

みずほマーケット・トピック(2024年11月12日)

トランプ 2.0 で「仮面の黒字国」が主張すべきこと

基本的にトランプ氏の脳内は「円安はドル高の裏返しであり、米国の製造業が煮え湯を飲まされている」という価値観が根付いている。しかし、トランプ氏の円安批判には少なくとも 2 つの誤解がある。まず、米国の対日貿易赤字は「34 年ぶりの円安」に呼応して拡大しているわけではない。確かに、過去 3 年間で米国の対日貿易赤字は拡大基調にあるが、第一次トランプ政権と概ね同程度の約 700 億ドル。もう 1 つの誤解として、米国は財貿易で日本に負けていても(本来貿易は勝ち負けではないが)、デジタル分野を含めたサービス貿易では圧勝しており、円安によって日本の各種プラットフォームサービスへの支払は増えている現実がある。つまり、米国が片務的な不公正貿易を強いられているかのような認識は実情に沿わず、サービス取引まで視野を拡げれば、むしろ日本の円安デメリットが目につく。なお、23 年末時点で日本企業による対外直接投資残高のうち最大のシェアを誇るのは未だに米国という点も重要。そもそも「仮面の黒字国」の実利を享受するのは投資受け入れ先の国であり、投資主体ではない。為替政策報告書において経常収支黒字が判断基準として用いられていることは大いにミスリーディング。

～第二次トランプ政権でも円安・貿易黒字批判は健在～

トランプ氏再選の日本経済に対する影響は様々な切り口から議論されるが、やはり最も現実的な論点として注目されるのは通商分野での関係性悪化である。先週の本欄でも述べたように、いくら大統領が騒いだところで米国の物価・金利環境が強含んでいる以上、ドル高の裏返しとしての円安(だけではなくその他通貨安)が修正される余地は無い。その物価・金利環境の強含みを促すのがほかならぬトランプ氏なのだから救いも無い。結果、第二次トランプ政権の 4 年間でも円安と日本の対米貿易黒字が状況証拠として残り、その因果関係を指差しながらトランプ氏が日本との不公平な貿易関係に不平不満を重ねてくるはずである。後述するように、円安が修正されないことに腹を立てたトランプ氏が着想するのは高い確率で追加関税という一手なのだろう。

今回の大統領選挙の中でも円安批判は散見されてきた。例えば今年 4 月、約 34 年ぶりとなった円の対ドル相場に関し、トランプ氏は SNS 上で「アメリカにとって大惨事(a total disaster)」と投稿して話題を集めた。さらに、同氏はドル高に関し、「愚かな人々にとっては聞こえがいいが、米国内の製造業はドル高で競争できなくなっており、ビジネスの多くを失ったり、外国に工場を建設したりすることになる」と述べた上で、バイデン大統領がこの状況を看過しているとの批判を展開した。なお、7 月にはメディアに対するインタビューで「強いドルに対して弱い円、弱い(中国の)人民元は今や強烈で、私たちは大きな通貨問題を抱えている」、「(ドル高の結果として)米国企業がトラクターなどの品目を国外で販売しようとするのにとつてもない障害になっている」などとも述べている。

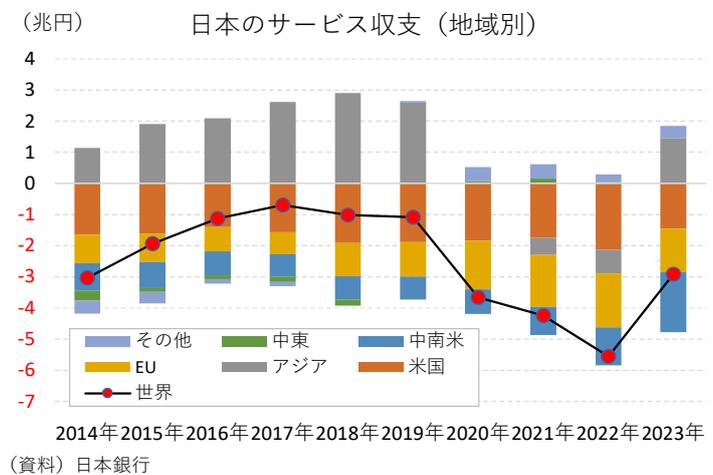
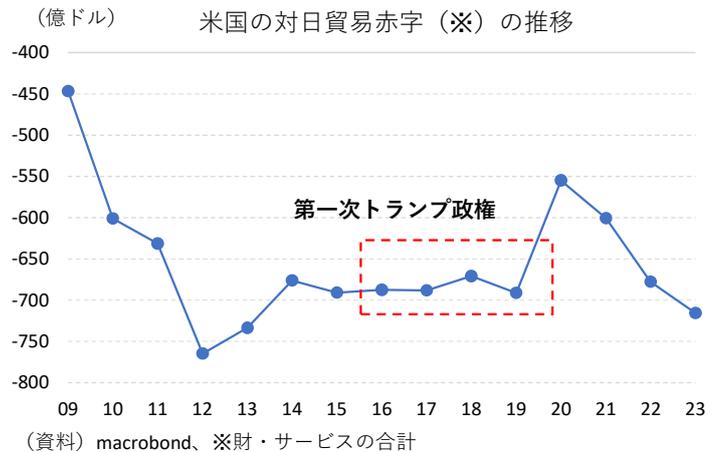
こうした言動からも明らかなように、基本的にトランプ氏の脳内は「円安はドル高の裏返しであり、米国の製造業が煮え湯を飲まされている」という価値観が根付いている。

～自動車とデジタルの売りつけ合い～

そうした価値観は自身の政治戦略も相まって半永久的に変わらないであろうから、今後、同種の発言は恐らく繰り返されるはずだ。しかし、トランプ氏の円安批判には少なくとも 2 つの誤解がある。まず、米国の対日貿易赤字は「34 年ぶりの円安」に呼応して拡大しているわけではないという事実がある。確かに、2020 年からの 3 年間で米国の対日貿易赤字は拡大基調にあるが、第一次トランプ政権と同程度の約 700 億ドルである(右図・上)。基本的に日本の自動車が米国で売れて、米国のそれが日本で売れていないのは為替の影響ではなく単純に商品の「質」の差異を検討すべき話ではないのか。なお、ここでは敢えて財・サービスの貿易収支で議論している。これは近年の日本ではサービス赤字におけるデジタル赤字が争点化しやすい状況を踏まえている。現状、日本のサービス赤字を地域別に見ると米国、欧州、中南米に由来している部分が多い(右図・下)。中南米への支払が膨らんでいるのは再保険市場が発達しており、保険・年金サービスを中心とする支払で赤字が膨らんでいることの結果である。

片や、米国や欧州はサービス収支赤字の中でも特にデジタル関連赤字の寄与する部分が多い。過去の本欄でも議論しているように、アイルランドを中心として GAFAM に象徴される米巨大 IT 企業の拠点が欧州に置かれている実情がある。つまり、対欧米で記録される日本のサービス赤字の多くは究極的には対米国企業の赤字という理解もできる。財貿易では負けていても(本来貿易は勝ち負けではないが)、サービス貿易では圧勝しているという事実をトランプ氏は恐らく軽視している。むしろ、円安によって各種プラットフォームサービスへの支払は増えており、サービス赤字拡大に寄与している。円安によって日本が対米貿易で損している部分もあるということだ。この点がトランプ氏が理解できていない(あるいは理解していても見ようとしていない)もう 1 つの誤解である。

日本の対米サービス赤字は基本的に GAFAM の提供する商品の「質」に由来しており、そこに日本が不公平と口を挟む余地は無い(租税回避的行動を除けば)。なお、欧米主要都市に拠点を有する巨大な外資系コンサルティングファームに対する赤字も近年増えていそうだが、これについても日本が不公平を訴えることは無い。日米の貿易サービス収支を総括すれば、「自動車を売りつけられている」米国と「プラットフォームサービスを売りつけられている」日本という構図がある。言い換えれば、米国が片務的な不公正貿易を強いられているかのような認識は全く実情に沿わず、サー



ビス取引まで視野を拡げれば、むしろ日本の赤字拡大傾向の方がアップサイドがあるくらいだろう。

～日本の対米投資は誇るべき～

とはいえ、トランプ氏にそのような正論は通じそうにない。本来、いくらトランプ氏が円安批判を展開しても日米金利差が大きいまま放置され、日本全体の外貨需給構造が脆弱な現状では円の対ドル相場がトランプ氏の満足いくまで円高になるのは難しい。多額の対米貿易黒字を抱える日本の円安修正がままならない現実を前にトランプ氏が着想するのは「追加関税でこらしめる」という方向性だろう。もしくは、「それ(追加関税)が嫌なら対米投資を増やせ」といった第一次トランプ政権

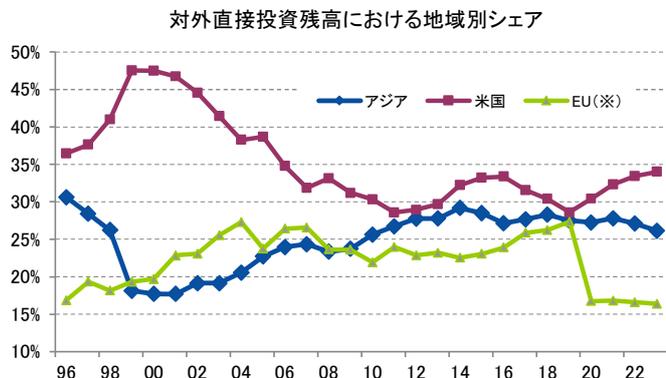
米国進出企業の雇用者数・雇用者報酬に占めるシェア(2021年)

	雇用者数	雇用者報酬
英国	15.4%	13.3%
日本	12.6%	12.4%
ドイツ	11.6%	11.5%
カナダ	10.9%	10.6%
フランス	9.3%	8.1%
中国	1.5%	1.2%
イタリア	1.3%	1.0%
韓国	1.1%	1.3%

(資料)米商務省

で見られた要求である。だが、これまで何度も議論された話だが、日本は米国の雇用・賃金情勢に対して多大な貢献を果たしている国の1つであり、とりわけ自動車産業の直接投資が大きいことで知られている。製造業に限れば、日本が最大の貢献国になってきたという歴史もある。図(上)ははかならぬ米商務省のデータだが、日本企業の米国経済への貢献の大きさは議論の余地がない。

この点に関し、当時の安倍首相がトランプ氏に正面から説いたこともあった。今後の政府・与党においても同様の働きかけを期待したい。現状、日本企業による対外直接投資残高のうち最大のシェアを誇るのは未だに米国(34%)で、1990年代後半以降の猛追を経てもアジア(23年時点



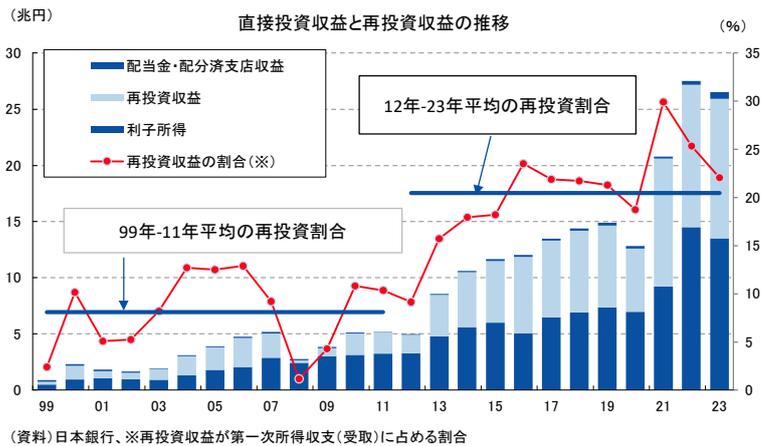
(資料)日本銀行、2020年12月31日で英国のEU離脱が完了している

にあるのは中国から他地域へ拠点の再構築が行われている影響であり、今後も続く公算が大きい。この点、日本企業は米国・欧州・グローバルサウスという三極を軸に拠点の再構築を迫られる現状がありそうだが、トランプ氏の働きかけがなくとも既に設備投資の実績が多くあり、(他の二極に比べれば)予見可能性が高い米国は投資先として選ばれやすいのではないか。歴史的に日本企業が対米貿易で得た外貨が対米直接投資を通じて米国へ還元されている事実は誇っても良いし、今後もそうなる可能性はある。

～「仮面の黒字国」の実利を受けるのは海外～

また、過去に何度も論じてきた通り、そうした日本企業による対外直接投資からの収益は年々拡大しているものの、その半分近くは日本へ回帰せずに現地で外貨のまま再投資される傾向がある(次頁図)。統計上は直接投資収益の増加で第一次所得収支黒字ひいては経常収支黒字が切り

上げられているものの、再投資収益の占める割合が年々拡大しているため、実際のところ、日本経済にとって実体的な影響は乏しい。この事実は今や日本の経済論壇では通説化しており、逆に課題として検討されている状況ですらある。こうした「統計上は黒字だが、キャッシュフロー上は黒字ではない」という「仮面の黒字国」問題は第二次トランプ政権の下で積極的にアピールすべき論点である。どう考え



ても「仮面の黒字国」の実利を享受するのは投資受け入れ先の国(この場合は米国)であり、投資主体(この場合は日本企業)ではない。米国を筆頭に日本企業から投資を受け入れてきた国はそこから雇用創出効果などを享受でき、賃金上昇という恩恵も当然あったはずだ。片や、日本は経常黒字を抱えていても通貨安によりインフレを輸入するような状態に悩んでいる。

米国の為替政策報告書では経常収支黒字が操作国認定にあたっての基準となっているが、上記のような「仮面の黒字国」問題は斟酌してくれない。しかし、この状況で「通貨安で黒字を貪っている」といった旨の批判を向けられても、日本としてできることは多くない。日本の経常黒字に関しては、米国から称賛されることはあっても非難される筋合いはないという事実を、国際収支統計の数字を中心として第二次トランプ政権にも沁み込ませていくことが、石破政権に期待される所作の1つとなっていくはずである。

金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか?～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか?
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は?～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される期代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか?～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は?～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政緊縮措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待待～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか?～収益率で考える未来～
2024年6月4日	改めて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き