

『今後の為替相場を読む ～ユーロ高の本当の理由とは～』

株式会社マネースクウェア・ジャパン

『今後の為替相場を読む ～ユーロ高の本当の理由とは～』

経済評論家 橋田昭次

今日、通貨の主役はドルからユーロに移り変わるステップに入ったのではないかと、いった意見も出始めてきております。ただ、日本でユーロ投資と言ってもまだここ1～2年のことで、一般の投資家も投資機会が非常に少ない状態ではないでしょうか。ほとんどの投資家はあいかわらずドルを中心に運用しているようです。

ところでこれからの世界は、もうドルのみ見ていればよいという世界ではなくなってきているような感じがします。最近のドル安を見ておきますと、外貨投資もドルからユーロに替えていくある意味いいタイミングなのではないかといった気がいたします。今ここでユーロ高になって来ていますけれど、日本の投資家というのはあまりユーロで儲けていないようですね。最近入ってきている情報によると、アメリカではもちろんのことヨーロッパなどでも結構ユーロ高で儲けている連中が多くいるわけですよ。

そういう風なことで、たまたまこうやってマネースクウェア・ジャパンで皆さん方お取引引きしているわけですから、そろそろ目先をドルから変えて行く一つのチャンスとしてユーロに投資していくことをお考えになっていただきたい。別に私は山本社長から「何か言ってくれ」とか言われているわけではないんですが、そうしたことを踏まえて、本日はユーロの動向に付いて話を致します。

おそらくユーロというのは2010年代には基軸通貨になっていくという感じがします。その点については3番目のところでお話しをさせていただきます。

[]世界経済はインフレからディスインフレ、さらにデフレの流れに

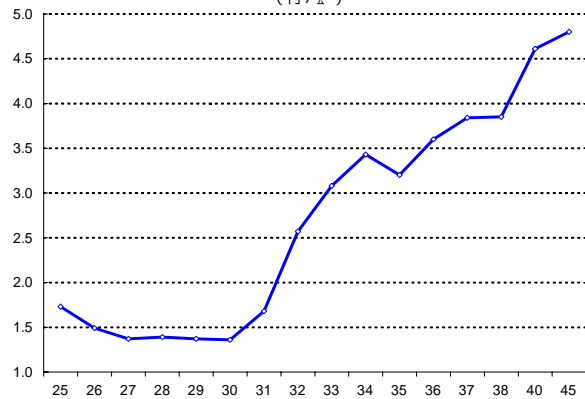
振り返ってみますと昭和の恐慌というのは第一次世界大戦のバブルが崩壊したことによる反動から始まっております。1920年に株式相場が大暴落をし、23年には関東大震災が起こって、日本は大打撃を受けました。そして、29年には世界恐慌が発生して、日本経済はその余波をまともに受けたのです。30年には為替レート的大幅な下落にも関わらず、第一次大戦当時の為替レート1ドル2円で金の輸出解禁をしたために、日本は激し

このレポートは情報提供を目的に配信しています。情報の正確性には努めておりますが、最終的な投資・運用の判断はお客様の責任で行ってください。掲載記事の著作権は、株式会社マネースクウェア・ジャパンに帰属します。レポートの内容に関するご質問などは、株式会社マネースクウェア・ジャパン(TEL 03-5421-3796)までお願いいたします。

いデフレに陥って、31年卸売物価は1920年と比べると3分の1の水準にまで低下してしまいました。

昭和の恐慌デフレと現代のデフレの状況を比較してみますと、非常に多くの共通点を見ることができます。昭和の恐慌は、バブルの発生と崩壊、その後の金融システムの動揺、さらに金の輸出解禁というデフレ政策で深刻の度を深めたように、今回も財政支出の削減というデフレ政策が日本経済にデフレの悪循環をもた

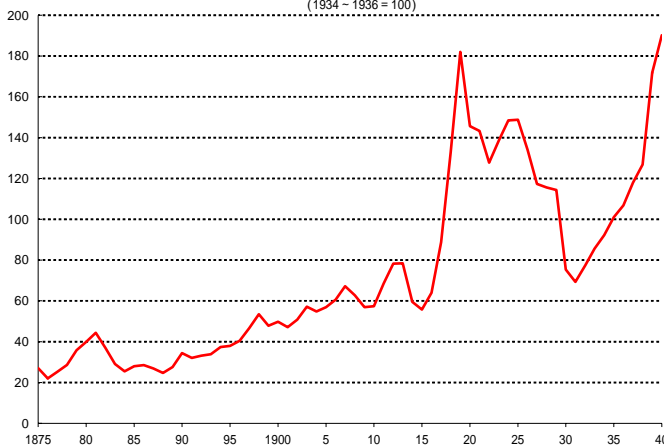
世界恐慌時の円建て金価格
(円/金)



1875～1945年のドル円相場の推移
(円/ドル)



戦前の日本の総合卸売物価指数
(1934～1936=100)



らしました。ただ今回の不況と昭和の恐慌とは、違いも大きいような感じがします。現在は銀行が破綻しても預金者は保護される仕組みが整っていますが、昭和の恐慌時にはそういう仕組みはありませんでした。それから物価の下落率も、昭和の恐慌当時は猛烈な暴落状況にありまして、当時の日本は現在のような債権国ではありませんでした。

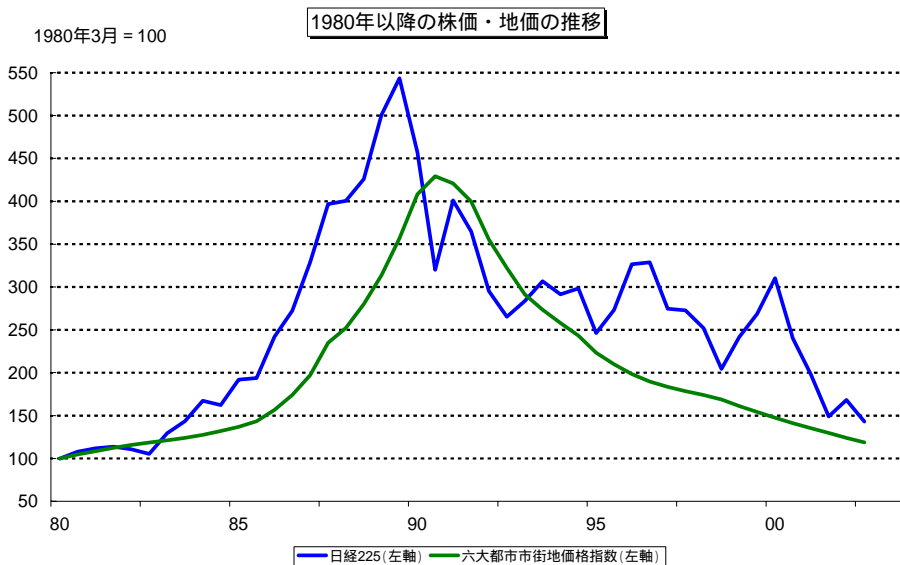
ですから、昭和の恐慌と比べると、現在の日本経済の体力というのは非常に強いものであると思います。それからもう一点、現在と昭和の恐慌の違うところは、昭和の恐慌のときには新興企業というのが興ってきて、今は全然新興企業が興るような環境じゃないということです。その辺のところ今回のいわゆる先行きの

経済のデフレというのが、新しい会社を興しても生きていけるかどうかという風に資本家になってきているとことで、当時とその辺のところが違うのかなという風な感じがいたします。

私が東京短資(株)で営業を担当している時代の昭和 34～37 年当時、故柳田友生社長(現東京短資(株)社長の柳田紘一氏の父親、以下柳田社長)が、「経済にはミニクライシスとビッグクライシスという二つのパターンの経済危機が存在する。ミニクライシスが 35 年周期で、ビッグクライシスは 70 年周期で訪れるから注意せよ」と口癖のように言っておられた。その当時僕は半信半疑ながらも、この人は凄い事をいう人だなと思ったものです。

1964 年(昭和 39 年)山一證券が経営破綻に追い込まれ日銀特融を受けるなど危機的な状況となった証券不況では、社長が常々言っておられたことが現実のものとなりました。これは 1929 年(昭和 4 年)に世界大恐慌が発生してちょうど 35 年目の 1964 年にミニクライシスが発生したことになります。まさにその通りとなりました。1929 年は、第一次世界大戦後のバブル崩壊(1920 年)によって日本は長い不況に突入し、関東大震災(1923 年:大正 12 年)、金融恐慌(1927 年:昭和 2 年)、そして 1929 年の世界恐慌によって日本は昭和恐慌(1930 年:昭和 5 年)へとビッグクライシスに突入したわけです。さらに 1920 年にバブル崩壊が発生して 70 年経た 1990 年、日本は再びバブルが崩壊して長期デフレ不況へのトンネルに突入しました。1964 年当時、柳田社長は「35 年後に大恐慌がくる」とさかんにおっしゃっていた。今考えてみると、まさに柳田社長が言われた 35 年後となる 1999 年頃に大恐慌到来ということでの的中したことになります。





1964年のミニクライシス以降、日本を始め世界各国はインフレ政策を続け、特に日本は1980年代の「土地神話」と言われるバブル時代が生まれて物価は急上昇しました。土地が急激に上昇し、日本の1億人全員が不動産屋

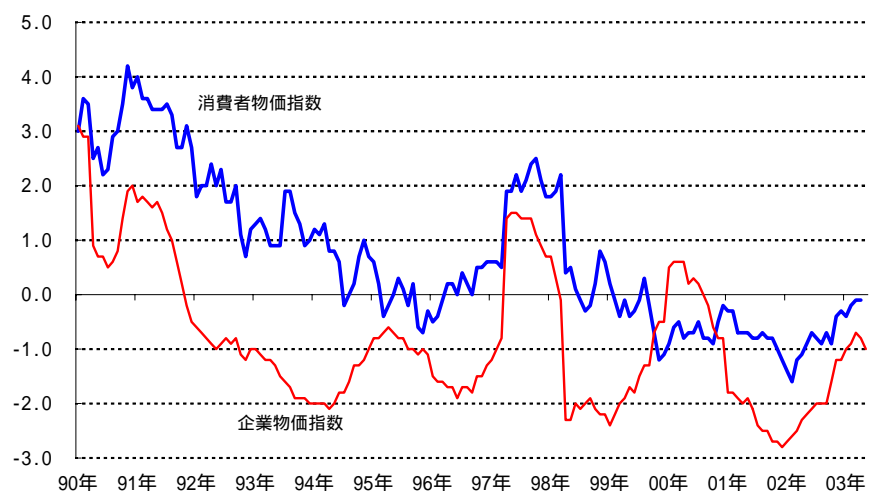
になった時代です。土地投資をしない人間はばか者と言われました。不動産投資の話は東京短資にも毎日のように話が持ち込まれ、私が営業本部長の時代にも、信託銀行さんなどから、さかんにあそこの土地を買えとか、やれここの土地は2年後には倍になるとか3倍になるとかというウマイ話が次々舞い込んできました。しかしながら、柳田社長は「当社に持ち込まれる土地・不動産の話は一切断われ」という命令を出しました。社長は「景気がよくなると金融業をやってる奴は土地とかいろんな仕事を始めたくなるけど、こんな時代はおかしい、長続きは絶対しない。金融業者が不動産・土地に手を出せば必ず自滅の道に入る。儲けはとにかく自己資本の充実とにかく努める」という考えで、当時一切土地・不動産には手を出しませんでした。柳田社長は「餅屋は餅屋たれ」が口癖で、これは「物事にはそれぞれ専門があり、専門外に手を出すと商売は失敗する」と言った意味でございました。

たった資本金3億円の会社が何百億円という自己資本を蓄えることができたおかげで、その後の不況でも社員のクビ切りをあまりやることもなく、つまり柳田社長のおかげで東京短資の生え抜きの連中はバブル崩壊をあまり気にせず生活を送ることができたということです。当時銀行からは「おまえのところのおやじはバカではないか」とよく言われたものですが、結果は知るものがないということでした。

柳田社長の 35 年周期でミニクライシス、70 年周期でビッグクライシス到来という説を拝借すれば、20 世紀のクライシスは、ビッグ 1929～30 年、ミニ 1964～65 年、ビッグ 1999～2000 年ですので、21 世紀は、ミニが 2035 年頃、ビッグは 70 年頃ということになるのではないのでしょうか。過去のインフレとデフレの動きを調べてみると、ミニクライシス 35 年周期の中でも 17 年から 18 年周期ごとに景気に変化が起こることを読み取ることができます。

日本の物価指数（前年同月比）

日本は既に 10 年も前にデフレに突入り、現状はデフレスパイラル化に陥っている状況にあります。バブル崩壊後政府は、公共事業などによって有効需要を創出するため 130 兆円を投入しました。しかしながら、結局需要不足は解消せずデフレ不況に突入してしまっただけです。小泉首相が登場して構造改革を打ち出しましたが、改革の成果は出ていません。現状も物価は下がり続け、需要を減らす悪循環に陥り、こうした動きがグローバル化している状況でございます。



[] 20 世紀資本主義の大きなうねりを回顧する

資本主義の社会は 300 年前の産業革命を契機に自立することができました。本来資本主義というのは自由放任で市場主義経済というのが原則でした。しかしながら、1917 年にロシア革命でソ連邦という社会主義国家が誕生したことで、資本主義国家は共産主義の浸透を防ぐため福祉国家にならざるを得ませんでした。

福祉国家は非常に金がかかるわけです。このため税金負担を軽減したり、財政支出を

増やして国民の負担を国が引き受けるなど景気変動に国家が介入したため資本主義は変貌し、各国ともに財政状況が悪化してしまいました。要するに自由放任の市場主義の経済ではなくなってきたということです。18~19世紀の資本主義は青年時代でしたが、20世紀半ばからは老化現象が表面化してきました。福祉国家としたことで資本主義の体力が衰えてしまったのです。この老化現象が一番先に現れてきたのが英国であり、続いて米国でした。そこで「これをなんとかしなきゃいかん」ということで現れたのがサッチャー英首相の福祉切り捨て策であり、レーガン米大統領の社会保障の切り捨て策でした。

米国は第二次世界大戦終結直後からはじまった「東西冷戦」に勝利するため、国内政策としては福祉国家を目指す必要がありました。共産主義が国内に入り込み社会的弱者が革命を起こすことを防ぐため、社会保障制度を充実させるなど社会主義的機能を注入せざるを得なかったわけです。その結果、米国民の生活の安定化と共に1960~70年代には貯蓄率が減退していきました。つまり、米国は「貯蓄小国」になっていったのです。

一方で米国は、第二次大戦での数百万規模の帰還兵に職場を提供するためにも、大量消費を煽り景気維持を図りました。結果、米国は「消費大国」へと変貌したのです。また米国は国内事情からだけではなく、日本や西独、イタリアなどの敗戦国に共産主義の防波堤となってもらべく、これらの国から大量の輸入を実施するため、「消費大国・貯蓄小国」のスタンスをさらに明確化していったのです。

1990年、ソ連の社会主義体制は崩壊し、東西冷戦が終結しました。米国は冷戦終結と共に「消費大国、貯蓄小国」主義を捨てて、「貯蓄大国、消費小国」へと転換しました。この影響を受けて日本経済は90年にバブルが崩壊し、一足早くデフレの世界に突入しました。

インフレの時代は、1920年代からアメリカを中心に50~70年くらい続きました。そして、その裏返しとして、今度は90年を境に先行き50年くらいはデフレが続いていくんじゃないかと考えています。夢も希望もないことを言って申し訳ないんですが、資本主義の疲弊によって各国とも財政状況が困窮化し、どの国もデフレ政策を執らざるを得ない状況になってきたわけです。おそらく今後50年くらいはデフレが続くような感じがします。

恐らく今の状況からすると、2030～40年くらいまではデフレ状態が続くように思います。しかしながらどうしても我々は1980年代の好況時代というのが頭の中であって、いわゆるバブルで儲けられた感覚が非常に強いわけです。でも、そろそろそうした考え方を完全に変えていかないといけない時代に来ていると思います。政治家も昔の華々しい時代がありますから、何とか票を集めようと思って景気のいいことを言いますが、日本はもう財政を出動できる状況ではないんです。したがって、財政支出は当面抑えて、緊縮予算の政策をある程度続けていかざるを得ないと思います。

米国の現状がおかしくなってきたのも、一時的に財政が黒字化した際、減税を実施したうえに財政支出を拡大させてしまった。いわゆる資本主義の形態で本当に国が全部面倒みちゃう。今日本でも、何かあると国で保証してくれるんじゃないかといった傾向が強い。これをやっている、いつか知らない間にロシアと同じようなことになってしまいますよ。

ソ連を中心とした社会主義国家は、ロシア革命によって得た帝政ロシアの資産を、70年間で使い果たした結果、1990年体制崩壊の連鎖によって社会主義体制そのものが潰れてしまった。米国を中心とする資本主義は共産主義に勝利したものの、これを抑えるため体力を消耗し21世紀中に立ち直るのは難しくなっています。アフガンやイラクなど資本主義経済を相容れないイスラム勢力が台頭し、これを抑えるための資力の消耗で、特に基軸通貨ドルそのものの弱さとなって表れています。

20世紀初頭から始まったインフレの時代を経て、今アメリカはディスインフレからデフレ時代に突入しようとしています。世界経済の中核であるアメリカがデフレとなれば、おそらくデフレは世界的な流れとなる可能性が強いと思われます。

デフレの時代というのはインフレの裏返しで、世界各国の財政事情、特にアメリカ、日本、ドイツなどの先進各国の財政赤字を考えていくと、各国ともデフレ下において相当の緊縮財政をおこなわざるを得ない状況にあります。

現在、アメリカは税収の落ち込みから、緊縮財政が迫られておりますが、これによってブッシュが当初言っていた7,000億ドルもの減税案は、最終的に3,500億ドルにまで縮小し

た形で実施が決まりました。確かに大幅減額はされたものの今回成立した減税措置は、1981年のレーガン政権下で実施された減税以来米国最大の税制政策の変更と言えよう。もし7,000億ドルもの大幅減税を実施していたら、アメリカの財政は間違いなく破綻の可能性がありました。

1971年8月のニクソンショックによってドルは固定相場から変動相場へと移行し、その後四半世紀、1995年までの24年間で、円の対ドルレートは360円から80円割れまで大きく円高となったのです。もちろんこの円高の根本的な背景には、次のような日米両国の事情があったと思われれます。



それはアメリカの基本パターンが「消費大国・貯蓄小国」であって、日本の基本パターンが「貯蓄大国・消費小国」であったということです。

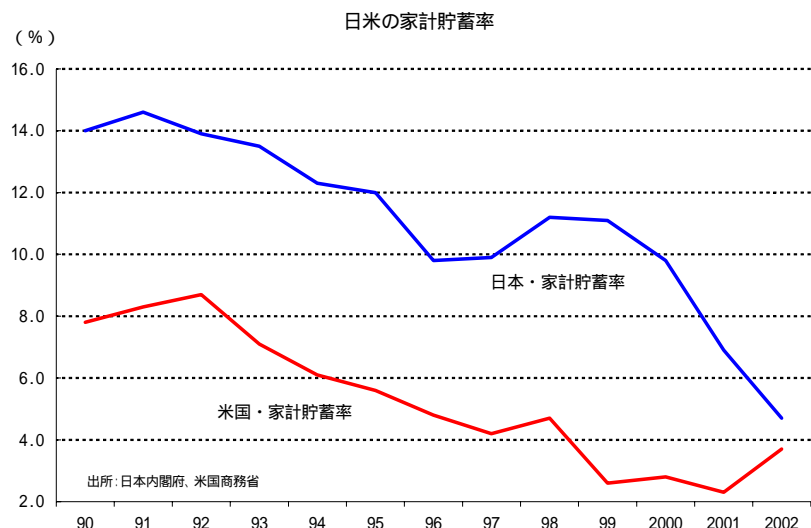
アメリカの基本パターンが「消費大国・貯蓄小国」となった最大の理由は、戦後の冷戦構造への対応にありました。アメリカは戦後自由主義陣営の盟主として、対社会主義国家との冷戦で勝利を収めるため国内政策としてはまず福祉国家になる必要がありました。共産主義が国内に入ってくるのを防ぐために、自らが社会主義化せざるを得なくなったため、社会的弱者が革命を起こさないように、社会保障制度の充実を図らなければならなくなったわけです。その結果アメリカ国民は1960年から70年代、時代を経るにつれてだんだんと自分の将来に対して、つねに国が面倒を見てくれるといった安心感を持つようになり、同時に、貯蓄に対する意識は徐々に薄れてしまいアメリカは貯蓄小国へと変貌したのです。

また第二次世界大戦後のアメリカは、消費を奨励しなければならない理由がありました。戦後アメリカの国内に帰国してくると何百万人という大量の軍人や軍属を失業させないために、政府は消費を煽り、自動車やテレビなどの生産を活発化させることで、多くの雇用を生み出しました。この結果アメリカは、消費大国への道をひた走ることになったのです。

一方、同じ時期の日本は、アメリカとは正反対の状況にありました。戦後日本では、経済復興をすすめるため国家はさかんに貯蓄の奨励を行い、多くの零細な人々の貯蓄を銀行が集め、日本の基幹産業にある大企業への投資に回していきました。大企業はそのお金で設備投資を拡大して、国内需要の数倍の生産設備を作り上げ、海外輸出を拡大していったのです。特にアメリカがいくらでもモノを買うという姿勢をとったために、日本の大企業は対米輸出によって莫大な利益を上げ、富を蓄えてきたわけです。結果として日本は「貯蓄大国・消費小国」になったわけです。

アメリカが日本から大量にモノを買う姿勢を取った理由は、共産主義の浸透を防ぐために米国は最後の輸入者としての機能を果たす必要があったからで、日本や西ドイツ、イタリアなど敗戦国を、共産主義の防波堤とするべく、対米輸出によって経済発展を促進させる必要があったのです。

こうした経過とともに米国は、冷戦に勝利したものの、アメリカは「消費大国・貯蓄小国」、日本は「貯蓄大国・消費小国」へと両国は全く逆の方向に向かって全速力で走った結果、いつの間にかアメリカの経常収支は赤字体質になり、ドル安方向に進んでいきました。一方、日本は経常黒字の体質になり円高方向に転じることとなったのです。



アメリカは冷戦終結と共に、「貯蓄大国・消費小国」に転換し、インフレからディスインフレの方向へと進み始めました。逆に日本は、米国が「消費大国・貯蓄小国」を続けている間に富を蓄え、経済を拡大させ、バブル経済を作り、円資本はアメリカの不動産を買い漁ったわけです。このため米国は 1995 年に円に対するバッシングをおこない、結果 79 円台の円高相場の現出は、輸出国家として繁栄を続けてきた日本の経済を一気に崩壊させ、現在のスパイラル型デフレ不況に突入させることになったわけです。

[]世界の基軸通貨は『ポンド ドル ユーロ』へと移るのか

世界の基軸通貨は、これまで 19～20 世紀初頭のポンドから 20 世紀にかけてのドルへと世界の覇権国家の通貨がその地位と役割を担ってきました。そして 21 世紀の基軸通貨はユーロの時代へと移り変わっていきそうな感じです。巨額な財政赤字を通貨そのものの力が弱体化しているドルが持ち直すことは非常に難しいと思われるため、おそらく 2010 年頃までにユーロが基軸通貨の地位を獲得するのではないのでしょうか。

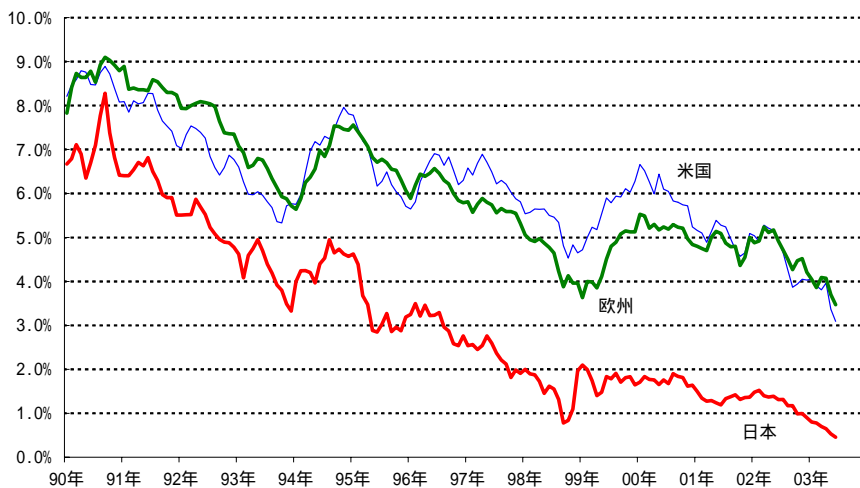
米国は今までドル安を容認するようなセリフは一度も発したことがありませんが、最近では自らドルの弱さを認めています。世界の通貨の動きはこうした流れを察知したかのような動きをはじめています。現状の米国経済はドル安以外に景気回復の道がないような動きを見せています。かつて基軸通貨であったポンドが、植民地からの収入が縮小し国力の低下とともに基軸通貨の地位をドルに取って代わられたのと同じく、今ドルも財政赤字にともなう経常赤字の拡大によって通貨の足元が脆弱化して基軸通貨の地位から降りる事になるかもしれない状態となってきています。最近、アジアや産油国などの資金がユーロ債投資に向かっているのも、この辺を懸念しての動きであると思います。特に今回のイラク戦開始にあたって国連で米国が参加国の賛成を得られなかったことも、米国の力の弱まりを示していると言えます。

EU加盟国は現在 15 カ国(うちユーロ加盟国は 12 カ国)、来年にも中・東欧 10 カ国(ポーランド、チェコ、ハンガリー、エストニア、スロベニア、キプロス、ラトビア、リトアニア、スロバキア、マルタ)が EU に加盟すると 25 カ国となって、これはヨーロッパ大陸が一つの

国家になることに匹敵します。もちろんユーロ加盟国も増え、ユーロ経済圏はますます拡大していくと思います。2007年には、おそらくイギリスもユーロに正式に加盟してくるでしょう。その条件としてイギリスのブレア首相はロンドンにユーロの中央政府を作ろうと考えている。おそらくイギリスの加盟と同時に、2007～2010年の間にユーロ中央政府がロンドンに樹立され、2010年頃にユーロは基軸通貨としての地位が高まってきているのではないかと思います。

イギリスがユーロに加わり、欧州大陸の中小25カ国が一体化すれば、多種多様な民族の集合体となるため、経済力は米国や日本の単体国家をはるかに上回る魅力ある国家になるでしょう。またユーロは財政基準も厳しい条件としているため、日米などと比べてもデフレの時代には強い国になるのではないのでしょうか。

日米欧の10年物債券利回り

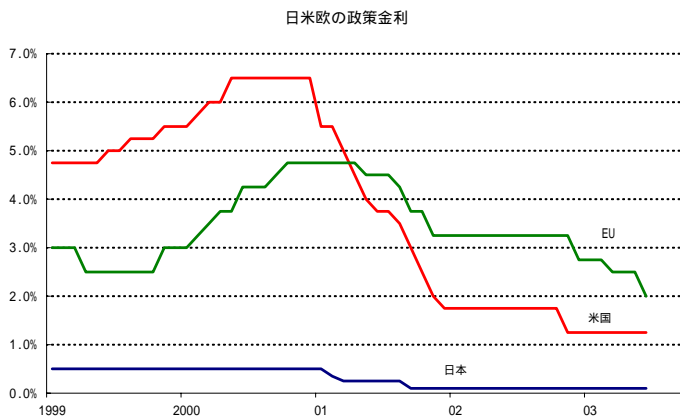


ユーロが最強通貨になった要因としては、3つの背景が考えられます。まず第1点は、日、米、欧との間の金利差の問題です。現在ユーロ圏12カ国の10年物国債の平均利回りは3.7%前後、それにひきかえ日本は0.5～0.6%で、米国は3.3%前後

です。以前はユーロ債と言えばドイツの連邦債だけだったのですが、最近では金利の高いスペイン債やフィンランド債などが投資家の物色対象となっています。ユーロ各国の財政基準は非常に厳しい枠がはめられていますので、財政赤字拡大による国債の下落リスクは大きくはありません。

欧州中央銀行(ECB)は6月5日定例理事会を開き、最重要である政策金利である市場介入金利を0.5%引き下げ、年2.0%とすることを決めました。利下げは3ヶ月ぶりのこととなります。ECBの政策金利は1999年1月のユーロ導入以来の最低水準に並んでい

ましたが、今回の利下げで、ユーロ圏主要国で戦後最低水準を更新しました。ただ、市場は今回の利下げは既に織り込み済で、ユーロは利下げで一時的にユーロ安の流れが生まれてきたかにみえましたが、再び上昇する兆しを見せ、99年1月以来の対ドルでの高値を更新しています。今後ユーロへの加盟を促すためにも、ユーロ高の状態を続けておきたいというのが考え方もあるようです。

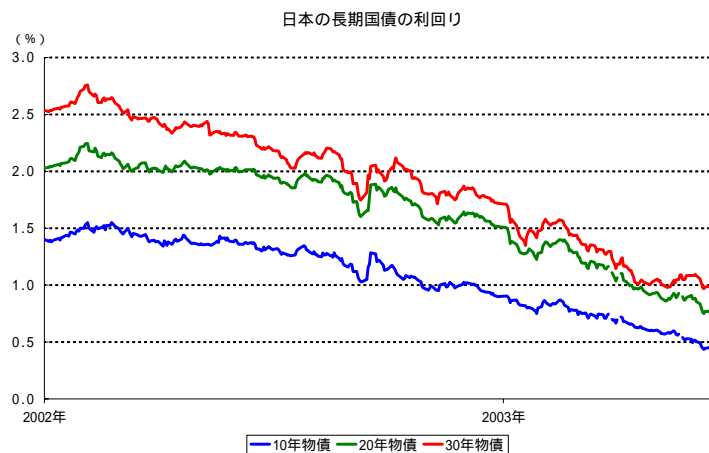


ただ今後EUが長期金利の利下げをおこなった場合、低金利は世界的な方向として拍車がかかる可能性がある。おそらく日本の長期国債も現在30年債は1%割れの水準なのですが、世界的な低金利スパイラルが進行

すると、0.5%水準まで下がる可能性だってあるわけです。30年物国債が0.5%ということは、30年後の日本の金利が0.5%になっているということを意味しますので、普通ならとても考えられないことですが、時の流れというのは変化の潮目は一気に訪れますので、アメリカもEUが利下げをすれば、利下げか金融緩和政策を打ち出してくるはず

です。
今後6月以降、世界的な超低金利状態が続いていくと、日本もなかなか景気回復は望めないでしょうし、超低金利時代というのは長期化していく可能性が強いと思います。

今日本では金利らしい金利がある国債は、10年債ではなくて20年債や30年債なんですね。ですから最近では30年債を買う投資家も増えてきているわけです。もしも30年債の金利が下がってくると、20年債や10年債も再び買われてくるでしょうから、10年物金利なども現在の0.5%



割れから 0.3～0.4%の水準へ下がってくると思われます。常識的には考えられないことですが、10年債などは金利がゼロパーセントでもいいという感覚で買っていかないといけないような状態になってきた。

こうした各国の超低金利動向の中であって、最近ではその金利差によってユーロが高くなってきているということが言えるかと思えます。

第2点は先進各国が米国のドル安を容認したということです。ブッシュ大統領はエビアンサミットにおいて、為替問題はサミットでは取り上げないという不文律を破ってまで自ら為替問題を取り上げ、「強いドル政策は変わらない」との発言を二度にわたって繰り返しました。今回のサミットで為替問題が主要議題になることを見越して、先制攻撃を仕掛けた格好でした。そして最後の止めを刺す言葉となったのが、先の日米会談の時と同様に、「為替相場の動向は市場が決めることである」の一言でした。

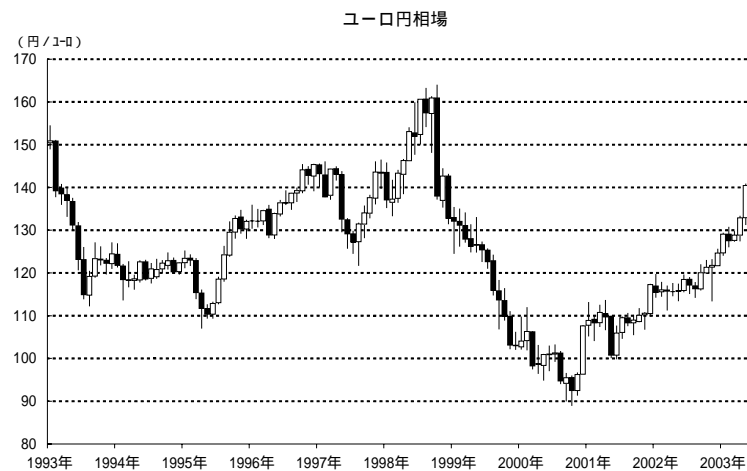
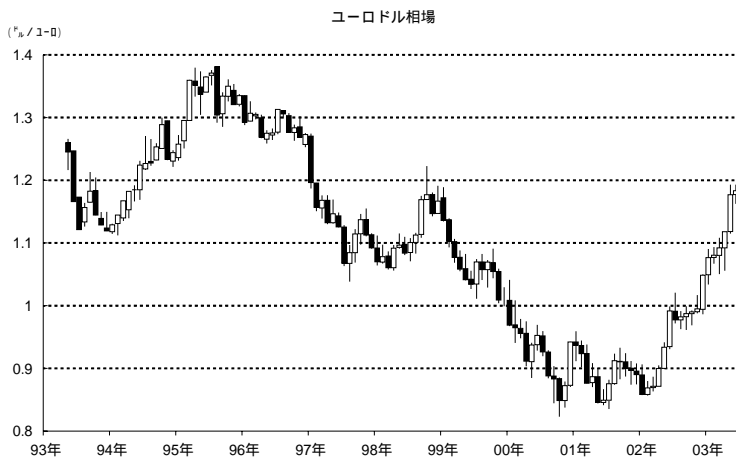
今回のサミットでは米ブッシュ大統領の「強いドル維持」という二度の先制発言で完全に米国政府のドル安の正当性を認めてしまった格好となりました。それはブッシュ大統領の「為替相場の動向は市場が決めることである」という会議の最後の段階での発言に意味が込められています。「米国は強いドル維持を狙って努力しているが、市場は米経済の先行きを懸念してドルを売ってしまっている状況は如何ともしがたい」となれば、ドル安状態には歯止めがかけられないというわけです。

現状のユーロ高・ドル安は、イラク戦の際で米国が受けた欧州からの屈辱的な挑戦に対する報復ともいえるユーロバッシングの一環であり、もちろん米国は口が裂けても発言しないでしょうが、サミットでのブッシュ大統領の態度からすれば、米国がドル安是正のために市場介入に踏み切る考えがないことをはっきりと示しているといえます。当面「為替相場の動向は市場が決めることだ」という米国のドル安・ユーロ高政策は、フランスが悲鳴を上げるまで続けられていくでしょう。

米国のスノー財務長官は、米国が最近のドル安を懸念しているのではないかという憶測を打ち消すために「強いドル」の定義を変えてきています。それは「ドル安容認への政策転換は、デフレの瀬戸際へと追い込まれていく状況から米国を救い出す。日本やユー

口圏諸国は強すぎる本国通貨のためにこれからもデフレに苦しんでいくであろうし、デフレ危機に直面していくであろう。米国がドルの水準を維持しようとするれば、今度は米国が反対にデフレの餌食となってしまう」という自己防衛本能むき出しのものとなっています。スノー長官はデフレ競争から抜け出す賢明な選択をしたわけで、米国はスノー長官が「強いドルの定義」を変えたことでドル安容認への政策転換を宣言したといえます。これは米国にとって重要かつ必然的な選択なのだと思います。

米国は、ドル安・株安・債券安のトリプル安になっては困りますので、現状ではドル安にはなっても株高・債券高は維持していこうと考えています。また、ドルがすべての通貨に対して全面安になったのでは完全に米国から資本が逃げてしまいますので、年内から来年の始めくらいまでは対ユーロで重点的にドル安政策を取っていくという方針だと思



ます。とにかく米国企業の1～3月決算の結果を見ると、ヨーロッパへの輸出をしている企業、特にIT機器関連企業が非常に高い収益を上げましたので、ドル安のうまみを1～3月の決算結果から相当味わったわけです。ですから、全面的なドル安を避けて、今年から来年の初めくらいまではユーロ高の状態を維持していこうとしています。その後今年後半から段階的に、円やその他の通貨をドル安方向に持っていくことを視野に入れています。

おそらく6月から米英ともに低金利政策を押し進めてくると思います。本来ならユーロも低金利政策を執っていきたいわ

けですが、そうするとユーロの魅力が無くなってしまいますし、また米国は徹底してドル安ユーロ高政策をおこなってくるでしょうから、ユーロは年内、対ドルで1.35～1.40あたりまでドル安ユーロ高方向に推移することになるでしょう。対円でもユーロは145～150円あたりまでであるでしょう。

対円に対してはおそらく段階的なドル安政策をとるので、ドル円は来年の春あたりまでに110円割れくらいまでがあり得るという感じで見ております。どちらかという、ドルをある程度お持ちの方は、なるべく状況を判断しながら、タイミングを逃さずユーロ投資を考えても良いのではないかと思います。

GOLD投資の場合でも同じだと思いますが、現在、GOLD価格は1トロイオンスで350～360ドルあたりですが、様々な情報を集めて見ますと500ドルくらいまでは上がりそうです。ですから、当面魅力ある投資銘柄としては、ユーロとGOLDがあげられるのではないかと見ています。金投資は息の長いものになると考えられます。



イラク戦争は短期で終わりましたが、これは完全に石油利権を争う戦争であったといえます。アメリカは当初より核兵器などの大量破壊兵器を問題にしていたましたが、本音は世界第二位の原油生産国であるイラクがアメリカの手中から離れ、フランスやロシアなどとの関係を強化することを阻止することでした。一方でフランスがあれだけ反対したのも当然なことで、結局ドイツまでも巻き込んで、ロシアとともに国連の場で最後までアメリカに抵抗しました。

今回イラクの戦後処理にあたり、フランスは国連主導にすることでイラクにある自国権益の確保を狙い、アメリカは「血を流したのは我々である」ということを楯に米英主導を進め

ているようですが、おそらく最終的にはアメリカがイラクの石油利権を確保していくような展開になると思います。

現在入ってきている情報を総合しますと、アメリカは今、95年当時に日本円に対するバッシングで80円割れまで円を追い込んだケースと同様な手口で、ユーロバッシングによるユーロ高を演出していると言えます。バッシングの水準は、1.45～1.50ドルあたりだと思われますが、状況次第ではそこで止まるかどうかわかりません。ここにきてフランスもようやくアメリカに同調するそぶりを見せてきておりますが、仮にイラクの戦後処理で米仏間の対立が高まれば、予想以上のユーロ高が演出される可能性もまだ否定はできないからです。ただ、最後はフランスがアメリカに頭を下げるような状況になるのではないのでしょうか。

アメリカはドル安ユーロ高によって、業績が低迷していた国内輸出産業の収益が大きく回復した。おそらく今年の4～6月から7～9月のアメリカ国内企業の増益も相当見込めるのではないかと思います。それによってどういう現象が起きているか、先程申し上げたように、本来ならドル安になるとアメリカ株は売られるような状態になるわけですが、今アメリカ企業は収益が上がってきていますから、株も上がってきていると。つまりドル安、株高、債券高が続いております。要するにドルを下げてモトリプル安にならない状況であることは間違いのないわけです。今アメリカが欲しいのは、企業収益の回復であって景気の回復です。

とにかくブッシュ大統領は、来年の大統領選挙に勝つため、石油利権に絡むユーロバッシングと米国内企業の増益確保をユーロ高によって進めていかななくてはならない。特に、経済問題は重要で、ドル安ユーロ高で企業収益をあげ景気回復を実現できないと親父の二の舞となる可能性があるので、形振り構わない状況にあるわけです。要するに今のアメリカにとってユーロ高は、少なくとも年内は続けていかざるを得ない要素であるということです。

最後に第3点として、かつては国際金融の方程式であった「有事のドル高」が、2001年9月のアメリカ同時多発テロ以降、当てはまらなくなってきたということです。むしろ最近では、「有事のドル安」といった方向に流れが変わってきたように思われます。

以上の3点が今回のユーロ高になった大きな背景だと思うんです。表面的には申し上げたこの3つの背景というのがあるんですけども、重要なのは今申し上げた第2点目です。これが一つのユーロ高の大きな背景になってきているんじゃないかなというふうな感じがします。

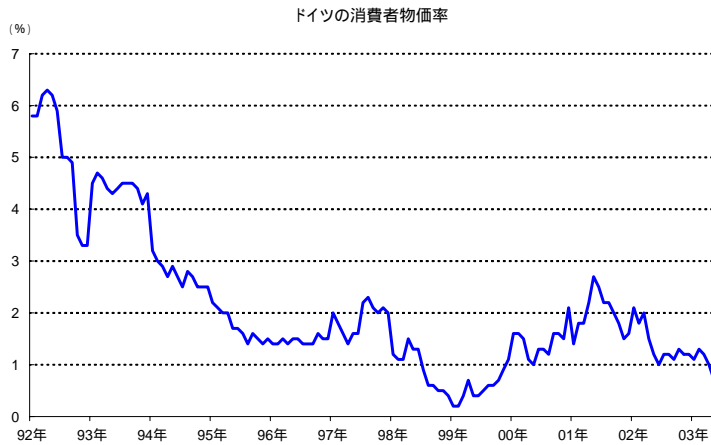
[] 英国のユーロ参加がユーロ基軸通貨実現のポイントに

ユーロが2010年頃に基軸通貨になるか否かは、ユーロへの英国加盟の有無が大きく左右すると思います。仮に英国が加盟しないのであれば、ユーロの地位も今の状態に留め置かれる可能性があります。英国が加盟すれば近い将来基軸通貨になる可能性は非常に高くなる。

また現状、ユーロには中央銀行はあるものの、政治経済を統制できる中央政府がありません。このため本来の経済・金融政策をおこなう上で、中央銀行だけでは十分な機能がなされていないため、基軸通貨としての世界的な信任を得られないわけで、今のユーロの弱点となっています。しかしながら、英国がユーロに加盟すれば、中央政府創設の可能性が高まるため、EU25カ国を含めた巨大な経済圏が機能することになる。ただ6月ユーロ参加の是非をめぐって政府の方針では導入が先送りされたため、2005年までに英国がユーロに参加する可能性は低くなったものの、2006年の総選挙後に国民投票が行われる余地は残されている。いずれにしても英国のユーロ加盟は時期だけがその問題であると思われ、おそらく2007年頃には加盟が実現しているのではないかと思われ。またそのころまでにユーロは、参加国が現状の12カ国からおそらく15~6カ国に増え巨大な国家になっていく状況が予想されます。

[] 日本への影響も予想される、米国の超低金利政策の動向

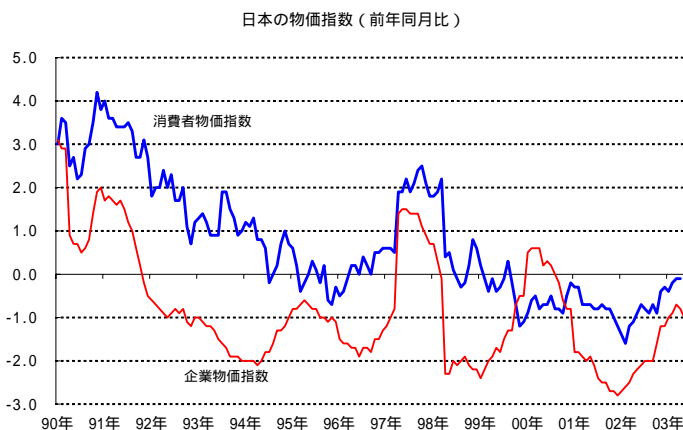
IMFは35カ国主要国・地域のデフレ危険度についての分析結果を発表いたしました。最も危険度の高い国・地域としている日本については、今後デフレが一段と悪化する



可能性が高いと予測しております。香港、台湾、ドイツについてもデフレ危険度の高い地域に分類し、特にドイツについては来年までにデフレが発生する可能性が非常に高いと分析しています。また米国についても、当面危険度は低いとしながらも、不透明な要因が

残るとして、警戒が必要との姿勢を示しました。そこで、日本とアメリカ、それからドイツについての景気の実態をお話しします。

日本経済はデフレスパイラルの状況が続いているため、消費者物価は3年6ヶ月もの間下がり続けております。こうした中、世界的な景気減速やデフレの長期観測を背景に債券市場への資金流入が増え続けており、10年物国債の利回りも0.5%割れの状況にあります。企業の発行したトリプルB債や大手銀行の発行する普通社債なども買われてきているようで、それどころか、つい最近までは目もくれなかった“りそな銀行”の債券までもが、政府が保証すると言ったとたん日本の銀行は潰れないとの買い安心感から、買い漁りが出てきている。こんなようなことで債券を買う動きが続いていきますと、市場がいい企業と悪い企業を選別していく機能というのを失ってしまい、何か大きな反動が起こる可能性を感じます。



日本銀行が量的緩和を始めた2001年3月以降、銀行への資金供給は大幅に増えているものの、資金の行く場所がないのが実態です。企業に借り手がなく、さらに銀行も貸し出しをおこなわず、その資金の大半を長期債の買いに回しているため、国債は現在の



超低金利状態になっているわけです。また今も行き場のない何十兆という資金が日本銀行の当座預金勘定に、毎日毎日積み上げられている。こんなことではいくら金融緩和で量的緩和をおこなっても、経済が回復するわけがないのです。



銀行も非常に保守的になっていますから、リスクのない30年物国債が1%を割っても買わざるを得ない。少しでもまともな金利の付くものはそれぐらいしかないわけです。結局、景気回復を図り、日銀がいくら量的緩和をおこなっても、銀行が企業に対して貸し

出しを行わないのですから、もう量的緩和などいくらやっても無意味だと思います。

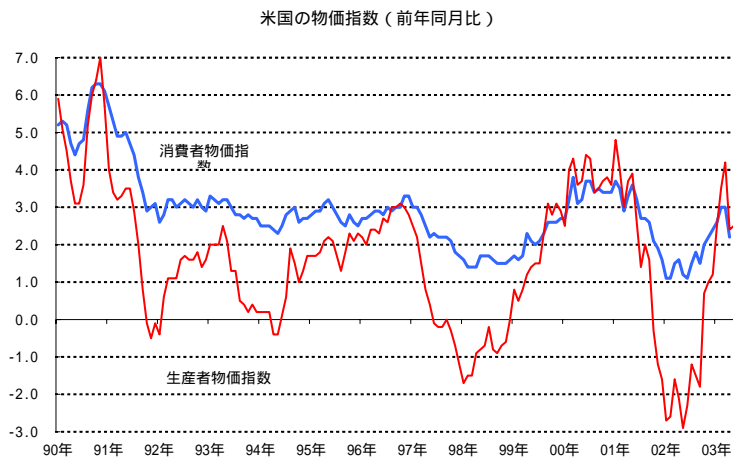
一方のアメリカの経済はどうかというと、為替相場、株式相場、債券相場それぞれとの関係に確たるこうだという定義は無いわけですが、非常に複雑な状況にあります。

通常、通貨の下落は、株価を押し上げる要因になるのですが、今のアメリカでは、先行きデフレ懸念がささやかれているにもかかわらず、通貨の下落が逆に株価を押し上げています。その基本的な背景としては、やっぱりアメリカの企業収益が回復しているためで、企業収益の回復はドル安ユーロ高によるヨーロッパからの収益拡大が大きな要因となっているからです。本来なら通貨下落によってトリプル安が起こる懸念もありましたが、今

のところその心配すらおきていません。これは「通貨の下落 貿易黒字の増加 景気刺激 企業収益の拡大」といった見方が広まってきたからであります。

イラク戦後のアメリカ経済の指標は、5月の消費者信頼感指数、消費者態度指数、住宅着工件数などがいずれも上昇し景気回復の動きが見られるものの、鉱工業生産は2ヶ月連続で低下して企業経営者の景況感の改善も遅れています。

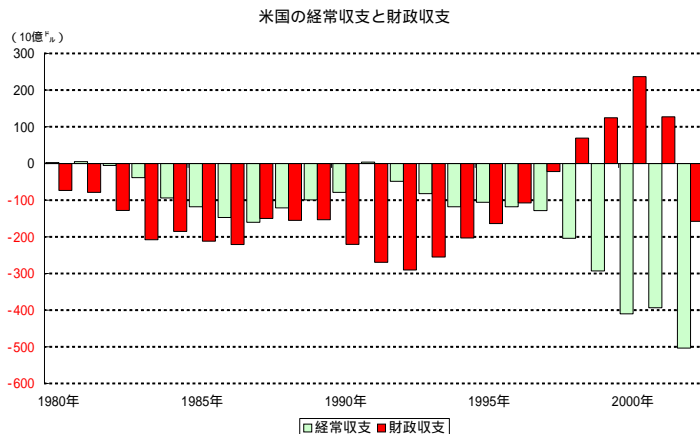
雇用情勢はイラク戦終結にともない予備役軍人の召集解除によって、雇用者数が増える一方で、失業保険の申請者数が高水準に推移する見通し。しかし、6月に発表された動向は、デスインフレの状況が非常に鮮明になってきています。特に4月はエネルギー価格の下落などによって卸売物価が過去最大の下落率を記録しており、また、消費者物価も前年同月比1.5%の上昇にとどまり、37年ぶりの低い伸びとなりました。



こうした米国の経済を反映して、最近欧州の投資家、投資信託やアジア、中東産油国の政府などによるドル債を売ってユーロに投資する動きが非常に活発になってきております。

欧州主要5カ国(英国・ドイツ・フランス・イタリア・スペイン)の投信協会の発表によれば、2002年の欧州投信による外国株や外国債の売却額が過去最高水準の49億ユーロとなっており、今年さらには増え60億ユーロに達するものと予想されています。特に売却額の7～8割が米国のもので、2000年には欧州投信が米国を中心に1,100億ドルの米国資産を買ったことを考えると、欧州投信の動きは、外為市場におけるドル安ユーロ高の非常に大きな要因であると考えられます。欧州投信が米国売りを急ぐ背景には、投資家が米国の経常収支が膨らみ続ければアメリカ経済は破綻をきたすと見ているからです。特

にアメリカの経常収支は昨年 5000 億ドルの赤字で、今年はさらに増え 6000 億ドルに達する見込みであります。



つまり、アメリカの経常赤字は外国勢が補填しようにもあまりに大きすぎてとても補填できない、非常に危険な水準になってきているわけです。このように欧州の投資家のアメリカに対する基本的な考えは「売り」ということなのです。

それに 90 年代のアメリカの経常赤字は、大半が企業の設備投資による結果で、要するに企業の投資は経済の成長基盤を強くするものでした。しかしながら、バブル崩壊後のアメリカは、設備投資が落ち込む一方で、財政赤字が拡大してきており、経常収支のかなりの部分が財政赤字によるものとなっています。このため、米国に流れ込む資金の大半が財政赤字のファイナンスにまわっている格好で、成長基盤の強化につながっているとは言いにくい状況です。こうした部分が、欧州投資家のアメリカ離れに拍車をかけている大きなポイントであろうかと思えます。以上の点を考えますと、欧州の投資家というのは、ドルに対してはこれ以上の投資はおこなわず、むしろ引き上げる方向にあると思われれます。そうした中で財政収支の限界に近づいているアメリカは、政策金利もぼつぼつ限界的な 1.25% くらいまで下がってきている。

先行きのデフレ懸念があるとすれば、米国はデフレ払拭のために超低金利政策と量的緩和が必要で、同時にドル安政策をおこなっていくしか選択肢がなくなってきました。

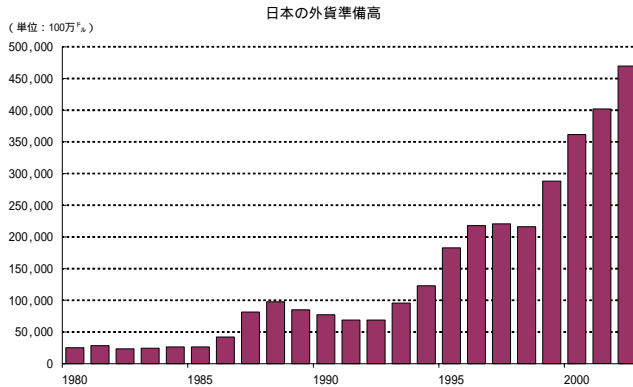
ブッシュ大統領の要請で 5 期目再任が決まったグリーンズパン F R B 議長は、5 月 6 日の F O M C でのデフレ警戒発言以降、ブッシュ支援とも感じられるほどにその後の議会証言などでの口先介入を通し、利下げ期待の必要性を訴え、また 6 月 6 日の F O M C では、デフレ警戒を理由に、当面の政策運営姿勢を追加緩和の余地を示す「景気重視型」に変

えました。FRBは今後、物価の継続的な下落の兆候が続けば、追加利下げにとどまらず、量的緩和も辞さない構えで、特にグリーンズパン議長は、短期金利を持続的に低下させることで長期金利をも低下させ、結果超低金利とすることを狙いとしています。アメリカの金利はまだ長期金利が 3.3%ありますから、日本に比べたら十分引き下げ余地が残されているわけで、政策金利も現在 1.25%ということを考えれば、今後おそらく 0.5%程度は利下げしてくるものと予想されます。

ブッシュ大統領は自国の景気回復を優先することを考えていますので、ドル安政策も一気にドル安というのではなく徐々にドル安を進めていく考えで、これを受けFRBも短期金利を持続的に引き下げていく方針です。デフレ懸念のためにドル安政策を続けていきますと、海外からの資本が国外に逃避してしまい、金利上昇の原因となりますので、そのためグリーンズパン議長はブッシュに助け船を出して、金利を持続的に下げることで、長期金利の上昇を抑える作戦に出たわけです。

元来、中央銀行というのは、短期金利を動かすことはできても長期金利までは動かすことは出来ません。このため現在日銀がおこなっている政策と同様に、FRBも持続的に短期金利を低下させるとことによって、長期債への需要を拡大させる方向にあります。実質的には、アメリカ国内で長期国債をどんどん買う動きが出てくれば、長期金利を上げないで済むということになる。

それともう一つ打ち出したのが、国債の買い切りオペ。日本は今やっていますけれども、アメリカでは、これまで国債の買い切りオペを行うことはできませんでした。ところがこれも検討する方向で考えているわけです。実施されれば当然、市場にFRBによる国債を買った資金が出回るわけですから、量的な緩和も大きな効果が出る可能性が高い。基本的にはこの2つの政策を実施すれば、少々ドル安になってきても金利が上がることは絶対のないわけです。要するに、今回アメリカのFRBが発したデフレ警戒宣言、これは2001年3月に日本銀行が「消費者物価が下げ止まるまで量的緩和を継続します」ということを宣言し実行した内容と全く同じことで、もうアメリカのやっていることは日本のデフレ政策と全く同じことなんです。



基本的には日本もドル安政策に巻き込まれているのですが、問題なのは、その中でドルの外貨準備高が増加するという事です。いま日本の外貨準備高はドル一色で現状5,000億ドルの残高は、1～2年後には7,000～8,000億ドル、4～5年後には1兆ドルを突破すると試算されています。

外貨準備高が増えれば今度はファンダメンタルズ面から円高を招く可能性もあり、さらにドル安が加速した場合、損失はどうか将来大変なことが起こることも考えられます。しかしながら、日本は現状のアメリカから要請があれば、ドル債を積み増さなくてはならないでしょうし、急激な円高を阻止するためにも、ドル円相場が115円くらいのところではドル買い市場介入もやらざるを得ない。ただこれでは、外貨準備高は増える一方で、今後ドルが110円、あるいは110円割れというような状態になった場合、その負担はどうなるのかということになるわけです。

ところで今回日本は、米欧間の対立の中でイラク戦争ではアメリカに荷担しましたけれども、今後は経済においても米欧間の対立に、どう対応するかが問われることとなります。最近のドル安ユーロ高はまさに、アメリカとヨーロッパの通貨戦争にほかなりません。特にアメリカはここで抵抗しなければ、ドルの基軸通貨としての立場をなくしてしまう可能性があるわけです。日本もおそらくこの戦争に荷担しなければならない状態が起ってくると思います。特にアメリカは、デフレ経済の回避、さらにはブッシュ大統領再選のために、あらゆる手段を使って、形振り構わずやってくるのではないかと思います。

今後米欧の超低金利政策は、日本にも対しても非常に大きな影響を及ぼすものと思われる。おそらく日本の超低金利も4～5年は続くでしょうから、デフレ脱出もあと7～8年は難しいかもしれません。夢も希望もないようなことを言いますが、その様に考えておいた方がいいのではないかと思います。とにかく、日本経済が立ち直るような状況はしばらくは無いと思います。

[] 「ペーパー投資」から、「モノ重視」の時代へ

ブッシュ大統領は大統領就任演説で、これからの経済は「ペーパー投資時代ではなく、モノ重視の世界になる」と言っていました。そうした動きはすでにGOLDなどの値動きなどに出てきています。

要するに、中国とイスラム経済圏が、今後人口の増加とともに消費市場として市場規模が飛躍的に拡大するということなのだと思います。中国は既に 90 年代初頭から人口抑制を進めているため、今後急激な増加は望めないものの、すでに 12 億人を超える市場が存在しており、沿海州を中心に経済成長とともに世界の消費財の動向に極めて大きな影響を及ぼすものと思われます。特に資源の少ない中国が世界の工場になってきたということは、今後相当量の輸入をおこなっていかなくてはならないわけで、モノ重視の世界では台風の目的存在になるのではないのでしょうか。

一方、イスラム圏ですが、注目は人口の増加といえます。今世界の人口は 63 億人を越える水準にありますが、イスラム圏の人口は概算で 15 億人程度です。これが 50 年後に、30～35 億人とほぼ倍増する状況にあります。人口が倍増するということは、例えば、アフガニスタンなどのようなほこりまみれで何も無いようなところでも、おそらく人口が増えればいろいろな設備や住宅などの需要も出てくるでしょうし、相当量の消費財なども必要になります。しかも出生率が、日本(1.32)やアメリカ(2.13)など先進国と比べても、イスラム圏は毎年 2.3～8 と国によってのばらつきがあるものの、人口そのものは2桁台の高い伸びを見せています。

今後 50 年後といった時間軸で見た場合、モノ重視の経済の中で、中国をはじめ大量消費が予想される国々の影響力は非常に高まってくるでしょう。すでにペーパーの世界というのはクリントン政権の時代で終わりました、いよいよモノ重視の時代に世界が流れていくということでございます。

[] 今後のドル、ユーロの見通し

5月にユーロが利下げし、6月におこなわれるFOMCでFRBが0.5%の利下げに踏み切れば、米欧間の金利差は再び拡大するため、ユーロ高は一気に加速すると思われます。米、EUの利下げは、世界の低金利時代への進捗をさらに増長させることとなります。6月の米利下げによって、英国のユーロ加盟見送り発表などで押し目を見せたるユーロも、年後半までに1ユーロ=150～160円時代へと大きくユーロ高に転じる可能性が高く、対ドルでも1.40～1.45ドルまで上昇することが考えられます。またアメリカは、ユーロバッシングとしてのユーロ高政策をフランスが悲鳴を上げるまで続けていくでしょうが、円に対しては117～121円内でイラク戦での論功行賞的な円安政策を続けていくものと予想されます。

