

Contents *****

特集：夏は為替の季節（貿易・YCC・米国債 etc.）	1p
<海外報道ウォッチ>	
2024年米大統領選挙を展望する	7p
<From the Editor> 商社業界というところ	9p

特集：夏は為替の季節（貿易・YCC・米国債 etc.）

このところ、為替に関する興味深い出来事が続いています。①6月の貿易収支（速報値）が黒字に転換。②先週の「中央銀行ウィーク」では日銀が「YCCの柔軟化」を決定。そして今週は、③フィッチによる「米国債の格下げ」（AAA→AA+）というサプライズがありました。夏は為替が大きく動くことがあるので、気をつけたいところです。

あらためて考えてみると、為替にはさまざまな要素が絡んでくる。金利や株価、貿易収支などはもちろんのこと、政治や軍事情勢などの影響も受ける。さらには、為替レートを受け止める側の心理も変わってくる。昔は「円高恐怖症」だった日本が、今では「円安貧乏」を恐れるようになっている。この辺のメカニズムも、いかにも今日的な現象で興味深いところだと思います。

●6月の貿易収支はなんと黒字に！

日本貿易会が毎年年末に公表している「貿易動向見通し」は、1974年に始まったとのことで今年なんと50周年ということになる¹。その記念事業にと、今週は歴代委員長へのインタビューをお受けする機会があった。筆者は2005年と2011年に委員長を務めたので、往時のことをしみじみ思い出すことになった。

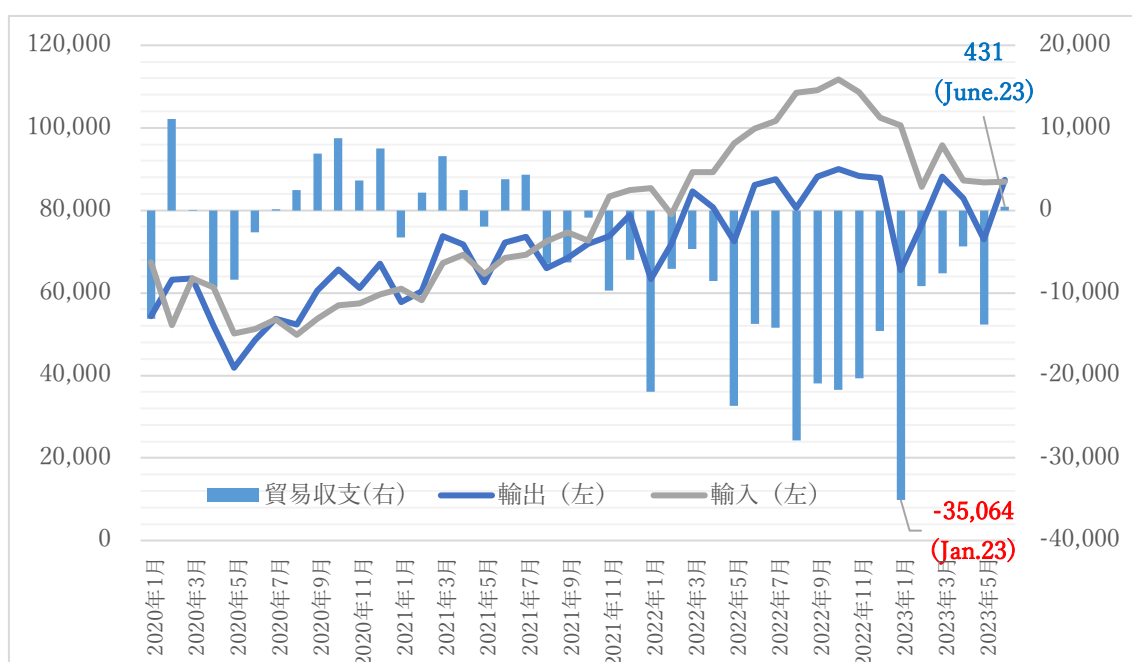
2005年はBRICsブームで世界経済が躍進する途中であり、日本国内も「愛・地球博」が開催されるなど景気のいい年であった。こういう年の予測はやりやすく、かなり正確に的中した記憶がある。ところが2011年は東日本大震災の年であった。しかも超円高があり、電力不足があり、民主党政権下で政治も不安定であった。この年の予測は思い切り外してしまった。2011年度の貿易収支は赤字でも、12年度には黒字に戻ると予測したのである。

¹ <https://www.jftc.or.jp/research/index2.html> 本誌でも、年末になるとよくご紹介している。

正直に言えば、当時はまだ日本が大きな貿易赤字を出すことなど考えにくかった。それが2022年度には、実に19兆9659億円の赤字を出すに至るのであるから、変われば変わるものである。特にこの10年ほどの変化は、過去の常識を大きく覆すものであった。

実は、足下の貿易統計でも異変が起きている。7月20日に公表された6月の貿易統計は、431億円の黒字となった。貿易収支が月次で黒字になるのは23か月ぶりのことである。しかも1月には、▲3.5兆円という史上最大の赤字を記録したばかり。1月は「春節」というイレギュラー要因があるから赤字に振れやすく、6月は体験的に言って黒字が出やすい月ではある。とはいえ、これだけ極端な年も珍しい。

○貿易統計（原数値：億円）



あらためて振り返ってみると、2022年後半は毎月の貿易赤字がコンスタントに2兆円を超えていた。これだけ赤字の額が大きいと、「実需の円売り」が起きてしまう。昨年のドル円レートは150円台に達し、ついには当局の為替介入を招く事態になった。「悪い円安」との呼び声があがったのも、無理からぬことと言えよう。

それが今年上半期（1-6月）では、輸出は自動車や建設用・鉱山用機械が好調で、前年同期比3.1%増の47.4兆円となっている。輸入は原油や非鉄金属、医薬品などが減少し、同0.7%増の54.3兆円にとどまった²。貿易収支は6.9兆円の赤字となるが、これは前期（22年下半年）の12.0兆円から見ればほぼ半減となる。やはり鉱物性燃料の価格低下が効いている。後は、中国向け輸出が7カ月連続で前年同期比マイナスが続いており、これがいつ回復に向かうかが気になるところである。

² 医薬品の前年比▲16.1%減は新型コロナのワクチン輸入の減少によるものであろう。

●日銀の「YCC 柔軟化」の狙いは円安防止？

ということで、貿易不均衡は急速に解消に向かっている。これなら「悪い円安」などと身構える必要はなく、それこそ為替介入も当面は考えなくて良さそうだ。ただし足下では再び円安が進行している。それというのも、日米金利差が再び拡大しているからである。

○ドル円レートの推移



先週 7 月 28 日、日本銀行は「YCC の柔軟化」を決定した。これが非常にわかりにくい内容であったために、市場が消化するまでには時間がかかった。発表を受けていったんは 130 円台に向かい、それから円安に振れたのである。

筆者なりの理解でいえば、「長期金利の上昇を認めることで、金融緩和をさらに持続的なものにする」ことが今回の日銀の狙いであろう。昨年 12 月に変動幅の拡大を拡大したときも、政策委員会は（リフレ派の議員 2 人も含めて）9 対 0 の満票で決定している。YCC による長期金利の歪みを、日銀がいかに警戒しているかの証左と言える。

今回の声明文の中には、「長期金利の上限を厳格に抑えることで、債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じる恐れがある」との一文がある。記者会見の席上、植田総裁はここでいう「その他の金融市場」には、「為替の変動」も含まれると回答している。もちろん従来通り、為替を金融政策のターゲットとはしないけれども、「避けるべきボラティリティのひとつと認識している」とのことであった。これは日銀の歴史においても、画期的な発言ではないかと思う。

つまり日銀としては長期金利が 0.5% を超えるにしても、それで過度な円安を防げるのであればその方が望ましい。結果的に腰を据えて金融緩和を続けることができるから、という理屈であろう。

それで実際に長期金利は0.5%を超えて上昇したのであるが、だからと言って円高に向かったわけではなかった。この辺がいかにもマーケットらしい展開なのだが、今週になって「フィッチによる米国債の格下げ」という伏兵が飛び出した。米国債の金利が上昇すれば、やはりそちらのインパクトが大きいのである。

●「フィッチの格下げ」に妥当性はあるか？

8月1日、格付け会社のフィッチ・レーティングは米国債の格付けを「AAA」から「AA+」に格下げした。「なぜ今頃になって？」ということで、評判は芳しくない。ホワイトハウスは反発しているし、錚々たるエコノミストたちが疑義を唱えている。

ポール・クルーグマンは、「フィッチは米国を格下げしたが、これは広く正しく嘲笑されている」とツイートした。ラリー・サマーズは、「米国は深刻な長期的財政課題に直面している。しかし経済が予想以上に好調に見える今日、格付け会社が米国を格下げするという決定は奇妙で無策だ」としている。

何しろ今の米国経済は、成長率は2.4%（4-6月期速報値）、CPIは3.0%（6月）、失業率は3.6%（6月）である。これだけ数字が整っていることはめずらしい。パンデミックで100万人以上が死に、インフレは一時9%台に達し、1年間で5%以上の利上げを実施した直後だというのに、である。実際にFRBのパウエル議長は、米国経済のソフトランディングに向けて自信をのぞかせている。つまり景気後退を避けながら、インフレを克服できるというのである。市場の一部には、「ノーランディング」を期待する向きもある。

そして、フィッチが警鐘を鳴らす「20年間にわたる米国におけるガバナンスの着実な劣化」についても、6月3日に「財政責任法」が成立して債務上限問題は2025年1月まで先送りされている。それも与野党の中道派が一致して、法案は上下院ともに大差で成立している。だったらフィッチは何を心配しているというのか？

とはいえ、年明けから何度も「債務上限問題」を取り上げてきた本誌としては、フィッチの問題意識も理解できる気がしている。米国債が格下げになったのは2011年8月、S&Pによるもの以来だが、あのときは「これぞ米国債の絶好の買い場」と見られ、長期金利は低下し、ドル円レートは円高に向かったのである。米国債の格下げは史上初めてのことだったにもかかわらず、市場では「単なる材料のひとつ」と見られたのである。

それが今回は、格下げによって米国債が売られ、長期金利が上昇するという「まっとうな」反応を招いている。そうだとしたら、フィッチの指摘には市場から見てどこか「腹落ちする」要素が含まれているのではないか。

フィッチは米政府に対し、事前に格下げの方針を伝える際に、「1月6日事件」、つまりトランプ前大統領の支持者たちによる連邦議会襲撃事件のことを何度も指摘したと伝えられている。つまり米国では「統治の劣化」が起きている。たまたまこの日、トランプ氏は本件について連邦大陪審から起訴されている。司法省が任命したジャック・スミス特別検察官は、「米国の民主主義の中枢に対する前代未聞の攻撃だった」と述べている。

ところがこの訴訟の結果、トランプ支持者はますます結束を強めることが予想されている。過去 2 回の起訴もまったく同様であった。国論の二分化が行くところまで行ってしまい、物事が容易に決められなくなっている。共和党は減税を目指し、民主党は歳出の拡大を図る。結果として、財政の悪化が止まらない。たとえ経済状況が改善したとしても、政治がこんな状態ではやはり「格下げ」が妥当なのではないか。

●無視できない「債務上限問題」の副作用

例えて言えば、米国経済は素晴らしいゲームの手札を有している。人材、マネー、技術、資源、イノベーション、そして数多くの同盟国と友好国など、恵まれた条件に満ちている。しかるにプレイヤーがカードの切り方を間違えれば、せっかくの手札も活かされないままに終わってしまう。フィッチによる「統治の劣化」という指摘は、なるほど重く感じられるのである。

これにいくつかの技術的な問題も加わる。

今年1月から5月にかけて、米国の債務は法廷上限（31.4兆ドル）に達していたために、米財務省は新たな国債を発行することができなかった。ゆえに手元資金が極限まで減っていた。となれば、この夏は国債を増発して元に戻さなければならない。8月以降は国債の入札額が増えるので、もともと金利は上昇しやすい地合いにあった。

しかも FRB は、利上げのかたわら QT（量的引き締め）を実施中である。年初の時点で FRB のバランスシートは 8兆 5074 億ドルであったけれども、それが直近の 7月 25 日には 8兆 2433 億ドルまで減少している³。この間、相当額の米国債が市中に放出されたことになる。需給関係から考えても、米金利は上昇しやすくなっている。

6月 3 日に成立した「財政責任法」に関する問題点も無視できない。債務上限の効力が 25年 1月まで先送りされたのはいいのだが、この間、債務上限自体は 31.4兆ドルのまま変わっていない。2025年までに歳出の削減や歳入の増加が図られ、財政赤字が減っていればまことに結構である。しかるに与野党が合意した内容は小さく、「歳出削減により 10年間で 1.5兆ドル削減」という程度に過ぎない。

このまま行くと、2025年 1月を迎える頃には米国の債務は 31.4兆ドルをかなり上回る水準になっていよう。そのときの対応を決めるのは、2024年 11月に選ばれる米大統領と連邦議会ということになる。大統領が誰になり、政党がどういう組み合わせになっているかは、現時点ではまったくわからない。

投資家から見た場合、米国債は世界でもっとも安全で確実な投資対象ということになる。いわば米国経済が有する強力な「カード」のひとつと言える。ところが「債務上限」という変なルールがあるために、ある日、突然にデフォルトしてしまうリスクが生じる。「海外のことを深く考えない」のは米国の悪い癖だが、この点はあまりにももったいない話ではないだろうか。

³ https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm

● 「円高地獄」よりも怖い「円安貧乏」

2011年夏、前回の米国債格下げの際には、為替市場は1ドル80円前後の円高ドル安となっていた。当時、さる自動車会社の経営者が、「円高は困るよ」と嘆いていたことを思い出す。とはいえ、当時はまさしく円高が必至の経済情勢であった。

まず米国経済は失業率が9%もあり、FRBはQE2を終えて次はQE3に乗り出そうとしていたところであった。当時の日米では、米国の方が量的緩和に積極的であったのだ。財政についても、欧州債務危機問題があって米欧は緊縮気味、日本は逆に震災からの復興におカネを使わねばならなかった。さらに2011年と12年を比較した場合、「日本だけが12年の方が成長率が高い」ことが確実な情勢（と言っても、それは震災からの反動に過ぎない）であった。これでは円高になるのが自然な流れと言えよう。

それがいかにも絶望的に感じられただけに、翌年秋から始まったアベノミクスには経済界の期待が一気に集まったのである。日本経済が「円高地獄」から解放されたのは、たかだかこの10年くらいのことである。ところが昨今は、むしろ「円安貧乏」の方が重要な問題とされている。なぜそんなことになったのか。

おそらくこの10年ほどで、この国には以下のような変化が起きている。

- ① 日本経済は製造業よりも、非製造業が中心となりつつある。いま、いちばん景気に対して即効性があるのはインバウンドの増加であり、それには円安が好都合である。逆にアウトバウンドは、「コロナ後」もあまり増えていない⁴。円安により、「海外で買えない物がない」ことへの不満が募っている。
- ② 個人の中でも、「産業人」（企業人）が占める比率が低下して、「消費者」（家庭人）の比率が上昇した。さらに世論形成においても、経団連企業の声伝えるマスメディアよりも、普通の人々の声を伝えるSNSの影響力が強くなった。
- ③ エネルギーや食糧といった基礎的資材の調達において、しばしば日本が「買い負け」することが増えている。いざとなったら海外から買えばいい、と思っていたモノが手に入らない（マスクなど）ことを体験し、円による購買力の低下を実感している。

それにしても変われば変わるものである。約30年前、筆者が秘書として仕えた速水優氏の口癖は、「円高とは、われわれの労働の対価が高く評価されるということ」であった。まったくの正論だと思うのだが、当時はその言葉が物議を醸したものであった。

「安いニッポン」が当たり前となってしまい、自分たちの値打ちまで低下したように感じられるようになると、少しだけ「円高地獄」の頃が懐かしく思えてくる。これは単なる「ないものねだり」なのであろうか。

⁴ 今年上半期のインバウンドは1071万人と大台を超えたが、アウトバウンドは361万人にとどまる。

<海外報道ウォッチ>

2024 年米大統領選挙を展望する

(観察対象：The Cook Political Report/ The Washington Post)

前号に引き続き米大統領選挙を取り上げる。長らく本誌が情報源としている「クック・ポリティカル・レポート」(年間購読料を払ったばかり!)から2本の記事をご紹介します。

まずはチャーリー・クックの”**Biden faces tough challenges in 2024—Just not from RFK Jr. or Marianne Williamson**” (2024 年にバイデンが迎える困難な挑戦)から⁵。ロバート・ケネディ Jr. (環境弁護士)とマリアン・ウィリアムソン (作家)とは、現時点で民主党の大統領選挙に名乗りを上げている2人の候補者で、いずれも「泡沫」と見られている。

- * 長い歴史を持つギャラップ社の世論調査では、就任3年目6月時点のバイデン支持率は43%。この時点でバイデンを下回っていたのは、1979年のJ・カーターと2019年のD・トランプだけ (いずれも落選)。オバマは46%、クリントンは47%だった。
- * 有権者の気分は悲観的だ。10人中7人が「バイデンは2期目を目指すべきでない」と答える。RFK Jr.は平均14%の支持を得て、彼のスーパーPACは1000万ドルを集めた。
- * 過去に再選を目指す途中に、党内から挑戦を受けた現職大統領は、フォード、カーター、ブッシュ父など揃って本選挙に負けている。予備選のせいで負けたのか、弱い大統領だったから予備選になったのかと言えば、おそらくはその両方だろう。
- * バイデンは党内で好かれていて、7~8割の民主党議員が支持している。左派を満足させてはいないが、事前の予測ほど中道的、漸進的な人物ではない。問題は彼の年齢(80歳)と健康への懸念であり、3つ若いトランプ氏はそんな不安とは無縁である。
- * バイデン氏の対する退任圧力は思ったより低い。ハリス副大統領の支持率は39%と歴代でも最低である。バイデン氏が出馬を辞退すれば、瞬時にハリスに加えて半ダースの候補者が参入するだろう。それでも副大統領の地位は有利な条件となるはずだ。

現職のバイデン大統領に対し、党内から本格的な対抗馬が出る機運は乏しいが、いつでも状況は一変し得る。バイデン氏にもしものことがあれば、やはりハリス副大統領が好位置につけていることになる。もっとも現職大統領が出られないような場合は、挑戦者=現時点では非常に高い確率でトランプ氏=が有利になる、と見ておくべきだろう。

もう1本、エイミー・ウォルターの”**A very narrow electoral college playing field**” (選挙人制度は非常に僅差に)は、現下の州ごとの情勢を分析している⁶。激戦州は時代に沿って移り変わり、レッドステーツ、ブルーステーツも変化している。

⁵ <https://www.cookpolitical.com/analysis/national/national-politics/biden-faces-tough-challenges-2024-just-not-rfk-jr-or-marianne>

⁶ <https://www.cookpolitical.com/analysis/national/national-politics/very-narrow-electoral-college-playing-field>

- * 過去4回の選挙では、80%の州で同じ投票結果になった。2008年から20年までの選挙で、民主と共和の両方の党に投票したことがあるのは10州だけだ。しかも24年は20年と同じく、バイデン対トランプで行われる公算が非常に高い。
- * 24年選挙においては、共和党支持の可能性が高いのが235票、民主党支持が高いのが247票となる(270で過半数)。わずか4州、アリゾナ(AZ)、ジョージア(GA)、ペンシルベニア(PA)、ウィスコンシン(WI)がToss-Upとされる。かつては激戦州だったアイオワとオハイオは共和党州、フロリダも今や共和党が優勢である。
- * PAは穏健派が多いので、最近民主党が成功を取めている。WIはかつて民主党州だったが、第3政党が登場するとわからなくなる。AZとGAは新参のToss-Upで、以前は共和党州だった。AZはラテン系の票、GAはアトランタ郊外の票がカギを握る。

以前は激戦州は全米で8州以上はあったものだが、次回の選挙ではわずか4州に絞られるらしい。前回、僅差で民主党が勝ったAZとGAの動向が気になるところである。

と思ったら、7月20日付のThe Washington Post オピニオン欄で、グレッグ・サージェントによる記事が面白い観測をしている。**”The hidden way Bidenomics is already weakening Trump’s 2024 hopes” (バイデノミクスがトランプの希望を砕く秘法)⁷**。

- * 大統領選挙では、2016年にトランプが勝利したラストベルトが勝負所とされている。しかしバイデノミクスは、サンベルトを重要な州として変貌させつつある。
- * AZとGAはバイデンが成立させた3つの経済法案(超党派インフラ法/CHIPS法/インフレ抑制法)により利益を得ている。AZは優遇措置により半導体製造のハブとして台頭し、GAはEVの「バッテリーベルト」製造拠点となる。
- * 2020年に、トランプがかろうじて勝利したノースカロライナ州(NC)もある。ここもバイデノミクスにより大型投資が行われている。

本誌の前号では「バイデノミクス」を批判的に取り上げたが、実はこんな狙いも隠されているらしい。もともとレッドステーツが多かったサンベルトが民主党に靡くようになると、いくら共和党が中西部のラストベルトで票を稼いでも、トータルで届かなくなる。何しろToss-Up州は数が少ないのだ。仮にバイデンが2024年にGA、AZ、NCを全部取ってしまえば、トランプはPA、WIなどで勝っても270票には到達できなくなる。

「バイデノミクスとは、洗練されたトランプイズムと見つけたら」。もともと白人ブルーカラー層がどちらを支持するかは難しいところである。彼らの怒りを代弁することにかけては、トランプ氏の方がはるかに上手だと考えねばならないだろう。

⁷ <https://www.washingtonpost.com/opinions/2023/07/20/bidenomics-rust-belt-trump-2024-sun-belt/>

<From the Editor> 商社業界というところ

今週 8 月 2 日には、日本貿易会の特別企画「商社エコノミストに聞く」でパネリストを務めました。常日頃から、いろんな業界に出没している身ではありますが、日本貿易会に帰ってくると「ああ、ここが自分の本籍地」だと思い出します。

考えてみれば、大学卒業後に商社業界に分け入ってから 40 年弱となります。前半の 20 年は商社マンで、後半の 20 年は商社系シンクタンクでした。その後半戦、貿易会ではいろんな研究会の所属しましたし、貿易動向調査委員会も長く務めました。視察旅行なんかも、いろいろ行かせてもらいましたなあ。最近はさすがにご無沙汰気味ですが。

思えば商社とは不思議な業界です。例えば、組織改編が大得意であるということ。いや、組織変更はもちろん必要に迫られてやるわけですが、看板をかけ替えることに対してほとんど心理的抵抗がないようにみえる。

商社シンクタンク業界もご多分に漏れず、社内組織を別会社化したり、また元に戻したりします。社名の変更もめずらしくありません。「名前は研究所だけど実は社内組織」なんてケースもあるので、いちいち覚えていられません。

ところがですな、この業界でここだけは変わらないのが「商品別縦割り組織」なのです。皆が入社時に割り振られた組織を背負っていて、鉄だ、機械だ、化学品だ、食料だ、経財部門だ、などと言い合って、互いに別々のカルチャーで育つようになっている。

そのことがどんな効果をもたらしてきたかということ、ひとつは組織内に常にダイバーシティ（多様性）があったということ。およそジェンダーに関して言えば、まったくお恥ずかしいくらいの男社会が今だに続いていますが、社内に複数のカルチャーが並存して競合していたことは、商社という組織の強みのひとつだったのではないかと思います。

もうひとつは、「商品（モノ）へのこだわり」が生き続けてきたということ。元が貿易会社なので、モノを大事にするのは当たり前なのですが、近年のように投資会社の色彩が強くなってからも、「モノの動きを知っている」ことが強みとなってきた。そりゃあ、そうでしょう。純粋な投資会社としては、米系投資銀行に勝てるはずないですから。

それがこれからはどうなるのか。ひとつの違いは、昔は「社員が変わらなかった」。以前は貿易業務をやっていた社員が、同じ会社の中で今は投資の仕事をしている。自分の専門性を深めるとか、将来は独り立ちしようとかは考えない。そのくせ、社内の人間関係はあまり変わっていない。「アイツとは同期だ」とか、「昔ロンドンで一緒だった」などと過去を引きずっている。筆者のような古い世代はそんな感じでした。

ところが昨今になってくると、仕事を変える前に人が代わってしまう。端的に言えば、30 代で若手がどんどん辞めていく。これはもう時代の趨勢というもので、新しい時代の商社がどんな姿になっているのでしょうか。いや、もうその頃には自分は居ないから関係ないんですけど、ここは「わからない」としておくのが正解と言えましょう。

* 次号はお盆休みを挟んで8月26日（金）にお届けします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-socket.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-mail: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com