

為替相場変動と経済不安定問題

——「国際不調整」と日本の視点から——

建 部 和 弘

はじめに

日本経済は、内外環境条件の変化のなかで為替相場変動（円高の行き過ぎ）と経済不安定（不況の長期化）の問題をひきずっている。総需要を刺激するために未曾有の財政政策と金融政策がとられてきたが、また「超円高」の是正下で輸出企業の収益も回復したが、しかしいぜんとして自律的な成長軌道に乗る地点にまでは至っていない。

そうしたなかで、為替相場問題やマクロ経済問題、あるいはそれらの関連諸問題と処方箋が枚挙にいとまがないほどに論じられてきたが、個別的なレベルにとどまっている議論や、総合的な視点があっても国際的視点が不十分な議論など、論点が錯綜したり混乱したりしているケースが多いように思われる⁽¹⁾。内需拡大（内需主導）論や規制緩和論など、それ自体としては重要な処方箋となりうる議論も、国民的なレベルではいまひとつ説得的とはなり難い一面をもつようにみえるのはなぜなのか。いまでは、ほとんど誰もが「改革」を唱えるようになってきたにもかかわらず、なぜそれが行われそうにな

(1) 最近の文献では、たとえば、吉田和男『超円高時代の経済学』中公新書、1996や中谷巖『日本経済の歴史的転換』東洋経済、1996などがある。

いのか。

この点に着目したとき、そこには問題を整理する視点が不十分ではないかという疑問が浮かび上がる。筆者は、この問題を解明するためには、「国際不調整」という視点から構図的に論点を整理することが重要であると考え(2)。そこで本稿では、まず為替相場変動と経済不安定について実態を把握することから作業を開始し、ついで「国際不調整」について論点を提示することにしたい。これによって、国際不均衡の視点では十分捉え切れない論点がみえてくるのではないかと考えられるからである。その上で、この「国際不調整」が為替相場問題にどのようにかかわるのか、また「国際不調整」から問題化する為替相場変動がマクロ経済不安定にどのようにかかわるのかを、順を追って論じていくことにしたい。その過程で、既成の主流派経済学と目される理論とのちがいにも関連して言及することにする。最後に、1993年以降の「国際不調整」の構図を取り上げる。

結論としては、筆者の主要論点では、国際間、とりわけ日米間の経常不均衡が1990年代の現実の経過において、少なくともクリントン政権の登場以降は、「国際不調整」問題として重視されるようになったこと、また内外環境条件の変化(冷戦構造の崩壊など)がその背後で(アメリカにおいて)重要な思考の変化や政策の転換をもたらしたこと、その結果として、「国際間不調整」の是正の政策上・制度上のありようが現象としては為替相場の変動(円高)として、またそれらにかかわる期待の変化のもとで日本の成長率の低迷として、作用するに至ったことを明確に認識しなければならない、ということである。

(2) 「国際不調整」については、筆者はすでに、「国際金融・経済の変化と日本の不況問題——「国際不調整不況」を中心として——」『岡山大学経済学会雑誌』第26巻第3・4号、1995. 3. において、1990年代の不況過程(第2節)として論じておいた。

1 最近の為替変動と経済不安定の実態

「国際不調整」問題をみる前に、最近の日本経済の実態について、為替変動とマクロ不安定に焦点をあてて、その特徴をまとめておこう。

まず為替相場については、1992年から円高が進み始めていたが（平均で1ドル＝126.65円、前年比6.4%上昇）、1993年のクリントン政権の登場以降、米ドルに対する円相場は、その上昇テンポを速め、第2四半期にそれまでの最高値1ドル＝120円（1987. 12. & 88. 12.）を突破して110.06円になった後は、一時的な小反転はあったものの、1995年第2四半期（84.60円）までほぼ一貫して1992年比で49.7%も上昇した（4月19日に一時的に80円を超えた）。平均でみた名目（実質）実効相場（1990＝100）では、1992年の113.7（109.4）から1995年第2四半期の170.2（164.5）まで49.7（50.4）%も急騰した（IFS, 1996. 7.）⁽³⁾。その理由は、外国為替の需給関係の基本にかかわる国際収支動向でみるならば、経常収支の黒字拡大（1991年729億ドル→1995年1104億ドル）と民間資本収支の赤字縮小（1991年718億ドル→1995年667億ドル）とによる大幅なドルの供給超過にあった、といえる（KHT, 1995. & 96.）⁽⁴⁾。外為需給の特有の要因からいえば、そこでは、期待（予想）の変化による対外投資のリスク・プレミアムの上昇といった投機的要素

(3) 使用したデータの資料について、文中では略語で表示した。あらかじめ、正式の資料を示しておくこと以下の通りである。IFS = International Monetary Fund, *International Financial Statistics* (Monthly), KHT = 日本銀行『日本経済を中心とする国際比較統計』, SOCB = United States Department of Commerce, *Survey of Current Business* (Monthly).

(4) なお『国際収支統計月報』（日本銀行）では、1996年1月号から発表の形式が、従来のドル表示（一部円表示併用）から円表示一本に改められた。また分類の仕方でも、主な点では、経常収支では貿易・サービス収支（中項目）と所得収支（小項目）等に、資本収支では投資収支（中項目）とその他資本収支（小項目）等に改訂された。本稿では対外資産負債残高について円表示に従ったが、国際収支については従来通りのドル表示方式を採用し、資料として利用可能な『国際比較統計』1996年版を使用した。

が重要な意味をもつことになる。なおその背後に、日本の大幅な持続的経常黒字（累積経常黒字）の結果として、対外純資産が巨大化したこと（76兆9910億円、95年の平均相場換算8185億ドル、GDP比16.0%）を指摘しておくべきであろう⁽⁵⁾。

つぎに、マクロ経済の不安定について実態をみておこう。実質成長率は、1992年から0または1%台を4年間も続けている。1995年までの平均では0.7%（1987年～90年のバブル期の4年間平均5.1%）である。これは戦後半世紀のなかで初めての経験であり、きわめて異例のことである。実質国内総支出でみた同4年間平均の寄与率（対比として1987～90年の4年間平均）は、民間最終消費支出で1.0%（2.8%）、総固定資本形成で-0.3%（2.7%）、政府最終消費支出で0.2%（0.2%）、在庫増加で-0.1%（0.1%）、輸出で0.4%（0.5%）、輸入で-0.5%（-1.2%）、純輸出では-0.1%（-0.7%）である。

実質輸出は、1985年以降1%未満の増加（87～88年は微減）にとどまっており、実質輸入は、バブル崩壊の反動で1991～92年に減少したのを例外として1986年以降は着実に増加している、その結果純輸出（外需）は、持続して0～1%台のマイナスとなっていることに注意する必要がある。その意味は、日本は総供給能力を高めたとしても対外面ではもはや一方的な輸出拡大には頼れず、いまや輸入を増やしつそれと同程度か若干下回るくらいに輸出を拡大する、いわゆる対外拡大均衡型を目指すべき立場におかれている、ということである。その面では、1980年代半ばまでのような総供給余力が輸出余力となり、実際に海外への輸出増加を強めて、つぎの成長へのステップとする長年の対応方法は、もはや10年以上も前に限界に達していたのである。

そうすると、総支出面からみたマクロ成長のための動因を国内需要（内

(5) 宮崎良雄「平成7年末の対外の貸借について」『国際金融』1996. 7. 1. 号

需)に求めざるをえない。少なくとも1980年代半ば以降、日本経済は、この方向への転換を目指す必要があった。1986年の「前川レポート」は、それを初めて公式に認めたのであったが、しかしながら提言の域にとどまり、政策的に制度の変更(今日でいう「規制緩和」)にまで具体化することは、「too little, too late」の状態を続けたのである⁽⁶⁾。

アメリカ経済の実態は、どうであったか。為替相場とマクロ経済の動向を以下に示しておこう。まず為替相場については、米ドルは、経常収支の赤字拡大(1992年の683億ドルから1995年の1530億ドルへ)に伴って、下落したが、日本円に対する大幅下落とは異なって、実効為替相場でみると、その下落幅は、名目で同期間に-7.7%、実質で(95年第2四半期)-6.7%程度にとどまっていた。その理由は、たぶん発展途上国や旧社会主義国からの資本逃避などによって経常赤字の相当部分がファイナンスされたこと、および日本の通貨当局による為替市場への介入(公的ファイナンス)が巨額にのぼったことなどが考えられるが、ここでは立ち入らない。確認しておくべきことは、継続的な巨額の対外経常赤字の結果、アメリカの対外純債務が再取得価格表示(current cost)では8140億ドル(前年比40.3%の増加)に、市場価格表示(market value)では7737億ドル(同57.1%の増加)(SOCB, 1996. 7.)と急増したことである。これは、対外黒字国や債権国の側からみれば、ドル安懸念の増大に伴う対米投資のリスク・プレミアムを上昇させる重要な要因となるものである。1995年8月以降は、アメリカの好況持続と日米金利差拡大によって、この問題はひとまず後景に退いているのではあるが。

他方、アメリカのマクロ経済の実態はどうか。アメリカの成長率は、1991年に-1%となった後は順調に回復して1992年から1995年までの4年間平均

(6) 1996年度の経済白書(『平成8年度 年次経済報告(副題 改革が展望を切り拓く)』)は、第3章「転換期にある日本の経営システム」でようやくこの制度問題に、財政支出(公共投資)の内容(見直し問題)などもうひとつの基本的な問題を外したかたちではあるが、踏み込んだ分析を行った。

で2.6% (1987~90年平均2.9%)となった (KHT, 1996)。国内総支出の内訳でその寄与率をみると、1980年代末期との対比 (同上平均) で民間最終消費支出は増減なし、政府最終消費支出は0.4%の減少となったのに対して、総固定資本形成は0.9%の増加、輸出は0.2%の減少 (0.9%から0.7%へ)、輸入は0.6%の減少 (-0.5%から-1.1%へ) (純輸出では-0.8%) となった。景気の回復は純輸出の悪化をもたらした。これがアメリカの対外経常赤字の拡大の実態である。しかしその場合でも1980年代前半期に比べて、アメリカ経済が輸出の増加に依存する度が高まっていることに注目しておく必要がある。アメリカ経済は、その成長の主軸を、財政と消費とに依存する往時の状況から、少しずつではあるが輸出と投資に依存する近年のマクロ・バランス構造へと移しつつある、といってもよいだろう。その上で、財政赤字のGDPに対する比率は、G7のなかで最低の国になったことをつけ加えておこう (1996会計年度1,168憶ドルの見込=朝日新聞96. 9. 29. 95年GDP比1.6%)。

日米間で、なぜこのような相違が生じたのか。円高は同時にドルの全面安であり、それだけ国際政策協調を不可避にした1980年代後半期とは異なっており、1993年以降では、円高は上述のようにドル部分安となった⁽⁷⁾。そのことが円高に対するアメリカの政策上のありように影響していた可能性について一考を要するところであろう。「国際不調整」のマクロ面での現象形態が1980年代後半期と1993年以降期とで異なるようになった原因・背景については興味のつきない問題ではあるが、ここでは、さしあたり1993年以降期に焦点をあてて、「国際不調整」とその現われ方を検討することにした。

(7) 「国際不調整」の現象形態として、このような相違が生じることについては、1980年代後半期と1993年~95年の時期とのそれぞれのメカニズムを、詳細に分析しなければならないだろう。ここではこの点だけを指摘しておく。

2 国際不均衡と「国際不調整」について

以下では、まず近年における国際不均衡問題の所在を明らかにし、ついで「国際不調整」問題について取り上げることにする。

(1) 国際不均衡とはなにか？

国際不均衡について従来の議論では、問題とはならない不均衡と問題となる不均衡とについて区別がつかないことが多いように思われる。理論では、この点がどのように論じられ、区別されているのだろうか。

ある考え方では、長期趨勢的な国際不均衡は構造的な不均衡と定義され、問題とはならない不均衡とみなされるのに対して、短期の変動的な国際不均衡は循環的な不均衡と定義され、問題となる不均衡、したがって政策的な対応が可能で不均衡ととらえられている⁽⁸⁾。これは新古典派的な一般均衡論の考え方であり、1980年代以降の国際不均衡は、その大半が構造的な不均衡であるとみなされ、したがって最近の不均衡までを通じて、問題とはならない不均衡と考えられている。当然のことに、この考え方では、日米間の不均衡について、それを殊更に問題として摩擦の材料にしたり、また政策協調によって不均衡を是正しようとするのは間違った対処であるとされる。1986年の「前川レポート」も厳しく批判されているのである。

しかしながら、概念的なこの区別は、現実においてどの程度まで明確に行われるか、これまでの実証的分析では芳しい結果が出ていないようである。その点を指摘して、以上の考え方を批判するもう一方の議論がある⁽⁹⁾。国際

(8) さしあたりは、伊藤元重／通産省通商産業研究所編『貿易黒字の誤解』東洋経済、1994、第1章のなかの「マクロ均衡から経常収支への議論」(46～48ページ)をあげておく。この立場の中心的な位置を占めるのは、小宮隆太郎「国際収支問題についての覚書」同書所収、各論第1章(167～186ページ)および『貿易黒字・赤字の経済学』東洋経済、1994、である。

不均衡について、その原因が構造的要因によるよりも循環的要因によるとみることができるならば、それは問題となる不均衡であって、政策的な是正が要請されることとなる。この循環的要因説に基づくと、1980年代の国際不均衡は、アメリカの政策（レーガノミックス）によって急激かつ大幅に増大したのであったし、1993年以降の不均衡も日米間におけるマクロ経済の循環的差異によるところが大きかった、ということになる。国際不均衡が問題となる不均衡であるならば、政策協調なども含めて、なんらかの是正が必要となる。

現実の巨大化した国際不均衡のうち、どれだけが構造的な不均衡、あるいは循環的な不均衡であるかを実証的に特定化することが困難であるとするならば、議論は理論的にも容易に決着はつかないだろう。そのことに関わって、現実には多くの問題が生じていることに注意する必要がある。すなわち、現実の国際不均衡が一方の当事国によって「問題となる不均衡」とみなされ、その是正が強く主張されるとき、それに伴って為替相場の変動やマクロ経済の不安定が強まることになるからである。さらには、巨大な国際不均衡の是正手段について、為替相場の変動が有力な手段として強調される場合には、為替相場の不安定化あるいはミスアラインメント（ここではオーバーシュート）が一段と大きくなるだろう⁽⁹⁾。1993年以降に日米間で生じた事態は、このような視角から捉えられるべき性格のものというべきであろう。

筆者は、以上の論点について、理論的な側面を一方で認識しつつも、現実が生じている事態の方に着目して、「問題となる不均衡」を「国際不調整」と呼ぶことにしたい。その上で、「国際不調整」にかかわる問題を整理し、理論

(9) この議論についても、さしあたりは、『貿易黒字の誤解』第1章のなかの「経常収支からマクロ均衡への議論」（44～46ページ）をあげておく。この立場の中心的な位置を占めるものと思われるのは、吉川洋「経常収支の分析——ケインズ理論の立場から——」および『日本経済とマクロ経済学』東洋経済、1992、である。なお、実証分析としては、植田和男『国際収支不均衡下の金融政策』東洋経済、1992、がある。

的な議論からは把握しきれない考察すべき諸点を本稿で提示しておくことにしたい。

(2) 「国際不調整」について

「国際不調整」とは、環境条件や前提条件の変化のもとで、価格（ミクロ）・所得（マクロ）の国際間のメカニズムによって、あるいは政策間や制度間の相違によって生じているか拡大している国際間の不均衡が「なんらかの事情から」その双方の当事国にとって重要な問題となる事態である、と定義できる⁽¹¹⁾。ここで、環境条件や前提条件の変化とは、1989年末からの冷戦構造の崩壊であり、価格・所得の国際間メカニズムとは、1990年前後の円安・ドル高化と1992年以降の日米間の成長率ギャップ（アメリカの2～3％、日本の0～1％）の発生のことである。国際間の不均衡とは、すでにみたように、1992年以降の日米双方における1000億ドル以上にものぼる黒字と赤字の持続のことであり、また「なんらかの事情から」とは、アメリカにおいて「経済優先」「結果重視」を標榜するクリントン政権が1993年1月に誕生したことである。その内容は後述する。この政権は、日米間の不均衡の是正を目指す政策を鮮明にしたこと、そこで対処すべき問題として浮上したの

(10) ミスアラインメント問題については、“Assessing Exchange Rates in Terms of Economic Fundamentals”, *IMF SURVEY*, November 28, 1994, をあげておこう。なお紹介の元になった文献は、Peter B. Clark, et. al. *Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Framework for Analysis*, IMF, *Occasional Paper*, No. 116, である。筆者は、1980年代前半期における経常収支赤字下のドル高（経常収支黒字下の円安）を為替相場のミスアラインメントとよび、1993年～95年の時期における経常収支黒字下の円高の行き過ぎ（経常収支赤字下のドル安＝部分安の行き過ぎ）を為替相場のオーバーシュエーティングとして区別している。上述の論文や最近の諸文献では、この区別がないものが多いように思われる。

(11) 1980年代半ばの日米間の経常収支不均衡の巨大化と為替相場のミスアラインメントとは、その持続不可能性という点で、「なんらかの事情」における最も典型的なケースであったといえる。

がアメリカの財政赤字の削減であり、日本の政策・制度に関する輸入容易化への変更であった。こうして国際（日米）間の不均衡は重大な「国際（日米）不調整」問題として表舞台に登場することとなった。

それでは、こうした「国際不調整」問題がなぜ生じているか。その背景はなにか。なにによって国際不均衡が問題化し「国際不調整」問題となったのだろうか。

1993年以降で目立つ事態は、日米間における成長率の逆転とその差の持続である。日本では、既述の通りこの数年間、きわめて低い成長率を続けている。それに対して、アメリカは、多くの内外の問題を抱えながらも、ほぼ潜在成長率に近い成長を維持して、失業率の低下にも成功し、従来ならばそれに付随して高まるインフレ率も当面はその懸念だけにとどまり、賃金上昇の物価上昇への連動も現われていない状況にある。

成長率の日米間逆転は、当然のことに、アメリカにおける経常収支赤字の大幅悪化と日本におけるその黒字の大幅増加をもたらした。長期趨勢的「均衡」からの乖離は、これを重視する立場からすれば、この場合では日本の経済成長率の0～1%近傍での低迷から生じていることになり、成長率が本来の潜在力まで回復するならば、経常収支の「均衡」からの乖離もなくなるものとされるのであろう。しかしそれではなぜ日本経済は、容易に成長率を回復できないのであろうか。それには、バブル崩壊不況や「複合不況」やストック調整不況など、諸説が数多く提出されてきたが、ここで注意すべきことは、多くの説が国際的視点を欠いていることである⁽¹²⁾。かりにそれを念頭

(12) 宮崎義一『複合不況』中公新書、1992の登場以降、諸論著が相次いだが、諸論の整理は容易ではない。筆者は、国際的視点の有無と重視度、およびストック（資産価格問題等）視点の有無と重視度が諸論の整理の上で重要な基準になると考えている。この国では、国際的視点（それがあったとしても）の弱さが最大の問題である、またそれが政策・制度の問題にも反映されている、といってもよいだろう。ここではさしあたりは、筆者の前掲論文を参照されたい。

においたものがあったとしても、明示的にきちんと論点を提示している議論は、アカデミックに近くなるほど乏しくなっているように思われる。なぜそのようなのかは、それ自体興味のある論点であるが、ここでは考察の対象とはしない。

筆者は、1994年に「国際不調整」の視点からこの不況問題を論じた（刊行は1995年）。一言でいえば、国際的枠組みのもとで日本のマクロ面における国際的制約が増大したということが、そこでの最も重要な論点である。1980年代後半期では、「国際不調整」問題は、マクロ面における国際的制約の消滅という錯覚を生み、ファンダメンタルズの動向とは必ずしも結びつかないような、日本経済に対する「異常な期待」をつくり出した。「国際不調整」は、一方で円高促進を、他方でバブル膨脹（資産価格の高騰）をもたらし、マクロ経済の安定を大きく損なった。1993年以降では、新たな環境条件のもとで「国際不調整」が問題化することとなった。

こうして「国際不調整」は、新たな条件のもとで長期趨勢的「均衡」からの乖離が「過大化」すること、それが GDP の成長率の「過小化」を生むことと意味づけられるのである。

3 「国際不調整」と為替相場変動およびマクロ不安定（円独歩高から超円高へ）

まず「国際不調整」と為替相場変動との関係を、ついで為替相場変動とマクロ不安定との関係を取り上げる。

(1) 「国際不調整」と為替相場変動

国際不均衡（日本の場合、経常収支黒字と資本収支赤字）は、その大半が構造的不均衡であるがゆえに、問題とはならないとみる考え方では、為替相場はとくに変化する必要のないものであり、経常黒字と資本赤字に適合的な

為替相場が成立するとされている。この見方では、現実の為替相場の変動をどのように説明するかが問題となるが、短期や中期ではファンダメンタルズ相場から大幅に離れるにしても、長期的には、やがて均衡為替相場へと落ち着いていくだろう、という程度の議論にとどまる⁽¹³⁾。しかし、そうした議論では、1980年代後半以降に生じている長期の円高問題、すなわち消費者物価ベースに基づく購買力平価（95年12月153.88円）から大きく離れ、卸売物価ベースに基づく購買力平価（同125.77円）からも相当に逸脱し、輸出物価ベースでみた購買力平価（同105.90円）にはほぼ等しい（ときにはそれをも上回る）円相場の問題を説明することはできないのではないかと⁽¹⁴⁾。

既述の「国際不調整」の考え方では、現実の不均衡が循環的不均衡、またはなんらかの理由で問題となる国際不均衡であるがゆえに、それは国際経済摩擦と為替相場変動をもたらしがちであると捉えられる。この考え方は、日米間の「不調整」問題について論点を整理する場合に有効であるように思われる。アメリカ側からみた「不調整」要因とその対処問題および日本側からみた「不調整」要因とその対処問題とが存在し続けるとき、それぞれの政策対応とそれについての市場の見方とが重要な意味をもつからである。そこに為替相場の変動（持続的な円高とそれに付加した大幅な円高、「円独歩高」や「超円高」）の問題が大きくかかわってくるのである。

その点を実証的に年代記的に展開していくためには、膨大な作業が必要になるだろう。ここでは仮説的作業として、要約的に要点を提示しておくこと

(13) 主流派の理論において、おそらく最も問題だとみられるのは、為替相場の位置づけがあいまいな点であろう。それは、日本のような継続的な資本収支の赤字国では、理論上（とくにマンデル・フレミング・モデルのオープン・マクロへの適用）は若干の円安とならざるをえないとみているところに現れている。注8の関連文献を参照のこと。この考え方では、現実の円高とのギャップを説明することができず、ただやがては長期的な均衡為替相場へと落ち着いていく、としかいえないのである。

(14) 最近の文献では、以下のものがある。小峰隆夫『国際金融』1996. 9. 1. 号、牛窪恭彦「最近の為替相場動向について」『IBJ』1996. 3. 65ページ（上記データ）。

にしたい。

為替相場の変動に焦点をあてて、「国際不調整」にかかわる論点を示すと、一方における経常収支の不均衡と、他方における資本収支の不均衡とが中心的な位置を占める。

まず経常収支の不均衡から議論をはじめると、日本の黒字拡大とアメリカの赤字拡大とが、本来それ自体は為替相場に直接的な影響をもたらすわけではないが、なんらかの理由から円高・ドル安を促進する要因となることである。経常不均衡が大幅になっても、1980年代前半期のアメリカがそうであったように、大幅赤字を相殺して余りある資本収支の黒字が生じるときには、むしろ対外赤字下のドル高が生じる（日本の場合は、逆に対外経常黒字下の円安となる。本来のミサアラインメント問題）。しかし1990年代では状況は根本的に変化している。「なんらかの理由」について、1990年代の新たな理由とは持続的な国際不均衡の結果として増大したストック（国際投資ポジション）の不均衡のことである（第1節参照）。巨大なアメリカの対外純債務のもとで経常赤字が拡大した1993年以降の事態は、対米投資のリスク・プレミアムを高めることとなった。しかしアメリカの金利は上昇するどころか、成長回復と維持を目指すクリントン＝グリーンズパン政策によって、むしろ引下げ（抑制）を主眼とされてきたのである⁽¹⁵⁾。その結果、高まったリスク・プレミアムに対して、それを補償する利回りが確保できないために、対米投資やファイナンスが不十分にとどまることとなる。（実際には、資本逃避やその他の資本流入によって対米ファイナンスはほぼ達成されており、若干のドル安にとどまった。）

対米投資に関するリスク・プレミアムの上昇を最も敏感に受け止めたのが

(15) 公定歩合は、1992年7月以来3%という低位に据えおかれ94年4月まで維持された。また長期国債（30年物）の利回りは、1993年は平年6.60%とフロート移行以来の最低水準にまで下がるほどの政策環境が用意された。KHT, 1996.

日本の機関投資家であった。日本側では、経常黒字の拡大に対して資本収支の赤字が不十分になっていった。円高ドル安の条件がこうして用意された⁽¹⁶⁾。(ただしアメリカ側からすれば、ドルの実効為替相場では、対日貿易比率が10%程度と低いために、日本からみた大幅で行き過ぎた円高ドル安もアメリカではそれほどのドル安とはみられなかった。)第1節でみたように、日本の対外債権が巨大化しており、1980年代後半期以降の大幅円高とその持続のために、ドル建て債権をもつ機関投資家は、巨大な資産価値の目減りを被っていた。バブルの崩壊で「含み資産」を急激に減らしていた諸機関にとっては、もはや新たなリスクを犯してまで対米投資を続行したり再開したりする余裕はなくなっていた。

以上が「国際不調整」下において強まる日米間の対外ポジション不均衡のなかで生じた為替相場変動の具体的な基本的メカニズムであった。それでは、リスク・プレミアムを高めた政策と市場に関する「構図」はどうかであったのか。その点を以下にまとめておこう。

(2) 為替相場変動とマクロ不安定問題

為替相場変動の影響は、短期的にはミクロ面の、とくに輸出に大きく現われる。それを今回の円高のケースとして簡単にまとめておくと、輸出採算の悪化と(超円高下では)従来型のコスト・価格面と非価格面での対応の困難化とが議論の出発点になる。輸出企業は、一方で海外進出(直接投資など)をはかり、他方で国内の生産体制の見直し(いわゆるリストラと最悪の場合は雇用調整も)を行ってきた。輸出企業のおかれた苦境は、輸入関連企業と国内企業の多くが規制下のもとで非効率・低生産性を温存し、高コスト・高価格要因の温床になっている状況をクローズアップした⁽¹⁷⁾。「改革」が多方

(16) こうした分野について、最近の代表的な研究の一例としては、中尾茂夫『円とドルの存亡』三田出版、1996、がある。

面から叫ばれるようになった。しかし「1955年体制」のもとで長期に確立された強固な制度は、一党長期政権の崩壊をもってしても、一朝一夕には改まりそうにはなく、むしろ中長期に及びそうな政治・行政的混迷の元凶となっている。

円高の進展下における輸出企業の強対応と輸入関連企業・国内企業の不・弱対応との対照的な動向は、一方での超円高（内外価格差の巨大化）と他方でのグローバルな大競争化に伴う「価格破壊」といった（従来と異なる）変化をもたらすなかで、日本経済のマクロ状況を低迷させる基本的要因であるとみられる。それでは、以上の点を踏まえてマクロ面に焦点をあてた場合、為替相場変動（円高）の影響はどのようになるのだろうか。以下では、マクロ・バランスを念頭におきながら問題点を指摘しておこう。

なによりもまず、輸出を中心とした外需に注目する必要がある。円高による外需への縮小圧力は、Jカーブ作用問題を別とすると、それを相殺するだけの内需の増加がなければ、成長率の低下は不可避となる。従来は、輸出企業がしばらくの間円高に耐えながら「対応」をはかっていたら、円安への反転や、反転が不十分でも新たな対応下で可能となった新たな採算レートまでの円の反落やで、多くの輸出企業は相応の切り抜けができた、したがって外需の落ち込みも相対的に軽微で済んだけれども、今回の円高では、もはやそうした「対応」では間に合わなくなった。前回の円高期（1980年代後半）では、この問題をバブル的民間内需拡大で乗り切ったかのようであったが、実際には大きな弊害を伴うものであった⁽¹⁸⁾。それに対して、今回の円高期（1993～95. 8.）は、外需の縮小圧力に代わる民間内需拡大の要素はきわめて乏しい状況にあった。その理由は主として日本経済の成熟化に求められる

(17) 両者の差異は、いわゆる内外価格差の問題として論じられている。

(18) 拙論「国際金融・経済の変化とバブル問題——1980年代の日本を中心として——」『岡山大学経済学会雑誌』第25巻第3号，1994. 1. 参照。

ようだが、ここでは取り上げない。確認しておくべき重要な論点は、日本経済が外需主導型から内需主導型へと成長の軸足を転換するという、「前川リポート」以来、もっといえば1970年代初頭の第1次円高以来の課題をいつまでたっても果たしえないことであった。

それはなぜか。2次にわたる石油危機の発生など、外的な要因も大きかったが、国内の「1955年体制」にかかわる制度的要因も非常に重要であったといえよう。しかしこれについてもここでは立ち入らない。4次にわたって四半世紀もの間大きく繰り返した円高のもとで、いまだにその処方箋を描けないうちの状況を、マクロ・バランスの構造から捉えることが一つの意味をもつのであって、その点でも最初の問題提起が重要となるのである。

従来日本経済にみられたマクロ面での基本的特徴は、外需の拡大が設備投資を中心とした内需の拡大をもたらし、次いでこれによる新たな供給能力の拡大がつぎの外需拡大を創出していく、といったサイクルが持続した点にある。第4回目の円高（超円高）がそのサイクルを最終的に打ち砕いたといつてよい。そうだとすれば、公的需要の拡大と超低金利による内需の刺激によるマクロ・バランスの下支えとそれによる成長率マイナス化の回避という今日の構造は、生半可な（理論倒れの）議論を許さないものであるとみななければならない。民間内需の自律的な拡大をどのようにして持続させるか。その条件はなにかが問われているのである。

4 「国際不調整」の構図（1993～1995. 7. と1995. 8. 以降）

以上の点を確認するために、「国際不調整」の現実を2期に分けてまとめておこう。第1期は1993年から1995年7月まで、第2期は1995年8月以降である。

(1) 第1期の構図(1993年から1995年7月まで)

① クリントン政権登場期におけるUSの内外バランス状況

国内面では、1992年までダブル・ディップ・リセッション(2段階不況)といわれる低迷があった。高水準の財政赤字と増大する政府債務のもとでは、財政政策による総需要の刺激は非常に困難であった。経済優先と結果重視(数値目標)を掲げたクリントン政権が政策的に対応しうる選択肢は、それほど余地を残してはいなかった。そうした制約条件下でおのずから浮かび上がる方策は、一つは金利を低位に維持して民間の需要(個人消費や企業投資)の増加をはかることであり、もう一つは為替相場(ドルの対外価値)を低めにして外需(輸出量)の増加を目指すことである。実際にクリントン政権が追求した政策は、これら二つの政策が中心であったと考えられる⁽¹⁹⁾。

しかしながら、注意すべきことは、高水準の財政赤字によるマクロ・バランス上の問題が基底として持続していたことである。クリントン政権は、その問題に対して財政赤字の削減のために積極的に立ち向かう姿勢を示していた。現実はいずれも円滑には進まなかったのではあるが、赤字の絶対額はともかくとして、そのGDPに対する比率は1%台にまで低下し、1990年代半ばの今日においてG7諸国中、最低の赤字比率国となっている。にもかかわらず、個人部門の低貯蓄と政府部門の高赤字とのために、低金利による成長回復は海外からの対米ファイナンスへの依存とそれに見合う対外経常赤字の増加とを避け難くする、という1980年代以来の難題をひきずっていることに留意しておく必要がある。そうして、この点が「国際不調整」に関するア

(19) 1990年代におけるアメリカの政策問題、とくにクリントン政権の政策問題につながる議論の代表的とみられるものの一例として、つぎの二つをあげておこう。Paul R. Krugman, *The Age of Diminished Expectations: US Economic Policy in the 1990s*, 1990. Rudiger Dornbusch, "The Dollar and the Adjustment Options", Frank J. Macchiarola ed., *International Trade—The Changing Role of the US*. *The Academy of Political Science*, Vol. 37, No. 4. 1989.

メロカ側からの問題となっていたのである。

② 同時期における日本の内外バランス状況

日本では、クリントン政権の登場期はバブルの崩壊過程と政治の混迷（宮沢政権末期）への入口にあった。円高と不況についてはすでにみた。マクロ・バランスでは、個人部門の大幅な貯蓄超過に対して、企業部門の投資不足が顕著となり、バランスの維持のためには政府部門の赤字拡大が対外部門の投資超過（経常黒字）の増加かに頼らざるをえない状況におかれていた。従来では、こうしたケースでは対外部門の変化（外需拡大）によって切り抜けることが一般的であったが、1990年代の日本経済ではそれがきわめて困難になったとみななければならない⁽²⁰⁾。グローバルな環境変化がその基本的要因であるが、しかし急テンポで進んだ円高の結果もあって、GDP でみても（一人当たり GDP ではなおさらのこと＝95年ドル表示で米国の1.47倍）その他の指標でみても日本経済の国際的地位が非常に大きくなったことが、外需依存型の経済拡大を難しくしたのである。（この場合、今日でもなおも外需拡大が、ある意味では必要であるのだが、それを国際的な観点から受け入れ可能とするためには、日本がそれだけ透明性のあるシステムとなり、内外価格差が目立って縮小することが条件となるだろう。）

それだけではない。重要なことは、不況下において、高水準にまで再拡大した対外経常黒字の縮小を迫られていること（＝「国際不調整」問題の顕現化）、その結果として異常な円高に追い込まれていることである。宮沢政権末期に合意された日米間の包括経済協議機関の設置は、日本経済にとっての

(20) このことに関連して、1980年代後半期以降における日本の対外依存度の10%未満への低下から日本経済に占める対外部門の位置を低く評価する議論が目立ちはじめたが、この見方には大きな疑問がある。主要輸出企業の輸出比率でみると、次第に引き下げている企業もあるが、50%を超える企業もとくに先端分野ほど多くあり、超円高によるこうした優良企業の苦境を通じたマクロ投資・成長・雇用などへの一連の影響は相当地に大きいとみる方がより妥当であると思われる。

この点の重要性を浮き彫りにした。それゆえに、それが数値目標という毒薬を含んでいたという点もあるにせよ、日本は対米姿勢を強硬にし、機関の設置に対しても協議の内容においても「ノー」の立場を表明する態勢を一時は示したのであろう。外需の縮小問題にかかわる日米間における一連の協議は、自動車・同部品などの個別的協議の問題と円ドル相場についての為替の問題とを同時並行的なかたちでクローズアップした。

こうした状況下では、マクロ・バランスの維持のためには、公共投資に依存するか、低金利政策に依存するか、あるいはその両方に頼るかするしかなかったのである。一般的評価では、1993年以降の政府の政策も金融政策も、ともに「小さ過ぎ」て「遅すぎ」たとされてきたのであった。1995年4月の超円高は、この面での大規模対応を不可避にするだけでなく、かねてから不十分視や疑問視されてきた日本の「通貨政策」にまでさらに積極的な対応を余儀なくしたのである⁽²¹⁾。これらの点については、第2期の構図のなかで取り上げることにしよう。

ここで指摘しておくべきことは、大幅な供給余力を抱えた日本経済が過去のような外需拡大にもはや頼れなくなったこと、またその傾向が出始めると円高が急速に進んで輸出が困難になったことであり、また1995年までの4年間に相当程度の財政金融政策がとられたにもかかわらず、個人消費や企業投資などの民間需要の増加を十分には誘発しなかったことである。その結果として経済の回復が覚束無い状況が繰り返され、実際に回復局面が現われそうになると新たな円高に直面して「期待成長率」の押し下げを伴う現実の成長率の0%近傍への低迷をもたらしたのである。これが「国際不調整」に関する日本側の問題となっていたものである。

(21) この問題については、拙論「「通貨問題」の重層化と日本の政策課題——「通貨政策」(とくに対外面)の構築に向けて——」『岡山大学経済学会雑誌』第27巻第3号、1995.12、を参照のこと。

以上について産業部門別で検討しておくべき論点があるけれども、ここでは立ち入らないでおく。

(2) 第2期の構図(1995. 8. ～)

「国際不調整」のもとで超円高が生じたことは、新たな問題を提起することになった。それは、超円高の結果として、日本経済のマクロ成長の回復が挫折して、国際間の調整面でもファイナンス面でもマイナスの影響が広がる懸念が強まったことである。折りからの不良債権の深刻化とそれによる日本の金融システムの不安定化が、この懸念を増幅していた。この点では、日本の内外で、1995年4月にかけて急速に進んだ超円高状況を是正する必要性が強く認識され、そのための方策がその頃からG7等を通じて模索されるようになったのは当然のことであった。上記の懸念問題とは別に、超円高の是正を現実的に可能にした、為替相場修正に関するアメリカ側と日本側の双方における条件や事情について以下に整理しておこう。

① クリントン政権の政策シフト

アメリカ側ではマクロ経済の自律的成長が持続していた。その主因としては、さしあたりミクロ面では企業のリストラと情報通信の技術革新を中心とした新投資の増大を、マクロ面では低金利政策の維持と利子弾力的な個人消費や企業投資の増加を指摘しておくことにとどめる。不況下では外需型成長への依存を強めざるをえないアメリカ経済も、民間内需の拡大を中心とした成長が持続するようになると、高水準の外需との併存は、景気の過熱とインフレ再燃をもたらしかねない。失業率の低下(96年9月5.2%)のもとで賃金コストの上昇圧力が次第に強まるなかで「インフレなき持続的成長」を維持するためには、ドル高(ドル相場の上昇)への政策転換が望ましい環境条件となる。クリントン大統領は、すでに1994年6月にドル高の要望を表明していたのである⁽²²⁾。1995年から96年にかけてアメリカの通貨当局者は、繰り返しドル高を容認、または歓迎する発言を行ってきたのは、アメリカのマクロ

成長率が潜在成長率に見合う程度となり、失業率が急速に低下してきたことと一致している。株式市場と債券市場の動向もまた、それを裏付ける好調さを示してきた。金利は、引上げが何度もうわさになるほどであり、低金利を余儀なくされている日本との金利差を拡大気味にしているのである。

② 日本側の政策対応

日本側では、超円高化という非常事態に対して、緊急の対策を相次いで打ち出した。対策には、通常の財政・金融政策や為替政策に加えて、制度の変更も入るが、後者の為替政策については1995年8月の為替・通貨対策とその後の制度改正案にまで待たざるをえなかった⁽²³⁾。前者を含む緊急円高・経済対策を4月に実施したのに追加して、9月に最大規模の補正による大幅な財政支出の追加（14兆2,200億円）と公定歩合の引下げ（1%から0.5%へ）を行った。為替政策については、4月のG7（主要先進7カ国蔵相・中央銀行総裁会議）ワシントン共同声明以降、少しずつ協調介入が試みられ、円相場の天井圏から抜け出す（緩やかに低下しはじめる）頃合を見計らって7月頃から相当思い切った介入が実施された⁽²⁴⁾。

同時に、1994年から少し減り始めていた日本の巨大な経常黒字も、アジア諸国等からの製品輸入の急増もあって、1995年後半からは持続的な減少過程をたどることが確認されるようになった。1980年代後半期のようなバブル期の輸入拡大とは異なって、不況期の製品輸入の増加であることに注意する必要がある。そこに超低金利の日本とアメリカやオーストラリアなどの相対的高金利との差異の拡大と期待の変化とが加わって資本収支の赤字が増加したのである。リスク・プレミアムはフロー面で低下したものとみられる。

(22) この点を強調した議論としては、リチャード・クー『投機の円安 実需の円高』東洋経済、1996、がある。第1章参照。

(23) 財政政策と金融政策については、『日本銀行月報』1995. 11.（75—83ページ）を、為替・通貨対策については、同『月報』1995. 10.（75—76ページ）を参照。

(24) 介入政策については、『国際金融』の各号（とくに1995. 8. 1.以降）を参照。

円高の行き過ぎのもとで、経常黒字が減少し、資本赤字が拡大した結果、円相場は次第に下落することとなった。1ドル=80円台から反転したあと8月中にはほぼ90円台を通過して、9月半ばには100円程度となり、1995年の年末にはニューヨーク市場の終値で103円台にまで下落した。日本の通貨当局首脳は、いっそうの円安を唱えて一段の押し下げ介入まで行った。

ファンダメンタルズの変化（経常黒字の減少と内外金利差拡大による資本赤字の拡大）と政策当局者の介入意思およびそれに伴う市場の期待変化とがその後も持続した結果、1996年に入っても緩やかな円安が進み、9月末時点では1ドル=111円台にまで下落した。こうして現実の為替相場は、再び輸出物価ベースの購買力平価水準よりも下回るまで落ちてきてきたのである。それによって、日本のマクロ経済状況は、1995年9月以降、愁眉を開く段階を迎えることとなった。しかし未曾有の対策を打ったにもかかわらず、総需要のうち民間部門（消費と投資）の増加はいぜんとしてはかばかしくなく、ようやく1～2%台の成長率を保持する程度にとどまっていることを没却するべきではない。マクロ経済の底離れを確かなものとするためには、「期待」の変化を可能にする条件の整備が必要である。

5 結びにかえて

「国際不調整」による超円高問題と低成長の長期化問題は、日米のファンダメンタルズの変化と1995年4月から9月までの諸対策の成功によって、円安への反転と景気腰折れ懸念の回避へと転じることで、ひとまずはさらなる長期の深刻化を免れるに至った。それでは「国際不調整」は解消過程にあるのだろうか。国際間（日米間）の不均衡でいえば、日本の経常黒字の減少過程はある程度まで進捗したけれども（93年14.6兆円→96年前半＝年率7.2兆円）、アメリカの経常赤字は高水準（1,500億ドル台）を維持したままである。中国やアジア諸国に対するアメリカの経常赤字の増加がこのちがいを説

明する要因であるが、しかし日本の経常黒字の減少過程が今後も同様に進むかどうかは明らかではない。110円台の円安ともなると、再び輸入の伸び悩みと輸出の増加になる可能性があるという見方も成り立つ。また当面は、アメリカ経済の「完全雇用成長」の継続下において（アメリカ視点からみれば）しあたりの「国際不調整」問題の解消、しばらくは円安・ドル高（全面高）が続くことであろう。それが日本経済にとって長期的構造的な居心地のよいマクロ・バランスであり、理論の想定に合致するものであるといえるのかもしれない。しかしたとえそうであるとしても、超円高を経た今日では、このバランスは新たな論点を踏まえたものでなければならぬだろう。それはなにか。

一言でいえば、このいわば外需にも依存する形の成長の確保は、従来のような「日本型システム」のもとでは、その持続が困難であろう、ということである。日本の内外の制度・政策が透明化し公正化していくことが、目にみえて確認できるものでなければ、日米を中心とする国際間の不均衡は再び「問題となる不均衡」に、したがって「国際不調整」の性格を強めることになるだろう。大統領選挙後に予想されるアメリカの新たな景気反転は、改めて第2期クリントン政権の対外政策の発動につながる恐れがあるとみておかなければならない。一部に、今回の円高修正の過程は、東の間の「猶予期間」であって、いまのうちに「改革」を実のあるものにするのでなければ、最後のチャンスをも見逃すことになるだろう、とする議論が行われるのは、このような背景のもとでみるならば、容易に首肯しうるものとなる。しかしながら、日本の現状は、たとえば内容の修正さえまともにできない予算のあり方ひとつをとっても、この重要な機会を空費しているというしかない。それはなぜかが問われ続けなければならない。

International Mal-adjustments and Japan's Protracted Lower Growth in 1990 s

Kazuhiro Tatebe

After temporally large decreasing in the early '90 s, current account imbalances abruptly had increased again above a hundred billion US dollars (yearly base) from 1993 to 1995 both in Japan (surpluses) and the United States (deficits). There have been some controversies over the cases of those imbalances among academic circles and some economists in economic think-tanks.

One of the controversies is about a theoretical macro-balance. Those concerning long-term equilibrium approach emphasise structural factors on domestic gap between saving and investment balance of both the United States and Japan. On the contrary, those concerning short-term balance approach claim that external imbalances have been affected by short-term fluctuating factors, especially by the differential of both countries' economic growth.

In line with the latter approach, this paper introduces a new concept of 'international mal-adjustments' on explaining about the problem of such external imbalances. From the viewpoint of a realistic approach, intractable large-scale current account imbalances (more than two percentages of GDP) of both Japan and the United States in recent years had been complained and claimed to be corrected by some important policy changes of both countries under the leadership of Clinton administration since its inauguration in 1993.

International mal-adjustments has been bringing big monetary and economic problems, in particular to Japanese economy. This paper depicts such problems as yen's super appreciation and Japan's protracted zero or one percent economic growth in recent years.