

# 「ドル危機」の基本性格とアメリカ為替政策の展開

——景気循環の視点から——

飯 島 寛 之

はじめに

- 1 1960年代のドル危機
- 2 1970～90年代半ばの「ドル危機」のパターン
  - 1) 1970年代後半
  - 2) 1980年代後半
  - 3) 1990年代半
- 3 「ニューエコノミー」の終焉と「ドル危機」パターンの変化
  - 1) 「ニューエコノミー」の終焉と「ドル危機」パターンの変化
  - 2) ブッシュ政権の為替政策

おわりに

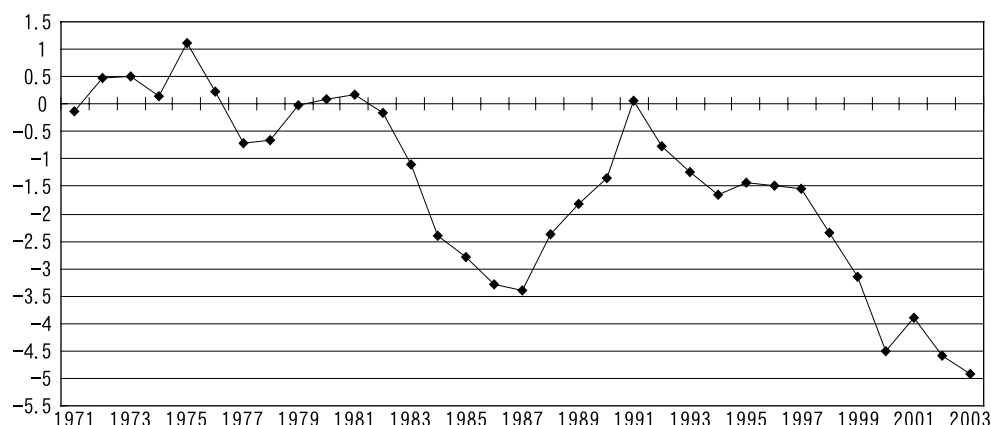
はじめに

拡大するアメリカの経常収支赤字，そしてそれがひき起こすドル急落への懸念がアメリカのみならず，日本でも急速に広まっている。例えば IMF [2001] は，2000年の経常収支赤字が対 GDP 比で4.5%となったこと（図1）を指摘し，経常収支赤字の持続可能性への懸念とドル急落リスクを論じている<sup>1)</sup>。もちろん，経常収支赤字が大きいことそれ自体が即，通貨の下落を引き起こすわけではない。しかし，巨大化する経常収支赤字が未曾有の対外純債務残高を累増させる今日のアメリカの姿は，対外負債の返済に対する不安を強めるとともに資本流入に支

---

1) もっともすでに前年には BIS [2000] や IMF [2000] によって経常収支赤字の維持可能性についての言及が行われている。また，Mann [1999]，Holman [2001] や小川英治・工藤健 [2004] が経常収支赤字をファイナンスするための資本流入という視点から，これらの問題について研究を行っている。なお，経常収支赤字の対 GDP 比水準に関しては，Freund [2000] が1980～97年の期間，先進25カ国の事例研究を行なった結果，経常収支赤字が対 GDP 比で5%を超えると，通貨の下落および所得の伸びの鈍化が起こるとの結論を述べている。同様に，前掲 Mann は，1980～90年代における先進10カ国，17の事例をもとに，その水準を4.2%と結論している。事例対象となった諸国と国際通貨ドルを国民通貨とするアメリカとを一概に比較することはできないが，実際にアメリカの経常収支赤字の対 GDP 比が5%に近づくにつれ，前財務長官であった Summers [2004] やFRB 議長のグリーンズパンも折に触れてこの問題についての言及を重ねている。

図1 米国の経常収支 (対 GDP 比, %)



出所) Bureau of Economic Analysis, *Survey of Current Business* 各号より作成

障をきたし、ドルの信認低下へと結びつく可能性を有しているのである<sup>2)</sup>。

国際通貨であるドルの危機は通貨危機一般としてではなく、アメリカとドルとが世界経済、国際通貨関係に果たす役割ゆえに特殊な規定を与えられ、1960年代以降多くの先行研究が積み重ねられてきた。そして今日、ドルの危機に関する諸研究は、注1でも紹介したように1980年代以降の金融自由化の下で飛躍的に拡大した国際資本移動の観点からの問題提起とその解明に力が注がれている。本稿でも論じるように、巨額の資本移動の問題を抜きにドルの危機を論じることはいかなる場合でもできない。なぜなら、1983年以降定着したアメリカの経常収支赤字とそれをファイナンスするための対米投資は、巨額の資本移動を前提として成立していることは誰の目にも明らかであるからである。

しかし、こうした研究動向のなかにあって本稿は、1971年の金ドル交換停止以降の「ドル危機」を景気循環とのかかわりから検討しようと試みるものである。というのは、それ以前の国際通貨関係の下で生じた通貨危機は明確に景気循環とのかかわりをもって生じていたからである。たとえば兌換制下にあってはアメリカやそれ以外の諸国、もちろん国際通貨国であったイギリスを問わず「国際収支赤字 金輸出点へ当該国為替相場下落 金準備の減少」という形で景気循環にともなう周期的な金の流出入があったが、金輸出の禁止というかたちで各国が兌換を停止せざるをえないという危機的状況に追いこまれたのはまさに恐慌の局面（本位下恐慌）に他ならなかった。また、その後の旧 IMF 体制下においては、アメリカ以外の諸国では景気の拡大とそれにとりもなう貿易収支・経常収支の悪化が自国相場に下方圧力を加え<sup>3)</sup>、平価

2) 1986年にはじめて赤字へと転じた時の対外累積債務は約36億ドルであった。ところが、2003年の対外累積債務は約2,430億ドルに達する (*Federal Reserve Bulletin*, December, 2004.)。

3) 旧 IMF 体制下ではもちろん、金とリンクしたドルに対する固定相場制 (IMF 平価) がとられていた。誤解のないようにいっておくと、ここでの為替相場下落 (あるいは下落圧力) は、(IMF 平

維持のために行なわれる介入と、その結果であるドル準備減少の行き着く先が通貨危機として現象したのであり、危機にまで陥らずとも景気循環のなかでたびたび直面したいわゆる「国際収支の天井」は、景気拡大の制約として存在した。では、1971年以降の現代はどうか。各国で生じた通貨危機には、それぞれの特徴を見出すことができる。しかし、これらを景気循環の視点からみた時、それらはやはり景気循環の一過程において生じている。だが、金準備という制約から解き放たれて史上最大の規模で経常収支赤字を拡大し続ける今日のアメリカはどうであろうか。結論からいえば、アメリカにあっても、各国の例にもれることなく景気循環と密接な関連をもって「ドル危機」と呼びうる事態が発生しているのである。

貿易収支の赤字が定着して間もない頃からアメリカでは、しばしばその赤字解消のためにドル安政策が用いられてきたことは周知の通りである。政策としてドル安を意図している限りにおいては、ドルの対外価値水準の変更はどこまでいっても「危機」とは呼べない。本稿でいう「ドル危機」とは、政策当局の思惑を超えてドル安が進展する場合、すなわち「政策当局がこれ以上のドル安を放置できないと判断し、ドル安からの政策転換（ドル防衛）を図らざるをえない（あるいはそれにもかかわらず、なおドルの対外価値水準が下がり続ける）事態」と考える<sup>4)</sup>。すると金ドル交換が停止された1971年以降、上記のような事態は今日まで三度数えることができる。ただし、こうして時期区分してみると新しい点があるわけではない。それらは今日一般に言われるところのドルの危機の時期と照応している。とはいえ、これを景気循環との関連でみると、そこには一定のパターンをみいだすことができる。

ところが、2001年以降、アメリカの景気循環とドル相場・為替政策の展開にはそれ以前のようなパターンをみることができない。この差異はどこにあり、どうしてこの差異が生じたのであろうか。

以上のような視点と問題意識から、本稿はまず1971年の金ドル交換停止から2001年末まで、すなわちニューエコノミー終焉までを中心に「ドル危機」のパターンと景気循環のなかで「ド

---

価が変更されるような自体も考えられるのであるが）固定相場内、つまり IMF 平価の下限 1 % までの範囲の下落を指している。以下、旧 IMF 体制下で用いる「ドルの下落」も同様の意味である。

4) 次節でみるように、戦後から1960年代まで、すなわち旧 IMF 体制下において盛んに論じられたドル危機は、本稿にいうような「ドル危機」とは本質的に異なっている。それゆえ本稿の意味するドルの危機は、1960年代のドル危機と区別するためにカッコ付きの「ドル危機」と表記する。ところで1960年代のドル危機が「国際通貨危機」として特殊的性格を与えられ、それゆえに研究対象となったのは、ドルが外国通貨当局に対して一定量の金との交換性を与えられることによって国際通貨として機能しており、そのドルの危機がとりもなおさず旧 IMF 体制という戦後の国際通貨体制の崩壊の可能性を含んでいたからに他ならない。いいかえれば、旧 IMF 体制下においてドル危機が「国際通貨危機」としての特殊な意味をもったのは、金とドルとの固定関係の動揺が当時の国際通貨体制そのものの崩壊に直結するものであったからであり、この意味ではいかなる制度的基礎ももたない今日の「ノンシステム」のもとでの「ドル危機」はかつてのドル危機と性格を異にしている（小西 [1989], 278ページ）。

ル危機」が果たした役割を明らかにし、次いでいわゆる「ニューエコノミー」を経て形成された変質についての考察を行う<sup>3)</sup>。ただし、景気循環と「ドル危機」との本格的検討を行なうためには紙幅が極めて限られている。したがってまず、この広範な課題を解明するための基本的な構図を描くことを本稿の課題とするものである。

## 1 1960年代のドル危機

戦後アメリカの通貨政策には、基本的に一貫してピナイン・ネグレクトの態度をみとることができる。ピナイン・ネグレクトの含意するところは、アメリカが国際収支赤字を継続してもドル防衛を講じることなく放置し、その責任を黒字国へ転嫁することである。とはいえ、アメリカは国際収支赤字とそれゆえの為替相場への影響をまったく放置・無視してきたわけではない。ドル残高、すなわちアメリカの対外短期債務が金準備に肉薄した1960年より開始されたドル防衛政策の展開は、アイゼンハワー、ケネディ、ジョンソンを経て<sup>6)</sup>、ニクソン大統領に至るまで、ドル不安・ドル危機が起こるたびに国際収支赤字対策を施せざるをえなかったこと、すなわち、旧 IMF 体制という制度的制約上、国際収支赤字を放置することはできなかったということを示している。しかも、後に詳しくみることになるが、今日世界で唯一巨額な国際収支赤字を放置しえるように見えるアメリカにあっても、やはりその赤字を全く放置しえず、ドル防衛を施せざるをえない局面が存在する。とはいえ、1971年以降の「ドル危機」とドル防衛政策の展開は、1960年代のそれとは様相を全く異にする。そこでまず、現代の特質を明らかにするために、旧 IMF 体制下の通貨危機についてアメリカとそれ以外の国との相違を中心に検討することにしよう。

ドルを中心として作られた旧 IMF 体制下における通貨危機は、協定の定めるところによる2つの義務<sup>7)</sup>からアメリカ（ドル危機）と他諸国とでは発現形態に相違が生じる。まず、アメ

5) 本稿の作成にあたっては、小西一雄『ドル体制下の世界：現代の信用と恐慌』（桜井書店より刊行予定）の「第1章 アメリカの対外債務累積とドル体制」の草稿を参照させていただいた。

6) アイゼンハワー大統領によるドル防衛政策は1960年11月16日、「ドル節約計画」として発表された。その主たる内容は、政府ベースでのドルの流出抑制を目的とし、対外援助や軍事支出削減、パイアメリカーンの強化にあった。また、ケネディ大統領によるドル防衛政策は1963年2月6日の「国際収支と金に関する特別教書」と同年7月19日の「国際収支に関する特別教書」にもとづく対外投融資の規制のための金利平衡税導入、ローザボンド発行と柱とする国際協調の下におこなわれた。最後に、ジョンソン政権によるドル防衛であるが、これは1965年2月10日に「国際収支に関する特別教書」として多国籍企業の対外投融資の「自主」規制を軸として発表されたものの、ベトナム戦争への本格介入から国際収支がさらに悪化し、1968年1月1日には「国際収支に関する大統領声明」として対外投融資が「強制」規制へと強化されながら行われた。これら1960年代における各政権のドル防衛の詳しい内容については、佐久間〔1986〕を参照されたい。

7) いうまでもなく、この2つの義務とは、IMF 原協定の第四条を中心とする諸条項によって規定さ

リカ以外の諸国における通貨危機についてみてみよう。

ここではドル準備の減少が通貨危機の内容をなす。すなわち、アメリカ以外の諸国においては、国際収支赤字が続き、自国通貨が IMF 平価の下限にまで下落するようなことがあれば、協定の定めるところにより平価維持のための介入（自国通貨買い・ドル売り）をおこなう必要が生ずる。この過程において当該国保有のドル準備が減少し、通貨危機への道筋が形成される。それゆえアメリカ以外の諸国は必然として国際収支節度を守らざるを得なくなるのである。高度成長期の日本における「国際収支の天井」、すなわち国内景気の拡大にともなって輸入が増加することで、貿易・経常収支の悪化が続くとすれば、円に対する下落圧力が高まり、それに対処するための為替介入が必要になるということ、そして最終的には介入資金たるドル準備の量が問題になるため、必然として国際収支節度を守らざるをえなかったことはこの典型である。

他方、アメリカにあっても国際収支赤字が継続するならば、ドル相場は IMF 平価の下限まで下落する可能性をもつ。ここまではアメリカもそれ以外の諸国と同じである。しかし、アメリカの国際収支赤字が継続することは、アメリカ以外の諸国がそうであったような直接の金準備の減少を意味するのではなく、黒字国通貨当局保有のドル残高の増大を意味する。というのも、協定上アメリカはドル下落に対する介入義務を負っておらず、ドル相場が下落しても自ら市場に介入することはなく、その対策はドル相場の下落によって相場が上昇した国際収支黒字国通貨当局に転化され、肩代わりされるからである。すなわち、国際収支黒字国が自国通貨売り（ドル買い）によってドル相場を支えることになる。この結果、国際収支黒字国が保有するドル残高は増大することになる。

だからといってこれはアメリカが何らの制約も受けずに自国の為替相場を放置し、国際収支赤字を継続できたということを意味するわけではない。それはまず、黒字国が無尽蔵にドル買いを継続することができないことによる。黒字国のドル買いは、国内のマネーサプライを増加させ、インフレ要因となりえるからである。したがって、黒字国は必要以上のドルを保有するわけにはいかず、アメリカに対して金と必要保有量以上のドルとの交換を請求することになる。この請求が行なわれることによってはじめてアメリカ通貨当局は、金準備の減少という事態に直面する。アメリカ以外の諸国であればドル準備の制約として表面化する限界が、アメリカにとっては金準備の制約として露呈するのである。そしてドルと金との固定関係に対して生じた不安こそ旧 IMF 体制下のドル危機だった<sup>8)</sup>のであり、アメリカがドル防衛を必然とした理由

---

れた アメリカ以外の各国 (IMF 加盟国) による対ドル公定基準相場維持とそのための為替介入、アメリカによる 1 オンス = 35 ドルでの金ドル交換、である。両者が一体となって公的決済ルールを守る義務を果たすこと、旧 IMF 体制下の国際通貨体制の要は何よりもこの 2 つの義務にあった (小西 [1980], 210 ページ)。

8) 旧 IMF 体制の国際通貨関係と、そこで生ずるアメリカとそれ以外の諸国との対外支払手段の減少過程の把握・理解は、小西 ([2002], 181-186 ページ) に拠っている。

でもあった。こうして国際収支の節度を遵守せざるをえないという諸国に平等に課される制約が、アメリカにも貫徹することになる。

とはいえ、1960年代に採られたいずれのドル防衛政策も長期資本収支の赤字をいかに減少させるかという点に焦点があった。周知のように、1960年代の国際収支赤字の原因は貿易収支赤字にあったのではなく、長期資本収支を含むところの基礎収支赤字にあったためである。したがって1960年代のドル防衛政策とは、国際収支節度を守るためにいかに長期資本収支赤字の削減に努めるか、世界中に蓄積されたドル残高と金との交換請求をいかにして回避するか、介入資金を機動的に調達できるシステムをつくるかにあったことはいままでもない<sup>9)</sup>。この点が現代アメリカが抱える構造とは大きく異なる。

1960年代のドル危機、各国通貨危機は以上のようなプロセスを通じて生じたのであり、いずれの国も必然的に国際収支節度を遵守せざるを得なかったという平明な事実を確認した。

では、金とドルの固定関係が崩れ、その交換が停止された後に現われた新たな国際通貨関係のもとで生ずる「ドル危機」<sup>10)</sup>とはいかなる意味をもちうるのであろうか。これを明らかにすることが次節の課題である。次節はまず、金ドル交換停止がその後のドル中心の国際通貨関係に与えた意義をまとめることから始めることにする。

## 2 1970～90年代半ばの「ドル危機」のパターン

アメリカに課されていた金準備という制度的歯止め——実際にはすでに1960年代からアメリカは金準備の制約を越えて国際収支赤字を継続してきたのであるが——が外れた結果、アメリカは経常収支赤字を継続し世界にドルを供給できるようになり、したがってまさに今日アメリカには何らの制約が課されていないかのような世界をうみだした。この点に金ドル交換停止の最大の意義がある。アメリカは、こうして増大した対外債務のほとんどをドル建て債務で保有しており<sup>11)</sup>、国際収支は国際通貨であるドル建て預金残高の振替によって決済される。これはたとえば、対日貿易赤字であれば在米邦銀のドル預金の増大という形態で決済され、もし対外決済として居住者がドルを必要とする場合にあってはアメリカ通貨当局が自ら供給することができることを意味する。こうしてドルが基軸通貨として機能している限りにおいて、ドルはその「特権」ゆえに経常収支赤字を拡大させることが可能となるのである。

さらに、上記の点にかかわって第二の意義は、公的な決済のあり方について国際通貨国アメ

9) 例えばケネディ政権下におけるドル防衛政策と介入資金調達の内幕については、当局者の立場から Coombs [1977], Roosa [1968] が当時の状況を描写している。

10) 本稿とは主眼が異なるが、Pauls [1990] は、ブレトンウッズ体制下から今日までのアメリカの為替政策について包括的検討を加えている。

11) *Federal Reserve Bulletin*, October 2004. の表3.17および3.19を比較してみれば明瞭である。

リカとそれ以外の諸国との非対称性が顕著になったという点である。すでに前節でみたように、旧 IMF 体制下の国際通貨関係にあってはアメリカと他諸国との最終決済の方法、したがってまた通貨危機の現象の形態は非対称的なものであった。金ドル交換停止はこの非対称性をなくすどころか、より一層顕著なものへと深化させた。すなわち、第一の特徴で触れたようにアメリカが史上初めて「国際収支の制約をうけないかのように」振舞うことができ、自国相場をまったく市場に任せて放置することのできる唯一の国となったのとは対照的に、アメリカ以外の諸国にあって金ドル交換の停止は、経常収支赤字と自国相場の放置が可能になったことを意味するものではない。確かに、グローバリゼーションとそれに呼応する形で進展した資本移動に関する各国の規制緩和は、経常収支不均衡に対する許容範囲を大幅に拡大させた<sup>12)</sup>。しかし、1990年代の欧州通貨危機・東アジア通貨危機<sup>13)</sup>をみるまでもなく、アメリカ以外の諸国には現在なお厳然として対外支払手段としての外貨の壁が立ちただかつており、それゆえ国際収支の節度を維持しなければならないことは明らかである。つまり、アメリカ以外の諸国は対外支払手段という制約を有し、この限度を超えて経常収支赤字を継続することは今日なお不可能なのである。この相違こそが、今日のアメリカとそれ以外の諸国との非対称性と呼ぶものの中身である。

そして金ドル交換停止の第三の意義は、1980年代以降の資本移動の自由化とあいまって進展する資本移動を飛躍的に拡大させ、その「中身」と「主体」とを変化させながら資本移動の不安定さを増幅させてきたことにある。図2にみられるように、1980年代後半と1990年代後半を比較しただけでも、主要な国際資本移動のルートである日本・米国・欧州・アジア・中南米をめぐる投資収支フローは10年で数倍から数十倍に拡大している。しかも、1960～70年代の国際資本移動の主体が国債を中心とする公的資本移動や投資先に比較的安定的にとどまる直接投資であったのに対して、1980年代以降はキャピタルゲインを追い求めて先進国のみならずエマージング・マーケットに流入する株式・社債を中心とした民間資本へとシフトするなど、比重および役割が逆転した<sup>14)</sup>。

そして、以上の特徴を有する国際通貨関係のもとでドルは、単独でそれ自身が問題にされることは少なくなり、代わって諸国に頻発するようになった複合的な通貨・金融危機の中心とし

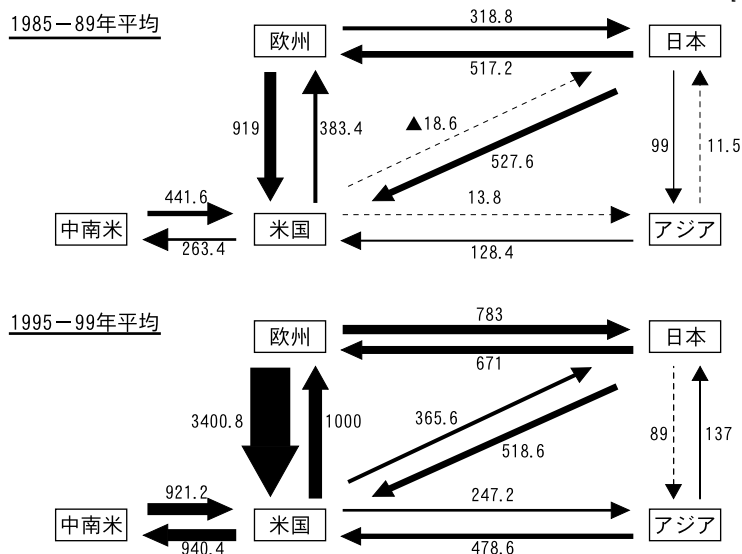
12) Obstfeld [1998] が、先進12カ国を事例に経常収支不均衡の対 GDP 比平均について研究したところによれば、1960～1973年にはその平均が1.3%であったのに対して、1974～1989年が2.2%、さらに1989～1996年の平均は2.3%であった (Table 1)。

13) 拙稿 [2003] は、1997年の東アジア通貨危機発生 の 起 点 とな っ た タ イ を 事 例 に、その問題点を成長パターンと為替制度との矛盾のゆきづまりとして検討した。

14) この点に関して山本 [2001] は、1973年以降先進諸国が変動相場制へと移行した結果生まれた「ドル本位制」を支えているのは、民間の資本移動であるが、それをカバーできない部分を通貨当局 (80年代末までは先進国、90年代以降は途上国) の国際資本移動 (公的外貨準備としてのドルの増加) であることを指摘している (35ページ)。

図2 地域別資金フロー（投資収支）

[単位：百万ドル]



- 注) 1. 流出超過は 。  
 2. 点線は100以下の資本取引。  
 3. 日米を基準とする。日本と米国との取引の場合は日本が基準。  
 4. 1985～89年についてはIMF旧統計による長期資本収支であり、1995～99年以降は投資収支を表わす。  
 5. 1985～89年についての「欧州」とはEUのことであり、1995～99年以降はEU+フィンランド+スウェーデン。  
 出所) 日本銀行 [2000], 206ページの表8-3より作成

て位置するようになったのである。

とはいえそのアメリカも、この30年間で三度の「ドル危機」を経験している。一度目は、1970年代後半のカーター政権期における変動相場制移行後初の本格的ドル防衛のときであり、二度目は、1980年代後半のレーガン政権期における「プラザ合意 ルーブル合意 ブラック・マンデー レーガンのドル防衛」に至る一連の流れであり、最後は1994-95年の「超円高・ドル安期」である。いったいこれらは本稿の課題である景気循環とのかかわりからみると、いかなる事態であったのか。次項以下、それぞれの「ドル危機」について検討を加えていくことにしよう。

### 1) 1970年代後半

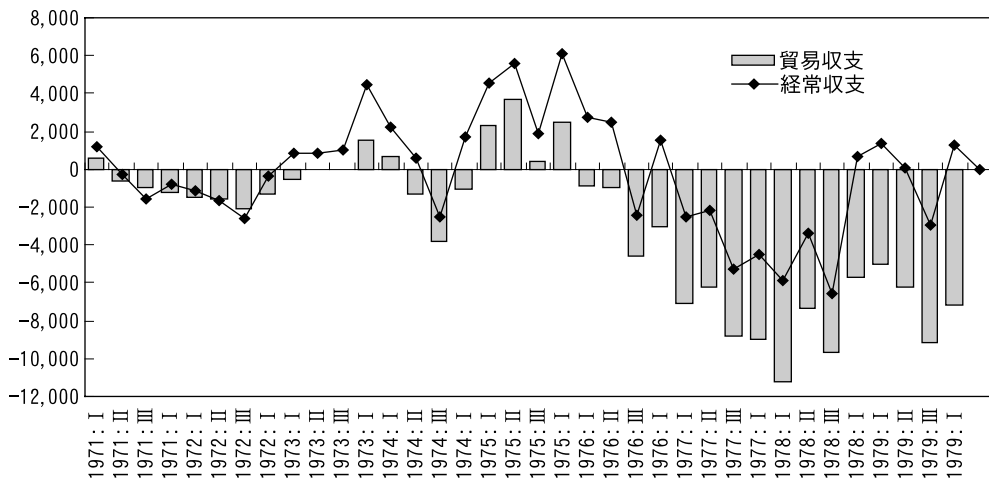
景気循環からみれば、1970年代後半のアメリカは、1960年代末のドル不安を代償とする世界的な経済拡張期の終焉である1974-75年の不況から1975年3月（第 四半期）をもって底を打ち、1980年1月（第 四半期）の頂点とする景気の拡張過程に分類される<sup>15)</sup>。図3は、1970年

15) 以下、アメリカ景気循環の谷と頂点については NBER, *Business Cycle Expansions and Contractions* による。



図3 1970年代の貿易収支・経常収支の推移

[単位: 百万ドル]

出所) Bureau of Economic Analysis, *Survey of Current Business* 各号より作成

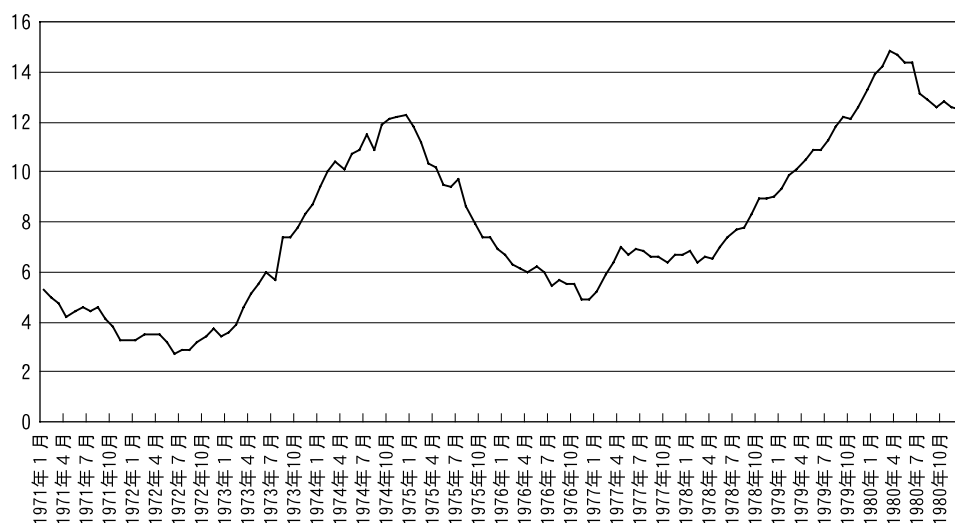
代の経常収支と貿易収支の推移を示したものである。不況にともなう輸入減少の結果として、1975年を通してアメリカの貿易収支は黒字を記録した後、景気の回復にともなう貿易収支の悪化につれて経常収支も悪化していったことがみてとれる。

こうした状況下、1977年1月に誕生したカーター政権は当初、拡大する経常収支赤字を横目に、為替政策に関してはこれまで同様ビナイン・ネグレクトの継続を選択する。ところが、1977年の経常収支が赤字へと転落することが明らかになった同年半ば以降は、貿易赤字の主要な相手国であった日本への批判と円高誘導を進め、ドル安を容認して貿易赤字を改善しようと試みるのである。事実、1977年の経常収支は前年の約43億ドルの黒字から一転して約143億ドルの赤字（貿易収支は約95億ドルの赤字から約310億ドルの赤字）へと転じる。

ここで当時のアメリカの経済状況を確認しておこう。まず図4は、対前年同月比の物価上昇率（インフレ率）を示したものである。物価上昇率は、景気の底である1975年初頭から景気回復とともに1976年末まで下落を続けた後、1977年初頭から春まで上昇した後ほぼ横ばいの時期を経て1978年から1980年にかけて一気に14～15%まで上昇している。

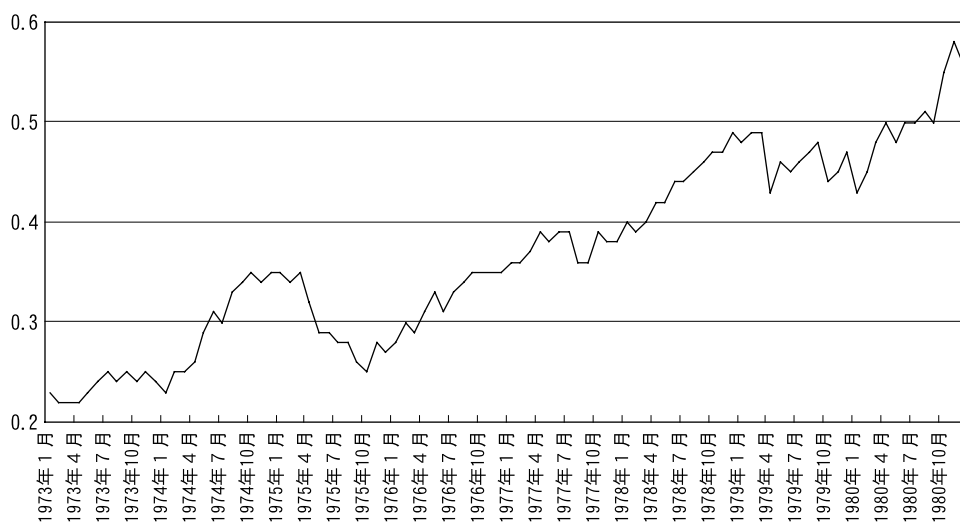
他方、図5は製造業部門の時間当たり賃金の変化率をみている（今日ではアメリカ労働省によってECI [Employment Cost Indicator] が発表されているが、ECIの報告は1982年から開始されたものであるため、1970年代の労働コストをみるにあたっては同指標を用いることにした）。こちらは景気循環に沿うように、1975年の末を底として1977年半ばから翌年にかけてと1979年にそれぞれ上昇速度を落としながら、1980年初頭に景気が過熱化するまで上昇し続けている。つまり、これらの図3～5の各指標からうかがえることは、1977年初から1978年のア

図4 70年代の物価上昇率の推移（前年同期比，％）



出所) U. S. Department of Labor, *Bureau of Labor Statistics Data* より作成

図5 製造業部門の時間当たり賃金変化率（前年同期比，％）

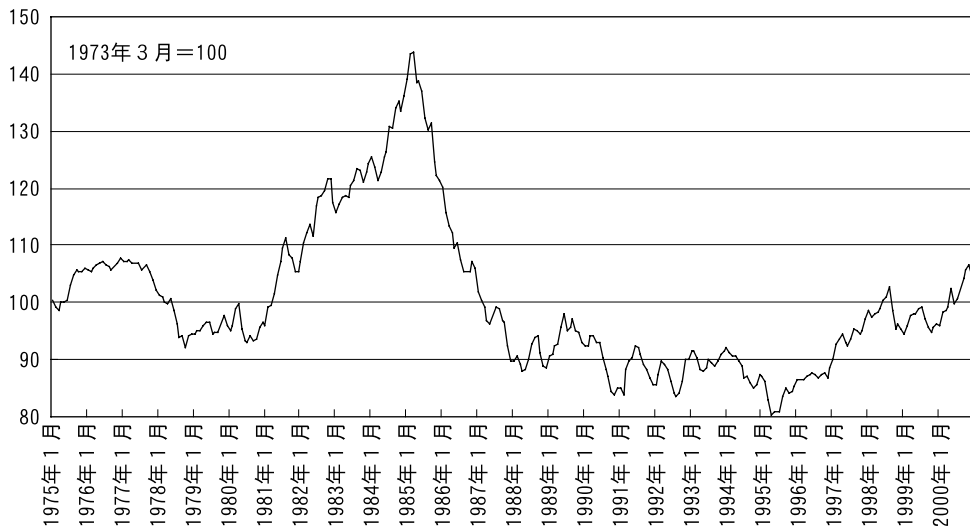


出所) U. S. Department of Labor, *Bureau of Labor Statistics Data* より作成

メリカ経済は景気の過熱期にあったということである<sup>16)</sup>。事実、ドル防衛に先立つ1977年5月にはフェデラル・ファンド・レートが底を打って上昇に転じており、1974年から低下し続けて

16) 本論で述べたように、インフレ率の上昇と労働コストの上昇は確かにあったが、当時の政府見解によれば労賃の上昇が物価上昇に与えた影響は小さかったとされる (*Economic Report of the President*, January 1979.)

図6 ドルの実質実効レート指数（対主要国通貨）



出所) The Federal Reserve Board, *Economic Research and Data* より作成

きた公定歩合も1977年10月以降段階的に引き上げられる金融引締め局面に転じている。

一方、ドルの相対的な価値は1977年後半から通貨当局の思惑を超える速度で減価し始め、実質実効レートは1977年の10月からドル防衛政策発表前の翌年10月までの1年間で約19%下落した（図6）。ところが、拡大の限度を知らない経常収支赤字と、それとは逆に下落の下限を知らないドル相場の同時進行にインフレ率と金利の上昇が相まり、まさに「ドル危機」の様相が強まるに至り、11月1日、カーター大統領は特別声明を発表し大規模なドル防衛策<sup>17)</sup>、つまり日本・ドイツ・スイスと共同した徹底的な市場介入と、包括的国際・国内金融政策を採ることが表明されたのである。

カーター大統領による一連のドル防衛政策は、アメリカによる金ドル交換停止以降初めての大规模な外国為替市場への直接介入（およびそのための資金調達）の実施という点に、そして何よりも変動相場制下でのアメリカ経常収支赤字の拡大に対するひとつの限界を示した点に最大の意義を見出すことができる。すなわちこれは、国際通貨国アメリカといえども「国際収支の制約をまったく受けない」わけにはいかないことを自身の為替市場への積極的介入によって明らかとしたことに他ならず、経常収支の悪化とインフレ高進を目の前にしてドル安を放置できず、政策転換を図らざるをえないという事態を明白としたのである。

ところで、この一連の流れにおいて注目されるべき点が二点ある。第一に、1978年11月のドル防衛政策の発表と実施が直接に景気後退をもたらすものではなく、すでに述べたように景気

17) この内容については、*Federal Reserve Bulletin*, December 1978. を参照されたい。

のピークは約1年後の1980年3月に迎えたという点である。かつての兌換下では、金の流出を止めようとする兌換の停止はそれ自体が恐慌の一局面をなしていたのであり、また旧IMF体制下にあっても通貨危機はゆきすぎた国内経済を即時的に冷やすものであった。したがって1970年代の「ドル危機」が政策転換から1年余り先まで景気が持続したことこの特徴は、金ドル交換停止以後のアメリカがフレキシブルを獲得しえたことを示すものに他ならない。そして第二に、これ以降の「ドル危機」のパターンがここにみられるという点である。1980年代、1990年代のそれとどのように一致するのかについては、この後順に見ることになるが、ここで簡潔に1970年代を事例としてこのパターンについてまとめておこう。

従来アメリカ通貨当局は、景気拡大にともなう貿易収支・経常収支赤字の拡大にドル安誘導、あるいはドル安容認をもって対抗してきた。1970年代後半の例でいえば、1977年のように経常収支が赤字へと転落するような場合、ドル安（それゆえ他国通貨高）はアメリカ製品の価格競争力を強め、赤字の解消に寄与するから好ましいことであるとの主張が行われたのである。ところが、インフレの高進、労働コストの上昇など国内景気の過熱が明らかになるとそれにブレーキをかけるためにドル安容認政策からの転換が図られることになる。1970年代後半の危機の場合、その契機はインフレの高進であった。「ドル危機」はこの政策転換の過程で生じているのである。しかも、すでに述べたようにこの政策の転換は即、景気の減退をもたらすことなく、過熱を一時的に冷やすことに寄与し、実際には再び持ち直した景気は約1年後にピークを迎えることになるのである。つまり「ドル危機」は景気過熱に対する一種のバッファーとしての役割を果たしていたわけである。

以上の一連の流れが、これ以降論じることになる「ドル危機」の基本性格に関するパターンとなる。

なお、カーター政権下におけるドル防衛政策にもうひとつの意味を付け加えるならば、ドル防衛発表後の1978年12月中旬に行なわれたOPECによる原油価格の引き上げが1979年以降の「高金利」政策へと結びついたことであろう。ボルカーFRB議長を中心とする為替レートを軽視し<sup>18)</sup>、マネタリズムに基づく通貨量の抑制、インフレ収束を目指した金利を重視する金融政策の結果は、それ以降の為替変動幅の大幅拡大とそれにともなう投機活動の活発化を促すという今日のマネーゲーム化した金融取引に関する新たな枠組みを準備することになったのである。

## 2) 1980年代後半

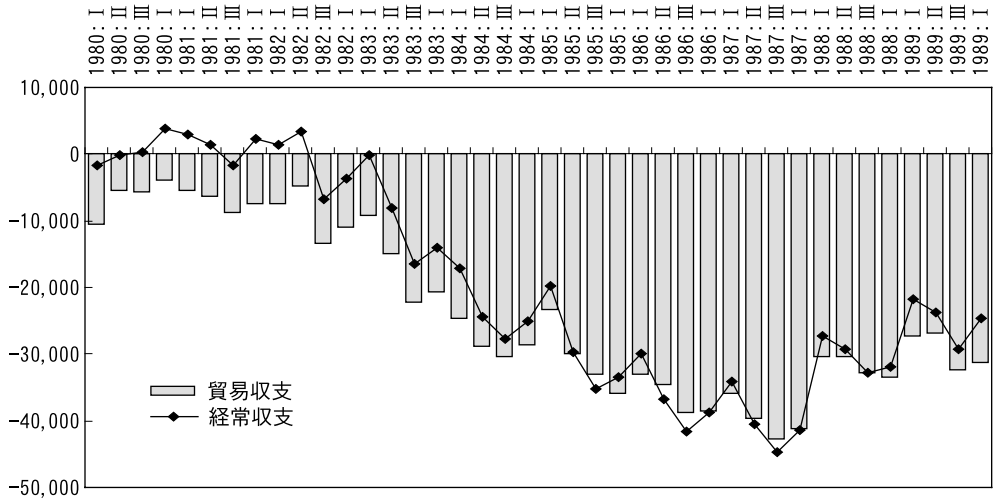
次に二度目の「ドル危機」である1988-89年の危機についても同様の視点からみることにしよう。

---

18) 政府の為替レートを軽視する政策態度について Destler and Henning [1989] (第2章) は批判的議論を展開している。

図7 80年代のアメリカ貿易収支・経常収支の推移

[単位: 百万ドル]

出所) Bureau of Economic Analysis, *Survey of Current Business* 各号より作成

レーガン政権前半である1980年代前半のドルの実質実効レートは、1985年のプラザ合意直前までドル高への一途を辿る(図6)。ドル高は1980年代、特に1983年以降、アメリカの経常収支赤字を恒常化させると同時に、1970年代のそれとはケタ外れの規模で悪化を続ける(図7)要因になった。しかし、それは同時に「強いアメリカ」の象徴でもあった。ドル高は1970年代末までに形成されたアメリカへの資金流入の形態を質的に変化させ、経常収支赤字が外国民間資本の積極的な対米投資によってファイナンスされる構造<sup>19)</sup>のもとで「強いアメリカ」を象徴するものとなったのである。1970年代と異なり、巨額の経常収支赤字が垂れ流されるにもかかわらず1980年代前半のドル相場が下落へと転じることがなかったのは、1970年代の民間によるドル売り・公約部門の国債購入によるドル買い=ドル安の下での対米資本流入という構造から、民間による積極的なドル買い=ドル高の下での対米資本流入という資本収支構造の変調があったことが可能であった。

さて、海外からの資本流入によって演出された1980年代前半のドル高ではあったが、経常収

19) 松村文武氏は、「1970年代におけるORT(公的準備取引——飯島)収支赤字の1,312億ドルの内その71%にあたる929億ドルが米国財務省証券の外国公的筋への売却によってファイナンスされていることこそが公的国際金融における新しい決済秩序」(松村[1993], 79-80ページ)であることを実証し、これを「公的体制支持金融」という端的な言葉で表現している。しかし同氏は、こうした構造が1980年代には「証券投資収支の流入超3,034億ドルの内1,107億ドル(36%)は外国民間筋のネットの米財務省証券取得額」(85-86ページ)であったことを指摘し、こちらを「私的体制支持金融」という言葉で表現している。そして、これらの変化の意味を「国際通貨ドルが外国政府の公的ドル残高ばかりでなく、外国民間筋の保有するドル資産運用にまで依存し防衛せざるをえない」(89ページ)ことの現われであると述べている。

支が悪化し、赤字額が巨額化していくなかで財界、議会、政府の貿易・外交政策担当からのドル安要請が高まっていく<sup>20)</sup>。当時のアメリカ経済は、長期的にみれば1982年11月（第 四半期）を底として1990年7月（第 四半期）の頂点に至る景気回復局面の只中にあったが、その中にあって1984-85年は成長率の鈍化に加えてのドル高、高金利局面にあった。この時期の景気の鈍化についての政府の認識は、二点に絞ることができる。第一に、インフレ懸念が収まったとはいえ依然として高金利が持続していること、すなわち、インフレ退治のために効果を発揮した高金利が、今度は景気回復の妨げとなっていた点である。第二にドル相場が高く、貿易収支・経常収支の赤字を通じてアメリカの経済的富が海外、特に主要な貿易収支赤字国である日本やドイツへ流出しているという点である。こうした事情を背景に、政策的なドル安への転換によって経常収支赤字の拡大をストップさせアメリカ経済の持続的成長を達成しようという試みがアメリカ側からみたブラザ合意<sup>21)</sup>の意図であった。したがって、アメリカにとって重要なことは、ドル安への転換に際し、ドル高によって引き付けられてきた資本の流出が起これないようにしながら、なおドル安によって再びインフレが生じることがないようにすることであり、ここに細心の注意を払わねばならなかった。だからドル高・高金利政策からの転換は各国の協調を得てドル安・低金利へと転換されねばならなかったのである。

さて、1980年代の「ドル危機」はここから始まる。収縮を見せない経常収支赤字（図7）を背景に、ドル安へと転じた後のドル相場は政府の思惑を超えて加速し、この見方に対して財務省とFRBとの対立が深まっていく。ベーカー財務長官をはじめとするアメリカ政府内や議会からは、アメリカの貿易赤字を削減できるような為替レート（ドル安）を容認・維持する必要性が訴え続けられた。他方、FRB議長のボルカーからは、ドル安の進展が輸入物価の上昇を通じて引き起こすインフレに対し警鐘がならされるとともに、ベーカー長官によるドル安を誘導するようなコメント・声明を差し控えるように要請がなされた。こうした意見対立の結果、徹底したドル安阻止がとられることはなく、そのあいだにも進展するドル安は政府が恐れていた事態を生じさせることになる。すなわち、まずボルカーの指摘どおり、国内にインフレ懸念が再燃したのである。加えて対米国債民間投資が、約204億ドルの流入超（1985年）から約38億の流入超（1986年）へ減少し、さらに約76億ドルの流出超<sup>22)</sup>（1987年）へ転じるなど、その流入の鈍化が現実のものとなった。ドルからの逃避はドル安を加速させ、ドル相場は瞬く間に下落し続けた（図6）結果、1987年1月にはアメリカ自身の為替介入が行われ、2月にはルーブル合意によって国際協調にもとづくドル安定への方向転換が図られたのである。

ところが事態はこれだけにとどまらない。再度当時のアメリカ経済状況について、ルーブル合意後を中心に見ておこう。

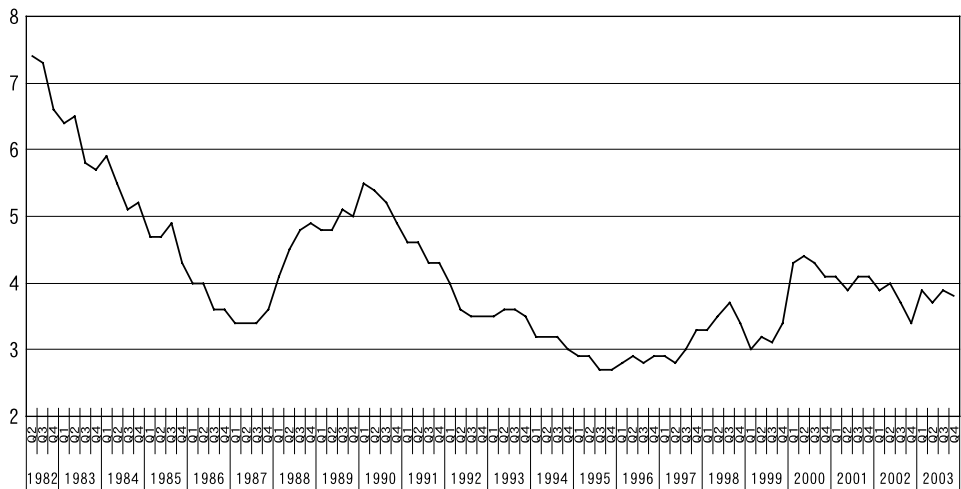
20) この過程については、Destler and Henning [1989]（第3章）が詳しい。

21) ブラザ合意の過程に関しては船橋 [1988]、Henning and Destler [1989]、近藤 [1999] が詳しい。

22) *Federal Reserve Bulletin*, July, 2004. より採録・計算。

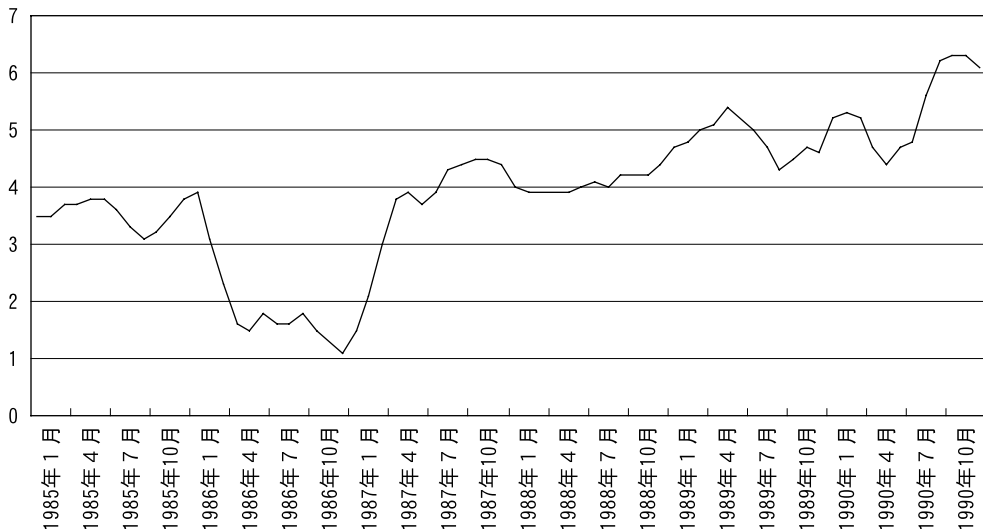
アメリカの株式市場は1982年からの持続的な上昇に転じ、1987年8月に終値としては当時史上最高の2,722ドルに達するなど活況に沸いていた。ところがその実体は、中本悟氏のいうところによれば、「旺盛な産業投資と資金需要を反映したものではなく、M&A ブーム（企業資産の持ち手の変換）による買収価格の上昇、自社株の買戻しによるもの……途上国貸付からLBO や増大する株式投資資金の供給に重点を移した商業銀行に支えられたもの」<sup>23)</sup>であったと

図8 ECI 上昇率の推移（前年同期比，％）



出所) U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics Data より作成

図9 80年代後半の物価上昇率の推移（前年同月比，％）



出所) U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics Data より作成

23) 中本 [1990], 66ページ。

いう。しかも実体経済は既述の通り、輸入拡大に支えられながらの成長拡大を続けていた。輸入主導の成長構造の下で、投資拡大によらない企業にかかる労働コストがどのように推移したかを図8から見るることができる。みられるように、ECIは1982年の報告開始以来、1987年後半までその伸び率を低下させ続けてきたのであるが、1987年後半以降のそれは上昇基調へと転じている。また、図9は物価上昇率を示している。1987年初頭から物価上昇のテンポは速まり、1988-89年を通じて4-5%前後で推移した後、1990年に再び上昇、過熱状態へと転換していった。

こうした状況下において1987年8月に退任したボルカーに代わり就任したグリーンズパンFRB議長は、9月4日に約3年半ぶりの公定歩合の引き上げを行うのであるが、その数日後には西ドイツが金融引き締めを行ったこと（米独の協調の乱れ）と10月16日のベーカー財務長官による対マルクのドル安容認発言——もちろんその背後にすでに8月には1987年の経常収支赤字が過去最大になることが明らかになることをうけたドル不安のあることを見逃すことはできない——をうけて10月19日のブラック・マンデーへと事態は推移していく。この延長上にレーガン政権のドル防衛政策の展開がある。

さて、ここまでの論述を簡単に整理しておくことにしよう。

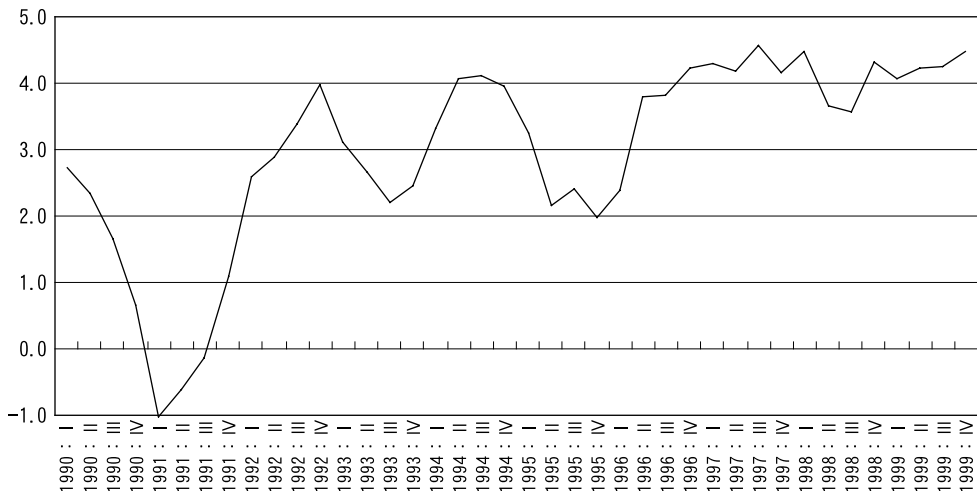
ドル高の下で持続的な高度成長を遂げていたアメリカは、それゆえに生じる経常収支赤字対策の切り札としてプラザ合意によるドル高の修正と経常収支の改善を試みる。ところがドル下落のスピードに耐えかねて、またプラザ合意によっても経常収支赤字の削減が達成されなかったことで逆にドル安を止めざるをえなくなった。国際的にはこの手段がルーブル合意であった。他方国内経済に目を移せば、物価上昇率と労働コストが上昇する景気の過熱化が明らかな状況下でFRBによる金融引き締めが行なわれた。これに追い討ちをかけたのが民間資本の流入の鈍化であり、必ずしも実体をともしない金融手法に支えられた株式相場の崩落であった。これらを踏まえた上で注目されるのは、1982年11月から始まった景気拡大がブラック・マンデーという金融市場の混乱とその後の「ドル危機」を経験したにもかかわらず、1990年7月（第4半期）の頂点まで約1年半にわたって拡大を続けたことである。1980年代の「ドル危機」はもちろん、金融的側面が強い。しかし、景気循環とのかかわりからみれば、その背後には過熱状態の経済を抑えることを目的とした政策転換の過程で生じ、しかも危機後しばらくして景気が頂点へ達するという1970年代と同じパターンが貫かれていたことが明らかとなるのである。

### 3) 1990年代半

さて、本稿にいう「ドル危機」は、1990年代に入って今一度、1994-95年にかけて生じた。周知のように、1971年以降今日まで円相場の対ドル最高値（終値）は1995年4月に記録した1ドル=79.75円であり、「緊急円高対策」が実施されたのは1994年8月であった。しかもこの時期は、経常収支赤字、とくに対日貿易赤字が急拡大したことからドル安を容認していたはず



図10 90年代米国の実質経済成長率（前年同期比，％）



出所) Bureau of Economic Analysis, Survey of Current Business 各号より作成

表 1 米国国際収支表

[単位：百万ドル]

|         | 1990    | 1991    | 1992    | 1993    | 1994    | 1995    | 1996    |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 経常収支    | 78,965  | 3,747   | 48,013  | 81,989  | 117,678 | 105,217 | 117,203 |
| 財輸出入収支  | 111,034 | 76,937  | 96,897  | 132,451 | 165,831 | 174,170 | 191,000 |
| 資本収支    | 60,337  | 46,420  | 96,253  | 81,488  | 129,933 | 86,186  | 137,173 |
| 民間資本収支  |         |         |         |         |         |         |         |
| 直接投資    | 11,311  | 14,718  | 28,443  | 32,588  | 34,046  | 40,974  | 5,383   |
| 証券投資    | 29,707  | 8,297   | 18,008  | 41,780  | 30,936  | 46,287  | 100,465 |
| 非銀行部門収支 | 17,309  | 7,982   | 13,186  | 11,255  | 35,034  | 14,351  | 32,597  |
| 銀行部門収支  | 8,550   | 3,384   | 37,391  | 55,678  | 100,138 | 44,932  | 75,077  |
| 公的部門収支  | 34,069  | 26,076  | 42,711  | 70,023  | 44,539  | 99,154  | 132,403 |
|         | 1997    | 1998    | 1999    | 2000    | 2001    | 2002    |         |
| 経常収支    | 127,684 | 204,691 | 290,846 | 411,458 | 393,745 | 480,861 |         |
| 財輸出入収支  | 198,119 | 246,696 | 346,022 | 452,423 | 427,215 | 482,872 |         |
| 資本収支    | 219,210 | 75,740  | 236,570 | 456,341 | 456,341 | 456,341 |         |
| 民間資本収支  |         |         |         |         |         |         |         |
| 直接投資    | 800     | 36,401  | 64,510  | 162,062 | 31,618  | 98,203  |         |
| 証券投資    | 172,868 | 60,692  | 138,101 | 256,461 | 314,558 | 403,510 |         |
| 非銀行部門収支 | 5,242   | 15,064  | 21,457  | 31,882  | 62,492  | 40,262  |         |
| 銀行部門収支  | 7,908   | 4,197   | 22,031  | 31,686  | 16,566  | 69,769  |         |
| 公的部門収支  | 18,094  | 27,108  | 55,040  | 36,493  | 293     | 91,147  |         |

出所) Bureau of Economic Analysis, Survey of Current Business 各号より作成

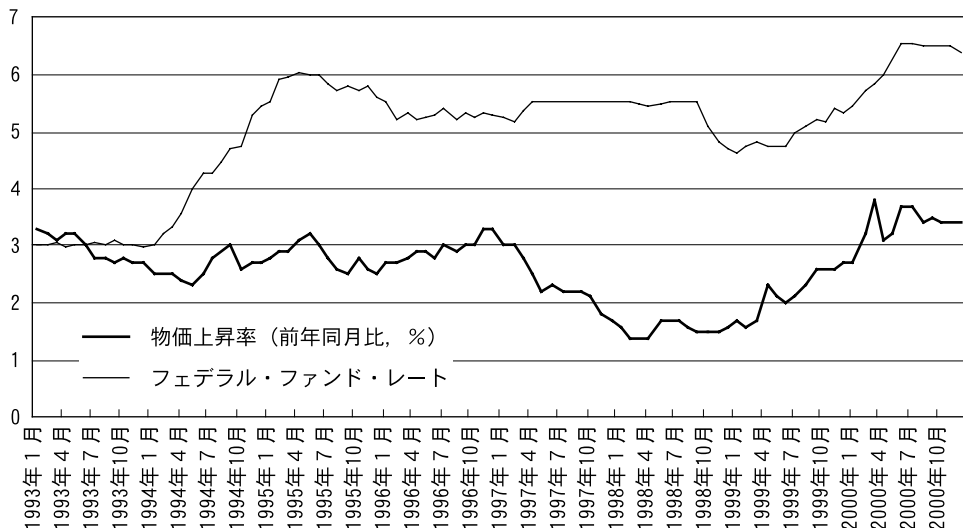
のアメリカによってさえ、同規模な為替介入が徹底して行われている。

いうまでもなく、この時期はまた、いわゆる「ニューエコノミー」として代弁される1991年3月（第 四半期）の谷から、2001年3月（第 四半期）の頂点とする循環の中盤にあたり、循環上は景気の回復期に位置するが、その中において1993年の成長率鈍化から回復・活況へと向かった景気が今一度屈折・鈍化した時期でもある（図10）。この時期についてまた少し、指標を使って確認しておくことにしよう。

1993年1月に誕生したクリントン政権は、発足当初から経済低迷と高失業率に取り組むこと、そのための対外不均衡是正を急務の課題としていた。その手段がドル安政策の選択であったし、日本を対象とした徹底的な口先介入による「超円高」の形成であった。ところが、超円高の達成にもかかわらず、1991年に一度黒字へと転じた経常収支は翌年以降再び赤字へ転じ、特に1993年からはそれまでとはスピードを変えてその規模を今日まで拡大させ続けている（表1、図1）。結局のところ第1次クリントン政権のドル安政策は経常収支赤字の削減、景気浮揚に効果を上げられないまま、1994年春先からインフレ懸念が台頭しはじめ、同時に金利上昇が危惧されるなかで修正が図られることになる。

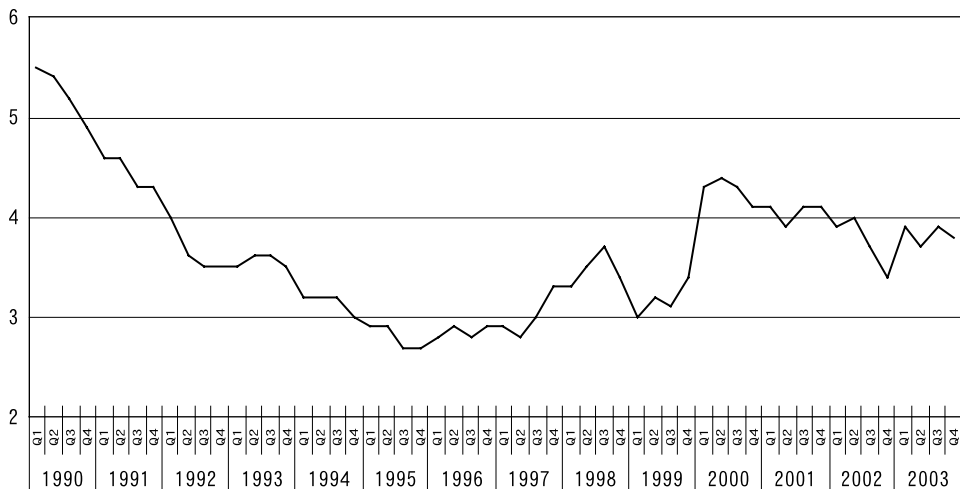
図11にみるように、確かに1994年から約1年の間にフェデラル・ファンド・レートは3%から6%へと上昇している。一方、この時期のECI上昇率は図12にみるように、1995年中盤になって上昇率の鈍化が下げ止まっているし、このときの物価上昇率は3%前後を推移するだけで、結果としてみれば過去のそれに比べて極めて軽微なものであったといわざるをえない。だ

図11 クリントン政権下の米国の物価上昇率とフェデラル・ファンド・レートの推移



出所) Bureau of Economic Analysis, *Survey of Current Business* 各号および Board of Governors of the Federal Reserve System ホームページ (<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/d/fedfund.txt>) より採録・作成

図12 90年代米国の ECI 上昇率（前年同期比，％）



出所) U.S. Department of Labor, *Bureau of Labor Statistics Data* より作成

がアメリカはインフレを未然に防ぐために金利を上昇させ、同時に通貨政策としてドル高への方向転換を図る。1995年1月、財務省によって発表された報告書ではドル高によってアメリカが魅力的な投資対象国となり、国内のインフレを低く抑えんとする利点が述べられている。

ところがこうした政策転換にもかかわらず、ドルの減価は続き、加えてメキシコの通貨危機の影響を受けてドル安が加速した（図6）ことで、協調介入を含むアメリカ自身の介入実施<sup>24)</sup>、ドル防衛へと帰結する。ただ、当該期の「危機」がこれまでのものと幾分異なる点がある。それはまず、1995年以降のアメリカ経済が急速に立ち直った点、加えてその後2001年初頭まで5年間、年平均4%を超える長期の経済成長を続けた点、そして何より1995年以後アメリカは経常収支赤字の累増にもかかわらず、「強いドル」を掲げ、ドル高を推し進めた点である。果してこれらはその後の「危機」のパターンにいかなる変化をもたらしたのであろうか。これらについて次節でみることにしよう。

24) この時期、円売りのみならずマルク売りとドル買いを同時に行なったFRBは、1994年1～12月で円売り（26億1千ドル）、マルク売り（35億ドル）、財務長官がルービンに代わった後の1995年1～9月にも円売り（約33億）、マルク売り（45億5千ドル）の介入を行なっている。なお、1995年10月以降1998年4～6月に約8億3千万ドルの円買い介入を行なうまで、米国自身による為替介入は実施されておらず、それ以降今日までアメリカによる為替介入は実施されていない（FRB of New York, *Quarterly Review*）各号より。

### 3 ニューエコノミーの終焉と「ドル危機」パターンの変化

#### 1) ニューエコノミーの終焉と「ドル危機」パターンの変化

1995年1月、ベンツェンに代わり財務長官に就任したルービンによって同年夏以降本格的に開始された「強いドル」政策にもとづくドル高政策<sup>25)</sup>の展開は、輸入価格の低下を通じてインフレを回避するとともに、アメリカを世界の投資先として魅力あるものへと変え、1990年代のアメリカを国際資金循環の中心へと振り返かせた<sup>26)</sup>。

対外不均衡解消のためのドル安政策から、ドル高政策への通貨政策の転換は、1990年代にアメリカで生じた史上最長の景気拡大を演出することになったのだが、それは同時にこれまでの「ドル危機」のパターンに質的に変化をもたらすものでもあった。その結果は、2001年にITバブルの崩壊とともに訪れた2001年初頭の景気後退期に顕著現われることになる。ここではまず、1990年代に採られたドル高政策の意義についてアメリカの対内・外経済状況と関係させながら整理しておこう。

まず第一に、先の表1にもみられるように、ドル高政策の採用以降、特に1998年以降アメリカの経常収支赤字はかつてない規模で進行するようになったが、前節においてみてきたように、かつてならば経常収支赤字、その中心である貿易収支赤字の拡大の切り札として利用されてきた「経常収支赤字対策としてのドル安」がここではまったく破棄されたことがあげられる。従来の常識では経常収支赤字を続けるアメリカがドル高政策を維持することは考えられない。ところが、ドル高政策を基礎とする1990年代の長期成長を経験したアメリカは、経常赤字を抱える成長構造を是認した。ここにまず第一の政策的な変化がある。1999年の『米国経済白書』は、

---

25) 「強いドル政策 (Strong Dollar Policy)」が何を意味するのか、それについては今日なお公式的には定義されていない。この点についてバーグステンは「強いドル政策」を批判する中で、「“強いドル”は、今日決して公的に定義されてはならず、加えてその呪文はドルが1995年に対円で80～81に程度低下したときにも、1998年に対円で145～6に上昇したときにも使用されていたのである」(Bergsten [2001a], 8ページ)と述べている。とはいえ、一般に「強いドル」とはドル高であると認識されており、本稿でも強いドル＝ドル高と捉えている。なお、ルービン登場以後の強いドル高政策をめぐるアメリカの通貨戦略については、森 [2001] (第2・4・5・9章) が詳しい。

26) こうしてアメリカは経常収支赤字をはるかに超える資本流入を引き付ける一方で、巨額の対外貸付をおこなうなど世界的な規模で「資金仲介」(IMF [1997], 3ページ)を行なっていたといわれる。アメリカを「国際金融仲介」の主演(中心)にとらえ、1990年代のアメリカをめぐる国際資金循環の姿を論じたものに奥田 [2002]、伊豆 [2001] がある。他方、アメリカは経常収支赤字以上の資金を取り入れそれを再投資するといった「受動的な」ものではなく、自国の経常収支赤字と対外投資の拡大こそが国際資本移動の起点として重要視されるべきであり、その意味でアメリカは「能動的な」性格を有するとしてアメリカの、特に金融機関による資金供給を重視して1990年代の国際資本移動を実証的に検討したものとして徳永 [2003] がある。

この点に関して大要次のようにいう。経常収支赤字の種類は国内からの購買力の流出をとめない GDP のマイナス要因となる「悪い」経常収支赤字と、投資の活況からくる強さを反映したもの、すなわち「良い」経常収支赤字とに分類される。その上で、1990年代後半のアメリカの経常収支赤字は積極的な設備投資ゆえのものであり、問題視されないことを強調している<sup>27)</sup>。同書の見解は、アメリカの国際収支赤字と為替政策の展開が新たな段階へと移行したことを端的に示しているものといえよう。

これに関連して第二に、ドル高によって輸入品物価が低く抑えられることで物価上昇を極めて低位に安定させ、それゆえの低い金利が国内での投資を促したことがあげられる。ドル高の下での経常収支、貿易収支の赤字は海外からの安価な商品輸入についての一面では原因であり、他面では結果である。しかし安価な輸入品の増大はインフレを抑制し、「インフレなき高成長」をひとつの特徴とする「ニューエコノミー」に寄与した<sup>28)</sup>。もちろん、海外から投資をひきつける誘引として金利差の存在を無視することはできない。だから国内的には政策手法でインフレを回避しつつ低金利政策によって活況をつくりながら、他方国際的には比較的に高い金利水準を維持するという巧みな政策運営がここに関係している。

では、アメリカはなぜ経常収支赤字の拡大を放置しえるようになったのか。それはドル高によってひき付けられた国際的に過剰な資本、特に1990年代後半にはポートフォリオ投資という形態をとってアメリカに流入する資本が経常収支赤字をファイナンスしたからにほかならないことは誰もが認めるところである。とはいえ、なにも経常収支赤字を海外からの資本流入によってファイナンスすることはアメリカに特有の事態でもなければ、1990年代後半以降に突如現われた新しい事態でもない。そもそも経常収支赤字は広い意味での（外貨準備増減と誤差脱漏を加えた）資本収支黒字によって統計上±0となる。しかしこれまでの考察に沿って考えれば、1990年代後半に経常収支赤字がこれほどまでに拡大し、しかも当局がこれを容認している点は1990年代央までとは明らかに異なる。すでにみてきたように、従来であれば経常収支赤字が拡大すれば、その対策としてドル安が容認され、その過程で生じた国内景気の過熱対策を介してドル安定措置へと政策転換が図られる時に「ドル危機」が生じた。この相異がここで取り上げられなければならないのは、それが2つの困難を同時に含んでいるからである。もちろんひとつには、経常収支赤字の拡大を放置しながら、ドル高・相対的高金利を維持することで海外からの資本流入に依存するアメリカが、ドルの減価（とそれによる資本の流出あるいは資本流入

27) Council of Economic Advisers [1999], 邦訳197ページ。

28) もちろん「ニューエコノミー」を達した要因はこれだけにとどまらない。その他の要因としては、IT産業による労働生産性の上昇、移民労働者の大量流入、さらに貯蓄を上回る個人消費の拡大とそれを可能にした株式価格の上昇による資産価格の上昇などが考えられる。なお、1990年代後半のアメリカで株価がなぜ高騰したか、この課題については、自社株買いを最大の要因として説明を試みている松田 [2000] が優れている。

の鈍化)を認められなくなったことである。表1でみたように、ニューエコノミー期のアメリカに流入する資本は証券投資、なかでも株式投資の割合が飛躍的に拡大している<sup>29)</sup>し、それらはキャピタルゲインを求めて世界中を動き回る資本なのであるから、ドルの減価が生ずれば逆流を起こしかねない。ドル資産からの逃避は同時にドルの急下落を招くことにつながる。この事態を何としても避けなければならなくなったのである。それゆえに、後に論じるように2001年に就任したブッシュ政権は今日まで国内からの安要求をなかば受け入れながらも、「為替政策に変更はない」と一貫していい続けているのである。

だが他方、資本流入は最終的には国内の実体経済の好不調、すなわち景気循環と結びつかざるをえない。企業収益の伸びを前提にした実体経済の好調さに支えられていた資本流入は、ブッシュ政権の成立と時を同じくして景気循環が下降へと転じた2001年以降にあって、欧州からのM&Aを中心とする直接投資<sup>30)</sup>、株式投資の流入は大きく落ち込んだ。これはアメリカの企業の経営に対して疑問がもたれるようになったか、あるいは投資家が対米投資のリスクを抱えきれなくなったことのあらわれである。しかもその間、2001年の経常収支赤字は対前年比でわずかに減少したものの、2002年度は記録的な4800億ドルの経常収支赤字を記録している。これまでの考察によれば、資本流入に支えられながら、巨額の経常収支赤字を垂れ流し続ける成長構造の下では、国内の景気が過熱化する事態になれば、通貨当局が「強いドル」を唱え、ドルの安定を求めたところで資本流出、ドルの加速的下落は避けられないであろう<sup>31)</sup>。

以上のように、1990年代を経て形成されたアメリカの新しい国際通貨政策にあっては、かつての景気拡大期で経常収支赤字拡大のためにドル安容認で積極的な調整を行なうのではなく、むしろ経常収支赤字の拡大を所与のものとしてそれを容認し、景気が過熱して貿易収支が未曾有の水準に達しようかという段階に至っても、一向にドル安を赤字対策の“武器”として用いる意図は見られなかったし、そうすることができないのである。この点が以前の「ドル危機」のパターンとは決定的に異なっているのである。

## 2) ブッシュ政権の為替政策

2001年に誕生した第1次ブッシュ政権は、発足直後から「強いドル」を政策意図として掲げ

29) 資本流入に占める証券投資のうち財務省証券・政府債・社債・株式の占める割合は以下の通りである。財務省証券：56%，政府債：12%，社債：23%，株式：9%（1995年-97年累計）。ところが、ニューエコノミー末期である2000年には財務省証券：-12%，政府債：33%，社債：40%，株式：38%へと変化している（数値は Department of Treasury, *TIC Capital Movements* より計算）。

30) この点に関しては伊豆〔2001〕、徳永〔2003〕の研究が優れている。

31) ただし、これは公的部門の果たす役割を極めて小さいものと評価したものである。実際2004年の日本の通貨当局による大規模介入の効果からもうかがえるように、最終的なドル急落の構図は公的部門の役割・機能を超えた局面を考察して初めて明らかになると考えられるのであるが、その検討は次稿以下の課題とする。

てきた。だがブッシュ政権の為替政策は、必ずしも「強固な」ドル高政策とは受けとめられていない。その特徴は、強いドルを実現するための経済政策をとる、ただ 相場の動きは市場に委ねるという点にある。すなわち、ドルが上昇するような強いアメリカ経済の実現に努めるが、結果としてドルがどうなるかは市場次第であり、政府としては押し上げ介入はしないと理解される。「強いドル」を掲げながら、相場は市場に委ねるというこの基本的スタンスは近年やや柔軟化しつつあるとはいえ、政権発足当時から変化はないと考えられる。そこで本稿の課題からは幾分視点が異なるが、前項を補足する意味でここでは、第1次ブッシュ政権発足当時の「強いドル」の推進者であったフローレンス・リンゼーと、それとは対照的なドル高に対する批判者であるフレッド・バーグステンのリンゼーへの批判を検討することで、1990年代末に変化したアメリカの為替政策についてみることにする。

リンゼーは *THE INTERNATIONAL ECONOMY* 誌上において “In the dollar we trust —The Bush administration's strong defense of a strong dollar” と題した論稿を寄せている。このなかで同氏はまず、ブッシュ政権が目指す政策課題および2001年1月就任以来数ヶ月間で同政権が取り組んできた諸政策について述べているのであるが、通貨政策については前政権に引き続き「強いドル」政策を続けていくことを宣言する。なぜなら、外国の投資家が進んでアメリカに投資することでアメリカは三つの利益を得られるからであるという。すなわち第一に、国際取引でドルが使われていることから生ずる利益であり、第二に、シニョリッジによる利益、第三にアメリカの資本市場が世界中から資本をひきつけることによる利益である。その上で、こうした強いドル政策の背後にある三つの基本的支柱を次のように説明する。一つは、投資家の信頼を得る基本的な前提条件として長年にわたって購買力を維持することが大切であり、そのために連銀が採用・努力している非インフレ的な金融政策をサポートすること、また二つ目としてアメリカが資本を投資するに魅力的な場所であり続けるために、健全なビジネス環境を維持すること、三つ目は、開放的で確固とした交易環境を樹立することだという<sup>32)</sup>。

しかしながらブッシュ政権になっても続くこうしたドル高政策に対し、全米製造業者協会(NAM)を中心とする輸出関連6業界団体が連名でオニール米財務長官にドル高による輸出業者への打撃を訴える書簡を送付<sup>33)</sup>するなどドル高政策への反対意見が出始めるようになる。

32) Lindsey [2001a]。なおリンゼーは、本論に紹介したバーグステンの批判を受けて再度短い論稿を *THE INTERNATIONAL ECONOMY* に掲載している (Lindsey [2001b])。ここでもまたバーグステンに対する反批判をおこなうとともに、要旨次のような「強いドル」政策の正当性を説いている。すなわちアメリカは、為替相場を介入によって操作すべきではないし、介入の効果は薄いことはすでに証明されている。第二に政府は、アメリカが魅力的な投資対象となるような政策を採るべきであり、ドル安はそれに反している。さらに第三に政府はFRBに協力すべきである。FRBはインフレなき成長を遂げようと苦心しているのであり、ドル安によるインフレ上昇圧力の増加を認めるべきではない(11ページ)。

33) 『日本経済新聞』, 2001年6月15日付, 朝刊。

なかでも、かねてよりドル安推奨者の一人として重要な位置を占めるバーグステンが、前掲同誌2001年7・8月号および9・10月号でリンゼー批判を行っているので、7・8号<sup>34)</sup>を見ておこう。

バーグステンは「本当に強いドルと対外部門における相当に大きな不均衡は、1990年代後半のアメリカが“経済的奇跡”を達成する不可欠の要素であった」<sup>35)</sup>ことを認めた上で、ブッシュ政権発足と同時に、アメリカの基礎的な経済の悪化（成長率の急低下・株式市場と公信用の下落・失業の増大、またその結果として連銀による積極的な緩和によって短期の利子率は低下等々）、すなわち経済情勢は転換したのであり、リンゼーのこのような「強いドルによる影響はまったくネガティブになった」<sup>36)</sup>という。したがって、こうした状況にあっても「“強いドル”を維持することは、通貨急落の危険を着実に増大させる」<sup>37)</sup>ことになるので、「ブッシュ政権は、その前任から継承した“強いドル”のスタンスから出るような戦略が必要」<sup>38)</sup>であることを主張する。ただし、単なるドル高からドル安への転換の危険性を付け加えることも忘れない。「共和党の前任が1971-73年（ニクソン大統領による2つの平価切り下げ）や1985-87年（レーガン大統領のブラザ合意）に行ったような」単なる「“weak dollar（ドル安）”政策の採用は誤り」<sup>39)</sup>であり、今日のようにドルを過大に維持しようとするこそが愚考だと断じるのである。そして具体的には「この先数年でG7諸国と共に約20パーセント程度のドル下落のもとで“健全な”政策を展開」<sup>40)</sup>することを提案する。これこそがドルのハードランディングの可能性を減じ、同時にリンゼーの発言においてなおざりにされている巨額の経常収支赤字についても「約2000-2500億ドル、もしくは対GDP比で現在の約半分となる2~2.5パーセントを維持できる程度にまで……カットする唯一（その他の方法として深い景気後退という手段があるが、それは明らかに拒絶されるべきである）の方法」<sup>41)</sup>なのであると述べている。

現在のドル高政策からドル安政策の変更は容易にはなしえない。しかし、バーグステンの言うようなゆっくりとしたドル安であっても、通貨当局がそれを認めてしまうこと事態がドルの急降下に拍車をかけ、アメリカにとっても、他諸国、特に日本にとっても膨大なコストを強い

34) Bergsten [2001a]。バーグステンは、リンゼーの論考 (Lindsey [2001b]) に再度批判を加えることになる (Bergsten [2001b])。なお、Dadley [2001] も要旨次のようにドル高政策を批判している。すなわち 経常収支赤字が過去からみてかなり巨大なこと、 拡大する対外累積債務によって投資収支の悪化が引き起こされ、貿易収支の改善がない限りにおいて経常収支をますます悪化させる、米 国経済・企業のパフォーマンスがすでに落ちており、それゆえドル資産に対する外国投資家の需要が減少する恐れがある。

35) Bergsten [2001a], 8 ページ。

36) *Ibid.*, 10 ページ。

37) *Ibid.*, 40 ページ。

38) *Ibid.*, 41 ページ。

39) *Ibid.*, 40-41 ページ。

40) *Ibid.*, 41 ページ。

41) *Ibid.*, 41 ページ。



ることになる。本稿で指摘したような1990年代以降の諸変化による構造のもとでは、アメリカの為替政策のとりうる余地が極めて小さいものに变化しているのである。

## おわりに

最後に、本稿の課題にたち返ってアメリカの景気循環と1970年代以降の「ドル危機」の基本性格との関連をまとめれば、次のようにいうことができる。

アメリカでは景気拡大に伴って貿易収支赤字を中心とする経常収支赤字が拡大することになる。もちろんこれはアメリカに限ったことではない。アメリカの独自性は従来のアメリカ政府がこれにドル安誘導・容認をもって、いいかえればドル安を“武器”として対応できたことにある。経常収支赤字が拡大して通貨が下落するということ自体もまた、どの国であっても何ら不可思議な現象ではないが、アメリカはドル安を政策的意図をもって遂行してきたこと、まずこの点に他国とアメリカとの相違がある。

しかし、「はじめに」でも述べたように、政策的意図をもってドル安を容認している限りにおいては、それは「危機」ではない。政府がドル安容認からこのドル安にブレーキをかけざるをえない時期が本稿にいうところの「ドル危機」であった。したがって問題は、政府が景気循環のどの過程で、どのような場合に政策転換を行わざるをえなかったのかにあり、本稿はその時期の特徴をパターン化・類型化して——もちろんそれぞれの「危機」には“顔”があるが、その背後にあるパターンを——検討してきたのである。ドル安誘導から先をまとめよう。

ドル安誘導にもかかわらず、貿易収支赤字・経常収支赤字が縮小せず、しかも国内ではインフレの高進、賃金上昇など景気の過熱・ゆきすぎが顕著になってくる。この段階においてドル防衛としてのドル安定へ政策転換が行なわれたし、「ドル危機」はまさにこの転換の過程で生じていたという関係を明らかにした。本文でみたように、この転換、言い換えればブレーキをかけようとする契機が、1970年代のカーター政権の場合のようにインフレを大きく意識していた場合もあれば、1980年代のレーガン政権のときのようにインフレと金融市場の動向であることもあった。1990年代半ばの場合にも、それはやはりインフレ懸念に起因していた。インフレの高進、労賃の上昇、貿易収支のいっそうの拡大など景気の過熱化に伴う諸現象に対する政策転換に結びついている点に1971年以降、1990年代半ばまでの「ドル危機」は特徴を有していたのである。

しかも特徴的なのは、こうしたアメリカ為替政策の転換は単に「過去20年間を振り返ると、米政府が意識的にドル安政策へと移行した時は、いずれも市場の崩壊と景気低迷がもたらされている（ケネス・ランドン ドイツ銀行東京支店上席為替ストラテジスト）」<sup>42)</sup>といった直接的

42) 『日本経済新聞』2001年6月27日付、朝刊。

なものにとどまるものではなく、事態を收拾しようとする政策転換とその過程で生じる「ドル危機」から約1年程度、景気の持続が続くというパターンがあることである。つまり、「ドル危機」は景気循環とのかかわりでいえば、景気の過熱化に対する一種の緩衝装置としての役割を果たしていたのである。

ところが1990年代末以降、具体的には2001年以降このパターンは変化している。景気が過熱して、貿易収支・経常収支赤字が未曾有の水準に達しようかとする段階に至っても、一向にドル安を対策の切り札として用いようとする意図は見られないし、実際なかったのであって、むしろ、為替政策としてはドル高を強調するなど、明らかにそれ以前のパターンとは異なっていることが明らかとなった。

以上、限られた課題設定の下に景気循環と「ドル危機」との基本的構図を論じてきた。しかし、本稿で指摘したようなパターンが2000年以降崩れたのだとすれば、それが新たなパターンを形成するものであるのか、この時期特有のものであったかについては今後も検討を有し、また、包括的議論としてこうした課題を考察するためには残された諸論点も多い。これらのさらなる検討は、次稿以下で行なうことにする。

#### [参考文献]

- Bergsten, C. F. [2001a], “Strong Dollar, Weak Policy” *THE INTERNATIONAL ECONOMY*, July/August, Vol. 16.
- [2001b], “Ducking A Dollar Crisis” *THE INTERNATIONAL ECONOMY*, September/October, Vol. 17.
- BIS [2000], *71th Annual Report*.
- Coombs, C. A. [1976], *The Arena of International Finance*, John Wiley & Sons, Inc., New York. (荒木信義訳 [1977] 『国際通貨外交の内幕』日本経済新聞社)
- Council of Economic Advisers (CEA) [1999], *Economic Report of the President*, Washington, D. C. (平井規之監訳 [1999] 『'99 米国経済白書』『週刊エコノミスト』臨時増刊号, 毎日新聞社)
- Dadley, W. [2001], “No more strong dollar: US policymakers risk losing credibility if they continue to talk up the currency” *Financial Times*, August 8.
- Destler, I. M. and C. R. Henning [1989], *Dollar Politics: Exchange Rate Policymaking in the United States*, Institute for International Economics, Washington, D. C.. (信田智人/岸守訳 [1990] 『달러・ポリテクス』TBSブリタニカ)
- Freund, C. L. [2000], “CURRENT ACCOUNT ADJUSTMENT IN INDUSTRIALIZED COUNTRIES” Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Number 692, December.

- Henning, C. R. and I. M. Destler [1989], "From Neglect to Activism : American Politics and the 1985 Accord," *Journal of Public Policy*, 8, June.
- Holman, J. A. [2001], "Is the Large U. S. Current Account Deficit Sustainable?," *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, First Quarter.
- IMF [1997], *International Capital Markets : Development, prospects, and Key Issues*.  
 —[2000], *International Capital Market*.  
 —[2001], "United States : 2001 Article Consultation," *Country Report*, No. 1/145.
- Lindsey, L. B. [2001a], "In the dollar we trust" *THE INTERNATIONAL ECONOMY*, March/April, Vol. 15.  
 —[2001b], "Hands Off The Dollar!" *THE INTERNATIONAL ECONOMY*, July/August, Vol. 16.
- Mann, C. L. [1999], *Is the U. S. Trade Deficit Sustainable?*, Institute for International Economics, Washington. D. C..
- Obstfeld. M. [1998], "The Global Capital Market : Benefactor or Menace?," Center for International and Development Economics Research, Working Paper Series, C98 098, May.
- Pauls, B. D. [1990], "U. S. Exchange Rate Policy : Bretton Woods to Present," *Federal Reserve Bulletin*, November.
- Roosa, R. V. [1967], *The Dollar and World Liquidity*, Random House Inc. (若月三喜雄 / 津坂明訳 [1968] 『ドルと国際流動性』至誠堂)
- Summers, L. H. [2004], "The U. S. Current Account Deficit and the Global Economy," *THE 2004 PER JACOBSSON LECTURE*, October 3.
- 飯島寛之 [2003] 「タイにおける通貨・経済危機理解の再検討」『立教経済学研究』第56巻第3号, 1月
- 伊豆久 [2001] 「『ニューエコノミー』期における米国国際収支」『証券経済研究』第31号, 5月
- 小川英治・工藤健 [2004] 「アメリカへの資本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, 第8章所収
- 奥田宏司 [2002] 「1990年代のアメリカの国際収支構造とマネーフロー」『ドル体制とユーロ, 円』日本経済評論社, 第3章所収
- 小西一雄 [1989] 「経済投機化と現在の金融不安——ドル問題をを中心に——」『経済理論学会年報第26集 世界経済危機の基本的性格』青木書店  
 —[2000] 『金融論』青木書店  
 —[1980] 「旧 IMF の国際通貨制度の構造と金・ドル交換の意義 下」『立教経済学研究』

## 第33巻第4号

近藤健彦 [1999] 『プラザ合意の研究』 東洋経済新報社

佐久間潮 [1986] 「国際通貨体制とドルとアメリカの国際収支（上）」東京銀行調査部『東京銀行月報』第38巻12号，12月

高田尚 [2002] 「大幅ドル安・円高シナリオの検討」『調査レポート』（三井トラスト・ホールディングス）No. 28，8月

徳永潤二 [2003] 「ニューエコノミーと国際通貨ドル」『立教経済学研究』第56巻第3号，1月

中本悟 [1990] 「80年代の繁栄と金融不安」平井規之／中本悟編『アメリカ経済の挑戦』有斐閣，第3章所収

日本銀行 国際収支統計研究会 [2002] 『入門 国際収支』 東洋経済新報社

野口旭 [2000] 「アメリカの経常収支赤字をめぐる『迷信』」『調査月報』（三菱信託），6月号

船橋洋一 [1988] 『通貨烈烈』 朝日新聞社

松田岳 [2000] 「アメリカ『株価急騰』の金融メカニズム」『立教経済学研究』第54巻第2号，10月

松村文武 [1993] 『体制支持金融の世界』 青木書店

三宅義夫 [1968] 『金』 岩波書店

——[1970] 「国際通貨危機」『経済理論学会年報第7集 国際通貨危機』 青木書店

森佳子 [2001] 『米国通貨戦略の破綻』 東洋経済新報社

山本栄治 [1988] 『基軸通貨の交替とドル』 有斐閣

——[2001] 「『ドル本位制』と国際資金循環の不安定性」『国際通貨と国際資金循環』 日本経済評論社，第2章所収