



エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料  
2022年11月10日

## 現在の円安＝日本の国力衰退より、 将来の米国の国力衰退＝ドル安を懸念すべし

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

円/ドル相場が1998年の金融危機で日本売りが顕在化したところと同水準の148円近傍にある。当時は邦銀が国際金融市場で資金調達するときには、破綻リスクを上乘せたジャパンプレミアムを支払った時代で、株価暴落と合わせ日本売りと呼ばれた。

円相場がここまで下落した現実をどう理解すべきか。元財務官の渡邊博史氏は日本の国力衰退を反映すると主張する。9月以降に東京新聞、朝日新聞、読売新聞のインタビューで立て続けに自説を披露した。一方、日銀元政策委員の木内登英氏は『円安は国力低下のせいではない』というレポートを野村総研から出した。証左として東日本大震災のあった2011年に70円台まで進んだ円高を「国力低下の下で進んだ超円高」と表現した。

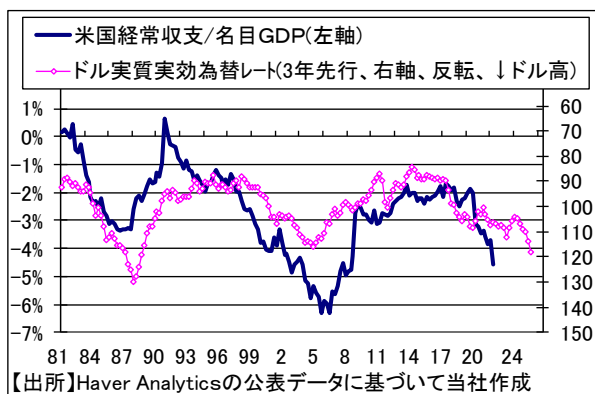
今年に入りドルはほぼ全ての通貨に対して上昇している。しかも、米国の強い産業競争力の象徴だったGAFANなどネット企業の企業収益は大きく傷んでいる。主因はクッキー規制や法人税脱法の抜け穴の封鎖など構造要因だ。今の米国には、インフレ高進、財政収支と経常収支の双子の赤字、アフガン撤退など1970年代に国力を喪失し世界秩序が大きく揺らいだ時代と多くの共通点がある。足元のドル高が米国の国力増強を反映するとは言い難い。

国力の主要な構成要素は産業競争力だが、通貨価値との関係は以下のように整理できる。そもそも、変動相場制はハンデ制だ。産業競争力が高く経常黒字を溜め込む国家は通貨高となりハンデを負う。経常赤字の国はハンデをもらって収支の改善に取り組む。そして、時間差を置いて、経常収支の黒字国も赤字国も収支の均衡に向けたメカニズムが作動し始める。その結果として、経常黒字の減る国は国力が低下、経常赤字の減る国は国力が増強される。

この文脈に過去の日本を置くと以下ようになる。日本は経常収支が恒常的に黒字だった1980-2010年頃にかけて国力が高まった。そこで円高という重いハンデを負い産業が空洞化して国力を喪失した。その結果、2021年以降はエネルギー価格の高騰など一時的な要因もあって経常赤字となり、日米金利差も材料となって円安が進行した。

少し専門的になるが、経済学にマーシャル・ラーナーの条件と呼ばれる基準がある。これは、通貨が下落した時に、貿易収支をはじめ経常収支がどの程度改善するかを示す関係式である。これが一定の基準を満たしていると、通貨の下落が輸出の増加を通じて景気を持ち上げる起点になる。戦後の世界経済では、何度も通貨危機が発生しているが、ほとんどはこの条件を満たす経済メカニズムが作動して危機を脱している。それほど強力な今の言葉で言うレジリエンスの起点なのだ。

ここから将来に関する2つの予測が可能だ。1つは日本に関してだ。日本はマーシャル・ラーナーの条件を満たすべく、今こそが踏ん張り所だ。人口減少や財政赤字など悲観論が強い中、インバウンドも含め輸出を経済再生の突破口



にすることが可能な情勢にある。もう1つは米国に関してだ。このままでは将来の米国の経常収支の悪化は必至の情勢だ。図表にあるように、かつて米国は経常収支が悪化すると、景気の悪化局面で責任を他国に押し付けてドル安を進めた。1985年はプラザ合意、2010年はオバマ政権が輸出増進計画を打ち出してドル安を押し進め国際社会から「通貨戦争」と批判された。今の米国はインフレの抑制が最優先課題なのでドル高をビナイン・ネグレクトしている。しかし、インフレの主因はサービス価格であり、ドル高によるインフレ抑制効果は極めて限定的だ。国力の衰退を懸念すべきなのは現在の日本より将来の米国である。(脱稿10月31日)以上

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。