

# 日米経済関係論

米国の通商戦略と日本

[編著]

青木 健  
馬田啓一

日米通商関係における「負の遺産」とは米国ではかつての日本貿易論がその残滓をとどめており、米国内でアジア諸国、アジア地域との通商関係が問題となるときに日本貿易論的な見方が浮上することである。

勁草書房

## 第2章 米国の「双子の赤字」問題と日本への影響

---

先進主要国が変動相場制に移行したのが1973年。先進国首脳会議（サミット）が最初にフランスのランブイエで開催されたのが1975年、プラザ合意は1985年。2005年でそれぞれ32年、30年と20年が経過した。この間世界経済を取り巻く環境は大きく変化した。1990年代まで世界経済を引っ張ってきたG7（米国、日本、ドイツ、イギリス、フランス、カナダ、イタリア）は、2000年代に入り、アジアの新興国、とりわけ中国の経済力の台頭を背景として、相対的にその調整力に限界が見えてきた。世界経済の調整は今では先進国クラブだけでは思うままにならない状況になってきている。

そのような世界経済の環境の変化の中、つねに議論の中心の1つを担ってきたのは為替レートの変動と経常収支調整問題であった。特に実質的な基軸通貨国である米ドルの動向と米国の経常収支と財政収支の双子の赤字問題は、つねに潜在的な不安定要因として世界経済を陽に陰に支配し続けてきた。

本章では第1に、米国の双子の赤字問題を理解する前提として、1970年代より現代までの世界経済の変遷を国際マクロ経済の観点から、時系列的に整理しておきたい。第2に米国の双子の赤字問題は、基本的には米国の貯蓄投資バランスに帰着するのではあるが、1980年代と2001年以降ではそのバランスに大きな変化が生じていることを明らかにする。さらに2001年以降の米国の経常収支赤字のGDP比は80年代当時の規模の倍以上にも達しているにもかかわらず、米国政府はそれほど危機感を抱いていないようである。米国の経常収支赤字を容認する新しい見解も登場している。他方、米国の双子の赤字問題の中で、米国の貯蓄不足を埋める役割を担い続けてきた片一方の主役は日本であった。日本政府による米国の経常収支赤字補填政策の姿も明らかにされる。第

3に、米国の経常収支赤字環境でのドルの変動は日本円の問題でもある。円相場は変動相場制といいながら、その実態は外国為替市場への介入をしばしば伴った。日本政府は1991年の介入額からデータを公表するようになったが、そのデータから日本の極端なドル買い円売り介入の実態が明らかになっている。特に2003年以降の巨額円売り介入の異常さが浮き彫りになる。日本の介入政策と米国の利害関係を中心に整理する。

## 第1節 日米経済政策の協調と軌轢

### 1. 政策協調を理解するためのフレームワーク：サミット、G5、G7、G8

第2次世界大戦後の世界経済を律してきたブレトンウッズ体制は1971年8月15日のニクソンショックによって事実上崩壊した。先進各国は1973年2月以降変動相場制（フロート）を採用するに至ったが、同年10月には第1次石油危機が発生し、1973年は世界経済史上記憶すべき年になった。1979年からの第2次石油危機とともに1970年代は変動相場移行と石油危機の時代と位置づけられよう。フランスのディスカールデスタン大統領（当時）の提唱によって1975年にスタートした先進国首脳会議（サミット、現在では主要国首脳会議）は、明確な国際通貨制度なき後の変動相場下での先進各国（第1回目のみ米、日、英、独、仏、伊の6ヵ国）の経済政策の協議の場であった。76年の第2回サミットからカナダが加わり7ヵ国となったが、これ以後7ヵ国が中心的な役割を果たしたかという点必ずしもそうではない。変動相場下最も注目すべき出来事である1985年9月のプラザ合意は米国主導によるG5（米、日、英、仏、独）によって政策協調がなされている。G7（Group of Seven、財務相・中央銀行総裁会議）が正式に誕生したのは、1986年の第12回東京サミットにおいてである、これ以後G7が実質的な経済政策すりあわせの場となり、サミットはそれを追隨する形式的なものへと変質していった。1991年17回ロンドンサミットではソ連のゴルバチョフ大統領がオブザーバーとして参加し、1994年のナポリサミットでロシアが正式なメンバーとなった（これ以後G8）。中国が経済力をつけ世界経済の中で顕著な存在を示すにつれ2003年のエビアンサミットでは中国（胡錦濤主席）が招待され初参加した。2004年10月の

G7には初めて中国が招待され、人民元の変動相場制への移行問題が議論されるにいたっている。2005年2月のG7ではBRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）の中国、インド、ブラジル、それに南アフリカが招待され、非公式会合がもたれ、為替安定を再確認することになった。ここでも中国がキーとなる役割を担い始めるようになっており、今や中国抜きには世界経済の問題を語れない状況になっている。

## 2. 1980年代レーガノミックスのもとでの政策協調の呪縛とバブル経済の形成

強い米国、強いドルを標榜して登場したレーガン政権（1981～89年）は、1980年代の世界経済を米国主導の政策協調で押し切ったといえよう。レーガン政権は1期（1981～85年）と2期（1985～89年）で政策の方針を大幅に変更したことに特徴がある。当時の流行だったサプライサイド経済学に基礎をおき高金利・ドル高政策と減税政策（レーガノミックスと呼ばれた）を推し進めたレーガン政権の第1期は、皮肉なことに需要拡大のケインズ政策が教えることと同じ結果を米国経済にもたらした。すなわち財政赤字とそれによる金利高の出現である。米国の高金利は海外から米国への資金を呼び寄せ80年代前半を

図2-1 円ドルレートの推移（1973年1月～2005年4月）



資料：日本銀行、東京外為市場の終値より作成。

通してドル高をもたらした。その一方、ドル高により米国の経常収支赤字は増大し、ここに財政と経常収支の米国の双子の赤字 (twin deficits) が生み出されることになった。この双子の赤字の是正にとりかかったのがレーガン政権の第2期であった。それが象徴的に現れたのが、財務長官と大統領補佐官の相互入れ替えであった。第2期では財務長官は、ドル高維持論者のリーガンから現実派のベーカーへ変更になった。高金利・ドル高政策から低金利・ドル安政策への転換を決定づけたのが米国主導のG5 (米、日、英、独、仏) による85年9月22日のプラザ合意であった<sup>1)</sup>。主要国による同時利下げと外為市場への協調介入は、市場にサプライズを与え、その後のドル安 (円高) の流れを決定づけた。プラザ合意の低金利・ドル安政策の打ち止めを申し合わせたのが87年2月22日のG7によるルーブル合意である。この後、米国は徐々に利上げに転換していくが、日本をはじめとする主要国には低金利維持による内需拡大政策を要求し続ける。米国の低金利政策要求をめぐって、米国とドイツとの間に軋轢が生じた結果が87年10月19日の世界的な株式市場暴落、暗黒の月曜日 (Black Monday) を引き起こすきっかけとなった。日本はプラザ合意後、米国からの要求に応える形で、前川レポート (1986年4月) と新前川レポート (1987年4月) を発表し内需拡大と構造改革を標榜した。同時に、日本はプラザ合意後、米国からの低金利政策要求の呪縛から解けずに89年5月末まで低金利政策を継続し、これが日本のバブル経済を醸成する基礎を作り出してしまった。89年9月のソニーによるコロンビア映画の買収と10月の三菱地所によるニューヨークのロックフェラーセンタービルの買収はバブルの象徴でもあった。89年12月末の日経平均38,915.87円をピークとして日本経済はバブル経済崩壊後の不良債権処理に悩まされることになり、その後の90年代を「失われた10年」として迎えることになる。

### 3. 1990年代：EU統合、米国からの円高圧力、アジア通貨危機

1989年11月9日のベルリンの壁撤去を象徴として90年10月には統一ドイツが成立し、92年2月にはマーストリヒト条約に調印しヨーロッパは欧州連合 (EU) への道を進み始め、99年1月に単一通貨ユーロを導入し通貨統合がスタートした。他方91年12月末にはソ連邦は69年の歴史に幕を下ろし、ロ

シアとして再出発している。

他方、日米経済関係では、93年に就任した民主党のクリントン大統領(1993~97, 1997~2001年)は、米国の貿易赤字の5割を占めるようになった対日赤字に業を煮やし円高圧力と市場開放要求をセットで日本に突きつけてくる。1994年10月には政府調達、保険、自動車等を含む日米包括経済協議が大筋で合意し、95年4月19日には東京外為市場での円の最高値79.75円を記録している。日本ではバブル崩壊後の不良債権処理と金融システムの不安が増している時期でもあった。

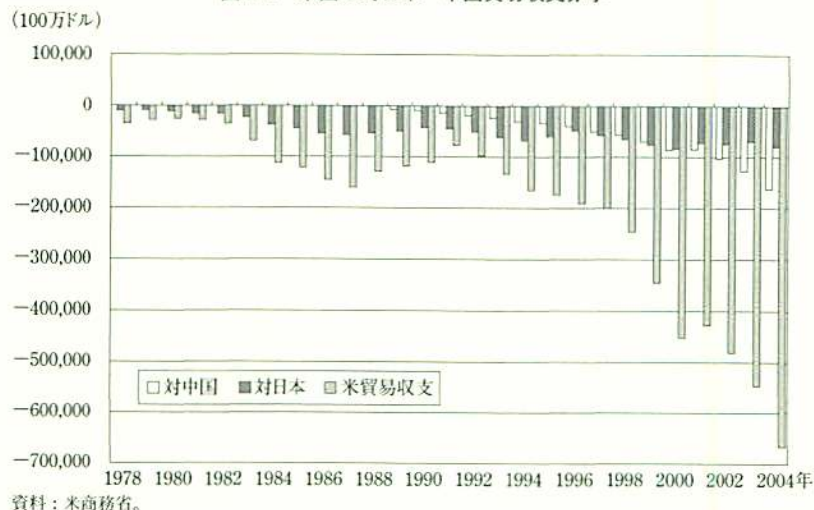
日本がバブル崩壊の後遺症に苦しんでいるころ、東アジア各国でも海外からの短期資金に過度に依存したバブル経済が膨張していた。米ドルにベッグしていたタイバーツは95年以降のドル高に連動し過大評価になりタイの経常収支は悪化、海外からの投機売りになすすべなく97年7月2日タイバーツは変動相場に移行した。アジア通貨危機の発端である。タイの金融・通貨危機はその後インドネシア、マレーシア、フィリピンに広がり、10月以降には韓国にも飛び火し、韓国は12月15日に変動相場に移行した。アジア通貨危機はIMFを中心に世界銀行、米国、日本等による金融支援で乗り越えたが、東アジア各国は、アジア通貨危機の教訓として海外の短期資金への依存が危険なことと、外貨準備の重要性を学ぶこととなった<sup>2)</sup>。2001年以降の米国の経常収支赤字のかなりの部分を東アジア各国の外貨準備が支えることになろうとは誰が想像できただろうか。

アジア通貨危機の1年後98年8月には、ルーブル切り下げに端を發したロシア金融危機が米国の金融市場を揺さぶることになった。米のヘッジファンド、ロングターム・キャピタル・マネジメント(LTCM)が9月に破綻し、米国の連銀をはじめとして欧米大手金融機関が協調して資本を供給し、金融危機が波及するのを食い止めた。

#### 4. 2000年以降：デフレに耐える日本、台頭する中国

「ゼロ金利政策」(1999年2月12日~2000年8月11日)と「量的緩和政策」(2001年3月~)によってデフレ経済を必死に支えていた日本、2000年1月にITバブルが弾けた米国を尻目に、世界経済の中で存在感を増してきたのが中

図 2-2 米国の対日本・中国貿易収支赤字



国である。2001年12月にはWTOに加盟して文字通り世界経済の仲間入りを果たした。と同時に対米貿易では日本に代わって主役の座についた。

米国の貿易赤字全体に占める日本の割合は、1970～80年代平均で40%、91年がピークで58%。その後は徐々に低下し、90年代平均で30%台、1996年以降は20%台、2000年以降は10%台にまで低下している。米国の対中国赤字は2000年から日本を超え、2004年の米国の貿易収支赤字6,650億ドルのうち、対日赤字は770億ドル(11.6%)、対中国の赤字は1,620億ドル(24.4%)となっており、両国の赤字で対米貿易赤字の36%を占めている。

日本は1970年代より今日まで、対米貿易黒字ゆえに米側から円高圧力、内需拡大と構造改革を迫られるという歴史を繰り返している。米国は実質的に固定相場を採用している人民元に対して、伸縮的な相場制への移行と切り上げを2004年以降強く要求し始めた。米国がこれまで対日本で採用してきた為替・貿易戦略を中国に対しても適用する可能性は高い<sup>3)</sup>。

## 第2節 米国の双子の赤字とグローバル経済への影響

### 1. 双子の赤字のマクロ経済的な意味

財政赤字と経常収支赤字の併存を双子の赤字 (twin deficits) と呼ぶが、米国の双子の赤字が最初に大きく取り上げられたのは1980年代レーガン政権(1981~89年)のときであった。その後クリントン政権時(1993~2001年)に双子の赤字は減少し沈静化したかに見えたが、ブッシュ(George W. Bush)政権(2001年~)下において双子の赤字は再び頭をもたげてきた。拡大する財政赤字と経常収支赤字は共にこれまでにない規模で出現し、世界経済の不安定要因として再度大きくクローズアップされ、各国の注目の的となっている。双子の赤字については従来からの危機論が主流を占めてはいるものの、国際通貨国としての米国の優位に基づく楽観論も登場している。両極端となる2つの見解を紹介しながら、米国の双子の赤字がグローバル経済に与える影響を整理しておきたい。

財政赤字と経常収支の赤字を正確に理解するには、次のマクロ経済の貯蓄投資バランス(ISバランス)を知らなければならない<sup>4)</sup>。

$$S - I = (G - T) + CA \quad (2-1)$$

民間部門の貯蓄超過 = 政府の財政赤字 + 経常収支の黒字

さらに、国際収支の性質から、経常収支の黒字は資本収支の赤字、すなわち海外への資本の流出に対応しているので、経常収支の黒字=資本収支の赤字=対外債権の純増、という関係もある。マクロ経済学の基本として、すべての国の経済については、民間部門(家計と企業)、政府部門、海外部門(経常収支)について(2-1)式の関係が存在する。経常収支の黒字はいいかえれば、海外部門(自国以外の世界)の資金不足を意味する。(2-1)式は民間部門の余った貯蓄は、結果として、政府部門の財政赤字と海外部門の貯蓄不足を埋めるように使われることを意味する。

(2-1)式でS-I, G-T, CAの各項目がプラスの値をとるかマイナスの値をとるかはその国のそれぞれの経済部門の貯蓄と投資活動の結果が反映されるこ



とになる。例えば、日本の場合の符号は次のようになる。

$$\begin{array}{ccccc} S - I & = & (G - T) & + & CA \\ (+) & & (+) & & (+) \end{array} \quad (2-2)$$

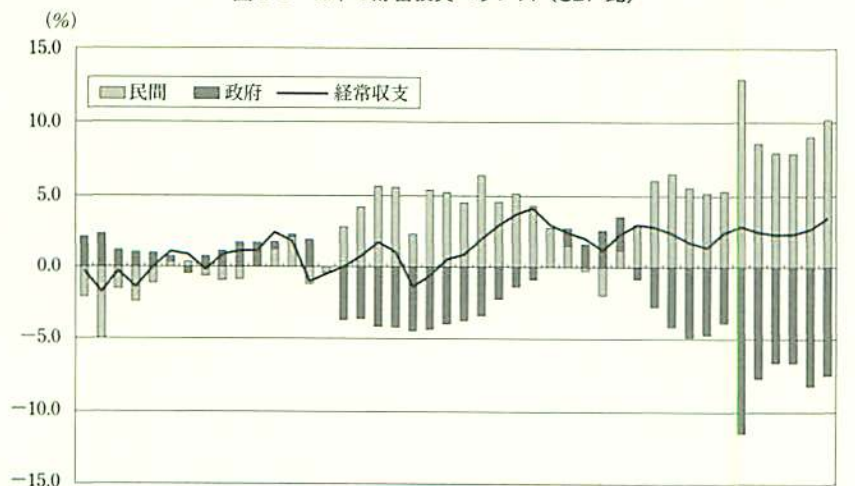
民間部門は貯蓄超過，政府部門は財政赤字，経常収支は黒字であり，日本の場合は，民間部門の余った貯蓄が政府部門の赤字を埋め，さらには海外部門の資金不足をも補っていることになる（図2-3参照）。民間部門は政府の赤字国債を購入し，さらに海外の国債や証券類を購入していることになる（海外へ資金の流出）。

それに対して米国の場合，双子の赤字と呼ばれる状況は，次のような状態である。

$$\begin{array}{ccccc} S - I & = & (G - T) & + & CA \\ (- \text{ or } +) & & (+) & & (-) \end{array} \quad (2-3)$$

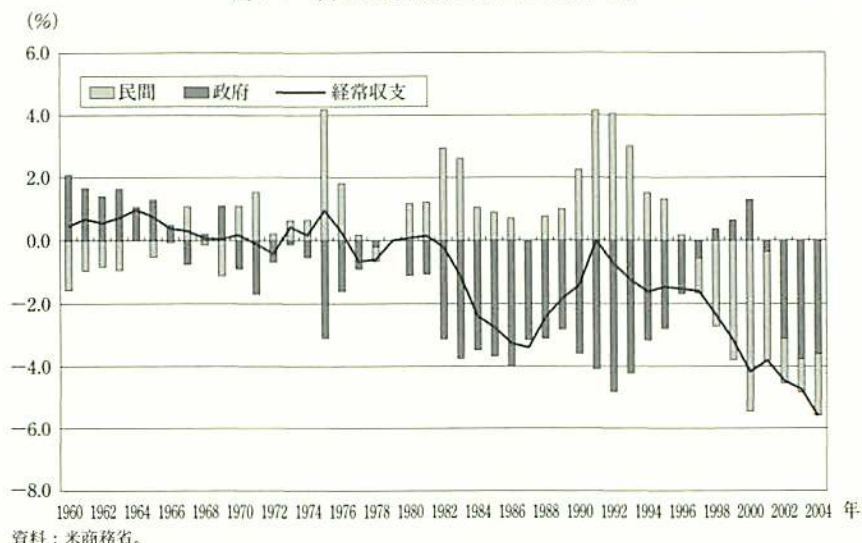
政府部門は財政赤字，経常収支も赤字（資本の米国への流入），すなわち双子の赤字である。民間部門のバランス（S-I）は状況に応じてプラスあるいは

図2-3 日本の貯蓄投資バランス（GDP比）



資料：内閣府『国民経済計算年報』。

図2-4 米国の貯蓄投資バランス（GDP比）



マイナスの状況が現れる。1つは財政赤字を民間の貯蓄超過（ $S > I$ ）でまかなえずに海外からの資本流入で補う（経常収支赤字）場合。他方は、民間部門が貯蓄不足のケース（ $S < I$ ）、民間部門の投資超過（貯蓄不足）と財政赤字を国内の貯蓄でまかなうことができず、海外からの資金流入に大幅に頼るケース。前者が80年代、後者が2000年代の米国の典型的な貯蓄投資バランスの姿である（図2-4を参照）。日本の貯蓄投資バランスのグラフと比較対照すると米国の違いが際立つ。

## 2. 1980年代の米国の双子の赤字

米国の1980年代の双子の赤字と2001年以降の双子の赤字では質的な差違が認められる（図2-4参照）。80年代は、民間の貯蓄超過で財政赤字を補えずにその不足分を海外からの資本流入（経常収支の赤字）でカバーした。レーガン政権による財政支出拡大が財政赤字と金利上昇を誘発したが、それが海外から米国への資本流入を促すことになった。80年代の双子の赤字は、まず財政赤字ありきであり、それが経常収支の赤字を誘発するという因果関係が認められた。経常収支の赤字はGDP比で3%台であり、財政収支（85年1,500億ドル

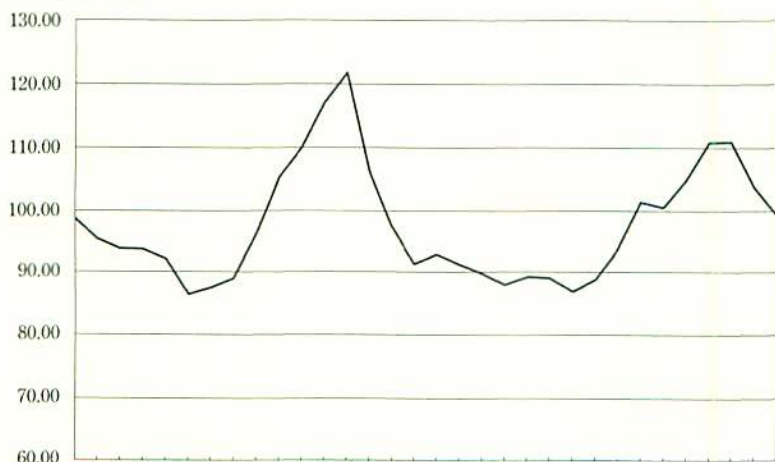
の赤字)と経常収支(85年1,200億ドルの赤字)はこの期間平行に推移したといえる。いかえれば、財政赤字を削減することでそれに対応して経常収支の赤字も低下していったのである。

80年代の双子の赤字は85年9月のプラザ合意をきっかけとして一旦修正された。米国内では財政赤字を強制的に縮小させるグラム・ラドマン・ホリングス法(1987年)なども効力を発揮。90年代半ばにかけて財政赤字は一時増加に転じたがIT景気に後押しされ、クリントン政権後半の98年から2000年の間は財政は黒字に転換した。プラザ合意を挟んで米ドルは実質実効レートレベルで約3割ほど減価したが(図2-5参照)、経常収支の赤字はすぐには減少せず、経常収支がほぼ均衡したのはプラザ合意から6年後の1991年であった(図2-4参照)。経常収支はその後再び赤字の道を歩み始める。

1980年代米国のドル高と経常収支赤字の持続可能性(sustainability, サステイナビリティ)について警鐘を発したのはKrugman(1985)であった<sup>5)</sup>。奇しくもプラザ合意後の米ドルと経常収支赤字はほぼ彼の指摘したように修正されていった。

図2-5 米ドルの実質実効レート

(1973年3月=100)



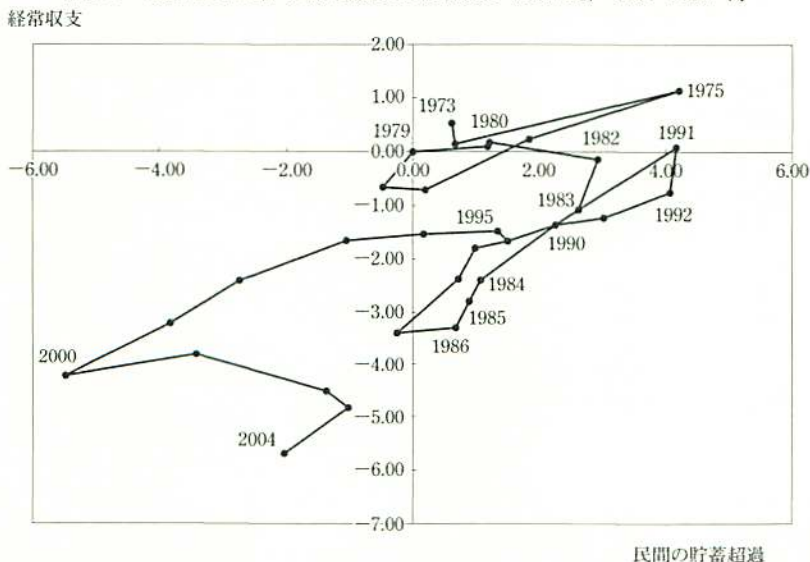
1973 1975 1977 1979 1981 1983 1985 1987 1989 1991 1993 1995 1997 1999 2001 2003 年

資料：米FRB, Broad Index.

### 3. 2001年以降の米国の双子の赤字

2001年以降の双子の赤字は、80年代とは異なり、90年代米国の旺盛なIT投資による民間の貯蓄不足が大きな主因となったことが特徴である。米国というと低貯蓄率といわれるが、双子の赤字が発生した1980年代においても、実は民間の貯蓄投資バランスは貯蓄超過であった。ところが1997年以降、民間の貯蓄投資バランスは一貫して貯蓄不足に陥っている（図2-4参照）。さらにブッシュ政権（2001年～）による減税政策が財政事情を悪化させた。これがこの時期の双子の赤字のスタートである。80年代の双子の赤字は財政を引き締めれば経常収支赤字も縮小するという因果関係が認められたが、2001年以降の双子の赤字はそうではない。90年代後半から2000年にかけては財政収支の改善と経常収支の赤字が併存するという80年代の双子の赤字とは全く逆の相関関係も出現した。2001年以降は財政赤字の急激な悪化と経常収支の赤字が大幅に増加している。日本の経験でも裏づけられているように、為替レートの変動だけでは経常収支の不均衡を解消するのは困難である。米国の経常収支の赤

図2-6 米国の民間部門の貯蓄超過と経常収支（GDP比、1973～2004年）



資料：米商務省。

字を改善させるには根本的には米国の民間部門の貯蓄投資バランスを改善することしかない(図2-6参照)。経常収支の対GDP比は2004年で6% (6,000億ドル規模)、財政赤字は4% (4,000億ドル規模)にも達している。80年代の双子の赤字のときはGDP比でそれぞれ3%台であったからその約2倍にも達する未曾有の水準とってよいだろう。

これらの巨額の双子の赤字を支えているのは何であろうか。国内貯蓄不足、投資超過は結局は経常収支の赤字に反映されるが、この経常収支赤字は海外からの資金流入によって支えられている。その資金を支えているのが、日本(常時1位)を筆頭とする経常収支黒字国である。黒字国は大半を米国の財務省証券として保有するが、その保有残高を見るとどのような国が米国の資金不足を支えているかがわかる。ヨーロッパ諸国の保有比率が低下する代わりに、2000年以降では中国(2位)や韓国(4位)の保有比率が増加しているのが顕著である。2004年末時点で上位10ヵ国で米財務省証券の約8割を所有している(表2-1参照)。

表2-1 外国による米国財務省証券の保有残高比率

	1996	2000	2001	2002	2003	2004	異積%(2004年)
日本	25.2	31.3	30.6	30.5	36.1	36.8	36.8
中国	4.1	5.9	7.6	9.6	10.3	10.0	46.8
英国	16.8	4.9	4.3	6.5	5.5	8.5	55.2
カリブ海諸国	0.0	3.7	3.2	4.0	3.2	3.6	58.8
韓国	0.9	2.9	3.2	3.1	4.1	3.6	62.4
OPEC	3.9	4.7	4.5	4.1	2.8	3.1	65.5
台湾	2.8	3.3	3.4	3.0	3.4	3.0	68.5
ドイツ	6.4	4.8	4.6	3.0	2.9	2.8	71.3
香港	2.2	3.8	4.6	3.8	3.3	2.7	74.0
スイス	2.8	1.6	1.8	2.7	3.0	2.6	76.6
カナダ	2.4	1.4	1.5	0.8	1.6	2.1	78.8
メキシコ	1.8	1.5	1.9	2.1	1.8	2.1	80.9
ルクセンブルグ	1.2	2.9	2.2	1.9	1.7	1.5	82.4
シンガポール	0.0	2.7	1.9	1.4	1.4	1.4	83.8
タイ	1.5	1.4	1.5	1.4	0.8	0.8	84.6
イタリア	0.0	2.0	1.8	1.3	0.9	0.8	85.3
その他	14.1	21.0	21.6	20.6	17.4	14.7	
総計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

資料：米財務省統計より作成。

#### 4. 双子の赤字危機論と楽観論

##### 危機論

2001年以降の米国の膨大な双子の赤字、とりわけ、巨大な経常収支の赤字の存在については、国際金融市場の最大の不安定要因であるとし、その持続不可能性 (unsustainability) について危機感を訴える声がある一方で、国際通貨としてのドルの役割を重視し、アジア諸国の中央銀行によるドル準備保有を安心基盤とする“楽観論”も存在する。2001年以降の双子の赤字とドル危機論の代表は Obstfeld and Rogoff (2000, 2004) である。後者の楽観論は戦後のブレトンウッズ体制にあやかり、ブレトンウッズ2 (BW2) と呼ばれている。BW2の理論的支柱は、Dooley, Folkerts-Landau and Garber (2003) である。また米国の中央銀行である連邦準備理事会のバーナンキ理事 (Bernanke (2005)) (2005年からは米大統領経済諮問委員会 (CEA) 委員長, 2006年2月からFRB議長) も“世界規模の過剰貯蓄論 (global saving glut)”<sup>6)</sup>を展開し、この論に与している。まずは代表的な両者の見解を紹介しておこう。

Obstfeld and Rogoff (2000, 2004) は、GDP比5%超の経常収支赤字は持続不可能との立場で、経常収支赤字が均衡に方向転換したとすれば為替レート (米ドル) は40%も切り下がる必要があることを貿易財と非貿易財からなるモデルを作成して割り出した。米国の経常収支の赤字が均衡に向かったと仮定すると、貿易財に対する米国の輸入は急激に減少する。この段階で米国への輸出国は輸出分を国内での消費増加でカバーしなくてはならない。米国内の消費は、減少した貿易財への需要から非貿易財へとシフトする。そのためには非貿易財の相対価格は低下、逆に貿易財の相対価格は上昇しなければならない<sup>7)</sup>。非貿易財の相対価格が低下しなければ非貿易財市場で超過供給が生じ、非貿易財市場で失業の圧力が発生するからである。外国では米国とは逆の効果が発生する。すなわち、貿易財の相対価格は低下し、逆に非貿易財の相対価格は上昇する。消費者物価は貿易財と非貿易財から構成されるが、米国の連邦準備理事会は物価安定を政策目標にしていることが前提である。為替レート (米ドル) は貿易財価格の上昇分だけ減価する (切り下げ)。しかし実際の減価率はさらに高くなることが予想される。為替レートの輸入価格へのパススルー

(価格転嫁率)は50%といわれているので、米国の貿易財相対価格と非貿易財部門の完全雇用を維持するにはほぼ倍の為替レートの減価が必要。彼らが計算した値は40%もの米ドルの減価が必要との結論であるが、この値はプラザ合意後の米ドルの減価率の約2倍に相当する。日本に置き換えてみれば、85年当時より倍の円高の影響を受けることを意味する。

### 楽観論

2001年以降の双子の赤字論で特徴的なのは、膨大な赤字の存在にもかかわらず楽観論が多いことである。その代表がDooley, Folkerts-Landau and Garber (2003)によるブレトンウッズ2 (BW2) 論である。BW2では世界経済システムは中心国(米国)を取り囲む周辺国から構成されていると捉える。周辺国は現在のところ東アジア諸国が主な構成国である。周辺国は輸入代替から輸出代替政策へ、内向きから外向き戦略に転換している中進国で過小評価された為替、固定レートが管理された金融市場、輸出主導成長、市場介入、外貨準備の蓄積等の特徴を持つ。周辺国は米国との貿易で稼いだ経常収支黒字を米国の資産(財務省証券等)を取得することで米国に資金を還流させる。周辺国が発展するにつれて、周辺国の役割から抜けていった後は、発展してきた次の周辺国をリロードし直してこのシステムは再構成し、維持されるという。中心国はフロートと自由な金融市場が特徴。このような中心-周辺国構造の中で米国の経常収支赤字問題を捉えなくてはならないと主張するのがBW2論である。このフレームワークでは、米国の経常収支赤字は周辺国を発展させる原動力という位置づけになっている。ちょうど戦後の米国の経常収支赤字が疲弊した欧州を助けたように。

### BW2 批判論

BW2論については当然ながら批判も多い。典型的なのはRoubini and Setser (2005)によるものである。BW2の基盤は周辺国の中央銀行が行うドル買い介入に依存している。自国通貨高を抑えるドル買い介入により周辺国のドル準備が増加するが、これが米財務省証券等の保有により、米国に還流し、米国の財政赤字・経常収支赤字を補填する構造になっている。周辺国である東ア

ジアの中央銀行が永久に米国の財務省証券を購入し続けるという保証はまったくないし、そのような制度としての枠組みもない。世界の投資環境が変化すればアジアからの資金は容易に米国から流出しうる。米国の双子の赤字を補うほど東アジアの外貨準備は大きくないこともBW2の基本的な欠陥である。

さらにBW2は米国内の輸入競争産業（例えば中国などからの輸入財にとって代わられる業種）の犠牲のもとで成り立つシステムでもある。アジア各国は米国への経常収支の黒字で外貨準備を稼ぐが、それは米国内の輸入競争産業に失業をもたらし、米国内で保護主義的な動きを引き起こす。この枠組みは以上のような脆弱性をはらんでおり持続可能性に疑問があるといえよう。

実質実効レートで見ると2004年の米ドルは85年当時に比べて2割ほど低下してはいるが、経常収支が均衡していた91年よりは1割ほど過大評価状態にある(図2-5)。さらに、何よりも米国の民間部門の大幅な貯蓄不足を解消する施策はブッシュ政権からは見えてこない。BW2論は巨大な双子の赤字を解消する誘因を持たず、現状を追認するのみである。双子の赤字を解消するには米ドルの切り下げと民間貯蓄投資バランスの改善が必定である。

### 第3節 日本の為替政策と日米の利害対立

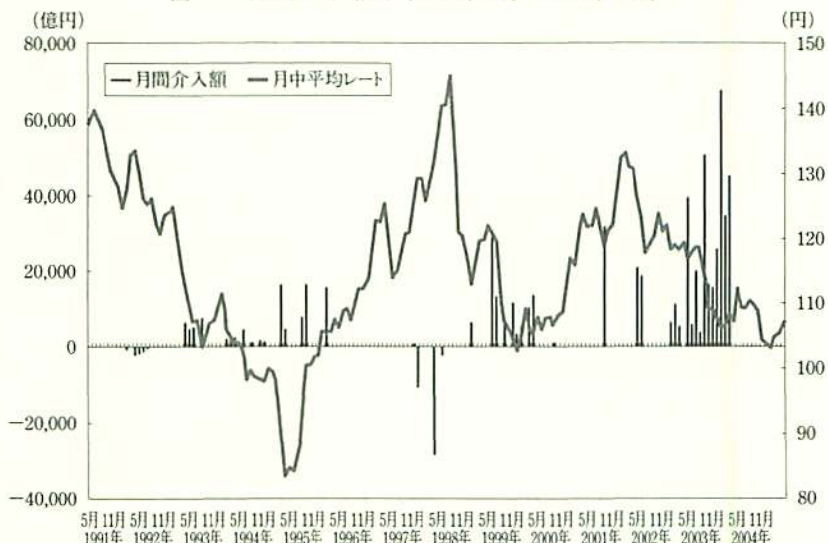
#### 1. 公表された市場介入データ

1973年の変動相場移行後、日本は金融・資本市場および外国為替市場の自由化・開放を漸進的に進めてきたがそれは1つには米国からの強い圧力の結果でもあった。1980年12月1日の新外国為替管理法施行では外国為替の取引が原則自由となり、1984年4月1日の先物為替の実需原則撤廃では為替の売買が事実上自由に行われるようになった。1984年5月29日の日米円・ドル委員会報告書公表を契機に日本の金融・資本市場の自由化と規制緩和、国際化は加速していった。さらに金融ビッグバンの一環として1998年4月1日から改正外為法（「外国為替及び外国貿易法」）が施行され、フリー・フェア・グローバルのスローガンのもと外国為替の取り扱いも大幅に緩和されている。

他方、日本の変動相場制の歴史は外為市場への介入の政策の足跡でもある。その介入の公式データはこれまで公表されることはなく、これまでの介入額の



図 2-7 介入額と円相場（1991年5月～2005年4月）



注：マイナスは円買い介入。

資料：財務省『外国為替平衡操作の状況』より作成。

データは推測値であった。しかし、財務省は1991年5月13日の介入分から外国為替市場での介入額を公表するようになった（2001年7月13日初めて公表）。それによれば2004年3月16日までの14年間に行った市場介入の総計は368日、金額で総計69兆4,443億円、そのうち円買い介入は32日のみで、その他90%以上は圧倒的に円売り介入である。金額ベースでも円買い介入は合計で4兆8,000億円余り、その他93%は円売り介入である（図2-7、表2-2参照）。しかも対象となる通貨はほとんどが米国ドルである。公表データに基づいて介入の実態を明らかにしておこう。

## 2. 圧倒的な規模の円売り介入

1991年から2004年の間で円買い介入の時期はごく限られている。まずは91年の5月から6月にかけての3回計563億円。この時期141円台まで減価した段階で円買い介入に入っている。次が1992年1月から8月にかけての23回（この時期は集中している）計7,170億円。92年の前半134円台後半まで円安

表 2-2 1991 年から 2004 年までの介入実績

介入の時期	金額 (億円)	日数
円買い介入の時期		
1991 年 5 月 13 日～ 6 月 13 日	563	3
1992 年 1 月 17 日～ 8 月 11 日	7,170	23
1997 年 12 月 17 日～12 月 19 日	10,591	3
1998 年 4 月 9 日～ 6 月 17 日	30,470	3
円買い介入計	48,794	32
円売り介入の時期		
1993 年 4 月 2 日～ 6 月 28 日	17,113	31
1993 年 7 月 30 日～ 9 月 7 日	8,467	19
1994 年 2 月 15 日～ 5 月 4 日	9,064	25
1994 年 6 月 20 日～11 月 3 日	11,575	30
1995 年 2 月 17 日～ 4 月 18 日	22,940	34
1995 年 5 月 31 日～ 9 月 22 日	26,649	9
1996 年 2 月 20 日～ 2 月 27 日	16,037	5
1999 年 1 月 12 日	6,563	1
1999 年 6 月 10 日～12 月 24 日	69,847	14
2000 年 1 月 4 日～ 9 月 22 日	31,731	6
2001 年 9 月 17 日～ 9 月 28 日	32,107	10
2002 年 5 月 22 日～ 6 月 28 日	40,162	8
2003 年 1 月 15 日～ 3 月 10 日	23,869	24
2003 年 5 月 8 日～12 月 31 日	180,381	67
2004 年 1 月 2 日～ 3 月 16 日	148,313	47
円売り介入計	644,818	330
1991 年から 2004 年介入総計	694,443	362

注：円の絡まない一部の介入は除外。

資料：財務省『外国為替平衡操作の状況』より作成。

が進んだ時点で円買い介入を実行している、8 月には 127 円台まで徐々に円高に戻した。第 3 が 1997 年 12 月の 3 回計 1 兆 591 億円。127 円台後半まで円安が進んだ段階で円買い介入に入っている。なお、97 年 6 月 23 日の橋本首相発言「私は何回か日本政府が持っている財務省証券を大幅に売りたいという誘惑に駆られたことがある」はあまりにも有名<sup>8)</sup>。また 97 年は 7 月以降アジア通貨危機が発生している。第 4 が 1998 年の 4 月から 6 月にかけての 3 回、合計 3 兆 470 億円、この期間では 98 年 4 月 10 日の 2 兆 6,200 億円が突出している。この巨額の円買い介入は一時的に効果はあったがこの後の趨勢は円安に推移した。円高に進んだのは 98 年 9 月 24 日の LTCM (ロングターム・キャピタル・マネジメント) 破綻がきっかけであった。それ以外の円買い介入額は 1 回

あたり数百億円の小規模介入である。

91年以降大半は円売り介入であるが、その中から際だっている介入をいくつか指摘しておこう。93年8月中旬には101円台に円高が進んだ時点で17日に2,002億円の円売り介入を実施。95年4月19日に円は東京市場での最高値79.75円を記録したが、95年の特徴は日米欧の協調介入（ドル買い円売り）がたびたび実施されたことである。4月5日（432億円）、5月31日（635億円）、7月7日（579億円）、8月2日（6,757億円）、8月15日（482億円）に協調介入が行われている。協調介入の場合は日本政府分の介入額はそれほど大きくないが、日米欧の通貨当局が協調することで市場に与える効果が大きくなると認められる。介入の金額から判断すれば8月2日を除いて規模は大きくない。95年で最も大規模な円売り介入が行われたのは円安方向に戻した後（99円台）の9月8日の8,576億円であった。協調円売り介入の結果4月19日の80円を最高に、その後は円安方向に転換し年末には年初とほぼ同じ102円台まで下げた。

円売り介入の中でも最も大規模だったのが2003年1月から2004年3月までの1年3ヵ月で継続的に実施した35兆円もの大量のドル買い円売り介入である<sup>9)</sup>。政府が公表している1991年から2004年までの14年間の介入実績の総額は69兆4,000億円余りであるが、この1年3ヵ月だけで介入額の実に半分を占めている。ちなみに、85年のプラザ合意直後の9月24日から26日の3日間で15億ドル（当時のレート1ドル220円換算で約3,300億円）のドル売り・円買い介入が行われたと推測されている<sup>10)</sup>。このように2003年から2004年にかけての市場介入は明らかに円高阻止ないし円安誘導を目標としていたとみなすことができる。ただしこれだけの巨額の円売り介入を実施したにもかかわらず2004年1月には105円台まで徐々に円高が進んだ。110円台まで減価したのは2004年3月になってからである。変動相場制採用後30年が経過してもなおこのような大規模市場介入が必然的である明白な経済的な根拠を見いだすのは難しい。最も大きな理由は円高が日本の景気を減速させることをなんとしても避けたい一心ということか。あるいは日銀の岩田副総裁が述べたように（2003年9月18日）、ドル買い円売り介入は実質的には日銀が外国債を購入し市場に円資金を供給して日銀の量的緩和政策を側面から支援する役割も与えら

れたのかもしれない。

これまでの日本政府による外為市場への介入を検討すれば、日本の介入がこれまで指摘されているように、*leaning against the wind*（風向きに逆らう介入）と呼ばれるタイプの介入がほとんどであると見て差し支えなからう、すなわち日本政府は、円安時には円を買い、円高時には円を売ることによって円安・円高に過度に振れるのを緩和することを主たる狙いに市場介入してきた。しかしながら2003年から2004年にかけての日本政府による大規模な市場介入に対しては、米産業界だけでなく米国政府からしばしば不快感が表明されてきた。スノー米財務長官は2003年7月に「外国為替市場への介入は最小限にとどめられるべきだ」と日本の円売り介入を牽制。2004年1月6日にはGMのワゴナー会長は「1ドル92~100円が妥当」と日本の介入を批判。米自動車業界は、日本による円安操作は輸出補助金にはかならないという主張である。さらにFRBグリーンズパン議長も2004年3月2日に日本の過剰な円売りドル買い介入は為替レートをファンダメンタルズから乖離させ効率的な外国為替市場を攪乱させると批判している<sup>14)</sup>。日本政府による円安誘導ともとれる巨額の円売り介入は、膨大な経常収支赤字を抱えている米国にとっては市場攪乱要因以外の何ものでもないであろう。日本政府は2004年3月16日（1ドル109円台）の介入を最後に介入をばったりと止めている（2006年2月末時点）。

### 3. 介入の効果

外為市場への介入がその狙い通り円相場に影響を与えるかどうかについては懐疑的であるというのが大方の研究の示すことである。財務省が公表した1991年以降の介入データに基づいた分析として、Ito (2002) と Chaboud and Humpage (2005) がある。日本の介入政策を次のように区分して整理している。①1991年4月から1995年6月半ばは小規模。②1995年6月半ばから2002年12月末は大規模集中型、協調介入顕著。③2003年1月から2004年3月16日は大規模頻繁、協調介入なし

介入によって政府が意図した方向への相場の動きがあった場合を介入の成功と判断するが、彼らの研究によれば、1995年から2002年の間のドル買い円売り介入は、ドルが切り上がるような予測を作る効果があった。しかし2003年

表 2-3 1990年代以降の協調介入の事例

1994年 5月 4日	ドル安防止へ日米欧17カ国が数十億ドルの協調介入
1994年 6月 24日	日米欧協調介入
1995年 3月 3日	NY外為、円最高値93.70円（最高値）、日米欧協調介入効かず
1995年 4月 5日	日米欧、協調介入
1995年 5月 31日	日米欧12カ国、「G7声明に沿って」82~83円台でドル買い協調介入
1995年 7月 7日	NY市場で日米協調介入（七夕介入、円売りドル買い）逆ブラザ合意
1995年 8月 2日	日米、NY市場で円売りドル買いの協調介入
1995年 8月 15日	日米独欧米市場で協調介入（円高、マルク高阻止、ドル買い）
1997年 11月 3日	日銀、インドネシア中央銀行、シンガポール通貨庁がシンガポール外為市場でインドネシアのルピア買いドル売りの協調介入、介入額は1億~2億ドル程度
1998年 6月 17日	日米協調介入、ロンドンとNYで、95年8月15日以来2年10ヵ月ぶりの協調介入
2000年 9月 22日	日米欧7カ国、ロンドン外為で協調介入、ユーロ下落を阻止、1ユーロ=0.90ドル台

注：協調介入はすべて円売り介入。

資料：『日本経済新聞』等から作成。

から2004年の大量介入は意図が見えない。日本の介入が比較的狙い通り進んだケースは米国との事前の協調（あるいは黙認）があった場合に限られ、米政府の理解が得られない介入ではその規模にもかかわらず成功していないと結論づけている。まさしく2003年から2004年3月にかけての介入はこの後者の部類に入るといえよう。

#### 【注】

- 1) ブラザ合意の意味については馬田（1996）を参照。
- 2) 1999年5月のAPEC蔵相会議で宮沢蔵相は、アジア各国が発行する国債を日本が部分保証するアジア支援を表明したが（宮沢構想、アジア版IMF）、東アジア地域での盟主争いをめぐり、米国から宮沢構想に猛反発が起こった。
- 3) 2005年7月21日中国人民銀行（中央銀行）は、人民元を1ドル=8.28元から8.11元に2%切り上げを発表。上下0.3%の範囲内で変動させる「通貨バスケット制」を導入した。
- 4) ISバランス式の導出は、Obstfeld and Rogoff（1996）, chapter 1を参照。
- 5) サステイナビリティ論については、竹中（1991）を参照。
- 6) Global Saving glut論。Bernanke（2005）によれば、アジア通貨危機で懲りた東アジア諸国は外貨準備を積み増し、さらに自国通貨増価を避けるためド

ル買い介入によりドル資産保有を増加。米国では2000年のバブル崩壊後投資減退。その結果世界市場では貯蓄超過状態が発生し国際通貨国である米国に資金が流入。米国の経常収支赤字は世界的な貯蓄過剰が主因との見解。ただし、長期的にはこれらの資金はアジア各国の国内投資に本来なら向けられるべきだとも彼はいいそえている。

- 7) 非貿易財の相対価格が上昇するか下落するかは、貿易財と非貿易財の間の生産と消費の代替の弾力性に依存する。Obstfeld and Rogoff (2004) では生産の代替の弾力性は0、消費の代替の弾力性は1と仮定している。消費の代替の弾力性1はほぼ現実を反映しているという。
- 8) 橋本発言で、NYダウ平均は192.25ドル下げた。1987年10月のブラックマンデーに次ぐ下げ幅であった。
- 9) 大規模な円売り介入のため財務省は予算で計上していた円売り枠を使い果たしてしまった。このため財務省は外国為替資金特別会計保有の米国債を日銀に買い戻し条件つきで売却し介入資金5兆円を新たに調達した。
- 10) 『日本経済新聞』1985年10月2日。
- 11) グリーンスパン議長の日本による円売り介入批判は以下。

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040302/default.htm>

#### [データ注]

##### 米国の財政赤字

米商務省経済分析局 <http://www.bea.gov/beatableview/nipaweb/TableView.asp#Mid>

##### 米国の経常収支・貿易収支

米商務省経済分析局 [http://www.bea.gov/beatableview/international/bp\\_web/simple.cfm?anon=219&table\\_id=1&area\\_id=3](http://www.bea.gov/beatableview/international/bp_web/simple.cfm?anon=219&table_id=1&area_id=3)

米商務省センサス局 <http://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html>

##### 米国ドルの実質実効レート

連邦準備理事会 <http://www.federalreserve.gov/releases/h10/summary/>

##### 日本の市場介入

財務省 外国為替平衡操作の実施状況 <http://www.mof.go.jp/1c021.htm>

円ドルレート

日本銀行 <http://www2.boj.or.jp/dlong/stat/data/cdab0780.csv>

外国による米国財務省証券の保有残高

米財務省 <http://www.treas.gov/tic/mfh.txt>

米財務省 <http://www.treas.gov/tic/mfhhis01.txt>

[参考文献]

Bernanke, Ben S. (2005), *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Federal Reserve Board.

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>

Chaboud, Alain P. and Owen F. Humpage (2005), "An Assessment of the Impact of Japanese Foreign Exchange Intervention : 1991-2004," International Finance Discussion Paper 2005-824, Board of Governors of the Federal Reserve System, January.

Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber (2003), *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper No. 9971.

Ito, T. (2002), *Is Foreign Exchange Intervention Effective?: the Japanese Experiences in the 1990s*, NBER Working Paper 8914.

Krugman, P. (1985), *Is the Strong Dollar Sustainable?*, NBER Working Paper No. 1644.

Obstfeld, M. and K. Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press.

Obstfeld, M. and K. Rogoff (2000), "Perspectives on OECD Economic Integration : Implications for U.S. Current Account Adjustment," in Federal Reserve Bank of Kansas City, *Global Economic Integration : Opportunities and Challenges*, pp. 169-208.

Obstfeld, M. and K. Rogoff (2004), *The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited*, NBER Working Paper No. 10869.

Roubini, N. and B. Setser (2005), *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006*.

<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/BW2-Unraveling-Roubini-Setser.pdf>

馬田啓一（1996）、「為替安定と日米政策協調」白石孝・馬田啓一編著『為替レートと日本経済』東洋経済新報社，10章。

竹中平蔵（1991）『日米摩擦の経済学』日本経済新聞社，第3章。

（笹山 茂）