

「ドル高と世界経済成長」、 「円安と日本の復活」の論理

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

為替は結果（既に起きたことに従属して動くもの）と考えられがちであるが、多くの歴史的事例は為替が事後に大きな変化を誘発する決定的な原因として機能してきたことを示している。また為替は金利差やインフレ格差という循環要因に従属して動くという側面と同時に、各国間の競争力への影響を介して国際分業の在り方を決めていく、という構造的側面もある。2022年に進行したドル高と円安が多くの市場参加者にとって想定外であったのは、この為替の能動的側面、構造的側面が前面に現れたから、と考えられる。

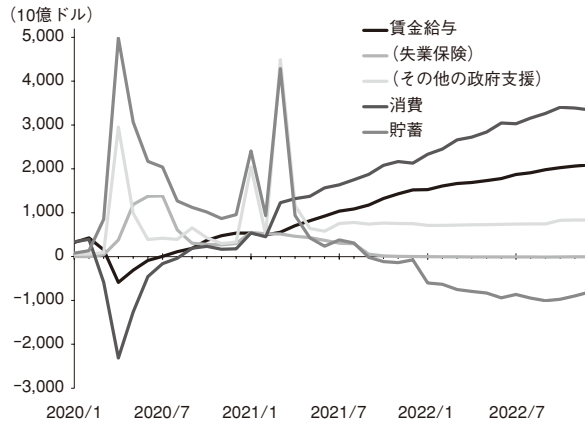
換言すれば2022年は「為替とは神（市場を支配する摂理）や政策当局者がその意思を実現するための手段である」、という側面を思い知らされた年であった、と言える。それは2023年の為替と世界経済を考える上でも重要なヒントになる。本稿ではこのドル高と円安の定着が何を引き起こしているのかという、為替の能動的、構造的側面について考察してみたい。

(1) ドル高がもたらす世界成長、ドル帝国循環の始動

世界の機関車、中国から米国へ

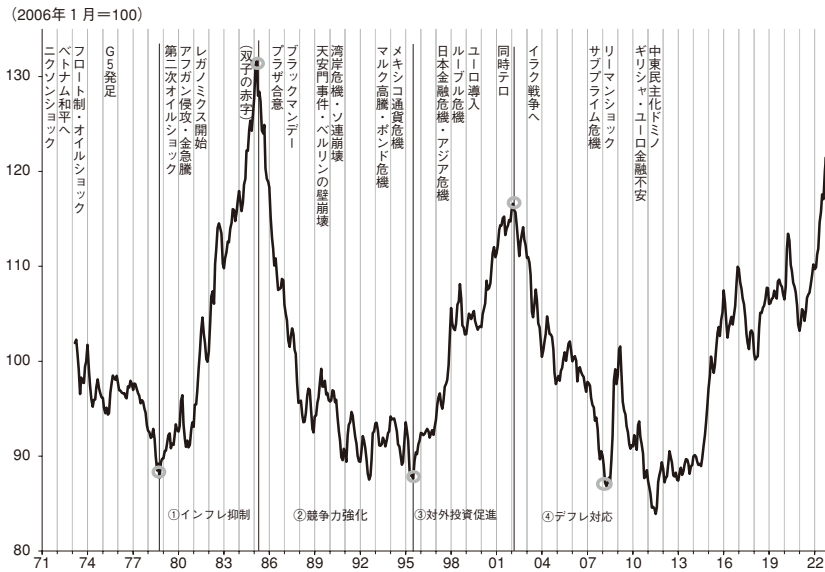
2022年は大不況になって当然の年と思われた。①米国での0%から4.5%への450bpという最速の金融引き締め、②中国経済のコロナロックダウンと不動産バブルの破裂による急減速（実質GDPは2021年8.1%から2022年3.0%へ）、③ウクライナ戦争によるエネルギー価格の高騰と欧州経済困難化という世界3極の問題の大きさを考えれば、2022年の世界経済

(図表 1) 米国家計月次収支動向 (2019年平均比)



(出所) 米商務省、武者リサーチ

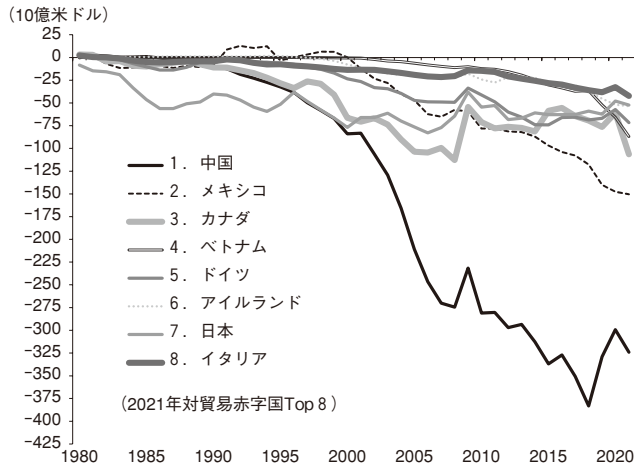
(図表 2) ドル実質実効レート推移



(出所) 米国連邦準備制度理事会 (FRB)、武者リサーチ

は深刻な経済後退に陥って当然と思われたが、そうはならなかった。米中貿易戦争とデカップリング（グローバルサプライチェーンからの中国排除）やドル高により資金流出を余儀なくされる新興国経済困難化などの予想されていた問題も、深刻化することはなかった。2022年、世界経済はなぜ活力を失わなかったかだが、「米国消費者の巨大な胃袋が健在

(図表3) 米国相手国別貿易赤字推移



(出所) Census、IMF、ブルームバーグ、武者リサーチ

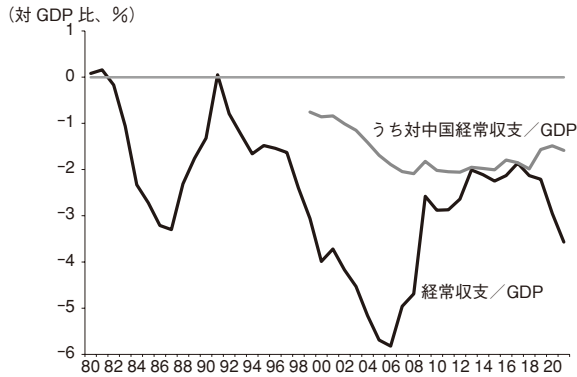
であったから」ということに尽きるだろう。武者リサーチは1年前から「ドル高の時代が始まったのではないか。コロナ危機に対して米国が世界にドルを供給し、結果としてドル安になった時期は終わった。これからはドルが強くなり、世界の資金が米国に集まり、米国内需つまり米国への輸出が各国経済を推進する時代に入っていくのではないか。中国の景気落ち込みは更に大きくなるかもしれない。他方、米国消費は旺盛、世界経済の機関車は中国から米国にシフトしつつある。」(ストラテジープレティン292号「ドル高・円安で日本の価格競争力向上、企業収益急進へ」2021年10月19日)と予想したが、その通りの展開となっている。2022年の名目成長率は米国9.2%、中国約5%となり、過去数十年で初めて米中成長率逆転が起きた。

ドル高が米国(≒世界)需要を最大化するメカニズム

鍵は為替理論では説明できないドル高が進行したことにある。①インフレ高進(=通貨価値減価)の下でのドル高が進んだ。②米国金利急上昇とはいえコアCPIが6%と高進しており、名目10年債利回り4%弱、つまり実質金利は2%を超える大幅マイナスの中でのドル高が進行した。③また米国経常赤字は約1兆ドル(対GDP比約4%)と急拡大する中でドル高が進んだ。為替モデルで通貨予測をしてきた人々にとっては、説明がつかないドル急伸であった。

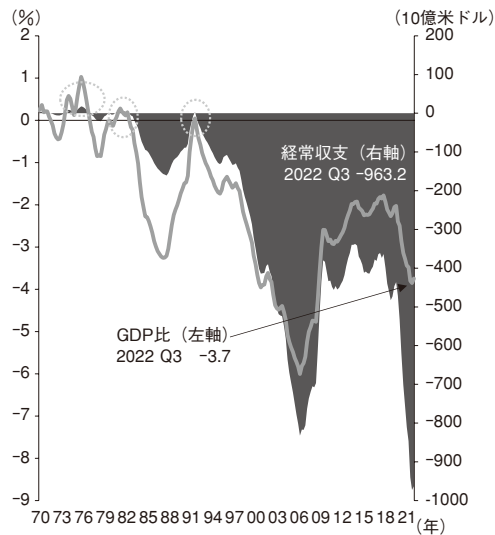
しかし結果オーライ、ドル高による米国への資金流入は、米国長期金利を押し下げ、米国の輸入インフレを引き下げて実質購買力を押し上げ、対米輸出増加というエンジンを多

(図表 4) 米国 経常収支対GDP比と対中国経常収支対GDP比



(出所) 米経済分析局、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 5) 米国 経常収支対GDP比

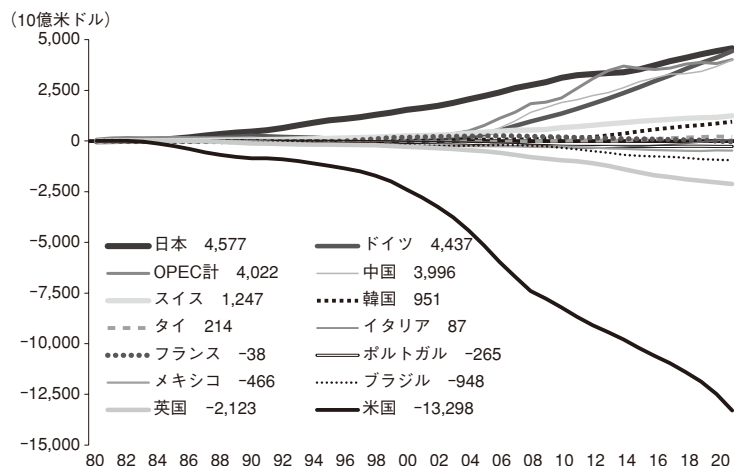


(注) 経常収支は前4四半期計、GDPは季調年率換算
(出所) 米商務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

くの新興国や資源国に与えた。因果関連でいえば、米国資金流入が米国のISインバランス(貯蓄を大幅上回る過剰(?)消費)を推進して世界成長をけん引したといえるだろう。

図表3に見るように米国の貿易赤字は、対中で再び増加に転じたのに加えて、メキシコ、ベトナム、カナダ、アイルランド、台湾などに対して大きく増加し、経常赤字は年率1兆ドルベース、対GDP比で4%に達している。図表4は米国の経常赤字とその中で対中

(図表6) 主要国の経常収支累積額 (1980—2021年)



(注) OPEC計は、イラン、イラク、クウェート、サウジアラビア、ベネズエラ、カタール、リビア、アラブ首長国連邦、アルジェリア、ナイジェリア、アンゴラ、エクアドルの12カ国
(出所) 国際通貨基金 (IMF)、武者リサーチ

赤字であるが、対中以外で大きな赤字が発生していることが鮮明である。米中对立下で、中国以外の対米輸出拠点が大きく成長していることがうかがわれる。

ドル高は現在において米国の国益に直結している。

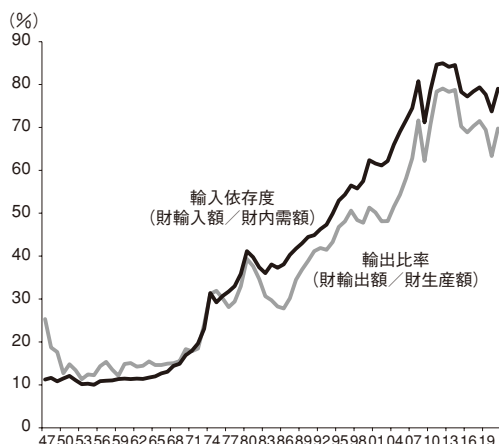
- ① 輸入価格下落により大幅な差益（交易所得）発生するが、それは輸入物価低下によりインフレを抑制し実質所得を押し上げることで実現する。米国は年間3.28兆ドル（430兆円）の財輸入があるので、前年比10%のドル高は3,300億ドルの輸入価格低下効果をもたらす。米国の年間消費額は17兆ドルなので、それがすべて消費物価に反映されると仮定すれば、消費者物価を最大限1.3%押し下げる（=実質購買力を押し上げる）効果をもたらす。
- ② また海外からの資金流入が米国長期金利を抑制し、需要を喚起する。
- ③ さらに米国の対外投資力を増幅させ、米国の世界でのプレゼンスを高め、競争相手である露中の地位を低下させる、などドル高はいいことづくめである

ドル高は、世界経済にとっても好都合と言える。需要不足の世界に対して米国消費を喚起し需要を追加提供する手段なのである。米国の輸入額は世界GDP比4%（純輸入額は1%）と巨額である。

姿を見せ始めたドルの帝国循環

かくしてドル高が米国の輸入増加（=米国の債務増加）、世界成長の加速と資本の米国

(図表7) 米国における財輸入依存度と輸出比率の推移



(注) 財生産額 = 製造業付加価値額、財内需額 = 製造業付加価値額 + 財輸入額 - 財輸出額
(出所) 米国商務省、武者リサーチ

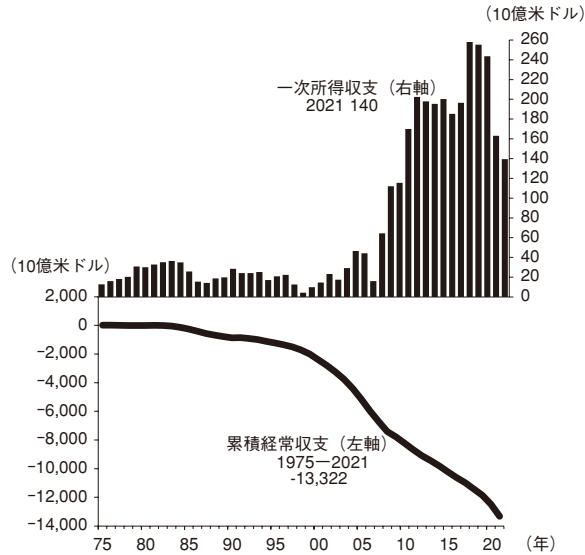
への集中という好循環を引き起こし始めている。ドル高 (orドル相場の高水準での安定) が続く限り、この好循環は米国中心の世界経済繁栄を持続させるものとなる。筆者は『新帝国主義論』2007年東洋経済新報社の第4章「地球帝国循環の成立とドル体制」でこのことを分析した。「経済の長期繁栄には、それを持続可能にするメカニズムである所得と資本の循環が不可欠である。ボックス・ブリタニカ、ボックス・アメリカーナ第一期 (1950～1970年代) にはそれぞれの繁栄を支えた資金循環のパターンが形成されたが、ボックス・アメリカーナ第一期に続く混乱期を経て、1990年代末から新たな安定の資金循環、地球帝国循環が姿を現し始めた」と主張した。今はその延長上にあると考えられる。

いいことづくめのドル高の死角検証①、米国企業の競争力低下⇒当面大丈夫

このようにいいことづくめのドル高だが、二つの死角がある。第一は米国企業の価格競争力の低下である。それが顕在化した時ドル高にブレーキがかかるが、今米国企業が他国と価格で競争をしている品目は自動車などごくわずかである。米国製造業の大半は相手国が作っていない技術・非価格競争優位のある商品であり、ドル高になっても競争力が低下する恐れは小さい。図表7に見るように今や米国国内の財需要に対する輸入依存度は、1970年初めの10%程度から80%へと上昇し、大半の財 (製品) において米国国内に生産企業は存在していない。

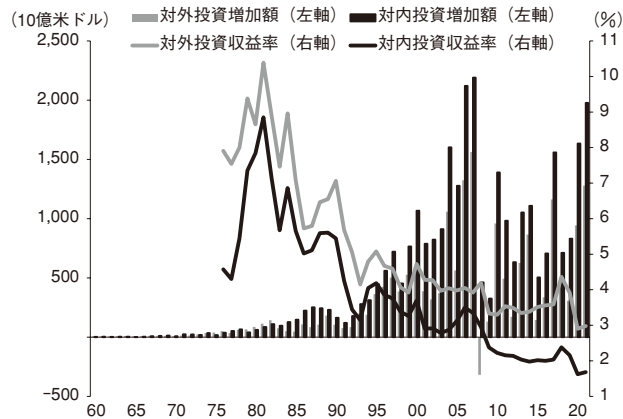
今や米国の稼ぎ頭になっているインターネットプラットフォーマーGAFAMなど海外に競合企業がないサービスや知的資産の場合、ドル高になれば現地販売価格の引き上げで対

(図表 8) 米国一時所得収支と累積経常収支推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 9) 米国対外投資収益率と対内投資収益率推移



(出所) 米国商務省、武者リサーチ

応でき、その場合米国の対外所得 (= ドルベースでの収入) は変わらない。

いいことづくめのドル高の死角検証②、支払い利息のスパイラル的增加⇒当面不安なし
 第二の死角は、米国債務の累増による支払い利息・配当の増加である。米国の対外赤字は過去40年累計で14兆ドルに達しているので、今の長期金利4%の利子が発生するとすれ

ば年間5,600億ドルの対外支払い（一次所得のマイナス）となり、スパイラル的な債務増加の蟻地獄にはまっているはずなのに、そうっていない。膨大な対外純債務国米国は、依然支払い利息など含む一次所得収支は1,750億ドルの黒字なのである。米国は世界で唯一債務に対してコストを払っていない国と言える。基軸通貨発行国なので、シニョリッジが働くこと、米国企業の海外収益性が高く、海外企業の在米収益性が低いこと（図表9）などの事情が働いていると思われる。これらの結果米国は太っ腹に対外債務（＝ドル発行）を増やし、世界経済成長をけん引できているのである。このドル発行にまつわる米国の強さこそ、覇権国米国の秘密兵器に他ならない。米国は最優先課題である米中覇権争いに際して、この特権を最大限に活用しようとするはずである。

予想されていなかった強い米国の強いドルの時代

このようにドルがたどり着いた新境地は、これまでの為替論議が全く想定してこなかったもの、市場参加者にもアカデミズムにとっても、未踏の新領域である。これまで多くの論客がその時代のドルと円を巡る思想をリードする分析を提示し、市場参加者に新たな知見を示した。巨額の対外債務の下でドル高は持続可能ではないと主張したポール・クルーグマン氏（Sustainability and the Decline of the Dollar 1985年）、対米大幅貿易黒字の日本は輸入障壁を撤廃しない限り為替市場は際限のない円高で反応すると主張したリチャード・クー氏（『良い円高 悪い円高』1994年）、累積債務で紙くずになるはずのドルを貿易黒字を積み上げることでため込んでいる日本経済の愚を批判した吉川元忠氏（『マネー敗戦論』1998年）、三国陽夫氏（『黒字亡国』2005年）などは、歴史に残る分析である。しかし今我々は全く次元の異なる、新たなドル安定の時代に立ち至っている

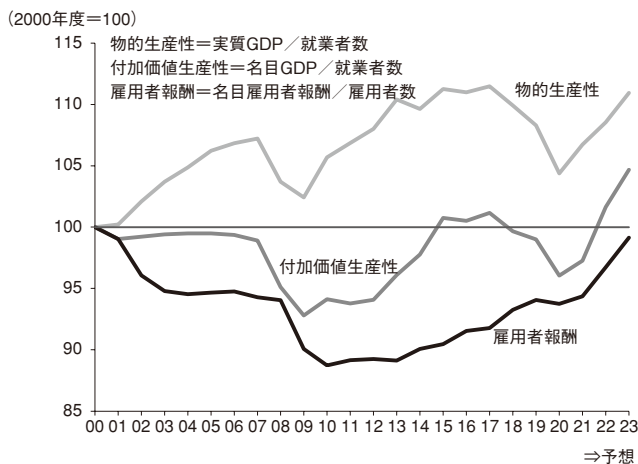
(2) 円安が定着し、日本は大復活する

円高が、特異な日本病「デフレ均衡」を引き起こした

以下では円安にまつわるインプリケーションを考察するが、それはドル高以上に深遠な意味合いを持っている、と考えられる。

日本が患った長期停滞の特徴は、名目成長ゼロ、物価上昇率ゼロ、金利ゼロの頑強な安定、「デフレ均衡」である。これは極めて奇異な経済的病であった。第一に本来デフレは均衡しない。デフレとは資本が増殖を求めて価値形態の変態をすることを止め、貨幣のまままでとどまることを強制するものである。よって必然的に大恐慌などのように経済収縮のスパイラルをもたらす、との考えが2000年頃までの経済学の常識であった。しかし日本では、「デフレ均衡」という強固な、デフレ下の経済安定が、長らく定着した。

(図表10) 物的生産性・付加価値生産性と賃金推移（1人当たり、2000=100）



(出所) 内閣府、武者リサーチ

第二に日本においても2000年以降の世界成長をけん引したデジタルネット革命は進展し、労働生産性ははっきりと上昇していた。またグローバル化による海外の低賃金労働の活用という所得の源泉も欧米同様に存在していた。そうした時代背景の中で、日本にだけ、まるで中世の農耕社会のような強固な停滞の状況が続いた。

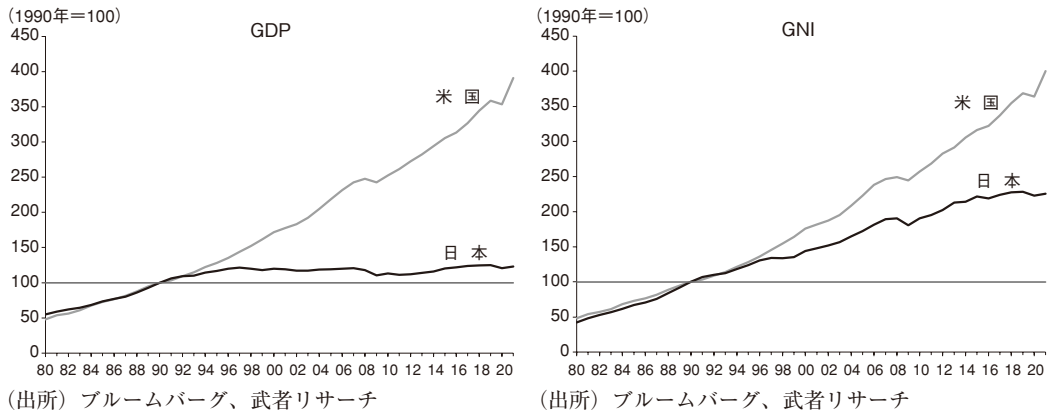
なぜだろうか。この疑問を解くカギは、円高による経営資源とビジネス機会の海外漏出にある、と考えられる。よく見ると日本のすべてが停滞していたわけではなかった。1人当たり労働生産性は上昇していた。企業利益は顕著に増加した。株価も2013年以降は大きく上昇した。にもかかわらず、名目成長ゼロ、物価上昇率ゼロ、金利ゼロの頑強な安定が続いたのは、日本からの資本漏出（=ビジネス機会の漏出）が続いていたから、と考えられる。

図表10は企業における物的生産性、付加価値生産性、労働報酬の推移であるが、日本企業は世界的技術発展の恩恵を受け、物的生産性をそれなりに上昇させてきた。にもかかわらず、円高とデフレによる販売価格低下により、企業には生産性上昇の果実が残らず、付加価値生産性は横ばいであった。しかし労働報酬はそれ以上に抑制され、それによって企業利益が確保された、という関連が明瞭である。

企業、銀行、機関投資家はこぞって貯蓄を海外投資に振り向けた

日本企業は円高と国内需要の蒸発という環境に対して、海外生産移転、海外事業拡大で対応した。海外投資を拡大し、海外所得依存を高め、増加した連結収益を海外に再投資す

(図表11) 日米の名目GDPとGNI (GDP+海外所得) の推移 (1990=100)



ることで、成長を続けることが出来た。他方企業は国内投資を抑制し、財務レバレッジを低下させた（内部留保を拡大した）。図表11は日米の名目GDPとGNI（GDP+海外所得）の推移であるが、GDP（国内での価値創造）は全く停滞していたが、それに海外所得を加えたGNIは米国ほどではないが成長していたことがわかる。

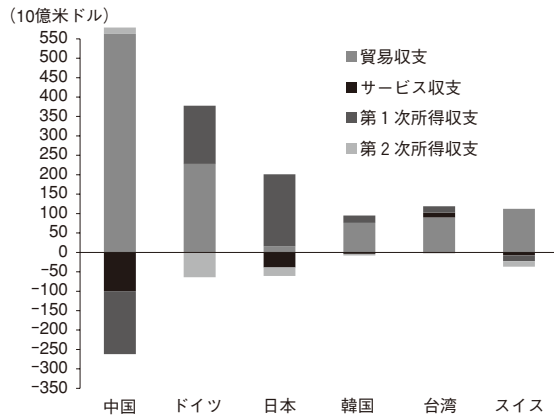
日本は大英帝国のような「金利生活国」になった

日本企業は最初は円高対応で、そして後には需要成長を求めて海外ビジネスを急拡大させてきた。その結果日本は貿易で稼ぐ国から海外投資で稼ぐ国に変わった。日本以外の全ての経常黒字国は、貿易で稼いでいるのに、日本だけは海外投資収益依存の所得構成になっている（図表12参照）。

この海外投資の急増は図表13に顕著に表れている。企業の海外投資残高は2004年の25兆円から急増し2020年には170兆円へと増加した。停滞日本の下でも企業所得は増加し資本の蓄積は続いたが、それは高いリターンを求めて海外に流出したのである。日本の金融機関もまた海外への投融資を激増させた。図表14は主要国の対外投融資残高の推移を見たものであるが、リーマンショック以降日本の銀行の対外融資は2009年の2兆ドルから2021年には5兆ドルへと増加した。10年余りでの3兆ドル（400兆円）という突出した増加により日本の銀行は海外収益基盤を確保したが、それは巨額の国富が海外に漏出したものともいえた。もっとも日本の銀行は同時に外貨建て負債を増加させ、ドル資金の短期調達、長期貸しポジションを高めてきたので、対外投融資増加が全て国内からの資金漏出ではない。

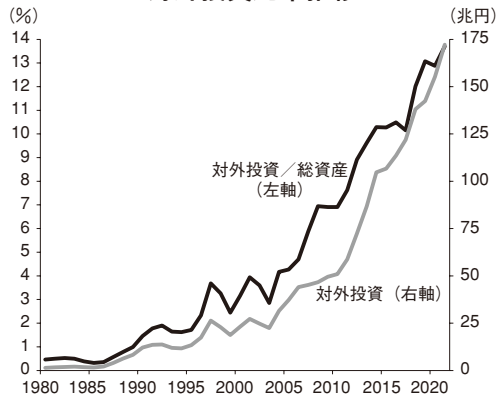
この資本流出は日本企業による海外企業買収、日本の投資家による外貨資産運用などによっても、加速した。その一例はGPIFによる外国株式、外国債券投資の急増に見られる。

(図表12) 主要国の経常収支内訳比較



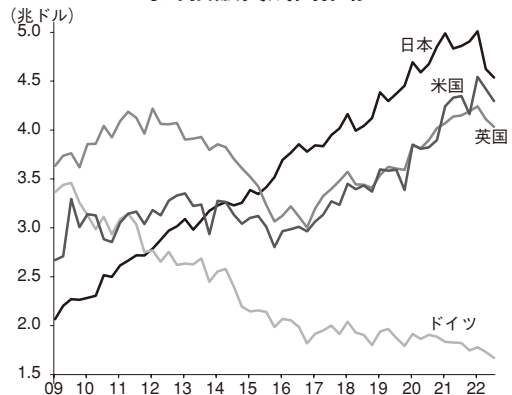
(出所) OECD (台湾以外)、台湾中央銀行、武者リサーチ

(図表13) 日本企業の海外投資と
海外投資比率推移



(出所) 日本銀行、武者リサーチ

(図表14) 日米英独銀行の
対外投融資残高推移



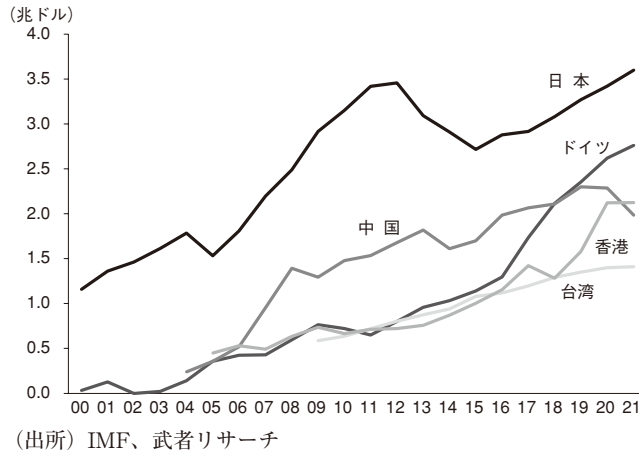
(出所) BIS、武者リサーチ

2009年まで15%程度に過ぎなかった外国証券の比率は2021年には50%に達した。このGPIFのポートフォリオの多様化、海外証券投資シフトにゆうちょ銀行をはじめ多くの機関投資家が追随した。

「デフレ均衡」＝技術進歩と生産性向上の果実の海外漏出

以上のように日本には技術革新と生産性上昇の成果が残らず、海外に漏出するという形の均衡状態が20年余りにわたって続いたのである。その結果日本は国内の停滞とは裏腹に海外投資を積み上げ、世界最大の対外純資産国となった。大英帝国と同様、海外投資によ

(図表15) 主要国対外資産残高推移



る金利生活国となったのである。

国内設備投資過去最高の伸びに

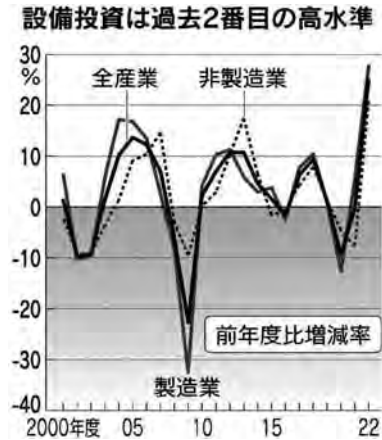
この恒常的資本流出・ビジネスチャンス流出のメカニズムが2022年の円急落により、終わりを迎えつつある。第一に企業投資の重点が、海外から国内へとシフトしつつある。円安により世界の需要が圧倒的低物価国日本へとシフトし、国内での設備投資が急増し始めている。

企業の国内における設備投資意欲は急激に高まっている。政策投資銀行、日銀短観、日経新聞など各種の設備投資調査では、既に2022年において設備投資が過去最高レベルの伸びとなっている。円安定着が確信される2023年には、企業はより国内投資に本腰を入れるだろう。総額1兆円に達するTSMCの第一次熊本工場建設に続いて第二のより先端の工場建設の意向が伝えられている。

加えて、夢物語に聞こえるかもしれないが、日本政府のドル売り介入が進行すれば、総額1.2兆ドル（180兆円）もため込まれた外為特別会計が保有する米国国債の売りで資本回収が加速される。無駄に保有されているこの巨額資金が売却されれば、為替実現益50～60兆円と、投資元本回収の120兆円、合計180兆円という巨額の余裕資金が生まれる。これを喫緊の課題であるハイテク・ゼロカーボン・インフラ投資などの原資として投入すれば、日本のテクノロジーは一気に世界最先頭に立つことも可能となる。

このように円安進行は、日本経済に全く寄与しない形でため込まれていた巨額の対外資産の国内還流を引き起こし、日本に固く定着したゼロ、ゼロ、ゼロの「デフレ均衡」を瓦

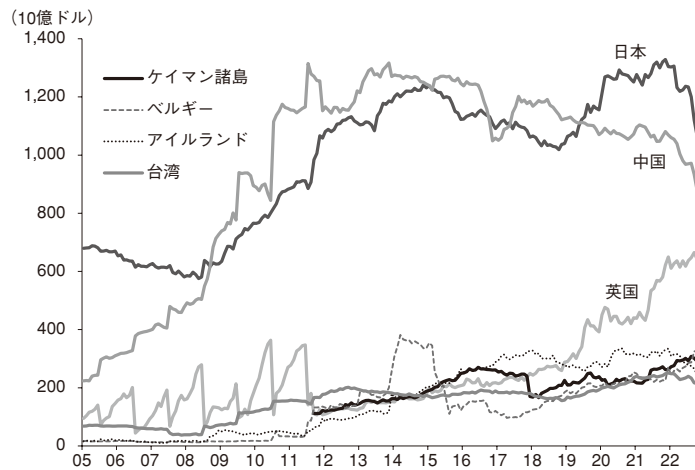
(図表16) 日経新聞設備投資調査



(注) 22年度は計画

(出所) 日本経済新聞社 2022.6.21

(図表17) 主要国米国国債保有額推移



(出所) 米財務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

解させるトリガーになる、と考えられる。この趨勢に水を差さない政策が強く望まれる。

まとめ

以上の考察をまとめれば、2022年のドル高と円安には、短期循環論では補足できない、構造的、能動的側面が作用していたことが明らかである。為替変動とその方向に関しては

為替は金利やインフレなどの要因に対して従属的に動くものの、長期トレンドと為替水準に関しては構造的、能動的側面が大きく影響してきた、と考えられる。ドル相場、円相場のこの構造的、能動的側面は2023年になっても大きく変わることはないだろう。

2023年初めに一定のドルの反落、円高が見られたが、ドル高、円安の基調は変わらないと考えられる。「米国の旺盛な消費喚起による世界経済けん引」、「米中対立下で必須の日本復活」、という神の意志がドルと円の長期トレンドを規定していくのではないだろうか。

