

国際通貨体制の変容と日本大復活

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

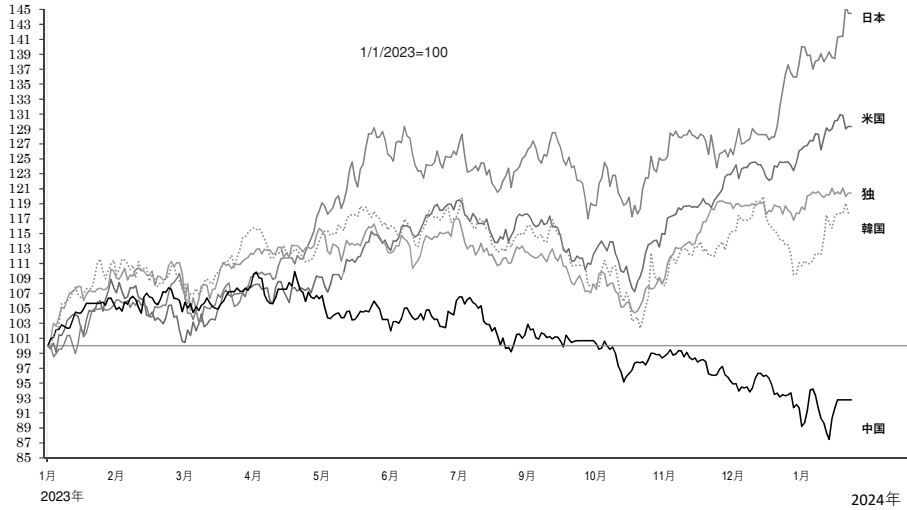
(1) 日本株持たざる恐怖が引き起こす好需給、地政学激変が日本の神風に

年初来日本株は飛躍を続け、2月13日には、34年前の日経平均史上最高値まであと1,000円に迫った。日本株のばかげているほどの割安さにより人々は気づき、日本株を持たざるリスクを恐れるようになった。外国人投資家、家計、企業、機関投資家など、全投資主体が日本株に向かってラッシュし始めている。アベノミクスが始まった2013年以降日経平均株価は9,000円から36,000円へと4倍になった。加えてフロー面でも、預金の利率ほぼゼロであるのに対して、株式は配当利回り2%と圧倒的に有利である。財産を株式投資に回すか、預金においたままにしておくかにより、大きな格差がついている。財産形成に後れを取っていることに焦りを感じ始めている人々が行動を起こし始めたのである。

日本株への熱狂は10年前に始まっていてもおかしくはなかった。2013年以降のアベノミクスの時代に、日本企業と経済は大きく体質を改善させた。改革と新ビジネスモデルの構築により、企業利益率は2.5倍になり、過去最高利益を更新し続けている。株価の極端な割安さも10年前から変わらない。それなのに今のような日本株熱狂は起きなかった。

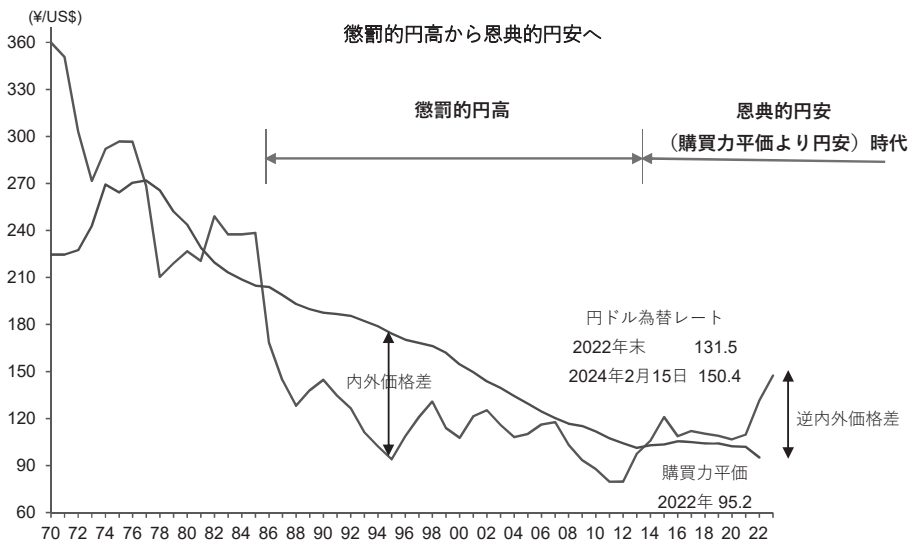
なぜ今なのだろうか。企業利益とバリュエーションの安さを必要条件とすれば、十分条件が満たされたからと考えられる。十分条件とは、米中対立から始まる一連の変化である。かつて日本たたきに狂奔した米国が、対中デカップリングのために強い日本を必要とし、そのための円安を容認するようになったのである。過去30年間に中国+アジアNIES（韓

(図表1) 主要国株価推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表2) 超円高から超円安への大転換

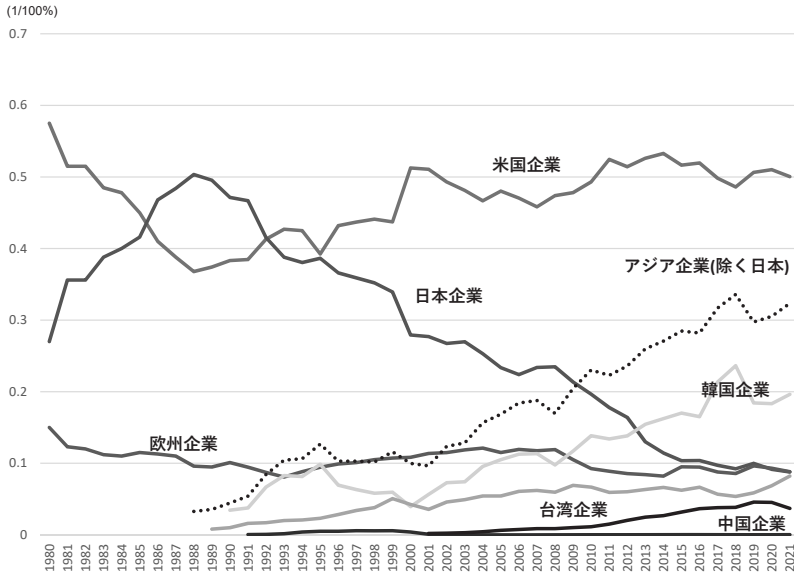


(出所) OECD、武者リサーチ

国台湾香港) の台頭が顕著であったが、それは日本の競争力衰弱によって実現した。この一人被害者日本の状態が逆転する。

総力を挙げて脱中国の供給体制構築が進められ、国際分業が抜本的に作り変えられてい

(図表3) 世界半導体メーカー国籍別シェア推移



(出所) ガートナー、OMDIA資料より武者リサーチ作成

く。中国に代替できるハイテク製造業の産業集積を構築できる国は日本しかない。円高で日本から海外に逃げて行った工場や資本、ビジネスチャンス、雇用が、円安によって日本に戻ってきつつある。企業収益と設備投資は空前の水準に達した。インバウンドを増加させ、外国人観光客が日本の津々浦々の地方内需を刺激する等、最も安い国になった日本に向かって、世界需要が集まっている。円安により日本の賃金は著しく割安になり、日本企業は賃上げ余力が大きくなった。大幅な円安の定着により、円高が原因となったデフレの時代がはっきり終わった。日本の経済展望に人々が確信を持てるようになったことで、株式熱狂の十分条件が満たされたとと言える。

今の好投資環境は地政学情勢の変化抜きには考えられない。地政学起点説を疑う人もいるだろう。しかし半導体ブームは、全ての専門家が、「技術なく、人なく、需要なく、アニマルスピリットもない日本の半導体産業は終わった」と確信していたところから始まった。2021年4月の菅バイデン会談、同年5月の自民重鎮AAA（麻生氏、安倍氏、甘利氏）主唱による自民党半導体議連の立ち上げ、同年10月のTSMCの熊本進出と政府の巨額補助、ラピダス創設と政府支援、IBM、IMECの全面技術支援、マイクロン、キオクシア、サムスン等に対してまでも政府補助等など、バクトルが揃いすぎている。また突然の円安も誰も予期できなかった。日米金利差拡大のタイミングではあったが、この変化幅の大きさ

は想像を絶した。時あたかもドルヘッジコストが急上昇し円先安観測が定着した。米財務省は巨額の日本の対米貿易黒字が続いているにもかかわらず、為替監視リストから日本を除外した。こうした状況証拠から明らかなのは、米国筋書きの日本産業復活劇が進行しているということである。

地政学が明確に経済活力の起点になった先行例は朝鮮戦争である。単なる特需に止まらずその後の国際分業における日本の地歩の顕著な向上をもたらしたが、今回も類似している。そもそもかつて世界の半導体大国、最先端のハイテク産業集積を誇った日本の凋落も、米国による日本たたきにとその手段である超円高によるもの。これが大逆転したことの意味は、朝鮮戦争勃発と冷戦勃発時に匹敵するほどの意味を持つかもしれない。

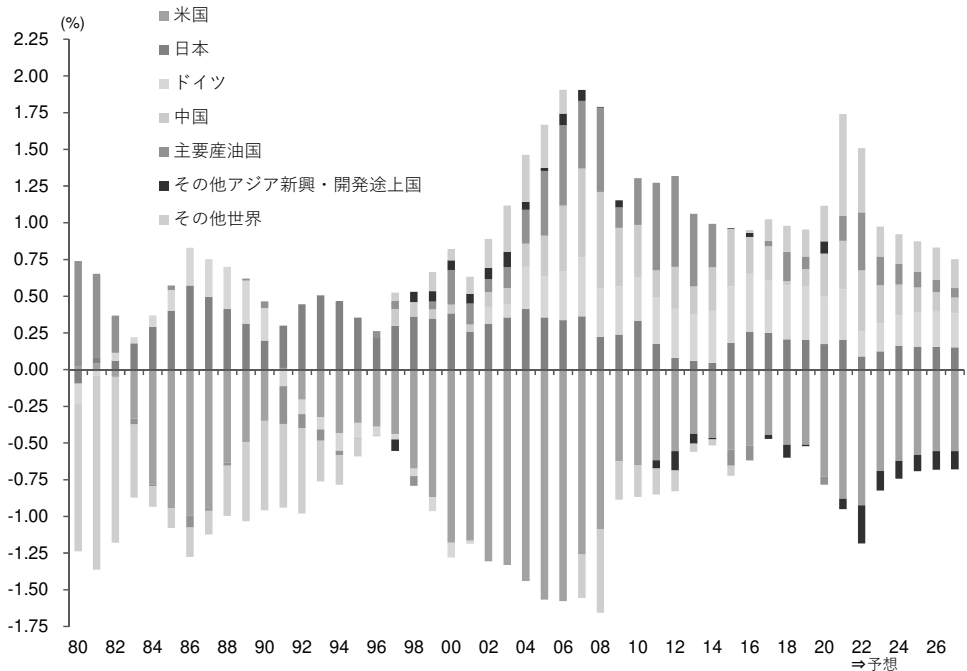
(2) 米中対立に帰結した二つのニクソンショック

日本における地政学分析以上に重要なことは、戦後世界秩序と国際通貨体制の変遷の考察である。米中対決は1971年のニクソンショック（その後のレジームをポストニクソン体制と呼ぼう）がもたらした当然の帰結とも言えるからである。

戦後体制は1945年からの26年間の第一次戦後体制と、1971年から今日までの52年間の第二次戦後体制（ポストニクソン体制）に区分できる。ポストニクソン体制の世界政治経済秩序の骨格は1971年の二つのニクソンショックによって形成された。しかしそれは中国の「フランケンシュタイン」化と米国覇権に対する挑戦、米中新冷戦の勃発によって、維持することができなくなった。世界は今ポストニクソン体制に代わる新たな秩序が模索される時代に入っている。

第一のニクソンショックは米中国交回復である。ニクソン大統領は国連安全保障理事会常任理事国であった中華民国（台湾）との国交を断絶し、世界秩序の中に共産中国を招き入れた。経済発展が中国の民主化を促し、中国がいずれ世界のリベラルデモクラシー秩序の担い手になるとの期待に基づくこの政策は、50年後に大いなる誤りであったことが判明した。またこの日本頭越しの米中連携は、同盟国日本外交に禍根を残した。30年後の2003年に明らかにされたニクソン訪中機密議事録によれば、1972年に訪中したニクソンは「我々の政策は、日本が経済的拡張から軍事的拡張に進むことを可能な限り抑止する」「日本が台湾独立運動を支持することを思い留まらせる」「日本を抑制することが太平洋の平和にとって利益になる」「日本に米軍がいなければ日本は米国に意を払わない」（10/3/2016読売新聞、出口治朗氏）等と述べている。中国に対する敬意と同盟国日本に対する警戒があらさまに語られている。

(図表 4) 主要国の経常収支対世界GDP比推移



(注) 主要石油輸出国はアルジェリア、アゼルバイジャン、バーレーン、イラン、イラク、カザフスタン、クウェート、リビア、オマーン、カタール、サウジアラビア、シリア、トルクメニスタン、UAEを含む

(出所) IMF、武者リサーチ

第二のニクソンショックはドル金交換の停止である。基軸通貨ドルは金の裏付けが失われたことで、大暴落する懸念が語られた。しかし金の縛りを離れたことで輪転機を回してのドル散布が行われたほどには、ドルの価値は下落しなかった。図表4は世界のGDPに対する主要国の経常収支比の推移であるが、米国だけが唯一最大の債務国として一手に対外債務を積み上げてきたことが明瞭である。米国は1980～1990年代には日本の、2005年以降は中国の巨額の対米貿易黒字を指摘し相手国の通貨の割安さを非難したが、自身の赤字削減の努力はなされなかった。これはドル基軸通貨体制の下での変動相場制が、非対称、不公平のものであったことを物語る。

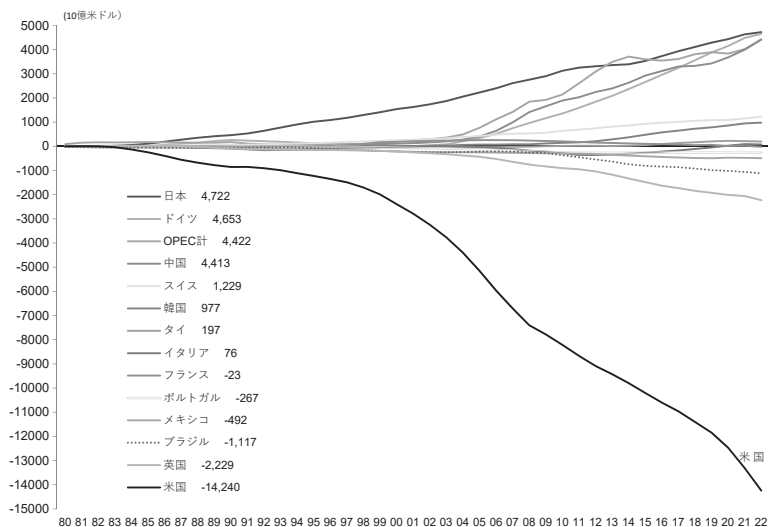
変動相場とは不均衡是正のメカニズムを内包している故にフェアであると信じられている。貿易赤字国の通貨は安くなることで赤字が減る、黒字国通貨は強くなることで黒字が減るといふメカニズムには説得力があった。赤字国は通貨安になることで、輸入物価が上昇し輸入が減る、また通貨安で競争力が強まることで輸出が増えるという理屈である（黒

字国は逆)。これを根拠として、米国は為替操作の疑いがある主要貿易相手国を監視し、時には制裁を加えてきた。かつて日本や中国は急激な通貨高を回避するための外貨介入により、米国国債保有を積み上げたが、米国主導の国際世論はそれを為替操作、ダーティフロートと非難した。

しかし過去40年間の歴史的事実は、この論理は米国だけには適用されてこなかったことを示している。本来であれば大赤字国の米国の通貨ドルは急落し、米国の輸入物価が急騰することで輸入に歯止めがかけられなければならなかったが、ドルの下落は限定的で米国の輸入のブレーキにはならなかった。その結果米国の経常収支赤字は増加し続け、ニクソンショック後50年を経て、世界には各国の巨額の対米債権と、米国の巨額の対外債務が積み上がった（図表5,6）。これこそが米国による世界に対する成長通貨ドルの供給そのものであった。

この米国の対外債務の増加、換言すればドルの散布は世界経済にとって望ましい結果をもたらした。1980～90年代に日本が対米輸出で経済飛躍を遂げ、1990～2000年代には韓国、台湾、香港などのアジアNIESが離陸し、2000年代後半の北京オリンピック以降中国経済が高成長を遂げたが、その起点はすべてドルの散布にあったと言える。中国が世界の製造

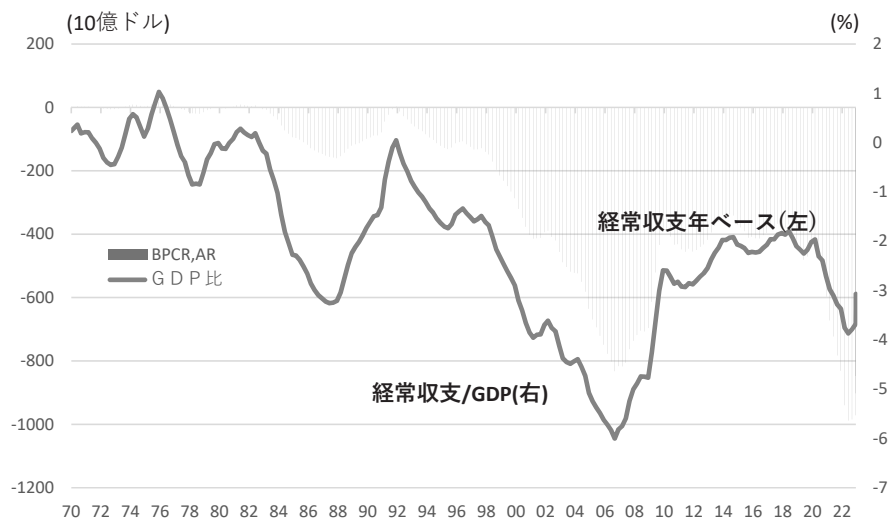
(図表 5) 主要国経常収支額累積 (1980-2022)



(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

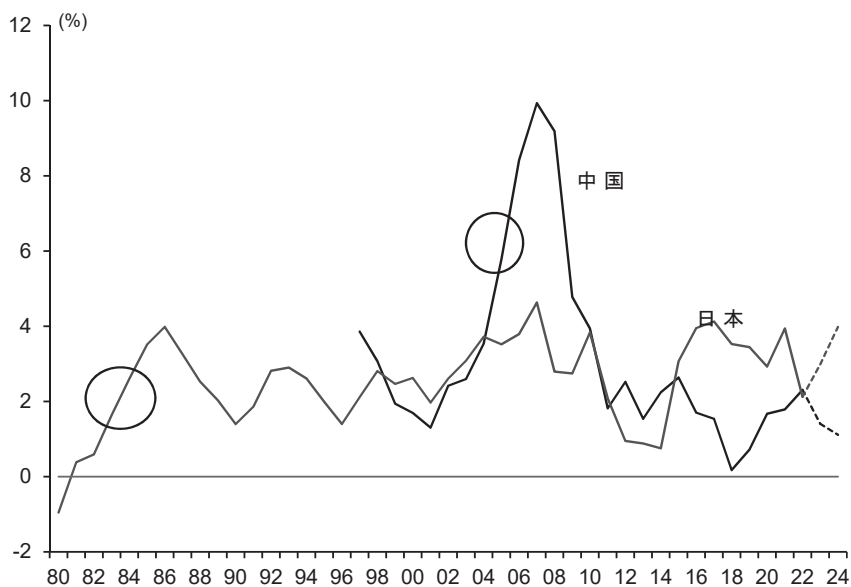
(出所) 国際通貨基金 (IMF)、武者リサーチ

(図表 6) 米国経常収支と対GDP比推移



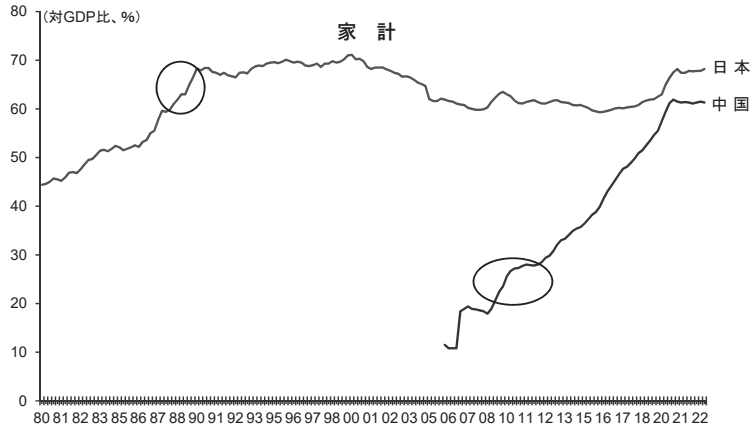
(出所) 米商務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 7) 日中経常収支対GDP比



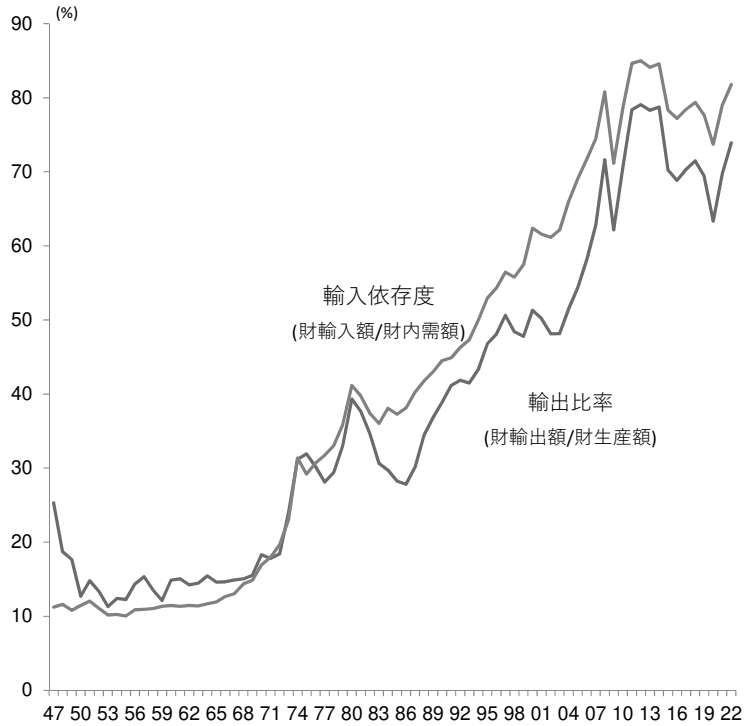
(出所) 米商務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表 8) 日中家計債務対GDP比



(出所) BIS、武者リサーチ

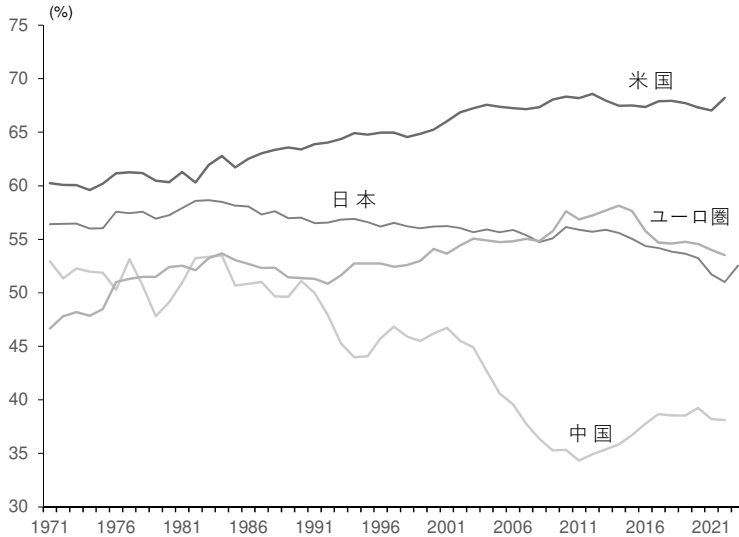
(図表 9) 米国の輸入依存度と輸出比率



(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

(図表10) 主要国消費/GDP比推移



(出所) 世界銀行、武者リサーチ

業生産のほぼ半分を担うというオーバープレゼンス、「フランケンシュタイン」化はまさしく第二のニクソンショックの賜物であった。このドルの垂れ流しシステムこそが現代のグローバリゼーションの本質と言える。

なお付言すればこの対米黒字の積み上がり、日本や中国における通貨の過剰供給をもたらし、その後の不動産バブル形成の原因になったことも銘記されるべきであろう。図表7、8は日中の対外経常黒字(対GDP)と家計債務(対GDP)の推移を示したものであるが、日本、中国ともに、両者の連動性がうかがわれる。

ドル散布は米国国内でも機能した。図表9に米国の財輸入依存度の推移を示すが、1970年代初頭のニクソンショックまでは10%にとどまっていた米国の財輸入依存度が2010年以降8~9割に達している。かつて衣料品もTVも自動車も大半を国内で作って自給自足体制であった米国経済が大きく開放化したのである。これにより太宗の製造業の空洞化が進んだが、それはIT、サービスなど新たな産業と雇用の勃興によりカバーされた。別の観点から見れば、米国製造業の空洞化が米国での産業構造の高度化を推し進めたともいえる。

米国消費もこれによって増加した。1970年代初頭米国消費のGDPに対する比率は60%であったが50年後の2023年この比率は68%へと大きく上昇した。安価な輸入品により米国消費者の実質購買力が押し上げられたことが寄与したのである(図表10)。

このようにポストニクソン体制によるドル散布は世界経済と米国経済の双方において成

長を促進するという大きな成果をもたらした。ブレーキの利かない米国債務拡大は、結果オーライであった。言うまでもないが借金には返済義務のある通常の債務と、返済義務のない債務がある。返済義務のない債務とは通貨発行（シニョリッジ）であり、米国は累計15兆ドルに上る債務増=通貨発行（いわば所得移転）を享受してきたのである。

(3) 転機に立つポストニクソン体制

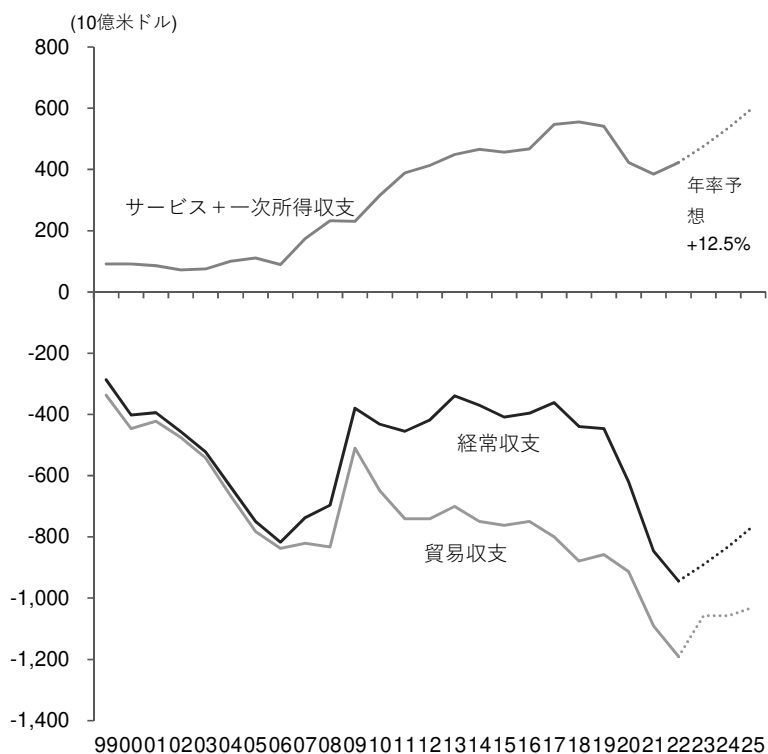
こうしたポストニクソン体制は二つの点で限界に立ち至った。まずロシアによるウクライナ侵略、中国による国際法侵害（南シナ海岩礁埋め立てによる人工島、軍事用再建設等）により中露を交えての国連安全保障常任理事会システムは成り立たなくなった。国連に代わる秩序維持機関創設は不可欠である。またポストニクソン体制下で続いてきた潤沢なドル供給に変調が現れ始めた。第一に米国での財の輸入依存度が8～9割に達し、もはや目に見えるモノの収支である財貿易赤字は限界に達した。今後の米国輸入は経済成長に見合ったごくマイルドなものになるだろう。第二に米国のサービス・所得収支（=目に見えないモノの国際取引）の黒字が、大きく増加していくと推察される。よって米国経常収支の赤字は減少していく（図表11参照）。それはドル供給のブレーキとなり世界的為替需給をドル余剰からドル不足へと変化させ、ドル高、ドル一強時代を開いていくのではないだろうか。

となるといかにして世界に成長通貨であるドルを供給できるのか、という問いが重要になってくる。今後の世界に対するドル供給のチャンネルとして今までの輸入代金に代わって、米国からの投資と融資のウェイトが高まるだろう。それは覇権国米国の立場を強めるものとなるだろう。そうしたことの結果起きるドル高は、覇権国米国の財政力を強化し、世界秩序の再構築の推進力となるという仮説が成り立つ。

さてこれから予想される、米国のサービス・所得収支（=目に見えないモノの国際取引）の黒字が、大きく増加していくと考えられる根拠を示しておく。それは世界最大の成長市場サイバー世界での米国の圧倒的プレゼンスに由来する。世界経済の最大のブライトスポットはアジアでもグローバルサウスでもなく、国境のないサイバー空間である。この急速に発展している知の塊であるサイバー空間、インターネット・AI等の分野において、米国は世界需要をほぼ独占し、その利用料金を釣り上げている。欧州や日本はインターネットプラットフォームの独占にペナルティーをかけようとしているが、代替供給者が自国に存在していないのであるから、無駄なあがきである。

2023年年初来の米国S&P500株価指数推移を見ると荒野の7人、The Magnificent Seven

(図表11) 米国輸入依存度と輸出比率推移



(出所) 米国商務省 (BEA)、武者リサーチ

をもじったGAFAM+NVIDIA、TESLAの年初来株価上昇率は7割に達した。他方残りの493社の株価は10%強であった。M7の突出した株価上昇をバブルと見る向きも存在しているが、それは一面的すぎる。米国には新産業革命により指数関数的拡大を遂げているサイバー主体の成長領域と、普通のセクターが混在していると考えれば、この株価格差は当然であろう。このように世界最強のサイバーの支配企業が獲得する米国のIPなどのサービス輸出増加、多国籍化した米国企業などが獲得する対外一次所得 (Primary Income) 収支の大幅黒字化等により米国の対外経常赤字は大きく減少していく可能性が強まっている。

(4) 米国経済の突出した強さと高金利がもたらすドル高、米国覇権の再強化に

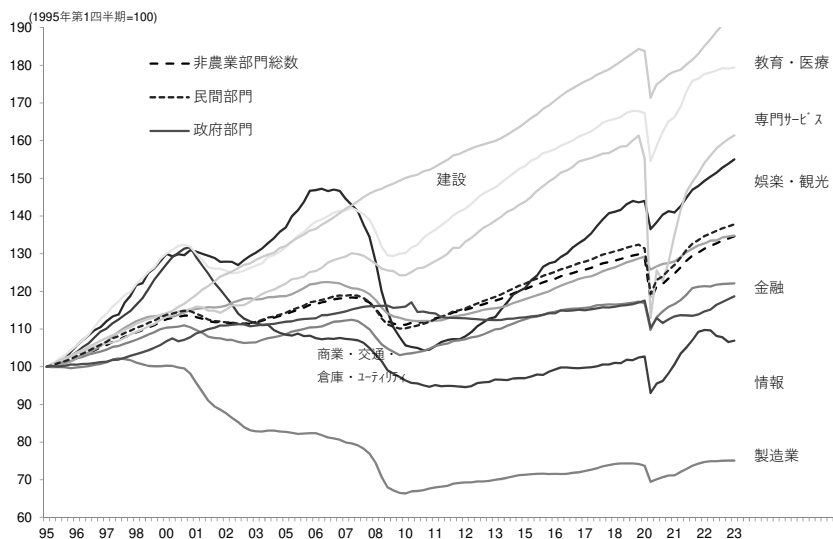
米国の新産業革命は米国の高金利を定着させることで、ドル高圧力を強めるという点も重要であろう。イノベーションの母国米国の経済成長率が他国を凌駕し始め、それによる高金利が米国への資金集中を促進し始めた。過去1年余りの間にFRBはFFレートを合計

で5%と過去最速ペースで利上げをしたが、米国経済は全く失速の気配がない。それどころかIMFによる2023年の米国経済見通しは、1年前の1.0%から直近では2.5%へと倍に引き上げられている。欧州経済や中国経済が顕著に減速する中で、米国経済の強さが際立っている。その強さの根底には米国で進行する新産業革命と企業の稼ぐ力の向上があると考えられる。

最大の牽引車はGDPの7割を占める消費である。雇用が堅調で家計の賃金収入が増加し続け、それが消費を押し上げているのである。雇用は過去の利上げ局面である2000年ITバブル崩壊時や、2008年のリーマンショック時とは大きく異なり、情報を除く全産業で力強く増加している。かつてない「消費増⇔雇用増」の好循環が成立しているようである（図表12）。それを支えているものが、堅調な企業収益、抑制されている労働分配率、増加が続く企業部門のフリーキャッシュフローである。政府による社会保険支援増額、更に、Chips法、IRA（インフレ抑制法）による産業支援など財政需要増加も寄与している。

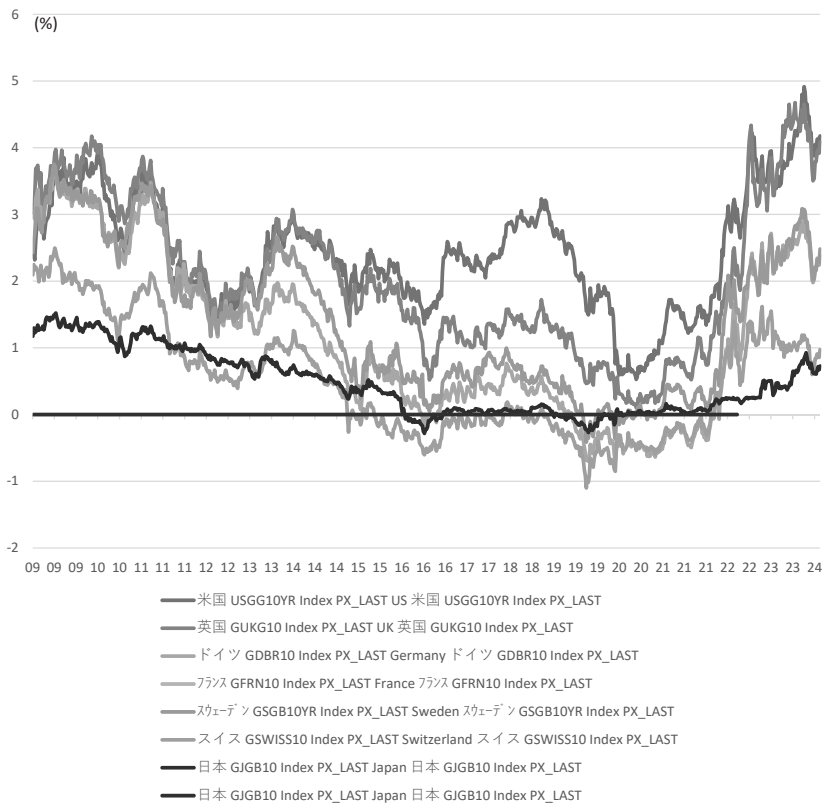
図表13に見るように米国金利は主要国中イタリアとともに最も高くなっているが、この高金利はインフレや財政信認の低下などのリスクプレミアムの上昇によるものではなく、米国の潜在成長率の高まりによるものである公算が濃厚である。よって高金利の米国に世界の資本が集中し、株価を押し上げていると考えられる。なお何故、米国の高金利が悪い高金利（インフレや財政信認の悪化に基づくリスクプレミアム上昇が原因）ではなく、良

（図表12）米国セクター別雇用推移



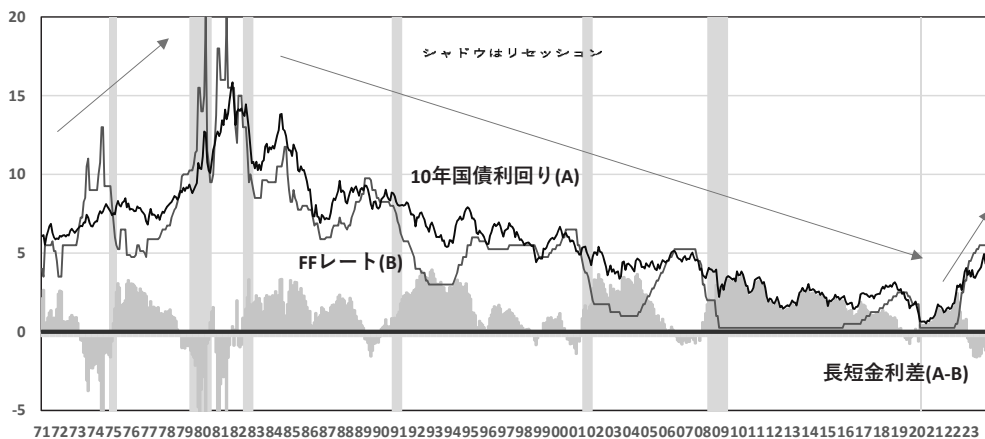
（出所）米国労働省、武者リサーチ

(図表13) 主要国長期金利推移



(出所)ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表14) 米国長短金利と金利差の推移



(出所)ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表15) 金利上昇・下落のマトリックス

	金利上昇	金利低下
良い (株高)	<ul style="list-style-type: none"> ・景気拡大 ・潜在成長率上昇 <p>➡今?</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・貯蓄増加 ・インフレ低下 ・財政(国家)信認の向上 <p>➡1980~2020</p>
悪い (株安)	<ul style="list-style-type: none"> ・貯蓄低下 ・インフレ上昇 ・財政(国家)信認の低下 <p>➡1970年代</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・景気悪化 ・潜在成長率低下 <p>➡'90,'01,'08リセッション時</p>

い高金利（潜在成長率の高まり、投資資金需要の高まりが原因）なのか、の説明は紙数の関係で別の機会に譲りたい。分析の結果を図表14、15に示しておく。

付論) トランプ氏に米国覇権放棄の選択肢はない

米国大統領選挙において孤立主義的傾向を持つトランプ氏の優勢が、人々を不安にしている。トランプ氏はウクライナからの撤退を主張している。となればより大きな犠牲が予想される台湾防衛にどこまでコミットするか、信用できないのだろうか。武者リサーチはトランプ氏であっても誰であっても次期米国大統領に台湾放棄の選択肢はないということを強調したい。中国の台湾併合が成功し日韓のシーレーンが核保有国中国に支配されれば、日韓は中国の軍事的影響下に入る。それは米国が世界の成長センターであるアジアから撤退することを意味し、米国覇権は終わる。ドル覇権は崩れ、人民元経済圏が優勢となっていく。

それは世界最大の債務国米国に対する各国の債権取り立てを一気に強め、ドルの大暴落を引き起こす。米国で強烈な輸入インフレが起き、米国経済の世界プレゼンスは急収縮する。米国人の生活水準の急激な悪化は避けられない。

米国は巨額の対外債務を積み上げているが、基軸通貨であることによりその債務履行に債権者は全く不安を抱いていない。しかし一度ドル覇権が終わるとなれば、その債務返済額は膨大となる。この巨額の返済義務のない借金と言う特権を米国が手放せないことによって、どのような犠牲を払ってでも米国は台湾にコミットせざるを得ないのである。トランプ氏のMAGA (Make America Great Again) にとってドル覇権維持は生命線であることを強調したい。