

公開月例研究会講演記録〈第 259 回 (2011. 6. 4)〉

「結局、何が為替相場を動かすのか？」

—変動相場 40 年の振り返りとこれからの 10 年—

SMBC 日興証券 (株) 金融市場本部長補佐

中 沢 浩 志

こんにちは。中沢と申します。今日は昼の一番眠たい時間にもかかわらず、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

私はもともと (今でも) 銀行員なのですが、皆さまがイメージなさっている、預金を集めるとか融資をするという従来の銀行業務はあまり経験がなくて、大学を卒業して最初 1 カ店だけ、日大さんもお取引のある支店に勤めた後、ディーリングルームの仕事を 15 年ぐらやっておりまして、為替や外貨資金のディーリングを担当しました。その後、証券会社との合併の投資会社で、金融機関が従来あまり扱わなかった不良債権、不動産分野の投資を 5、6 年やった後、また銀行に帰って、今度は子会社の証券会社の金融市場本部で債券売買を担当しています。

今日は為替の話ですが、目先の予想を言ってもおそらく当たらないと思いますので、「結局、何が為替相場を動かすのか？」というタイトルで、少し長いスパンの話をごさせていただきます。

最初にお断りしておきますが、あくまで私の二十数年間やってきたことに基づく個人ベースの話であって、勤務先の証券会社のハウスビューとは全く関係なく、また、どこかの意見を代表するものでもありませんし、更には必ずしも真実ではない「相場のネタ」も含まれることをご了解ください。

最初に為替を動かすファクターにはどういうものがあるかを概観した後、過去 30 年、40 年、あるいは最近 10 年の為替の動きを地域問題として分析して、これからの為替相場のトレンドがどうなるかについてお話しします。

為替を動かすファクターとして、金利、インフ

レと物価、経常収支、金融危機という 4 点からの切り口でご説明いたします。これ以外にも政治的なものとかいろいろな要因がありますし、そのときどきで何が脚光を浴びるかが変わりますが、今日はこの 4 つを中心に説明します。

言うまでもなく為替というのは 2 カ国間の通貨の交換レートです。例えばドルと円であればドルと円の相対的な関係です。まず第一に、金利差ですが、金利といっても実質金利と名目金利がありますし、イールドカーブのなかで短期金利から長期金利までありますが、要因として強く働くのはその短期金利か長期金利かといったいろいろな議論があります。

(グラフ 1) 上の図はアメリカとドイツの金利差で、ドル金利からドイツ・マルクの金利を引いたものです。下の図はユーロドルの為替相場です。1990 年から 2011 年のグラフですが、ユーロは実際には 1998 年からスタートしていますので、それ以前についてはドイツマルクを、ユーロ開始時の固定レートで換算して、仮に計算したものです。

例えば 1991 年から 2000 年のトレンドを見ますと、上の図ではドルの金利がマルクの金利に比べて上昇しており、下図ではユーロドルが下落しています。ところが、2002 年から 2005 年にかけては同じくドルの金利がマルクの金利に比べて上昇していますが、ユーロドルは今度は上昇しています。金利差と為替相場の関係は安定性がなく、あまり当てにならないことはこれを見ていただいてもわかると思います。

通常は金利が高い通貨は買われると言われますので、教科書的に言えば前者方が説明しやすい。ドルの金利が高くなっているの、アメリカの景気がいいということになる。前者は説明がつくけ

れども、後者は説明がつかない。所詮はその程度のものだということの一例です。

(グラフ2) 日米10年物の金利差を見たもので、一番上がドルの金利から円の金利を引いたもので、名目の金利差です。2番目は実質金利差で、日米の名目金利からインフレ率を引いたものの差をとったもの。一番下がドル円の為替相場です。名目金利差と実質金利差はおおむね似たような動きですが、実質金利の方がややぶれが大きい。ご覧のように局面によって、金利差と為替相場は同じ方向を向いていたり別の方向を向いていたりしますので、実質金利を使おうが名目金利を使おうが、長い期間の為替相場の変動を見る場合、金利差はあまり当てにならないことが分かります。

(グラフ3) これも日米金利差で、一番上は3カ月の銀行間の貸借金利の差、2番目は2年国債の金利差、一番下は先ほどと同じドル・円の為替相場です。これを見ても、金利差が大きくなる際にドル・円の為替相場も上がっている時は、アメリカの景気が強いのでドルが買われているということになりますが、3か月短期金利差、2年国債の金利差、ドル円為替相場がそれぞれバラバラに動き局面もよくみられ、金利差による説明が難しい局面も確認されます。

金利も長い金利・短い金利、実質金利・名目金利といろいろございますが、結局のところ、一部の局面では説明がつくけれども、ほかのファクターが強く働いて金利差では説明できない局面も多いのが実情です。

第二にインフレと物価についてですが、購買力平価説を説明する有力な理論に、世界中でビッグマックの値段がいくらかという「ビッグマック指数」というのがあります。例えばアメリカでビッグマックを1つ買うと3ドル、日本では300円という場合、為替レートは1ドル=100円ということになります。それ自体は分かりやすい目安で面白いのですが、みんなビッグマックしか買っているわけではないので、車の値段、農産物の値段、その他いろいろな物価のインデックスで見ないと理屈の上でもおかしいし、現実的にはあまり説明できないというのがこの指数です。

また、インフレは通貨を減価させます。皆さんが生まれる前の1970~80年代のイギリスは、景気が悪く、かつインフレも進むスタグフレーション

に苦しみ、いわゆる「英国病」と言われポンドは価値が下落しました。エマージング・マーケットの代表として昨今もてはやされているブラジルも、90年代まではインフレが高く、通貨の価値も安定しない状況が常態化し、ブラジル・リアルはあまり評判のよくない通貨でした。

それでは、インフレ通貨は好かれるか嫌われるかという議論で申し上げますと、例えばオーストラリア・ドルのように適度なインフレ通貨は好まれますが、あまりにインフレが高いと嫌われる。適度はどの程度かといえば、日本はデフレ、アメリカは低インフレという状況の中で、1桁の半ぐらい、5%程度までのインフレは好まれるようです。

ご参考までに申し上げておきます。最近の資源価格の上昇にともない、商品インデックスが脚光を浴びていますが、それぞれのインデックスの構成要素の違いには注意が必要です。商品インデックスが上がっている、下がっているといっても、インデックスの中にどのような構成要素がどのような比率で入っているかによって変わってきます。例えばCRBインデックスにはエネルギー分野の構成要素が45%ぐらい入っていますし、AIGダウ・ジョーンズ指数には60%以上のエネルギー分野の構成要素が入っています。その入っているものの相違によってインデックス自体の動きが全く違ってくる場合もありますので、今後その辺は気をつけて見られると面白いかなと思います。

為替を動かすファクターの3番目に挙げた経常収支は、為替相場の材料としては最近あまり注目されなくなりました。1987年、私をはじめディーリングルームの仕事に携わるようになった頃は、みんなこの指標に注目していました。特にアメリカの貿易収支が注目されていて、アメリカ時間の朝8時半に指標が出ます。日本の時間では、夏時間で夜の9時半、冬時間で10時半ですから、日本のディーラーたちはみんなその時間まで待って、その数字を見て一喜一憂しながらディーリングをやっていました。しかし、今や貿易収支で為替が動くようなことはなくなって、ほとんど誰も相場の材料としては注目しません。

日本の場合、貿易収支、さらにサービス部門を入れた経常収支はずっと黒字なので、ドルを売っ

て円を買うという需要があります。その結果、どうしてもドル・円が安くなる（円が高くなる）根本的な理由になってしまいます。

アメリカの場合は、いろいろな産業の構造上の問題もありますし、需要を国内の供給で満たせないということなので、経常収支はずっと赤字であり、投資とかの経常外収支、資本収支でそれをカバーしている状況です。これが可能である根本的な理由は、機軸通貨ならではのドルの信認であることに間違いありません。

アメリカの対極にあるような小さい国が経常収支のマイナスを続けるとどこかの時点で破綻してしまいますので、経常赤字をずっと続けることはできません。例えばベトナムは経常収支の赤字が続いています。これらは海外からの投資あるいは国際機関からのファイナンスで穴埋めしている状況です。これは信認というより、今後のベトナムの成長に対する期待でお金が入ってくると思われれます。もしその期待が裏切られたときには大変なことになると思います。

4番目に挙げた金融危機の問題ですが、昔は有事のドル買いと言われて、戦争などが起こるとドルが買われました。

(グラフ4) 1971年から2011年の40年にわたるチャートで見ますと、1990年のイラクのクウェート侵攻のあたりでいったんドルは買われていますが、大したトレンドにはなっていません。昨今の金融危機、昨年のギリシャ危機でも一瞬ドルは上がりますが、これもあまりトレンドとはなっていません。ご参考までに、ドルが目立って高くなっているのは、1980年代初め、アメリカのレーガン大統領がレーガノミックスで、高金利を含め「強いドル」政策をとったことによってドルが高くなったことです。しかし、1985年のプラザ合意以降の為替の調整で、ドル円であれば、280円から120円まで下げ、このレベルでもみ合った後、ついには、1995年、一瞬ドル円の80円割れがあったということです。

この図で使っているのはドルインデックスで、ドル・円だけではなくて、アメリカの貿易取引で加重平均したドルの為替インデックスです。ドルがほかの通貨全般に対して強いかわ弱いかを表す指標で、従来、ドル・円も大体これと動き出したが、最近では少し動きが両者間で違ってきています。

(グラフ5) 今でも金融危機にはドルが買われて、平時はドルが売られるというのはございます。これはさきほどのドルインデックスをもう少し短い過去15年ぐらいで見たものですが、一番最近がギリシャ危機、その前がリーマン・ショック、2001年、2002年あたりでITバブル崩壊、9・11でテロとの闘いが始まって、会計の不正でエンロンが破綻したなど、いろいろあって、アメリカ経済が落ち込んでいきました。しかし、危機が大きなトレンドになるかどうかは、このグラフから見てもはっきりしません。通貨の間の関係というのは非常に複雑です。

(グラフ6) 具体的な例ですが、2008年の夏から秋、特に9月が金融危機のピークでしたので、その時期を挟んだ2008年6月から2009年3月までの9カ月の動きです。一番下の白い線がユーロ・ドルで、一直線に下がっています。ドルが買われて、ユーロが売られました。次の青い線はポンド円で、円が買われて、ポンドが売られています。一番上の線がユーロ・スイスフランで、スイス・フランが買われて、ユーロが売られています。1回ちょっと戻っていますが、トレンドとして売られています。

これから大ざっぱに言えるのは、危機になるとドルが強い、これはなんとなく分かりますね。それから円が強い。円の場合は対外債権残高が世界一でありますので、それが国内に戻ってくるリパトリシエーションの可能性があるということで、円が買われて、他の通貨が売られるだろうという発想が働いて、円が買われるということです。スイスはこれまで、いろいろなお金が集まってきました。最近ではルールが厳しくなってそうもいかないんですが、いずれにしても危機に強い国だというイメージがあって、スイス・フランが買われます。

単純にドルが強いとか、1つの関係だけでは説明し切れないけれども、ここ5年ぐらいの動きで言えば、世の中が厳しくなると、ドル、円、スイス・フランが買われて、ユーロ、ポンドが売られる。エマージング通貨は、世の中の景気がいいときには買われて、危機とか景気が悪くなったときには売られる。こういう関係が一般的と言えます。

次に地域と為替ということで、日本対アメリカ、ヨーロッパ、中国とアジアについて、それぞれご説明します。

まず日本対アメリカですが、ドルは機軸通貨として世界中どこへ行っても通じる通貨で、ソフトパワー、軍事力の証でもあります。

(グラフ7) 1971年から2011年の過去40年の歴史を見ると、ずっとドル安・円高で、震災の後、一瞬76円をつけて、昨日80円の前半ぐらいで終わっています。そもそもなぜドル高・円安に動くかと言えば、基本にあるのは実需です。日本の場合、貿易収支が黒字ですから、円高要因になります。また、金利差で言えば、アメリカの金利が高いとアメリカにお金流れドルが高くなりますし、逆に日本の金利が上がってくると日本にお金が戻ってきて、円高になります。国内政治要因も重要で、政治がガタガタするとその国の通貨は売られますが、日本の場合、ずっと混乱していますので、最近ではさすがにファクターになっていません。アメリカも、以前は政治要因で結構動きましたが、日本同様ゴタゴタが多くなってきて、あまり材料になっていません。二国関係のミックスで動くというのは、民主党の鳩山内閣が始まったとき、アメリカとじっくりいかず、ドル安・円高になったという例があります。90年代半ば、自民党の橋本元首相が通産大臣のとき、日米自動車交渉で緊張した場面があって、アメリカからプレッシャーをかけられて円が買われるという動きもありました。

日本の場合、輸出で稼ぐという産業構造になっていますので、円高になると企業は厳しい。したがって、円高は一般的に嫌われることが多いけれども、その一方で、円高によって日本企業の競争力が強くなったとか輸入物価が上がらないことで低インフレに抑えられているなどのメリットもあって、必ずしも円高が悪いわけではありません。

(グラフ8) 次にヨーロッパですが、以前はドイツ・マルクがヨーロッパ最強の通貨でした。1998年にユーロがスタートしたときに、ほかの通貨と同じようにレートを固定化させて、2000年に各国のハードカレンシーがなくなるという経過を経て、今やドイツ・マルクもフランス・フランもなくなって通貨ユーロになっています。もし

ドイツ・マルクが1998年のマルク・ユーロレートのままだったら、今どれぐらいのドル・マルクレートかというのがこのグラフですが、レーガノミックスのドルが強い時代を経て、先ほどの円と同じようにドイツ・マルクもドルに対して強いことが分かります。

ヨーロッパ通貨といったとき、まず出てくるのはドル・マルクですが、それと並んでマルクとポンドの関係も大事でした。イギリスはEUには入っていますが、ユーロを採用していない国で、北欧のノルウェーやスウェーデンも同様にユーロを採用していません。

(グラフ9) 1971年から2011年のポンド・マルクのグラフですが、1ポンド=9マルクぐらいからスタートして以来ずっと落ちてきており、89年のベルリンの壁開放以後、上がりも下がりもしないレンジ相場になっています。90年ぐらいまでは、相対的にイギリスの力が落ちて、ドイツがヨーロッパの中で力をつけてきたことが分かりません。

(グラフ10) 言うまでもなく、ユーロとはEU17カ国の共通通貨ですが、ユーロとドル、円、ポンドなど域外通貨との関係がどうなっているのでしょうか。1998年から2011年のユーロ・ドルの為替レートで見ますと、このグラフで分かるように、ユーロは1回売られた後、金融危機の直前までずっと買われてきています。この間のユーロの強さはドイツ・マルクを意識したもので、ユーロの強いところだけ注目しており、ある意味でみんな有頂天でいました。ところが、金融危機からゴタゴタが始まって、ギリシャ危機、ソブリンの破綻リスクが現実化してくると、ユーロはドイツ・マルクだけじゃない。ギリシャのドラクマもあるし、イタリアのリラもある、スペインのペスタもあるということで、ここ数年間は「ユーロ=ドイツ・マルク」といういいイメージが崩れてきて、ユーロの現実に目を向けざるを得ない状況になったと解釈することもできます。

ユーロ危機はいわば当然の帰結で、以前のヨーロッパはドイツ・マルクを中心に経済が動いていたのですが、通貨がユーロ1本になりました。そのため、スペイン・ペセタやギリシャ・ドラクマはドイツ・マルクに対して自国通貨を弱くすることで競争力を回復してずっと切り抜けていたので

すが、それができなくなりました。代わりに、ドイツ・マルクに準じた低金利のメリットが享受できるようになりました。スペインやギリシャはその経済力の実力以上の低金利を享受した結果、不動産バブル等を引き起こしてしまい、ドイツ・マルクに対して実力以上の強い為替を維持しつつ、その後始末をやっているのが今の悲惨な状況です。より根本的な問題は、金融は一体化したけれども、財政は相変わらず各国それぞれなので、金融と財政を一体化した政策が打てません。今回のギリシャ、ポルトガル、アイルランドの問題も、そこに原因があると考えられます。

次に中国、アジアについてですが、アジアでナンバーワンはシンガポールです。人口500万人、うち約100万人以上が外国人、面積も東京23区ぐらいしかない小国ですが、今や日本以上に先進国で、国民1人当たり所得も為替レート次第では日本を上回っています。

政治的には、65年にマレーシアから独立して以来、首相は3人しかいません。最初の首相はリー・クアンユーで、今も「国父」と慕われています。一人経て、今の首相はリー・クアンユーの息子で、実質的に一党独裁政治です。中国も、一党独裁政治のもとでの資本主義の追求ということで、結果としてシンガポールが理想のモデルとなっているともいえます。

東南アジアは現在のところ、金融マーケットがあまり発達していません。日本を含め、アメリカ、ヨーロッパなどの先進国では、短期金融市場を活用して金利誘導をおこない、金融政策を実施します。それは為替政策とは別になっています。ところが、アジアの場合は金融政策と為替政策が一体化しています。為替市場に介入して通貨を上げたり下げたりしますが、例えば自国通貨を強くすると金融が引き締まりますし、自国通貨を弱くすると金融が緩みます。つまり、頻繁に介入して為替相場を動かすことによって金融政策を実行します。ドル・円の介入のようにニュースにならないので、皆さんあまりご存じないかもしれませんが、東南アジアの国々では去年も十数回介入しています。

シンガポールの他にも、香港は日本よりちょっと少ないぐらい、台湾が日本の半分ぐらいの1人

当たりGDPですし、インドネシア、タイ、その他の国々でも名目成長率5%から二桁で、経済はものすごい勢いで拡大しています。そうはいつても、貧富の差は激しいし、全体的にはまだまだ貧しくて、食糧インフレがあると、暴動が起きたり、世の中はすぐ不安定になります。2008年のコメ不足の際も、世界で1番目か2番目のコメ輸出国であるベトナムが世界最大のコメ輸入国であるフィリピンに対してコメの輸出を止めたことで、フィリピンでかなりの暴動がおきました。ベトナム自身も、輸出のためにコメの値段が上がってしまいまして、暴動までは行かなかったけれども、デモが頻繁して社会不安が起きました。このように、直接的な金融危機の影響もさることながら、アジアの場合はモノ不足から生ずる社会不安で通貨が動くということもあります。

以上のことから、これからのトレンドについて考えてみます。

今はちょうど、戦後これまで続いた時代の一つの転換点に来ているのではないのでしょうか。マタイによる福音書第24章に「終末の徴」というのがあります。キリストが復活する話のところで、「いろいろな混乱が起こるが、それは必然的なもので、世の終わりではなく、産みの苦しみの始まりである」と言っています。最近の北アフリカや中東の暴動を見ても、民主化という政治的な問題だけでなく、貧富の差や食糧価格高騰などで生活苦がひどくなり、やむにやまれず起きています。地震その他の自然災害の場合もあります。これらはすべて、産みの苦しみの始まりの現象かもしれません。

その内容をもう少し具体的に言いますと、1つはグローバル化が終着点に来て、中国も東南アジアも、さらに中東にも各国企業が進出してやることはかなりやった後はアフリカぐらいにしか地上のフロンティアはないのではないのかとのネガティブな意味での達成感が生じております。

また、特に金融危機後の反動で、グローバリズムに対する反発や資本主義に対する反感がいたるところで起きています。反グローバリズムでマーケットが分断されると、自分の庭だけきれいにしようとしています。ドイツの原発反対も、足りない分はフランスなどの周辺国から電力を買って賄おう

としており、本質的な問題解決にはなっていません。政治家は選挙で落ちることを恐れて、国民に評判の悪そうなことはできない状況に陥っています。

最近では危機にならない危機というものもあります。今回のギリシャの混乱でも、セーフティネットの充実で金融機関の流動性提供に問題なく世の中は比較的落ち着いていて、金融危機に陥らないで済んでいます。その半面、その安心感からモラルハザードも起こります。

政治家は「国民の理解」というあいまいな言葉で、何も決められない状況に陥っています。私も含めて国民は自分中心にしかものを考えることはできませんので、各個人が個々にベストを尽くす結果、いわゆる「合成の誤謬」で、世の中全体としてはおかしくなってきたというのではないのでしょうか。

このようないろいろなテーマを踏まえて、新しい経済秩序への移行を考えたとき、まず問題になってくる「産みの苦しみ」は資源の枯渇です。夢のあるテーマや画期的なイノベーション、ニューフロンティアもあまり見つからないこともありましょう。昔の車や飛行機、最近のインターネットのように、これまでなかったもの、革命的に消費意欲をそそるようなものはなかなか出てきそうにありません。また、グローバリズムで競争ばかりやっていると疲れるし、格差も広がりますので、面白くありません。といって、グローバリズムに代わるシステムも見当たりません。

しかも、この先10年ぐらいでソプリンの破綻が現実化するだろうと思われまます。ヨーロッパでは通貨ユーロの作り直し欧州合衆国かの2者選択が考えられます。アメリカはデフォルトが起きても自分たちで十分やっていけるでしょう。中国は史上空前のスピードで発展してきただけに、問題が起きるのも早く、解決方法を探し出すことは容易ではありません。一例を申し上げれば、2013年には労働力人口が減ると言われています。日本は「なんとなく衰退する」というイメージが定着しつつあります。

以下に、詳しくみてみましょう。

まずユーロの立て直しを模索するヨーロッパについて考えますと、これまでユーロを支えてきたドイツ人はユーロの負担にどこまで耐えるんで

しょうか。今回、ギリシャとかアイルランドにも援助していますが、最後は財政統一でEU連邦政府にしないと、金融政策と加盟国支援だけで乗り切るのは困難じゃないでしょうか。成熟したヨーロッパでも政治家は選挙が怖いことには変わりはないので、結局は、国民にウケる政策しかできないのではないのでしょうか。さらに、根本的な議論ですが、エコ志向は元来成長を阻害する部分が多く、エコ志向のヨーロッパはどこに成長を求めるとのかという問題は極めて難しい命題です。解決のアイデアとしてとして、2つの選択肢を考えています。選択肢の1つはユーロを2つに分ける新しい最適通貨圏という概念です。ドイツを中心とする北のグループと、イタリア、スペインを中心とする南のグループの間では、いわばユーロ南北問題があります。ユーロ11カ国を2つに分けて、それぞれ別のふたつのユーロをつくり、新リラ（南のユーロ）は高金利を受け入れる一方で、新マルク（北のユーロ）に対して切り下げていくことが考えられます。その結果、新マルクでさえ、ドルに対抗することは不可能となります。世界の為替市場ではドル中心の動きが続きますし、新マルクと新リラの為替相場がそれなりの規模で考えられるだろうということです。

選択肢の2つ目は、ユーロ加盟国の財政を1つにしてユーロ合衆国にするということです。ドルとユーロの覇権争いが起こって、いろいろ混乱は起こるかもしれませんが、過去の歴史でもドルとポンドの2基軸通貨制が不幸な事態を引き起こした一因といわれていますが、少なくともユーロは第二の基軸通貨としてワークし、更には新たにドルに代わる基軸通貨になって新たな世界経済のフレームワークができるかもしれないという考え方です。

次にアメリカですが、数年前まで白人が70%近くを占めていたんですが、ヒスパニックがどんどん力をつけてきて、黒人、アジア系もそれに続き、人種間の分裂が激しくなっています。中間層なき社会、安定感なき社会とも最近をよく言われております。日本の日銀に当たるFRB（連邦準備制度理事会）がなんでもかんでもバランスシートを大きくして、お金を社会にばらまいています。住宅金融のファニーメイ、フレディマックなどのGSE（政府系金融機関）を救済したこと

によるモラルハザードの問題も起きています。それでもドルはおそらく機軸通貨であり続けるでしょうし、仮にユーロが第1の基軸通貨になりましても、ある種の本でセンセーショナルに書かれている「ドルの紙切れ」説などあり得ません。なぜなら、アメリカは究極の自給自足経済の国で、人口も長期的には増加が見込まれています。内向きになっているとはいえ、プロスポーツにしても大学にしても世界中から人を集める、いわゆるソフトパワーに変わりがなければ、ドルが安くなろうが、高くなろうが、ドル中心の世界は変わらないということです。

これからの大きな問題は中国で、先ほども申し上げましたように、非常に早く成長してきたので、非常に早く問題が出てきています。一国二制度でぎりぎりやってきたけれども、例えば資源価格の暴騰にしても、問題を1つ片づけようとするとは別の問題が出てくるということで、調整が難しくなっています。今までは成長ですべて飲み込んできたのですが、成長もどこかで止まるので、「あばたもえくぼ」とばかり、成長で問題を解決していくというやり方はそろそろ通用しなくなってきました。沿海部と内陸部の格差もますます激しくなっています。特に日本より早く深刻化する構造問題として、高齢化、格差、環境などの問題があり、これらは極めて難度の高い問題で、しかも同時に襲ってきます。

これらをどうやって解決し、社会安定を維持し、スピードダウンするのか、非常に難しい話です。当然、一党独裁主義が継続する前提での議論ですので、ここの前提が変われば想像を絶する話になると思います。人民元はおそらく、いったん元高になった後、元安という、円と同じ軌跡をたどるのではないかと見ています。違いはタイミングとスピードです。

最後に日本ですが、生活保護受給者が200万人を超え、年金はこのまま行けば間違いなく破綻します。消費税も5%のままで、直接税を偏重しており、課税最低所得の高さも相俟って、税金を払っていない国民や在日外国人も多い。いわば国

民・在日外国人のたかりが横行し、弱者が強者のような国になってしまいました。政治は選挙が怖くて何も決められないで、現在のやり方が変えられません。TPP参加の意思表示すらできないし、東日本大震災への対応も3カ月近く経ってまだ明確には決まりません。私権の制限なしでは復興投資が無駄なものになってしまう恐れもあるし、効率的な町作りはできないのではないのでしょうか。このような大衆受けしない政策実行が政治家のリーダーシップではないのでしょうか。ただ、よく政治が悪いと言いますが、政治家を選んだのは我々ですから、我々は自分たちがバカだと言っているようなものです。

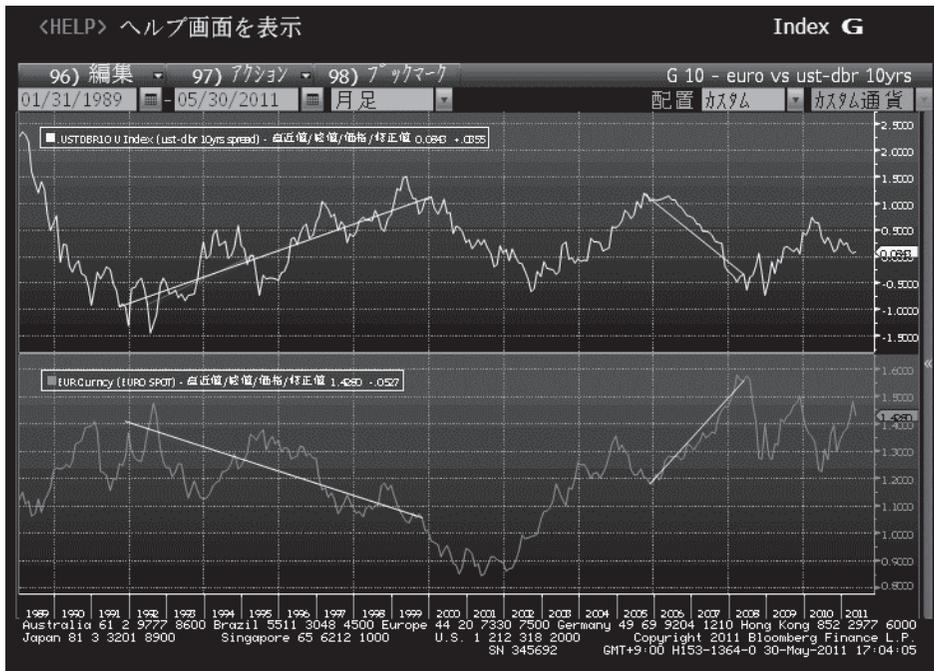
そこで結論として考えられるのは、為替相場では、いったん円高になり、その後、円安の大相場が始まる可能性が高いのではないのでしょうか。とはいっても、1年や2年で円安になるとは思えません。例えば原子力発電所も、今点検で止まっているものの再稼働は難しいし、稼働しているものも来年中には休止してチェックしなければいけません。それも再稼働できないとなると、原発は全部止まってしまいます。しかし、電力の30%が供給できなくなった分は火力発電所を復活させることで補えます。そのための油や天然ガスのコストが2兆ぐらいかかると言われていますが、今の貿易収支が7~8兆あるので、それから2兆減ることになりますし、かつ輸出自体も減りますが、経常赤字になるわけではないでしょうから、円安と大騒ぎするにはまだまだ時期尚早だと思います。

いずれは貿易収支、経常収支の面でだんだん黒字が減って、最後はマイナスになっていきます。今は人が物を買わなくて物が余っている状況ですが、これからは物が足りなくなって買えない時代になるのではないのでしょうか。

数年単位以上の長期的にみると、円はやはりきついのかな。ドルに代わるものはなかなか見つからなくて、今後もドル中心で進んでいくのかなというのが、私の見方です。

以上です。ありがとうございました。

グラフ 1. 上図：米独 10 年金利差、下図：ユーロドル 1990～2011
 (出所：ブルームバーグ)



グラフ 2. 上図：日米 10 年名目金利差、中図：日米 10 年実質金利差、
 下図：ドル円 1990～2011
 (出所：ブルームバーグ)



グラフ3. 上図：日米3か月金利差、中図：日米2年金利差、下図：ドル円 1990～2011
 (出所：ブルームバーグ)



グラフ4. ドルインデックス 1971～2011

(出所：ブルームバーグ)



グラフ 5. ドルインデックス 1996～2011

(出所：ブルームバーグ)



グラフ 6. ユーロス・ポンド円・ユーロドル 2008年6月～2009年3月

(出所：ブルームバーグ)



グラフ 7. ドル円 1996~2011

(出所：ブルームバーグ)



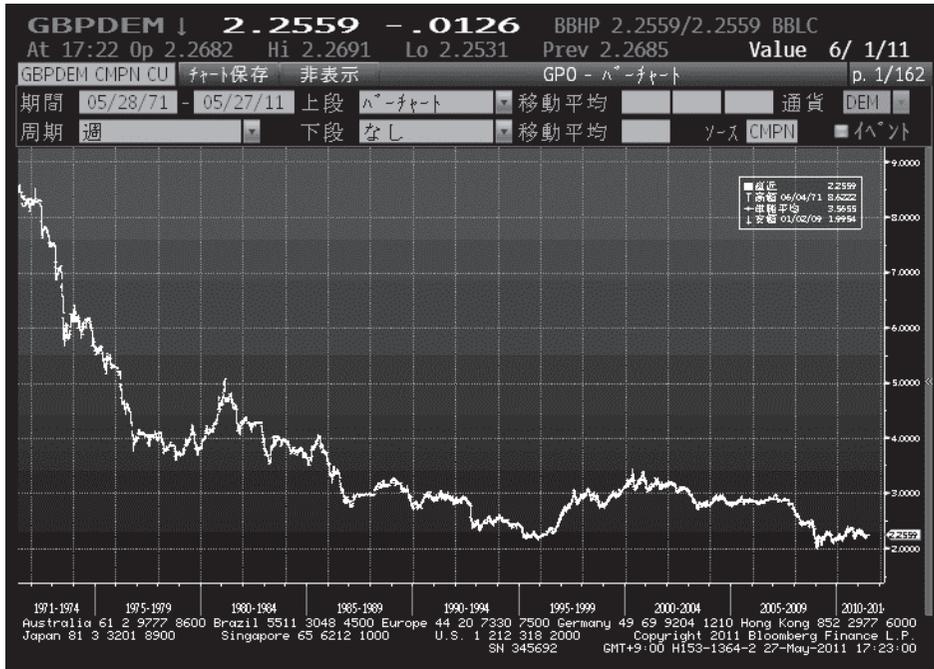
グラフ 8. ドルマルク 1971~2011 < 1998 より 1ユーロ = 1.95583 >

(出所：ブルームバーグ)



グラフ 9. ポンドマルク 1971~2011 < 1998 より 1 ユーロ = 1.95583 >

(出所：ブルームバーグ)



グラフ 10. ユーロドル 1998~2011

(出所：ブルームバーグ)

