

NIRA 政策レビュー

www.nira.go.jp

May 2007 No. 15

為替変動の要因と課題

総合研究開発機構 (NIRA) 理事長 伊藤元重

なぜ円安なのか

円レートは過去20年でもっとも円安の状態に近づきつつある。ドル、ユーロ、人民元をはじめとするアジア通貨など、ほとんどすべての通貨に対して為替レートは円安方向に動いている。なぜ今円安なのか、本号の専門家の意見を参考にしたい。以下、その議論を若干紹介してみたい。

円ドルレートについては、日米の金利の乖離が円からドルへのキャリートレード（円で資金を調達してドルで運用するような資金の流れ）をもたらし、これが円ドルレートを円安方向に動かしていると言われる。

ユーロ高は、欧州の通貨統合の動きと深く関わっていると考えてよいだろう。ユーロがドルと並んで第二の基軸通貨になるかどうか注目されるが、そうした長期的な展望と、ユーロ導入の中で実現した欧州主要国の財政健全化がユーロ高の要因として考えられる。

巨額の貿易黒字を抱え、為替レートを維持するために大量の市場介入（ドル買い）を続けている中国の人民元が、今の水準で維持されるかどうかは不確定だ。中国政府は少しずつ人民元の引き上げを容認する姿勢を示してはいるが、米国との通商摩擦などをきっかけに人民元が急騰する可能性は否定できない。

円高への調整は起こるのか

将来の為替レートの動きを予想することは不可能だ。ただ、現在の円レートが経済の基本的条件から見てあるべき水準にあると考えることは難しい。円安の中で日本の輸出企業の収益は上がっているが、日本の経常収支は非常に大きな黒字を出している。一方の米国の経常赤字はかつてないほどの赤字を記録しており、今後も為替レートが現在の状況にとどまるという保証はない。

今後の主要国サミットや財務大臣・中央銀行総裁会議などの

場で、円レートが議論の対象になる可能性は十分に考えられる。より大きな問題として取り上げられてきた人民元に関して政治的な動きがあれば、円レートもその影響を受けることになる。

日本の超低金利が円安をもたらす主たる原因であり、当分の間金利は低水準であるので、円安状況に変化はないという議論もあるが、経済学的に考えれば怪しい議論ではある。たしかに金利安は円レートを安くする要因の一つではあるが、金利差だけでこれだけの円安状況を説明することは難しい。米国経済の動向や市場の心理的变化で円レートが大きく円高に振れる可能性は否定できないのだ。

政策的視点

円安は輸出企業の業績向上を後押しし、日本の景気を支える要因となっている。仮に何らかの原因で大きく円高に振れるようなことがあれば、その景気への影響が懸念される。その場合には、金利を引き上げることがさらに困難になるなど、金融政策の運営にも影響が及ぶだろう。

日本は中国などと違って、現在、外国為替市場で大きな介入を行っているわけではない。この点は首脳会議の場などできちっと説明していかなければならない。人民元の調整はグローバルなマクロ不均衡を解消する上で重要であるが、円レートがおおきな形で巻き込まれることがあってはならない。

世界的な過剰流動性とも呼ばれる資金市場の動きは、為替レートの動きにも大きな影響を及ぼしうるものである。グローバルな資金の動きには注意が払われなくてはいけない。

伊藤元重 (いとう・もとしげ)
東京大学経済学部卒。米国ロチェスター大学Ph.D.。
専攻は国際経済学、流通論。1993年東京大学経済学部
教授、96年同大学大学院経済学研究科教授、現在に至る。
2006年2月よりNIRA理事長。著書に『はじめて
の経済学(上・下)』[2004]日本経済新聞社、等多数。



(写真：乾 芳江氏)

国際通貨制度と変わるIMFの役割

大阪大学大学院 経済学研究科 教授 高木信二

国際通貨問題は多岐にわたり、各国の利害対立も大きい。一国だけの通貨問題とはありえず、必ず複数の国が関与するからである。ある通貨が増価するとき、減価する通貨も必然的に存在する。同様に、ある国の国際収支が黒字であるとき、同額の赤字を計上している国があるはずである。ある新興市場国が政策の失敗により通貨危機（為替の急激かつ大幅な下落）に襲われるとき、その影響は、投資や貸借関係を通して、諸外国に及ぶであろう。パニックに陥った海外投資家は全世界的に資金を引き揚げるかもしれない。そうすれば、危機は健全な政策をおこなう他の新興市場国にも波及する。こうした相互依存関係ゆえに、国際通貨問題には、それを協議し、利害を調整するための多国的枠組みが要求される。そのような枠組みを全世界的に提供してきた機関が、国際通貨基金（IMF）である。

変わる世界経済とIMF

そもそも、IMFの主要な目的は、加盟国に固定相場維持を義務づけ、為替の安定に寄与すると同時に、財やサービスの取引（いわゆる經常取引）にかかわる決済（通貨の使用）を自由化することであった。通貨価値を固定させたまま通貨の交換性を高めると、貿易不均衡の度合いによって、外貨準備に不足を生じる国がでてくるかもしれない。IMFは、不均衡が一時的要因によると考えられるとき、加盟国が為替規制を強めることなく国際収支危機を乗り切れるように、融資をおこなう。しかし、原因が恒久的であれば、加盟国に為替の調整を勧告する。これが、第2次世界大戦後の四半世紀、国際通貨制度の大まかな取り決めであった。

ところが、この60年余りの間、世界経済は大きく変化してきた。1970年代初頭、世界的な固定相場制度は終結し、現在、各国はIMFの監視（サーベイランス）を受けるという条件で、（金本位制以外の）いかなる為替制度も採択してよいとされている。90年代に入ると、ロシア、東欧を中心とする移行経済が国際金融の表舞台に出てきた。シンガポールや香港などの国際金融センターの発展や、中国、韓国、インドなど新興市場経済の飛躍

的成長によって、少数の先進諸国が世界経済に占めるウエイトは減少している。さらに、近年、通信技術の進歩により、国際的な資金の動きは拡大しており、今では、貿易の量とは比較にならないほどの規模に達している。

このような世界経済の変化によって、IMFに求められる役割も変化しているはずである。しかし、実際、IMFはこうした変化にどれほど応えているのであろうか。IMFに対する批判的な考え方は、世界のいたるところで聞かれる。IMFについて批判がさほど聞かれないのは、日本くらいであろう。変化する環境にIMFがどれほど適合してきたかを理解することは、ひいては、何故IMFがそれほどまで批判されるかを理解することでもある。以下、IMFの有効性を弱めるような環境変化のいくつかを考えてみよう。

資本取引の拡大

IMF設立の目的は、經常取引にかかわる決済を自由化することであった。ところが、この目的はおおむね達成された一方、近年、飛躍的に拡大したのはIMFの権限外にある資本取引であった。資本自由化の是非には、相反する見解がある。資本取引に関する多国的な取り決めが必要かどうかについても、異なった意見がある。しかし、資本取引に関して何ら権限を与えてないことが、IMFの存在価値を低くしていることは否めない。1990年代、IMFに資本取引にかかわる権限を与えるべく、IMF協定を改定しようとする動きが主要国間で本格化し、加盟国の合意を得る直前までいったが、97年のアジア通貨危機によって、そうした機運は失速してしまった。近い将来、IMFにそのような権限を与えるための合意が再び形成される可能性は小さい。

民間資本市場の発展

資本取引の活発化と並行して、民間資本市場も拡大している。先進諸国はかなり前から民間資金をほぼ無制限に調達することが可能であり、IMFからの融資を必要としない。今では、主要な新興市場国も多額の資金を民間資本市場で調達できるように

なっている。国境を越えて動く資金の量に比べ、IMFに手配できる資金の量は桁違いに小さく、国際収支危機に襲われた国に提供可能な支援は限定的とならざるを得ない。アジア通貨危機の際、IMFの対応が不十分であった理由の一つは、民間資金の流出によって生じる国際収支危機に対して、従来の仕組みがもはや機能しないからである。

意思決定プロセス

IMFの意思決定は理事会がおこなうこととされ、各理事はそれぞれが代表する国（国々）の経済規模等を参考にして決められる「クォータ（出資額）」に応じた投票権が与えられる。このように先進諸国の影響が議決により大きく反映される仕組みによって、IMFはかつて効率的な意思決定機関として機能した時もあった。しかし、近年、新興市場国の台頭によって、IMFにおけるクォータの配分は、世界経済の現実から大きく乖離している。クォータの改定はゼロサムゲームであり、合意を形成することは至難である。しかし、現状のままでは、IMFが合法性を維持するのは難しい（昨年、中国、韓国、メキシコ、トルコ4カ国を対象とした特別増資が合意されたが、調整は全クォータの2%弱にとどまっている）。

学問的合意の欠如

現在、IMFの主要な義務は、加盟国が国際社会の利益に反しない行動をとるように、経済政策のサーベイランスを行うことである。サーベイランスが効果的であるためには、経済諸変数がいかに影響を与え合うか数値的に理解する必要がある。しかし、経済学は相互依存の方向性については一定の理解を与えるが、諸変数が複雑に絡み合う現実において、たとえばある政策がある経済指標に与える影響の具体的な数値を示すことはできない。国際通貨問題のように、分析が複数の経済を対象とする場合では、相互依存の方向性さえわからないかもしれない。マクロ経済に関しては、1960年代にある程度共有されていた学問的合意は、近年、なくなってしまうと言ってもよい。こうした状況下、経済政策の分野で各国を説得し、政策協調を仲介するにあたり、IMFにできることは限定的である。

知識ギャップの縮小

IMFは1000名以上の専門スタッフを抱え、その大多数は英米

の一流大学で博士号を取得している。かつてはその専門的知識によって、加盟国の政策当局者との協議の過程で有益な助言を与えたことも多かったが、近年、IMFスタッフの持つ知識的な優位は縮小している。先進諸国や主要新興市場国はいうまでもなく、低開発国においても、政策立案能力は高くなっており、エリート官僚には英米の一流大学で学び、博士号を持っている人も少なくない。IMFスタッフが政策の場で、付加価値のある助言を与えることは難しくなっている。

IMF改革と日本の役割

こうしたチャレンジに対して、IMFは必要な組織改革をおこない、多国的機関として付加価値を持つ分野に焦点を当てた運営をしていかなければならない。肥大化した組織を縮小させ、国際社会がもはや必要としない機能から脱皮する勇気と決断が求められているのである。IMFを改革する必要は、広く認識されている。しかし、IMF事務局から出される改革案に基づいて議論される限り、抜本的な改革は期待できない。改革のリーダーシップをとるべきなのは、日米を中心とする大株主である。大株主としての日本にできることは大きいですが、IMFの中でも、英米の声は聞こえても、日本の声など聞こえてこない。

IMF改革に関して、日本が発言力に見合う貢献をするための第一歩として、三つのことを提案したい。第一に、財務省の政策立案能力を高める必要がある。財務省に限らず、中央官庁は日々の業務に追われ、対外的な政策を戦略的観点から考える時間が限られている。人員を大幅に増やすことができない状況下、よりメリハリのきいた人事配置が求められよう。第二に、財務省はもっと積極的に日本銀行の人材や専門知識を活用する必要がある。どちらに非があるかはわからないが、日銀は財務省に遠慮して、貢献できる貢献もしていないように見える。最後に、知識人の間で、IMFが抱える問題に関する認識を深める必要があろう。言うまでもなく、これにはマスコミの助けが不可欠である。わが国も、官民を通して潜在する知恵を結集すれば、IMF改革に価値ある知的貢献ができるであろう。

高木信二（たかぎ・しんじ）

米国スワスモア大学卒。1983年米国ロチェスター大学経済学博士号（Ph.D.）取得。専攻は国際金融。1995年より現職。この間、米国エール大学客員教授、IMF独立評価室審議役等を歴任。著書に『入門国際金融』第3版 [2006] 日本評論社等、その他論文多数。

グローバル・インバランスと通貨問題

一橋大学大学院 商学研究科 教授 小川英治

1990年代後半からアメリカではITバブルに乗って民間部門の設備投資が急増したことに伴い、経常収支赤字が急増し続けた。2000年代に入ってITバブルが崩壊して、民間部門の設備投資が縮小した後も、民間部門に代わって政府部門の財政赤字が急増することによってその経常収支赤字の増大の勢いは減速せず、むしろ経常収支赤字がますます増大した。近年においてはアメリカの低金利政策を受けて住宅投資が増えるなど、財政赤字とともに民間部門の貯蓄・投資のアンバランスのために経常収支赤字は増大し続け、2006年にはGDP比で経常収支赤字が6%を超えるに至った。

経常収支赤字の持続性と為替相場

このようにアメリカの経常収支が拡大するにつれて、アメリカの経常収支赤字のサステナビリティ（持続可能性）が問題視されてきた。アメリカの経常収支赤字のサステナビリティの問題について、貯蓄投資のアンバランスの視点、経常収支の構造（貿易・サービス収支や所得収支）の視点、そして、アメリカへの資本流入の視点から実証的に分析されてきた。これまでのデータの動きから見て、経常収支がある水準に収斂する傾向にあるのか、あるいは、経常収支が発散する傾向にあるのかを実証的に分析すると、現状では、アメリカの経常収支赤字がサステナブルではないという分析結果が得られる（小川・工藤[2004]、Ogawa and Kudo[2007]）。一方、アメリカの経常収支赤字をアメリカの資本流入によってカバーしきれるかどうかを実証的に分析すると、経常収支赤字そのものはサステナブルではないが、資本流入によってそのサステナブルではない経常収支赤字がファイナンスされて、経常収支赤字と資本流入の組み合わせではサステナブルであるという分析結果が得られている。

アメリカの経常収支赤字は、外国からの資本流入があって初めて、そのサステナブルではない状態を資本流入の組み合わせとしてサステナブルになっている。外国からアメリカへの資本流入は、1990年代後半においては欧州連合（EU）諸国からの資本流入が主役であったのに対して、2000年代に入るとEUから

の資本流入が縮小して、代わってアジアからの資本流入が主役となった。このアメリカへの資本流入の主役の変化は、為替相場の変動に反映されている。

増価を続けるユーロとその要因

1999年1月1日にEU11カ国（ドイツ、フランス、イタリア、ベルギー、オランダ、ルクセンブルク、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド、アイルランド）に初めて導入されたユーロは、当時のEU諸国からアメリカへの資本移動によって、対ドルで減価し続けることとなった。しかし、2001年から2002年にかけて資本移動がアメリカへの流入が縮小し、さらにはアメリカからEUへ反転すると同時に、ユーロは対ドルに対して増価に転じ、その後、一貫して増価し続けることとなった。

金利平価式による為替相場決定から考えると、内外金利差と予想される将来の通貨価値の動向（予想将来為替相場変化率）が資本移動に影響を及ぼす。最近の国際的な金利の状況（アメリカの金利が5.5%、ユーロ圏の金利が3.5%、日本の金利が0.5%）を考えると、アメリカの金利がユーロ圏の金利に比較して高いにもかかわらず、ユーロ高ドル安が進んでいることは、ドル・ユーロ相場については内外金利差よりもむしろ将来為替相場の予想が大きく影響している。すなわち、アメリカの金利がユーロ圏の金利に比較して相対的に高くても、将来においてユーロがドルに対して増価するという予想が支配的であるために、ユーロがドルに対して増価し続けている。このユーロ増価の予想は、アメリカの経常収支赤字のサステナビリティ問題とともに（EU諸国経済を見ればまだら模様ではあるものの）EU経済全体の好調さを反映していると推測される。

一方、ユーロは、2001年にギリシアで、2007年にスロベニアで導入され、現在ではEU27カ国の内の13カ国がユーロ圏を形成している。さらに、EUに加盟して、これからユーロを導入しようとする国々の通貨当局は、ERM II という、ユーロ導入前に欧州通貨制度（EMS）の下でEU各国が採用していた為替

相場メカニズム（ERM）を採用して、マーストリヒト条約で決められた経済収斂条件を満たすことに努めるとともに、自国通貨の対ユーロ相場を安定化させようとしている。すでにいくつかのEU諸国では、厳格な固定為替相場制度であるカレンシー・ボード制度の下でユーロの外貨準備を完全にバックアップとして自国通貨を発行し、金融政策も欧州中央銀行（ECB）に追随している。

このように事実上のユーロ圏が拡大しつつある。それと同時に、欧州以外の国でもドル安を懸念して通貨の上での外貨準備の分散化という外貨準備管理の視点からユーロが海外準備の一部として積極的に保有されるようになってきている。国際通貨の選択においては、コスト（通貨の減価）とベネフィット（通貨の利便性、具体的には取引費用や当該外国為替市場の流動性）が比較され、通貨の利便性が高い通貨が国際通貨として利用される。そして、その通貨の利便性はネットワーク外部性が作用するため、国際通貨として使われれば使われるほどその利便性が高まり、そして、さらに国際通貨としての地位を高め、確保することになる。このようなメカニズムが働き、国際通貨あるいは基軸通貨は慣性が作用する傾向にある（小川英治 [1998]）。ユーロは、ユーロ圏の拡大及び欧州以外での外貨準備通貨として需要の高まりを背景として、ドルに次ぐ第2の基軸通貨の地位を築きつつある。このことは長期的にユーロ需要を高め、ECBの金融政策を所与とすると、趨勢としてユーロ高にもたらす構造的要因となる。

日本の低金利と円安

ドル・ユーロ相場の動向と対照的なのは、円・ドル相場である。2002年から2004年にかけてはユーロとともに円も対ドルで増価し続けたが、2005年以降、円安ドル高に転じている。その背景には、日米の金利差がある。日本銀行による正常な水準への金利引き上げの遅れが日米金利差を高いまま維持し、ヘッジファンドによる円キャリー・トレード（円借り取引）が行われ、円安傾向にある。この円安ドル高傾向にユーロ高ドル安が相俟って、160円／ユーロに達するほどユーロに対しても大きな円安となっている。さらには、人民元、韓国ウォン、タイ・バー

ツなどのアジア通貨に対しても円は減価傾向にある。金融緩和政策によって低金利に誘導することによって自国通貨を外国通貨に対して減価させて、外国経済の景気悪化をもたらすという副作用を伴いながら自国経済の景気回復を図るという近隣窮乏化政策が批判的に指摘されることがある。産業の空洞化が進んだ日本経済にとって円安による景気回復効果よりも、交易条件悪化効果及び実質所得縮小効果が懸念される。

最後に、人民元問題に目を転じると、2005年7月21日に中国政府が人民元を対ドルで2.1%切り上げるとともに、従来のドル・ペッグ制度から通貨バスケット（ドル、ユーロ、円、韓国ウォン等から構成）を参照とする管理フロー制度へ移行することを発表した。現在のところ、人民元は対ドルでおおよそ年率3%でゆっくりと切り上げられている。しかし、人民元とドルやユーロや円や韓国ウォンとの連動性の実証分析を行うと、人民元はドルと90%ほどの連動性が見られる一方、円とは10%ほどの連動性が見られるにすぎず、まだ通貨バスケットを採用しているとは言い難い状況にある（Ogawa and Sakane [2006]）。アメリカの経常収支赤字に起因するグローバル・インバランスの解消に対して、このゆっくりとした人民元の切り上げがどれほどの効果をもたらすかは注目すべきである。

【参考文献】

1. 小川英治（1998）『国際通貨システムの安定性』東洋経済新報社
2. 小川英治・工藤健（2004）「アメリカへの資金流入の変化と世界経済への影響」伊藤隆敏+財務省財務総合政策研究所編著『検証・アメリカ経済』日本評論社、229-281ページ。
3. Eiji Ogawa and Takeshi Kudo (2007) "Asymmetric responses of East Asian currencies to the US dollar depreciation for reducing the US current account deficits," *Journal of Asian Economics*, Vol.18, No.1, 175-194.
4. Eiji Ogawa and Michiru Sakane (2006) "The Chinese Yuan after the Chinese Exchange Rate System Reform," *China & World Economy*, Vol.14, No.6, 39-57.

小川英治（おがわ・えいじ） 一橋大学商学部卒業。一橋大学大学院商学研究科単位取得退学。一橋大学博士（商学）取得。専攻は国際金融論。一橋大学大学院商学研究科教授。著書に『国際通貨システムの安定性』[1998] 東洋経済新報社、共編著書に『国際金融システムの制度設計』（福田慎一との共編）[2006] 東京大学出版会、等。

論点の背景

主要通貨の最近の動向について

内閣府 政策統括官（経済財政運営）付参事官補佐 岩田安晴

為替レートをみる基本的な視点

為替レートとは、通常、2国間の通貨の交換比率を指し、その変動は両国の輸出入価格等に直接影響を及ぼす。しかしながら、実体経済への影響をみる上では、こうした「名目」の為替レートをみるだけでは不十分なことも多い。

2国間で一般物価の上昇率に格差がある場合、物価上昇率が高い国の通貨がそれだけ増値すると同様の効果があることから、この影響を考慮に入れた「実質」為替レート（名目為替レート〈自国通貨建て〉を内外物価指数の比で割ったもの）をみる必要がある。また、1国の通貨価値の変動を特定の通貨との相対的な関係でなく、総合的に捉えるためには、貿易相手国の通貨との為替レートをそれぞれの貿易ウェイト等で加重平均して指数化した「実効」為替レートが用いられる。

為替レートの変動要因を探るには、ま

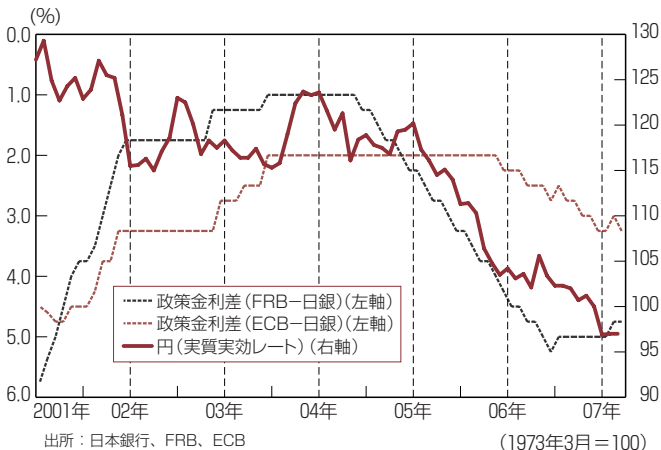
ずその決定要因を考える必要がある。基本的な考え方として、為替レートは、長期には通貨の購買力が等しくなる水準に決まると考えられている（購買力平価説）。より中期には、為替レートは財・サービスの取引に必要な通貨の需給で、経常収支が均衡する水準に決まると考えられている。この考え方に従えば、ある国における経常収支赤字の存在は、当該国通貨を赤字が解消する減価の方向に向かわせることになる。また、一国の経常収支は貯蓄・投資差に等しいことから、政府部門の貯蓄・投資差である財政収支の赤字も、同様の効果を持つと考えられる（貯蓄・投資バランス・アプローチ）。さらに短期では、為替レートは瞬時に取引が成立する資産市場における通貨の需給で決まり、異なる通貨建て資産の収益率の差である金利差が影響すると考えられている（アセット・アプローチ）。こ

のほか、市場の様々な期待、後述するような当該国の対外債務の持続可能性への懸念や国際通貨としての評価等も、通貨の需給に影響を与え、為替レートの変動要因となる。

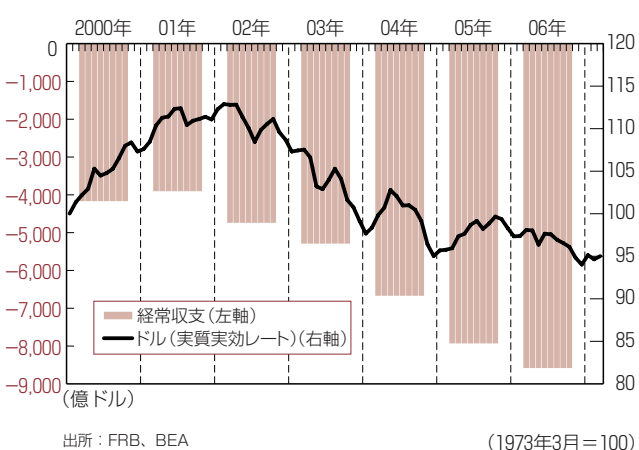
低金利がもたらした円安

2005年以降、日本と米欧との金利差が拡大する中で円安が大幅に進んだ（図表1）。この背景には特に、低金利の円で資金を調達し、高金利の通貨建て資産で運用して利ざやを稼ぐ「円キャリートレード」の増加があったとされている。2月9・10日、および続く4月13日に開催されたG7財務相・中銀総裁会議では、ともに「日本の景気回復は軌道に乗り、継続が見込まれる。我々は、こうした経済動向が意味するところが市場参加者に認識され、彼らのリスク評価に織り込まれていくであろうと（引き続き）確信する」

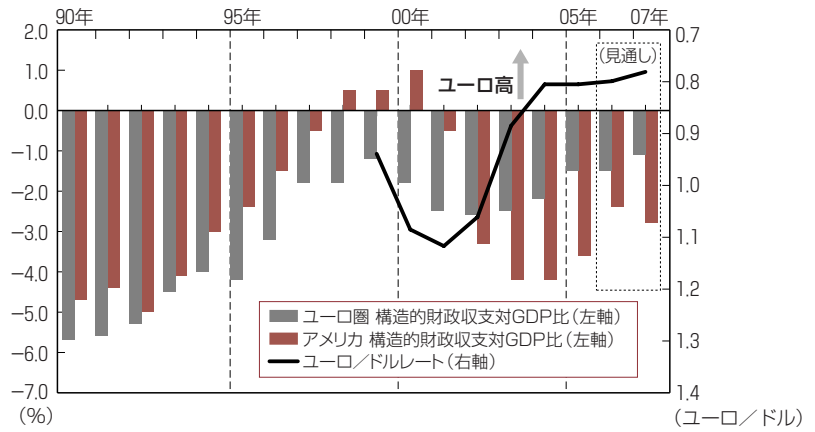
◆図表1 日米・日欧の政策金利差と円



◆図表2 アメリカの経常収支赤字とドル



◆図表3 ユーロ圏・アメリカの構造的財政収支とユーロ



出所：OECD Economic Outlook No.80, November 2006

との声明が出され、「円キャリートレード」拡大への懸念が示されたと言われている。

日本銀行は2001年3月から2006年3月まで量的緩和政策を実施し、その後も同年7月の利上げまでゼロ金利を維持してきた。今年2月の利上げにより政策金利は0.5%となっているが、いまだ超低水準にある。一方、欧州中央銀行（ECB）は引き続き利上げ局面にあるほか、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げに転じるのはまだ先とみられ、当面、日米欧の金利差が解消するような状況にはない。

しかしながら、「円キャリートレード」を背景にした現在の円安には不安定な面もある。2月末から3月初めにかけて世界的な株安が生じた際には「円キャリートレード」からの資金の引き揚げ（“巻き戻し”）により、円高が一時急速に進んだ。株価の回復とともに、再び円安となっているが、日米欧の経済動向によっては、今後、何らかのショックを契機に本格的な反転が生じる可能性もあろう。

ドルをめぐる「サステナビリティ問題」

ドルは、円との関係ではこのところ緩やかな増価傾向にあるが、実質実効レートでより中期的な動きをみると、減価基調が続いている（図表2）。

ドルをめぐるのは、1980年代半ば以降、「経常収支赤字の累積による対外債務の増大は持続可能でなく、いずれドルは大

幅に下落する」との「サステナビリティ問題」が繰り返し指摘されてきた。アメリカの経常収支赤字（対GDP比）は、2000年に80年代半ばの最高値を上回って以降も拡大を続けており、純対外債務残高の対GDP比は21.6%（2005年）にのぼっている。この背景には、90年代後半以降、金融資本市場のグローバル化や金融技術の発展で世界的に資本移動が活発になる中で、アメリカの金融資産への選好が強まり、アメリカの貯蓄不足（経常収支赤字）を新興市場諸国や産油国等からの資本流入がファイナンスする構造が定着したことがある。こうした中で、ドルも比較的高い水準を続けていたことから、再び「サステナビリティ問題」を懸念する向きもあった。

ここ数年、緩やかな減価基調が続いていることから、ドルの急激な調整の可能性は低くなったと考えられるが、財政赤字は対テロ戦費の増大などで今後拡大する可能性があるほか、経常収支赤字も過去最大を更新し続けている。アメリカの貯蓄・投資バランスとドルの動向は引き続き注目点である。

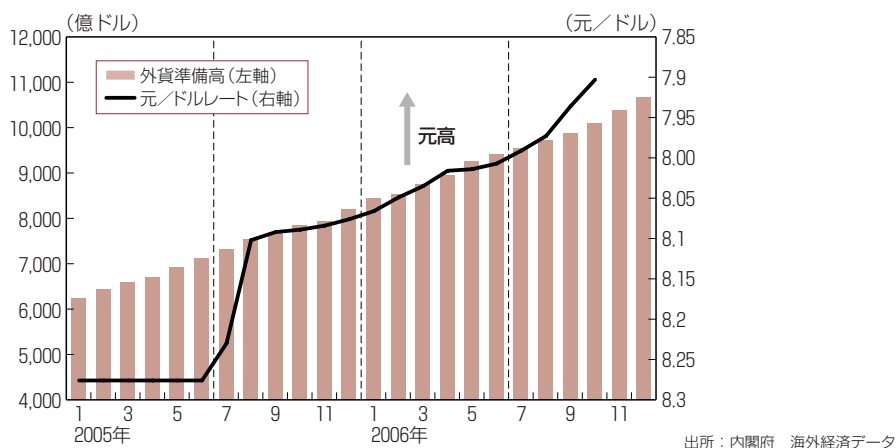
ユーロ高とユーロ圏の経済運営

ユーロは、1999年1月に誕生して以来、当時長期の景気拡大を続けていたアメリカへの資本流出などから、当初の予想に反して減価が続いていたが、ユーロの現金流通が始まった2002年頃から反転、その後は増価が続いている（図表3）。

特に、ユーロ圏経済はこのところ高成長が続いており、ECBは2005年12月から今年3月まで7度にわたる利上げを行っている。好調な経済と金利の上昇を背景に、ユーロは円に対して史上最高値を更新し、2月のG7では欧州側から円安への懸念が示されたとも言われている。

しかしながら、ユーロは金利が高いドルとの関係でも一貫して増価を続けており、むしろユーロ高の背景にある構造的な変化に注目すべきであろう。ユーロ圏とアメリカの構造的財政収支の動向を比較すると、ユーロ圏では「安定と成長の協定」の下で比較的安定して推移しているのに対し、アメリカではユーロが反転した2002年頃から大幅な悪化となっている。このほか、各国中銀の外貨準備に占めるユーロの比重の高まりやユーロ建て

◆図表4 中国の外貨準備高と元



債券市場の拡大といった国際通貨としての地位の向上、金融政策運営におけるECBの市場とのコミュニケーションが安定感をもつようになったことなども、最近のユーロ高をもたらしている要因として指摘されている。

ユーロ圏の経済運営に対する評価の高まりがその通貨価値に反映されてきたユーロであるが、今後、ドルと並ぶ国際基軸通貨となるかどうか注目される。

人民元の行方

2003年頃から過小評価ではないかとの批判があった人民元は、2005年7月に対ドルで2.1%切り上げられるとともに、通貨バスケットを参照しつつ変動幅を制限する管理変動相場制に移行した。通貨

バスケットの構成通貨やウェイトは公表されていないが、事実上はドルに対して徐々に切り上げるクローリング・ペッグ制をとっているとみられる(図表4)。こうした為替政策に対する評価は様々であるが、中国経済が高成長を続ける中で、いずれ見直しが迫られると考えられている。

堅調な輸出や直接投資流入を背景に、中国の外貨準備は今や1兆ドルを超える水準となっているが、その大半は米国債で運用されているとみられる。中国人民銀行は、国内経済、特に資産市場の過熱が指摘される中で、人民元への増価圧力に対していわゆる不胎化介入を実施しているが、介入に際して発行している中央銀行債の金利が外貨準備資産である米国

債の金利を上回り、逆ざやが生じることも多い。また、人民元(対ドルレート)の徐々の切り上げで為替差損が既に生じているが、将来的にドルが下落したときのリスクは極めて大きいものとなっている。今年1月の金融工作会議において、外貨準備の運用を多様化する方針が示されたのも、こうした事情が背景にあると考えられる。

2月・4月のG7では、「中国の実効為替レートが、必要な調整が進むように変動することが望ましい」との声明が出されたが、現時点での為替政策の大幅な見直しは、改革が遅れている部門に大きな打撃を与える可能性もある。今後、国内経済の改革を進めつつ、資本移動の自由化と為替の柔軟性を徐々に高めていくことが課題となっている。

岩田安晴(いわた・やすはる)
 東京大学経済学部卒業。ペンシルヴァニア大学大学院経済学修士。経済企画庁経済研究所、外務省経済局、内閣府海外経済担当等勤務を経て2005年4月より現職。

〈NIRA政策レビュー〉

NIRA政策レビューは、重要な政策課題から特定のテーマを設定し、タイムリーに分析するとともに、多様な論点を示すものです。専門家の視点などもあわせて広く検討していただくために、コンパクトに情報を提供します。本誌バックナンバーは、ホームページでご覧いただけます。
<http://www.nira.go.jp/>

NIRA 総合研究開発機構

National Institute for Research Advancement

編集発行人：伊藤元重 NIRA 理事長
 編集主幹：加藤裕己 NIRA 客員研究員

〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿4-20-3
 恵比寿ガーデンプレイスタワー34階
 電話 03-5448-1735 FAX 03-5448-1745
 e-mail: pprd@nira.go.jp <http://www.nira.go.jp/>

