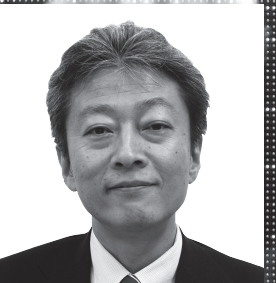


経営者目線 で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授職任。専門はマネジメント。

武藤泰明

不思議なことにドルが高い。なぜ不思議なのかというと、米国は現在中国と貿易摩擦、というより関税戦争をしている。相手は中国だけでなく、いろいろな国と衝突している。結果として、米国の経済は下押しされる、伸びないと思われる。

と影響が大きくなる。問題を起こした国への影響が最も小さい。考えてみれば迷惑な話である。たとえば、貿易摩擦の影響は米国より中国のほうが大きい。この結果として中国経済が減速すると、中国に輸出している国の経済がダメージを受ける。

連載 第47回

ドルが高い理由

ている。米国企業の株価は大きく下がった。にもかかわらずドルが高いのである。この理由は何なのだろう。

すぐ思いつくのは、貿易摩擦の影響は、米国以外の国のほうが大きいという点である。米国は経済大国なので、貿易摩擦の影響は実額としては大きい、パーセントでいうと小さくなる。これに対して経済規模の小さい国は、率でいう

ジを受ける。日本の輸出先1位は中国で、韓国は輸出の3分の1が中国向けである。ASEAN諸国の中にも、中国が輸出先1位という国が多いし、意外に思われるかもしれないがオーストラリアやチリも同じである。

理論的に、経済規模の小さい国ほど経済（GDP）に占める輸出の割合が高い。ベルギーはGDPと輸出がほぼ同額である。EUは域内の

のだが、実際には下がらない。この理由は、米国のFRB（中央銀行）が量的緩和をやめたことなのである。これが現在のドル高の2番目の理由である。

量的緩和とは、中央銀行が国債を買い、市中にキャッシュを提供することを指す（米国の場合は住宅ローン債権証書もあるが説明を簡単にするためにここでは考慮しない）。逆に量的緩和をやめるといのは、中央銀行が国債を売ってキャッシュを吸い上げることを意味する。中央銀行が保有する国債が満期になると、国から中央銀行にキャッシュが提供される。量的緩和が実施されていれば、中央銀行はこのキャッシュで国債を買っていたのだが、買わなくなった。結果として、中央銀行が保有する国債は満期を迎えたものから順に現金化され、保有国債残高は減少していく。そのぶん、市中のキャッシュが減少し、流通する国債が増えることになる。

前述のように、投資家が米国債を買い続けた場合、国債の人气が高いので需給メカニズムに従い、国債価格が上昇する。つまり長期金利が下がる（長期金利とは長期国債の利回りのことである）はずなのだが、一方で、FRBが量的緩和をやめ、国債を買わなくなったので、市中の国債は、米国の財政赤字を反映して増え続ける。つまり米国債の供給は多いままである。需要が強く、買われ続けても国債が供給されるので、国債価格は上昇しにくい。つまり国債の利回りが下がらないので、投資家は安心して米国

債を買い続ける。結果として、ドルが上がり続けることになる。ここでは、需給メカニズムは機能しない。これが際限のないドル高の理由である。

円はどうかというと、日本国債の利回りは政策的にゼロ近くに貼りついていたままである。投資収益はほぼゼロなのだが、日本国債の最大の魅力は、これ以上期待収益が下がらないという点である。他の国の株式は当然として、国債も利回りが変動する。つまり元本割れするリスクがあるのだが、日本の国債は元本割れしない。タンス預金のようなもので、もうからないが安全である。だから選好されるのだが、米国債は当然安全資産で、しかもゼロ金利ではないし、量的緩和収束のおかげで当面利回りが下がらないことが実質的に保証されている。日本国債を買うか米国債を買うかという判断の結果は、必然的に米国債である。

それに、日本国債は量的緩和のおかげで流通量が少ない。つまり買いたくても買えない。結果として、リスク回避のために日本株から逃避する資金は米国債に向かう。結果は円安、株安である。

○カネ余りのおわり

ではこの先どうなるのか。米国債の流通量が増えるといっても限界がある。結果として需給はタイトになり、長期金利は下がっていく。多少はドル安に振れるはずである。ところが、12月にEUも量的緩和をやめると

関税が撤廃されているので分業が進んでこうなっているのだが、EU以外の国でも、経済規模が小さければ輸出が多く、大国の貿易摩擦の影響が大きい。

○新興国にダメージ

このように、経済小国、典型的には新興国のダメージが大きいとすると、これらの国の通貨は下がることになる。現象としては、これらの国の国債や株式から資金が逃げる。行先は、影響の少ない国の国債である。つまり米国債になる。

逃避先が米国債であって米国株式でない理由は、世界経済全体のリスクが高まっているので、リスクオフ、つまり安全な資産にお金が集まりやすくなるためである。昨年末の米国の株安は企業業績見通しが下方修正されたためだけではないということだ。

国外の資金が米国債に向かえばドル高になる。そしてそうすると、新興国の企業が発行しているドル建て社債の金利が実質的に上がる。ドルが高くなれば、現地通貨での返済資金をこれまでより多く用意しなければならなくなる。企業収益が低下するので、新興国の株価はさらに下がることになる。

○量的緩和収束と際限のないドル高

さて、こうして米国債に資金が集まるとして、投資家が米国債を選好すると、需給のメカニズムによって、米国債の利回りは低下するはずな

宣言した。この宣言は2度目だが、今回は本格的にやめることになるのだろう。したがって、ユーロ建ての国債の流通量が増える。これが資金を吸収する。結果として、新興国の国債、社債や株式、そして先進国の株式に投下される資金の量は増えない。米国、日本、EUの量的緩和は世界に潤沢な資金を供給してきたのだが、それがもとに戻るといふことである。カネ余りが終わるといふことだ。

そしてこのような環境の下で、日本の金融政策は新たな難局を迎えることになる。日本も量的緩和をやめると何が起きるか。市中に国債が増え、長期金利が上昇する。円高になる。また株式から資金が国債に逃げるので、株安である。円高は日本企業の業績を下押しするので、これも株安要因である。

さらに言えば、日銀は国債を買い続けることができる（流通量が少なくなりすぎるためである）ので、ETF（上場投資信託）を買うことによって市中にキャッシュを提供しているのだが、ETFは株式によって構成されている。つまり日銀が日本の株価を下支えしている。量的緩和をやめる際、ETFの購入をやめることになれば、この下支え機能が外れる。加えて、すでに購入したETFを放出するなら、下支えが外れるどころか「逆流」することになる。日本株にとって、状況は三重苦といってよいだろう。現在の日本経済は企業だけが好調なのだが、量的緩和がおわれば様相は一変するし、たとえ量的緩和を継続しても、株価は下がるはずである。