

今回の円高はなぜ生じたかの疑問に答える

— 「ニクソン・ショック」から40年、「オバマ・ショック」はあるか —

1971年8月のニクソン・ショック以降40年の円ドル相場トレンドは米国サイドの事情に依存している。2007年以降の米国のバランスシート調整下、米国はドル安の経済浮揚に依存するだけに円高トレンド転換は困難である。ニクソン・ショックは72年の大統領再選対策の意義をもったが、2012年再選に向け「オバマ・ショック」はあるのだろうか。

みずほ総合研究所 チーフエコノミスト 高田 創

ニクソン・ショックから40年

1971年8月15日は金融史上に残る「ニクソン・ショック」が起きた日である。ニクソン・ショックそのものは、金ドル交換停止と輸入課徴金を課するものであったが、第2次世界大戦後の1ドル＝360円の固定相場制の大きな転換となった。

それから40年の為替の歴史は日本にとっては円高の歴史、米国にとってはドル安の歴史であり、今日に至っている。

過去40年を振り返り、なかでも実務家の立場で30年余り、為替市場を見続けた立場として抱く「実感」は、為替の大きなトレンドはすべて米国サイドで決まっていたことだった。

8月以降生じた歴史的円高の局面のなかで多くの市場参加者から頂いた議論の多くは、日本はこれだけの問題があるのにどうして円高になるのか、理解できないという趣旨のものだった。こうした質問に対し、筆者はさめた目でいつも、「為替は日本の要因で決まったことはない」と繰り返してきた。

円ドル為替の転換は米国が決めた

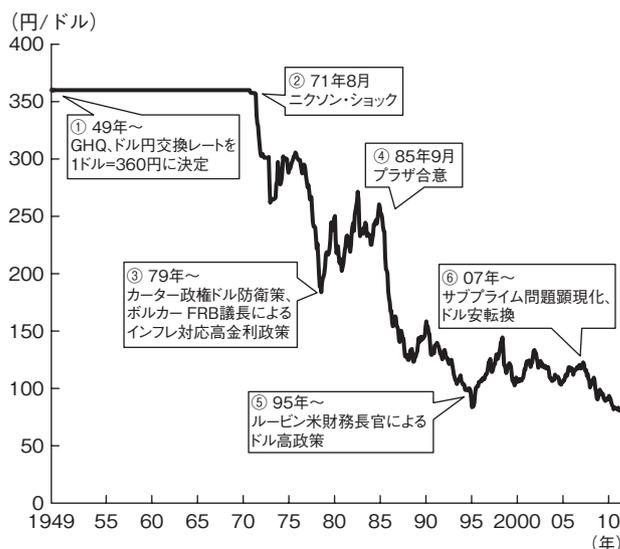
そもそも、第2次世界大戦後、為替が1ドル＝360円の固定相場制になったのは米国による政策だった。これを基点として為替のトレンドを以下の図表で振り返ろう（図表1）。図表上の数字①から⑥までは次の転換点を示すものである。

①1949年：1ドル＝360円が米国政府の決定で定まる

- ②71年：ニクソン・ショックとして360円の固定相場制が一方向的に転換
- ③79年：ボルカー米連邦準備制度理事会（FRB）議長のインフレ対応の高金利政策でドル高に転換
- ④85年：プラザ合意でレーガン米大統領がドル安政策に転換
- ⑤95年：ルービン米財務長官の「ドル高は米国の国益」とのメッセージでドル高転換
- ⑥2007年：米国サブプライム問題顕現化でドル安転換

と、大きな潮流はドル安であるにしても、おおむね

●図表1 円ドル相場の転換は米国の政策に依存



(資料) Bloomberg

10年単位でのトレンド転換を繰り返してきたが、少なくとも、以上に示される項目はすべて米国サイドの要因と米国の事情によるものだった。

ドル安に依存する米国の本音

仮に、以上のトレンドの枠組みが今日も変わっていないとすれば、米国は2007年以降のバランスシート調整に苦しむなか、外需要因での回復戦略を描く状況にあり、その枠組みでドル安は重要なサポートとなる。米国でも市場関係者は米国が外需に依存し始めているという意識に傾きつつある。米国の本音がドル安にあるとしたら、日本サイドで少々のことをしたくらいで2007年以降の大きなトレンドが変わるとは思えない。ましてや、経済に焦点が当たる大統領選の前年である。

日本から円高回避策はあるか

それでは、日本側の要因は全く影響しないのか。仮に、米国サイドの要因、米国の為替政策で決まるとしたら、日本サイドから米国の為替政策に影響を与えよう対応を行う必要がある。

振り返れば、2000年代前半は日本が量的緩和と非不胎化介入で1ドル＝100円に近い円高から130円台までの円安を続け、バブル崩壊によるバランスシート調整からの出口に向かう大きなサポートになった。あの長期かつ大規模な為替介入は当時の日米の首脳、「ブッシュ・小泉」の緊密な関係に依存した面も大きかった。今後、日本サイドから為替に影響を与えるとすれば金融面での緩和に加え、米国サイドの合意を日米関係のなかで確保する必要がある。しかし、今日の政治・外交関係において日米首脳が当時のような緊密な関係にない。

一方、日本が米国に影響を与えようするのは、日本が円高を利用してそのパワーを示すことが米国の国益に不利になると米国側に認識させることだ。80年代後半、日本のバブル景気下の資産価格上昇と円高で、日本企業の米国資産買いが米国の脅威に映る時代があった。そうした論調のなか、89、90年とドル安が一服し、ドル高に戻るバイアスが生じた。今回、日本も円高のメリットを生かし、海外資産買収や企業合併・買収(M&A)を行うパワーゲームが米国に認識されればドル高へのインセンティブになりうる。ただし、今日、日本企業の海外投資の動きは存在するものの、国内資産価格上昇の後ろ盾がないままであり、そのパワーには限りがある。

ドル円相場の背景に日本の黒字とドル基軸通貨

そもそも、以上の戦後60年余りの為替環境を巡る前提条件は、①マクロバランス上、米国の赤字と日本の黒字、②通貨制度上、米国の基軸通貨性にあった。以上の2要因のなか、大きな潮流はドル安・円高ながらも、転換のイニシアチブは結局、米国が握ってきた。

まず、対外バランスに関しては米国の赤字状況が転換するとは想定しにくい、日本の黒字状況に変化が及ぶ可能性はある。仮に、日本の経常収支黒字状況への期待が転換する場合には円安に向けたバイアスがかかることもあるだろう。

第二は米国の基軸通貨性にある。今回の世界の金融市場の混乱は米国の債務上限問題から米国債の格下げにつながったことにある。米国債が初の格下げになるなか、米国の基軸通貨性への不安が生じることもあるだろう。ただし、実務者として米国債をみた場合、米国債以外に大量の資金を受け入れる金融商品は見当たらないのが実情だ。

オバマ・ショックは起きるか

1971年8月15日のニクソン・ショックから40年が経過し、米国を巡る環境に大きな変化が生じている。当時のもう一つのニクソン・ショックは、71年7月15日のニクソン米大統領の電撃的な中国訪問であり、それは40年を経て、ベルリンの壁の崩壊と中国を中心とした新興国経済の台頭の起点になった。

我々は、米国経済のバランスシート調整に伴う停滞と債務圧縮が成長低下につながるリスクに注目し、その間の政治的な混乱でオバマ政権は苦境に陥ると考えている。大統領選との関連で71年はニクソン政権1期目で72年再選に向けた重要なポイントだった。その選挙に向けた対応策の一つが、ニクソン・ショックに代表された経済対策だった。このタイミングは今回のオバマ米大統領のタイミングと一致し、オバマ米大統領はここで来年2012年の再選に向けた起死回生の対応策を示さない限り、すなわち「オバマ・ショック」に訴えないと選挙に勝てないかもしれない。

米国は2012年にかけて政治の時代に向かうが、市場参加者が留意すべき点は、各国で閉塞感が高まる中、世界各国で国内における不満の高まりでの混乱と、各地域における紛争が生じやすい点にある。そのなかで、自国通貨切り下げの「近隣窮乏化政策」と同時に保護主義的な圧力が高まりやすい点に留意する必要があると考えている。まだ円高は終わりそうにない。■