

# 90年代アメリカの外国為替政策

横 田 綏 子

## はじめに

90年代の円ドル相場は、日本経済にとって望ましい経済環境を作り出したとは言えなかった。90年代前半クリントン政権下の円高は、対外的労働コストの増大となり、輸出価格の上昇・輸出減少と、輸入価格の下落・輸入増大をもたらし、輸出産業と輸入競合産業の生産低下を余儀なくさせた。また、製造業の生産拠点の海外への転換を促進し、産業の空洞化をいっそう進めた。この「円高不況」に対する政府の景気刺激策は、10年間で430兆円という公共事業費とこれをまかなう国債発行により、日本の財政を破綻に陥れようとしている。95年の逆プラザ合意といわれる円高・ドル安是正の先進国協調介入後は、今度は一転して急速な円安が進行したが、輸出の拡大は遅く、貿易収支黒字の回復は輸入額の縮小によるところが大きかった（ドルベース）。国内消費の回復も見られず、異常な低金利政策の下で国内資本は海外へ流出し、円安のいっそうの進行下で不況は第2局面に入ったといわれた。円の急落はアジア通貨の混乱を招くとして、98年6月には再び協調介入が行われたが、それはたちまち円高の再来を引き起こし、日本経済の回復を遅らせることが懸念されている。不良債権問題で顕在化した金融システムの弱点など、日本経済自体が改善すべきさまざまな問題を抱えていることはたしかであるが、為替相場の急変が、日本経済を翻弄してきたことも事実である。現在の長期不況の背後に、「ドルという通貨が、今なお事実上の基軸通貨でありながら、アメリカ1国の経済政策と分かちがたく連動し、その意向を反映した価値の変動をほしのままにしているという現実があり、それが結果として日本に大きな災厄をもたらした」ことを指摘する声もある。<sup>(1)</sup> しかし、アメリカ通貨当局によれば、90年代のアメリカの外国為替市場への介入は、短期

的な相場調整を通じて過度の変動を調整すると言う限定的なものであったとされている。介入額も、80年代の売り買い両方向への大規模な市場介入に比べると、90年代には小規模な介入にとどまっている。

日本経済を大きく左右する外国為替相場について90年代のアメリカの外国為替政策が実際にはどのようなものであったか、検討してみたい。

1988年包括通商・競争力法は、「アメリカの経常収支を適正かつ持続可能な水準にする」「インフレなき経済成長を実現する」ためには為替介入も辞さないとし、議会に対して、市場介入をはじめ実施した為替政策の定期的報告等を規定している。また、88年4月20日の議事録によれば、「為替相場と、経常収支赤字の結果蓄積される対外債務の水準そのものを、経済政策としていくこととし、為替相場、対外債務などが他の経済政策の偶発の副産物であるという状態はもはや許されない」としている<sup>(2)</sup>。本稿では、90年代のアメリカの外国為替政策の実態とその分析のための基礎的作業として、外国為替政策の主要な柱である外国為替市場介入の実態を、アメリカの経常収支・対外債務との関連を中心に検討したい。介入の実態の分析に入る前に、アメリカの外国為替政策をどう見るかに関する従来の研究から主要な見解を見ておこう。

## 1 アメリカの外国為替政策に関する2つの見解

C.R. ヘニングは戦後のアメリカの外国為替政策について、周期的パターンがあり、それは3局面に分けられるとして、以下のように説明している。<sup>(3)</sup>

すなわち、第1の局面は、対外通貨問題の相対的無視の時代であり、為替レートや国際収支は国内マクロ経済政策の誤差として扱われる。後期アイゼンハワー政権や第2期ニクソン政権、フォード政権、第1期レーガン政権、ブッシュ政権がそうである。だが、このような無視は必然的に、国内に有害な結果をもたらす為替のミスアラインメントと国際収支不均衡をもたらすので、アメリカ政府は、外国政府に拡張的経済政策などの調整を強要することで問題に対処しようとする。これが第2局面であり、第1期ニクソン政権、

初期のカーター政権、第2期レーガン政権初期、クリントン政権（対日政策）がそれにあたる。この戦略が限界に達すると、アメリカ政府は、国際収支や為替レートに関する多国間協調に乗り出す。1971年のスミソニアン協定、1978年のボンサミットとドル救済、1987年のドル防衛への転換などが、この第3局面への転換点だった。しかし、政府高官が国際通貨問題を重視するのは、それらが基礎的経済目的達成の束縛要因である限りで、であり、いったん対外的脅威が衰えれば、政府も連邦準備制度も対外通貨政策に興味を失い、周期はまた更新される。80年代半ばの無視から積極主義への転換は、例外的な出来事である。そして、このような消極的かつ一貫性の無い政策の原因として、次のような要因を挙げている。<sup>(4)</sup>

アメリカでは日・独に比べ銀行と産業の関係が相対的に緩やかなことから、民間部門において、競争重視や安定志向など、一貫した為替政策の目的や指針に関するコンセンサスが存在しないこと。そのため為替政策の遂行にあたっては、連銀と財務省の自由度が高いのだが、政策の実施権限の分担関係が入り組んでいるため、両者の意見が食い違った場合調整が難しく、結果として介入が不活発になる傾向があること。

ここでC.R.ヘニングの研究によりながら、簡単にアメリカの外国為替政策に関する仕組みについて述べておこう。<sup>(5)</sup>

対外通貨政策に関して、大統領は権限を持っているが、ときたま又は一過性の関心しか持たないことが多く、閣議にかかることもほとんど無いので、通常は財務省が自由にリーダーシップを取る。外国為替市場への介入については財務長官が決定の優先権を持っているが、為替政策決定は通常、連邦準備制度理事会と協議してなされる。また為替政策の効果に大きな影響を持つ、国内通貨政策の権限は連邦準備制度が持っている。さらに、実際の介入は、財務省の代理機関としてニューヨーク連邦準備銀行が、行っている。介入資金は、財務省と連邦準備制度の折半が原則であり、財務省は為替安定資金（ESF）から、連邦準備制度は自己勘定から提供することになっている。財務省は連邦準備制度に対してその自己勘定での介入を命令する権限を持たず、

連邦準備制度は独自にメリットと有効性を判断して介入を決定するとされているから、連邦準備制度は事実上介入に対する拒否権を持っているといえる。また、介入のために E S F 保有資金を越える額が必要な場合、ドル資金不足なら、連邦準備制度の自己勘定で介入するか、連邦準備制度が E S F の外貨と引き換えにドルを提供（買い戻し条件付き売却）するかの方法で資金調達を行い、外貨不足なら、財務省が連邦準備制度に中央銀行間のスワップ網活用を要請する（財務省自身の政府間スワップもあるが限定的）。つまり、E S F 保有額を越える資金が必要な場合、財務省は連邦準備制度のこれらの資金調達に依存せざるを得ない。したがってこのような場合には、当然連邦準備制度の発言権は大きくなる。ニューヨーク連邦準備銀行は、連邦準備制度を構成する12の地区連邦準備銀行の1つであるが、市場に近いことや操作能力の点で、連邦準備制度理事会よりも介入に積極的になり勝ちで、連邦準備制度理事会よりも財務省と意見が一致することもある。財務省・連邦準備制度理事会・ニューヨーク連邦準備銀行のこの複雑な関係の意見調整は、連邦準備制度の介入に最終決定権を持つ公開市場委員会が行うことになっているが、このような権限・資金・実施のあり方が、為替政策に関する社会的合意の欠如とあいまって、結果的に、全体としてアメリカの為替介入を不活発にしているというのが彼の主張である。

これに対して、D.マッキノンと大野健一は、アメリカの外国為替政策は、もっと積極的・意図的であったと主張する。彼らは、変動相場制の下での円ドルレートは長期的には円高方向に進んできたとし、しかもその上昇が不規則な変動を伴うことにより、価格を攪乱して投資効率を低下させ、急激な通貨価値の上昇時には厳しい不況をもたらした、また賃銀・金利・物価の長期動向を不安定にしまい、国際資本移転を妨げるなどの状況を引き起こしたとする。<sup>6)</sup> 彼らが「円高シンドローム」と名づけた、日本経済に深刻なショックをもたらす、この「不規則な変動を伴いながらも趨勢として続いてきた円高」は、彼らによれば日米両政府の通商・為替・金融政策によって引き起こされた。日米貿易摩擦を背景とするアメリカの対日通商圧力は、しば

しば政府高官の円高容認発言などのトーク・ダウンによる円高を引き起こし、1970-95年における円の対ドル累積上昇率はアメリカの貿易相手国のなかで最大の280%に達している。為替圧力と通商摩擦の組み合わせというこの政策をもたらしたのは、第1に、世界市場でのシェア低下に悩み、円高を日本企業の競争力低下手段とみなす米製造業界の圧力であり、第2には、ドル減価がアメリカの貿易赤字縮小効果があると主張する経済学者達の政策勧告の圧力である。そして、外為市場は、日米経常収支不均衡が解消する見込みが無い限り、米政府が「日本が黒字縮小策を実施しなければ制裁措置を取る」と脅し、同時に「円が上昇する」ことが繰り返されるのを経験的に知っているため、トーク・ダウンに反応して円高方向に動く。さらに、マクロ政策、とりわけ日本の金融政策が、短期的には抵抗しても、事後的に変化して、いったん発生した円高と整合的なファンダメンタルズを作り出すため、この円高は長期的に持続する。以上が彼らが主張する円高進行のメカニズムである。彼らによれば、円ドルレートは各国が選択する金融政策の結果としてもたらされる受動的な変数ではなく、むしろ日本の金融政策に影響を及ぼす「強制変数」である。<sup>7)</sup> 彼らは、このようなこれまでの為替政策とその理論的支柱になった為替調整論の誤り、すなわち、為替相場が貿易収支不均衡の調整効果を持つとする P.R.クルーグマンや W.R.クラインなどの主張する理論の誤りと、その理論に基づく為替操作という政策の誤りを批判している。したがって、彼らの主張ではアメリカの外国為替政策は、一貫して日米貿易不均衡の調整の手段として積極的に活用されてきたのである。

これまで紹介した二つの見解は、外国為替政策が持続的に積極的な政策手段とされてきたかどうかについては、意見を異にするものの、その動機についてはどちらもアメリカの対日貿易赤字の縮小をあげている。

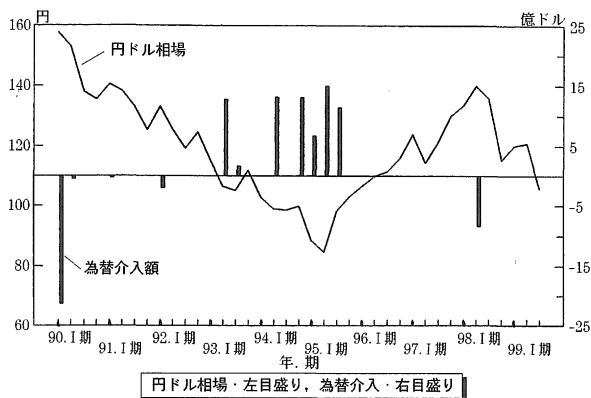
そこで次に、90年代のアメリカの外国為替介入の実態を、主として、米政府の外国為替政策の公式報告書である「財務省および連邦準備の外国為替操作」によりながら、見ておくことにしよう。

## 2 90年代の円ドル相場とアメリカの為替介入

### (1) 外国為替相場の概観と為替介入の実態

最初に図1によりながら、90年代の円ドル相場と、アメリカの外国為替市場介入を概観しておく、円ドル相場は、前半のドル安円高、後半98年末までのドル高円安の後、ふたたびドルの急落円の急騰と激しく変動した。為替市場介入は、90年第1四半期の90年代最大の売り介入、93年第2四半期から95年第3四半期にかけての買い介入、そして98年の第2四半期の売り介入が、主なものである。

図1 円ドル相場と為替介入



出所：原表1より作成

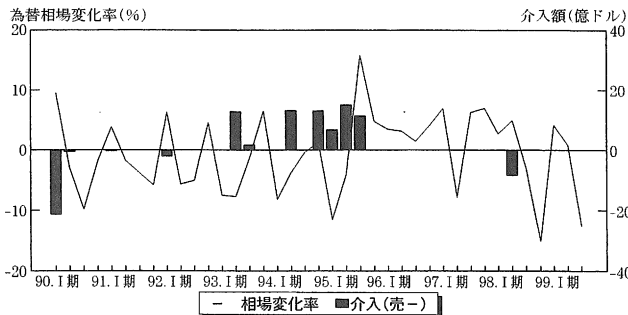
以上からまず、見て取れる介入の主な特徴は、90年第2四半期から93年第1四半期まで、円が上がるがままに任せた後、93年第2四半期から95年第3四半期までのドル安円高は正のドル買い介入に乗り出したこと、その後98年第2四半期まで今度はドルが上昇するままに任せたこと、98年第2四半期のドル売りで円が急上昇したことである。さらに、市場介入と為替相場の動きには、この図から見る限り、明らかな特徴がある。それはドル売り介入とドル買い介入の効果の違いである。93年第2四半期からはじめてドル安円高は正の介入が効果を表して、ドルが確実に上昇に転じたのは95年第3四半期で

あり、それまでに要した介入総額は73億4550万ドル、介入回数は18回（「財務省および連邦準備の外国為替操作」各期報告による）に上る。これに対し、ドル安円高への転換に関しては、90年第1四半期の90年代最大の21億3000万ドルの売り介入は、88年後半からのドル上昇に対して220億ドルと言う未曾有のドル売りを行った89年の継続的動きと見るべきであろうが、98年第2四半期にはただ1回の8億3300万ドルの売り介入で、ドル安円高に転じているのである。

好調なアメリカ経済と、日本経済の低迷、日米金利格差の下での円高への進行は、為替相場を短期的に動かす要因は多様であるとはいえ、大野とマッキノンが、「円高シンドローム」と名づけた、円ドル相場は「一時的には落ち着いたり円安に戻したとしても、長期的には円高であると言う予想の定着」と、これに基づく市場マインドの存在の影響も否定できないであろう。

為替市場介入の実行を担当するニューヨーク連邦準備銀行は、「外為市場介入の目的は、秩序ある市場回復であり、秩序ある市場は、世界的金融市場の安定につながるので、通貨当局は、過度の為替レートの動揺・流動性不足・その他外為市場の不安定性をもたらす要素を認めた時には、介入が有益だと考える」と説明している。<sup>(8)</sup> そこで主な介入が行われた時の円ドル相場の変化率との関連を図2によりながら検討してみよう。

図2 為替相場の変化と介入



出所：原表1より作成

90年の第1四半期には、前期の89年第4四半期の1ドル143.4円から9.5%のドル上昇に対して21億3000万ドルの売り介入、93年第2四半期には7.7%のドル下落に対して、12億7000万ドル弱の買い介入、94年第2四半期に1.3%の上昇で13億ドルの買い、95年第1四半期には11.5%の下落に対して6億7000万ドルの買い、続いて第2四半期に4.1%下落で15億ドル、第3四半期に15.8%上昇に転じたが更に11億3300万ドルの買い介入を行っている。また、98年第2四半期には、4.9%のドル上昇に対して8億3300万ドルの売り介入を行った。介入直前の四半期の変化率を考慮に入れても（図2参照）、変化の程度と介入額は照応していないことが分かるであろう。5%以上の変化がありながら介入が行われなかったことも多い。（90年第3四半期、91年第4四半期から93年第3四半期まで、93年第1四半期、93年第4四半期から94年第1四半期まで、97年第1四半期から第4四半期まで98年第4四半期、99年第3四半期） 実際の為替介入は、当局の公式説明とは違って市場の急激な変化を防ぐことと必ずしも関連していないのである。また、ある程度の幅を持った特定水準に相場変動を押さえる目標相場圏の設定も、介入実態からは認めがたい。クリントン政権発足以後に限ってみても、買い介入の場合1ドル106円近辺での介入が見られる一方で94年第3四半期のように100円を割った時にも介入していない。ただし、円安ドル高是正の売り介入は90年代に限っては140円以下での介入は行っていない（各期ニューヨーク連銀報告より）

では、貿易収支改善の手段としての為替操作はどうか？上述のように、肯定するか批判するかは別として、貿易収支の悪化と為替政策との関連を指摘する論者は多いし、政府自身も「海外の経済成長率とドルの為替相場は米国の輸出額に大きな影響を与え、したがって米国の生産水準にも影響を与える」<sup>9)</sup> と言う認識の下に、政権発足まもない93年4月のクリントン・宮沢会談でのクリントン発言「貿易交渉で実りが得られなかったら、円高が日本の貿易黒字を減少させるだろう」をはじめ、これを裏付ける発言を繰り返していたことは周知のとおりである。

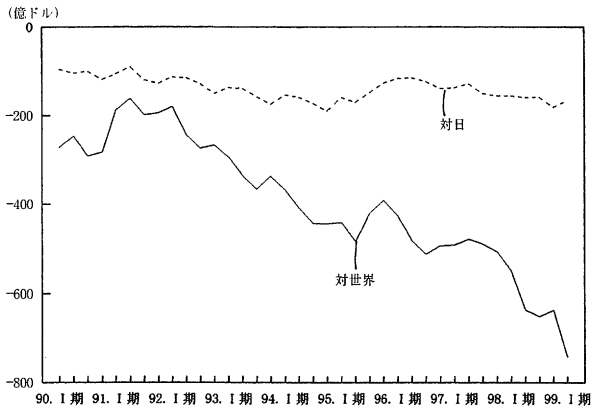
そこで次に、為替介入と貿易収支の変動との関連を見てみよう。



## (2) アメリカの国際収支と為替介入

図3は、アメリカの貿易収支総額と対日貿易収支である。全体として92年はじめまで減少傾向にあったアメリカの貿易赤字は、その後ふたたび拡大をはじめ、99年第1四半期には700億ドルを越える赤字となったが、対日貿易収支赤字は絶対額は増加しているものの全体に占める割合は、90年38%、91年60%、92年52%に比べ、96年26%、97年29%、98年26%とかなり減少している。(各年の米商務省 Survey of Corrent Business より計算)

図3 アメリカの貿易収支(四半期毎)



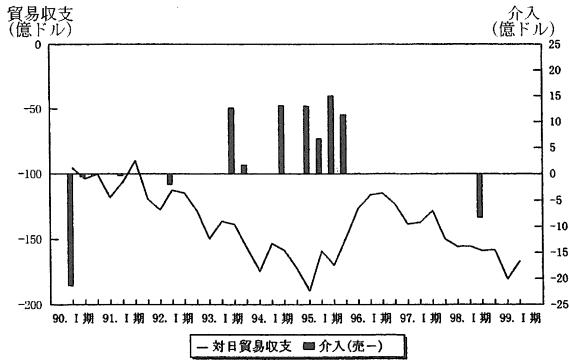
出所：原表2より作成

ドル高是正のドル売り介入が行われたのは、90年第1四半期から92年第1四半期までと98年第2四半期であるが、貿易赤字の拡大と関連しているかどうかについては、図4、図5に明らかなように、貿易赤字の絶対額とも拡大幅とも明白な関連は認められない。赤字絶対額も拡大幅も介入時より大きい時でも介入していない時もある。特に、93年第2四半期から95年第3四半期にかけては、アメリカの対日赤字が拡大し絶対額も本期間最大となっているが、赤字を一層拡大するはずの、連続した買い介入を行っており、この時の介入が貿易収支改善とは違う目的で行われていることは明らかである。

「1996年度米国経済白書」は、「第8章世界経済における米国」の中に「貿易赤字の原因と結果」という1項目を設け、個々の為替相場の変動と経済成

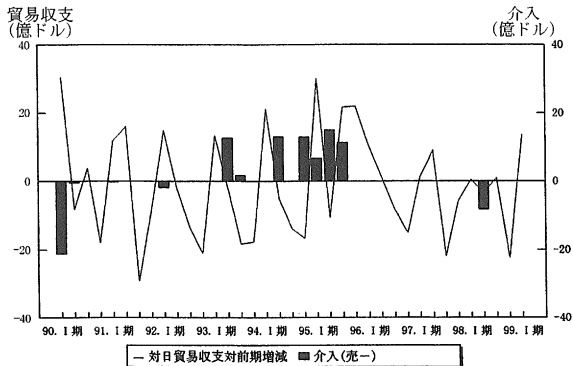
長率の変化は、二国間貿易と経常収支に大きく影響するが、最近の経常収支赤字の増加は主に急激な経済成長の結果である（92年以降米国の成長率は日・独をはじめほとんどの OECD 諸国を上回った）と、述べている。そして、海外からの借入能力と経常収支赤字を継続する能力が、過去15年にわたる国内投資と国内成長を持続させるためには極めて重要であった、もし米国が経常収支の均衡を強制されていたら、実際より金利は高くなり投資と経済成長は低下していたであろう、と主張している。<sup>(10)</sup>

図4 対日貿易収支と為替介入



出所：原表1. 2より作成

図5 対日貿易収支の変化と為替介入

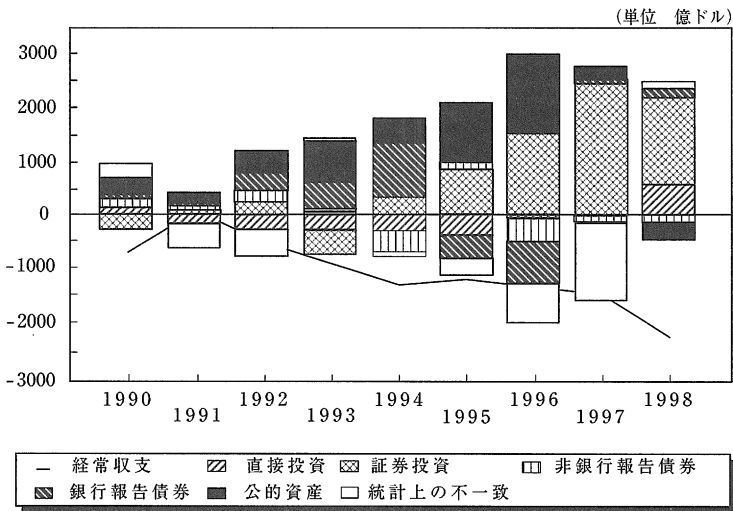


出所：原表1. 2より作成

そこで次に、ドル安円高期における「海外からの借入能力」、すなわちアメリカの資本収支と為替介入との関連を見てみることにしよう。ドル安が「海外からの借入れ能力」を低下させる要因の一つであることは言うまでもない。

まず最初にアメリカの経常収支は海外からのどのような資金流入によって賄われているかを概観しておこう。

図6 アメリカの国際収支(年)



出所：原表4より作成

図6はアメリカの経常収支と資本収支である。90年代の国際収支赤字を賄ってきたのが、主として前半は銀行報告債権と各国の公的資産、後半は証券投資と公的資産であることが見て取れるだろう。銀行報告債権や非金融機関報告債権は、後半になると四半期毎に変動している。表1のように各項目毎に前半と後半の累計を計算してみるとこのことはいっそうはっきりする。統計上の不突合は、前半から流出しているが、後半には巨額の流出となっている。また、他の項目に比べて長期的観点から行われ、為替相場の短期の変動にそれほど敏感ではないと思われる直接投資は、後半は額が低下するものの一貫して流出している。

表1 90年代の米経常収支赤字ファイナンスの概括  
(単位 百万ドル)

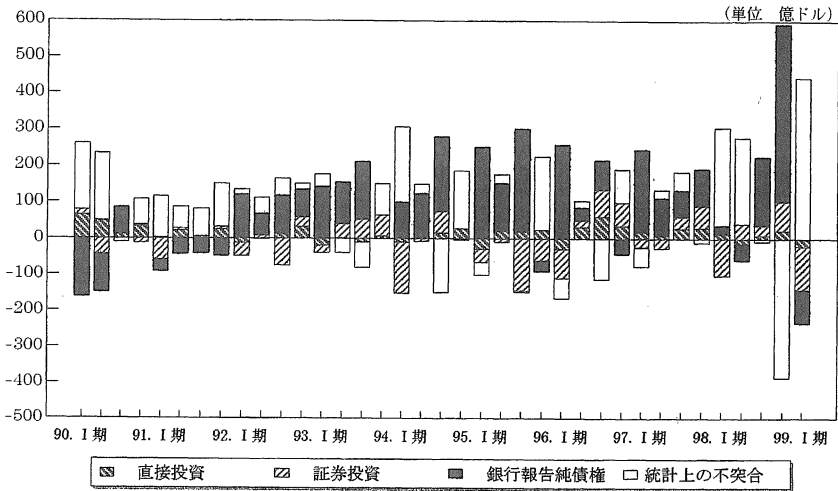
	90年代前半	90年代後半
民間資本	109,004	538,609
直接投資	-96,594	-2,866
証券投資	-14,246	670,814
非金融機関報告純債権	14,698	-50,028
銀行報告純債権	205,146	-79,311
在米公的資産	203,109	242,273
統計上の不突合	-73,283	-237,887
経常収支	-330,644	-675,480

注：90年代前半は90年第4四半期から94年第4四半期までの各項毎の合計  
90年代後半は95年第1四半期から99年第1四半期までの  
出所：Survey of Current Business, July 1999, Table 1より作成

その中で日本はどのような役割を果たしているだろうか？アメリカの対日資本収支は図7、表2に示すとおりである。日本からアメリカへ流入している資本の主なものは統計上の不突合と銀行報告債権であり、前半は統計上の不突合、後半は銀行報告債権が最大の流入項目になっている。証券投資は激しく変動しているが、累計では前半、後半とも流出の方が多い。非金融機関報告債権は、絶対額が極めて少ない。対世界資本収支との違いは、全体では統計上の不突合は流出項目であるのに、日本からは主な流入項目である点、逆に証券投資は全体では後半の流入を担う主力であるのに、日本の場合は90年代を通じて流出となっており、額も相対的に少ないことである。また直接投資は全体としては流出であるが、日本からは流入超となっている。日本の対米投資が世界の対米投資のパターンとは異なっていることが分かる。しかし、額で言えば、前半のアメリカの経常収支赤字累計3306億ドル強に対して、日本からの資本流入は計約2175億ドルに上り、後半は経常赤字6755億ドル弱に対し、2686億ドルが日本から提供されている。90年代のアメリカの経常収支赤字は、前半がその65%以上、後半は40%近くが日本からの純資本流入によってまかなわれたのである。ただし、対米投資の総額に関してはヨーロッパ、ラテンアメリカは日本をはるかに上回るが、アメリカからも巨額の投資をしているため、純資本流入が少なくなっていることは注意しておく必要が

ある。

図7 対日資本収支



出所：原表2より作成

表2 90年代アメリカの対日資本収支の概括

(単位 百万ドル)

	90年代前半	90年代後半
民間資本	100,974	200,118
直接投資	25,456	23,553
証券投資	-12,848	-21,528
銀行報告純債権	83,895	202,358
非金融機関報告純債権	4,471	-4,265
統計上の不突合	116,533	68,498
計	217,507	268,616

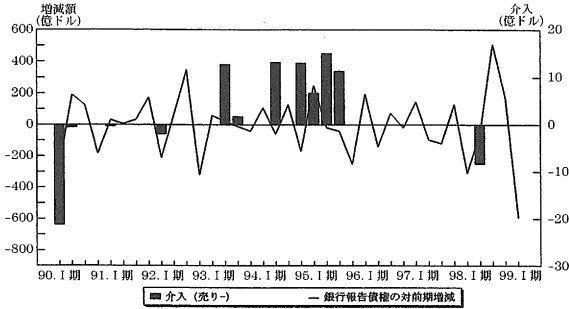
注：表1と同じ

出所：原表2より作成

そこで日本からアメリカへの主な資本流入項目である銀行報告債権、統計上の不突合について、および変動の激しい証券投資について、為替介入との関連を見たのが、図8, 9, 10である。図からは、93年第2四半期から95年第3四半期にかけての買い介入は、当期または直前期のこれら項目の落ち込みにかなり照応していることが見て取れる。

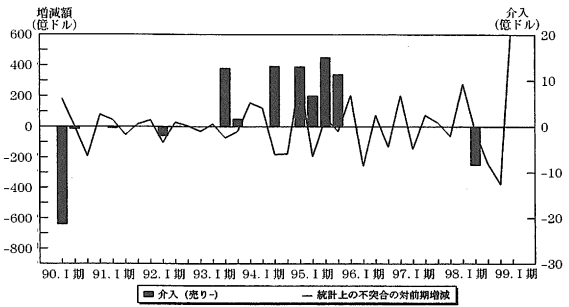
95年第4四半期以後は、銀行報告債権、統計上の不突合、証券投資共に、変動は放置され、98年第2四半期まで介入は行われていない。この期以後ドルが上昇に転じたことによると思われるが、表1に見られるように、後半期

図8 日本の銀行債権の変化と為替介入



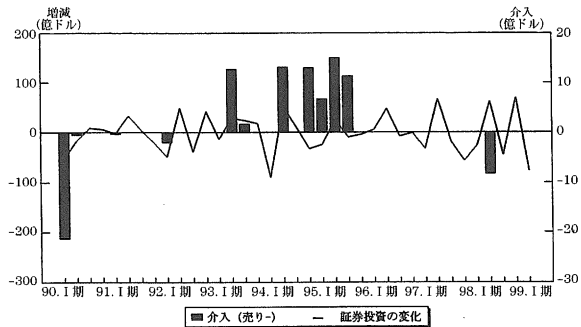
出所：原表3より作成

図9 日本の統計上の不突合の変化と為替介入



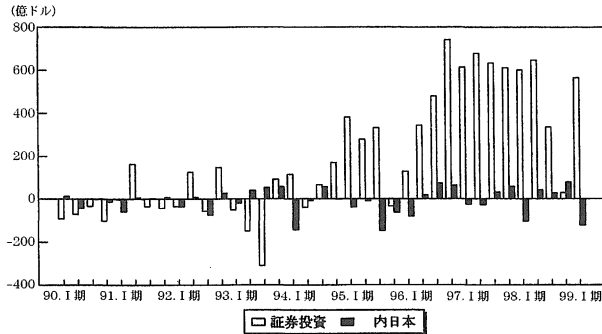
出所：原表3より作成

図10 日本の証券投資の変化と為替介入



出所：原表3より作成

図11 対米証券投資収支中の日本の割合



出所：Survey of Current Business, July 1999, Table 1 および原表 2 より作成

のアメリカの経常収支赤字が、それにほぼ匹敵する額の証券投資によって賄われ、その証券投資に占める日本の割合は図11のように極めて小さいことも関係しているかもしれない。

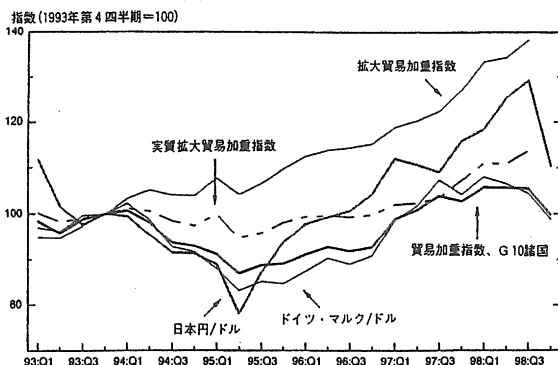
### 3 経済政策協調と為替政策

95年末からのドル高について、99年の米国経済白書は次のような総括をしている。<sup>(4)</sup>すなわち、まず、貿易赤字拡大の原因として、(1)他のほとんどの工業国よりも速い米国の所得成長が輸入を増大させたこと、(2)日本や東アジアの大部分の(経済)収縮が米国の輸出を削減したこと、(3)名目・実質両方でドルが値上がりしたこと、98年夏以後ドルは円に対しては値下がりしたが、他のG10通貨に対するドルの下落はかなり控え目であること、を上げ、ドル上昇の貿易収支に与えるマイナス効果を認めた上で、次のように言う。「1995年以降のドル高はまた国内にいくつかの有益な効果をもった。とりわけ石油その他の商品について輸入価格は下落し、インフレの低下と米国の交易条件の改善、すなわち世界市場における米国財の購買力上昇とより高い米国の実質所得、に貢献した。強いドルと抑制されたインフレはまた、比較的低い長短金利を支え、家計、企業その他の借り手に利益を与えている。」「米国貿易赤字の拡大は、堅調な米国の投資、雇用、産出の増加を主として反映してい

るもので、経済的な弱さの兆候ではない」。そして、次のような手放しの経常収支赤字礼賛論を説くのである。すなわち、「1993年以来米国が享受してきた投資ブームは、雇用と産出の拡大に貢献してきたし、これから多年にわたり報酬を与えるだろう。しかしながら、それは国民貯蓄のみによってはファイナンスされえなかった。経常収支赤字が投資ブームの資金調達に必要とされる追加的資本流入を与えたのである。外国貸付が無かった場合には、米国金利はもっと高かったであろうし、投資は必然的に国内貯蓄供給によって制約されたであろう。それゆえ、仮に90年代に米国が経常収支赤字を計上できなかったとしたら、資本蓄積と産出および雇用の成長はすべて、より小さなものであっただろう。逆説的かもしれないが、巨額の経常収支赤字は、成長と雇用を妨げたのではなく、米国経済のより早い長期成長を可能にしたのである」。

このようなドル高と経常収支、貿易収支赤字に関する政府当局の肯定的評価は90年代後半一貫して見られるものであるが、それはまた、現在のアメリカ経済の好調が、外国からの資本流入抜きには成り立たなくなっており、そのためのドル高が必要であることを示している。しかし、そのドル高も図12に見られるように、90年代後半激しく上昇したのは日本に対してのみ（98年第3四半期から急落）であり、他のG10諸国についてははるかに緩やかで（98

図12 ドル相場の推移



注：拡大貿易加重指数は129の貿易相手国に関するものである。実質計測値は111カ国に関するものであり、国内インフレ調整済みである。指数の上昇はドル高を示す

出所：エコノミスト 99. 5. 31. 195ページ。



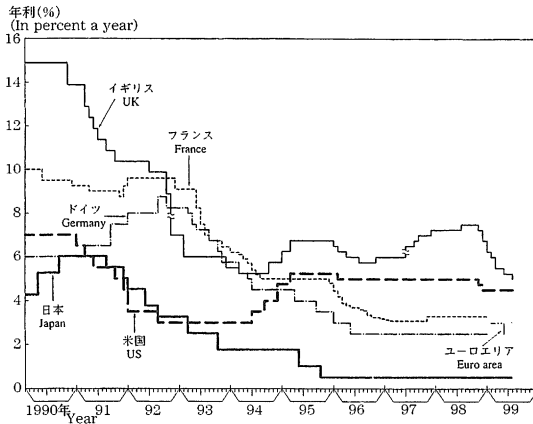
年の下落も同様)、全貿易相手国通貨に対しては実質的にそれほど変動しなかった。90年代ドルの対円相場は激しい変動を繰り返したが、その下で日本は先に見たように、流動的な性格の強い銀行報告債権<sup>(4)</sup>や統計上の不突合の形で、アメリカへの資本供給の主要な役割を果たしたのである。

貿易収支改善上は有利なドル安円高を是正する90年代半ばのドル買い介入の背後には、以上のような政府当局の認識の下で、貿易収支赤字対策から資本流入確保へと為替介入の目標も変化してきたことがうかがえる。95年から行われた「クリントン政権内部での通商強硬派から金融・市場重視派へのパワー・シフト、その表われとしてのウォール街出身のルービン財務長官の就任」<sup>(5)</sup>の背景には、アメリカの国際収支構造に規定されたこのような政府当局の認識があったと思われる。

また貿易収支対策自体の重点やその中での為替政策の位置づけも変化してきた。クリントン政権発足後最初の米国経済白書は「為替相場の安定は貿易拡大にとって重要であるというのは間違いである。リスクヘッジ手段の発展などにより、貿易量に対する為替相場不安定性の負の効果を支持する経験的事実を見つけることは困難である」<sup>(6)</sup>と述べて、貿易拡大のための為替相場安定を否定する。為替相場の変動が、むしろ取引拡大の条件である現代の金融取引・為替取引の実態を、反映した認識であろう。<sup>(7)</sup>さらに、先に紹介したように、96年の経済白書では、経常・貿易収支赤字削減は、基本的には米国の貯蓄、投資、財政政策で規定されると認めた上で、大幅な経常収支黒字を持つ国との相互補完的な政策が必要だとして、そのために、日本との包括協議においては、日本の強力な内需主導型の成長を促すようなマクロ経済政策の促進に焦点が置かれた、と説明している。<sup>(8)</sup>また、「貿易収支の変化が特定の市場開放努力に関連していることはめったに無い」として、80年代からの貿易・経常収支赤字の拡大は「一方で米国が市場へのアクセスを拡大し、他方で我々の貿易相手国が同じようにしなかったことから起こったのではない。事実、この時期我々の主要な貿易相手国は米国よりも貿易障壁を削減してきた」ことを認めるのである。<sup>(9)</sup>

貿易収支対策の重点が、アメリカの拡張的経済政策への協調、アメリカ並みの経済成長率の達成に移る中で、日本は次のように位置付けられる。「世界で2番目に大きな経済として、日本はグローバルな経済成長を維持するのに非常に重要な役割を担ってきた。」そこで「米国は日本に対して、国内需要を鼓舞するために強力かつ持続的な財政措置を講じ、信頼を取り戻し、迅速かつ効果的に銀行問題に対処し、また市場を開放し経済を規制緩和するように促した」。(18)

図13 各国の公定歩合



注(1) イギリスの92年10月以前は市場介入金利、92年11月～97年5月までは最低貸出金利、97年6月以降はレボ金利。フランスは市場介入金利。ユーロエリア(1999年1月～)は欧州中央銀行(ECB)の主要リファイナシング・オペレート。

出所：日本銀行国際局、『国際比較統計 1999』

為替相場の動揺やドル高に対する以上のような一定の肯定的評価の上で、相手国の規制緩和・金融緩和・内需拡大政策の追及が、貿易・経常収支対策としても重視される。その中で為替政策は、日本にこのような政策の実行を迫る手段として利用されることになる。95年から98年6月までの円安進行の過程では、アジア通貨破綻へとつながるおそれを指摘し、その是正を日本に迫る一方で、協調介入の条件として、日本の金融システム強化と財政出動による景気回復策が求められた。図13はその過程で日本の金融当局が取ってきた超低金利政策を表す指標の一つである。さらに協調介入を契機にその後円

高の進行に転じてからは、円高により景気回復の兆しがつぶされることを懸念する日本の政策当局に対し、すでに続けている前例の無いゼロ金利政策の継続、先進国中最悪の水準の財政赤字をいっそう拡大する積極型の予算等の実行が、G7声明に円高懸念を盛り込むこととされている。<sup>19)</sup> 日本経済回復の観点から見ても、追加的な公共投資は財政を更に悪化させ、ゼロ金利政策の長期化は利子所得の低迷による個人消費の減退を招くなど、望ましい政策選択であるかどうかについては疑問もあるこのような政策の受け入れの背景に、日本からの資金流入の縮小や日本の景気回復の遅れが世界経済不安定化につながることを恐れるアメリカの強い要求があったことは周知のとおりである。為替相場の調整が、為替取引の質の変化、為替市場の拡大とともに、一国では十分な効果を上げられないことから、日本としては先進国、とりわけアメリカとの協調行動が不可欠であるため、このような構造は今後も継続すると思われる。

アメリカの外国為替政策においては、実際に市場に介入するだけでなく、財務省はじめ政府高官や連邦準備制度議長をはじめとする金融当局の発言を通じるいわゆる「口先介入」の役割も大きいことは、上述の大野・マッキノンの研究も述べているとおりであるが、これについての検討は別の機会に譲りたい。

90年代のアメリカの為替介入は、貿易収支対策としてのドル安政策から、資本流入確保のための一定のドル高容認へと転換し、さらに資本流入を維持しながら貿易・経常収支改善を進めるために、他国に金融緩和・財政拡大・拡張的経済政策を実行させる手段としての為替政策の利用へと進んできた。

そこからはC.R.ヘニングの言う「消極的かつ一貫性の無い政策」「全体として不活発なアメリカの為替介入」どころかきわめて積極的な為替政策の利用が見て取れる。また、D.マッキノンと大野健一の言う「日米貿易不均衡の調整の手段として積極的に活用」されてきた「円高シンドローム」の側面だけでなく、アメリカのインフレ無き経済成長達成・経常収支赤字ファイナンスのための対外借入に有利な円安ドル高政策の採用も行われたし、日本の金

融緩和・赤字財政政策を引き出すための手段としても積極的に利用されてきたのである。その意味では、90年代のアメリカの外国為替政策は、従来の貿易収支悪化期には活発化するが貿易収支縮小期には停滞する、主として貿易収支改善手段としての位置づけ、から大きく一歩踏み出したといえよう。

- (1) 吉川元忠『マネー敗戦』文芸春秋 1998, 10ページ。
- (2) 通商摩擦問題研究会編著『米国の88年包括通商・競争力法』日本貿易振興会、1989, 111-112ページ。
- (3) C. Randall Henning, *Currencies and Politics in the United States, Germany and Japan*, 1994, pp.306-307
- (4) op.cit., pp.109-114, p.353-358
- (5) op.cit., p.357
- (6) ロナルド・マッキノン、大野健一『ドルと円』日本経済新聞社 1998, 4ページ。
- (7) 同上、3ページ。
- (8) Federal Reserve Bank of New York, Fedpoints, *U.S.Foreign Exchange Intervention*
- (9) *1996 The Annual Report of The Council of Economic Advisers*, 邦訳、'96米国経済白書、エコノミスト、96.4.22, 228ページ。
- (10) 同上、229-232ページ。
- (11) *1999 The Annual Report of The Council of Economic Advisers*, 邦訳、エコノミスト、99.5.31, 194-201ページ。
- (12) 横田綏子「国際通貨ドルの変容-80年代半ば以降の変容-」奥田宏司編『ドル体制の危機とジャパンマネー』青木書店、1992, 45-54ページ。
- (13) 吉川元忠 前掲書 156ページ。
- (14) *1994 The Annual Report of The Council of Economic Advisers*, 邦訳、エコノミスト、94.4.11, 206ページ。
- (15) 横田綏子前稿参照
- (16) *1996 The Annual Report of The Council of Economic Advisers*, 邦訳、エコノミスト、96.4.22, 233ページ。
- (17) *1998 The Annual Report of The Council of Economic Advisers*, 邦訳、エコノミスト、98.5.4, 195-197ページ。
- (18) *1999 The Annual Report of The Council of Economic Advisers*, 邦訳、エコノミスト、99.5.31, 194ページ。
- (19) 朝日新聞、2000.1.23

原表. 1 アメリカの為替相場介入と円ドル相場の変化

(単位 為替相場 円、介入 億ドル)

年・期	90. I期	II期	III期	IV期	91. I期	II期	III期	IV期	92. I期	II期	III期	IV期
為替相場	157.65	152.85	137.95	135.4	140.55	138.15	132.95	125.25	133.05	125.55	119.25	124.65
相場変化率	9.5%	-0.3%	-9.7%	-1.8%	3.8%	-1.7%	-3.8%	-5.8%	6.2%	-5.6%	-5.0%	4.5%
介入(売-)	-21.3	-0.5			-0.3				-2			

年・期	93. I期	II期	III期	IV期	94. I期	II期	III期	IV期	95. I期	II期	III期	IV期
為替相場	115.35	106.51	105.1	111.89	102.8	98.95	98.59	99.83	88.38	84.77	98.18	102.91
相場変化率	-7.5%	-7.7%	-1.3%	6.5%	-8.1%	-3.7%	-0.4%	1.3%	-11.5%	-4.1%	15.8%	4.8%
介入(売-)		12.675	1.65			13.1		13	6.7	15	11.33	

年・期	96. I期	II期	III期	IV期	97. I期	II期	III期	IV期	98. I期	II期	III期	IV期
為替相場	106.49	109.88	111.45	115.98	123.97	114.3	121.44	129.92	133.39	139.95	135.72	115.2
相場変化率	3.5%	3.2%	1.4%	4.1%	6.9%	-7.8%	-6.2%	7.0%	2.7%	4.9%	-3.0%	-15.1%
介入(売-)										-8.33		

年・期	99. I期	II期	III期
為替相場	119.99	120.87	105.66
相場変化率	119.99	0.88	-15.21
	99. I期	II期	III期
相場変化率	-4.2%	0.7%	-12.6%
介入(売-)			

出所：為替相場は日本銀行、金融経済統計月報より  
介入額は、Federal Reserve Bank of New York, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operation* による。

原表2 アメリカの対日国際収支(四半期毎)

(単位 百万ドル)

	90. I期	II期	III期	IV期	91. I期	II期	III期	IV期	92. I期	II期	III期	IV期
貿易収支	-9,529	-10,370	-9,999	-11,792	-10,610	-9,004	-11,928	-12,747	-11,260	-11,467	-12,831	-14,955
貿易収支(対世界)	-27,146	-24,596	-29,050	-28,238	-18,796	-16,176	-19,747	-19,349	-17,940	-24,252	-27,294	-26,620
貿易・サービス収支	-7,076	-8,260	-7,570	-9,493	-7,845	-8,206	-6,154	-8,286	-7,564	-8,370	-9,528	-12,478
経常収支	-6,870	-8,305	-7,847	-8,445	-1,656	-3,764	-7,639	-10,038	-7,992	-10,388	-10,626	-14,535
直接投資	6,453	4,975	1,176	3,291	167	2,161	257	2,496	-1,278	-90	1,227	3,236
証券投資	1,322	-4,352	-176	-1,276	-5,876	568	320	716	-3,607	801	-7,474	2,671
銀行報告純債権	-16,234	-10,661	7306	492	-3,387	-4,387	-4,194	-4,792	11,967	6,027	10,500	7,532
非金融機関報告米債権	-624	418	399	68	-67	-66	281	290	-166	-71	943	-76
統計上の不突合	18,157	18,295	-909	6,953	11,326	5,895	7,594	11,886	1,467	4,319	4,777	1,686

	93. I期	II期	III期	IV期	94. I期	II期	III期	IV期	95. I期	II期	III期	IV期
貿易収支	-13,615	-13,833	-15,659	-17,437	-15,325	-15,843	-17,238	-18,912	-15,910	-16,990	-14,825	-12,626
貿易収支(対世界)	-29,207	-33,386	-36,497	-33,519	-36,627	-40,827	-44,348	-44,390	-44,077	-48,436	-42,168	-39,048
貿易・サービス収支	-10,225	-10,859	-11,755	-14,331	-12,092	-12,135	-12,648	-15,161	-12,159	-13,114	-9,852	-8,224
経常収支	-10,909	-13,133	-13,608	-16,628	-14,287	-15,104	-16,101	-19,652	-16,220	-17,068	-14,657	-12,388
直接投資	-1,935	105	-1,083	700	-1,008	185	1,607	2,814	-2,873	2,139	1,933	2,469
証券投資	-1,979	3,978	5,307	5,741	-14,275	-840	5,846	-263	-3,791	-940	-14,617	-6,200
銀行報告純債権	14,279	11,314	15,777	20	9,878	12,126	20,452	-120	24,978	13,026	28,158	-2,971
非金融機関報告米債権	123	-260	587	522	180	-227	2,175	42	43	-897	-795	-1,158
統計上の不突合	3,348	-3,931	-7,005	8,577	20,714	2,674	-15,068	15,778	-3,524	2,499	-344	19,948

	96. I期	II期	III期	IV期	97. I期	II期	III期	IV期	98. I期	II期	III期	IV期	99. I期
貿易収支	-11,602	-11,477	-12,308	-13,831	-13,701	-12,794	-14,994	-15,569	-15,527	-15,889	-15,795	-18,044	-16,666
貿易収支(対世界)	-42,600	-48,151	-51,205	-49,314	-49,208	-47,878	-48,915	-50,650	-54,876	-63,500	-64,969	-63,587	-74,203
貿易・サービス収支	-6,368	-6,548	-6,241	-8,542	-8,875	-7,883	-9,666	-11,555	-10,837	-12,309	-11,244	-14,325	-12,262
経常収支	-9,550	-10,847	-11,530	-13,969	-14,212	-13,828	-17,080	-18,974	-16,014	-18,733	-18,659	-21,948	-18,470
直接投資	-2,891	3,257	6,148	3,599	1,827	948	2,878	2,995	1,339	-1,306	915	2,308	-2,132
証券投資	-8,044	1,830	7,342	6,366	-2,461	-2,669	3,202	5,982	-10,321	4,166	2,774	7,965	-12,112
銀行報告純債権	25,742	3,441	8,044	-4,231	22,536	10,266	7,281	10,154	2,401	-4,754	18,658	48,853	-9,224
非金融機関報告米債権	1,050	259	849	-449	-2,292	4,137	-1,719	1,912	-1,855	-2,261	-2,478	1,389	
統計上の不突合	-5,693	1,835	-11,271	9,043	-5,304	2,282	4,990	-1,170	16,653	23,501	-782	-38,567	44,402

出所：各年の Survey of Current Business (Table 10) より作成

原表3 アメリカの為替市場介入と対日国際収支の変化(四半期分)

(単位 百万ドル)

	90. I期	II期	III期	IV期	91. I期	II期	III期	IV期	92. I期	II期	III期	IV期
介入(売-)	-2,030	-50			-30				-200			
対日貿易収支	-9,529	-10,370	-9,999	-11,792	-10,610	-9,004	-11,928	-12,747	-11,260	-11,467	-12,831	-14,955
対前期増減		-841	371	-1,793	1,182	1,606	-2,924	-819	-819	-207	-1,364	-2,124
対日証券投資	1,322	-4,352	-176	-1,276	-5,876	568	320	716	716	801	-7,474	2,671
対前期増減		-5,674	4,176	-1,100	-4,600	6,444	-248	396	396	4,408	-8,275	10,145
対日直接投資	6,453	4,975	1,176	3,291	167	2,161	257	2,496	2,496	-90	1,227	3,236
対前期増減		-1,478	-3,799	2,115	-3,124	1,994	-1,904	2,239	2,239	1,188	1,317	2,009
対日銀行報告債権(純)	-16,234	-10,661	7,306	492	-3,387	-4,387	-4,194	-4,792	-4,792	6,027	10,500	7,532
対前期増減		5,573	17,967	-6,814	-3,879	-1,000	193	-598	-598	-5,940	4,473	-2,968

	93. I期	II期	III期	IV期	94. I期	II期	III期	IV期	95. I期	II期	III期	IV期
介入(売-)		1,267.5		165			1,310		1,300	670	1,500	1,133
対日貿易収支	-13,615	-13,833	-15,659	-17,437	-15,325	-15,843	-17,238	-18,912	-15,910	-16,990	-14,825	-12,626
対前期増減	-13,615	-218	-1,826	-1,778	2,112	-518	-1,395	-1,674	3,002	-1,080	2,165	2,199
対日証券投資	-1,979	3,978	5,307	5,741	-14,275	-840	5,846	-263	-3,791	-940	-14,617	-6,200
対前期増減	-1,979	5,957	1,329	434	-20,016	13,435	6,686	-6,109	-3,528	2,851	-13,677	8,417
対日直接投資	-1,935	105	-1,083	700	-1,008	185	1,607	2,814	-2,873	2,139	1,933	2,469
対前期増減	-1,935	2,040	-1,188	1,783	-1,708	1,193	1,422	1,207	-5,687	5,012	-206	536
対日銀行報告債権(純)	14,279	11,314	15,777	20	9,878	12,126	20,452	-120	24,978	13,026	28,158	-2,971
対前期増減	14,279	2,965	4,463	-15,757	9,858	2,248	8,326	-20,572	25,098	-11,952	15,132	-31,129

	96. I期	II期	III期	IV期	97. I期	II期	III期	IV期	98. I期	II期	III期	IV期	99. I期
介入(売-)											-833		
対日貿易収支	-11,602	-11,477	-12,308	-13,831	-13,701	-12,794	-14,994	-15,569	-15,527	-15,889	-15,795	-18,044	-16,666
対前期増減	-11,602	125	-831	-1,523	130	907	-2,200	-575	42	-362	94	-2,240	1,378
対日証券投資	-8,044	1,830	7,342	6,366	-2,461	-2,669	3,202	5,982	-10,321	4,166	2,774	7,965	-12,112
対前期増減	-8,044	9,874	5,512	-976	-8,827	-208	5,871	2,780	-16,303	14,487	-1,392	5,191	-2,077
対日直接投資	-2,891	3,257	6,148	3,599	1,827	948	2,878	2,995	1,339	-1,306	915	2,308	-2,132
対前期増減	-2,891	6,148	2,891	-2,549	-1,772	-879	1,930	117	-1,656	-2,645	2,221	1,393	-4,440
対日銀行報告債権(純)	25,742	3,441	8,044	-4,231	22,536	10,266	7,281	10,154	2,401	-4,754	18,658	48,853	-9,224
対前期増減	25,742	-22,301	4,603	-12,275	26,767	-12,270	-2,985	2,873	-7,753	-7,155	23,412	30,195	-58,077

出所：原表2より作成 介入額は各4半期のFederal Reserve Bank of New York, Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operationによる

原表4 アメリカの国際収支(年)

(単位 百万ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
貿易収支	-109,030	-74,068	-96,106	-132,609	-166,192	-173,729	-191,270	-196,651	-246,932
経常収支	-79,332	4,284	-50,629	-85,286	-121,680	-113,566	-129,295	-143,465	-220,562
民間資本収支	26,389	20,525	54,227	12,193	86,181	37,723	61,016	269,188	238,716
直接投資(ネット)	11,432	-14,538	-27,758	-31,860	-33,259	-39,837	-3,717	-691	60,546
証券投資(ネット)	-29,707	8,297	18,008	-41,780	30,934	95,841	169,377	253,517	161,364
非銀行報告債権(ネット)	17,309	7,982	13,186	11,255	-35,034	14,351	-46,929	-12,624	-15,629
銀行報告債権(ネット)	8,555	3,384	37,391	55,678	100,138	-44,932	-75,077	4,204	15,813
公的資産(ネット)	31,752	23,152	44,378	70,374	44,929	100,138	134,058	17,109	-28,468
統計上の不一致	52,454	-46,405	-46,921	3,157	-8,571	-23,683	-65,462	-143,192	10,126

出所：Survey of Current Business, July 1999, Table 1より作成