

Contents *****

特集：円安ニッポンにつけるクスリ	1p
＜海外報道ウォッチ＞	
クック・ポリティカルレポートの読み筋	7p
＜From the Editor＞ 災害列島の生きる道	8p

特集：円安ニッポンにつけるクスリ

かつては円高に泣き、今は円安に苦しむ日本経済。企業経営者も消費者も、最近「円安嘆き節」が止まらない。喜んでいるのはインバウンドだけ。ホルムズ海峡問題も加わって1ドル160円台になった局面では、ますます弱気な声が多くなってきました。

ところが7月末に日米協調介入が行われ、レートは久しぶりに150円台後半となっています。どこまで持続力があるのかは不明なるも、それでも協調介入は東日本大震災の2011年以来、円買い介入は1998年以来。どうやら「よほどのこと」が起きている様子。

果たして、日米の財務当局はどのような形で合意したのか。今後の展開はどうなるのか。本号では、為替の問題を考えてみました。

●2026年夏、全国の経営者の関心事

7月はいろんな場所で経済講演会の機会をいただいた。1か月間に宮崎市、甲府市、松本市、横須賀市、福山市、そして富山市を訪れている。都内では大和証券の機関投資家セミナーで出番を頂戴したが、こちらは全国各地の金融機関さんがお相手であったから、1か月でさまざまな地域の方々とお話することができた。

もちろん限られたサンプル数ではあるのだけれども、筆者は似たような仕事を20年くらい続けている。これだけ全国の経営者の方々と接していると、「日本経済の最新トレンド」がうっすらと見えてくるような気がする。2026年夏はこんな感じである。

- (1) とにかくどこへ行っても、「先が読めない、トランプさんは困ったもんだ。地政学リスクって何なんだ？」と見通しが立たなくて困っている。
- (2) その割に雰囲気は明るい。人手不足やナフサ高騰など悩みの種は尽きないが、会社の決算は悪くない。特に値上げができるようになったことは大きい。

- (3) 世代交代が進み始めた。昔から知っている会社の代替わりを多く見かけた。日本全体が「AIが分かる世代へのバトンタッチ」を急いでいる感がある。
- (4) 円安を嘆いている人が多い。海外出張の土産話では、「先日、××に行ったら、〇〇の値段がこんなにして…」式のネタが途切れない。
- (5) スポーツの話をよく聞く。それもバスケットやバレーボールなど、今まであまり脚光を浴びていなかった種目である。「地域のスポーツ振興」がブームになっている。

企業経営者向けの講演会で、為替に対する関心が高いのは今に始まったことではない。特に輸出産業が多い西日本では、「今年は円高ですか？ 円安ですか？」式の質問を受けることはめずらしくない。何しろプラザ合意以降は円高に泣き、近年は円安に苦しんでいるのが日本経済である。「米国の株価、ドイツの物価、日本の為替」は、ビジネスマンにとってテッパンの関心事と言っていいだろう。

ただし最近では、「この先は円高か円安か？」ではなく、ひたすら「円安嘆き節」の様相を呈している。そもそも円安を歓迎しているのは大手の輸出企業くらいである。中小企業で現状以上の円安を望んでいる企業はほぼ見当たらない。望ましい為替レートについてアンケート調査を取れば、だいたい「130 円から 140 円台」くらいになるものである。

加えて海外出張をしなくても、「貧しくなったニッポン」を意識する機会は増えている。円安局面は 2022 年から既に 5 年目に突入している。日米金利差が縮小しても、円安は一向に止まる気配がない。他方では「デジタル赤字」など分かりやすい円安要因がある。

加えて言えば、われわれは「ドル円レート」で為替を語ることが多い。しかし昨年 4 月のトランプ政権による「相互関税」導入以降、世界的な「ドル離れ」が進みつつある。各国中央銀行が外貨準備のドルを減らし、代わりに金を購入する。ゆえに金価格が上昇し、ドルは対ユーロや対人民元で下落している。そのドルに対して 160 円台まで円が低下するということは、「円は誰も相手にしてくれない通貨」ということになってしまう。

事実、「実質実効為替レート」でみた場合、現在の円の「真の実力」は 1970 年代前半、すなわち「固定相場制」（1 ドル 360 円）だった頃と大差がない。下図は「月例経済報告関係閣僚会議資料」（6 月分）によるものだが、物価高を捨象し（実質）、すべての通貨に対する（実効）レートはかくも寒々しいものがある。



●いよいよ貿易収支が悪化する予感

加えて今の世界は、「ホルムズ海峡封鎖」という問題を抱えている。これが今後の為替レートにどう影響するかが気になるところだ。

本誌 6 月 26 日号「『ホルムズ海峡危機』の大反省会」でも紹介した通り、今までのところ日本経済への影響は意外なくらいに軽微である。何といっても驚かれるのは、**石油備蓄残量がまだ 200 日分以上ある**ことで、本稿執筆時点の最新データでも 202 日分（8 月 3 日）である。これは JOGMEC を通じた「売却放出」を少なめにして、民間企業向けの「貸し付け放出」を中心にしているからだ。このために**民間備蓄は一定水準をキープするので、パニックが広がらない**ようになっている。

○石油備蓄残量の推移

	3月15日	3月31日	4月15日	4月30日	5月15日	5月31日	6月15日	6月30日	7月15日	7月31日
国家備蓄	146	146	136	127	117	109	106	105	103	103
民間備蓄	89	82	79	80	88	91	91	91	98	97
産油国共同備蓄	6	6	3	2	1	3	3	3	4	4
合計	241	234	218	209	206	203	200	199	205	204

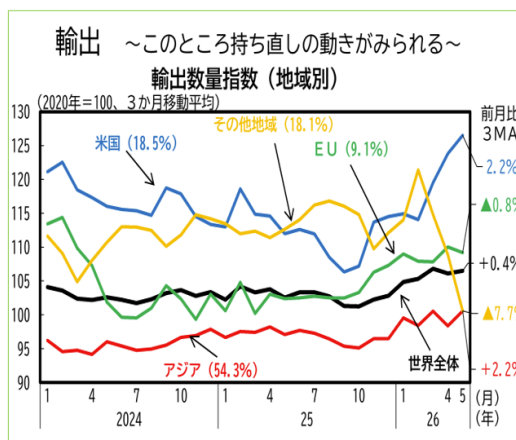
ただし備蓄が減っていないのは、この間に民間企業が米国の SPR（戦略石油備蓄）を落札するなどして、**他所から高い石油を買って穴埋めしているから**である。つまりこの間の石油輸入金額は急増しているはずである。

今年に入ってから輸出は、毎月 10 兆円超と好調が続いている。米国における活発な AI 関連投資のお陰で、日本製の半導体や発電関連機器の対米輸出が伸びている。お陰で中東向け輸出が半減する中でも、輸出全体は底堅い動きを見せている。

ただし輸入も同時に急増している。季節調整値でグラフを描いてみると、**6 月は輸入が急増して、単月で 8819 億円の貿易赤字**となっている。いかにも 2022 年、ウクライナ戦争発生時と似たパターンをたどりそうに見える。



財務省貿易統計



月例経済報告6月分から

ホルムズ海峡封鎖直後に懸念されたシナリオとして、「石油価格急騰」→「貿易赤字拡大」→「円安が進行」→「円建ての石油価格がさらに上昇」→「貿易赤字がさらに拡大」という負のスパイラルがあった。石油価格上昇は、インフレを通じてさらに日本経済を悪化させよう。ホルムズ海峡封鎖が長期化するにつれて、いよいよ「実需売り」に伴う円安の可能性が見えてきた。7月下旬には1ドル164円に接近する局面もあった。

●「日米協調介入」というサプライズ

こんな状況になると、円安を止める力は当局による為替介入くらいしか見当たらない。5月の大型連休中にも行われているから、「7月30-31日の日銀金融政策決定会合の後には要注意かな」と思っていたら、その前日夜（7月30日）から為替市場が急変した。翌日にはさらに流れは急速となり、久々に1ドル=150円台後半の動きとなっている。

○ドル円為替レート（6か月）



驚くべきことに、今回の円安是正は日米協調介入の結果であった。さすがに米国が基軸通貨ドルを売ることはなく、介入手法は「ユーロ売り／円買い」であり、金額も小さかったようである。それでも日本が単独介入した場合と比べれば、衝撃度ははるかに深い。

日米協調介入と言え、2011年5月の東日本大震災後の円高局面以来である。「円買い介入」に限れば、1998年以来となる。自然災害や金融危機でもない平時に、なぜ米国が「円安で困っている」日本を助けてくれるのか。

トランプ大統領は、協調介入を「友情の証」と言っている。「米国第一主義」の人の言葉とはとても思われぬ。逆にベッセント財務長官が、日本を助ける動機は理解できる。円安防衛のために日本が米国債を売るのは困るし、そうでなくとも日米の金利は上昇傾向にある。投機筋が円売りを仕掛けて、それにドルが巻き込まれるのは勘弁してほしい。かつてヘッジファンドで働いていたベッセント氏としては、全く合理的な思考と言えよう。

逆に言えば、「日本側はどのようなロジックで米国を巻き込んだのか？」が興味深い。繰り返すが、トランプ氏は「円安で日本が困っています」と頼んで、動いてくれるような相手ではない。「円安は日本の輸出企業への補助金のようなもの」とは、1980年代以来のご本人の「信念」ではあるが、さすがにそれだけでは動くまい。久しぶりの協調介入が実現するまでに、日米の財務当局ではどんなコミュニケーションがあったのだろう。

●「円買い介入」に米国を巻き込んだロジックは？

筆者の読みは、「日米関税交渉」が効いたのではないか、というものだ。「トランプ関税」を値引きする代償として、日本は総額 5500 億ドルの対米投資枠を約束している。米国側はこの合意を関税交渉の成果として喧伝しているし、何よりトランプ氏自身がこのディールに満足している。だからよくこんな風に言う。「日本はわれわれによくしてくれている」と。「日本は同盟国だから」などとは、彼の場合は言わないのである。

日本側の財務当局は、おそらくこんな説明をしたのではないだろうか。

「もしもこのまま円安が進行すると、日本の対米投資枠は円建てで膨張することになり、投資の採算や資金調達条件が悪化してしまう。最悪、対米投資の履行に支障をきたすかもしれない。日米のディールを守るためにも、ここは円買い介入を手伝う方が米国にとってお得ではないですか？」

この説明であれば、円買い介入は人助けではなく、米国の国益を守ることになる。トランプ氏の思考法にも合致する。何しろ 5500 億ドルのうち、決まったのはまだ 1090 億ドルに過ぎない。しかも今後の支出は、選挙戦でも使える「タマ」になり得るのだ。

一方で米財務省は、「相互関税」に対する違憲判決を受けて、これまでに徴収した 1660 億ドルのうち、7 月末時点で 1000 億ドルを（金利付きで！）返済し終わったとのことである。これではドルの長期金利が上昇するのも無理はないが、ベッセント財務長官にとって「日本円売り」が願い下げであることは、自明のことと考えていいだろう。

もちろん日米関税合意の中に、この手の「密約」が入っていたわけではない。ただし関税合意のお陰で、円相場の安定が米国の利益になった、という見方はできよう。何より昨年の「チーム赤沢」のレギュラーメンバーには、三村淳財務官が入っていたのだから、上記は比較的無理のない想定ではないだろうか。

さる MOF ウォッチャーによれば、この世界には「3 年目の財務官は独裁者になる」との格言があるらしい。と聞くと、前任の神田真人財務官が 2024 年上半期に見せた為替介入の辣腕ぶりがすぐに思い起こされる。もちろん官僚が、言葉通りの「独裁者」になれるはずはない。それでも 1 年目に内外の人脈を築き、2 年目に政府や日銀と太いパイプができ、3 年目にいよいよ市場の信認を獲得すると、独裁者のように縦横無尽に動けるようになる、ということなのであろう。三村氏は、ちょうどこの 8 月から 3 年目に入るところである。

ともあれ、日米協調介入が行われてから、為替市場は方向感が見えにくい状態が続いている。普通に考えれば、再びジリジリと円安方向に戻っていきそうなものである。ただし、米国が実際に介入という行為を通じて、「これ以上の円安は認めない」と意思表示したことの意味も小さくはないだろう。

●為替を決めるのは最後は政策

もっとも為替は、最終的にはファンダメンタルズで決まるものである。物価や金利、通貨の需給や経常収支、さらには投機筋の思惑や地政学リスクなどにも左右される。特に重要なのは、ときの政策がどちらの方向を向いているか、である。

今回の円安是正においては、何とんでも日本のマクロ政策が完全に「逆方向」である点が気がかりである。現在の高市内閣は「財政政策は緩め」で食品消費税の減税に踏み切り、「金融政策も緩め」で日銀の審議委員にリフレ派を送り込んでいる。それで通貨が強くなるはずがあるまい。いわば「サナエノミクスこそが最大の円安要因」である。それを人為的な介入効果だけで止める、というのは無理な相談であろう。

日米の一体化が進んでいることの是非も悩ましいところがある。前述通り、世界のマネーが「ドル離れ」を志向する中であって、日本は安全保障でも経済でも「米国と一体化」路線を続けている。円を対ドルで安定させることができても、他の通貨に対して下落が止まらなくなる、という事態も十分に考えられる。

当面の注目点は日米の金融政策ということになる。互いに物価を見ながら利上げのタイミングを探っていくことになるだろう。日米ともに、金融政策は政治との間合いが悩ましい。加えてこの秋は、外交や選挙の日程も絡んでくることになりそうだ。

○日米の利上げは9月か10月か？

8月7日（金）	米7月雇用統計
8月17日（月）	内閣府がQE公表（4-6月期GDP速報値）
8月27-29日	ジャクソンホール会合
9月4日（金）	米8月雇用統計
9月15-16日	米FOMC
9月17-18日	日銀金融政策決定会合
9月24日（木）	米中首脳会談
10月1日（木）	9月日銀短観
10月2日（金）	米9月雇用統計
10月27-28日	米FOMC
10月29-30日	日銀金融政策決定会合 （展望レポート）
11月3日（火）	米中間選挙

<海外報道ウォッチ>

クック・ポリティカルレポートの読み筋

(観察対象：The Cook Political Report)

中間選挙まで残り 3 か月を切った。既に終盤戦に入ったと見ていいだろう。11/3 に訪れる審判の日に向けて、この先どういう点に着目していけばいいのか。長年、お世話になっている米国選挙の情報源、“The Cook Political Report”の最近の分析をご紹介します。

まずはエイミー・ウォルターによる 7/30 付”**Here Are the Three Key Things I’m Watching for 2026**”¹ (2026 年に注目する 3 つのポイント) から。いかにもプロらしい見解だ。

- * 主要な予備選挙もあと数週間で幕を閉じる。鋭い政治ウォッチャーも雑音に気を取られる季節の到来だ。焦点を絞るために、自分が注視する 3 つの問いを紹介する。
- * ① 「社会主義は共和党の武器になるか？」——マムダニNY市長のような「民主社会主義者」が攻撃目標になると共和党は考えている。確かに無党派層は社会主義に対して否定的だ。ただし中間選挙は与党への信任投票である。野党ではない。そして有権者は社会主義者以上に MAGA 候補を嫌っている。もっとも民主党内部の亀裂が深まる可能性もある。某民主党幹部は「内紛が長引き、対共和党でまとまらない」と嘆く。
- * ② 「まあまあ (meh) 有権者は戻ってくるか？」——22 年中間選挙では、バイデンに否定的ながら民主党支持の有権者が居て、「まあまあ有権者」と命名した。今回も大統領が不人気でも、共和党の議会情勢は悲観的ではない。「トランプやや不支持」層は投票先を決め切れていない。かかる葛藤を抱える有権者は投票に行くだろうか？
- * ③ 「資金面の優位を活かせるか？」——共和党は民主党よりも 3.2 億ドル多く選挙資金を保有しており、トランプ率いる”Maga Inc.”を加えるとその差は 7.2 億ドルになる。共和党の某幹部曰く、「Tier2、3 の選挙区を重視する」。厳しい選挙戦になるから、勝負所の州に資金を注ぎ込むのではなく、政治的な「防火壁」構築を目指すのだと。
- * 資金不足の民主党は逆の問題に直面する。接戦区重視になるので、地盤拡大の好機を逃すかもしれない。豊富な資金は、共和党の地盤沈下を防ぐ助けにはなり得よう。

下院の与野党逆転は濃厚だが、問題は上院である。チャーリー・クックは 7/29 付”**The Remaining Primary Risks for Democrats**”² (民主党に残された主なリスク) で、民主党戦略を懸念している。その後、8/4 のミシガン州予備選挙においては進歩派のアル＝サイドが勝った。すなわち「青い候補者をパープルステーツで立てる」という悪癖を意味する。

¹ <https://www.cookpolitical.com/analysis/national/national-politics/here-are-three-key-things-amy-walter-is-watching-matter-2026>

² <https://www.cookpolitical.com/analysis/senate/senate-overview/remaining-primary-risks-democrats>

- * それほど難しい問題ではない。中間選挙は共和党に危険を、民主党に機会をもたらす。与党は不利だ。特に大統領が不人気で、与党が上下両院を支配しているときは。
- * 24 のレッド州では過去 3 回連続でトランプが勝った。上院 48 議席全てと 22 州の知事が共和党だ。19 のブルー州では 3 回連続で民主党候補が勝ち、上院 38 議席中 37 議席と 17 州の知事を民主党が占めている（無所属のサンダースなどを含めた場合）。
- * 問題は 7 つのパープル州に懸かっている。フロストベルトの MI/WI/PA、サンベルトの NV/AZ/GA/NC である。上院 14 議席中 10 議席を民主党が占め、共和党は SC の 2 人、PA、WI の 1 人ずつだけである。また 5 州の知事を民主党が率いている。
- * これが過去 12 年間の党派的構造だ。レッドやブルー州では、予備選でどの候補者を選んでも本選で議席を維持できる。ところがパープル州の政治的現実はまだで違う。MAGA 候補や選挙結果否定論者はうまくいかない。ブルー候補者も以下同文だ。
- * トランプはパープル州で赤候補を指名するという悪癖がある。22 年中間選挙はそれで大敗した。今回、その悪癖は民主党にも波及している。青い候補者をパープルや薄赤州に立てようとしている。8/4MI、8/11MN、WI などの予備選挙は極めて重要だ。
- * 民主党進歩派は有頂天になるべきではない。昨年の NY 市長選でマムダニの得票率は 51.1%に過ぎず、同市における 24 年選挙のハリス 68.1%、20 年バイデン 76.2%に見劣りする。自己満足を優先するのではなく、勝利の可能性を最大化すべきである。

7/11 にリンゼー・グラハム上院議員が急死した。突然の空席を巡る予備選が始まっている。SC 州知事は同氏の妹、ダーライン・グラハム氏を暫定後継者に指名したが、彼女は大統領の支持を得て、予備選にも出馬することに。今後の展望について、ジェシカ・テイラーが分析している。7/29 付”**South Carolina Special Primary Will Test Trump’s Endorsement Power Like Never Before**”³（SC 州特別予備選はトランプの支持力の真価を問う）。

- * 彼女は当初、兄の議席を数カ月埋める「つなぎ」と見られていた。しかしトランプが予想外の決断を下した。政界に足を踏み入れたばかりの候補者のために、自らの影響力を賭けたのである。ただし共和党関係者は、「ダーラインには壁がある」と言う。
- * 生前のリンゼーは州内の保守派有権者と複雑な関係にあった。トランプの支持は得たものの、超党派議員から急に「MAGA 戦士」に転じた真意が疑問視されていた。
- * 7/30 の葬儀以降に選挙戦は本格化しよう。10 数名の候補者が居て、8/11 の予備選で過半数を得る者はおらず、上位 2 名が 8/25 の決選投票で対決することになろう。ラルフ・ノーマン下院議員（第 5 区）とラッセル・フライ下院議員（第 7 区）が有力だ。
- * 決選投票がフライ対ノーマンになった場合、トランプは二重支持を表明するだろう。誰が勝ち残るにせよ、本選で民主党のアンニー・アンドリュースには勝つだろう。

³ <https://www.cookpolitical.com/analysis/senate/south-carolina-senate/south-carolina-special-primary-will-test-trumps-endorsement>

<From the Editor> 災害列島の生きる道

昔は「震度 7」と言ったら、よっぼどのことでした。それが 1995 年の阪神淡路大震災の頃から、かなりの頻度で発生するようになりました。2011 年の東日本大震災を頂点に、いったいいくつあったことやら。

関東大震災の際は、寺田寅彦が「災害は忘れた頃にやって来る」との名言を残しました。ところが 2024 年 1 月の能登地震の記憶は、われわれにとってまだ十分に鮮明なままである。おいおいおい、忘れるまで待っててくれよ、と言いたくなるところである。

そんな中であって、今回の熊本は 21 世紀になって大きな地震が実に 3 度目です。2016 年に 2 度続けて「震度 7」を体験した以前は、1 回もなかったそうですから何ともお気の毒としか言いようがありません。心からお見舞い申し上げます。

何より 400 年以上の歴史を持つ熊本城が、2 回も壊れるとは尋常ではない。近年の災害研究によれば、「地震は点ではなくネットワーク」だそうですので、何かのはずみでそれまで平穏だった地域で地震が多発するのは、それほど不思議なことではないのだそうです。

もっとも前回の地震からの熊本城再建作業においては、単に石垣を元通りにするのではなく、三次元測量でひとつひとつの石を記録して、耐震性にも配慮して復元が行われているとのこと。こんな風に、転んでもただでは起きないというか、自然災害によって鍛えられてきたのがこの日本社会の特質でもあります。

歴史家の網野善彦は、「日本は災害列島であるのみならず、災害を前提に社会を作ってきた国だ」と言っているとのこと。あまりにも多過ぎる自然災害への対応が、日本社会を形成してきたと言ってもいいでしょう。

2011 年の震災の際には、東北の人たちの我慢強さが美談となり、海外メディアの称賛の的となった。最近にはあまりに天災が多いものだから、だんだん違う面も見えてきたような気がする。この国は「復元」は得意だけれども、「変革」は苦手なのではないかなあ。だから女性の社会参画がなかなか進まなかったりする。

ともあれ、われわれのご先祖様たちは、幾多の自然災害に鍛えられて今のレジリエントな社会を作り上げてきた。しょっちゅう壊れる国だから、建物が壊れたら完全に元通りにするのではなく、元に戻す技術が失われないようにしておく。伊勢神宮に式年遷宮があるのも、たぶんそういうことなのでしょう。

自然災害は、いつも起きたその日が最悪であり、1 日たつことに少しずつマシになっていく。そして時は全てを癒す。そのことを信じて、日々できることをやっていくしかない。この国の自然災害からの復興は、いつも英雄が出てこないドラマになります。

暑い日が続きます。関係者の皆様はくれぐれもご無理をなさいませんように。

* 次号は 3 週間後の 8 月 28 日（金）にお届けいたします。

編集者敬白

株式会社 溜池通信 吉崎達彦
〒105-0003 東京都港区西新橋 1-2-9 日比谷セントラルビル 14 階
<http://tameike.net> E-mail: kan@tameike.net