

第九回

『 IMF・世界銀行東京総会を省みて 』

～ドル機軸体制の変遷と現在の円の価値を再考する～

今年のIMF・世銀年次総会が48年ぶりに10月に東京で開催されたが、ドル機軸通貨体制についての真正面からの議論はなかった。ユーロシステム建て直しの成否と、選挙を控えた日米両国共通の財政の崖、の二つが差し迫った問題であった為かもしれない。また中国の積極参加がなかったことも惜しまれる。

■ ドル機軸通貨体制の見直し議論は不発

第2次世界大戦終結に先立つ1944年7月に米国ニューハンプシャー州の避暑地ブレトンウッズで連合国側44カ国代表によって締結された大戦後の世界通貨体制に関する協定は「ブレトンウッズ協定」(以下BW協定と略)と呼ばれ、戦後の世界金融秩序を立て直す大きな役割を演じた。

この協定50周年記念を目標に、1990年代に入ってからその見直しの共同作業委員会が日米欧3局の民間金融機関首脳陣により立ち上げられた。取りまとめ役はポール・ヴォルカーFRB元議長、日本代表は旧東京銀行会長柏木雄介氏で、筆者は日本側の事務局長として参画し、その成果は『21世紀の国際通貨体制を展望して』と題してワシントンで発表された。

しかしこの提言は当局レベルの支持を得るには至らず、所期の成果を挙げることは出来なかった。ソ連邦崩壊、東西ドイツ統合、ユーロ創設の始動、日本バブル経済崩壊など、世界の金融秩序を揺るがす大きな出来事が相次いだこともあり、公的部門に余裕がなかったのがその一因だったと思われる。



その後も国際金融には大きな出来事が相次いだ。アジア通貨危機、ユーロ誕生、リーマン・ショック、そしてユーロ危機と、紆余曲折を経て2012年も残り僅かとなるなか、為替市場では米ドルをはさんで、「円 > ドル > ユーロ」という強弱関係が続いてきた。だが、マクロ経済的な観点からはこの関係図の持続性は疑わしい。現在の国際通貨体制はドル機軸通貨制と呼ばれるものの「制度無き制度」と揶揄される極めて無秩序なものであることも忘れてはならない。

それはブレトンウッズ体制が1971年8月15日のいわゆるニクソン・ショック以来事実上すでに崩壊しているからである。BW協定のもとで国際通貨基金(IMF)、国際復興開発銀行(IBRD:通称世界銀行)、国際貿易機構(ITO:注1)の主要3機関の創設が合意されたが、通貨制度面での大黒柱は「金の裏づけがある米ドル」に対して各国通貨が交換レート(平価)を上下1%の変動範囲に維持するものとした「固定相場制」だった。

(注1) ITOは1995年に至り漸く世界貿易機構・WTOとして発足

■制度なき制度

これは米国のドル通貨が金準備法(Gold Reserve Act of 1930)によって純金との兌換を保証されていたので、それに基づいて戦後の世界通貨体制を構築したものと見てよい。金との交換が保証されたのは各国の公的外貨準備としてのドルに限ったものだが、間接的ながら金本位(正確には金ドル本位)制度だったといえる。BW協定参加各国は金の裏付けのあるドルに対して上下僅か1%という変動幅に自国通貨の変動を収める義務を負った。



このような金ドル本位制度の中軸が米ドルである以上、ドルが「機軸通貨」であることに誰も異議はないだろう。各国通貨は中軸であるドルに対して居場所を決めれば良い(あるいは決めざるを得ない)訳である。中軸に座っているドルが自己規律を守り価値を安定的に保っておれば世界金融は秩序だった運営が出来るという訳だ。

読者諸氏には周知の通り金本位制度のメリットは、為替相場が支払い側にとって不利なレベルとなって、現送コストを掛けてでも金地金によって決済するほうが安い場合には為替売買取引は中断し、結果として相場が一定枠内に収まるという点にある。逆にそのデメリットは、為替相場が回復しなければ金の流出が止まらない事態となり、内需抑制と財政緊縮を迫られるという点である。



通貨が割高であれば、必然的に輸出額よりも輸入額が超過した結果貿易赤字となるが、1960年代のアメリカでは、これらに加えて、戦費と社会保障関連費の拡大により、これらの支払いとしてより多くのドルを必要としていた。1970年代に入って米国はまさにこのような苦境から脱するために、金準備法に基づく公的ドルの金兌換を中止した。それが暴挙のように語られるが、国内法的にはこのような権限が実は財務長官にあった。しかし国際法的にはそれが一方的な措置だとして暴挙扱いされた。その後、国際通貨体制はいわゆる「金の鎖がはずれたドル」を旗艦とした各国船団の「制度無き制度」時代に入る。

そのような時代に入って41年が経過し既にそれはBW体制の機能が有効に作動していた年数をはるかに上回っている。わが国経済はその荒波に翻弄されて今日に至っている。変動相場が制御可能なものであればそれなりの評価もできるが、変動幅と水準に対応困難な事態に陥ったり、乱高下が激しい場合などは弊害のほうが遥かに大きく、20年に及ぶわが国のデフレの一因もそこにあると見て間違いはない。

■ 円の過大評価と、円の対応

今回のIMF・世銀年次総会では真正面から現体制見直しといった議論は出なかったが、総括の声明書やこの機会に開催された数多くの関連セミナーでの議論を吟味すれば、おのずと21世紀中盤に向かっての国際金融体制模索の機運の高まりが感じられる。なによりもFX業界の観点から見落とせないのは、ラガルドIMF専務理事が「円の過大評価」という認識を隠さなかったことだろう。裏を返せばその認識はドルとユーロの過小評価、ひいては存在感の高まってきた人民元の評価基準の問題にも及ぶ。

しかしこれらの問題の維持可能な解決は、機能喪失して久しいBW体制の見直し抜きでは不可能だろう。BW体制による国際通貨秩序が機能しなくなったにも関わらずドルが事実上(デファクト)基軸通貨国としての特権を保っている現状を改善するには、国際的取り極めだったBW協定を真正面から改訂するほかない。

先に触れたBW協定50周年を期しての体制見直し提言では、IMF組織の中心に常設のG7代表部を置き、それが常時、参加各国(なканずくG7)の金融規律の監視を行うというものだった。提言から18年経った現在ではG7はG20と読み替えるべきかもしれないが、反面こうした監視実施力の強さは監視者の数に反比例する面も念頭におく必要がある。



制度論議はさておき、当面わが国(円)はどう対応すべきだろうか。

抽象論ではなく現実論として「円の過大評価」について世界が納得する判断を示すことが大事だ。「過大」とはどの基準から見て大きすぎるのか？そのもっとも普遍的な答えは、「購買力平価」、つまり、Purchasing Power Parity(略称:PPP)だろう。それは〇〇円と△ドルが実際に同量同質のモノとサービスを買えるときの交換レートとって良い。しかし物価は国ごとに変わるからPPPも毎年変化すべきものだ。

ドル・円のPPP現水準は卸売物価で量ったPPPより遥かに円高水準にあり、輸出物価で算出したPPPよりは多少円安の水準と認識される。しかし円が対応する通貨はドルだけではないから、正しくは多数の主要貿易相手国との貿易量に案分比例した「実効相場」でPPPは算出されるべきである(残念ながら実効相場PPP算出はデータ上大変煩瑣で難しい)。日本の長引くデフレを考慮に入れれば実効相場PPPでも円が過大評価されていることはまず間違いない。



では、円が過大評価されている原因は何だろうか？従来の通説は日本の貿易収支黒字がその主因と見られてきたが、昨今赤字が出ても依然として円高である。

円の過大評価にはユーロ危機と米国金融危機によって増幅された心理面も多分にある。しかしその根底には実質金利の高止まりもある。日米2年物名目金利差約0.2%(米国高)は消費者物価格差を調整した実質金利差では逆に円が1.8%以上も高くそれは当然円高の底流を作る(注3)。

(注3)

日米実質金利差(%) ⇒	
(米国長期金利0.291) - (米国消費者物価1.7)	= △1.409
(日本長期金利0.093) - (日本消費者物価△0.3)	= 0.393
計	1.802



しかしこの実質金利格差は、円の長期金利が下がるか、日本の物価が上がるか、あるいはその両方がない限り埋まらない。金利にマイナスはないから長期金利下げ余地はもはや殆どなく、あとは物価が1.5%を超えて上がるしかない。つまりデフレ脱却のリフレーション策が優先されるべきだというのが政策論議の帰結だ。

では経済のリフレートは可能だろうか？財政出動の余地は財源がない限り乏しいだろう。そこで勢い金融政策それも金利ではなく量的緩和に期待が掛かってくる。しかし日銀が単にマネー供給を増やしても、それが实体经济に浸み込んで乗数効果を生まない限り意味がない。結局は实体经济がカネを必要とする有効需要を生み出す政策は何かという点に帰結する。

こうした政策論は総選挙後にさらに具体的に盛り上がる事が予想される。その方向によって為替相場にも激震が走ることも想定しておく必要がある。ことに誤った金融緩和策は有害で、その流れ弾がFX市場に飛んでくるかもしれない。

Author

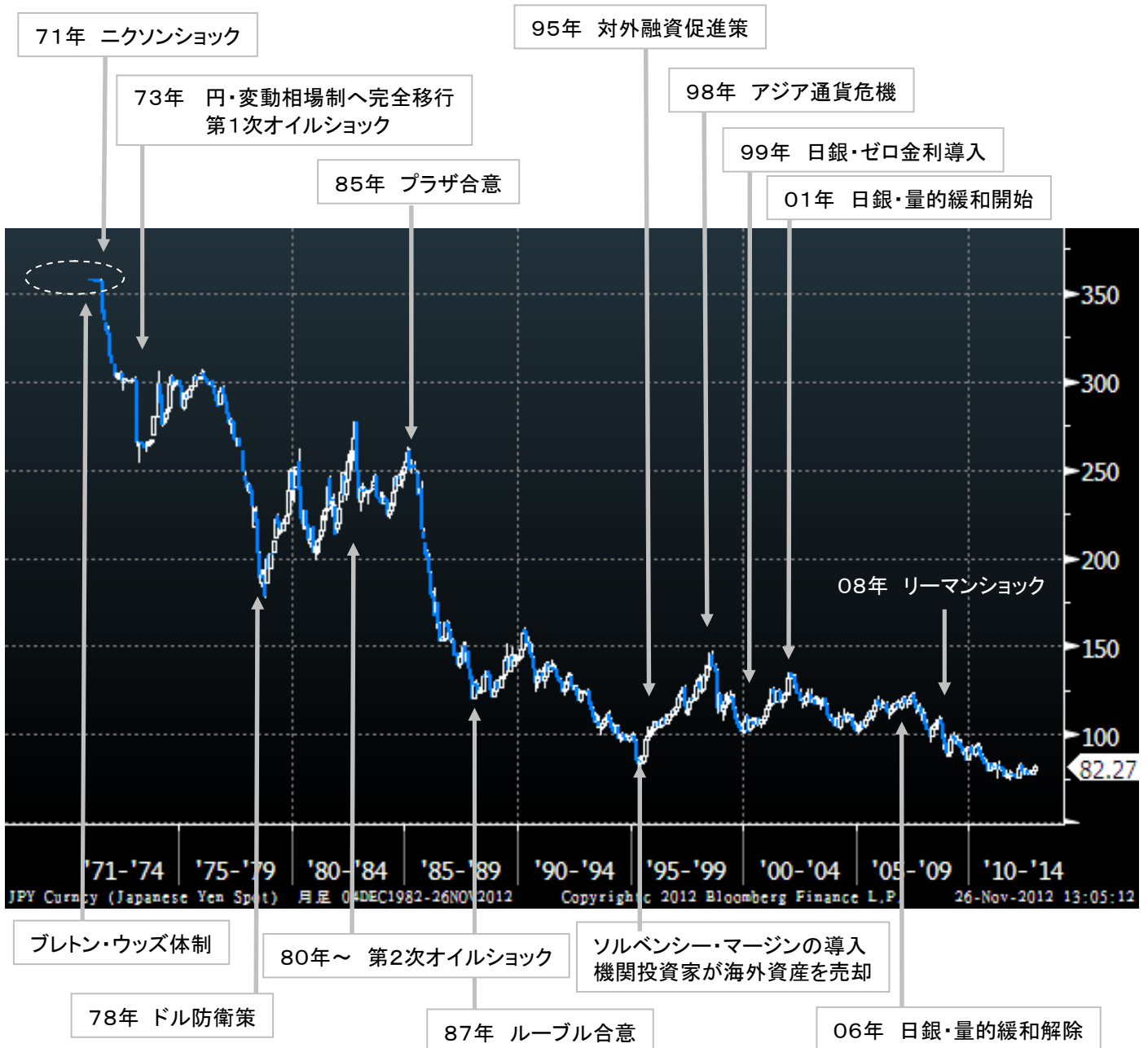
本田 敬吉 (Keikichi Honda)

1959年東京大学法学部卒業後、東京銀行入行、常任参与チーフエコミスト。サン・マイクロシステムズ株式会社など数社で会長を務めた後、日本経団連OECD諮問委員長を引きうける。現在、財団法人国際通貨研究所理事として、為替市場の分析を行う。

お客様は、このWEBサイトに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。このWEBサイトに表示されている事項は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。

『 これまでの円相場を振り返る 』
 ～ドル機軸体制の変遷と現在の円の価値を再考する～

■ これまでのドル円の推移とイベント



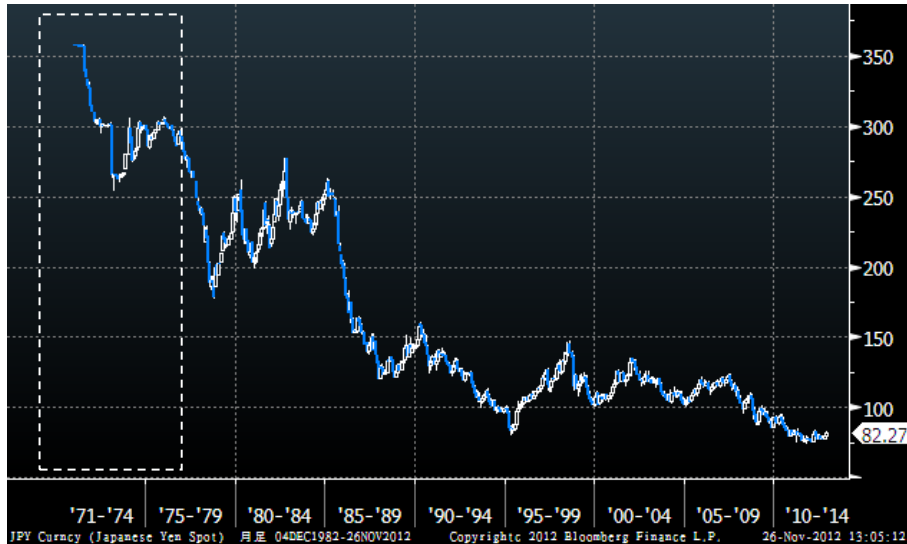
■ 金本位制の崩壊と変動相場への移行

1944年 ブレトンウッズ体制

1971年 ニクソンショック・スミソニアン協定

1973年 円の変動相場制へ移行

1974年頃 第一次オイルショック



通貨としての円を考えるに当り、金本位の考え方を振り返ってみようと思います。

そもそも、金本位の考え方は古くから存在していましたが、実際に法律として制度化されたのは、1816年、イギリスにおいて、重量(約7.99グラム)・大きさを定め、これを1ポンドとしたことから始まります。この考え方に準じた動きが各国で広まり、19世紀末ごろには金本位の考え方が国際的に定着しました。

日本においても、金本位の考え方は例外ではなく、1871年に「新貨条例」を定めて、日本独自の貨幣単位である「円」を設定することとなります。

しかし、当時の経済基盤は脆弱であったことから正貨である金貨の流出が続き、金準備高が十分でない日本においては、金の国外への流出をいかに防ぐかが深刻な課題となりました。ただし、これは日本だけで起きた課題ではなく、さらに、金流出の抑制を目的とした金融引き締めが不況を誘発する懸念も考えられたことから、1937年にフランスでの金本位の廃止を最後に、金本位制は一旦終了する事となりました。

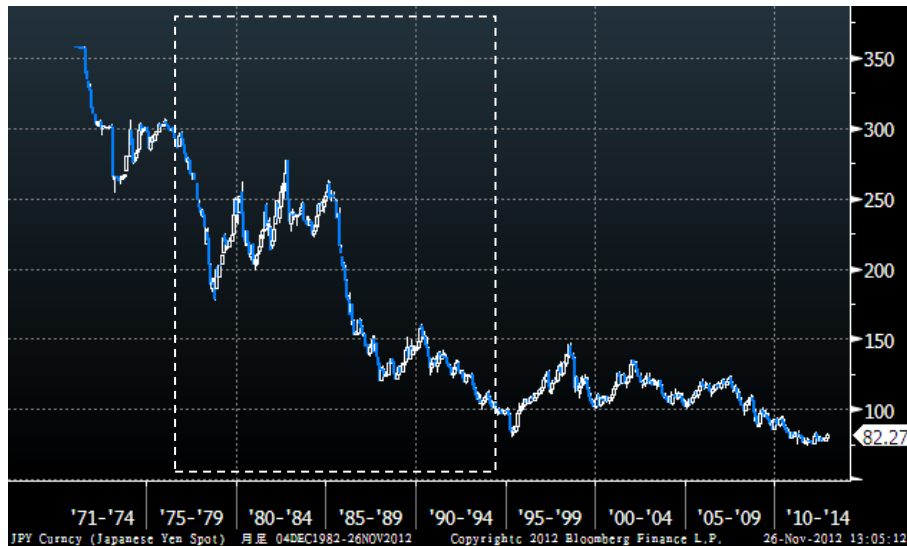
第二次世界大戦後、戦争で疲弊した世界経済を安定させる上で、世界貿易体制の構築と貿易の振興のために、各国の通貨価値の安定が望まれました。そこで、1944年、1トロイオンスを35ドルと定め、そのドルに対し、各国の通貨の交換価値を制定し、日本円は、1ドル=360円で交換されることとなりました。ブレトン・ウッズホテルにおいてこれらを決定したことから、この体制はブレトンウッズ体制と呼ばれ、実質的な金本位制の復活となりました。

戦後、経済成長を遂げるに従いインフレに伴う流通通貨量が拡大し、特に、好景気と戦費の拡大傾向にあったアメリカでは、金に裏付けられた通貨だけではまかないきれない量の通貨を必要としていました。1971年、時の米大統領であったニクソン氏は、アメリカドルの金兌換を停止することを発表しました。1971年12月、スミソニアン博物館において、ドルに対する交換価値の改訂が行われ、ドル円はこれまでの360円から308円へ切り上げることが決定されました。これがスミソニアン協定です。

ただし、金兌換が停止したことを受けて、これまでの固定相場に対する信頼性が低下し、1973年には、ほぼ全ての通貨で変動相場へ移行することとなりました。変動相場制への移行後、ドル円は一時260円台へ下落したものの、石油価格の上昇に伴い、300円台まで戻すこととなりました。

■ アメリカによるドル政策と円

- 1978年 ドル防衛策
- 1980年ごろ 第二次オイルショック
- 1985年 プラザ合意
- 1987年 ルーブル合意



第一次オイルショックの後、1976年以降では、米国の景気拡大や日本の輸出拡大による経常黒字額が拡大したことで急激な円高が進み、初めて200円台を突破、1978年には180円台を記録しました。行過ぎたドル安を阻止するために、1978年、時の大統領であったカーター氏は、ドル防衛策を提案しました。具体的には、公定歩合の引上げや日本を始めとする主要国によるドル買い協調介入を実施しました。結果、ドル高(すなわち、円安)の誘導に成功し、再び200円台で推移することとなります。

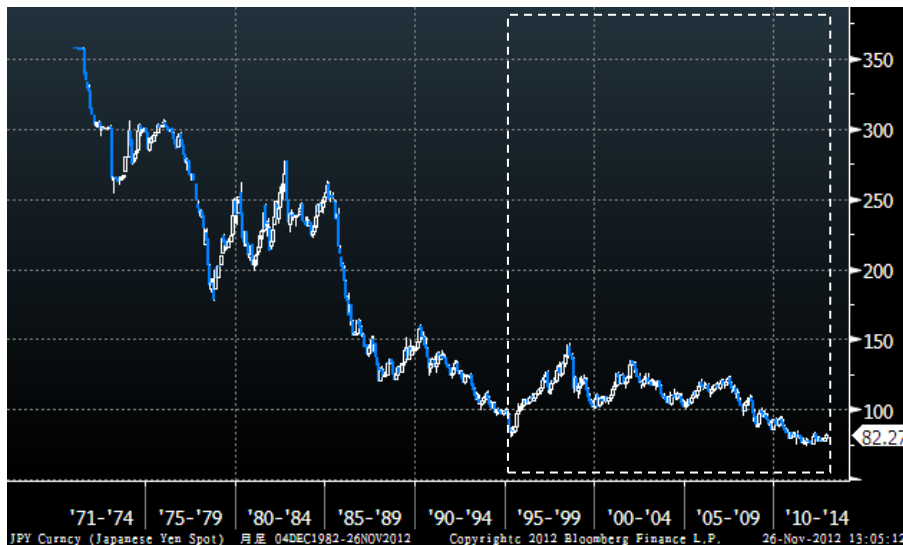
その後は、イラン情勢の悪化による原油高(第二次オイルショック)やソビエト連邦のアフガニスタン侵攻などの世界情勢不安によるドル高が進行し、一時は260円を超える水準にまで反転、1985年までは、200円を超えるレンジで推移していました。その間には、1983年、日米円ドル委員会が開催され、外貨の円転規制の撤廃などが合意され、円と日本の金融市場の国際化が進みました。

しかしながら、1985年になると、それまでのソビエトへの対抗策としての軍需の拡大、そして、レーガン政権時代の減税策によるアメリカの財政赤字が拡大しました。

結果、アメリカによる貿易不均衡の是正を促す事が提起され、プラザ・ホテルにおいて、米国の過剰なドル高を是正するために、日本・ドイツ・アメリカが協調して為替市場に介入を行うこと、そして、日本とドイツは内需拡大を実施することを約束しました。これをうけて、再び急激な円高が進行し、1987年にルーブルにおいて、G7の間で際限の無いドル安に歯止めをかけるために協調する合意が成立するまで継続しました。1990年ごろまでは円安方向を動き、一時は150円を越える水準に達しました。

■ キャリートレードと投機マネーの台頭

- 1995年 対外投融資促進策
- 1997年 アジア通貨危機
- 1998年 外為法改正
- 2006年 日銀・量的緩和解除
- 2007年 サブプライムローン問題
- 2008年 リーマンショック
- 2010年 ギリシャ問題



95年になると、それまで積みあがっていた円キャリートレードによるポジションを決済する動きが強まり、瞬間的に70円台をつけました。しかしその後は、当時の大蔵省が「対外投資促進策」を打ち出したことや各国の協調した介入が効果を挙げたことから、円安の方向へ動きました。

97年にタイにおいて発生したアジア通貨危機や98年に発生したロシア財政危機による影響が金融機関を直撃し、当時レバレッジ取引を行っていたロング・ターム・キャピタル・マネジメント(LTMC)が破綻すると、リスク回避として流動性があり比較的安全な通貨であった円が買われるようになりました。

98年には、外国為替及び外国貿易法(通商:外為法)が改正され、特別な免許を持たなくても為替取引を行うことが可能となり、個人の顧客による市場参加が出来るようになりました。また、99年に日銀がゼロ金利を導入した後は、円キャリートレードの流れも手伝い、徐々に円安の方向へ向かうムードが出来ました。

2006年になると、日銀による量的緩和の施策が終了し、さらに、2007年にサブプライムローンや翌年のリーマンブラザーズの破綻による金融不安が蔓延すると、再び円高へのムードが高まることとなります。また、2010年にはギリシャによる虚偽報告と巨額の財政赤字が明るみに出ると、信用不安が欧州全体へ波及することとなりました。更に、2011年に発生した東日本を中心とした歴史的な震災の影響により、保険会社が支払いのために海外資産を円転させるとの見方も有り、92年に記録した円の最高値を更新しました。

提供: SBIリクイディティ・マーケット株式会社

お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複製もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートに表示されている事項は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。