

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

米ドル信認問題の新局面 《一》¹

(財)国際通貨研究所
専務理事 篠原 興

昨年の夏に米国市場を突然襲ったサブプライム問題は、その後思いもよらなかった速さで世界各国に影響を広げてきている。当該国の金融当局の早め早めの対策がやや功を奏した形で、米国を始めとする関係諸国の市場に壊滅的な打撃を与え「危機」と呼ばねばならない様な状況は、ともかく何とか起さないで今に至っている。しかし、これで正常化し通常の市場活動の日々に戻るであろうと考えている論者も、未だ何処にもいない状況である。

その様な状況の中で、世界中の金融当局者や市場関係者が薄氷を踏む心地で見つめている事柄の一つに、このサブプライム問題が思わぬ形で米ドルの信認問題に火を点けないか、と言う点がある。こちらの問題は、アメリカ経済の構造問題であるだけに根が深く、実はサブプライム問題以前から種々取沙汰されて来た経緯があり、その影響する範囲も極めて広範であるが故に、取り扱いと対処策には細心の注意が必要なテーマと思われる。本論考においては、この米ドルの信認問題の今後を東アジア地域からの視点も交えた形で考えてみたい。

1. 揺らぐドル

これまでの議論

統計的な結果や数字は今や何処にでもありと共に、数字の羅列は文章が煩雑になるので、敢えてここに引用する事はしないが、米国の経常収支の赤字の大きさとその直接的な結果である対外債務の積みあがり、今世紀に入って目を剥くスピードとなっているのは誰しも承知の通りである。世界中のエコノミストも政府関係者も政治家も、これが何時までも続く筈はないと言う認識では一致している。勿論米国の論者達も、政治的な宣伝等の必要のない発言の場にお

¹ 本稿は外国為替貿易研究会 国際金融 1185号(2008.2.1発行)に掲載されたものである。

いては、「このまま延々と続く筈の無い事柄」である事に異論を挟む人は少ないと思われる。

最近に至り、米国の経常収支問題は解決に向かっているとの楽観的な指摘が散見されるが、それは一時国内総生産の6%を超えていた赤字幅が、ここ1年位の数字として5%台の低いところまで改善してきた事を指して言っている訳で、元々5%の赤字を記録した時には、「とても持続可能とは思えない数字」と指摘されたレベルにある事を忘れてはなるまい。結果としての対外債務の積み上がりも猛烈なものがある。80年代の初めには略々5千億ドルの純債権国であったのが、四半世紀の後には2兆5千億ドルを越す純債務国になっているのが現状であり、この間出入りで3兆ドルの経常収支の赤字が累積した事になる。

こうした事態が通例の国には起こりえないのは一見すれば判る事であるが、10年前のアジア危機は、「手持ちの外貨準備の額が支払いを要する短期債務の額を超えた」と言う発見、乃至指摘から始まったのである。米国の対外支払い準備は自国通貨でしかないので、ドル以外の通貨での支払いを要求された途端に、ドルの信認は根底から崩れる構図になっている。

それが、今まで何とか保って来たのは如何なる仕組みからであったろうか。一つには、米ドルが唯一の国際通貨・基軸通貨であった事実であろう。経済規模の大きさから始まり、技術力や軍事力・外交の能力、果ては文化面での力とかイデオロギーでの強さ等から、お金の最後の寄港地としてのアメリカを疑う人は少し前までは殆どいなかったし、ここ20年位はそのアメリカにある種の疑いを持ちつつも他に手段が無かった訳で、これらの要因が基軸通貨ドルとその強制通用力を担保してきたのである。世界で唯一自国の通貨建てで「ツケ」で他国から買い物の出来る国であり続けたのである。

加えて最近の10年~15年は、多くの国々が夫々に自国経済に問題を抱える中で、米国では比較的安定的な経済成長が維持されていた事実が大きい。日本を含む先進国は、成長経済から微成長経済への変換を、社会構造の变革や構造改革を梃子にやり遂げようとしてきた。途上国は、夫々の国を高度成長軌道に乗せようと苦心を重ねてきた。これらの国々にとって、米国市場は他に類のない旺盛な消費需要を抱えた、誠に頼りになる巨大市場であり続けてくれたのであり、米国への輸出を大きな要因として夫々の経済の経営に当たってきた。

即ち米国の力強い成長と、それを支えたこれも極めて力強い消費が、世界の成長を支えてきたとも言えよう。米国市場はその意味において他国のお手本となる様な、自由な規制の無い競争市場であると言う指摘がよくされるが、一面全くその通りである。然しこれは、自国の巨大な消費市場へ十分な供給力を欠いている米国が、効率的に無駄なお金を使わずに世界中から物を購入する為の工夫と言う側面もあるだろう。

通常、このような構造的とも言える消費過多の経済を続け、当然の事ながらその裏側にある経常収支の大幅な赤字を続けると、支払い準備の流動性不足に陥り、流動性危機から金融危機へと発展する（僕達はその実例を 80 年代前半よりラテン・アメリカの諸国を中心に嫌と言う程見て来たのである）。ところが、米国ではかかるケースは起きていない。

その理由を図式的に纏めれば、米国が毎年作る赤字だけ世界中に米ドルが散布され、放って置けば為替市場において米ドルの過剰供給からドル安が進行してしまう事になるが、これは誰よりも外貨準備を保有している米国以外の国の通貨当局の大問題に直結するので、各通貨当局は市場で米ドルを買い支える事を余儀なくされる。この結果が各国の外貨準備の大幅な積み上がりにつながり、米国の対外債務の積み上がりとなって現れる訳である。

この時の各国通貨当局の行動は「他に手が無い」事を以って僅かに正当化されている状況となっている。と共に、「これまで何とか保って来たのだから、暫くは大丈夫であろう」と言う甚だ根拠に乏しい希望的観測に支えられているとも言えるかもしれない。つまり、世界中の余剰米ドルが、言わば他に選択肢のない寄港地として大挙して米国に向かい、以って米国の赤字をファイナンスし続けているのである。

2 年程前から、IMF の場に置いて“Global Imbalance”に関する協議の場が設けられ、米国を始めとする主要な債権国を含み少しずつ議論がなされて来ている。この場に置いて、眼の覚める様な根本的な解決の方策が生み出されるとは何人も考えてはおるまい。在り様は、IMF の場で主要プレーヤーが揃って対策を考えていると言う事は、だれもこの問題をないがしろにしている訳ではない、とのメッセージを世界の市場に流し続ける事が眼目なのであって、それで多分ドルの崩落につながりそうな暴発的な動きに制動がかかる事を考えているのである。

この協議会で結論的な事が発表になるのか否か知る由もないが、多分何処か一極に過重な負担をかける事なしに時間を稼ぐ考え方を共有する事が目的ではないか、と思われる。その内容は、アメリカは基本的な貯蓄投資バランスを改善すべく「努力」を重ねる。債権国は、米ドルの緩やかな下落を容認する。この二つの結果として、米国の経常の赤字巾の縮小が計れるであろう。こうした結果出て来る、アメリカの対外債務の積み上がりのスピードの鈍化を皆で囃して、ドルの一層の下落をムード的に阻止する。そんな線なのではないかと推測される。

最近数年の間の出来事

日本にいて我が国のメディアの齎してくれる情報に埋もれて暮らしていると、

メディアが興味を示さない出来事に関して疎くなるが、特に国際金融面においてはこの傾向が顕著であると思っている。

為替相場の動向で言えば、昨年の夏頃迄の両 3 年間程は、やや円が安めに思える水準で安定的に推移してきた。どの位安定的であったかと言えば、それまでの円には考えられなかった対ドル（乃至その他の通貨）の為替リスクを睨み倒して、円の調達コストの安さをストレートに享受する取引、即ち円調達・他通貨運用取引が随分横行したくらい安定的であったのだ（この取引を「円キャリー」と呼ぶのはご承知の通り）。

恰もドル・ペッグの時代のアジア通貨を巡る取引を思い出させるが、大きな違いもある。この時は各国の通貨当局は市場に「実質的にドル・ペッグである」とのメッセージを送っていて、為替リスクは限定的であると言う共通理解の保有を関係者が黙認したものなのだが、この度の円キャリー取引は、取引を仕掛けた関係者が円の低位安定を見越して、円の当然の為替リスクを睨み倒した点にあるだろう。逆に言えば、その位円は対ドルで安定していたのである。

こうなると、メディアも論者達も為替の問題は当面横に置きがちで、新聞の隣に出ているユーロの動きについては「何だか高いな」位の印象でしかないであろう。実は、米ドルの為替の緩やかな下落は既にあちこちで始まっている。米国のお隣のカナダ・ドルに対してもオーストラリア・ドルに対しても、この 2 年位で目に付く程に下落しているのである。ドルの対ユーロ相場が天井を付けたのは 01 年であったかと思うが、為替相場の指数の一つであるドルの実質実効相場指数は、この時以来なだらかに下がってきている。

つまり、対ユーロを始め、日本からはドルの陰に隠れて見え難い幾多の通貨に対しても、ドル相場のなだらかな下落は徐々に進みつつある。この動きの中で、やや安めの為替相場を対ドルで保持し続けたのは、中国を始めとする東アジアの通貨の幾つかと、我が円という事になる。

中国の人民元の相場には、中国が対米で大幅な貿易の黒字と外貨準備の積み上がりを見せつけたここ 3~4 年の間、種々のメッセージがアメリカから突きつけられている。同国の対米の輸出構造から考えて、急速な人民元の切り上げはかなり直接に輸出に影響を及ぼしそうで、高度成長が社会の安定を担保している中国としては、簡単に応じられないのかもしれない。

円の場合には、未だ本格的な回復でないとの我が国政府の説明を良しとしているが如きであるが、ニクソン・ショック以来何度も試みたドル安（円高）相場誘導が、結果として目覚しい彼我間の貿易収支の改善に繋がらなかった経験も影を落としてか、米国の強硬な対日要求に繋がっていない。この低位安定的であった円の対ドル相場も、サブプライム問題の発覚と共に、徐々にその姿を変えようとしている。

サブプライム問題を正面から取り上げて論ずる事は、他の機会に譲りたいが、問題の原因についての解説を読むと面白い事に気が付くので、ここで触れておく事とする。先ず、最大の原因として「右肩上がりの不動産価格がいつまでも続くと思った、という錯誤」が挙げられている。つまりこの点がリスクへの当然の考慮を欠く結果を招いた訳である。

次いで、証券化の技術面の開発が進み過ぎて、リスクそのものの判断が最終の投資家も監督当局もわからなくなって来ていた点、当然の結果として不良資産化した部分の精密な測定も出来難い点。結果、FRB はサブプライムローン積み上がりの持つ潜在的なリスクを勘案して、タイミング良くブレーキを掛けなければならなかったのに、そう出来なかった点。市場慣行も証券化のスピードに追いつけず、適切な開示を要求出来なかった事、等々である。

面白いと言ったのは、証券化の技術開発の一点は先進市場国アメリカらしく先進的なポイントであるが、その他の諸点は、10 年前に起きたアジア危機の理由、特に金融機関の破綻に結びついた混乱の理由として、耳にタコが出来るほど聞かされた諸点と同じではないか、と言うことである。

欧米の金融機関が蒙った被害に比べると、我が国の金融機関の被害が比較的小額にとどまったのは、アジア危機の教訓が生きていた事の証と言えるのであろうか。人口の自然増や移民の流入もあって、潜在的成長余力の高い米国経済の立ち直りにさして時間は必要あるまい、との見方もあるが、万一長引く様だと、思わぬ副作用を呼ぶ可能性も否定できないのである。

2 . ドル離れの諸相

米国が計上する貿易勘定・経常勘定の赤字が世界経済を支えた、と主張する人がいる。この点を少し皮肉めかして言ったのがその昔の P・アインチヒで、彼は「ドルのジレンマ」と名付けたのである。即ち、固定相場・厳重な為替管理の下では、米国が赤字を出さないと世界はドル不足に悩み、出し過ぎると市場へのドルの供給が溢れてドルの信認が揺らぐ、この状態を称してドルのジレンマと言った訳である。このドルの信認の基本的基盤の揺らぎを米国自身が認めたのが 1971 年のニクソン・ショックで、短期対外債務をカバーするに足る金の保有が出来なくなり、ドル=金の繋がりを自ら切ったのがこの事件であった。

そう思って振り返ると、最初に大きな形でドル離れを演じて見せたのは、手持ちのドルの金への転換を要求したド・ゴールといえるかも知れない。それから略々半世紀、この間にどれだけ「ドル離れ」が取沙汰されただろう。そしてその間にどれだけ実際にドル離れが起きたのであろうか。少し長いスパンで国際金融に携わってきた人は皆承知している事であるが、囃され問題になったわりには事実としてのドル離れはさして起きて来なかったのである。

今世紀に入ってから米国の対外バランスの崩れ方が、どう見ても維持可能とは思えないと言われ始め、いよいよドル離れが起きようとの予測が各所で出されながら、さして切羽詰まらないのは「どうせまた鎮まるさ」との経験則を忘れていないからなのである。

しかしこの「ドル離れ」は、これまで何度も波の上に出ては消え、また出たは消えて来たとは言え、幾度も取沙汰されている内に、誰に気付かれる事もなくマグマが溜まり、あるレベルを超えるとほんの些細な切っ掛けから大きな動きとなって、国際金融の面でのパラダイム・シフトが起きるかも知れない、そんな崖っぷちに立っている様な気がするの、筆者ばかりでは決してないと思う。

今回の「ドル離れ」の例えは次の様な形で出てきている。

- ・ やや下世話に。ブラジルの某モデルは世界的に活躍する人のようであるが、彼女が今後受け取るギャラはユーロで受け取ると発表した。たかが一モデルとっていたが、一説によると彼女の個人資産は180億円相当との事。
- ・ 少し深刻な話題として。07年11月のOPEC会議において彼等の輸出する原油の建値を米ドル建から、その他の建値へ、一つの可能性としては、ドル・ユーロ・ポンド・円等を構成通貨とするバスケット単位に変更する事を正式の話題として慎重に討議された。
- ・ シンガポールが、積み上がった外貨準備のうち自国通貨発行残高見合いの部分と純粋に支払い準備として必要と認められる部分を除いた残額（実はこの部分が一番大きい）の、より効率的な運用を目指して専門機関を作り、これに当たらせて来たのは、この20年位良く知られた事実であった。この1,2年の間にこのシンガポールの方式に追随する国が増えて来ており、目立ったところでは中国や湾岸の産油国等、その国営の運用基金（SWFと呼ばれる）は既に合計で2~3兆ドルに達していると推測される。

ブラジルのモデル嬢のケースは単なるお話以上では全くないのであるが、若しかするとある種の象徴的な意味を持ったケースとして記憶される事になるかも知れない。

SWFに関しては今後の展開次第では大きな波及効果を持つかもしれない。現在までの在り様は、外貨準備として積み上がった資金はその大部分が米国の国債等の形で保有されてきた。支払い準備であるが故に、最良のリスク資産であるべき事と、使用しなければならない時に容易に換金できる市場性の高い資産でなければならないとの、極めて教科書的な発想からであった。

この1,2年で作られた幾つものSWFは、今のところこの運用対象の拡大で満足しているが如きである。即ち、米国公債から他のもの（例えば株式投資、不動産投資、公社債、果ては商品先物市場への投機的な参入等々）への投資対象の多様化で試行を始めた様に見える。純粋な支払い準備を超える手持ち米ドルの有効な活用と言う訳で、この限りにおいてはドルの信認問題に直接に影響をもつとは思われない。理由は、何の投資物件に廻ろうがそれが米国内にある米ドル建資産である限り、米ドルの売りに繋がらないからである。

ところでシンガポールのオペレーションはその様な中でのみ行われているのではない事も良く知られた事実である。同国が外貨準備の一部を使って株式市場に投資を始めたのは、なんと30年以上も前の話である。その後1980年台前半に足踏みをした時代が一時あったが、新組織の創設と共に活動は本格化して今日に至っている。投資の対象としては、ドル以外の株式や債券に始まり、不動産開発案件への持分を伴う投融資からアジア危機で混乱を招いた近隣諸国へのサルベージ投資的な活動もあったと聞き及んでいる。我が国や中国で、何棟もの大規模なビル建設にも顔を出し、アセアン諸国内の複数の工場団地計画等にも参画している筈である。こうなると保有資産の建値は米ドル以外と言う事になる。今、徐々に活動を始めたSWFが、その豊富な資金量をこの様な分野に廻し始めると、それこそ「ドル離れ」が起きる事になる訳で、多分この方向への進展は時間の問題ではないかと思われるのである。

アジア危機の教訓の一つとして唱えられたのが、東アジアの貯蓄を有効に域内で使うと言う命題であった。この発想に沿ってアジア債券市場育成イニシアティブが発議され、各国の中銀が資金を出し合った投資基金も活動を開始している。これにシンガポールの先例に導かれたダイナミズム（即ち各国の国営投資基金が問題意識と目的を共有して大きなプログラムに大規模な形で参画する事）が加わると、夢物語が実現に向かって大きく進展するかも知れない。例えば、アジア開発銀行創設時以来の懸案事項である大メコン総合開発等がそれに当るであろう。この場合稼働させる資金量が大きいほど、大規模なドル離れが起きる事になる。

原油取引の建値の変更は、もっと直接にドルの信認問題に火を点ける事になるテーマである。昨年11月のOPEC会議では、建値変更もドル安への懸念表明も為されなかったのであるが、伝えられる処によれば、強硬派はイランとベネズエラであったようで（これは想定の内）、その主張の主要なポイントは建値の変更　替わりにドル・ユーロ・円・ポンド等を構成通貨とする混合バスケットでの建値表示　これ以上の米ドルの切り下げに対する懸念の表明　最近数年の原油高の真犯人はドル安であった事の共通理解の表明、そんな事であったようである。

イランにとって見れば、あれだけ強い経済制裁を加えられている訳で原油輸出の決済通貨がドルである事は想定し難い。反面、値決めはドル建てで為されているのだから、値決めと受け取りの間の為替で大きく損を出し続けている事は考えられ、調子が激越になるのも尤もと言う感もする。ところで、万が一これらの諸点が実際に行動に移すべく共同声明等に盛り込まれてしまったらその影響は計り知れなかったであろう事は誰でも容易に想像が付き、多分市場にニュースが流れた瞬間にドルの買い手は消滅した事であろう。従って会議では、産油量が大きく且つやや穏健派で米国との諸方の繋がりが多いサウジが威信に掛けて会議を引っ張り、何とかこれまでの線の内に留めた模様である。

然し乍ら、これだけの大きな問題点が会議に付託され慎重に討議された事実は残る事になる。今後の米ドルの為替相場の値付け次第では、毎年蒸し返される可能性のあるテーマと言え、何回も議論している内に、自然とガス抜きがされる面もあろうが、ある時にこの問題でのクリティカル・マスを超えて実現に向かって動き出さないとも限らないのである。

さて、やや俯瞰的に米ドルの信認問題の今日的な展開に関して記述して来たが、例えば上記の原油価格の建値の可能性としてのバスケットと筆者が常々主張しているバスケット（アジア・バスケット単位 = ABU と仮称した）との関係だの、我が国の原油輸入の円建化の観点等についても触れるつもりであった。加えて、中国や日本の中期的な為替政策・為替相場政策や、東アジア諸国の為の問題整理と我が国の使命等も大きなテーマである。しかし問題の提起で今回の紙数が尽きてしまったので、これらの諸点に関しては、次稿において展開する予定である。

Copyright 2008 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3235-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>