

1. 久保田進也

固定相場制から変動相場制へ

——情報収集を戦略化する

久保田進也（くぼた・しんや）……1937年生まれ。伊藤忠商事で外国為替業務に従事。

商社は輸出、輸入業務に携わることから外貨の売買の必要性が生まれ、外為市場では早くから主要な市場参加者であった。特に貿易収支の動向が為替レートに強く影響していた時代、商社は外為市場で最も影響力のある市場参加者の一つであった。

朝令暮改

久保田は日に焼けた顔をほころばせながら淡々と語る。眼鏡の奥の目を細めながら、記憶の中の興奮を静かに手繰り寄せる。

私がシティバンクにいたとき、久保田に為替取引で最も大事なことは何か聞いたことがあった。

「朝令暮改ですよ」

久保田が早口でサラッと言ったことを今でも覚えている。自分の考えに固守してはいけない。市場の声に素直に反応する。こうしたことは分かったつもりでも、なかなか実行できないものだ。まして大商社の為替部門のヘッドとなれば、自らの相場観を簡単には変えられないものだ。そのこだわりのなさが久保田のスタイルだ。

世界ツアー

久保田は情報収集に並々ならぬ力を注いだ。市場の声に柔軟に反応するためだ。毎年2月になると、海外支店のスタッフと共に世界中の銀行を訪問した。1カ月で120行ほど回った年もあった。朝から晩まで、ランチもディナーも、各銀行のディーラーたちと意見交換をした。その中にはニューヨーク連銀や、イングランド銀行、ドイツのブンデスバンクなどの中央銀行も含まれていた。

世界のディーラーたちは11月後半から12月前半にかけて、普段取引している外国のディーラーを訪問することが多い。1年間の仕事の成果もほぼ固まり、普段直接顔を合わせることもない相手に、挨拶がてら意見交換をするのだ。ディーラーにとって休養も兼ねた出張の色彩が強い。

だが久保田たちの出張は違う。2月という時期がそれを物語っている。

「新しい年がスタートしたばかりで、皆意欲に燃えている。1カ月たって、新しい年の市場の感触も分かってくるころだね。真剣な相場観を聞ける。それにこの時期に海外出張するディーラーはいないので、会いたい人に確実に会える。これが大きい」

久保田は情報に時間とお金を惜しまない。そうして得た情報と相場観を伊藤忠の為替取引の方針に反映させた。

国際通貨体制の動揺

1966年、久保田（当時28歳）は伊藤忠商事ニューヨーク現地法人財務部門に

赴任した。商社では貿易や投融资業務などを通じて、為替や金利動向が決定的な影響を及ぼす。金融関係情報の収集はその要だ。

久保田が世界の外国為替市場の中心地ニューヨークで外国為替担当となったのは、世界がポンド危機で揺れた翌年の68年だった。第二次大戦後、1ポンド4ドルで固定されていた為替レートは、49年にポンドが30%切り下げられて1ポンド2・8ドルに下落していた。それでも英国経済の長期低落傾向は変わらず、市場でのポンド売りは激しさを増し、67年に再び切り下げを余儀なくされたのである。ポンドはその後2・4ドルレベルで推移することになった。

当時の国際通貨体制では、すでにドルが中心になっていたものの、ポンドも依然として国際通貨であった。そのポンドの価値が動揺することは、国際通貨体制の動揺でもあったのだ。

久保田はこうした通貨をめぐる世界情勢を毎日、本社に報告していた。米国はベトナム戦争での多額の出費などで、ドル価値を保証するための金の流出に見舞われていた。こうした状況下で、米国から欧州への資金の流出も増加した。それに対し

て米国政府は、国外への資金流出を防ぐため、利子平衡税を課した。

「71年の5月ごろから、きな臭さを感じていましたね。何か大きな変化が起こるだろう。予感とでもいいますか。ドル相場を維持するのは難しいとの思いでした。それでドルのポジションをヘッジすることを考えました」

ニューヨークタイムズ社に走る

71年8月15日、ニクソン大統領は声明を発表する。「ドルと金の交換を断つ」という内容だ。いわゆるニクソンショック。

「ちょうどその日、自宅でニクソンの演説をテレビで見っていました。会社の同僚を招いて自宅で食事をするつもりでね。途中で事態の深刻さに気づいた。それで同僚には帰ってもらいました」

「ことが重大なので、聞き違いがあつてはいけないと思います、内容を確認するため、ニューヨークタイムズの早刷りを手に入れようと思ったわけ。近くでは手に入らなかったの、自宅から40分ほどのマンハッタンにあるニューヨークタイムズの本社

まで急ぎました」
久保田はそこで確認した内容を本店や海外の支店に流した。

米国は1オンスの金を35ドルで外国の求めに応じて交換していたが、それを停止する。各国の通貨はドルと一定の為替レートを維持することによって、金の価値に裏付けられていたが、ドルと金の交換停止によって、各国通貨も金の裏づけを失った。

為替レートは、これまでの固定相場制から、市場の需給によって為替レートが決定される変動相場制に入る。

ヘッジ売り

「これまでと全く違う世界が広がった。とにかくできるだけドルを売らなければならぬ。商社は輸出でドル建ての債権を抱えているので、その部分は速やかに売らなければならない。ヘッジ売りです。当時は実需原則（為替取引は商業取引の裏づけが必要）があつたので、実際の輸出額以上のドルを売ることはできません。ただ

将来の契約の部分も実需と考え、ヘッジ売りを進めました」

ニクソン声明後、各国の外為市場は閉鎖された。市場の混乱を避けるためだ。どんなに為替レートになるか分からないからだ。ただ東京市場だけは開いていた。これは久保田にとって幸いだった。他の商社にとっても同様だ。彼らは市場が開いている間にできるだけ多くのドルを売った。東京市場はニクソン声明の1週間後、ようやく閉鎖された。

この政府の措置に対しては批判も起きた。商社に代表される輸出業者に対する補助金ではないか。すでにドル価値は下落しているはずなのに、この間、日銀は固定相場のレート（1ドル360円を中心に上下0・75%以内の変動幅）で、商社などが売ったドルを買い支えたからだ。

錯綜する情報

各国の外為市場は、閉鎖後1週間ほどで再開された。市場は手探り状態であった。「このときから毎日が緊張の連続だった。変動相場制が継続するのか、固定相場制

へ復帰するのか。その場合、新しい為替レートはいくらに決定されるのか。円は360円から何%切り上がるのか。いろんな情報が交錯する日々だね」

「こうした情報を本社に正確に伝えなくてはいけない。間違った情報で会社が方針を決めれば、大きな損失を被ることになる。こうしたプレッシャーは12月のスミソニアン会議まで続きました」

世界の通貨当局者がワシントンにあるスミソニアン博物館に集まり、そこで新たな為替レートを決めた。固定相場制に復帰したのだ。いわゆる「スミソニアン体制」である。ドルは金に対して切り下げられ、金1オンスは35ドルから72ドルになった。ドル円の為替レートは1ドル308円になった。

72年、久保田は東京本社の為替予約課に転勤になる。

営業部門から報告される輸出、輸入のポジションを把握して、タイミング良く為替の先物予約を入れることが主な仕事だ。輸出為替のヘッジ売りの場合、ドルが先行き下がると思えば早めに先物でドル売り予約を行い、ドルが先行き上昇傾向をたとると判断すれば、ドル売りの時期はできるだけ遅らせる「リースアンドラグズ」

の手法だ。

スミソニアン体制は短命だった。ドル売り圧力は変わらず、新たに決めた為替レートを維持することも困難になった。73年2月、円も変動相場制に移行することになった。ドル円は270円台になっていた。以降、第一次オイルショックもあり、ドルが戻す局面もあつたが、大局としては70年代を通じてドルは下落トレンドにあつた。

しかし、だからといってドルを売っていれば、それで済むというわけではなかった。実際の相場はドルが急激に上昇する局面もあり、ドルを売って巨額の損失を計上する銀行もあつた。逆に、ドルの上昇を見込んでドル買いポジションを持ち続け、巨額な損失を被つた銀行も出た。この時代の値動きは激しく、ドル円で1円や2円は、毎日動いた。

クライン教授の話

久保田は最も印象に残っている局面として76年後半の相場を挙げる。

「(76年の)ドル高地合の相場るとき、カーター大統領のブレインになる人たちの

話が新聞や雑誌に載るようになりました。彼らはドル安政策を主張したのです。もつともそのときは、彼らが大統領のブレインになることを知りませんでした」

そのなかの一人、ローレンス・クラインは米国の計量経済学者で、経済モデルを経済予測に利用する道を開いた。80年にはノーベル経済学賞を受賞している。その後も活躍を続け、90年代の米国経済の復活にも大きな影響を与えた人物だ。

「彼らの話には説得力があり、私はドルの売り持ちを作りました。そのときのトレンドとは逆行する逆張りです。しばらくはアゲインストが続きましたね。ドル円は285円あたりから295円近辺まで上昇する過程でした」

「その間も売買を繰り返しましたが、売り持ちポジションは持ち続けました。295円あたりをピークにドルは落ち始め、2年後の78年にドルは180円台まで下落しました。そこでポジションを閉めました」

ドルはカーター大統領が就任した77年から下落傾向を鮮明にし、78年になると下落のスピードを増した。ドル円は年初の240円台から7月には200円を割り、10月には180円も割れる相場展開になったのだ。

ドル円直物月足（1973年1月～1979年12月）



しかし、日本などの貿易黒字国の赤字削減のためドル安政策を採ってきた米国は、ここに至ってドル安の弊害のほうに目を向けざるを得なくなった。ドル急落によるインフレ率の高まりだ。

カーター大統領は事態の悪化を食い止めるため、ドル防衛策を発動した。内容は協調介入の継続、利上げ、外貨建て債券の発行などだ。

こうした一連の政策の発表によって、ドルは急騰した。10月31日には175円台まで落ちたドルは、1日で10円以上も上昇し、その後ドルは上昇

トレンドに入ったのである。これが11月1日の「カーターショック」だ。

実需原則の撤廃と自由な為替取引

久保田は結局、87年まで伊藤忠商事の為替部門の責任者として、市場の最前線で指揮をとることになる。その間の東京市場は、国際市場へ脱皮するための変革の歴史でもあった。さまざまな制度や取引慣行が変わった。そのなかの一つである実需原則——金融機関以外の市場参加者は、実際の商業取引の裏づけがある場合しか為替取引ができない——は84年に撤廃された。これによって市場参加者は自分の相場観に基づいて、自由に取引できるようになった。

だが、実際は実需原則が撤廃されても、直ちに自らの相場観だけで為替の売買をするものは少なかった。投機的取引に対するネガティブな考え方が、日本全体を支配していたことも背景にあった。そのなかで久保田は、いち早く自由な為替売買を始めた一人だ。

「実需原則の撤廃で商社の為替取引は大きく変わりました。自己ポジションを積み