

## ストラテジーブレティン (203号)

## トランプ政権の本質とドル高

多くの市場参加者にとって想定外のドル高が進行している。武者リサーチは長期的ドル高時代が始まると主張してきたが(ストラテジーブレティン 173号 2016年12月14日「2017年情勢の基軸、強い米国経済、強い大統領、強いドル」、175号 2017年1月12日「トランプ政治の影の主演、強いドル」、177号 2017年2月3日「トランプ政権の本質、保護主義ではなく帝国主義～守りではなく攻撃～」)、195号 2018年3月5日「円高論に対する懐疑」など)、その可能性がいよいよ強まっている。

## (1) ことごとく覆されるドル安論の根拠

現在の情勢はかねてからのドル悲観論者の根拠をことごとく裏切るものとなっている。

- 1) 景気拡大10年目と戦後最長になった米国経済がリセッション入りする、
- 2) 低インフレ・低金利・資産価格のバブル化が格差拡大と成長率の低迷と同時に進行しており、それは米国資本主義の衰弱を示す、
- 3) ドル高7年、ドル安10年の長期ドル循環は2017年からドル安局面に入った、
- 4) 貿易戦争、関税引き上げはドル安をもたらす、
- 5) トランプ大統領の保護主義は米国通貨安を必須とする、

などは全てが誤りであることが明白になりつつある。

米国経済がリセッション入りする兆候は今のところ皆無、最低2020年まで景気拡大が続くという見方はすべてのエコノミストとFRBなど当局で共有されている。米国経済がインターネット、AIなどの産業革命の母国であり世界で最も経済活力にあふれていることも今更、説明する必要はない。

また循環論からのドル安論が根拠薄弱であることは、ブレティン195号で以下のように説明した。「円高論の最大の根拠は長期ドル循環の波動がすでにドル安局面に入っている、というものである。40年余りのドル循環を振り返ると、ドル高7年、ドル安10年がサイクルであり、それを当てはめれば、2011年から始まったドル高は2017年にドル安に転換したというわけである。しかし、ドルの長期循環を支配してきた主要因は米国経済事情と政策の優先順位であった。米国国内経済の充実期は、インフレ抑制、バブル警戒、対外投資促進に優先順位が置かれ、金融引き締め、ドル高が対応した(1978～1985年、1995～2001年、2011年以降)。逆に国内経済不振時には、景気てこ入れ、デフレ回避、輸出競争力強化に優先順位が置かれ、金融緩和とドル安が対置された(1973～1978年、1985～1995年、2001～2011年)。では現在の米国経済情勢と政策の優先順位はどうだろうか。米国経済が充実期であり、デフレよりはインフレのリスクが高く、資産バブル警戒にますます重点が置かれていることは明らかである。とすればドル高に筋があるということになる。今回のドル高の起点がいつかも重要である。2011年から2014年まではドル高といっても底這いに等しく、米国の超金融緩和(QE)の下でドルは歴史的安値水準で低迷していた。本格的にドル上昇が始まったのは、QE3が終わりFRBのバランスシート拡大が止まった2014年後半からである。事実上のドル高は始まってからまだ3年余りともいえるわけで、長期ドル安局面に入ったとする議論は説得力があるとは言えない。

株式会社 武者リサーチ

代表  
武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818

直通電話 (03) 5408-6821

E-mail: [musha@musha.co.jp](mailto:musha@musha.co.jp)  
[www.musha.co.jp](http://www.musha.co.jp)

〒105-0021

東京都港区東新橋 2-18-3

ルネパルティーレ汐留 901

経済のファンダメンタルズを分析すれば、ほとんど全てがドル高要因である。①金融引き締め、財政拡大のポリシーミックスは典型的通貨高要因、②金利、景況感は先進国で米国が最も強くそれはドル高と整合、③米国企業の世界的収益力の強化により経常収支改善傾向、④先進国で最も金融引き締めのなものは米国、などである。」(ブレティン 195号)

## (2) 「保護主義」や関税は、かえってドル高を招く

唯一未だに生き延びているドル安論の根拠は、トランプ政権の保護主義的政策がドル安をもたらすというものであるが、それこそが今は正されるべき最大の謬論であろう。

そもそも自由な為替市場の下では保護主義はかえって自国通貨高を招くというものが、経済学的には正しい理解であろう。かつての1930年代の世界恐慌時に通貨切り下げ競争による近隣窮乏化政策が展開された。また日米貿易摩擦時には、日本に対する米国のプレッシャーの中心が円高圧力であった。このために、米国の貿易摩擦イコールドル安政策との連想が市場に働いている。しかしそれは経済学的には非論理的というべきである。

昨年国境税が議論されていた時、WSJ紙上で、マーチン・フェルドシュタインハーバード大学教授は、国境税は米国の貿易赤字を減少させないと主張した。「貿易収支は一国の投資と貯蓄のバランスで決まるのであり、国境税は直ちには投資や貯蓄には影響を与えないので貿易収支は不変である、と考えられる。とすれば国境税導入の効果を相殺する為替の変化が当然のこととして起きる事になり、ドルは上昇するはずということになる」(1.9.2017)。

それは今回の対中関税引き上げにも当てはまる。つまり、通商規制や関税強化を導入したとしても、その効果は相手国通貨の下落によって相殺されてしまい、結局競争力に変化は起きない、というものがオーソドックスな経済学的理解である。実際、NAFTA再交渉が膠着して以降、メキシコペソ、カナダドルは大きく下落し、むしろメキシコ工場、カナダ工場の競争力を強めているのである。

## (3) 強いドルが米国の国益という時代

「ムニューシン財務長官が1月ダボス会議で突然ドル安が望ましいと発言し、市場を驚かせた。これをもって米国が保護主義に走り、通貨切り下げ競争の先陣を切るかのように受け止められたのである。しかしそうだろうか。米国は、今や必要物資の8~9割を輸入している。その大半は米国国内に全く供給力がない。つまり米国は他国と価格競争をほとんどしていないのである。ゆえに通貨切り下げが貿易収支を改善させるなどということは起きようもない。1980年代のレーガン時代には米国は必要物資の6割程度を国内生産しており、国内生産者を支援するためのドル安政策は意味があったが、今は全く事情が違うのである。(ただ対中だけは通貨安(=人民元切り下げ阻止)を仕掛けているが、それは米中貿易摩擦において強い人民元維持がカギになるからである)。ではなぜムニューシン長官は、ドル安歓迎発言をしたのかだが、その理由は、リパトリ減税にあるのではないか。今回の税制改革によって、既に蓄積されている米国企業海外留保利益(約300兆円と推定)の国内送金時の税率が35%から15.5%に引き下げられた。それにより巨額の米国への送金需要、ドル需要の発生が予想されるが、その際に過度のドル高にならないように牽制をした、と考えられるのである。海外留保利益を米国送金する際にドル高になれば、米国親会社のドル手取りは減価する、また米国税収も目減りする。それを避けたいための方策であったと考えられる。

この点を除けばあらゆる点で米国にとってはドル高が望ましい。ムニューシン氏のドル安発言の翌日にトランプ大統領が、「米国経済はドル高がふさわしい、強いドルが米国の国益である」という見解を披歴した(一年間でトランプ氏の為替観は大きく進化した!!)。こちらが米国政府の本心であると考えられる。」(ブレティン 195号)

### かつてないドル高環境

「今ほど、米国にとって強いドルが国益であった時代は、変動相場制に移行して以来、なかったのではないか。理由は、①国際分業において相互補完分業が確立し、米国の独占的支配力持つ企業が世界市場を傘下に収めており、ドル高は安く買って高く売る(=交易条件改善)ことを推し進める、②トランプノミクスはインフレ圧力を高める(レーガノミクス時と類似)、③強いドルは世界を買い占めるのに有利(米国多国籍企業のグローバルM&A等)、④強い

ドルが米国のプレゼンスを一気に押し上げる(防衛支出有利に、米国の世界地位・世界GDP比シェアなどが高まる)、以上4要因による。

米国の国際分業上の位置が大きく強化され、もはやドル安は必要なくなっている。米国企業の競争力優位は歴然としている。インターネット、スマートフォン、クラウドコンピューティング、などの情報ネットインフラにおいては世界中の人々が(知的所有権を恣意的に扱う中国を除いて)、米国企業の提供するプラットフォームの上で、ビジネスと生活をしている。金融においても米国の突出した強みは歴然である。WSJ紙によると米国の大手企業の海外留保利益は総計2.5兆ドル(2015年)に達している。米多国籍企業の海外留保利益の膨大な規模は、財の貿易ではなく直接投資とサービス輸出で稼ぐ今日的米国企業の収益構造を端的に示している。

この強みが米国の国際収支を大きく改善させている。過去10年間(2005年から2015年)に、米国経常収支は-8067億ドル(対GDP比-5.7%)から-4630億ドル(対GDP比-2.6%)へと大きく改善したが、改善をリードしたのは金融・知的所有権料・ビジネスサービスなどのサービス収支と、直接投資、証券投資などの第一次所得収支の2部門である。今後サービス収支と第一次所得収支の合計額が過去10年間の年率12.5%のペースで増加し、貿易収支が今のまま横ばいで続けば、米国はあと6年で経常収支黒字国に転換することになる。基軸通貨国米国の経常収支均衡が視野に入り始めるとすれば、米国からのドル供給に急ブレーキがかかるのであるから、それは衝撃的である。」(ブレティン173号)

#### (4) ドル高は中国にデメリット、日本にメリットをもたらす

「ドル高のデメリットは主に海外において現われるだろう。米国経常収支が改善している中でのドル高は、国際的なドル調達難をもたらす。また各国通貨の減価によりドル建てで見た国際流動性が減少し国際的金融がタイト化する。またドルベースで世界経済の縮小や、海外でのドル建て債務の高負担化が起きる。各国は自国通貨を防衛するためには引き締めを余儀なくされるが、他方国内経済の困難に対処することも迫られる。結局各国は財政に依存した経済対策を強めざるを得ないだろう。

特に困難化すると思われるのは中国である。まず米国好況・ドル高・米金利上昇により中国からの資本流出圧力が高まらざるを得ない。人民元の下落は巨額の対外債務を負っている中国の経済主体にとっては、大きな負担増をもたらす。中国は4.6兆ドルと外貨準備高3.2兆ドルの1.4倍の対外債務を負っているため、ドル高・人民元安が続けば深刻な打撃を受けるであろう(債務がドル建てであれ人民元建てであれ、債権者 or 債務者に発生する損失は変わらない)。

そこで人民元防衛策を余儀なくされるが、それは二律背反となる。人民元の下落を抑制する政策は、ただでさえアジアの競合諸国に比して割高になっている中国の人件費を一段と高め製品の競争力を削ぐ。また通貨防衛をすれば国内金融は引き締まるが、それは不動産バブル崩壊リスクを高め、国内金融不安を顕在化させるかもしれない。通貨価値を維持しつつ国内経済のてこ入れを図るには、財政政策に一層働いてもらうしかない。中国の財政は比較的健全であるので、財政片肺の景気刺激ではあっても、数年間は経済の底割れは回避されるのではない。

しかし中国の困難は、通貨のみならずトランプ政権の対中貿易摩擦という方面からもやってくる。今日では米国の対外貿易赤字の5割を占める中国がトランプ政権の貿易摩擦の主な標的であることは明らか。知的所有権の侵害、サイバー空間での不正アクセス、国内市場の極端な閉鎖性とあからさまな政府による企業育成、外資投資規制を維持しながら世界の高技術企業買収を図るなど、中国の不公正な貿易通商慣行、などは批判と是正の対象になっていくだろう。実力以上の内需水準の維持を余儀なくされるので輸入は減りにくいのに、実力以上の通貨高の維持と貿易摩擦により輸出は一段と困難になるかもしれない。貿易黒字の減少、純輸出の減少は中国経済のあと一つの成長制約要因となる。

#### ドル高の恩恵は日本に現れる

他方ドル高の恩恵は、米国との間で競合商品を持っている国、特に自動車対米輸出国やドル債権保有国に現れるだろう。その最大の受益国が日本であろう。円ベースでの輸出単価の上昇により円安が企業収益の大きな押し上げ要因になることは言うまでもないが、より大きいのは日本の対外資産の増価である。日本の対外資産と負債の差額(純

資産)は 2.88 兆ドルと世界最大級であり、この差額分はそのままドル高となれば、円ベースで増加する。10%のドル高で 2880 億ドル(=25 兆円)の差益が発生する計算となる。それはほぼ 4 兆ドルに上る海外証券投資の元本増価、直接投資・証券投資から生まれるインカムゲインの増価となって日本経済を大きく支えよう。」(ブレティン 173 号)

## (5) トランプ政権の本質、米帝国再構築の野望

「そろそろ「弱体化する米国経済の下で不満が高まりポピュリスト政権が誕生した」というステレオタイプ化した考え方を改めるべきではないか。トランプ政権の神髄は「弱いアメリカ→守り・保護・孤立」ではなく、覇権国アメリカを強化するという攻撃性にある。彼が横暴に見えるのはその攻撃性があからさまであるからであろう。「オバマ政権の 8 年の間に、世界はより危険になり、米国の経済軍事的プレゼンスは大きく低下した。そのしわ寄せが米国国内雇用にも及んでいるとすれば、その枠組みを力づくで変えなければならない」というトランプ政権の目指すところはアメリカ帝国の再構築という表現が最もふさわしいのではないか。現代の帝国とは第二次大戦前の植民地支配を意味するのではなく、国境の外に強い影響力を確保することで国益を追求する明示的な国家戦略と定義されるが、そうした狙いを潜在的に持っているのは、米国と中国だけである。帝国は国境内の中枢地域と国境外の辺境・周辺地域に分かれ、両者の間に明白な優劣がある。価値観・経済力・軍事力で優位にある中枢が、辺境・周辺に対して一方的影響力を持つことが正当であるという論理である。トランプ氏が大統領就任演説において価値観も世界戦略も語らなかつたからと言って、彼に戦略性がないと決めつけるのは正しくはない。トランプ氏は明確に米国の優越性を認識し、それを維持・強化しようとしている。それはオバマ政権が理想とした米国が世界の警察官から降り、各国の協調で営まれる世界共和国的概念(global commonwealth)とは大きく異なる。

### 再度、アメリカ帝国主義 Pax Americana の時代に

そこで問われるのはトランプ氏の帝国主義的野望は正当か、実現できるのかだが、正当であり、実現可能と考えられるのではないか。無政府化シテロリストが割拠する中東、中国・北朝鮮の軍事的膨張、国家資本主義により歪められた世界通商基盤などを見れば、世界の民主主義を保証する警察官国、アメリカ帝国の必要性は世界中から求められている。またアメリカ帝国主義を実現する経済基盤がかつてなくしっかりしていることは、かねてレポートしている通りである。米国の産業競争力は、情報インターネットインフラで圧倒的競争力を持ったことにより、かつてなく強い。企業収益(企業における価値創造)は空前であり、世界の警察官たる装備を十分に整える財政的基盤がある。トランプ政権の保護主義的に見える二国間交渉による通商秩序の構築はただでさえ強い米国の産業基盤をさらに強くするという、攻撃性、帝国主義の衝動と考えるべきであろう。いうまでもなくトランプ氏のアメリカ帝国主義の野望は、強いドルが整合的かつ不可欠であり、トランプ政権は保護主義的だからドル安を望んでいるという見解は、いずれ是正を余儀なくされるであろう。」(ブレティン 177 号)

### (補論) 強い通貨の存在が帝国の証

(「結局勝ち続けるアメリカ経済 一人負けする中国経済」筆者著 2017年 講談社より)

帝国が帝国たりうる最大の要件は何だと思えますか。それは、強い通貨を持っているかどうかです。トランプ大統領が、本当にアメリカ帝国をつくろうと考えているのだとしたら、弱い米ドルでは話になりません。古今東西、帝国支配をしてきた国の通貨は、強いものと相場が決まっているからです。歴史上の帝国として有名な古代ローマ帝国を例に挙げてみましょう。現在、私たちは 2 つの点において、古代ローマ帝国の遺跡を認識できます。

ひとつは帝国中枢の壮大な構築物です。水道橋やコロッセウム、その他、石造りの建物が、今も利用可能です。このようなとてつもない構築物を、ほぼすべてにおいて石造りにしており、人力でこれらを運び、造ることができたというのは、古代ローマ帝国が、本当の意味で豊かだったからに他なりません。そして、もうひとつの遺跡が「貨幣」です。ローマ帝国の辺境とみなされていた地域からは、今も古代ローマ時代の貨幣が、どんどん出土されています。それも、金や銀といった貴金属をほとんど含まない、青銅製貨幣です。

では、なぜ古代ローマ帝国の貨幣が、辺境の地からどんどん出土されているのでしょうか。

それは、古代ローマ帝国の時代には、すでに貨幣経済が広まっていたという証拠であり、当時から富の集積と移転が、貨幣を通じて行われていたことを意味しています。

当時、古代ローマ帝国の中枢から、辺境の地に輸出するものなど、何もありませんでした。あるとしたら、行政や軍事などのサービスですが、それに必要なコストをどのようにして賄っていたのかということ、そこで用いられてい

たのが貨幣なのです。

要は、金などを全く含んでいない通貨を、金相当の価値があるものとして、辺境の民に使わせたのです。それにより、辺境の地の富が、貨幣に集積されます。もっと具体的に言うと、古代ローマ帝国の中核で、それこそ1時間程度で作った貨幣を、辺境の地に持ち込み、そこで人々が1年かけて作った農作物と等価交換していたのです。お分かりいただけるでしょうか。1時間で作った貨幣でもって、1年分の農作物を買えるというのは、古代ローマ帝国の貨幣が、いかに強いものであったかということを意味しています。素材なんて何でも良いのです。とにかく、「この貨幣には、これだけの価値があるのだ」ということを、辺境の地に住んでいる民たちに思い込ませれば良いだけの話なのです。つまり、帝国が帝国たりうるためには、経済面から考えると、いかに強い通貨を持てるかという点に尽きます。強い通貨が無ければ、帝国は完成しないのです。

翻って、近年の米国はどうだったのかを考えてみると、確かに強い経済力だけでなく、世界最高水準の軍事力を持っていました。国力をトータルで見れば、今も昔も米国は、「帝国」と言うに相応しいだけの強さを持っていました。しかし、帝国を名乗るうえで相応しくなかったのが、米ドルの弱さです。対円で見ると、ブレトンウッズ体制の下で固定相場制が採られていた当時の米ドル/円は、1ドル=360円でした。そこから米ドルは徐々に切り下がり、1985年のプラザ合意では、その内容が発表された同年9月23日だけで、米ドルは対円で約20円も下落しました。さらに、1年後には米ドルの価値が急落し、1ドル=150円台で取引されるようになりました。ちなみに、プラザ合意前の米ドル/円は、1ドル=235円前後でしたから、プラザ合意は、その後のドル安トレンドを決定づけた歴史的な会合だったのです。その後もドル安は止まることなく、1995年4月には1ドル=79円75銭という安値を付けましたが、日本の通貨当局は徹底的なドル買い介入を行い、1998年8月には1ドル=147円台まで押し戻しました。

しかし、2008年のリーマンショック以降、ギリシャショックに端を発した欧州債務危機が起こり、リスクオフの円買いが加速。2011年10月31日には、1ドル=75円55銭をつけ、ドル最安値を更新しました。これが直近におけるドルの大底です。このように、米ドルは1973年の変動相場制移行後、38年間にもわたって、ひたすら下げ続けたのです。そしてこの間、米国は世界の警察官であり、経済力と軍事力の両面において超大国であり続けましたが、「双子の赤字」や「格差問題」、「産業空洞化」など、経済・社会面における問題点も多数抱え、ついには超大国の義務と責任ともいうべき、世界の警察官としての地位からも退くかのようなスタンスさえ、見せるようになりました。これがオバマ前大統領までの米国です。……

あまりにもドル安の必要性を言い続けたために、トランプ大統領は保護主義者というレッテルを貼られていましたが、ドル高が着実に進行する中、徐々にドル高のメリットが見えてくれば、通貨に対する認識も変わっていくでしょう。トランプ大統領が「強いドルは国益」というようになったら、いよいよアメリカ帝国も総仕上げの段階に入ったと考えて間違いのないでしょう。」

著作権表示©2018 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。