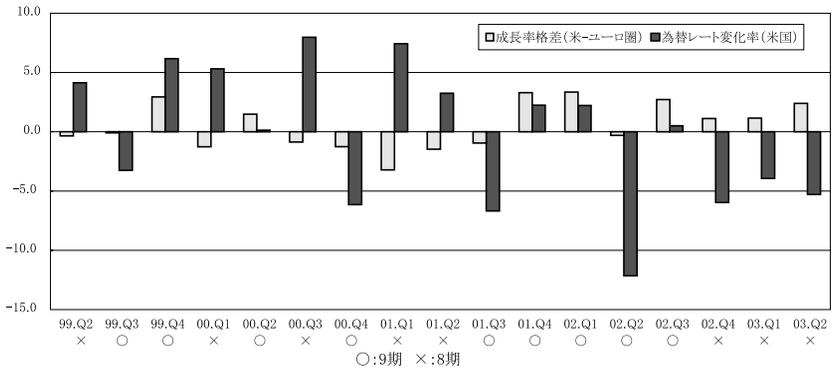


ドル・ユーロ・円の構図は今後どうなるか

図表 4 日米成長率格差と為替レート変化率



図表 5 ユーロ圏と米国の成長率格差と為替レート変化率



に影響している、という結果が出ています。

さらに、ユーロについても作ってみました(図表3)。ユーロは、御存じのように一九九九年からスタートしましたので、その第二・四半期からになります。マルが八、×が九です。このようにユーロの方から見た場合、マクロの経済パフォーマンスはユーロの対ドルレートとは関係がない、といえます。

また、図表4では、日米の成長率格差と為替レートの関係も見てみました。成長率格差が拡大したとき、格差が為替レートにどう反映するかを見ますと、これもマルが二〇で×が二六です。あまり日米間の成長率格差は為替レートと関係がない。図表5で見るように、ユーロと米国の成長率でも同じようにあまり関係がない。もちろん、マクロの経済パフォーマンスと為替相場との間にまったく関係がないとは申しませんが、過度に関

係付けようとするの見誤ることになります。エコノミストたちの為替相場の見誤りは、概ねそこから来ているということです。

### (3) ユーロファクターについて

第三点はユーロファクターです。ユーロが、先ほど申し上げたように、一九九九年から欧州の統合通貨としてスタートしました。最初は通貨としての信用を獲得するのに時間がかかり、御存じのように随分ドルに対しても円に対しても下がった時期がありました。このところ、ユーロが一・二に近づくようなことが一時あり、その後少し調整されていますけれども、比較的安定していましたが、ユーロだけが基軸通貨とされてきましたが、ユーロがそれに近づいた形で第二の基軸通貨として、いわばドルの競争相手として出てきました。このファクターは、やはり様々な意味で

大きな影響を与えます。例えば、アメリカ経済の經常収支の赤字が拡大していき、その赤字がうまくファイナンスされないような状態になってきたときに、今までであれば、ドイツ・マルクや円が買われるということになりますが、マルクや円はいずれにしてもドルとは並びようがない小さな世界です。あるいは、金を買われるということもあったのですが、現在では、ユーロがある。ということとは、何かあればドルからユーロに移りやすくなる。

今まで、我々はあまりドイツ・マルクとのレートなどを気にしないでいたけれども、円とドルとの関係を見る場合に、ユーロの要素も考えざるを得なくなりました。つまり、ドルが強くなっているのか、弱くなっているのかは、円だけの関係で見るとはなくて、やはりユーロとの関係をまず見て、それが円にどのような影響が出てくるかを判

断することが必要になっている。このように常にユーロを頭に置かなければ為替市場が理解できなくなってきたということが重要です。その意味で、従来は、ドルはラストリゾートの通貨だということが人々の頭のどこかにあつて、何か起こるとドルに逃げていくしかないということだったのですが、ドルに何かあつてもユーロがあるではないか、ということになります。この点が随分変わってきた感じがしています。

#### (4) 「地政学的ファクター」について

もう一つ、最近の状況として頭に置いておかなければならないのは「地政学的ファクター」つまり、また後で個別に申し上げますが、例えば、イラクの問題。今後、イラクの情勢がどのようにアメリカ自身のイメージに影響するかとか、北朝鮮の問題がどう展開したときに、日本の円にどう影

響するかということが、今まではそのような問題が余りなかったのですが、頭に置く必要があるということだと思います。

## 二、アメリカ経済とドルの動向

次に、それぞれの通貨圏について簡単にコメントします。どうしてもアメリカ経済は日本経済に大きな影響がありますので、アメリカ経済についての私の最近の見方をまず申し上げたいと思います。

御存じのように、アメリカは二〇〇一年九月一日の同時多発テロがあつて、その後、アメリカの中央銀行である連邦準備委員会は徹底して低金利政策を追求してきました。アメリカ本土が初めて直接外国からの攻撃にさらされたというショックから経済を立ち直らせるために、まず個人消費

が落ち込まないように、また企業設備投資が早く回復するようにということが、当然のことながら、目的であつたわけです。結果的に見ると、個人消費はそれほど落ちなかつたのですが、企業設備投資が出てこない。ちょうど同時多発テロのあつた二〇〇一年九月の後の二〇〇二年の初めの時点で、アメリカのエコノミスト達とアメリカの企業経営者の人達に会うと、その意見は全く対照的でした。エコノミストは、本当に例外がなく年の半ばごろまでのV字型回復説をとつていました。それに対して企業経営者は、およそ、それはほど遠い意見であり、企業の利潤も出ないような経済状況の中で、そんなに景気が急速に立ち上がると思わないということでした。

連邦準備委員会でも、現在の景気は個人部門で何とか支えられている、という見方でした。個人消費も底堅く、また、特に低金利であるために、

家の買替え、新築に伴う住宅建設が非常に大きな波となつて出てきている。アメリカのような広い国ですから、住宅価格が平均的に大体五〜六%上昇していた。株式市場方は大幅な調整を受けていました。住宅価格の方は上がっていたのです。

したがって、低金利になつたので、その恩典を受けるために今までのローンを返して借り換えのと、従来よりも住宅の担保価値が上がっていますから、例えば三〇万ドル借りていたのが、今度は四〇万ドル借りられるわけです。この結果、それだけ手元には新しいキャッシュフローが生じ、これがまた消費に回ることになる。この借換えの額は、二〇〇二年は一・五兆ドル、二〇〇三年は、既に二・六兆ドルにまで達しているといわれています。これが大変大きな額の消費を生みました。このように低金利のメリットと、借換えに際して持家価格が上がったことによつて余計に借りられ

ること、この両方のメリットが個人の手元を潤しましたので、個人消費が住宅投資とともにアメリカ経済を支えることになつたのです。

連邦準備委員会は、アメリカの景気が本格的に回復するためには、企業設備投資が出てこないといけないという考え方です。したがって、いずれ設備投資が出てくるまで、何とか個人消費が持ちこたえてくれないかという気持だったので、個人から企業設備投資へのバトンタッチのシナリオはいまだに実現していません。

先ほど申し上げたように、経営者は悲觀的な気持ちはずっと持っています。それが何に由来するかというと、日本とある意味で似ているのが、企業が価格設定をする能力が失われている。つまり、激甚な競争市場で利潤をあげることが困難になっている。そのような中で設備投資を行うことは難しいという気持ちがあつたところに加え

て、エンロン、ワールドコムに始まる企業会計スキャンダルが発生しました。これは、企業経営者にとっては一種の心理的な拷問のようなことになります。企業会計の処理の上で、今までいろいろ工夫をして利潤を生み出していたのですが、企業経営者自身も、これを監査する監査法人も、固めに利益の計算をせざるを得なくなり、これも設備投資への意欲を大きく減殺することになっています。

このように、設備投資が依然として出てこない間に、徐々に雇用の状況が深刻になって、個人消費が息切れして、バトンが落ちてしまうと二段底になるのですけれども、今のところは二段底にはなりそうもない。個人消費も意外と堅調です。これはやはり低金利の効果です。低金利に助けられて、車、住宅などの金利敏感商品が依然として売れているということで景気が維持されているわけですが、企業の方は、先ほど申し上げたような状

況ですから、設備投資もしないし、雇用も増やさない。したがって、非農業部門雇用者数は、依然として減り続けています。

その意味で個人のコンフィデンス（信頼感）もいま一つぱつとしない。このところ長期金利が大分上がってきています。アメリカの個人消費や住宅投資については、依然として数字はそんなに悪くないので、設備投資に良い数字がちらほら出てくれば、これでもう景気は大丈夫かというところについてはまだ疑問符が残ります。したがって、連邦準備委員会では、現在の1%の水準にある短期金利をかなりの期間永續させていくのだとっています。

最近、長期金利が急激に上がったことについては、いろいろなハプニングによる点があります。まず、六月の連邦準備委員会の政策委員会で、○  
・5%下げるとののだと、マーケットのみなが信じ

込んでいました。信じ込んだところが、〇・二五％しか下げない。その失望感が、長期金利の上昇に表れている。

また、私が五月にアメリカに行ったときに、マーケット関係者達はみんな、ドルが下がって国外から資金が流入しなくなったとしても、アメリカの国債価格が下がるようなことはない。国債価格が下がれば、連邦準備委員会が長期国債の買い切りオペを実施するからだと言っていました。グリーンズパンあるいは連邦準備委員会が「デフレ」という言葉こそ使いませんが、「非常に低いインフレ率のリスク」という表現を使って、その場合には何か異例な措置をとることを検討するということをいつていたものですから、いざとなれば連邦準備委員会が長期国債を買ってくれるから長期金利が上がることはないと思んが信じ込んでしまったのです。

ところがグリーンズパンは、そのような対応を取ることが必要になる可能性があるとはそれほど思わないと発言して、これを打ち消した。つまり、マーケットの方が先行してしまったことであっても、結果的には裏切られたような気持ちになつて、長期金利が上がった。そこへ、今度はアメリカの財政赤字が、恐らく年間五〇〇〇億ドルの規模になることが、近々にも議会予算局の発表で出てくるでしょう。そのような財政赤字の拡大もあつて、長期金利がなかなか下がらない状況にあります。このため個人の住宅ローンの借換えが起こらなくなり、一方で雇用が回復しないとなると、個人消費が息切れするリスクがあります。またブッシュ政権も減税を既に実施し、グリーンズパン議長も金利をここまで下げてきていますので、さらに財政、金融的な措置をとるのも難しい。これは少しずつ日本に似てきたようですが、

そのようなリスクがあるということを頭に置いておいた方がいいのではないかと思えます。そのようなアメリカ経済の状況が、アメリカの第一番目のウィークポイントであります。

第二番目のウィークポイントは、経常収支赤字です。恐らく、今年のアメリカの経常収支は六〇〇億ドルレベルの赤字になるだろうと思えます。これはGDPの六%程度になります。今のところ、今年の六月頃までの統計を見ると、経常収支の赤字を補うだけの資本の流入があるので、この大半はアジアの国からのものです。しかも、そのうちのかなりの部分は日本、中国をはじめその他アジアの国がドルに対して自国通貨がそれほど強くならないためにドル買い介入をしているという形で入っています。しかし、このようなアメリカへの流入がいつまで続くのかを考えてみると、米国経済の強さ、ドル資産の魅力に引き

つけられて資金が入ってきているのとは違いますが、アジアの通貨当局の介入資金が米国の経常収支赤字の大きな部分をファイナンスするということがいつまでつづき得るか。これはアメリカの最大の弱みです。

第三番目のウィークポイントは、アメリカ政府に、ドルについて一貫した「通貨戦略」が欠如していることです。時には、人民元だけでなく、円も頭に置いて、今までのドル高を是正するような発言があるかと思つと、やはり「ドル高を支持」という発言に戻つたりして、どうも一つの戦略がみられない。結局は、アメリカは、現在、ドルについて「市場放任」、「市場放置」です。通貨戦略がないことが、ドルの弱みであることは確かです。

第四番目のウィークポイントとして、ドルについての潜在的な問題は、先ほど申し上げたユーロファクターです。今年の初めの頃に、ドルが弱く

なつてユーロが強くなりましたが、そのときの重要なファクターは、中近東の国が、単に経済的なりスクだけでなく、いろいろな政治的な絡みなどを含めて、ドルからユーロへシフトさせたことによるものですし、また、アジアの国も、かなりドルからユーロへシフトさせたということが、マーケットの関係者の間では流れていました。したがつて、いろいろな地政学的な問題が出てくると、そのような形での動きになり得るといふことです。また、何か大規模なテロがあるようなときは、アメリカの株式市場もドルもアメリカの国債も大きくなりスクにさらされます。もっとも、これは予測することが非常に困難な話でありますが……。

## 二、ユーロ圏経済とユーロの動向

次に、ユーロ圏について説明いたします。ユーロ

圏の弱さというのはマクロ経済の状態が悪いことです。ユーロ圏全体としては、第一・四半期はプラス〇・一％上昇だったのですが、第二・四半期はゼロ％でした。私たちの国際金融情報センタ―が昨年、世界の経済見通しを出したときに、アメリカについては二％と置きました。これは、そのころのいくつか出されていた見通しの中では、最も低い水準でしたけれども、概ねその辺に収斂しそうな気配です。ユーロ圏については一％と置きました。そのころ、一％というのは一番低い見通しでしたが、今やユーロ圏は〇・四％もいくかどうかというところではないでしょうか。日本については一・五％と置きましたが、当時は「まさか……」といわれました。しかし、その程度にいきそうです。したがって、われわれの見通しは、結果的には非常にいいところに入ったなと思つていきます。欧州経済については、当時は一％

という見通しも非常に低いと思われるのが、今や本当にほとんどゼロ成長になってしまったという状況です。

その中で最も悪さが目立つのが、ドイツ経済です。ドイツ経済はユーロ圏の約三分の一を占めています。第一・四半期はマイナス〇・二%の成長、第二・四半期はマイナス〇・一%です。もうこれは完全にリセッションです。オランダももっと悪いし、イタリアも悪い。そして一方、同じ通貨圏でもアイルランドやポルトガルのような小国が良くて、フランスが中間ぐらいという感じでしょう。ユーロ圏の難しさは、そのように各国の経済状況が全く違うにもかかわらず金融政策が一つだけということ。です。

もう一つのユーロゾーンの弱点は、欧州中央銀行が、為替介入や為替政策をこれまでなかなか持ち得なかったということです。なぜかという、

ドイゼンベルク総裁もそうなのですが、ユーロ圏の国々で、ドイツとフランス以外は、自国の通貨がドルや円に対してどうあるべきかというようなことは考えたこともないし、G7の中の協調介入も経験したことのない人達ばかりです。したがって、フランス出身の副総裁、クリスチャン・ノワイエ氏がいたときには、概ね彼が複数の政府と交渉しながら、若干介入はしたことはあるのですけれども、あまり有効な手が打てなかった。今年の一月にトリシェ・フランス銀行総裁が欧州中央銀行に行くと、これは非常に変わると思います。彼は、通貨の安定に非常に重点を置いた政策をとると思いますので、私はこの点はかなり変わってくると思っています。

三つ目のユーロ圏の弱みは、「安定成長協定」があるために、景気が悪くなっても財政的に手が打てない。つまり、財政赤字をGDPの3%以上

にしないという約束をしていますので、そのような財政的な手が打てないことです。

### 三、日本経済と円の動向

(1) いわゆる「デフレ」と物価の動向について  
日本に目を向けますと、日本は自分で「デフレ」、「リセッション」と信じこんでいるのですけれども、おもしろいことに、先進各国の中で、「自分の国はデフレだ」と率直に認めているのは、日本だけなのです。アメリカは、新聞などでは、グリーンズパンがデフレについての警戒感を述べて、いざとなったらそれにどう取り組むかを検討しなければいけないといったと報じていますが、「デフレ」という言葉は使っていません。「極めて低いインフレ率」という表現です。ドイツなどは、日本よりも生産者物価も消費者物価も下落幅

が大きいです。自分のところはデフレではないといっています。

歴史的に見ると、典型的なデフレの例としては、例えば一九二九年から三三年の間に、アメリカではCPIが一〇〇から七五・五まで落ちました。英国では一九二〇年から三三年の間に、一〇〇から六九・七%まで落ちました。日本も、一九二〇年を一〇〇とすると、一九二九年には七二・二、そして一九三二年には五三・九となっております、ほぼ半分になりました。このようなことは、例えば一九世紀の産業革命のときの英国でもっと激しくて、一八〇〇年を一〇〇とすると、一八五〇年には四九に下がっています。

日本の場合には、一九九八年から二〇〇二年の間の五年間に一〇〇から九七・三になっていますが、私は、こんなものは誤差の範囲内のようなものだと思います。しかし、日本は外国からデフレ

だといわれて、「はいデフレでございます」といつているわけですけども、デフレという呪縛にとらえられて悲觀的になつていても、実は何も始まらない。問題は、それよりも資産デフレだと思つたのです。

図表6の「物価の動向」に掲げてある数字を見ていただきたいと思つます、まず一九九〇年を一〇〇として二〇〇二年の平均を見ますと、総合では一〇五・八、つまり二二年間に五・八%しか上がつていない。そして、二〇〇〇年を一〇〇として二〇〇二年で見ますと九八・四となつて、若干下がつています。

この中で目立つのは、公共料金などは上がつています。例えば光熱・水道です。家具・家事用品、家庭用耐久財は、六一・八となつていますが、これは、家電などがASEANあるいは中国で生産されるようになったことによる国内価格の

値下がりです。ASEANや中国からの輸入品の価格が低いだけではなくて、国内の製品も上げられなくなることによるものです。一方、サービスは上がつている。家事サービスもそうですが、保健医療の影響で、医療サービスは約二二〇以上上がつている。通信は、ディレグレーションの結果、八一・九となつていますが、固定電話だけで見ると、電話代については、日米間の電話料金は四分の一になり、東京―大阪間は三分の一になつています。これはやはり規制緩和の結果です。また、教育費が上がつています。

日本の物価の状況は以上の通りですが、実は、アメリカでも、物の値段は下がつています。これは、輸入できる項目は下がつており、輸入できない項目即ち教育とか、家事サービスとか、医療サービスなどは上がつていふことです。このことは明らかに、市場がグローバル化して

ドル・ユーロ・円の構図は今後どうなるか

図表6 物 価 の 動 向

	1990年度=100とした時の 2002年度平均	2000年度=100とした時の 2002年度平均
総 合	105.8	98.4
食 料	104.0	98.7
うち生鮮食品を除く食料	106.0	98.7
光 熱 ・ 水 道	103.7	98.7
家 具 ・ 家 事 用 品	82.6	92.9
うち家庭用耐久財	61.8	85.2
う ち 寝 具 類	82.1	93.3
うち家事サービス	121.6	101.0
被 服 及 び 履 物	103.4	95.6
保 健 医 療	115.0	99.1
うち保健医療用品・器具	84.0	94.0
交 通 ・ 通 信	97.0	98.7
うち通信	81.9	93.8
教 育	133.9	102.1
教 養 娯 楽	100.4	95.3
うち教養娯楽用耐久財	38.6	68.6
諸 雑 費	109.3	100.2

(出所：総務省 消費者物価指数より JCIF 作成)

	1990年度末=100とした時の 2002年度末指数	2000年度末=100とした時の 2002年度末指数
市街地価格指数		
商業地	37.6	81.3
住宅地	69.2	90.9
(出所：日本不動産研究所市街地価格指数より JCIF 作成)		
マンション家賃（都心から50km圏内の2DK 最高価格）	94.8	N.A
(出所：住宅新報社マンション家賃調査より JCIF 作成)	(2001年度末)	
日経平均株価	30.3	61.3
電話代		
国際電話料金（日～米平日昼間三分間、KDD、KDDI）	26.5	100
国内電話料金（東京～大阪平日昼間三分間、NTT）	33.3	100
(出所：(社)電気通信事業者協会調査及び各社資料より JCIF 作成)		

化していく中で価格体系が変わってきているということだと思えます。

一方、アセットの方は、表の下の方にありますように、一九九〇年末を一〇〇とした場合に商業地は三七・六、住宅地が六九・二、それから株価は三〇・三となっています。このような状態ですから、問題は資産デフレなのです。一般物価と資産価格の低下を「デフレ」として一括して捉え、日本銀行の政策対応をうんぬんする向きもありませんが、それは当を得ていないと思えます。

先ほど申し上げたように、産業革命により物価が下がっていくのを金融政策で何かできなかったのかというと、当時は金本位制でしたから、通貨を充分に供給することはできない。そのため、デフレを一層悪化させた。これは事実です。しかし、現在は、そのような政策の手を縛るものではなく、既にこれだけ通貨供給を増やしているので

す。そもそも一%や二%の物価が上がった下がったというのは誤差の範囲内のようなものです。それで日本人がみんな悲観的になることはないのではないかと。だから、日本の場合には「デフレ」という呪縛からどう解放されるかが重要ではないかという気がします。

## (2) 景気回復の「鍵」について

また、「リセッション」的雰囲気の中で、实体经济は既にプラス成長になってきています。ユーロ圏よりもはるかに良くなっています。特に私が注目しているのは、日本の上場企業の業務純益がこの三月期は対前年に比べて七〇%も増加したということです。これは証券界の方々によく御存じですが、外国の人達にいうとびっくりするのです。売り上げが一%しか増えない中で、業務純益が七〇%増えているということは大変なことでは

す。これは、アメリカで一九九〇年代に景気がようやく上昇してきたときの始まりと非常に似ています。企業が徹底的にリストラクチャリングをやって、いわゆるフォーチュン五〇〇社が三五〇万人の人を放出しました。そのようにして、売り上げが増えなくても利潤が上がる体質をつくり、そうすることによって増えたマネーフローが設備投資に回り始めて、アメリカの景気がようやく持ち上がり出しました。雇用不安にずっと晒されてきた個人がお金を使い始めたのは、それからまた二、三年遅れてからのことです。

その意味では、私は、日本の企業のリストラがほぼ最終段階に来ており、今後、リストラによって生み出された資金が、単に借金の返済に使われるのではなくて、設備投資に回り出すかどうかというのが一つの鍵だと思います。そのためには、幾つかの呪縛から解放されなければならない。一

つは「デフレ」という呪縛から解放され、かつ「資産デフレ」が解決されなければならない。その意味で、株価の上昇が、経営者のコンフィデンスにプラスになることを私は期待しています。そうなれば、日本の経済回復のシナリオも見えてくるのではないかなと思っています。

その意味において、私は今回の税制改正は非常に良かったと思います。先ほど設備投資にお金が回るかどうかは鍵だと申し上げましたけれども、「試験研究及び設備投資の税額控除制度」は画期的な措置で、税制の面から、後ろから設備投資へ背中を押すことが期待できます。一方、資産デフレとの関係では、「株のキャピタルゲインと配当の一〇％分離課税制度」も思い切った措置だと思います。

その意味で、今日の日本経済にとって一番必要な政策を実施したと思っていますのですが、残念な

から、政府が良いことをやったということについて新聞はなかなか書きません。また、そのような改正が終わってから、経団連から、「配当とキャピタルゲインを非課税にすべきである」という発言がありました。そのような発言がなされ、投資家がそのようになると思ってしまうと、差し当たり株は買い控えてしまいますので、その意味では見当違いな発言でした。証券界としては今回の証券税制の改正を投資家のメンタリティを変えるのに大いに使っていただけではないのではないかと思います。

(3) 大幅な為替介入について

円の問題に戻りますと、現在の日本の介入額は、私が大蔵省にいたときとは三桁も四桁も違うような金額で行われています。この一―六月で七兆円のドル買い介入をやっているのです。これは

日本の貿易黒字をほとんど消すような大きな金額です。

人民元の問題も後で申し上げますけれども、人民元は過小評価だという批判が、日本も含めて、特にアメリカやヨーロッパから出てきていますが、人民元の問題を突き詰めていくと、日本はこんなに巨額な介入をやっているのかという議論になって日本の問題にはね返ってくる危険性があります。

最初に、円は、日本のマクロ経済状況とはあまり関係がないということを申しました。何に一番影響されているかというと、アメリカの要人の発言に影響されるのです。したがって、いつまでこのような大量な介入ができるかについては、アメリカの声が中国に向いていることとの関係で、日本の方に来る心配は全くないことはありません。アメリカ議会の「ジェネラル・アカウンティン

グオフィス」これは日本で「会計検査院」と訳してありますが誤りでして、議会の調査機関です。

この議会の調査機関が議会からの要請を受けて、人民元や円などのアジアの通貨が為替操作をしていないかということについての調査を行っていません。この機関は非常に調査能力もあり、また公正な立場をとるところですが、そのレポートが出されたときには、「要警戒」ではないかと思っと思っています。

#### (4) 北朝鮮問題について

次に、北朝鮮の問題がどのように進展するかについては、今後仮に非常にリスクが高まった場合には円安の方向に影響ということになります。北朝鮮を巡っては、ようやく六者会談が行われま

す。アメリカの安全保障関係者の見方は、アメリカの中でも二つに意見が分かれています。すなわ

ち、外交交渉をできるだけやろうという意見と、外交交渉をやっても決着はしないだろうという意見です。ただ、今はとにかく外交交渉でやれるだけやってみようという考え方で進んでいます。

アメリカは北朝鮮の問題を日本や韓国への核攻撃の可能性として見ているだけではありません。プルトニウムの加工を完成して、プルトニウムから抽出された原料で核爆弾ができたときには、グレイプフルーツほどの大きさの爆弾になるわけですから、これがテロリスト集団に高額で譲り渡された場合に、ニューヨークやロサンゼルスのような大都市も直接核爆弾の脅威にさらされるという見方をアメリカはしています。北朝鮮の問題は、単なる極東での安全保障の問題だけではなくて、アメリカ自身の安全保障の問題としてとらえられています。

北朝鮮はもう既に爆弾を完成しているといっ

いますが、アメリカの関係者からいろいろ聞いてみますと、現在持っているのは恐らくパキスタンの協力を得てつくったものであって、そんなに高度なものではないだろう、という見方です。しかも、小さな、コンパクトなものではないということとです。現在は、ブルトニウムの再加工を始めて、爆弾の直接の材料になるものを抽出し始めているかもしれないけれども、実際に爆弾をつくるにはさらに三、四カ月はかかるだろうと見ているようであります。いずれにしても、それを作らせないようにはしなければならぬし、また、それが輸出されるような可能性がある場合には、アメリカとしては、いざとなれば武力行使をしてもそれを阻止せざるを得ないだろうという考えである、と見ていていいのだろうと思います。

したがって、アメリカにとっては「交渉を行うが、そのタイムリミットはある」という考えのよ

うです。中国が間に入っていることに關しては、中国も北朝鮮の核武装は何としても阻止しなければならぬと思っている。それは、なぜならば、北朝鮮が核爆弾を持った場合には、核武装ができる技術的能力のある日本の核武装をとめられなくなる。それは中国にとって最大の脅威である。中国は、このような考え方です。したがって、その意味では、中国もロシアも同じ気持ちだろうと思います。この問題が、今後どのように推移していくかですが、まず、北朝鮮が求めている「体制の維持の保証」にはアメリカは応じない。「不可侵条約」についても、条約という形では応じる気はない。ただし、中国が内々提案している関係六カ国が集まって、地域的なコミットメントとして、「武力行使はしない」という取極めをするということについては、考慮する用意はあると思います。

北が核開発をここで放棄する、放棄するだけでなく、厳格な査察を受け入れる、また、国連だけではなくて、それよりも強化した第三者の査察が必要と考えている節もありますが、厳格な査察を受け入れる場合には、不可侵条約は締結しないけれども、地域的な「ミットメント」として、「武力行使はしない」、「日本、韓国からの経済援助を行う」（アメリカは自分で北朝鮮に対して経済援助をする気はありませんが）というのがアメリカの考え方ではないでしょうか。

その際の一歩のネットクは、「核開発しない」と約束しても、厳格な査察を受け入れるかどうかです。これが一番高いハードルではないかと思われています。国連の食糧援助計画で、食糧がきちんと回るべきところに回っているかについて調査に行こうとしても、北朝鮮はそれを拒否しています。ましてや核開発をしないこ

とを調べる強力な査察を受け入れるかが問題です。しかし、厳格な査察がなければ、口頭で「放棄しました」、「はいわかりました」というわけにもいきません。このため、交渉が始まってもそんなに簡単には進展しないのではないかという感じがアメリカでも持たれているということでもあります。

#### 四、年末に向けての為替見通し

以上のように為替レートについて、不美人投票という観点から、どの通貨がどの程度不美人かということを示し上げました。その場合、私は、明日の相場がどうなるかと、月末でどうなるかというより、概ね年末をにらんで今後の動きを見ているが、円については、「ドル＝一五円プラスマイナス五」と置いてあります。

まず、一一〇円を超える円安は非常に難しいと思います。アメリカの経常収支の状況、アメリカへの資金の入り方、それから、アメリカ経済について、私連邦準備委員会が期待しているほど年後半によくなくなるとは思えない、すなわち、年後半に年率三・五から四％の成長にはなかなかならないと思うものですから、一一〇円が円安の上限かと考えています。一一五円の水準では、MOFの強力な介入の壁がずっとありました。あの壁がなければもうとっくに一一〇円ぐらいの局面もありえたとと思います。したがって、このようなMOFの姿勢が国際的にサポートされている限りは一一五円で止まるとは思いますけれども、人民元との関係もあって、そんなに大量の介入が続けられるかというところに疑問符が付き始める場合には一一五円まで見ておいた方がいい。一番可能性の大きいのは、一一五円と一一〇円の間ですが、場合によつ

ては、一一五円から一一〇円まではあり得るという見方をしています。

ユーロについては、ひところのドルからユーロへのシフトが大分剥落してきています。現在では、長期金利が逆にユーロ圏の方が四〇ベースポイント程度低くなっています。したがって、ユーロについては、円でいうと一一〇円から一三五円ぐらいの感じで私は見えています。

そのように申し上げると、「随分、円高説だね。日本は円安になった方がいいのに」とお思いかもしれませんが。円安待望論はずっと日本の経済論調を支配してきました。私は「円安待望論はどこかに誤りを犯しているのではないか」という気がしているのです。もちろん、「人為的に円安にできるものではない」ということはあります。しかし、例えば、一ドル一四〇円になったとします。そうすると、どういことが起こるかというた、

日本は今デフレといわれていますが、日本で物価が上がらないのは、先ほどアメリカについて申し上げたように、内外の競争激化の中で、物価が上げられないからです。物価が上げられない状況の中で、日本のように、石油から原材料、食料まで全面的に輸入に全面的に依存している国では、原料コストが上がるわけです。原料コストが上がって、それが売値にある程度は転嫁できるかもしれませんが、恐らく相当利潤が蝕食されることにならざるでしょう。日本経済の回復は企業の方から起こると思っていますが、企業収益が円安・原料コスト高で食われてしまったら、日本経済は回復は期待できない。デフレというのは、値段が上げられないからデフレなのです。そこで原料コストが上がったときにどうなるかをよく考えないままに円安論を簡単に唱えるわけにはいかないと私は思っています。

## 五、中国の人民元について

最後に、人民元について申し上げます。私は、人民元の問題は、中国という大きな隣国とどうつき合っていくかということの中の一つの問題だと思えます。即ち、中国は、一つの国ではなくて、一つの大きな宇宙と考えた方がいい。その中には、既に先進工業国並みの経済の国もあるし、LLDC（最貧開発途上国）もあるわけです。例えば、上海地方の一人当たりGDPはマレーシアよりもはるかに高い。そして、貴州では一人当たりGDPはバングラデシュよりはるかに低いのです。

上海のように先端工業から労働集約産業まですべてそろっている先進国部分に、最貧途上国から無限に安い労働力が流入することができるという、この大きな宇宙とどうつき合うかということ

です。二月のG7の前に塩川大臣にも意見を求められましたので、「中国が貿易関係や投資関係などの外との関係を持っているのは、主として先進国部分なのだから、単にWTOで物の貿易を自由化していくだけでなくて、資本取引や為替制限などについても先進国並みのルールに従ってやってもらうことを求めるべきではないか。そうすれば、中国は、ドルに固定することは無理になり、いずれ変動させざるを得なくなる、市場によって人民元が動かざるを得ないことになるでしょう」ということを申し上げたことがあります。

中国に対しては、単にアメリカだけでなく、ヨーロッパからも声が随分高くなってきました。中国もそのことはよく知っています。いろいろな対策をとろうとしています。例えば、人民元の切り上げ要求をかわすために、外貨規制の一部を緩和する、すなわち、中国は、かつての日本で

やっていたように外貨集中義務となっています。

輸出者が受け取った外貨は中央銀行に集中しなければならぬ。中国はそれがある程度緩和して手元に外貨を持っていてもいいようにする、中国の企業が外国の債券を取得できるようにする、あるいは輸出補助金を削減する、税の還付を制限する、それから輸入促進策をとるなどの政策を打ち出しています。ちょうどニクソンショックの前に日本は、円切り上げ対策として、「円対策八項目」などを実施しましたが、我々の先輩たちが一生懸命やってきた施策を思い出させるようなことをいま中国がやろうとしています。しかし、日本の場合は、当時、厳しい為替制限を設けていたにもかかわらず、結局、もたなかったのです。中国でも、去年までは毎年五〇〇億ドルほどの資金が違法に国外に持ち出されていたということです。その方法は、例えば、輸出価格を本当は一五〇〇ド

ルの輸出をインボイス上は一〇〇〇ドルにする  
と、中国に入ってくるのは一〇〇〇ドル、残りの  
五〇〇ドルは外のどこかに置いておくわけです。  
それ以外にも頭のいい中国人ですから、いろいろ  
なことをやってお金を外に置いていた。それが毎  
年五〇〇億ドルだといわれている。それが中国の  
人民元が切り上がるという可能性が強いというの  
で、同じような方法を使ってどんどん戻ってきて  
いるらしいです。このように国の外からの金の動  
きではなくて、結局、国の中からもたなくなるの  
ではないかなと思っています。

今年の九月の初めにスノー財務長官がアメリカ  
から中国を訪問しますが、中国側は幾つかのカー  
ドを用意しているといわれています。一つは、  
「アメリカが人民元の切り上げをいうのであれば、  
膨大にため込んだドルの債券をユーロに換える  
ぞ」といってアメリカを脅かしたい気持ちもある

ように伝えられています。もう一つは、アメリカ  
からの物品の購入、例えば飛行機の購入です。中  
国は全部国営企業ですから、幾らでもそういう  
カードが使えます。したがって、ユーロ圏からの  
エアバスではなくて、ボーイング社から買うと  
か、そのような方策でアメリカの要求をかわそう  
としているようです。しかし、この問題はいろいろ  
工夫したとしても、結局は、時間の問題ではな  
いかという気がしています。

ただ、中国がWTOに加盟して五年以内に先進  
国並みの義務を負うことになってきますので、そ  
れを中国が本当に守った場合には、中国の元が切  
り上げになるのかどうか、疑問です。ある程度、  
弾力的にやって最初は切り上げるけれども、五年  
一〇年の期間で見た場合には、疑問符が付きま  
す。中国の人民元の問題については、そのように  
私は見ております。

この辺で一応私のお話を打ち切りまして、御質問あるいは御意見にお答えする形で補足させていただきます。ありがとうございます。

どうぞよろしくお願いいたします。(拍手)

関理事長 どうもありがとうございます。

それでは、どうぞ御遠慮なく御質問をお願いしたいと思います。いかがでしょうか。

質問 大変わかりやすいお話をいただきありがとうございます。今お話を聞いて、私も自分で頭をまとめたいと思っただけですが、まず一つは、日本はかなり成長が見えてきたというお話です。

これが、アメリカの一九九〇年代と同じような回復過程に入っていると思っておられるのかどうかということをもう少し詳しくお聞きしたいということです。

もう一つは、今のお話ですと、為替の三つの通

貨の中でやはりこれからしばらく円が一番強く、二番目にドル、そして三番目にユーロ、こういふ関係でここから一年ぐらいは続くのだからと理解したのですが、それでよろしいでしょうか。

内海 日本の回復過程と一九九〇年代に入ってからアメリカの景気回復過程と比べてみて、まず構造変革がアメリカでは一九八〇年代に起こっています。あの頃は「アメリカはもう終わりだ。アメリカから何も学ぶものはない」とバブルと好況に浮かれた日本の経営者がいつていた時代でした。その間に、アメリカは、先ほど申し上げたように、いわゆるフォーチュン五〇〇社といわれる大企業から三五〇万人の人が放出されて、その失業者たちが中小企業へ移り、あるいは新規企業を起す形で徐々に雇用に着いていく過程において、まず、アメリカの社会の中では非常に深刻な雇用不安があったわけです。したがって、賃金は上

がるどころか、一九八〇年代のアメリカは労働者の平均実質賃金は一〇年間でマイナスなのです。

そのような中で、アメリカの大企業が先頭になって、徹底的なリストラをやり、売り上げが伸びなくとも利益が上がる体質をつくり上げました。その結果、一九九二年ごろから徐々に大企業を中心として立ち上がり始めたわけです。そのようにして生まれた利潤が今度は設備投資に回ることで、生産性を上げるとともに、製品の質も改善することになりました。しかし雇用不安にとらえられていた個人の方はなかなかこれについていけないで、アメリカの景気がプラスに転じてから三年ぐらいたって、ようやく個人がお金を使い始めたわけです。

私は、それと重ね合わせながら現在の日本を見ているわけですが、日本が長い間影の中にあつて、このところようやく大企業を中心として利潤

が回復してきています。したがって、鍵はその利潤が設備投資の形で回り始めるのか、あるいは単に今までの借金をさらに減らすという形で返済に走ってしまうのか、そこがポイントだと思えます。

日銀の短観では、大企業は今後一年間は前年に比べて設備投資を一〇％程度増やすといっていますが、その後のいろいろな形でのヒヤリングでは、もう少し上積みされていくような感じもあり、株価の改善が続いていけば、かなり感じが変わってくるのかなという期待を持って見えています。ある日、個人が急にお金を使い始めるということも期待しても始まらないので、日本の企業部門がどのような行動をとるかで経済はリードされていくと私は考えています。そのような意味でもアメリカと同じようなパターンになるのかどうかに注目しています。

それから、円とドルとユーロの関係について

は、今おっしゃったように、あまり簡単にはいえないのですけれども、ドルと円との関係でいえば、年末あるいは来年の半ばまで展望すると、どちらかというところ、円高の方向で見るのかなという感じがしています。

ユーロについては、円とユーロの関係は、もうここまでユーロが下がると安定していると思いません。ユーロは、円と大体パラレルのような感じかなと思っています。ユーロとの関係はドルとのシーソーですから、あまり三つを順序立ててというのは難しく、今申し上げたような微妙な表現にならざるを得ませんが、そのように見えています。質問 米国経済についてお伺いします。先ほど、リスク要因として経常収支が六〇〇〇億ドルを超えるような赤字になりそうだというお話がありました。これが一つの大きなリスクだというお話ですが、米国政府としては、これに対してどのよう

な対応、手を打とうと考えているのか。その辺のところをお聞かせいただきたいと思います。

内海 クリントン政権の下でルービン財務長官が、「強いドルはアメリカの国益」といったのは何故かということになるわけですが、それはドルがどんどん下がっていくようなことになると、経常収支が赤字の中でアメリカに資本が入らなくなる、そうすると債券安、つまり金利高になり、株安になる。このようにトリプル安になったら、アメリカの経済の成長の維持は不可能になる。したがって、「強いドルはアメリカの国益」という有名な言葉が出てきたわけです。今も、表面的には、ブッシュ政権になってからも、基本的にはその旗はおろせない。つまり、ドルがたがた下がるようなことになると高金利、株安になって、アメリカの経済の足が決定的に引つ張られるおそれがありますから、その旗はおろせない。

ただ、クリントン政権と今のブッシュ政権との違いは、クリントン政権は、これは特にルービン以降の財務省ですけれども、必要があつたら介入をしてもドルが下がるのをとめる気持ちがあつた。また、現に介入を実施したこともあつた。だけれども、今のブッシュ政権は介入については消極的です。したがって、先ほど申し上げたように、あまり戦略がないと申し上げたのも、そのようなくとも含んでいるわけでした。「市場放任」というのが現在のブッシュ政権の考え方です。関理事長 私から質問させていただきます。

三極通貨の話ではありませんが、現在、いろいろなところで報道され、国際的な場で議論が始まっているようにですけれども、「アジアの債券市場」の問題、「アジア資本市場を育てていこう」という問題については、日本もかなり強力に押し出していると思いますが、この問題についてのどの

ようにお考えになっていらっしゃるのか、少しお話しただけだと思います。

内海 これは恐らく日本が旗を振って何か出てきそうな分野ではあります。ただ、基本的な問題があるいろいろあります。まず、アジア債券市場をリードしていくのはソブリン債だろうと思いますが、その場合に、第一に決済機構が未整備です。これはインフラとして早く整備しなければいけません。また、ムーディーズやS Pなどのアメリカ人の見方でしか評価のできないところだけに「格付け」を任せていいのかという問題があります。アジアのレーティングエージェンシーがもつと出てくる必要があります。

財務省がいま頭を痛めているのは、どのような形で保証のようなことができるかという問題です。これは比較的スタート時点の短期的な問題でしょうが、それらの問題があつて、そんなに簡単

ではないと思います。しかし、いまの段階で今後一番何かの姿が出てくるとすればこのアジア債券市場なのかなという感じがします。

関理事長 どうもありがとうございます。

もう一つ質問させていただきます。通貨の問題にはいわゆる地政学的リスクという言葉がありますけれども、アメリカやヨーロッパのいろいろな機関投資家等が日本に投資をしてくる、あるいは円についていろいろ判断をする場合に、日本の地政学的リスクとして、北朝鮮の問題については、どのように見ているのでしょうか。

内海 北朝鮮の地政学的なリスクとして、「目前の問題」としてとらえるようなムードが現在、アメリカやヨーロッパのファンドや年金資金などにあるかという点、そこまではいっていません。むしろ今彼らがリスクだと思っているのは、今まで日本株のシェアを徹底的にアンダーウェイトし

てきてところが、これだけ急激に日本の株が上ってきたものですから、それはリスクだという認識が始まっていることは確かです。したがって、この三カ月間ほどで四兆円ぐらい買い越しになっていきます。これで恐らく「代行返上に伴う売り」の大体七、八割は消化されたと見ていいのではないかと思います。

日本の外からの資金は、先ほどのような地政学的リスクではなくて、アンダーウェイトにしていたことからのリスクからかなり日本に入ってくる要素があると思います。そのときに大事なものは、アメリカやヨーロッパが見ているのは、意外と日本の機関投資家ではなくて個人投資家なのです。昔、円が一ドル八〇円を切るような円高だったときに、ジョージ・ソロスが私にいったのは、「日本の機関投資家がドル買いをするとは思わない。だけれども、日本の個人がドルの国債などを買い始め

たら私にいつてくれ。自分もそうしたら円からドルに換えるよ」といつていたことがありました。

今まで日本の株式市場は、外国投資家の資金が入っても、日本の投資家がついてこないので失望して、また売つてということを繰り返したのですが、いわゆるネット取引だけで頻繁に売り買ひするようなものではなくて、本当の個人投資家の資金が入つてくるのを見たら、外国からの資金の流入に拍車をかけることになるのではないかと思ひます。

関理事長 どうもありがとつございました。

それでは、そろそろ時間ですので、これで終わりにさせていただきますと思ひます。

(つつみ まこと・国際金融情報センター理事長)

(本稿は、平成十五年八月二十六日に行われた講演会の記録で、文書は当研究所にある。)

## 内 海 孚 氏

### 略 歴

- 1957年 東京大学法学部卒業、大蔵省入省
- 1963年 在ベルギー日本国大使館書記官
- 1974年 内閣官房長官秘書官事務取扱い(二階堂、竹下、井出各長官)
- 1981年 主税局総務課長
- 1982年 東海財務局長
- 1983年 在アメリカ合衆国日本国大使館特命全権公使
- 1986年 国際金融局長
- 1989年 財務官(1991年退官)
- 1992年 慶應義塾大学教授
- 2001年 (財)国際金融情報センター理事長  
現在、(株)UFJ ホールディングス非常勤取締役兼務

1989年 ポリシーメーカー・オブ・ザ・イヤー受賞

### 著 書

『ユーロと日本経済—新通貨は世界をこう変える—』 (東洋経済新報社、1999)