

- ・アメリカは、消費税（付加価値税）を導入していないので、他国との競争上、国境税の導入が必要。
- ・世界的に企業が儲かって株主資本利益率（ROE）は高位にあるのに、一〇年国債に代表される長期金利は低下の一途をたどっています……これまでの世界の金融、あるいは経済の常識が、まったく通用しない時代になった。
- ・アメリカの輸入依存度は九〇%弱。必要物資の一〇%強しか、アメリカ国内で作られていないのですから、もうこれ以上、海外生産にシフトしようがありません。
- ・アメリカの経常収支が黒字になる可能性。その後の世界の趨勢。

以下で詳述しますが、世界株式時価総額トップ10のうちトップ5はアメリカのインターネット・プラットフォーマーによって占められています。いずれも、ここ十数年のうちに設立されたベンチャー企業です。それがあつという間に経済産業の主役に躍り出ている。いかにアメリカがチャンスの国であるかを示す事柄です。

そして、時価総額トップ10にアメリカ以外からランクインしているのが、アリババグループとテンセント・ホールディングス。そう、中国のインターネット・プラットフォーマーの二社です。しかし同じインターネット・プラットフォーマーであっても、中国の二社は、いわば政商が所有する会社。政府の手厚い保護によって育てられた会社です。**中国で成功した企業は、すべて政商**といっても過言ではないでしょう。

国営企業は共産党官僚が営む政府機関そのもの。そして中国では、民間企業も政治の支援なしには成り立ちません。そもそも中国の主要企業には、表の組織の他に、裏の組織、つまり共産党企業委員会があり、裏の委員会が経営の決定に深く関与。徹底した監督、監視、検閲を行っており、党との良好な関係なしにはビジネスは成り立たないのです。

そのため、中国ビジネスに不正や賄賂が横行することは周知の事実。したがって、政治との関係が怪しくなると、あつという間に破綻する可能性もあるのです。

たとえばアメリカの老舗ホテル、ウォルドーフ・アストリア・ニューヨークの買収で名を馳せた安邦保険集団はその良い例でしょう。中国共産党幹部の子弟との関係が深い企業で、世界的な買収合戦を繰り返して急成長してきましたが、汚職追及という名のもと政争に巻き込まれ、ついには銀行取引が停止。結果、経営危機に陥り、経営者は行方不明……どうやら当局に拘束されたようです。**政治との関係性によって、企業はいつ富を奪われるか分からない**。そんな恐怖政治が支配しているのです。

この権力との関係性でビジネスも生活も律せられるのは、古代からの中国の伝統です。**権力に対する絶対的服従**という太古からの行動様式と、最先端技術、そして市場経済との奇妙な融合が、現代中国の強さであると同時にアキレス腱になっています。

このウィット

フォーゲルは、東洋では千年一日のごとく専制国家体制が続き、西洋のような発展がなかったのはなぜか、という「アジア的停滞」の原因究明に人生を捧げた学者です。

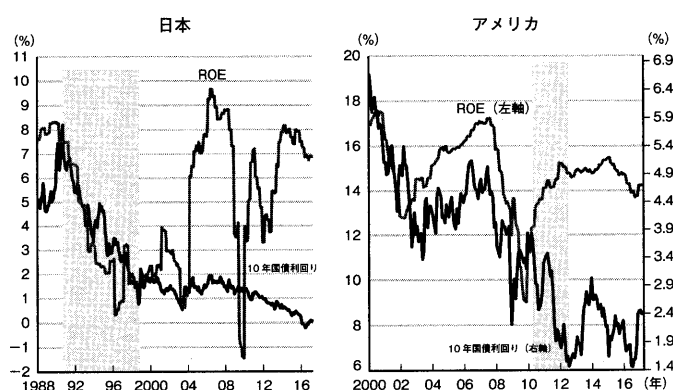
ウィットフォーゲルの結論とは何だったか？ 「アジアの農業における大規模な灌漑の必

要性が強大な専制権力を正当化し、長期にわたって持続させた原因であり、その強大な権力が個の発達を奪っている」としたのです。これが「水力社会論」です。

今後、中国経済において過剰投資という負の遺産が表面化し、右肩下がりになる経済で政権が弱体化してくると、この負の DNA が中国企業に壊滅的な打撃を与えるでしょう。困難な時期に、チームプレーや自己犠牲で踏ん張るモチベーションが中国企業から生まれるとは、到底考えられないからです。

このようにして資金需要が高まれば、徐々に金利は上がっていきます。ところが二〇〇〇年頃からは、世界的に企業が儲かって株主資本利益率（ROE）は高位にあるのに、一〇年国債に代表される長期金利は低下の一途をたどっています（図表 2 参照）……これまでの世界の金融、あるいは経済の常識が、まったく通用しない時代になったとしかいいようがありません。

図表 2 日米金利急低下局面での株主資本利益率（ROE）比較



出所：ブルームバーグ、武者リサーチ

出所：ブルームバーグ、武者リサーチ

資本主義経済は、資本が形態転換や変態することによって成長します。マルクス経済学でいうと、G という貨幣で持っている資本が商品 W（材料、労働、設備など）に変わり、商品 W が売上として、貨幣 G に変換されて再回収されるときには、前よりも価値が増えている、という状況になって初めて、G はかつての G ではなく、価値増殖した G' になります。これが、価値創造のプロセスです。

貨幣が商品、つまりおカネが材料や機械や人件費に変わらないと、次のもっと増える貨幣として回収できない……それが資本主義なのです。

ところが近年の金融市場では、金利が〇%まで低下するどころか、それを通り越して、ついにマイナス金利が出現しました。ここまで利子率が低下すると、人々は現金を運用するのではなく、現金のまま持ち続けようとしています。いうなれば「Cash is King」という考え方が広がります。

ゼロ金利、もしくはマイナス金利とは、おカネの価値が上昇するということから、デフレであることと同義です。デフレが続くなら、わざわざおカネを運用に回すよりは、現金を握りしめたままのほうが有利なのです。

しかし、こうなると、資本が形態転換して価値を生み出すという機能が停止してしまいます。企業が、儲かったお力ネをすべて筆筭にしまい込んだら、この世の中から成長資本が消滅してしまうのです。つまり、**利潤率は高くても利子率が低いという状況は、資本の機能不全症状を示唆**しています。

この状況を打開するにはどうすれば良いのでしょうか？ 要するに、余っているお力ネを有効に活用する方法を考える必要があるのです。

中国で共産党の一党独裁制が崩壊したら、周辺諸国も含め、とてつもない悪影響が及ぶ恐れがあります。日本海を越えて、**大量の移民船が日本の沿海部に押し寄せる**かもしれません。

ちなみに、消費税（付加価値税）を導入している国の税率は、欧州諸国で二〇%前後、中国一七%、韓国一〇%、日本八%です。

消費税（付加価値税）を実施している国は、輸入品については消費税（付加価値税）を課す一方、輸出品に対しては、**輸出企業が原材料やサービスなどの購入時に支払った消費税（付加価値税）を還付**しています。

いわば、輸出する際には補助金を出す一方、輸入する際にはペナルティーを科している形になるため、**消費税（付加価値税）を導入していないアメリカは、消費税を導入している国と競争条件を比べると不利**にならざるを得ません。この不公平さを是正するのが、**国境税（border tax）**を導入する目的です。

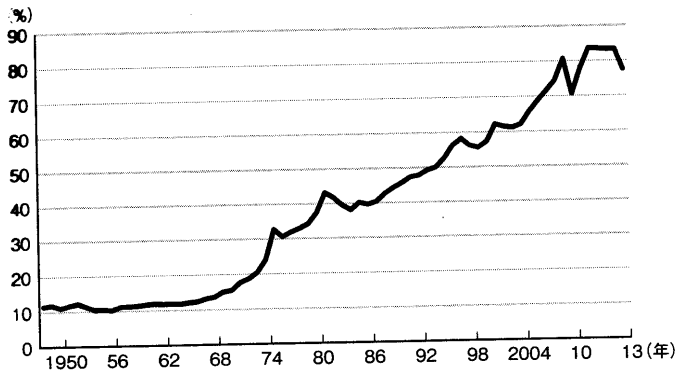
しかし、現在のアメリカの**輸入依存度は九〇%弱**。ほぼ極限に近い水準にまで達しました（次ページ図表 7）。**必要物資の一〇%強しか、アメリカ国内で作られていないのですから、もうこれ以上、海外生産にシフトしようがありません**。結果、この先、どれだけドル高が進んだとしても、それは輸入を大幅に増やすインセンティブにはならないのです。

輸入が増えなければ、経常収支の赤字額も増えようがありません。経常収支の赤字額が増えなければ、外国為替市場においては、ドル高につながります。

トランプ政権において予想されるドル高は、アメリカ経済にとってマイナスになるリスクが低いばかりでなく、世界を買い占めるために、これ以上ないほどの強い武器になります。つまり、アメリカの覇権を強化するうえで、ドル高がそれを強く後押しするのです。

したがって強いドルは、これからのアメリカにとって大いに国益になります。トランプ大統領のもと、**アメリカの帝国化を推し進めていく**うえでは、**強いドルが大きく貢献**していくと考えられるのです。

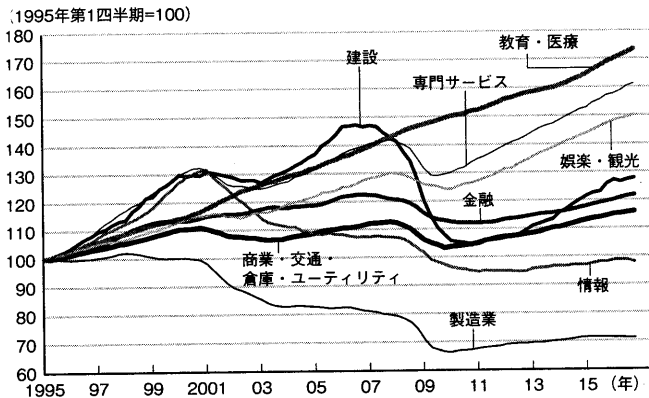
図表7 アメリカの輸入依存度



出所：アメリカ商務省、武者リサーチ

製造業が一番少ない。金融の約半分。日本もそうになっていくのか。

図表13 アメリカのセクター別雇用者数の推移



出所：アメリカ労働省、武者リサーチ

機械が人間を代替し、筋肉労働や頭脳労働なしで何でもできるようになると、生産性は劇的に高まり、無限大に上昇していくでしょう。そうなると人間は全員が失業する。つまり技術発展の先には、全員が失業するという、暗く悲観的な見方もできます。実際、二〇〇年前の産業革命の時代には、「ラッドライト運動」、すなわち「自分たちの労働を奪う機械を壊せ」という労働運動が、イギリスで大きく広がりました。

振り返ってみると、一五〇年ほど前、つまり江戸時代の話ですが、私たちの先祖には、日曜日という概念そのものがありませんでした。休日は盆暮れだけです。

日曜日が休みになったのは一四〇年ほど前のこと。一八七六年からは土曜日が半日で、日曜日は休みになりました。そして、一九八〇年代から週休二日制が広まり、いまでは週休三日制にする、などといっている企業も出てきています。間違いなく、週休三日制の時代になると思いますが、そこで止まることなく、さらに週休四日制ということも、あながち考えられないわけではありません。

一九四四年から一九七一年まで続いた国際通貨体制である**ブレトンウッズ体制**は、主要国通貨を固定為替レートでドルにリンクさせ、ドルに対しては一トロイオンス＝三五ドルの固定レートで、金との交換を義務付けることにより、各国通貨間の交換レートを固定するという仕組みでした。この仕組みがあったからこそ、**一国の通貨に過ぎなかったドルが、国際基軸通貨としての特別な地位を得るに至ったのです。**

そしてその地位は、当時、アメリカが世界最強の経済力を有し、一九四九年には実に世界の金準備の七割を保有していたからこそ得られた。この圧倒的な金準備をベースにして、金との交換性を持たせたことが、ドルを国際基軸通貨たらしめたのです。

他方、アメリカは、各国の中央銀行の求めに応じてドルを金と交換する義務を負っていました。したがって、ブレトンウッズ体制下におけるこの通貨制度を、「**金ドル本位制**」と称します。

この体制のもとでは、固定為替レートを維持するため、各国のマクロ経済政策が動員される仕組みになっていました。

たとえば、各国の景気が過熱して海外からの輸入が活発に行われるようになると、国際収支が悪化します。すると市場ではドル買いの需要が高まり、自国通貨安の圧力が強まります。自国通貨安圧力の強まった国の中央銀行は、固定為替レートを維持するため、手持ちのドルを放出して、自国通貨を買い入れるという為替介入を行うため、外貨準備高が減少します。減少した外貨準備高を回復させるためには、金融・財政などのマクロ政策を引き締め、成長率の引き下げや不況を人為的に作り出すことで輸入を減少させ、国際収支を改善させなければなりません。

ただ、そのなかで例外だったのがアメリカです。アメリカは国際収支が悪化しても、自国通貨のドルで決済できるため、金や他国通貨など対外支払い準備が減少しない仕組みになっていました。つまり、国際収支を改善するために、金融・財政などのマクロ政策を引き締め、成長率の引き下げや不況を人為的に作り出すことで輸入を減少させる、といった国際収支改善策を取らずに済んだのです。

ただ、ドル準備を過剰に抱えた相手国がアメリカにドルと金との交換を求めてきたら、義務としてそれに応じる結果、自国の金準備が減少するため、本来ならアメリカも、国際収支改善策を発動しなければならないはずでした。実際、一九五〇年代から一九六〇年代にかけて、イギリス、フランス、オランダ、ベルギーといった西欧諸国が、ドルと金の交換を求めてきたため、アメリカの金準備は半減しました。

巨額の金流出を食い止めようとしたら、考えられる方法は二つです。第一は、国際収支を改善させて、金の流出を食い止めること。第二は、ドルと金の交換を停止することです。

ブレトンウッズ体制の制度設計の趣旨からすれば、第一の方法を採用するべきですが、引き締め政策を採ればアメリカ経済が不況に追い込まれるリスクがあるだけでなく、海外へのドルの流動性供給が削減されるため、世界不況に突入するリスクも考えられました。そのため、第一の方法を採ることは現実的にはできず、結局一九七一年に、第二の方法、**ドルと金の交換停止、すなわち「ニクソン・ショック」**へつながっていくのです。

そもそも金ドル本位制は、「流動性のジレンマ」という本質的な矛盾を抱えていました。世界貿易を円滑に成長させるためには、ドルの流動性が増加しなければならず、それはアメリカの国際収支の赤字によってのみ実現されます。しかし、アメリカの国際収支の赤字増加

は、アメリカからの金の流出を招き、金ドル本位制の維持を困難にするのです。

かといって、アメリカが国際収支の赤字を削減しようとするれば、国際流動性が不足し、世界経済は不況に陥ります。このように、片方を立てれば、もう片方が立たなくなるということで、まさにジレンマでした。

国際通貨体制は、一九七一年のスミソニアン体制を経て、一九七三年に**変動相場制**へと移行しましたが、これは為替レートの決定をすべて市場に委ねる完全なフロート制ではありませんでした。相場が激変したとき政府の介入を許す管理フロート制だったのです。人々は、それを「**ダーティーフロート**」と呼んで揶揄しました。

リーマン・ショックの後、アメリカが量的金融緩和を行い、欧州がマイナス金利を導入。日本も異次元の金融緩和に踏み切るなど、一斉に金融緩和に動きました。

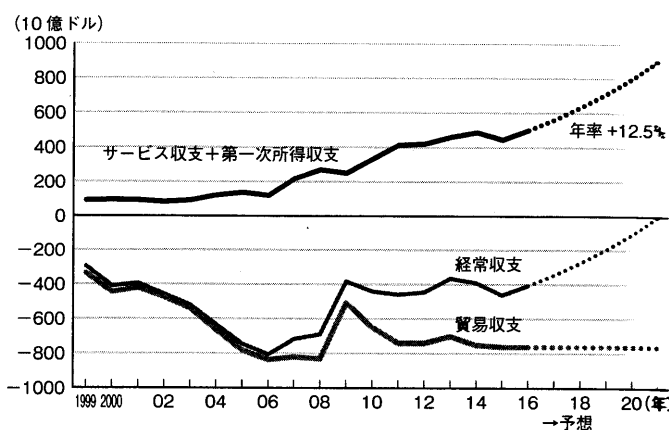
金融緩和は、自国通貨の切り下げと同じ効果を持ちます。**相手国の金利よりも自国の金利を低めにすれば、自国通貨が売られる一方、相手国通貨が買われ、事実上、自国通貨を切り下げたのと同じことになるからです。**

そのためアメリカが金融緩和を行うと、それを受けて欧州がさらなる利下げを行い、日本を含むそれ以外の国々も、自国通貨を安くするために金融緩和や為替介入を行いました。結果、金利は世界的に低下傾向を辿り、通貨切り下げ競争の様相を呈してきました。多くの国が、リーマン・ショック後の経済混乱から少しでも早く抜け出すため、自国通貨の切り下げで対応しようとしたのです。

そして多くの国が、いままマイナス金利や量的金融緩和から脱することができずにいます。日本にしても欧州にしても、確かに最悪期は脱しているように見えますが、その足元は弱く、超低金利政策や量的金融緩和を止めると、その途端に景気が腰折れしてしまいそうな状況です。

そのなかで**唯一、利上げを行っている国、それがアメリカ**です。二〇一四年一〇月に量的金融緩和を終了させ、二〇一五年一二月には他の先進諸国に先駆けて利上げを実施。

図表17 アメリカの経常収支とその内訳の推移と予想



出所：アメリカ経済分析局、武者リサーチ

基軸通貨国であるアメリカの経常収支均衡が視野に入り始めるとすれば、それは非常に衝撃的です。本章の冒頭でも触れましたが、アメリカはニクソン・ショックで金とドルの交換を止

めたように、この時点で経常赤字国になっていました。そしてレーガン大統領の時代には、「双子の赤字」といって経常収支の赤字と財政収支の赤字が極めて莫大な額にまで膨らみ、アメリカ経済の負の側面になっていました。以来、数十年にわたって続いた経常収支の赤字が、ゼロになるどころか黒字に転換する可能性も高まってきたのです。

アメリカは、これまで基軸通貨国であるという優越的条件のもとで、経常収支の赤字を増やし続け、世界にドルを供給し、国際流動性を担保してきました。

しかし、アメリカの経常収支が均衡へと向かい、やがて経常収支の黒字が現実のものになれば、ドルはこれ以上、供給されなくなります。つまりドルの需給がタイトになり、前述したようにドル高を引き起こします。

この状態で、さらなるドル高が進行すれば、アメリカの経常収支の改善ペースは、もっと早まる可能性があり、それがまたドル高の要因になるという、ドル高循環すら想定できるのです。

世界中に独占的にインターネット・インフラのプラットフォームを提供するアメリカ企業は、ドル高になれば、ドル建てでの収入維持を狙って、海外の現地通貨建てのサービス価格を引き上げるでしょう。それを使用する海外ユーザーは、アメリカ企業が提供するインターネット・インフラのプラットフォームに代替がないため、値上げに応じざるを得ません。一方、アメリカが輸入している労働集約製品の大半は、ドル高になれば、ドル建て輸入価格が低下します。

単純化すれば、アメリカの輸出品または海外で提供するサービスは、独占的で価格支配力が強いのに、輸入品は多くの対米輸出国が競合しているので、生産者の価格支配力が弱いという非対称性があります。結果、ドル高が進むほど、アメリカの交易条件は大きく改善するのです。

・・・

多くの供給国が価格競争に明け暮れる、低付加価値で労働集約的な商品を他国から買い、独占的かつ高付加価値の商品やサービスを他国に売る——このアメリカ独特の産業構造は、自国通貨であるドルが高くなればなるほど、アメリカ経済にとって恩恵をもたらします。

私たちは、このアメリカ経済の構造変化に気づかなければなりません。

中国は二〇一〇年に日本を

追い抜き、二〇一六年にはユーロ圏を凌駕して、世界第二位の経済大国（地域）となり、その規模は、アメリカの六割の水準にまで達しました（少なくとも、そう自称しています）。

すると、今後も過去一〇年間の名目成長率である中国九%、アメリカ四%が持続すると想定した場合、二〇二六年に米中経済逆転が起きることになります。中国の経済成長率が鈍化するとしても、**米中経済逆転は、もはや時間の問題**であると、多くの人々は考えています。

習近平政権は、それに絶対的な自信を持っているようで、いまはアメリカより経済規模が小さくとも、いずれ中国がそれを上回ると考えており、アメリカの地政学的、経済的要望を馬耳東風と聞き流しているのかもしれませんが。

これはアメリカにとって一大事です。どうすれば米中経済逆転を回避できるのでしょうか？ 一つは中国が享受しつづけてきたフリー・ライド（ただ乗り）を止めることです。しかし、より本質的なカギは通貨です。大幅にドルが上昇し、一方で人民元が対ドルで暴落すれば、米中の経済逆転は予想可能な将来においてまったく実現せず、懸念される覇権の激突

は未然に回避されるでしょう。

この金融波乱は、人類の歴史上最大の過剰投資を行った中国において、これから長く続くと思われる**清算過程が始まったことの狼煙**です。

その清算過程は、以下の三段階に分けて考えられます。

- ①通貨危機から全般的な信用収縮に向かう「金融危機」
- ②不動産バブルの破綻と企業破綻から失業が増加する「経済危機」
- ③雇用不安から共産党一党独裁への批判が高まる結果としての「政治体制危機」

もし、この三つの危機が同時に起これば、世界は直ちに混沌に投げ込まれ、世界大不況に陥るでしょう。したがって、その事態だけは何としても回避しなくてはなりません。

この長く続く清算過程のリスクを、いかに小さくするかという点において、壮大な作戦と国際協力が必要な時代に入っています。

当事国である中国の習近平政権は、夜郎自大(やろうじだい)のごとく、「中国の偉大な夢」をかかげて、一帯一路構想、現代版シルクロード建設、海洋膨張と南シナ海全域の要塞化など、**時代遅れの帝国主義的野望を隠さなくなりました。**

つまり現在の中国は、**為替の安定、金融政策の自由、資本移動の自由の三つを同時に獲得できない**という、「国際収支のトリレンマ」にすっぽりとはまってしまい、ここを**投機筋に見透かされていた**のです。

ところで、日本と中国とでは、外貨準備高の性格がまるで違うことを、ご存じでしょうか？

第一に、外貨準備蓄積の過程と原因が違う。そして第二に、外貨準備の運用の中身がまるで違うのです。

中国経済失速を起こす三つの要因

中国の過剰投資の清算過程において、経済失速を引き起こしかねない三つの困難性があります。

第一は、鉄鋼、化学、セメント、造船、軽工業など、極端な規模にまで達した**過剰供給力**の削減とリストラ、そしてゾンビ企業の淘汰が必至であり、その改革プログラムが策定されていますが、その過程で大規模な失業が発生するという事です。

第二に、**深刻な需要不足**に直面する可能性が高いこと。これまでの成長を支えた企業設備投資、不動産投資、公共投資が、いずれこぞって減少に転ずることは必至ですが、これらの投資減を消費増加でカバーしきれない恐れがあります。

投資に代わって想定されている牽引車は、サービス需要・サービス雇用ですが、その中心は不動産と金融産業、まさにバブル経済の本尊であり、失速が避けられません。

また、消費増加を支えるためには賃金上昇が不可欠ですが、それは景気悪化によって、困難になるでしょう。

そして第三に、**不動産バブルの崩壊**を回避するのは困難であるということ。不動産在庫、それも売れ残り在庫は巨大であり、高止まりしている不動産価格の維持は不可能です。

「農民工による都市住宅取得を促進し、過剰在庫の解消を狙う」との政策が打ち出されていますが、農民工の低所得水準と高住宅価格とのギャップは大きく、それを財政と金融支援で、どれだけ補填できるか、それがカギとなります。もしだめなら住宅価格の急下落にともなうバブル崩壊が起き、金融機関や地方政府の不良債権が急増することになるでしょう。

中国語では「**鬼城グエイション**」と呼ばれる**ゴーストタウン**が、地方都市の郊外のあちらこちらに存在しています。一〇〇万人分の住宅建設をしたのに、未だ一割程度しか住んでいない内モンゴル自治区オルドス市の「鬼城」は有名です。

また北京オリンピックの前年、二〇〇七年に筆者が訪れた河北省唐山とうざん市沖の曹妃甸そうひでん工業埋め立てプロジェクトは、総面積三一〇平方キロ（東京二三区面積のはぼ半分）、これまでの累積投資額だけで九兆円（総投資額六五兆円）の巨大なものでしたが、埋め立てたもののみまったく工場が誘致できず、わずかながらの太陽光パネルを除けば、無人の荒野が連綿と続いています。

中国が完全に分裂するリスク

中国という一三億人の人口を抱える超大国は、これからも様々な混乱に直面するでしょう。その最大の要因が、中国の主義・思想が矛盾に満ちていることです。**まったく異なる三つの主義・思想を取り入れて国家が運営**されているからです。

その三つとは、以下のようなものです。

第一に、マルクス・レーニン主義と毛沢東思想に基づいた共産主義。

第二が、鄧小平によって導入された資本主義・市場経済。

鄧小平は「社会主義市場経済」と称して、共産主義と資本主義の両方の良いところ取りをしようとしたのです。しかし、共産主義は共産党一党独裁のもとに成り立つものであり、民主主義とは相容れません。民主主義のない資本主義経済が本当に成り立つのかという問題を、改めて考える必要があるでしょう。

それに加えて最近では、第三の主義・思想として、中華思想や儒教思想も持ち出してきました。中華思想をもって南シナ海、台湾、チベットの領有権を主張するわけです。

中華思想（華夷秩序）とは、中国の皇帝を頂点とする、階層的な国際秩序のことで、古来、中国は優れた文明を持った世界の中心（中華）であり、周囲はみな野蛮人であるという、このグローバル社会においては、あまりにも驕った思想です。

この思想を正当化するために孔子を引っ張り出しているのですが、孔子の教えは本来、共産主義とは相容れないものですから、ここにも矛盾を感じます。

なぜ、一九九〇年代の前半から、日本に金融自由化の動きが広まったのだと思いますか？ あれは、金融を自由化したほうが日本にとって良いことだから、当時の大蔵省が一生懸命に知恵を絞って、金融自由化のシナリオを描いた、というわけではありません。かつてのロナルド・レーガン政権が設立した「産業競争力委員会」が一九八五年に作成した「ヤングレポート」という報告書によるものでした。

その報告書では、日本の競争力の源泉が資本コストの安さにある、と言及していました。たとえば半導体を作るためには莫大な投資が必要になります。当時でも一〇〇〇億円くらいの資金が必要でした。これだけの投資を行い、造った設備が実際稼働して収益を生み始めるまでには、少なくとも二～三年の期間が必要。当然、この間の資金繰りを外部からの調達で賄うと、莫大な額の金利を負担することになります。

この当時、アメリカの資本コストは一〇%程度でした。これに対して日本は、公募増資やワラント債などエクイティファイナンスを駆使すれば、〇%に近い資本コストで、莫大な資金を調達できました。これだけの差があれば、勝負になどなりません。

そこでアメリカの産業界は、日本企業の競争力を支えている資本コストの安さに注目したのです。すると、その裏側には、土地を担保にした信用創造システムがあり、当時の日本の金融業界特有の護送船団方式があることに気づきました。こうして、日本企業の競争力を引き下げるためには日本の金融システムを変える必要がある、という結論に達したのです。

だからこそ、一九九〇年代から、金融自由化の波が日本に押し寄せてきたのです。あれは、まさにアメリカからのプレッシャーによるものと考えて良いでしょう。

結論から申し上げれば、円安・ドル高は、これから相当長きにわたって続くと思っています。その一番大きな理由は、前述したように、アメリカ側にドル高の条件が揃っていることです。まず、アメリカの経常赤字が縮小して世界的なドル不足が想定される。そして好調な経済がアメリカのインフレ要因になり、金利上昇圧力が強まってドルが買われ、ドル高がアメリカ国内の物価を押し下げる効果につながる、ということです。

一方、日本側の要因を見ると、ファンダメンタルズ面では経済成長率が低く、デフレのリスクが残っているため、日銀が極端な金融緩和を推し進めており、それが円安要因になっています。

日本の株価を決める三つの要因

ではなぜ、日本株だけが為替市場の影響を大きく受けるのでしょうか？ それは、日本株式の需給構造に根差しています。

第一に、日本は世界最大の純対外証券投資国であるゆえに、日本人の巨額の対外投資がオン・オフと変化することで、大きなドル円需給の変動が生まれるということです。

日本の対外純資産は二・八兆ドル、純対外証券投資残高（対外証券投資残高－純対内投資残高）は〇・八九兆ドルと世界最大ですが、この資金は、世界経済が順調なときには対外投資の活発化により国外に流出し、円安圧力を高めます。逆に、世界経済が悪くなると海外から還流し、円高を引き起こします。世界が順調なとき日本株は、円安との相乗効果で大きく飛躍し、世界が不調のときには円高も伴い、日本株はダブルで打撃を受けるというわけで

す。

二つ目の理由は、外国人の日本株投資の際の為替ヘッジによる影響です。外国人の日本株投資のうち約二割が為替ヘッジをしているとみられるので、株高時にはヘッジの円売りが、株安時にはヘッジ外しの円買いが起き、為替変動を増幅するのです。

現在は、「時価総額六〇〇兆円×外国人保有比率三〇%×ヘッジ比率二〇%=為替ヘッジポジション三六兆円」なので、株が五%上昇すれば一・八兆円のヘッジ用の円売り需要が発生し、**為替と株の共振作用を強める**のです。

三つ目の理由は、日本株取引が著しく外国人投機家に依存していることです。外国人は日本株式の三割を保有するに過ぎませんが、株式の取引高では六~七割と過半を占めています。そのうち**投機取引が九割**といわれているので、日本株は、世界の短期資金の利ザヤ稼ぎには、格好の舞台となるのです。

この為替と株式の共振性という特徴は当分変わらないと考えられますので、日本株の見通しに当たっては、ドル円レートがどう動くかは極めて重要です。

日本株の三大決定要因は、①世界リスク・テイク指標としてのアメリカ株価、②日本経済のファンダメンタルズ、③ドル円レートです。よって今後、世界的リスクオン、アメリカ株高の環境になれば円安が進行し、日本株式はより大きく、上昇する可能性が高いと考えられるのです。

日銀の資金循環統計によると、二〇一六年一二月末時点の**個人金融資産は一八〇〇兆円**ですが、このうち**五二%**に相当する九三七兆円が、**現預金**のままです。

しかし二〇一三年以降、両者の関係は「**GDP 成長率>金利**」へと明確に逆転しました。金利が GDP 成長率を下回れば、借入コストがビジネスの期待収益率を下回るので、企業は積極的に資金を調達してビジネスを拡大させます。