

2017年3月1日

「ドル高」の意味 —投資環境の変化とマントラ

公益財団法人 国際通貨研究所
理事長 渡辺博史

先日外信のインタビューで、今後の米ドルの価値について、やや通説とは異なる見解を述べたが、ここで少し丁寧に説明しておこう。

「ドルは高い方が国益にかなう」という、いわゆるマントラ的公式表現は今でも使われ、財務長官候補者として先月見解を問われたムニューチン氏もそのように述べた。直前にトランプ大統領が「ドル安が望ましい」と述べたことに配慮して「短期的にはドルが高くない方が好ましい」と付言したようであるが、基本スタンスは「ドル高は良い」ということである。

また、真否不明であるが、トランプ大統領が真夜中に側近に電話を入れて「ドル高とドル安、本当はどちらが良いのか？」と尋ねたということも言われている。事実はどうか？

単純に一国の貿易（輸出）面を見た国際競争力だけの観点からは、通貨安の方が競争上有利である。しかし、生産能力が減衰している国にとっては「焼石に水」の面もあり、また部品、構成材、素材において他国からの輸入に大きく依存している場合には、仮に組立後の最終製品への需要が通貨安のために伸びたからと言っても、その需要の通貨水準への弾性値次第では、投入コストの「購入品値上がり」が最終製品の販売増による売り上げ増で埋めきれずに、かえって企業利益は落ち込むかも知れない。

いずれにせよ、通貨の価値水準が貿易の黒字、赤字で決まると思っているのは、前世紀の学殖をひきずった学者と米国議会くらいであり、日々の外国為替市場での取引量の10%から15%のみが貿易の決済に充てられ、大部分はポートフォリオの売買に向けられている現状からみて分かるように、主たる決定要因は別のところにあるということである。

それは広義の利便性、安全性、交換可能性、利殖性であり、ドル以外の通貨では、まだ、この特性全体の評価がドルを上回るものが現れないという現状にある。

という訳で、ドルに代わる通貨の出現にはまだしばらく時間がかかる。EUROが導入当初の価値下落を乗り越え回復した時には、「二重基軸通貨」の可能性をささやいた者もいたが、現在の惨状を見ると、これが単なる錯覚、早とちりに過ぎなかったことは明白となった。

では、この米国の「ドル高志向」は続くのだろうか？

これまで、米国が、特に米国金融資本が「ドル高は良い」と言い続けてきた背景には、世界全体の資金循環の中での米国の特異な位置付けがあった。世界全体から資金を低い利回りで調達し、それを先進国・途上国を問わず世界全体に投資し、収益を上げるという業務に従事した訳である

が、成長過程の初期段階にある途上国を中心とした経済にリスクを取りながら投資したことにより、高い利回りを享受してきた。この受け取り金額と支払コストの差が、金融技術と機関体力と集積効果による即時動員力（と勇敢なるガッツ）により、大きく維持され、他の国の市場を凌駕する高い収益をもたらした。前世紀末には、米国は海外資産がかなりの純負債超過になる中でも、受け取り・支払いのネット計算となる所得収支ではプラスを続けるという好循環を可能にした。

その時点では、米国に資金が集中して行くことが儲かるという意味で「良い」ことであり、そのためには「ドルは強い！減価しない！」というアピールを世界中の投資家に対して行うことが必要であった。

では、現状はどうだろうか？前世紀末の経済成長のコアとなつたいくつかの新興国は、成長の第一期を終え、成長鈍化期を迎える、あるいは高原状態への到達となつた。したがって、従来のような高い利回りをこれらの国々への投資に期待することは困難になつた。また、金利水準が全体として低下しかつイールドカーブがフラット化する中で、収支鞘が縮小し、収益が圧縮される状況となつた。

今後は、マントラのように「高いドル」を謳い、資金をウォールストリートに集めても、それをそこそこの利回りで運用することを可能とする投資機会という受け皿が新興国に存在しなくなっている。それに加えて、現在トランプ政権が行おうとしている（行おうとしていると、言われている）貿易抑圧的な政策は、世界全体の生産を縮減することにつながり、さらなる投資機会の減少、想定利回りの低下を導きかねない。

そういう中で、「強いドル」を標榜して資金を集めることが、合理的であるかどうかの吟味は始まろう。集めた金の持って行き先がないということになると、関与した金融機関の収益を圧迫する。一方、世界中の投資家に「米国に投資せよ！他国に投資したら、その生産品は輸入の際に差別する」と訴える政策を取るとするならば、我が米国への投資額の目減りをもたらす通貨（ドル）の下落はさせない、と言わざるを得ない。そうなれば引き続き「ドル高」志向が謳われることも考えられるが、その際に留意すべきは、その投資からもたらされる収益は米国の金融機関の懐に入るかどうかはわからないという点である。「ドル高」政策の推進者の中核であり続けた米国金融機関が推進意欲を維持するかどうか見極める必要がある。

まあ、少し先の話かも知れないが、何についても「有為転変」、世の中は大きく変わりうるということは心に留めておく必要がある。

(IIMA メールマガジンへの寄稿)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2017 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>