

# *Feed Trade*

WEB版

VOL. 59 NO. 4



2023

10<sup>~12</sup>

飼料輸出入協議会

JAPAN FEED TRADE ASSOCIATION

2023年 10～12月号



## 目 次

### <秋季為替セミナー>

為替・金融市場の動向…… (2)

講師：布施 功馬 氏

新春賀詞交礼会のご案内…… (37)

グローバルサプライチェーン再構築によるコスト変化  
——「輸入調達距離」と「民主主義指数」による分析／森重 彰浩…… (38)

シリーズ●わが社「自慢の逸品」——第37回

五島列島酒造・焼酎のご紹介／(双日株) …… (48)

シリーズ●各地の食生活——第15回

アメリカ第3の都市・シカゴ／尾上 翔太…… (52)

シリーズ●各商社の担当者紹介⑫ 三井物産株式会社

わが社の飼料担当者のご紹介…… (56)

### ●New Balance<15>

面積が天気に優れた、今年の天候相場／岩崎 正典…… (62)

『Feed Trade』WEB版総目次(2023年1-3月号～10-12月号) …… (78)

編集後記…… (81)

## 為替・金融市場の動向



<講師>

伊藤忠商事(株)財務部為替市場運用室長  
兼 伊藤忠商事企業年金運用執行理事

布施 功馬氏

●日時 2023年9月12日 ●場所 新橋ビジネスフォーラム

ただいまご紹介にあずかりました伊藤忠商事財務部の布施と申します。この度は大変貴重な機会をいただきまして誠にありがとうございます。本日は「為替・金融市場の動向」というテーマで講演をさせていただきます。よろしくお願いいたします。

講演内容については既にご存じの点多かろうと思いますが、一つでも皆様の新たな気づきになるようなことがお伝えできれば幸いです。

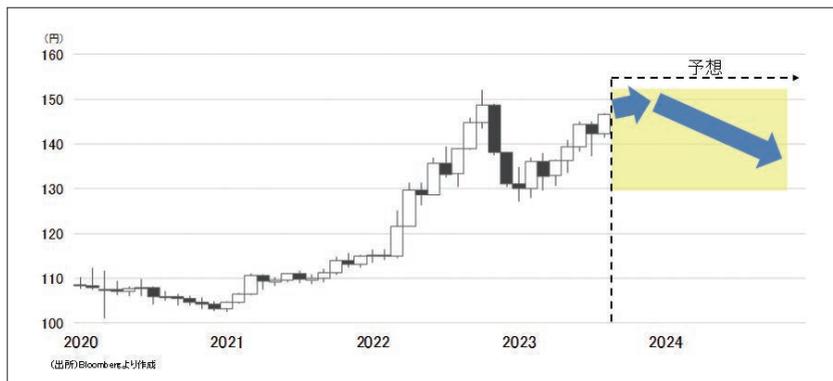
講演内容は三部構成になっています。第一部はマーケットの振り返りです。今後の相場動向を予想するにあたり、過去からのマーケット動向、相場の変動要因等を振り返ることが重要だと思っています。第二部は、皆様が最もご興味のおありの点かと思いますが、為替相場見通し。第三部はリスク要因です。この三部構成でご説明させていただきます。

最初に皆様が一番のご興味がおありと思われる為替見通しのご説明をします。資料1（編注：スライド、以下同）をご覧ください。

足元では日米金利差等を背景に歴史的な円安が進んでおりますが、このドル高／円安基調は、目先はまだ続くかなと思っています。但し、上値目途は

昨年高値水準の152円、仮にオーバーシュートして155円程度と考えており、ここからの上値余地は限定的と考えています。その後は年末から来年にかけてはドル安／円高に転換，ドル円は2024年中には最大130円程度まで下落するという見通しです。この見通しの背景等は後ほどご説明させていただきますので，まずは足元の相場環境について，第1部のマーケットの振り返りからスタートさせていただきます。

#### 資料1 ドル円相場見通し

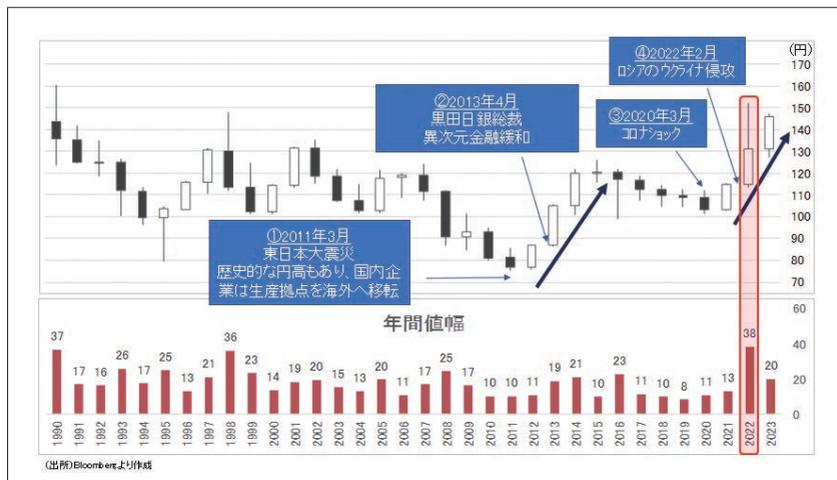


## I 景気・金融市場動向の振り返り

ドル円相場を振り返ります。足元のドル円相場は，中長期的に見てどのような立ち位置にいるのかを客観的に理解した上で，今後の相場の方向性をお示ししていきたいと思えます。資料2は1990年から2023年までの長期的ドル円のチャートです。上段は各年の値動きを示したローソク足チャート，下段のチャートは，年間の高値と安値の差，つまり年間の値幅です。一目瞭然ですが，昨年の2022年は年間の値幅は38円であり，1990年以降で最大でした。つまり，大きな値幅を伴いながら歴史的な円安が進行しました。この動きは足元も継続しており，2023年も引き続き円安基調で推移しています。1990年以降のドル円相場を俯瞰すると，大きなトレンドとして二つに分けられます。一つは1990年から2011年まではドル安／円高の流れ，次は2011年以降のドル高

／円安の流れです。更に、2011年以降のドル高／円安を見ると、2つのステージに分かれていることが分かります。2011年頃から第一弾の円安、しばらく小康状態を経て、直近2～3年が第二弾の円安になっています。この期間中にドル円相場に大きな影響を与えた4つのイベントを青色のボックスに記載しています。まず第一弾の円安相場中の出来事ですが、一つ目は「①2011年3月の東日本大震災」です。当時は歴史的な円高が進む中で、国内企業が生産拠点を海外に移転する動きが出ました。これは円安要因となります。次に「②2013年4月の黒田日銀総裁による異次元金融緩和」です。2012年12月下旬に第二次安倍政権が発足。デフレ脱却に向け、大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」からなるアベノミクスを掲げました。黒田氏は2013年3月に日銀総裁に就任すると、4月の日銀金融政策決定会合で「量・質ともにこれまでと次元の違う金融緩和を行う必要がある」として大規模な金融緩和策を打ち出しました。これを受けて大きく円安が進行しました。次に第二弾の円安相場ですが、「③2020年3月のコロナショック」と「④2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻」です。これらのイベントは世界各国の景気や物価動向に大きな影響を与えました。ド

資料2 1990年以降のドル円推移



ル円相場という視点では、それに伴う日米金融政策スタンスの違いや日本の貿易赤字拡大の動きが足元の円安相場を牽引しています。

資料3は2010年以降のドル円の相場です。上段のチャートは、黒のローソク足がドル円の動き、赤いラインチャートは日米の10年国債利回りの差、つまり日米金利差です。チャートの中で矢印で示していますが、円安進行時には日米金利差が拡大していることが確認できます。また、下段のチャートは日本の貿易収支で、上に向かうと貿易赤字が拡大、下に向かうと貿易黒字拡大です。これを見ると、貿易赤字が拡大するタイミングで円安が進行していることが確認できます。2回の大きな円安相場を見ると、2011年以降、及び2021年以降に日本の貿易赤字は急拡大しており、ドル円上昇の大きな要因になっています。

資料3 ドル円、日米金利差



資料4はコロナショック以降のドル円相場です。足元の円安相場は何が牽引したのかという分析です。2020年3月のコロナショック、2022年2月のロシアのウクライナ侵攻を契機に世界的にインフレが高進しました。そのインフレ抑制のための金融政策がドル円相場に大きな影響を与えています。チャートは、黒のローソク足はドル円、青のラインチャートは米国の消費者物価

(総合指数/前年比)、緑のラインチャートは変動の大きいエネルギー・食品を除いた米国の消費者物価でインフレの基調判断として使われるコア指数、赤いラインチャートは米国の政策金利（FF金利）です。まず、2020年ですが、コロナショックを受けて経済活動が停滞する中、米国では金融・財政政策が総出動され、FF金利はほぼゼロまで低下しました。その後、2021年頃からは経済再開する中でインフレが急騰しています。しかし、FRBはこのインフレに対して、コロナショックによる供給制約等に起因する「一過性」と判断し金融緩和を継続しました。その後、2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻を受けた商品価格上昇も相まって、インフレを「一過性」とした判断が誤りであったとし、2022年3月に利上げを開始、その後も歴史的なペースで利上げを続けました。つまり、利上げ等の金融引き締めにより景気を減速させないとインフレを抑制できないと判断したということです。結果、足元ではFF金利は5%超になっています。米国がインフレ抑制のために利上げを続ける一方、日本だけは金融緩和を継続した結果、日米金利差は急拡大し、歴史的な円安が進行しました。

次にコロナショックを境に日米欧のGDP及びインフレがどのように変動し

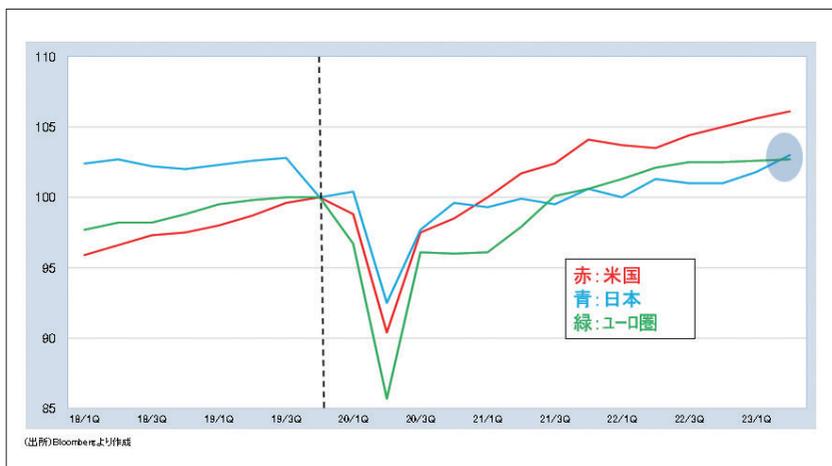
資料4 コロナショック以降のドル円、米CPI、FF金利



たかを見ていきます。

資料5は日米欧のGDPの比較です。コロナショック直前の2019年第4四半期を100として指数化しています。日米欧全て、コロナショックで大きく低下、その後の金融・財政政策総動員による景気刺激策により景気が急回復しています。ただ、回復のペースには各国で差があり、ユーロ圏はインフレ抑制策として急速な利上げを実施した結果、足元ではやや景気が停滞気味になっています。一方、米国も同様に急速な利上げを実施しているにも関わらず景気の減速は鈍い状況です。一方、日本だけは「持続的・安定的なインフレ2%の物価目標達成に向けて景気を支援する」として金融緩和策を継続する中、チャートの中の青い丸でハイライトしているように足元ではユーロ圏を超える水準まで景気が回復しています。

資料5 日米欧のGDP推移（2019年4Q=100）



資料6は日米欧のインフレの動向です。左は消費者物価の総合指数、右はエネルギー・食品を除いたコア指数です。左の総合指数は、米国、ユーロ圏は、コロナショック後の供給制約やロシアのウクライナ侵攻後の商品価格高騰もあり急上昇していましたが、供給制約の解消や急速な利上げによる景気減速もあり足元では前年比ペースで物価目標の+2%がようやく見えてきて

いる状況です。一方、右のコア指数は、米国、ユーロ圏共に一時期よりは低下しているものの足元では下げ止まっており、物価目標の+2%がまだ遠い状況です。コア指数の下げ止まりの要因は粘着的なサービスインフレであり、その背景には雇用市場の逼迫があります。想定よりもインフレが鎮静化しないというのが、FRB、ECBの悩みの種になっています。なお、日本は「持続的・安定的な物価目標+2%達成はまだ遠い」として金融緩和を続けており、コアCPIは上昇基調となっています。

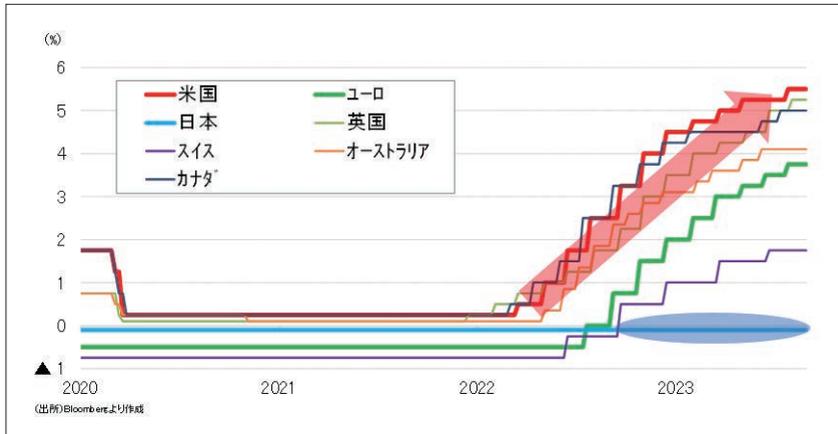
資料6 日米欧のインフレ動向



資料7は日米欧にスイス、カナダ、イギリス、オーストラリアの政策金利の動きを並べた資料です。一目瞭然ですが、日本だけがマイナス金利で横ばい推移、その他の国は全て利上げをしています。特にスイスは、▲0.75%という大きなマイナス金利政策、及びユーロ圏もマイナス金利政策を採用していましたが、インフレが続く中で利上げに舵を切りました。一方、日本だけは利上げをしておらず、政策金利については、日本とその他の国々との差が鮮明になりました。金融政策（政策金利水準）は為替水準の重要な決定要因であり、結果として「円独歩安」になっています。

資料8は米ドルに対する各国通貨の強弱ランキングです。プラスはその通

資料7 先進各国の政策金利推移



貨が米ドルよりも強く、マイナスは米ドルよりも弱いということを示しています。一番右の2023年を見ると、日本円が年初来でかなり弱い通貨になっていることが分かります。円より弱い通貨はアルゼンチンペソ、トルコリラ、ロシアルーブル、南アフリカランドです。通貨の価値は国力という見方もでき

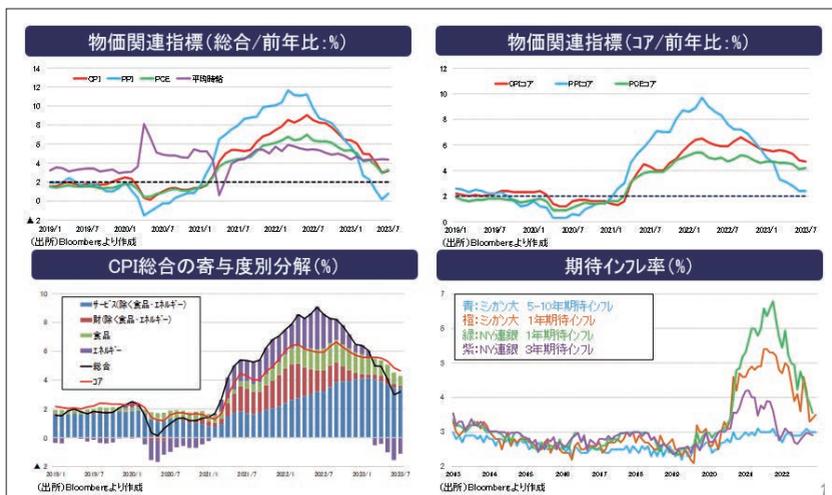
資料8 対USDの通貨強弱ランキング (2023年9月7日時点)

2011年以降		2020年以降		2022年以降		2023年	
スイスフラン	▲ 4.7	スイスフラン	▲ 8.3	メキシコペソ	▲ 16.6	コロンビアペソ	▲ 20.1
香港ドル	▲ 0.8	メキシコペソ	▲ 7.5	ブラジルレアル	▲ 12.0	メキシコペソ	▲ 10.8
シンガポールドル	▲ 6.0	フィリピン	▲ 0.4	ペルーソル	▲ 7.9	ブラジルレアル	▲ 6.1
台湾ドル	▲ 8.3	香港ドル	▲ 0.8	スイスフラン	▲ 2.3	スイスフラン	▲ 3.6
イスラエルシェケル	▲ 9.8	シンガポールドル	▲ 1.5	コロンビアペソ	▲ 1.0	英ポンド	▲ 3.2
中国元	▲ 10.0	デンマーククローネ	▲ 4.5	香港ドル	▲ 0.5	ハンガリーフォリント	▲ 3.2
韓国ウォン	▲ 15.7	ユーロ	▲ 4.6	シンガポールドル	▲ 4.6	ペルーソル	▲ 2.6
フィリピン	▲ 17.9	中国元	▲ 5.0	チリペソ	▲ 3.7	インドネシアルピア	▲ 1.6
ユーロ	▲ 20.1	カナダドル	▲ 5.1	フィリピン	▲ 3.9	ポーランドズロチ	▲ 1.1
英ポンド	▲ 20.1	英ポンド	▲ 5.9	ユーロ	▲ 5.9	ユーロ	▲ 0.1
デンマーククローネ	▲ 20.1	台湾ドル	▲ 6.1	デンマーククローネ	▲ 6.2	デンマーククローネ	▲ 0.4
ペルーソル	▲ 24.3	オーストラリアドル	▲ 9.2	ポーランドズロチ	▲ 6.7	香港ドル	▲ 0.5
ニュージーランドドル	▲ 24.7	インドネシアルピア	▲ 9.5	インドネシアルピア	▲ 7.0	インドルピー	▲ 0.6
カナダドル	▲ 27.1	イスラエルシェケル	▲ 10.3	カナダドル	▲ 7.7	フィリピン	▲ 0.9
メキシコペソ	▲ 29.9	ペルーソル	▲ 10.7	英ポンド	▲ 7.8	カナダドル	▲ 1.0
ポーランドズロチ	▲ 31.5	ポーランドズロチ	▲ 12.3	ハンガリーフォリント	▲ 12.3	シンガポールドル	▲ 1.9
マレーシアリンギ	▲ 34.1	マレーシアリンギ	▲ 12.5	インドルピー	▲ 10.7	チリペソ	▲ 3.8
オーストラリアドル	▲ 37.7	ニュージーランドドル	▲ 12.8	マレーシアリンギ	▲ 10.9	台湾ドル	▲ 4.0
スウェーデンクローナ	▲ 39.8	韓国ウォン	▲ 13.4	韓国ウォン	▲ 11.0	韓国ウォン	▲ 5.2
インドネシアルピア	▲ 41.2	インドルピー	▲ 14.2	オーストラリアドル	▲ 14.2	マレーシアリンギ	▲ 5.8
ハンガリーフォリント	▲ 42.5	チリペソ	▲ 15.0	中国元	▲ 13.3	中国元	▲ 5.9
日本円	▲ 44.9	スウェーデンクローナ	▲ 16.0	台湾ドル	▲ 13.5	オーストラリアドル	▲ 6.4
ルウェークローネ	▲ 45.7	ルウェークローネ	▲ 18.0	ニュージーランドドル	▲ 13.9	スウェーデンクローナ	▲ 6.4
インドルピー	▲ 46.3	ハンガリーフォリント	▲ 18.4	南アフリカランド	▲ 16.9	ニュージーランドドル	▲ 7.5
チリペソ	▲ 47.1	コロンビアペソ	▲ 18.9	ルウェークローネ	▲ 17.7	ルウェークローネ	▲ 8.5
コロンビアペソ	▲ 52.8	ブラジルレアル	▲ 19.0	スウェーデンクローナ	▲ 18.4	イスラエルシェケル	▲ 8.8
南アフリカランド	▲ 65.4	日本円	▲ 26.3	イスラエルシェケル	▲ 19.4	日本円	▲ 11.0
ブラジルレアル	▲ 66.6	南アフリカランド	▲ 27.0	日本円	▲ 21.9	南アフリカランド	▲ 11.2
ロシアルーブル	▲ 68.9	ロシアルーブル	▲ 37.0	ロシアルーブル	▲ 23.6	ロシアルーブル	▲ 24.6
トルコリラ	▲ 94.2	トルコリラ	▲ 77.8	トルコリラ	▲ 50.4	トルコリラ	▲ 30.3
アルゼンチンペソ	▲ 98.9	アルゼンチンペソ	▲ 82.9	アルゼンチンペソ	▲ 70.6	アルゼンチンペソ	▲ 49.4

ますので、その意味では、残念ながら日本の購買力は落ちているという状況だと思っています。右から二番目の2022年以降、左から2番目の2020年以降を見ても円は弱い通貨になっていて、一番左の2011年以降を見ても同様の傾向です。つまり、長期間にわたり円が弱い通貨になっている状況が続いているということです。

次に資料9をご覧ください。最後は米国に関する振り返りです。米国は世界のGDPの約4分の1を占めており、米国の経済及び金融政策の動向が世界の景気及び金融政策の方向性を決める大きな要因になっていますので、米国の分析が重要だと思っています。最初に米国のインフレの動向についてです。スライドは米国のインフレ関連の4つのチャートです。左上は物価関連指標の総合指数、左下はその中身を分解したものです。総合指数をみると青のラインチャートのPPI（生産者物価指数）は足元でほぼゼロまで下落しています。つまり川上のインフレは収まっているという状況です。ただ、紫のラインチャートの平均時給は高止まりしており、これがサービスインフレの原因になっています。左下のチャートでCPI総合指数の中身を確認すると、エネルギーは前年比でマイナス、食品も低下基調にあります。財価格についても

資料9 米国のインフレ動向





セミナー会場風景

前年比横ばいになっています。一方、サービスは下げ止まっており、FRBのインフレ目標である+2%達成のためには、サービス価格を如何に下げるかがポイントです。右上のチャートは物価関連指標のコア指数ですが、青のラインチャートのPPIは前年比+2%程度まで低下していますが、赤のラインチャートのCPIや緑のラインチャートのPCEデフレーターは下げ止まっている状況です。最後に、右下のチャートは期待インフレ率です。我々が「将来インフレは上昇する」と思えば、個人の消費活動の活発化を通して、インフレは実現していくと言われており、FRBの金融政策において期待インフレのコントロールは重要です。コロナショック、ロシアのウクライナ侵攻後のインフレ高進を受けて一時期は期待インフレが急騰しましたが、足元では過去トレンドの3%近辺で落ち着いており、今のところ期待インフレは確りとコントロールできています。

次の資料10は米国の景気動向です。このスライドでは住宅、個人消費、鋳工業生産の状況を示しています。FRBによる急速な利上げの影響は、金利感応度が高い住宅市場で顕在化しました。左上のチャートは米30年固定住宅ローン金利ですが、FRBの利上げに合わせて急騰しています。次に右上のチャ

ートは新築住宅販売件数ですが、住宅ローン金利急騰を受けて急減速しました。ただ、足元では徐々に販売件数は回復基調にあり、米国の個人消費の底堅さが確認できます。左下のチャートは小売売上高ですが、コロナショックで大きく落ち込んだ後に急回復しており、足元でも堅調です。ここからも堅調な個人消費が確認できます。米国は個人消費がGDPの約7割を占めており、個人消費がある程度減速してこないと、インフレも下がり難いという構図になっていますので、サービスインフレが高止まりしている背景と考えられます。右下のチャートは鉱工業生産ですが、コロナショック後に大きく落ち込んで、個人消費よりは回復に時間を要したものの、既にコロナショック前の水準を回復、高いレベルを維持しており、ここから大崩れする可能性は低いと思います。つまり、米国の景気は住宅も含めた個人消費に支えられて堅調、企業活動も今のところ減速感は認められず、結果的にインフレは下がりにくい構図になっています。

#### 資料10 米国の景気動向



資料11は米国の労働市場に関するスライドです。これが今後のインフレを見通す上で重要なポイントになります。左上のチャートは有効求人倍率ですが、コロナショック後に1倍を大きく割り込んでいましたが、その後急回復

して一時期は2倍程度まで上昇、足元では1.5倍程度まで下がってきました。ただ、求職者1人に対して求人数が1.5人ある状況であり、昔の平均的な水準である1.2倍くらいまで落ちてこない、雇用環境の逼迫は解消されずインフレ圧力は収まり難いと思います。右上のチャートは失業率ですが、歴史的な低水準で推移しています。左下の労働参加率、右下の非農業部門雇用者数変化を見ても労働市場の逼迫感は徐々に緩和の兆しは確認できるものの、まだ道半ばという印象です。これでパート1は終了です。

資料11 米国の景気動向（労働市場）



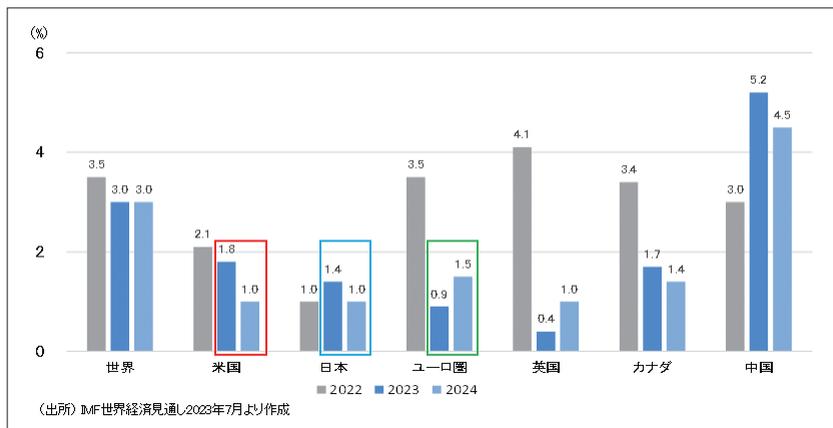
## II 今後の見通し

ここからパート2で、「今後の見通し」という本題になります。

資料12をご覧ください。まずIMFによる世界経済見通しを確認します。米国、ユーロ圏は急速な利上げによる景気押し下げ効果の顕在化もあり、景気後退までは見込まないものの、経済成長は低いレベルに留まるとの見方をしています。潜在成長率については色々な試算がありますが、米国は1%台後半、ユーロ圏は1%台半ば、日本は0.6%程度との見方が多いと思います。つ

まり、2024年のGDP成長率は、米国は潜在成長率を下回り、ユーロ圏は潜在成長率並み、日本は潜在成長率を上回る経済成長を見込んでいるということです。米国はサービス分野を中心としてインフレが高止まりする中、金融政策も引き締めを継続せざるを得ず、潜在成長率対比で見ると日米欧の中で最も成長率が低い予想になっています。

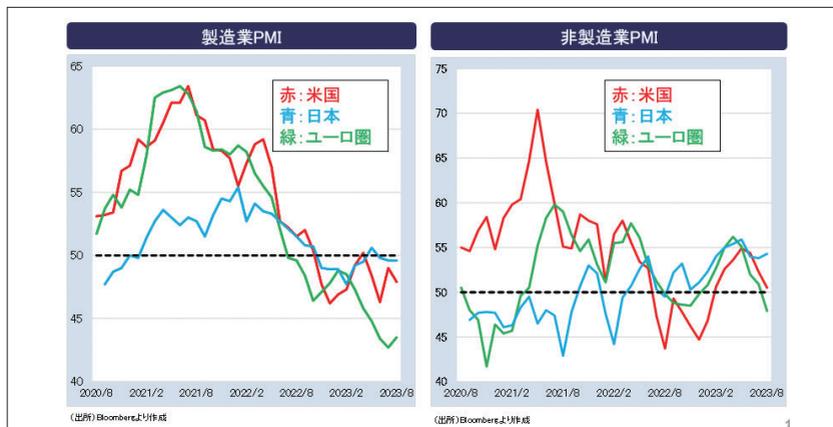
資料12 IMFによる世界経済見通し



次の資料13は景況感です。PMIは「Purchasing Manager's Index」の略称ですが、企業の購買担当者に景況感をヒアリングして集計した経済指標の一つです。好況・不況の分かれ目が50で、50を上回ると経済活動は拡大、50を下回ると縮小という見方をします。また、前回比で上昇しているか、低下しているかという基調を確認することも重要です。左側は製造業のチャートですが、コロナショックからの経済再開の過程で急上昇後にピークアウト、金融引き締めの動きが強まる中で徐々に低下、足元では50を割り込む水準で推移しています。緑のラインチャートがユーロ圏で、足元では最も落ち込みが大きくなっています。一方、赤いラインチャートの米国は、50を割り込む水準ながら足元では上下に振れながら推移しており、底割れ懸念は低そうです。一方、青いラインチャートの日本は上下の振れは小さく、足元でもほぼ50近辺で推移するなど、欧米比では堅調に推移しています。右の非製造業を見る

と、製造業と同様に利上げ開始後は景況感が徐々に悪化していますが、サービス業に関しては、足元は下方基調ではあるものの50近辺であり、好不況の分かれ目で推移しています。特に日本は欧米と比較すると、堅調な結果になっていることが確認できます。

### 資料13 世界の景況感

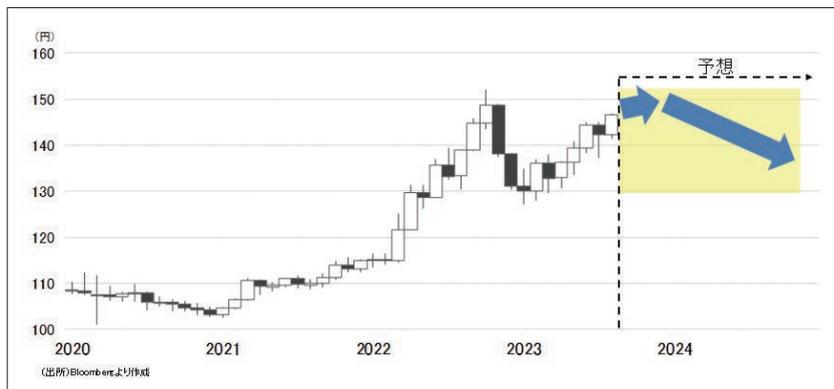


資料14は、最初にお見せしたドル円の見通しです。もう一度ご覧ください。

我々が年初に相場を予想した際には、2023年の予想コアレンジは120～140円、前半は米国の利上げが続く中でドル高、しかし年後半にかけては、徐々に米国の利下げが見えてくる、加えて日本の金融緩和政策の修正が見えてくる中で円高方向の推移を予想していました。年初予想と比べると、上限として予想していた140円を大きく上回る円安が進行し、円高方向の動きはまだ確認できていません。では何が想定と違ったかという点、積極的な利上げにも関わらず、米国のインフレが粘着質で高止まりしている点が想定と違いました。その結果、FF金利は想定以上に高い水準まで上昇し、結果としてドル高が進行しました。また、FRBは年内あと1回の利上げの可能性を示すなど、未だにFF金利の最終到達点の確認できていません。年後半には利上げは終了し、市場は徐々に利下げを意識する中でドル売りに転換すると思っていたのですが、ドル円の下落タイミングが先送りになったと思っています。但し、今

後のドル円相場を見通す上での材料に大きな変化があったわけではないと思っています。では改めてドル円の見通しですが、目先は日米金利差を背景として円売り地合いが継続し、上値目処は昨年高水準の152円、オーバーシュートして155円と予想しています。一方、年末から来年にかけては、米国の利下げが意識される中でドル円は反転下落、日銀の金融政策正常化の動きも相まって最大130円までのドル安円高が進行すると予想しています。FRBはインフレと景気のパランスを取りながらの金融政策運営になりますが、インフレが落ち着く中で徐々に景気にも配慮した金融政策に転換を迫られて利下げに舵を切ることになると思っています。一方で、日本は、先日の植田日銀総裁のサプライズ発言が新聞記事に掲載されていましたが、日銀は金融政策正常化に向けて動き出すと思っています。これまでは日本は金融緩和、米国は金融引き締めを進める中、日米金融政策の方向性の違い、つまり日米金利差が歴史的な円安を牽引してきましたが、今後は米国の金融政策は引き締めから緩和へ、日本の金融政策は緩和から正常化に向かうと予想され、日米の金融政策の方向性がこれまでと逆方向となりますので円安要因が円高要因になります。また、日本の貿易収支についても、一時期の赤字は大幅に縮小していますので、これまで円安を牽引してきた大きな要素が剥落することになります。では、上値目途を152円としている理由を2つご説明します。

#### 資料14 ドル円相場見通し



資料15はドル円の介入実績です。2022年は歴史的な円安が進む中で、久しぶりの日本の金融当局によるドル売り円買い介入が実施されました。介入が実施されたドル円の水準は145円～151円台で、合計約9兆円の介入が実施されました。黄色でハイライトしたのは昨年介入が実施された水準であり、足元の147円台というのは1年前に介入が実施された水準です。本邦金融当局からは円安牽制の「口先介入」が既に出ています。市場では、口先介入にも円安の警戒レベルに応じたレベルがあると言われています。9月6日には神田財務官が「ファンダメンタルズでは説明できない」「あらゆる選択肢を排除せず適切に対応する」と発言していますが、介入の可能性を示唆するような強いトーンの円安牽制発言であると市場は見ています。150円を超えてくるような円安進行があれば、いつドル売り円買いの為替介入が出てきておかしくないと思っています。

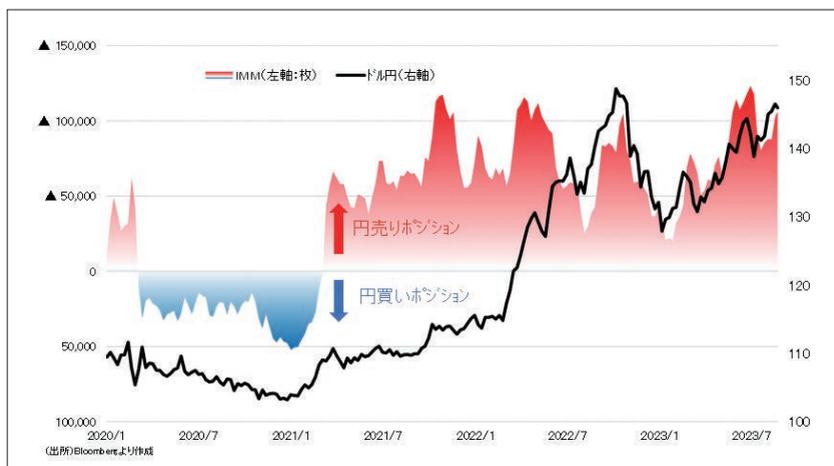
資料15 ドル円の介入実績



資料16をご覧ください。IMMのポジションの積み上がりから投機筋のポジションを確認します。IMMとはInternational Monetary Marketの略称でシカゴにある通貨先物市場です。この市場で投機筋の円売りポジションが積み上がると、赤いチャートが上方向に拡大、逆に円買いポジションが積み上がると、青いチャートが上方向に拡大します。

ると青いチャートが下方方向に拡大します。足元のポジションを見ると、円売りポジションが大きく積み上がっているのが分かります。約10万枚（約1.25兆円）くらいの円売りポジションが積み上がっており、過去を見るとかなりの高水準に達しており、ここからの投機筋の円売りポジションの積み上げ余力は限られるのではないかと考えています。仮に、何か金融市場にショックがあれば、積み上がった投機筋の円売りポジションの調整からドル円が下落する可能性があると思っています。

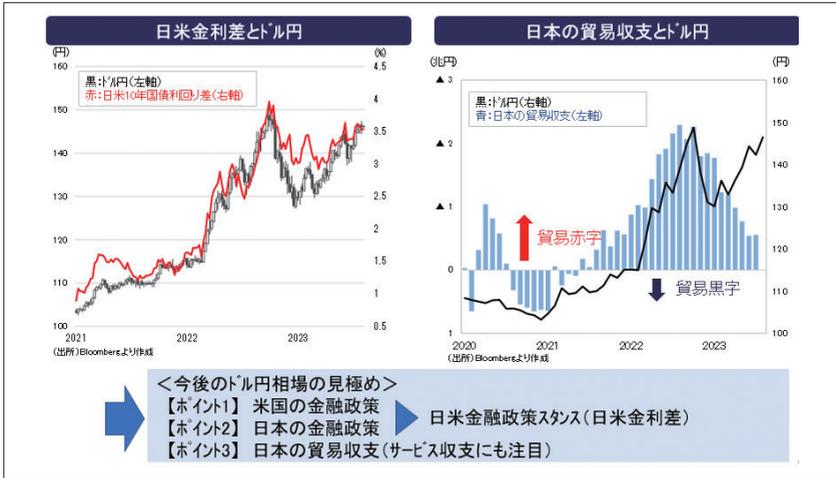
資料16 IMMポジション



では次に資料17をご覧ください。今後のドル円相場を見極める上で注目ポイントについてご説明します。チャート分析も含めて様々な分析手法がありますが、大きなトレンドを見極める上ではシンプルなものに注目するのが良いと思います。注目点は二つで、一つ目が日米金利差、二つ目が日本の貿易収支です。左のチャートは日米金利差とドル円、右は日本の貿易収支とドル円ですが、それぞれ相関性の高さが確認できると思います。では、日米金利差という視点から、ポイント1は米国の金融政策、ポイント2は日本の金融政策として、今後の日米金融政策スタンスの方向性を分析します。ポイント3は日本の貿易収支ですが、ここに最近注目度が高いサ

ービス収支を追加して分析します。

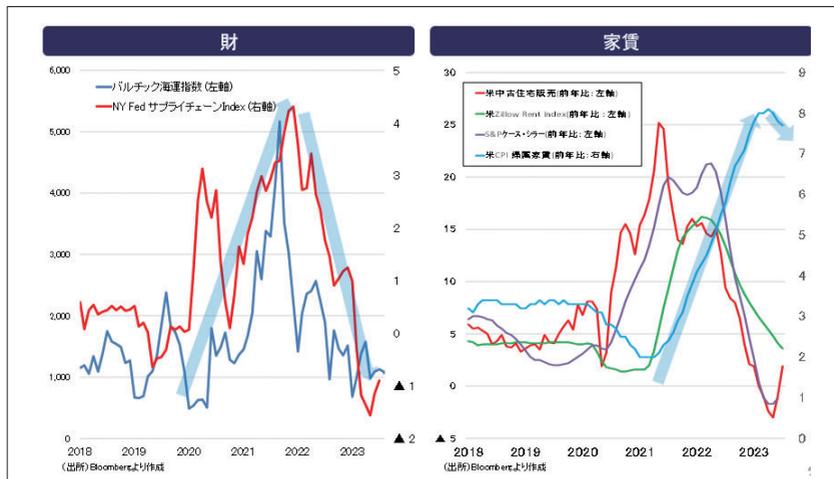
### 資料17 ドル円相場見極めのポイント



資料18をご覧ください。まずはポイント1，米国の金融政策の見極めです。最初にインフレ動向についてです。このインフレが収まらないとFRBは金融引き締めを緩めることができませんので，最も重要なポイントです。左のチャートは財価格の推移です。青のラインチャートはバルチック海運指数といって，国際的な海運業界で使用される統計指標の一つで，国際的な海上運賃の指標です。赤のラインチャートはNY Fedが公表するサプライチェーンに関する指標です。コロナショック後の経済回復の過程で海運などが需要に追い付かずサプライチェーンが目詰まりを起こしたことが財価格のインフレを引き起こしました。両指標とも急激に上昇，サプライチェーンが逼迫している状況が確認できます。FRBは当初はインフレの最大の要因はこの財価格の上昇にあり「一過性」であるとのスタンスで，サプライチェーンの混乱収束と共にインフレは収まると予想していました。実際にいずれの指標も急激に低下しており，サプライチェーンの混乱は収束，財価格は急速に下落しています。次に右のチャートですが，家賃関連の指標です。青いラインチャートはCPIの帰属家賃ですが，急激に上昇していることが確認できます。但し，足

元ではピークアウトの兆しが出ています。紫のラインチャートのS&Pケース・シラーや緑のラインチャートのZillow Rent Index等の先行指標は既に大きく下げており、CPI帰属家賃も今後は高い確率で低下が見込まれます。パウエルFRB議長も「いずれ家賃は下がる」発言していますが、家賃のインフレはいずれ収まると見て良いと思います。

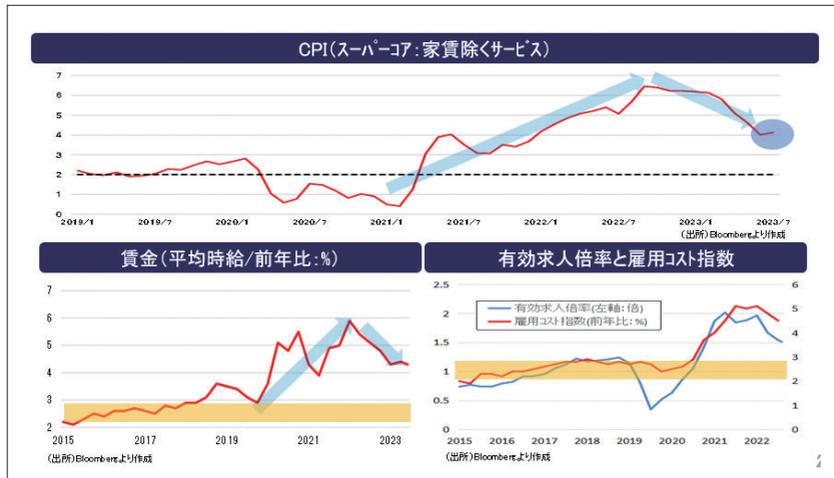
資料18 米国の金融政策見通し（インフレ①）



問題は資料19のサービスインフレです。このサービスインフレがなかなか収まらないというのが、FRBが金融引き締めの手綱を緩めることができない最大の要因です。上段はCPIの「スーパーコア指数」という家賃を除いたサービスインフレの基調的な動向を確認する物価指数です。FRBがインフレ見極めの際に注目している指標です。2021年以降上昇基調となる中、FRBの金融引き締めの影響もありようやく低下してきましたが、足元ではやや反発しています。前年比ベースの数字ですので、ベース効果等もあり一時的な低下を示す可能性はありますが、安定的に物価目標水準である+2%まで低下するには時間を要する見込みです。このサービスインフレが収まらない一番の要因は雇用環境の逼迫です。左下のチャートは雇用統計で公表される平均時給（前年比）ですが、一時+6%程度まで上昇後に、ようやく低下に転じて

います。しかし、水準自体は+4%台と高く、過去のトレンド（黄色のハイライト）である+2~+3%と比較するとまだまだ高水準にあります。右下のチャートは、青のラインチャートが有効求人倍率、赤のラインチャートが雇用コスト指数です。雇用環境が逼迫すると有効求人倍率が上昇、賃金も上昇しているのが確認できます。足元では有効求人倍率は2倍近辺から1.5倍近辺まで低下していますが、黄色でハイライトしている過去トレンドの1.2倍近辺よりも水準が高く雇用環境は未だに逼迫している状況で、雇用コスト指数も下げ止まっています。インフレ指標を見ると前年比では徐々に伸び率が鈍化してきましたが、賃金上昇が追い付かないと実質賃金は低下します。そうなると生活も苦しくなり「給料を上げてくれ」と米国でも労働争議が起きるなど、賃金は下がり難い状況にあるのかもしれませんが。サービスインフレの要因である賃金上昇圧力が収まるには時間を要する可能性がある点には注意が必要です。

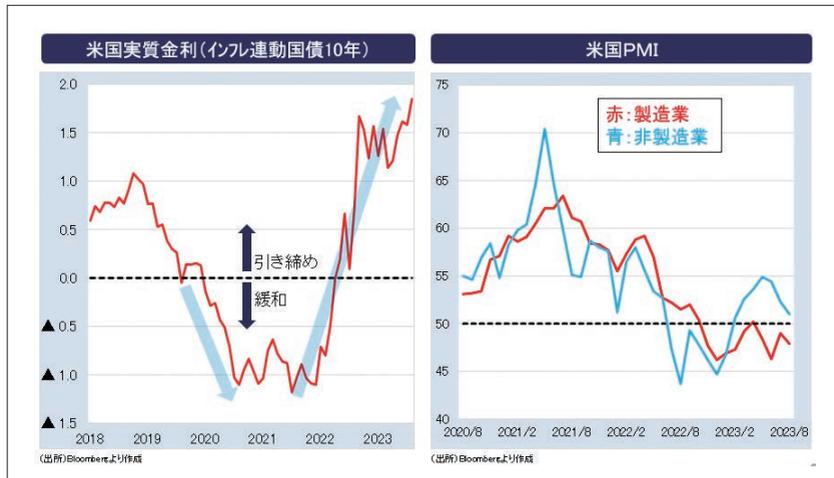
資料19 米国の金融政策見通し（インフレ②）



資料20は米国の景気見通しです。左のチャートはインフレ連動10年国債から計算される米国の実質金利です。本来は自然利子率との関係で見ることが多いですが、ここでは簡易的にゼロを下回ると緩和、ゼロを上回ると引き締

めとしています。コロナショック後の積極的な金融緩和政策により実質金利はゼロを大きく下回り、緩和的な金融環境でしたが、その後のインフレ急騰を受けて一気に利上げを進めた結果、足元では+2%に迫るような金融引き締め環境になっています。右のチャートは米国PMIの数字で、赤のラインチャートは製造業、青のラインチャートは非製造業です。金融引き締め環境下で景況感が悪化しているのが確認できます。特に製造業は50を割り込むなど減速感が強い状況です。一方で、非製造業は一時期の50割れから反転上昇するなど、FRBの積極的な利上げにも関わらず、思ったよりも景気が減速しないのも事実です。景気が減速しないとインフレ圧力は残り続けますので、FRBとしても政策運営上悩ましいポイントではないかと思えます。但し、急速な利上げの効果はタイムラグを経て景気下押し圧力となりますので、米景気はリセッションまではいかないとしても将来的には相応の減速は避けられないという見方をしています。

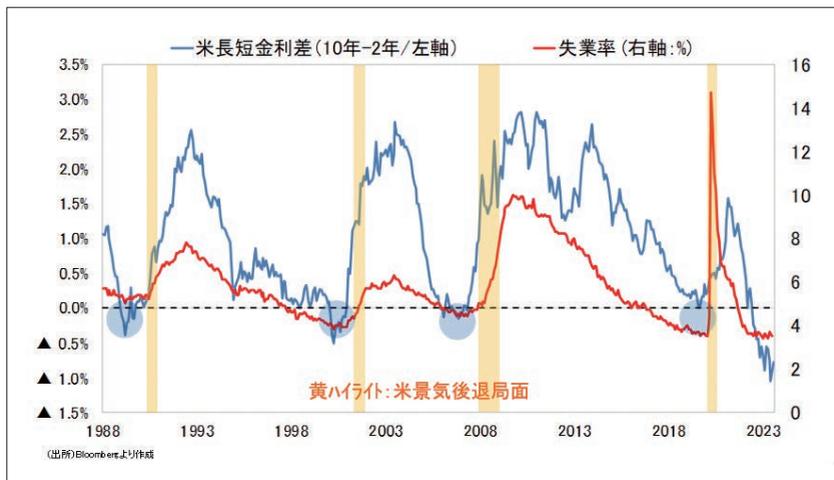
資料20 米国の景気見通し



次の資料21は、過去の事例と照らし合わせると、今後米国の景気減速は避けられないという点の補足資料です。青のラインチャートは米国債2年・10年利回り差で、赤のラインチャートは失業率、リセッション入りした期間を

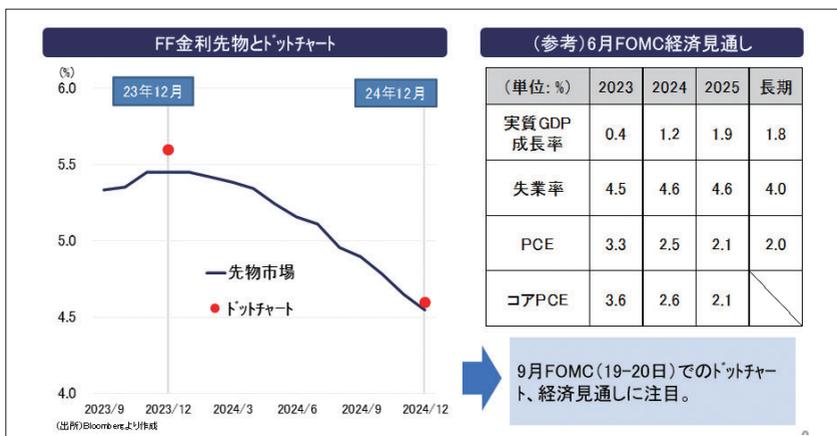
黄色でハイライトしています。青のラインチャートがマイナスになる、つまり長期金利が短期金利よりも低くなると、その後は失業率が上昇、リセッション入りしているのが確認できます。足元では2年債は約+5%に対して、10年債は約+4.3%で推移しており、大きな逆イールドが発生しています。短期金利が長期金利を上回るとリセッション入りする背景ですが、金融機関は預金（短期金利）で資金調達して、企業向け貸し出し（長期金利）で運用しますので、逆イールドになってくると逆鞘となるため貸し出しを絞る、結果として景気は減速すると言われていています。通常は景気減速を受けてインフレ低下、中央銀行は景気浮揚策として利下げを行い、短期金利の低下とともに逆イールドは解消するという流れになります。過去の例を見れば米国はリセッション入りしてもおかしくない状況なのですが、今のところ個人消費は堅調、企業業績も底堅くリセッション見通しは後退、市場では景気のソフトランディング、一部にはノーランディングという見方が強くなってきています。但し、仮にリセッションは避けられたとしても、先ほどお伝えした通りタイムラグを経て利上げが景気の下押し圧力になりますので、景気減速は避けられないと思います。

資料21 米長短金利差と失業率



資料22はFF金利の見通しです。左のチャートは青のラインチャートがFF金利先物、つまりマーケットの将来的なFF金利水準の織り込みを示しています。2023年12月、2024年12月の赤い点はドットチャートと言われるFOMCメンバーのFF金利予想です。これは四半期に1回出てくるもので、チャート上にあるのは6月FOMCの際にメンバーが予想したものです。2023年12月末のFFの金利は約5.6%、その後1年で約1%利下げするだろうと予想しています。9月FOMCは19・20日に開催されますので、パウエルFRB議長の記者会見と共にFOMCメンバーが示すドットチャートの水準や経済見通しにも注目が集まります。今後のFRBの金融政策ですが、FRBはデュアル・マナデートという二つの責務を負っています。一つは物価の安定、二つ目は雇用の最大化です。ECBは物価の安定のみ責務ですが、FRBの場合は物価の安定だけではなく雇用の最大化も意識した政策運営が必要になります。これまではFRBはインフレ抑制、つまり物価の安定を最優先で急速な金融引き締めを実施してきました。しかし、今後は利上げ効果の顕在化に伴い景気が減速する可能性が高く、物価安定だけではなく雇用最大化も見ながら、バランスを取りながらの政策運営になると思います。その意味では、物価目標+2%の達成前でもインフレが抑制できていると自信が持てれば、景気減速の状況次

資料22 FF金利の見通し



第では利下げを実施する可能性は高いと思われます。利上げの到達点が見えてきている中、今後のポイントはこのバランスの見極めになろうかと思えます。今、マーケットでは2024年中に1%程度の利下げを織り込んでいますが、景気が思ったよりも底堅く、インフレ圧力が残る中ではそこまでの利下げは実施できない可能性があります。一方で、タイミングを間違えると急速な利上げが景気を殺してしまいリセッション入りしてしまうリスクもゼロではなく、FRBは難しい舵取りを迫られることとなります。

資料23はポイントの2番目、日本の金融政策についてです。植田日銀総裁に対する9月6日に実施したインタビュー記事が9月9日の「読売新聞」に掲載されましたので、このスライドの内容はやや古くなってしまった点にはご注意ください。まずは日銀公表資料をベースに今後の金融政策を考えます。

資料24をご覧ください。日銀の金融政策決定会合の際に、四半期に一度「展望レポート」が公表されます。上段は4月、下段は7月に公表されたものですが、いずれも物価目標である+2%への道のりを示しているように見えます。上段は4月の展望レポートで公表されたものですが、船が川の流れて乗って着実に下ってきており、下流にある+2%の目標の達成は時間の問題というように見えます。一方、下段は7月の展望レポートで公表されたものですが、メッセージは逆方向になっているように見えます。+2%の物価目標は山頂

### 資料23 日本の金融政策見通し

内田日銀副総裁による緩和政策の枠組み説明		田村日銀審議委員会見
ステージ		
(A) 予想インフレ率	中長期的なインフレ率が2%に向かって上昇を続けているか？	Yes → YCCを修正して名目長期金利のさらなる上昇を容認
(B) 日銀物価見通し	持続的・安定的な2%物価目標の達成が視野に入っており、実現の確度も高いか？	Yes → YCC撤廃
(C) マクロ経済	景気が過熱しており、このままでは物価安定が失われかねない状況か？	Yes → マイナス金利撤廃(利上げ)

(出所)三菱UFJ銀行が「金融」証券(2023年8月2日の講演を基に作成)

➤ 内田副総裁は、マイナス金利解除は物価上昇抑制(金融引き締め)を目的としており、その後の利上げも意識させる発言。

➤ 一方、田村審議委員はマイナス金利解除を即金融引き締めとはせず、金利が低位安定する場合は金融緩和の継続との姿勢。

## 資料24 日銀「展望レポート」

<p>&lt;2023年4月&gt;</p>	<p><b>強力な金融緩和を継続する</b></p>	
<p>日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していきます。</p>		
<p>&lt;2023年7月&gt;</p>	<p><b>強力な金融緩和を継続する</b></p>	
<p>賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を見通せていないため、粘り強く金融緩和を継続していきます。</p>		
<p>(出所)日銀</p>		

にあり、これから長い険しい山道を登って目標を目指すのが、山頂に見える＋2%のゴールには雲がかかっています。4月は物価目標の達成までは時間の問題、7月は達成までの道のりは険しいというメッセージに見えます。実際に、7月会合で日銀がYCC（イールドカーブ・コントロール）の運用柔軟化を決定した際には「金融政策正常化に向けた措置ではなく、あくまでYCCの枠組みでの緩和持続性を高める措置」として、金融緩和策継続姿勢を示していました。

資料23に戻ると、左は内田日銀副総裁の講演を基に作成した金融緩和政策からの正常化の流れ、右はタカ派と言われる田村日銀審議委員の発言内容です。内田日銀副総裁の発言からは、マイナス金利解除までの道のりはまだまだ長いという印象を持っていましたが、植田日銀総裁のインタビュー記事で「物価目標達成可能と判断すれば、マイナス金利解除も含めたいろいろな手段が取り得る。年内にもそれに伴う材料が出揃う可能性もゼロではない」との発言を受けて、市場ではマイナス金利解除も含めた日銀の金融政策正常化の動きが想定よりも早いのではないかとの見方が強まっています。私自身もマ

マイナス金利解除のタイミングは、日銀が「持続的・安定的な賃金上昇を伴う物価上昇」にこだわっていることもあり、来年の春闘の数字を確認してからになると思っていましたが、もしかするともう少し早くなるかもしれないと感じています。なお、9月6日に実施された植田日銀総裁インタビュー記事が何故9月9日の新聞に掲載したのかという点ですが、為替の水準を意識した可能性も否定できません。先週は円安進行に対する本邦金融当局者から一段と強いトーンの牽制発言が出ていましたので、本邦金融当局者の円安進行に対する警戒感の高まりには注意が必要だと思います。

次の資料25はインフレ関連です。左のチャートは、日銀が発表する「消費者物価の基調的な変動」で、上昇率と下落率の上下10%の品目を除いて算出したものです。つまり振れの大きな上下10%をカットすることで、基調としての物価動向を確認するものです。これを見ると、足元では物価目標+2%を大きく超えてインフレが進んでおり、日銀は「基調的なインフレ上昇は確認できていない」と言っているものの、市場では十分に+2%を超える基調的なインフレが確認できているとの見方も強い状況です。

右のチャートは需給ギャップです。需給ギャップは経済の潜在的な供給力と総需要との差を指すもので、需給ギャップがプラスの場合、供給よりも需要が上回っている状態で物価が上がりやすく、逆にマイナスの場合は需要が

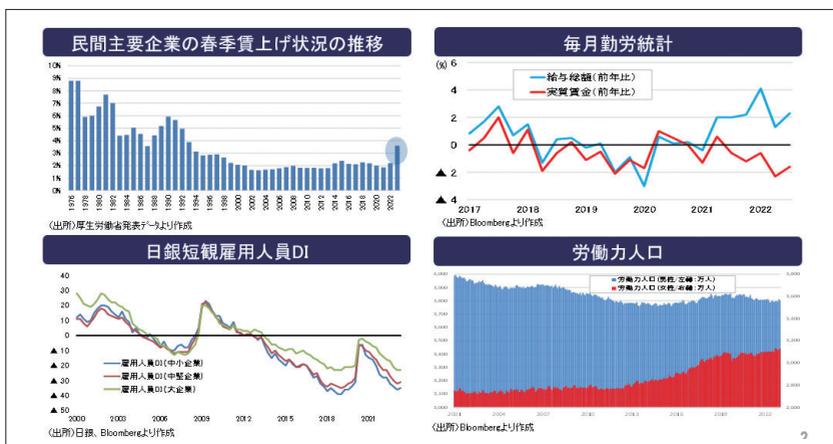
資料25 日本の金融政策見通し（インフレ）



供給を下回っている状態で景気低迷や物価下落リスクが高まると言われています。日銀は需給ギャップが足元ではマイナスになっている点も金融緩和を継続する理由の一つとしていますが、景気回復基調となる中でプラスになるのは時間の問題だと思っています。つまり、緩和を継続する理由の一つがなくなる可能性があるということです。

次に資料26は、日銀の金融政策の見通しの見極めにおいて重要なポイントであるインフレ関連データです。日銀は「持続的・安定的な賃金上昇」の確認ができるまでは現行の緩和スタンスを維持する方針ですので、特に雇用環境、賃金の動向が注目されます。足元の状況を見ると、インフレ、賃金に関しては潮目が変わってきていると思っています。左上のチャートは、1976年以降の民間主要企業の春季賃上げ状況の推移を示したのですが、直近20年は+2%近辺で動きがなかったのが、足元では+3%を大きく超えており、明らかに変化の兆しを感じられる状況です。更に右上のチャートは毎月勤労統計ですが、青のラインチャートは上昇基調にあります。一方で、足元のインフレ高進を受けて実質ベースでは賃金の伸びがマイナスになっている点には注意が必要です。次に左下のチャートですが、日銀短観の雇用人員DIです。この数字が低下すると人員不足ということを示していますが、コロナショック

資料26 日本の金融政策見通し（インフレ）

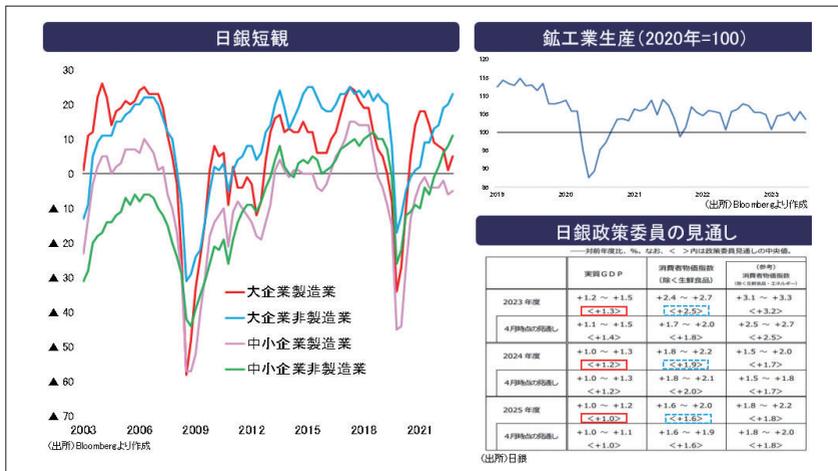


ク後は一時的に人員不足解消に向かいましたが、2009年頃から基調として低下、つまり人手が足りない状況が続いています。最後に右下のチャートですが、青は男性、赤は女性の労働力人口の推移です。これを見ると、女性の労働力人口が増加していることが確認できます。人員不足を女性の労働力人口増加でカバーした結果、賃金上昇圧力は緩和されていたという構造です。但し、女性（64歳まで）の労働参加率は、2010年に62%程度でしたが、足元は75%近くまで急上昇しており、これは先進国の中でもかなり高い水準です。つまり、今後は女性労働力人口の増加で人手不足を補うには限界が来ており、労働市場の逼迫感から賃金上昇圧力が高まるのではないかと見ています。

資料27は日本の景況感ですが、左のチャートの日銀短観を見ると、青のラインチャートの大企業非製造業と緑のラインチャートの中小企業非製造業の景況感の回復が顕著です。製造業はやや伸び悩みという状況ですが、コロナショック以降のトレンドを見ると相応に回復基調にあることが確認できます。また、右上のチャートの鉱工業生産を見ても、コロナショックからリバウンドした後は高水準で推移しています。

ポイント2のまとめです。次の春闘で賃金上昇が確認できれば、いよいよ

資料27 日本の金融政策見通し（景気）



マイナス金利解除が見えてくると思います。当然、短期金利がいきなり上昇すると企業も耐えられませんので、景気への配慮から大幅な利上げはできないと思います。ポイント1の米国の金融政策とポイント2の日本の金融政策を見ると、将来的には今までと真逆、つまり米国は金融緩和、日本は金融引き締め方向に向かう可能性があり、これが歴史的な円安トレンドを転換させ、徐々にドル円を押し下げる要因になると思っています。

次はポイント3です。資料28は日本の貿易収支の分析です。左のチャートは、橙色が月次の貿易収支で、下に向かうと赤字幅が拡大していることを示しています。青のラインチャートは輸出の前年比の伸び、赤のラインチャートは輸入の前年比の伸びを示しています。これを見ると、輸入の減少が牽引する形で貿易収支の赤字額が減少しているのが確認できます。去年は1カ月に最大2兆円を超える赤字となっていたのが、足元では急速に赤字が減少しています。この背景は右のチャートで確認できます。橙色は貿易収支で左のチャートとは逆メモリ、紺のラインチャートは原油価格ですが、原油価格が上昇すると日本の貿易赤字が拡大する関係にあるのが確認できます。原油価格下落に歩調を合わせるように貿易赤字は縮小しており、昨年のように貿易赤字が円安を牽引する力は弱まっていると言えます。但し、日本の貿易収支

資料28 日本の貿易収支



に関しては二点注意が必要です。一点目は海外経済減速を受けて輸出が29カ月振りに前年比で伸び率が減少に転じている点、もう一点は原油価格が足元で反転上昇している点です。

資料29は日本のサービス収支の中の「インバウンド」、つまり円高要因です。左のチャートの青のラインチャートは訪日外国人数を示しており、コロナショックで急減しましたが、足元ではコロナショック前の8割程度の水準まで回復しています。国別に見ると、フィリピン、米国、韓国などは2019年7月の水準を超えてきています。一方、中国は2019年7月と比較して3割程度しか回復していません。2019年にはインバウンドで4兆円を超える消費金額がありましたので、訪日外国人数がほぼゼロになったコロナ禍と比較すれば、インバウンド消費は大きな円高要因になります。

資料29 日本のサービス収支（訪日外国人数）

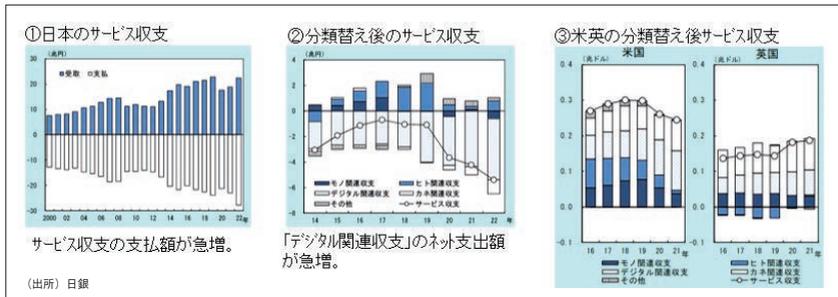


他方、資料30はサービス収支の中の「デジタル関連収支」の分析で、ネット支払額（赤字額）が急増しています。これは円安要因になります。この分析は日銀のホームページに「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」というテーマで掲載されていますので、ご興味がある方はご覧ください。チャートの①は「日本のサービス収支」の動向で、上の青の棒グラフは受取額、下の白抜き棒グラフが支払額を示しています。足元では支払額が

急増しており、サービス収支のネット支払額が急増しています。ではなぜネット支払額が増加しているかの分析がチャート②です。青の棒グラフはヒト関連収支で、インバウンドの影響が大きく出ています。2019年ではネットで2兆円程度の黒字でしたが、コロナショック以降はゼロ近辺で推移、2022年にはインバウンド復活で黒字になっています。一方で、注目されるのは、下に伸びている水色斜線の棒グラフで、これが「デジタル関連収支」です。直近4年はネット支払額が急増していますが、中身を見るとオンライン広告や、クラウドコンピューティングサービス、デジタルコンテンツ等になります。GAFAMを中心に、プラットフォーマーは価格決定力も強く、例えば最近でもAmazonプライムの会員費を値上げするなど、強気の価格設定をしています。このデジタル関連収支の悪化が、サービス収支の悪化を牽引しています。では、デジタル関連収支は誰が黒字（ネット受け取り超）なのかということ、一番右のチャートを見ると、システム開発力があり、サービス提供力がある米国や英国は確りと黒字を稼いでいます。

ポイント3のまとめです。日本の貿易赤字は大きな円安要因となってきましたが、足元では収支は改善しています。一方、インバウンド拡大による円高要因とデジタル関連収支悪化に伴う円安要因が綱引きになっている構図です。今後は、インバウンドの拡大だけ見て「円高だ」と思っていると、実はデジタル関連収支の悪化の影響が大きい可能性があり、サービス収支の動向も確りと追っていく必要があると思っています。

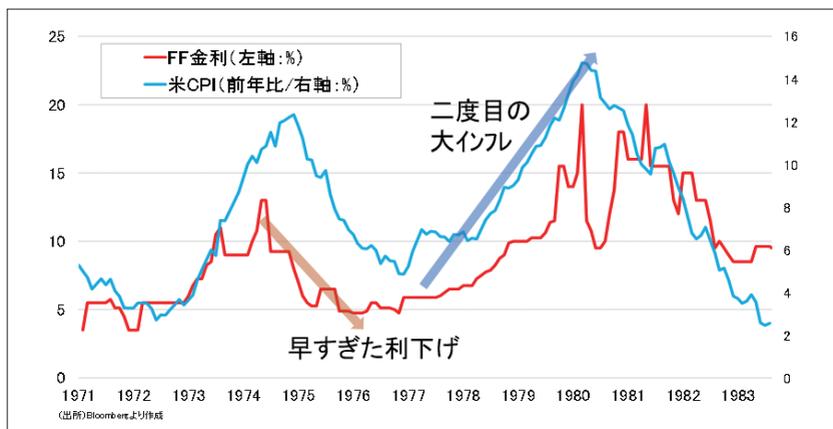
資料30 日本のサービス収支（デジタル収支）



### Ⅲ リスク要因

次にリスク要因についてご説明します。資料31をご覧ください。一つ目は米国のインフレ再加速、利上げ再開リスクです。1970年代の利上げ局面では、利下げに転じるのが早すぎて、結果的にインフレが再加速して、一回目の利上げよりも大きな利上げをせざるを得ない状況に追い込まれました。赤のラインチャートがFF金利、青のラインチャートがCPI（前年比）です。当時とは経済構造が違うのでここまで極端な展開は見込んでいませんが、早めに利下げしてしまうとインフレ再加速に繋がるリスクがあることが分かります。仮にこのような事態が発生すれば、利上げ再開、米金利上昇に伴いドル買いとなる可能性があります。但し、FRBもインフレ再加速のリスクについては十分に意識していますので、当面は高い水準でFF金利を維持しようとする可能性があります。

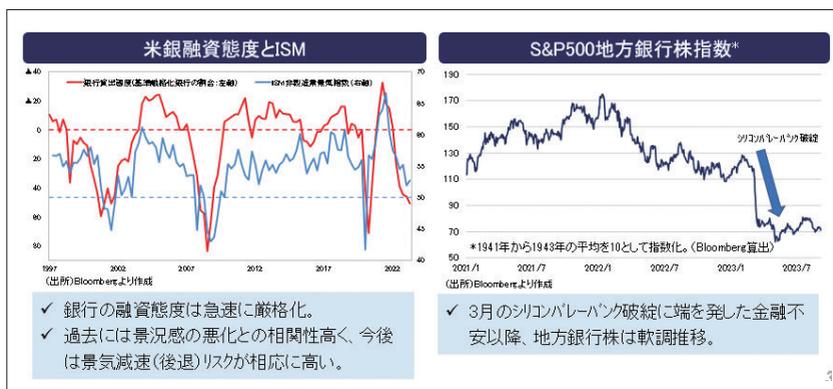
資料31 FF金利と米CPI推移



資料32をご覧ください。二つ目のリスク要因はオーバーキルになるリスク、つまりFRBによる急速な利上げ効果が米景気を想定以上に冷やしてしまい、景気後退に陥るリスクです。足元では、米景気に対して楽観的な見方が多く、ソフトランディングシナリオがコンセンサスになっており、一部にはノーランデ

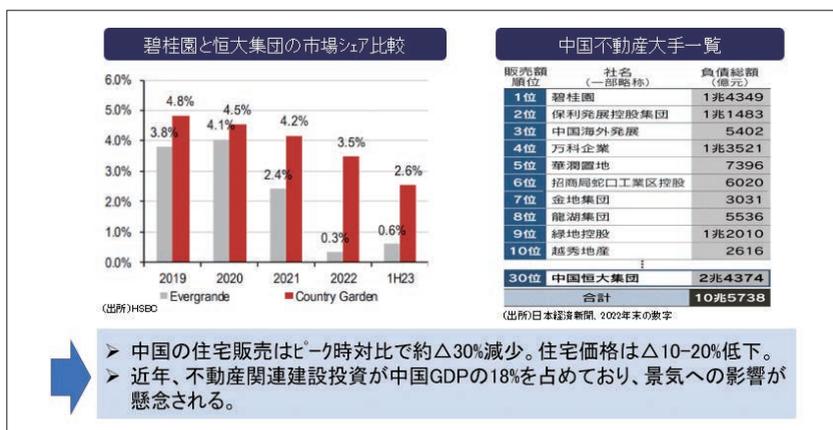
イングシナリオを主張する市場参加者もいます。一般的に利上げは1年半程度のタイムラグを経て景気を押し下げると言われていますので、2022年3月から利上げを開始したことを考えれば、利上げの効果が本格的に顕在化するのにはこれからという見方ができます。コロナ禍での財政出動効果により米国の個人は過剰貯蓄となっていると見られ、個人消費は堅調な状況です。しかし、その過剰貯蓄が減少するに連れて個人消費の下支え効果も徐々に減退が見込まれ、将来的に景気が悪化するリスクは相応に高いのではないかと考えています。左のチャートは、赤のラインチャートが米国の銀行の融資態度で、下方向は貸出基準を厳格化する銀行の割合が大きい、つまり貸出態度を厳格化しているということです。青のラインチャートはISM非製造業景気指数のチャートで景況感を示しています。これを見ると、銀行が融資態度を厳格化する局面では景況感が悪化していることが確認できます。足元では銀行の融資態度は急速に厳格化しており、景況感も悪化しています。これを見ても米景気は今後減速リスクが高いことが確認できます。右のチャートは、S&P500の地方銀行株指数です。2023年3月のシリコンバレー破綻を契機に指数は大きく下落しましたが、実は足元でも回復は鈍い状況です。今後、米景気減速や金融機関に対する規制強化等の影響から、中小金融機関の経営悪化を契機とした信用収縮的な動きが出るリスクには注意が必要だと思っています。

### 資料32 米景気の急激な失速（オーバーキル）



リスク要因の最後は中国の景気低迷です。資料33をご覧ください。足元では不動産大手のクントリー・ガーデン（碧桂園）の経営不安が拡大，同社の2023年上期決算は1兆円の赤字で，負債総額は約30兆円とされています。中国の不動産関連建設投資は中国のGDPの20%弱を占めているといわれていますので，不動産セクターの低迷が中国景気への下押し圧力となること，また想定以上に中国景気の低迷が長期化する場合，世界的な景気減速に繋がるリスクには注意が必要です。

資料33 中国の景気低迷



次にドル円以外の相場見通しということで，資料34はBloomberg社が市場参加者に実施したアンケート結果です。これを見ると，米国FF金利は年末5.5%をピークに，2024年12月末4.2%，2025年12月末で3.3%と大幅な利下げを予想しています。為替市場では米国の利下げを受けてドル安を予想しており，対ユーロ，ポンド，カナダ，豪ドルでドル安が進む予想になっています。一方，日本の政策金利については，2025年12月にようやくプラスになる見通しになっています。先ほどご紹介した植田日銀総裁発言の前に実施したアンケート結果ではありますが，マーケット参加者は思ったよりも日銀のマイナス金利解除を遅めに見ていることが確認できます。

資料34 Bloombergによる市場参加者へのアンケート結果

(単位: %)		直近	2023年12月	2024年3月	2024年6月	2024年9月	2024年12月	2025年12月
米国	政策金利	5.25-5.50	5.53	5.33	4.92	4.48	4.18	3.32
	10年債利回り	4.25	3.86	3.75	3.67	3.62	3.58	3.58
日本	政策金利	▲ 0.05	▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 0.03	0.04
	10年債利回り	0.65	0.68	0.70	0.71	0.72	0.75	0.93

		直近	2023年12月	2024年3月	2024年6月	2024年9月	2024年12月	2025年12月
為替	EURUSD	1.07	1.10	1.11	1.12	1.15	1.15	1.16
	GBPUSD	1.25	1.27	1.27	1.28	1.31	1.30	1.32
	USDCAD	1.36	1.33	1.32	1.30	1.28	1.28	1.27
	AUDUSD	0.64	0.66	0.68	0.69	0.71	0.71	0.73
	EURJPY	158	153	150	148	150	144	140

(出所) Bloombergより作成

最後に株価について簡単に触れます。この資料35は2020年9月以降の日米の株価比較です。赤のラインチャートはS&P500、青のラインチャートは日経225です。コロナショックで大きく下落した後、S&P500は日経225を大きくアウトパフォームして上昇しています。但し、足元では日経225が遅れを取り戻して追いついてきているのが確認できます。2023年度の比較をするために2023年3月末を基準として指数化すると、日経225は1.18に対してS&P500は1.08と日経225の優位性が際立っています。これは東京証券取引所が上場企業

資料35 2020年9月以降の日米株価比較



に対して資本コストや株価を意識した経営の実現を促していることや、ウォーレン・バフェット氏の日本株買い等を契機として割安な日本株に対する見直し買いが入っていることが影響しているように見えます。更に、この期間中の時価総額を見ると、S&P500は上位7社が時価総額上昇の73%を占め、銘柄別に見ると上昇比率は53%と、全体の約半分しか上昇していません。一方、日経225を見ると、上位7社が占める比率は32%と米国比では小さく、銘柄別に見ると上昇比率は87%です。日経225の上昇はごく一部の銘柄が牽引しているのではなくて、幅広い銘柄が買われていることが確認できます。個人的にはこれは大事な動きだと思っており、今後も日本株の相対的な優位性を保つことができるのではないかと期待しています。以上で私のご説明は終わらせていただきます。ご清聴ありがとうございました。

編注：文中資料は全て伊藤忠商事(株)財務部為替市場運用室提供です。また、質疑応答は誌面の都合により割愛させていただきました。

## 新春賀詞交礼会のご案内

令和6年の新春を寿ぎ、「新春賀詞交礼会」を下記の通り開催いたします。万障お繰り合わせの上、ご来駕賜りたくご案内申し上げます。

記

日 時：令和6年1月5日(金) 12時00分～の予定

場 所：東京會館 3階ローズ

東京都千代田区丸の内3丁目2-1 Tel. 03-3215-2111

<https://www.kaikan.co.jp/access/>

## グローバルサプライチェーン再構築によるコスト変化

——「輸入調達距離」と「民主主義指数」による分析

(株)三菱総合研究所政策・経済センター主任研究員

森重 彰浩



近年、安定調達の観点から既存のサプライチェーンを見直す動きが強まっている。見直しの方向性は主に2つあり、コストの安い遠距離の調達先よりも近さを重視する「ニアショアリング」、コストの安い対立国からの調達よりも友好国からの調達を重視する「フレンドショアリング」であるが、いずれも現状よりもコスト増をもたらす可能性がある。

本コラムでは、サプライチェーン再構築によってコストがどの程度増えるのかを定量的に把握することを目的に、国際付加価値貿易データをベースとするモデルを構築し、国別・産業別の調達コスト変化を試算した。その結果、ニアショアリングは欧州で、フレンドショアリングは日本などアジアの先進国・地域において、サプライチェーン再構築の負担が大きくなることが分かった。

### グローバルサプライチェーン拡大の背景は？

1990年代半ば～2010年代半ばにかけて、グローバルサプライチェーンは拡大した。背景には、WTOの設立（1995年）や各種経済連携協定（FTA／EPA）の締結による関税・非関税障壁の撤廃、国際輸送コストの低下<sup>\*1</sup>、先進国からの技術や資本の移転による新興国の生産能力向上がある。特に生産拠点としても最終消費地としても巨大な中国は、2001年のWTO加盟によりグローバルサプライチェーンの拡大に寄与した。

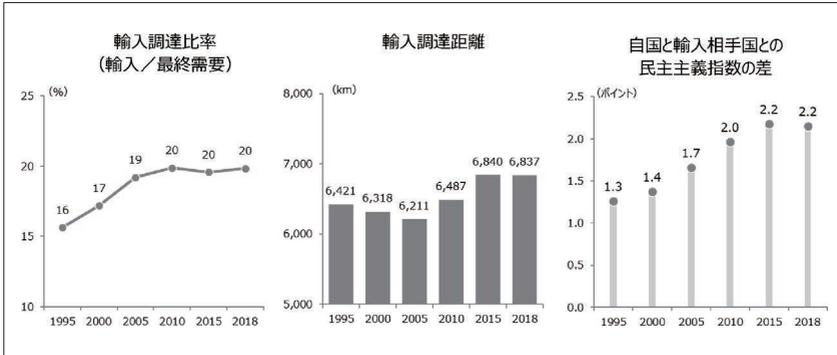
こうしたグローバルサプライチェーンの拡大を示す3つの要素がある（図表1）。第1に、輸入調達比率の上昇である。経済協力開発機構（OECD）「Trade in Value Added」に掲載の「Origin of value added in final demand」によって、当該国の最終需要の付加価値がどの国で生産されたかをたどることができる<sup>\*2</sup>。国内の最終需要に占める輸入の割合（主要66カ国・地域の平均<sup>\*3</sup>）は1995年の16%から2015年には20%へと上昇し、海外からの調達比率が拡大している。アジアや南米、東欧などの新興国の生産能力向上が背景にある。

第2に、輸入調達距離の拡大である。輸入調達距離とは、輸入相手国との海上輸送距離<sup>\*4</sup>を輸入額で加重平均したものであり、1995年に6,421kmだった世界平均は2015年に6,840kmまで伸びた。コンテナ航路などグローバルな輸送網の発達により、大陸間の遠距離貿易が拡大した。

第3に、異なる政治体制国からの調達の拡大である。英Economist Intelligence Unitが公表するDemocracy Index<sup>\*5</sup>を用いて、貿易相手国との政治体制の違いを測る。これは、各国の政治体制について独裁主義から民主主義まで1.00～9.99でスコアリングしたものである。同指数の輸入相手国との絶対差（世界平均）は、1995年の1.3ポイントから2015年には2.2ポイントまで拡大した。類似の政治体制国間の貿易に加え、西側諸国と中国・ロシア・中東など異なる政治体制国間の貿易が拡大した。

拡大したサプライチェーンは、先進国にとっては輸入調達コストを削減する効果があった。輸入相手国の1人当たりのGDP水準をその国からの輸入調達コストとみなし、自国の最終需要をまかなうための調達コストを試算した。自国で100%調達する場合に比べて、先進国の調達コストは、1995年では2.3%抑制されたのに対し、2015年では5.3%抑制できたという結果が出た。比較的安定した国際情勢の下、グローバルサプライチェーンは経済合理性の下で拡大してきたといえよう。

図表1 グローバルサプライチェーンの変化（世界平均）



注) 輸入調達比率はOECD, Trade in Value Addedの輸入調達額/最終需要額より算出。輸入調達距離は、SEA-DISTANCES.ORGを用い各国の主要港間の距離(カイリ)を基に計算。民主主義指数はEIU, Democracy Indexの2006-2020年平均より作成。

出所: OECD「Trade in Value Added」, EIU「Democracy Index」, SEA-DISTANCES.ORGより三菱総合研究所作成

## 2010年代半ば以降、サプライチェーン拡大の流れに変化

2010年代半ば以降、経済合理性の下で拡大してきたサプライチェーンに変化がみられる。その背景の1つが、2008年の世界金融危機前後から強まったグローバリゼーションに対する政治的・社会的な反発である。これは貿易のみならず、金融や移民なども含む広義のグローバリゼーションを対象とした動きである。新興国の生産能力の向上により競争するようになった先進国のブルーカラー労働者などを中心に、グローバリゼーションの見直しを求める声が強まり、貿易政策も保護主義的な姿勢が強まった。

加えて2020年以降は、企業経営の観点からサプライチェーンの「安定性」を重視する動きが強まった。次の3つの事象が背景にある。

第1に、米中対立の激化だ。米中間の関税引き上げ、輸出・投資規制の強化により米中をまたぐサプライチェーンのコストが高まった。米国は半導体を中心に中国の技術発展を遅らせるために、韓国・台湾・日本・オランダなどの主要半導体サプライヤーにも対中輸出規制で歩調を合わせるように要請

を強めている。

第2に、コロナ危機からの需要急回復に伴う物流費高騰である。防疫上の規制からサービス需要の回復が鈍い中で、財への需要が集中したことから、海上のコンテナ運賃は一時、コロナ危機前の5倍近くに跳ね上がった。

第3に、ロシアのウクライナ侵攻を経て、地政学的対立による供給途絶リスクが顕在化した。ロシアからのエネルギー供給停止に加え、穀倉地帯での紛争により世界の食糧供給が不安定化した。

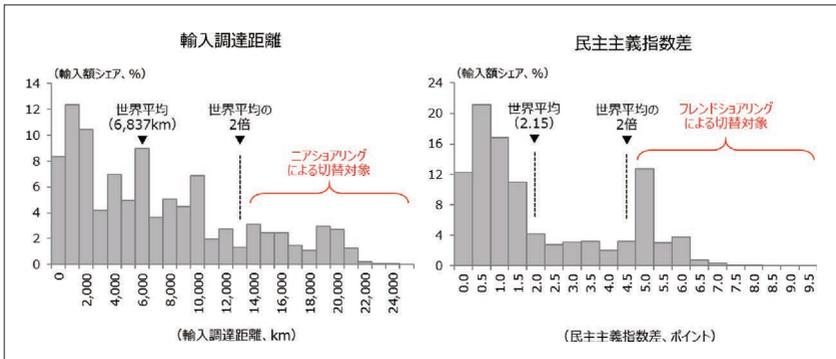
こうしたなかで、企業にとっては既存のグローバルサプライチェーンが抱えるリスクへの対応が喫緊の課題となっている。グローバルな企業経営者を対象とした2022年のIMD「Executive Opinion Survey」によると、ビジネスに影響を与えるトレンドの1位が「インフレ」、2位が「地政学的紛争リスク」、3位が「サプライチェーン」であった。いずれも上記3つの事象に起因するものである<sup>\*6</sup>。日本企業を対象としたJETROの「2022年度海外進出日系企業実態調査<sup>\*7</sup>」でも、「今後サプライチェーンを見直す」という企業は、日本の製造業全体の60%に上る。

## サプライチェーン再構築によるコスト変化は？

サプライチェーンが抱えるリスクを小さくするために企業が取り組む方向性は2つある。第1は、ニアショアリングである。物流費高騰や供給途絶のリスクに備える目的から、なるべく最終需要地に近いところでサプライチェーンを構築する方向性だ。国内回帰もこれに含まれる。この点については自動車産業などを中心に従前から進んでいる地産地消の動きがより強化されるとみてよいだろう。第2は、フレンドショアリングである。地政学的対立によって取引が制限されるリスクに対応する目的から、類似の政治体制国との間でサプライチェーン構築する方向性だ。しかしながら、いずれのサプライチェーン再構築もコスト増をもたらす可能性がある。

ニア／フレンドショアリングによって各国の最終需要を賄うための調達コストはどの程度上昇するのだろうか。①輸入調達距離と②民主主義指数差に

図表2 輸入調達距離と民主主義指数差の分布（世界平均・全産業）



出所：OECD「Trade in Value Added」、IMF「World Economic Outlook」、EIU「Democracy Index」、SEA-DISTANCES.ORG より三菱総合研究所作成

図表3 輸入調達距離と民主主義指数差の平均値と切り替え基準（日本・産業別）

	輸入調達距離			民主主義指数差		
	日本平均 ① (km)	切り替え基準 ①×2 (km)	切り替え対象比率 (需要総額比, %)	日本平均 ① (ポイント)	切り替え基準 ①×2 (ポイント)	切り替え対象比率 (需要総額比, %)
産業計	8,877	17,754	5	1.87	3.75	6
農林水産	7,701	15,402	3	1.70	3.39	5
鉱業	10,170	20,339	16	1.18	2.35	6
飲食料品	8,450	16,900	5	1.99	3.98	5
繊維・衣料	4,783	9,566	10	4.30	8.60	0
紙・木製品	9,350	18,701	3	1.76	3.51	4
化学	8,720	17,441	7	1.78	3.55	7
金属	9,605	19,211	6	1.67	3.34	6
電子機器	6,315	12,629	10	2.79	5.59	22
電気機器	6,693	13,385	7	3.08	6.17	0
一般機械	8,731	17,462	6	2.22	4.44	9
自動車	10,488	20,977	6	1.88	3.75	6
その他輸送機械	10,423	20,846	6	1.11	2.23	7
その他製造	7,975	15,950	8	2.64	5.29	12
電気ガス水道	8,605	17,211	2	1.81	3.62	2
建設	8,590	17,180	4	2.01	4.02	4
ビジネスサービス	8,940	17,880	2	1.75	3.49	2
個人サービス	9,466	18,933	1	1.76	3.52	1

主な切り替え基準 超過国	ドイツ、フランス、英国など欧州諸国 ブラジル、アルゼンチンなど南米諸国	中国、ロシア、サウジアラビア、ベトナム、 ブルネイ、ラオス、ミャンマー、など
-----------------	--	---

出所：OECD「Trade in Value Added」、IMF「World Economic Outlook」、EIU「Democracy Index」、SEA-DISTANCES.ORG より三菱総合研究所作成

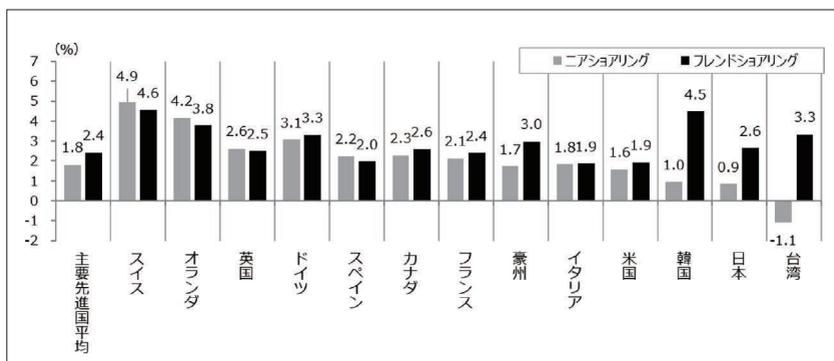
ついて、それぞれ一定基準を超える国からの調達を、基準内の国からの調達に代替する場合に、調達コストがどれくらい上昇するかを計算した。

A国からの調達コストはA国の所得水準（1人当たりGDP）と仮定した<sup>\*8</sup>。調達先を切り替える基準については、各国の輸入調達距離、民主主義指数差の2倍をベースとしている。世界平均・全産業の場合、輸入調達距離では6,837km、民主主義指数差では2.15ポイントが平均であり、その2倍超の輸入を切り替え対象とするイメージだ（図表2）。実際の計算では、切り替え基準は国別×産業別<sup>\*9</sup>の平均値に基づいておのおおの設定している（日本の例が図表3）。

## ニアショアリングは欧州の負担大

まず、ニアショアリングによるコスト上昇率は、主要先進国平均で1.8%になる（図表4、グレー）。国別のバラつきは大きい。欧州の上昇率が総じて高く、米国や日本・韓国・台湾の上昇率は相対的に低い。コスト上昇率を左右するのは、自国および自地域内でのサプライチェーンの完結性だ。欧州は、輸

図表4 ニアショアリング・フレンドショアリングによる調達コストの増加率



注：ニアショアリングは輸入調達距離が自国平均の2倍超の国からの調達を国内および他の調達先で代替、フレンドショアリングは民主主義指数の乖離が自国平均の2倍超の国からの調達を国内および他の調達先で代替、と設定。

出所：OECD「Trade in Value Added」、IMF「World Economic Outlook」、EIU「Democracy Index」、SEA-DISTANCES.ORGより三菱総合研究所作成

入調達距離が2万km近い中国などアジア諸国からの調達が多く、これを欧州域内や比較的距離に近い北中米からの調達に切り替えようとする、コストが高くなる。

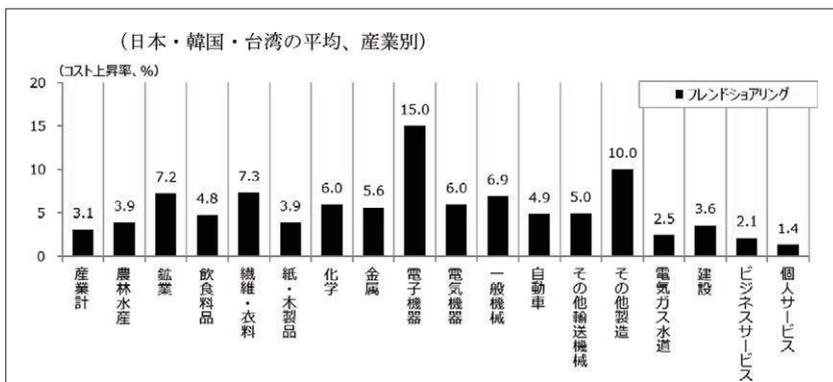
一方の米国や日韓台はそれぞれ地域内でのサプライチェーンの完結性が相対的に高く、コスト増は限定的である。

## フレンドショアリングはアジア先進国の負担大

次に、フレンドショアリングによるコスト上昇率は、主要先進国平均で2.4%になる(図表4, 黒)。国別にみると、欧州のコスト上昇率が高く米国が低いという点ではニアショアリングと共通しているが、違いは日本・韓国・台湾などのアジアの先進国・地域だ。民主主義指数が低い中国やベトナムからの調達に制約が加わり、よりコストの高い国や自国生産への代替を迫られることから、コスト上昇率は高くなる。

また、日本・韓国・台湾のコスト上昇の内訳を産業別にみると、電子機器(PCや携帯電話、ゲーム機など)やその他製造業(日用雑貨、玩具など)の上昇率が特に高い(図表5)。

図表5 フレンドショアリングによる調達コストの増加率



出所：OECD「Trade in Value Added」、IMF「World Economic Outlook」、EIU「Democracy Index」、SEA-DISTANCES.ORGより三菱総合研究所作成

## サプライチェーン再構築によるコスト増を誰が負担？

本コラムでは、ニアショアリング、フレンドショアリングを進めることで、どれくらいのコスト高になるか、機械的な前提のもとに推計を行った。実際には、技術力や産業集積、人材スキルの面で優位性があり他で代替が効かず、距離や政治リスクがあっても調達を続けざるを得ないものや、政治的な体制が違う国でも安定的な調達が可能であるものもあり、一律にサプライチェーンの再構築が進められるわけではない。

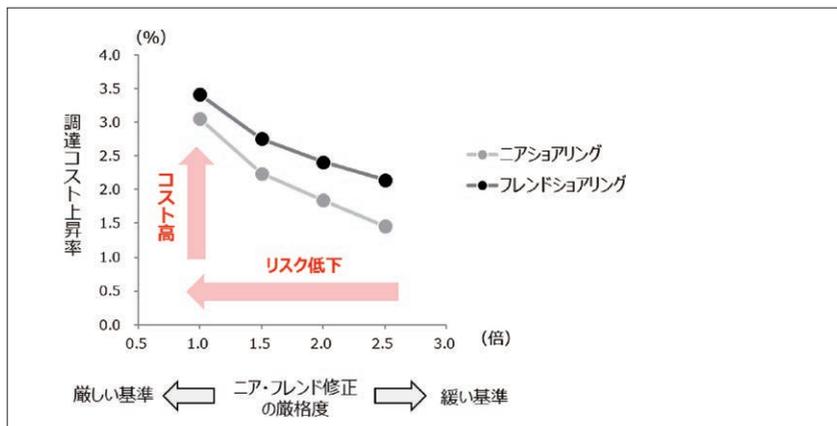
ただし本試算から得られる示唆は、経済合理性の下で拡大してきたサプライチェーンを、安定供給の観点から再構築を進めることは、リスク低減につながる一方で、一定のコスト増を伴う可能性が高いという点である。上記の推計は、輸入切り替え基準を輸入調達距離と民主主義指数差の2倍にそれぞれ設定したが、これを上下に動かすと、コストも変動する（図表6）。サプライチェーン再構築は、リスク低減とコスト増がトレードオフの関係にある。本分析では考慮できていないが、生産拠点を移すための設備投資や人件費なども鑑みると、実際のコストはさらに膨らむ可能性もある。

そのコストを誰が負担するか。主要国では政府が巨額の補助金を投じてサプライチェーンの再構築を企業に促しているが、最終的にコストを負担するのは、企業であり消費者である。米国のフレンドショアリングに同盟国が同調すれば、コスト負担は国境を越えて同盟国に波及する。国際秩序が不安定化するなかで、拡大したサプライチェーンのリスクに注目し再構築する動きが強まっているが、そのコスト増で経済力が損なわれれば本末転倒だ。日本としては、リスク低減とコスト増のバランスをみながら、分野別に最適なサプライチェーンのあり方を官民が連携して見極めていくことが求められる。

最後に、サプライチェーン再構築は日本経済にマイナス面ばかりではない。日本は質の高いインフラや技術力という強みがありながらも、市場の成長性などがネックとなり、対内直接投資はOECD諸国のなかで最も低い水準にとどまってきた。しかし、IMDのグローバル経営者向けのアンケートでは「政

策の安定性と予測可能性」が、日本の魅力の第3位にランクインしている。サプライチェーンの安定性が重視されるなかで、こうした機会を生かし、日本経済の安定性と競争力をともに高めていくことが重要だ。

図表6 ニアショアリング・フレンドショアリングの厳格度と輸入調達コストの増加率



注：ニアショアリングは輸入調達距離が自国平均のX倍超の国からの調達を国内および他の調達先で代替、フレンドショアリングはデモクラシーインデックスの乖離が自国平均のX倍超の国からの調達を国内および他の調達先で代替、と設定。Xの値を横軸に設定し、その際の輸入調達コスト上昇率を縦軸に設定。

出所：OECD「Trade in Value Added」、IMF「World Economic Outlook」、EIU「Democracy Index」、SEA-DISTANCES.ORGより三菱総合研究所作成

### 【執筆者プロフィール】

2006年三菱総合研究所入社、日本経済を中心とするマクロ経済の知見、マクロ経済モデル、計量経済、国際産業連関などを駆使した分析力を軸に、短期および中長期の経済見通しを発信。近年は経済安全保障関連の研究にも従事。

<https://www.mri.co.jp/company/staff/index.html>

### 【注釈】

※1 Guillemette, Y. and D. Turner (2018), "The Long View: Scenarios for the World Economy to 2060", OECD Economic Policy Papers, No. 22, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/b4f4e03e-en>.

- ※ 2 OECD「Trade in Value Added (TiVA) 2021」の Origin of value added in final demandに基づき計算。
- ※ 3 主要66カ国・地域はTiVA収録の下記。豪州、オーストリア、ベルギー、カナダ、チリ、コロンビア、コスタリカ、チェコ、デンマーク、エストニア、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、ハンガリー、アイスランド、アイルランド、イスラエル、イタリア、日本、韓国、ラトビア、リトアニア、ルクセンブルク、メキシコ、オランダ、ニュージーランド、ノルウェー、ポーランド、スロバキア、スロベニア、スペイン、スウェーデン、スイス、トルコ、英国、米国、アルゼンチン、ブラジル、ブルネイ、ブルガリア、カンボジア、中国、クロアチア、キプロス、インド、インドネシア、香港、カザフスタン、ラオス、マレーシア、マルタ、モロッコ、ミャンマー、ペルー、フィリピン、ルーマニア、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、タイ、チュニジア、ベトナム。
- ※ 4 SEA-DISTANCES.ORG (<https://sea-distances.org/>) を活用し、各国の主要港間の距離（カイリ）を基に計算。米国やロシアなど両大洋に面する国は、西岸・東岸いずれか近い方への距離を採用。
- ※ 5 EIU「Democracy Index」<https://www.eiu.com/n/global-outlook-democracy-index-2022/>
- ※ 6 三菱総合研究所「IMD『世界競争力年鑑2022』からみる日本の競争力 第1回：データ解説編30位台に停滞する日本と世界の比較 [https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/20220927\\_2.html](https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/20220927_2.html)
- ※ 7 JETRO「2022年度 海外進出日系企業実態調査（全世界編）（2022年11月）」P.11参照 <https://www.jetro.go.jp/world/reports/2022/01/ffa821e80c77b8c3.html>
- ※ 8 サプライチェーン再構築後の調達コストのみを計算しており、サプライチェーンの再構築そのものにかかる設備投資など移行コストについては考慮できていない点には留意が必要。
- ※ 9 17の産業分類は以下のとおり。1) Agriculture, hunting, forestry and fishing, 2) Mining and quarrying, 3) Food products, beverages and tobacco, 4) Textiles, textile products, leather and footwear, 5) Wood and paper products and printing, 6) Chemicals and non-metallic mineral products, 7) Basic metals and fabricated metal products, 8) Computers, electronic and optical equipment, 9) Electrical equipment, 10) Machinery and equipment, nec, 11) Motor vehicles, trailers and semi-trailers, 12) Other transport equipment, 13) Manufacturing nec; repair and installation of machinery and equipment, 14) Electricity, gas, water supply, sewerage, waste and remediation services, 15) Construction, 16) Total Business Sector Services, 17) Public admin, education, health and other personal services

## 五島列島酒造

### 焼酎のご紹介（双日株式会社）

#### 1. はじめに

長崎県の西に位置する「五島列島」。潜伏キリシタンの歴史をつなぐ教会や豊かな自然環境、日本でも有数の漁場でもありながら、畜産や農業も盛んで、食材の宝庫とも呼べる島です。

実は双日株式会社はそんな五島を舞台に、地方創生に向けた複合的取組を推進しており、その一環として、焼酎製造事業やホテル開発・運営事業を行っています。今回はなかでも「株式会社五島列島酒造」が手掛けている、こだわりの焼酎についてご紹介します。



© 2022 Nacása & Partners Inc.

#### 2. 五島列島酒造とは

魅力溢れる五島列島ですが、高齢化による離農者増加や島産業が限られるなど様々な課題があるのも事実です。そんな中、農産物の出荷量を増やすこ

---

とで島の農業を活性化させたいという想いから島内農業従事者が立ち上がり、2008年に設立されたのが「株式会社五島列島酒造」です。島で栽培が盛んであったサツマイモや麦など、100%五島列島の原料を使用した焼酎製造工場を、遣唐使船の最後の寄港地として知られる三井楽地区に設立されました。五島列島最大の福江島で唯一の焼酎醸造所です。

島外での修行を経て、幾度もの苦難を乗り越えながら、2011年には麦焼酎「五島麦」が、福岡国税局管内酒類鑑評会で出品143銘柄のうち金賞も受賞しております。



### 3. 焼酎へのこだわり

せっかくの機会ですので、簡単に各種焼酎の紹介をさせていただきます。

#### ◆五島麦：

麦焼酎の麦は輸入品を使う酒造が多いですが、五島の国産麦にこだわっています。香ばしさがクセになる、コアなファンが多い一品です。

#### ◆五島芋：

五島産サツマイモを使用。普段焼酎を飲まない方々にも、「これ芋焼

---

酎？！飲みやすい！」「スイートポテトみたい！」とSNSでも話題の一品です。

◆五島芋40：

原酒に程近い，アルコール度数40%ならではの濃厚な甘みと味わい。冷凍庫で氷点下に冷やすことで，凍らずにトロリとした質感の焼酎となり，まろやかな口当たりで味わいがさらに際立つおすすめの飲み方です。

◆紅はるか：

焼き芋でも有名な，糖度の高い“紅はるか”を使用。蒸留した原酒を，シェリー樽とオーク樽の2種類の木樽で熟成させ，杜氏がテイastingを重ねた絶妙な比率でブレンドすることで，複雑な香りと味わいを実現しました。特に女性に大好評のシリーズです。



#### 4. 島内資源循環の取組み

仕込み時に発生する焼酎粕は，これまで島外へ輸送し処理を行って来ました。一方で島内での資源循環を目指し，活用方法を模索していたなか，島内鶏卵事業者の「五島列島 大石養鶏場」様とのご縁・ご理解もあり，すでに試

験的に給餌頂きました。鶏の食い付きや毛並みも良好で、今年の仕込み分から本格的に養鶏向けに芋焼酎粕を給餌する予定で、現在準備を進めております。小さくても島内循環や連携が進むことで、生産者としてのコスト削減、更には島への愛着や地産地消へも繋げられればと取り組んでおります。



GOTO.OOISHIYOUKEI



**五島列島 大石養鶏場**

## 5. 終わりに

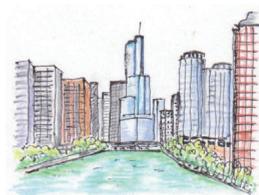
これからも五島列島酒造を通じて、五島の魅力を広く伝えるとともにさまざまなコンテンツ開発などを通じて、総合的な地域活性化に貢献して参ります。是非、一度、五島列島酒造の焼酎をご賞味下さい！

また、Instagramでは焼酎や酒蔵の様子、杜氏の日常なども配信していますので、ぜひフォローをよろしくお願いします！



@GOTORETTOSHUZO

## アメリカ第3の都市・シカゴ



Kanematsu USA Inc.

尾上 翔太

はじめまして。Kanematsu USA Inc.の尾上翔太と申します。2022年10月にシカゴ本社に赴任いたしました。シカゴと言いましてもダウンタウンからは40km以上北西にいった場所であり、住所はシカゴ市でもありません。ただ、空気が澄んでいるときはオフィスからダウンタウンのビル群が見え、流石山のないイリノイ州だなと感じます。私が赴任した時はまだ日本は新型コロナウイルスの影響が残っており機内でもマスクの着用が義務付けられておりましたが、飛行機をおりた瞬間から誰もマスクをしておらず、アメリカと日本の違いの大きさに驚いたことを今でもよく覚えています。

シカゴはニューヨーク、ロサンゼルスにつぐアメリカ第3の都市で、人口は約270万人です。比較的アメリカの北部のため夏は30℃後半まで上がる時もありますが日数としては少なく、なんと言っても冬はマイナス25℃ほどまで下がる時もあり、寒さが際立つエリアです。

### <ホットドッグ>

シカゴスタイルのホットドッグとは、ポピーシード入りのバンズにソーセージ、マスタード、レリッシュ（微塵切りにしたきゅうりのピクルス）、トマト、ピクルスなどの具材を挟んだもの。伝統的なレシピではケチャップは使われません。酸味・甘味・塩見が同時に味わえるのが特徴です（諸説あり）。

代表的なチェーン店でPortillo's Hot Dogsがあります。シカゴ近郊に店を構え、人気の味とオシャレな内装で連日大盛況のお店です。



### <シカゴピザ>

耳の部分がとても分厚い生地で作られた高い壁の中にチーズや野菜などの具材がたっぷりと詰められているのが特徴です。シカゴピザには別名があり、「Deep Dish Pizza」や「Stuffed Pizza」とも呼ばれています。



## < BBQ >

シカゴに限った話ではないですが、アメリカ人はBBQ好き！小生宅もBBQコンロを買い、短い夏の間にはほぼ毎週家族や友人と楽しんでいます。

## < ステーキ >

こちらもシカゴに限った話ではありませんが、やっぱりステーキはおいしいです！NYが一番有名ですが、シカゴにも有名店がいくつかあり、お祝いごとなどちょっと贅沢したい時に美味しいお肉を食べにいきます。



## < 和食 >

弊社のある Schaumburg はイリノイ州で最も日系企業の進出数が多いエリアです。ちなみに2位は隣の Arlington Heights, 3位に漸く Chicago (ダウ

ンタウン中心) となります。なんと Arlington Heightsに日本人学校があり、ダウントウンよりも Schaumburgや Arlington Heightsの周辺の方が住んでいる日本人は多いです。日系のスーパーマーケットや和食レストラン（なんちゃってではなく日本人店長のれっきとしたお店！）も多数あり、日本食が恋しくなっても近場で食べられるので、家族も満足しております。

## <ビール>

アメリカではクラフトビールが有名ですが、シカゴには中西部最大、アメリカのクラフトビールのパイオニアである Goose Island社があります。ライトなものからIPAまで多くの種類があり、全く飽きません。おかげ様で尿酸値と体重が上昇する毎日です。笑

## <ポップコーン>

日本でもお馴染みの Garrett Popcorn はシカゴ発祥。シカゴミックスはチーズとキャラメルのミックスで甘いとしょっぱいのでドンドン食べてしまいます。



以上、シカゴでの食生活をご紹介させていただきました。ポストコロナで海外からの渡航客もかなり増加しております。有難いことに今年は4年ぶりにお客様にもたくさんシカゴに来ていただきました。是非もっともっとシカゴにお越しいただき、その際はお声がけいただければと思います。今後ともよろしく願いいたします。

三井物産株式会社

## わが社の飼料担当者のご紹介



## ◆ 下川 勝也 (しもかわ まさや) / 食糧事業部飼料原料室

2020年に弊社へ入社し、スターチメーカーの主製品である澱粉、異性化糖を担当した後、2023年6月より飼料原料室へ着任いたしました。現在はグルテンミールを担当しております。

お客様の業界は食品と飼料で異なるものの、スターチメーカーとのお付き合いが4年目となる中で以前の仕事との親和性を活かしながら業務に励む所



---

存です。また、スターチ業界の稼働を下支えするべく、極めて微力ながら毎日のスターチ含有ビール摂取は欠かさぬようにしております。

出身は大分県佐伯市という長閑な田舎町であり、大学進学で上京するまでは人よりも野生動物の多い山間部の中ゆったりとした生活を営んでおりました。山を駆け、川に潜り、稲を刈り、蛍を見てといった非常に自然との関りが深い日々を過ごしていたことは印象深い限りです。

上京を機に東京の華やかな暮らしを楽しもうと心躍らせておりましたが、大学の新勸で体育会端艇部（ボート部）に心奪われ、気づいたら寮生活で毎日ボートを漕ぎ続ける生活に奔走しておりました。なかなか苦しい経験ではありましたが、学生日本一を目指して日々仲間と切磋琢磨できたことはとても良い経験でした。

縁あって弊社で働き始めたものの、2020年4月の入社以降は新型コロナウイルスの猛威によって当時関わっていた食料・飲料業界では原料高、物流混乱などの苦境に直面することになり、なかなかもどかしい日々を送りましたが、限られた機会の中でお客様と関係を深め、取組みを進める中で多くの学びがありました。

更に縁があって今回飼料業界に携わらせていただくことになりましたが、これまで正直、殆ど認識できていなかったことがお恥ずかしいほど、如何に飼料業界の皆様にご我々の食生活が支えられているかを強く実感する毎日です。弊員も微力ながらその一助となるべく尽力いたしますので、今後、何卒ご高配賜りますようよろしくお願いいたします。

## ◆木村 達也（きむら たつや）／食糧事業部飼料原料室

2019年に弊社へ入社し、主原料部隊にて飼料麦を担当した後、2年ほど飼料原料や鉄鋼製品の備船部隊に所属し、2022年7月に飼料原料室へ着任いたしました。大豆粕、菜種粕の受け渡し担当を経て、現在は魚粉商売を担当しております。開始早々、魚粉の市況相場は過去に類を見ないほど高騰してし



まっております、悪戦苦闘する日々です。担当を初めて数か月しか経っておりませんが、お魚の知識を身に着けてからはスーパーや回転寿司で並ぶネタに興味津々な日々を過ごしております。最近ではブリ、はまちが売切れになっているお店を時折見かけます。

出身は東京ですが、小・中学校はアメリカのニュージャージー州で生活しておりました。ニューヨークの隣の州ですが、Times Squareで見られるような活気は全くなく、庭先に鹿やウサギが日々遊びに来るような、絵に描いたような田舎で暮らしておりました。帰国後は高校、大学とアメリカンフットボール部に所属し、泥臭く、汗臭い青春の日々を送っておりました。よくラグビーとアメフトの違いについて聞かれますが、「防具を身に着けて圧倒的にカッコいい方がアメフト」と説明するようにしております。最近ではネガティ

---

ブな報道が記憶に新しいかと思いますが、本来は迫力のある、紳士のスポーツですので、是非一度観戦していただければと思います。

ようやくコロナ渦も落ち着きを見せ、お客様と顔を合わせてお仕事させていただけるようになってまいりました。水産／畜産飼料業界の皆様のお力になれるよう、今後も泥臭く尽力してまいります。是非、当コラムを読んでいただいた方には、今夜のおかずにお魚を検討いただければと思います。引き続き何卒よろしくお願い申し上げます。

### ◆渡辺 祐吉（わたなべ ゆうきち）／食糧事業部飼料穀物室

2013年に三井物産に入社し、フィナンシャルマネジメント部（担当営業支援や連結決算関連の業務に従事）、ペルー修業生（スペイン語研修生）を経て、2018年より現部署に着任いたしました。早いもので約5年経っておりますが、また執筆の機会をいただきましたこと大変嬉しく思っております。現在は飼



---

料用／食品用トウモロコシの営業，備船を担当しております。

本原稿を執筆している現在，ラグビーワールドカップ2023が盛り上がっております。学生時代から体育会蹴球部（ラグビー）に所属，楯円球を必死に追いかけておりました。大変有名になってしまいましたが，“笑わない男”として2019年ワールドカップでフィーバーした稲垣選手と年齢は同じであり，某銀行の「ともに，前へ」というCM（学生時代共に汗を流したプロラグビー選手（稲垣選手）とサラリーマンがそれぞれの道で挑戦，信念を持って生きる姿が等しく尊いということを描いたCM）を見るたびに，本日も頑張ろうという気持ちが湧いてきます。

新型コロナやロシアウクライナ情勢不安の長期化，気候変動問題と改めて飼料穀物の安定調達に関する持続可能性が問われております。皆様からご指導いただいたことを飼料業界に還元できるよう，知恵を絞りたいと思いますので，引き続きどうぞよろしく願いいたします。

## ◆黒木 俊作（くろき しゅんさく）／食糧事業部飼料穀物室

2017年に入社し飼料穀物室にてトウモロコシ・マイロ・飼料大麦／小麦を担当させていただいた後，メキシコにてスペイン語を学び現地の商用車（トラック）企業に出向していました。今年8月に2年ぶりに帰国し，再度飼料穀物室への配属となり，日本でもコロナが終息しつつある環境で皆様とまたお仕事ご一緒できますこと，嬉しく思っております。

日本の飼料業界の方々にはあまり馴染みがないであろう国メキシコですが，トウモロコシ発祥の地で，トウモロコシから作られるトルティーヤを日常的に食し，肉・乳製品の需要も大きく，増える人口と経済発展を背景に世界でのトウモロコシ輸入量も中国に次ぐ2位となります（2017年に日本を抜いて1位，2021年に中国に抜かれて2位に）。また，メキシコ大統領が米国からの遺伝子組換えトウモロコシの輸入を禁止すると叫んで業界を賑わせました。結局旺盛な需要を米国からの輸入無しに賄うことができるはずもなく，現在は



人が口にするものに限り遺伝子組換えトウモロコシの輸入を禁止するに  
とめ方針修正しています（この大部分はメキシコ国内にて生産されています）。

現地では休日を活用し、ダイビングライセンスを取得し世界一美しいとい  
われるコスメル島（カリブ海）や数千はあるとされるセノーテ（鍾乳洞のあ  
る地下水の溜まった天然泉）に潜ったり、メキシコ国内や中南米の他の国々  
に旅行したり（国や地域によって文化も雰囲気も異なるのです！）、カルネア  
サーダと呼ばれるメキシコ版BBQにビール／ワイン／テキーラをお供に参加  
したり、カフェを巡ったり（コーヒー中毒です）、と色々な景色・味を経験す  
ることができました。

需給ギャップが大きいのが故に米州大陸と日本を繋ぐ飼料穀物に魅せられ、食  
を起点に両者の経済関係をより強固にしたいと思っております。世界中の人々  
を支え人生を豊かにする飼料・畜水産業界の皆様のお力になれるよう尽力い  
たしますので、引続き何卒よろしく願いいたします。

---

---

# New Balance

---

---

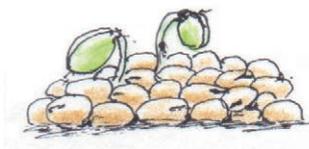
< 15 >

岩崎食料・農業研究所 所長

岩崎 正典

---

---



## 「面積が天気に優った，今年为天候相場」

### 1. 大きな驚きを与えた実作付面積報告（6月30日発表）

米国農務省の四半期在庫報告と2023年産の実作付面積推定は，週末と月末そして四半期末の重なる6月30日の金曜日に発表され，市場予想と大きく離れた数字になった。

トウモロコシの実作付面積は94.1百万エーカーと発表されて，3月末の農家意向面積推定を2.1百万エーカー（2.3%）上回ったことから，新穀限月が5ドルの節目を割り込んで終わった。一方，大豆の実作付面積は83.5百万エーカーと発表されて，3月の面積推定から4.0百万エーカー（4.6%）減少した。大豆は，新穀の面積減退により天候リスクの緩衝材が失われた上に，四半期在庫が現物供給の逼迫化を確認したことも加わり，旧穀限月が15ドル台，新穀限月は13ドル半ばに急騰した。中西部の主産地には，今シーズンで初めて纏まった降雨が観測されたが，一部で暴風による倒伏被害の発生が報告された。

#### a. 2023年産の実作付面積推定（単位は千エーカー）

	実作付面積	市場予想	意向面積	前年実績	相違
トウモロコシ	94,096	91,853	91,996	88,579	+5,517
大豆	83,505	87,673	87,505	87,450	▲3,945

トウモロコシは3月末の農家意向面積から2.1百万エーカー（2.3%）多い

94.096百万エーカーの実作付面積と発表され、市場の事前予想を2,243千エーカー上回った。前年比は5.5百万エーカー（6.2%）の増加に相当する。米国農務省は収穫予想面積を86.322百万エーカーと予測し、収穫面積率は91.7%が使われた。

大豆の実作付面積は3月末の意向面積から4.0百万エーカー（4.6%）少ない、83.505百万エーカーと発表され、前年実績から3.945百万エーカーの減退になった。米国農務省は収穫予想面積を82,696百万エーカーとし、収穫面積率は99.0%とした。

#### b. 四半期全米在庫調査（6月1日現在、単位は100万ブッシェル）

6月1日時点の全米在庫は、前年同期比で現物在庫の減少を確認するもので、大豆やトウモロコシのシカゴ定期が逆鞘体系を保っていることの背景説明になった。

	6月1日	市場予想	3月1日	前年同期	前年比
トウモロコシ	4,106	4,255	7,401	4,349	▲243
大豆	796	812	1,685	968	▲172

トウモロコシの全米在庫は4,105.9百万ブッシェルと発表され、前年比243百万ブッシェル（5.6%）の減少で、市場予想より149百万ブッシェル少なかった。農場在庫は2,221百万ブッシェルで前年比4.7%の増加であったが、農場外在庫は1,885.1百万ブッシェルで、前年比15.4%の減少になった。3-5月期の消費は3,295百万ブッシェルと逆算され、前年同期より115百万ブッシェル（3.4%）の減少と推測された。

## 2. 独立記念日に向かって、天候相場らしさが強まったシカゴ定期

6月最終週のシカゴ定期は、新しい天気予報が米国の穀倉地帯に纏まった降雨の可能性を示唆したことで、作柄への警戒感が和ぎ、市場心理が買われ過ぎ警戒感に急変した。

トウモロコシは4%がシルク段階に入り、平年並みの進捗であったが、作況評価は更に5%悪化して50%がGood/Excellentとされ、前年同期比は17

ポイントの悪化になった。こうした歴史的かつ急激な作況評価の悪化は、すでに織り込み済みの事実となり、更新された天気予報の降雨予報と相殺になった。数字上は、まだまだ作柄を警戒すべき状況下にあったが、天気予報が翌週前半に今シーズンが始まって以来となるまとまった降雨量が、中西部で観測される可能性を報じると、市場はテクニカルな利益確定の動きが広まった。

6月末日のシカゴ定期は乱高下に見舞われ、トウモロコシが33.75セント(6.2%)の急落となり494.75セントで終わり、トウモロコシの値位置は、実に2021年10月以来の安値になった。一方、新穀大豆は77.50セント(6.1%)の急騰を見せ1,343.25セントで終わったが、大豆の値位置は今年3月の値位置であり、2021年6月以来になった5月末の1,146.50セントから196.75セントの反騰を見せて6月が終わった。米国農務省から発表された、予期せぬ新穀の作付面積推定が、商品ファンドの持高調整を促したことになる。春先に農家が目にしたトウモロコシと大豆の比価が、例年になくトウモロコシ有利になっていたことや、投入経費も肥料や燃料費が前年比で大幅に低下したことから、農家が昨年に手控えたトウモロコシの増産意欲を回復させたと推察できる。

### 3. 弱材料と受け止められた7月度の需給報告

7月4日の独立記念日を境に、天気予報に敏感な期間を迎えた。実作付面積推定や足元の消費統計が織り込み済みになり、穏やかな天気を持続が予報されると、中西部の同じ場所でこれから重要な再生産期を迎えるトウモロコシと大豆が、正反対の方向に動くことの不自然さに気付き、外部市場の米国ドル安に刺激されて、輸出需要の復調が持高修正を促した。

7月の需給報告は、期末在庫見通しが市場の予想より小幅な変動であったことが弱材料になった。6月の乾燥気候を反映して、トウモロコシは4ブッシェルも単収見通しが引き下げられたが、実作付面積の増加が寄与して、生産高が前月より小幅な増加になったことで、繰越在庫の減少を相殺

することが出来た。全体として、需給の引き締まりが回避されるとの判断に傾いたが、7月下旬から北部産地に高温乾燥型の天気予報が示されると、外部市場の米国ドル安・実物商品高の動きがシカゴ定期にも波及した。トウモロコシの受粉期、大豆の開花着鞘期、そして春小麦の作柄に対する不透明感が、天候リスクの織り込みを促して、大豆を先頭に3品揃って荒れ模様の展開になった。

a. 米国需給（期末在庫，単位は100万ブッシェル）

	旧穀年度	前月予測	新穀年度	前月予測
トウモロコシ	1,402	1,452	2,262	2,257
大豆	255	230	300	350

米国農務省は、トウモロコシの旧穀年度の期末在庫見通しを前月予測から500万ブッシェル引き下げた。需要項目は飼料用途が、150万ブッシェル上方修正され5,425万ブッシェルになったが、エタノール用途の消費が25万ブッシェル下方修正されて5,225万ブッシェルになった他、輸出需要75万ブッシェルの下方修正で1,650万ブッシェルになったことで、総需要量は前月より50万ブッシェルの増加見通しになった。対消費在庫率は10.2%に小幅低下したが、農家価格予測は660セントで据え置かれた。

新穀年度の期末在庫見通しは前月予測より500万ブッシェル多い2,262万ブッシェルに上向き改訂された。新穀の生産高予測は、実作付面積報告の数字に基づいて、収穫予想面積が86.3百万エーカーに引き上げられた。単収見通しは前月までの長期傾向値単収の181.5ブッシェルから4ブッシェル低い、177.5ブッシェル・エーカーに変更された。6月を通じての異常乾燥気候の影響を加味した単収見通しに変更されたことで、生産高は15,320万ブッシェルと前月予測より55万ブッシェルの増加になったが、今年度の期首在庫が500万ブッシェル少なくなったことで、供給総量は500万ブッシェルの増加に止まった。需要見通しは、前月予測が据え置かれたので次年度の期末在庫見通しは2,262万ブッシェルで、対消費在庫率も15.6%と変わりなく、農家価格見通しは480セントで据え置かれた。

b. 国際需給（単位：万トン）

		7 月予測	6 月予測	前年度推定	変化
トウモロコシ	生産高	122,447	122,277	115,068	+7,379
	期末在庫	31,412	31,398	29,630	+1,782
大豆	生産高	40,531	41,070	36,972	+3,559
	期末在庫	12,098	12,334	10,290	+1,808

トウモロコシは、欧州の作柄が下方修正されたので、昨年同様に今後の天候次第となり、米国の作柄ともども不安感が残った。

#### 4. 黒海の穀物輸出合意からロシアが離脱する一方、北米産地で天候相場が強まる

世界気象機関（WMO）が、7月下旬から北半球で高温乾燥型の天気が定着して、北米、アジア、北アフリカと地中海沿岸では熱波が強まり、40℃を超える猛暑が続くとの予報を発表した。当然の事ながら、重要な生育期を迎えている北半球の穀倉地帯では、生育に不可欠な土壤水分の不足と高温障害が心配された。ロシアが黒海からウクライナ産穀物の輸出合意の枠組みから離脱する旨の通告を行ったニュースが市場に届いた17日（月曜）は、ロシアの離脱は予想の範囲内のことと見做され、北半球全体の収穫プレッシャーを受けた小麦定期は下落で終わった。

ところが、ロシアがクリミア大橋攻撃の報復として、ウクライナ最大の輸出港オデーサへのミサイル攻撃を開始すると同時に、7月末から8月初旬の天気予報がコーンベルトに高温乾燥型の天気を示すと事態が急変した。小麦が先導した上昇は、天気予報が著しい高温少雨の天気を予報したことから、トウモロコシや大豆が主役に交代することになった。黒海での地政学的緊張の高まりと、夏場の高温乾燥気候との相乗効果で新穀大豆が14ドル台に、トウモロコシも5ドルの半ばに戻り、穀物市場が価格変動の最も高い時期に置かれていることを印象付けた。

## 5. 知ったらお仕舞いになった8月の需給報告

米国農務省の8月度需給報告は、米国産トウモロコシと大豆の単収見通しが下方修正された。市場予想を大幅に下回った大豆には支援材料となったが、トウモロコシや小麦は織り込み済みの中立材料となって市場の反応は乏しく、典型的な Sell the rumor, Buy the fact になった。

### a. 8月の生産高推定（単位は100万ブッシェル）

米国の穀物生産の骨子が固まり、今後は成熟期の天気と収穫次第になるが、トウモロコシは当初予測よりも作柄は小さくなり、大豆の需給は引き締まったまま、国際市場で競争力のある価格で提供することは難しくなった。

	今月推定	市場予想	前月推定	前年実績	変化
トウモロコシ	15,111	15,135	15,320	13,730	+1,381
大豆	4,205	4,246	4,300	4,276	▲71

トウモロコシの生産高推定は、市場予測よりも24百万ブッシェル、前月予測よりも209百万ブッシェルの減産になる15,111百万ブッシェルと発表された。単収は傾向値単収から6.4ブッシェル低下して175.1ブッシェルになった。主産地イリノイが201ブッシェル・エーカー、インディアナが195、オハイオが191に対して、西側はアイオワが203ブッシェル・エーカー、ネブラスカが184、ミネソタが183、そしてカンザスが124、ミズーリが143、ノース・ダコタが130など、西側産地に問題個所が示された。

大豆の生産高推定も市場予想を41百万ブッシェル、前月予測より95百万ブッシェルの減産になる4,205百万ブッシェルで発表された。単収見込みは傾向値より1.1ブッシェル少ない50.9ブッシェルと示された。

### b. 米国需給（期末在庫、単位は100万ブッシェル）

	旧穀年度	前月予測	新穀年度	前月予測	変化
トウモロコシ	1,457	1,402	2,202	2,262	▲60
大豆	260	255	245	300	▲55

トウモロコシは、旧穀年度の期末在庫が55百万ブッシェル多くなった。輸

入の増加10百万ブッシェル，輸出の減少25百万ブッシェル，そして食品産業用途で20百万ブッシェルの下方修正があった。新穀年度は生産高見通しの引き下げ209百万ブッシェルがこの繰越在庫の増加で，一部相殺された他，需要側では輸出が50百万ブッシェル，飼料用途で25百万ブッシェル，そして食品産業で20百万ブッシェルと合計95百万ブッシェルの需要減退が見込まれた。その結果，期末在庫見通しは前月より60百万ブッシェル減少し，需給の引き締めから，農家価格予測は前月より10セント高の490セントになったが，旧穀年度の実行見通しは660セントに比べると，大幅な価格の低下になった。

c. 国際需給（単位：万トン）

	8月予測	7月予測	前年度推定	変化
トウモロコシ				
生産高	121,350	122,447	115,178	+6,172
総消費量	120,037	120,665	116,410	+3,627
貿易量	19,619	19,826	17,750	+1,869
期末在庫	31,105	31,412	29,792	+1,313
大豆				
生産高	40,279	40,531	36,974	+3,305
総消費量	38,394	38,451	36,327	+2,067
貿易量	16,877	16,929	16,895	▲18
期末在庫	11,940	12,098	10,309	+1,631

当月は，トウモロコシの作柄見通しが1,096万トン悪化した，米国で530万トンの減産の他，中国で300万トン，EUで370万トンの作柄見通しの悪化を，ウクライナの増産で補った。

北半球ではトウモロコシに代表される粗粒穀物が成熟期を迎える段階になり，猛暑がトウモロコシの作柄にどのような影響を及ぼすのかに警戒が残るが，米国の作柄が前年比で10%の豊作見通しを維持できれば，国際需給の変動に充分対処できると判断された。2023/24年度は，南半球の作柄次第では，安値で需要を喚起する必要があることを予感させる世界の穀物需給バランスになった。

## 6. 8月後半の高温乾燥予報と産地視察が、大豆に天候リスクの織り込みを要請

8月中旬は、穏やかな天気が中西部に持続したことで、作柄への警戒感が和らいだ。中西部でトウモロコシや大豆が成熟期を迎える8月後半の天気は、それまでテキサス州に閉じ込められていた高気圧団が、北東方面に勢力を拡大して、コーンベルト全域が高温乾燥型の天気に見舞われるという予報になった。穀物市場は、8月の天気で作られる大豆、しかも需給の引き締まり見込みが再確認された上に、中国による新穀の買付も始まっているために、作柄リスクが織り込まれて13ドル半ばを回復した。ところが、トウモロコシは7月の天気で作られたとの理解から、5ドルの大台に回帰することが出来なかった。中西部ではトウモロコシと大豆との輪作が多く、畑は隣り合わせになっているので、ほぼ等しく影響を及ぼす天候要因が、異なる価格変動をもたらすのは、ファンダメンタルズと市場心理の相違とされた。

8月21-24日に農業誌プロファーマ社の主催する産地視察が行われ、今年もコーンベルトの東西で降雨の状況が異なったので、実際に畑の中に足を踏み込んでの現地調査が注目された。特に、近年は米国農務省が8月時点では畑の現地調査を取り止めているために、この民間調査が初めて主産地を網羅する形での現地調査になった。今年産トウモロコシは生育期の前半に、五大湖周辺部などでは降雨不足から作況評価が悪く、米国農務省は傾向値から6.4ブッシェルも単収見通しを引き下げた。産地視察直前、8月20日時点の作況評価はGood/Excellentの合計が、トウモロコシは前年同期より3ポイント高い58%で、大豆も前年同期より2ポイント高い59%であった。

プロファーマ誌による今年の中西部での産地視察の取り纏めが、8月25日に以下のように発表された。

トウモロコシの生産高は14,960百万ブッシェル、単収は172.00ブッシェル、1%の増減あり（生産高は14,810-15,110百万ブッシェル、単収は170.3-173.7ブッシェル）。因みに、8月の米国農務省予測は、生産高が15,111百万

ブッシェル，単収予測は175.1ブッシェル。

大豆の生産高は4,110百万ブッシェル，単収は49.7ブッシェル，2%の増減あり（生産高は4,028-4,192百万ブッシェル，単収は48.7-50.7ブッシェル）。因みに，8月の米国農務省予測は，生産高が4,205百万ブッシェル，単収予測は50.9ブッシェルであった。

今年の産地視察は，日中の最高気温が100°Fに達する時期に行われたので，高温乾燥気候による大豆への影響が心配された。今後は気温が低下すると天気予報は心強いが，降雨確率の乏しい天気予報が続いていることが問題視された。一方，コーンベルト東側，特にインディアナやオハイオは成熟に時間が必要になった。コーンベルト西側は，昨年と比較すると作況評価は向上したが，ネブラスカの南東部，アイオワ州西部の中央で，6月の高温乾燥気候の影響が顕在化した。トウモロコシは穂軸の長さが短いことが問題視される場所もあったが，大豆は結実が最後まで進むかどうか，植物体の水分耐性が懸念された。

## 7. 収穫が迫った中西部に、「新しい酒は新しい皮袋に入れるべし」の気運が強まる

目先に纏まった降雨が期待出来そうにないとの天気予報から，8月最終週は大豆が窓を開けての高値取引で始まった。しかし，今後は気温が次第に低下すると天気予報に変わり，作況も市場が心配したほどの悪化でなかったことから，大豆は14ドル台の高値に投機筋が月末を意識した利益確定の売りに動いて，ジリ安の展開になった。トウモロコシは，エタノール製造に急ブレーキが掛かり，新規の買いを促す材料が乏しく，5ドルの節目が上値抵抗線となり，大豆の下落にツレ安となった。

連休明けは，コーンベルトの各地から新穀の収穫開始との報告が寄せられる一方，新しい天気予報から極端な高温乾燥気候が姿を消し，シカゴ定期では9月度の需給報告を意識した持高整理が始まった。大豆が50日移動平均線の13ドル半ばに後退すると，トウモロコシの期近連続足チャートは，2021年

7月以来となる460セントに下押された。

米国中西部では、穏やかな天気の下で収穫が開始されたが、8月の悪天候、特に後半の降雨不足の影響は大豆やトウモロコシの作況評価を悪化させた他、ミシシッピ川水系の水位を低下させて、積荷と航行規制が強化された。

9月12日の需給報告で示される作柄推定に対する、事前予想が次のように示された。(単位：単収ブッシェル，生産高・期末在庫予想百万ブッシェル)

	単収	生産高	期末在庫予想
トウモロコシ	173.50	15,008	2,140
前月予測	175.10	15,111	2,202
大豆	50.2	4,157	207
前月予測	50.9	4,205	245

これらの数字が示すように、8月後半の著しい高温と降雨不足による大減産の懸念とは異なり、トウモロコシはかなり生育が進んだ後から高温に見舞われた所が多かった。特に土壤水分の潤沢であったコーンベルト東側の被害は軽微との見方が広まり、シカゴ定期は小康状態となり出来高も大幅に低下した。米国農務省は8月の需給報告で、トウモロコシの年間輸出予測を1,625百万ブッシェルに、前年度の2,471百万ブッシェルから大幅な減退見通しに修正する一方、大豆の輸出需要は1,980百万ブッシェルで据え置いた。

米国産穀物の輸出成約と船積の統計データは、この1年間は当初予想を大幅に下回り、米国が最後の供給国になるという市場の理解の通りに、国際市場には安価な穀物が豊富に存在していることを印象付けた。

中西部が収穫モードになったことで、シカゴの先物市場に、心理的な収穫プレッシャーが広まった。FAOから、8月の食料価格指数は昨年3月のピークから24%の下落と報告されたので、原油の高騰や米国ドル高には別の要因が背景にあり、以前のような実物商品の連動性や米国ドルとの逆相関性が失われた。米国社会が新年度に移ると、外部市場からも新しい「常態」への移行を促される気配が広まった。

## 8. 米国ドル高が進み、作況評価が低下する中での、9月度の需給報告

9月上旬になると、米国の中西部では著しい高温は峠を越え、専ら局地的な雷雨での水分補給が行われる天気が定着した。成熟期の水分不足にトウモロコシや大豆の作況評価が悪化したことが懸念される中で、米国農務省の需給報告の内容が弱材料と判断されて、トウモロコシや大豆が下落した。トウモロコシは収穫面積の増加が寄与しての期末在庫の増加が、大豆は単収見通しの悪化が予想よりも小幅なものであったことが、それぞれ弱材料になった。次第に中西部の各所で収穫作業が本格化する中、米国ドル高が輸出需要を抑制するとの見方、そして南米産地が新穀の播種作業に着手する季節性が追加の圧迫材料になった。トウモロコシのチャートが2021年11月以来の値位置に戻り、目先の底値圏を形成したとの見方が生まれた。

### a. 生産高推定—トウモロコシは面積の改訂で作柄の悪化が回避された

米国農務省の9月度需給報告は、市場の事前予想が作柄の下方修正を見込んでいたが、「驚きの無い米国農務省からの報告はない」とのジンクス通りに、今回もトウモロコシの生産高推定が、前月予測を若干上回る15,134百万ブッシェルで発表された。

今月は主産地での実地調査の結果を加味した単収予測が行われた。また、以前は10月に行われていたFSA（農家サービス局）が把握している面積統計と、統計局の数字との照合が今年も9月度の需給予測に間に合ったことで、今月はトウモロコシの生産高推定は、天候からの悪影響がほぼ相殺される結果になった。単収見通しが前月より1.3ブッシェル引き下げられ173.8ブッシェル・エーカーと、昨年最終単収よりも0.5ブッシェル高くなった。面積統計の改訂により、トウモロコシは作付面積が94.9百万エーカー、収穫予想面積も87.1百万エーカーにとそれぞれ0.8百万エーカー引き上げられた。面積が前年比で10%増になったことが寄与して、生産高見通しも前年比10.2%の大増産が見込まれることになった。（単位：百万ブッシェル）

生産高	今月推定	市場予想	8月予測	前年実績	変化（前月／前年）
トウモロコシ	15,134	15,008	15,111	13,730	+23／+1,404
大豆	4,146	4,157	4,205	4,276	▲59／▲130

米国農務省はトウモロコシの作柄推定を、前月予測より23百万ブッシェル引き上げた。市場の事前予想は103百万ブッシェルの引き下げであったので、意外感を与えた。単収は前月より1.3ブッシェル・エーカー少ない173.8ブッシェルであったが、収穫予想面積が774千エーカー多い87.096百万エーカーに上向き改訂されたことで、単収見通しの低下による減産を相殺することになった。米国農務省による実地調査の結果は、主要生産州でのイヤーコーン（穂実）の数が過去最高の29,400個・エーカーとなった。（前年度は28,450個）

米国農務省は大豆の作柄推定を前月より59百万ブッシェル引き下げたが、市場の事前予想は48百万ブッシェルの下方修正だったので、想定範囲内と理解された。単収は前月より0.8ブッシェル少ない50.1ブッシェルになったが、米国農務省は収穫予想面積を95千エーカー引き上げて、82.791百万エーカーになったことで少し補填された。単位面積当たりの着鞘数は1,755個と前年の1,689個を約4%上回り、東側の産地では過去最高の単収が見込まれている。

**b. 米国需給（単位は100万ブッシェル）—大豆需給は引き締めりに向かう**

期末在庫見直し	今月推定	市場予想	8月予測	前年度末	変化（前月／前年）
トウモロコシ	2,221	2,140	2,202	1,452	+19／+769
大豆	220	207	245	250	▲25／▲30

トウモロコシは、前年度からの繰越在庫が5百万ブッシェル減少した。輸入が5百万ブッシェル増加したが、予想に反して輸出需要が40百万ブッシェル増加したことで、前年度末の在庫は1,452百万ブッシェルに5百万ブッシェル引き下げられた。また、前年度の農家価格は655セントに5セント引き下げられた。前年度の需要項目は、こうした細かな修正が行われたが、新穀年度は専ら供給体制の修正に止まり、需要項目の全てが据え置かれた結果、期末在庫は前月予測より19百万ブッシェル（増産の23百万ブッシェルの増加と繰越在庫の減

少5百万ブッシェル)の増加で、期首から769百万ブッシェルの積み増しで2,221百万ブッシェルとの予測になった。農家価格予測は490セントで据え置きになった。

c. 国際需給 (単位:万トン) — 食用穀物の需給が引き締まる見通し

	9月予測	8月予測	前年度推定	前年比
トウモロコシ				
生産高	121,429	121,350	115,562	+5,867
総消費量	119,977	120,037	116,669	+3,308
貿易量	19,619	19,619	18,166	+1,453
期末在庫	31,399	31,105	29,947	+1,452
大豆				
生産高	40,133	40,279	37,011	+3,122
総消費量	38,262	38,394	36,340	+1,922
貿易量	16,842	16,877	17,008	▲166
期末在庫	11,925	11,940	10,299	+1,626

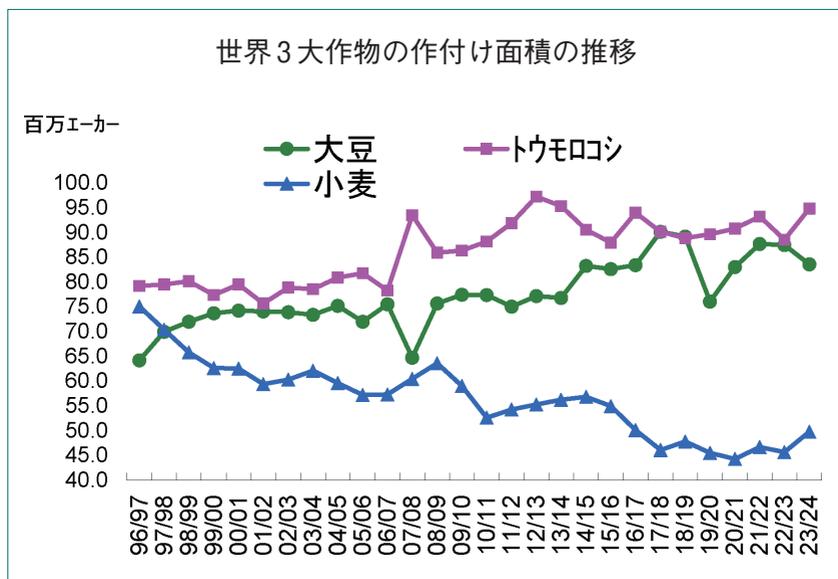
トウモロコシと大豆の需給が緩和に向かうことが、新穀年度(23/24年度)の特徴になった。トウモロコシは7月の作柄予想から、世界全体で1,000万トン程の見通しの悪化になったが、それでも需要の増加を上回る作柄見通しになり、期末在庫の大幅な積み増しが可能との予測になった。そして、大豆の需給は中国の大豆自給率が20%を割る状況が持続する中で、中国景気の減速見通しにもかかわらず、国際貿易量の6割相当になる1億トンの大豆輸入が想定されている。この中国の必要量の大半をブラジルが供給して、足りない分を米国などが補充する構図が近年に出来上がったが、新穀年度もそうした供給体制が持続する見通しが示されている。トウモロコシとの比価が、大豆の栽培を刺激して南米の農家は大豆の増産に取り組むとの想定から、大豆は需要を上回る供給が実現する見通しが示された。

## 9. 今年の天候相場は、農家の意向である面積が天気に優った

多くの市場参加者にとって、今年の中西部の作柄は、面積の増加によるトウモロコシの増産は想定通りであった。農家が市場で何が必要とされているのかを判断することから始まるのが米国農業であり、96年農業法がもたらした作付け自由化の成果とされる。

そしてブラジルCONAB（食料供給公社）の初回の生産高推定は、今年産で米国農家が反応したと同様に（米国3大穀物の作付け面積の推移を参照）、ブラジル農家も市場の価格シグナルに準じて作目選択をする意向が判明した（具体的には割高な大豆が2.8%増で割安のトウモロコシを4.8%減）。天候次第の穀物生産ではあるが、その結果を甘んじ受ける、農家の判断が需給調整の出発点であることを再認識させられている。

（2023年9月25日記）



## USDA需給報告（US産トウモロコシ）

報告月次	22/23年度				23/24年度				前年比	前月比
	6月	7月	8月	9月	6月	7月	8月	9月		
作付面積	88.6	88.6	88.6	88.6	92.0	94.1	94.1	94.9	6.3	0.8
収穫面積	79.2	79.2	79.2	79.2	84.1	86.3	86.3	87.1	7.9	0.8
単収	173.3	173.3	173.3	173.3	181.5	177.5	175.1	173.8	0.5	▲ 1.3
生産高	13,730	13,730	13,730	13,730	15,265	15,320	15,111	15,134	1,404	23
期首在庫	1,377	1,377	1,377	1,377	1,452	1,402	1,457	1,452	75	▲ 5
輸入	25	25	35	40	25	25	25	25	▲ 15	0
総供給量	15,132	15,132	15,142	15,147	16,742	16,747	16,592	16,611	1,464	19
飼料用途	5,275	5,425	5,425	5,425	5,650	5,650	5,625	5,625	200	0
産業用途	6,680	6,655	6,635	6,605	6,735	6,735	6,715	6,715	110	0
エタノール	5,250	5,225	5,225	5,195	5,300	5,300	5,300	5,300	105	0
国内消費	11,955	12,080	12,060	12,030	12,385	12,385	12,340	12,340	310	0
輸出需要	1,725	1,650	1,625	1,665	2,100	2,100	2,050	2,050	385	0
総需要量	13,680	13,730	13,685	13,695	14,485	14,485	14,390	14,390	695	0
期末在庫	1,452	1,402	1,457	1,452	2,257	2,262	2,202	2,221	769	19
在庫率 (%)	10.6	10.2	10.6	10.6	15.6	15.6	15.3	15.4	4.8	0.1
農家価格	6.60	6.60	6.60	6.55	4.80	4.80	4.90	4.90	▲ 1.65	0.00

注：面積は100万エーカー，単収はブッシェル・エーカー，生産・消費は100万ブッシェル。

## 世界のトウモロコシ需給バランス

23/24年度

国名	期首在庫	生産高	輸入	飼料	内需	輸出	期末在庫
世界 8月予測	29,792	121,350	18,711	75,669	120,037	19,619	31,105
世界 9月予測	29,947	121,429	18,712	75,610	119,977	19,619	31,399
中国	20,582	27,700	2,300	22,300	30,400	2	20,180
除 中国	9,365	93,729	16,412	53,310	89,577	19,617	11,219
米国	3,687	38,442	64	14,288	31,345	5,207	5,640
除 米国	26,260	82,987	18,648	61,322	88,632	14,412	25,758
メキシコ	346	2,740	1,800	2,730	4,530	30	286
アルゼンチン	111	5,400	1	930	1,360	4,050	101
ブラジル	1,027	12,900	120	6,350	7,750	5,500	797
欧州	719	5,940	2,400	5,830	7,920	410	729

ウクライナ	141	2,800	2	450	550	1,950	443
ロシア	91	1,460	5	950	1,060	420	76
南アフリカ	185	1,680	0	730	1,330	340	195
東南アジア	306	3,106	1,795	4,010	4,840	61	314
韓国	190	9	1,180	950	1,185	0	194
日本	137	1	1,550	1,200	1,550	0	140

単位は10,000トン。

## 世界の大豆需給バランス

23/24年度

国名	期首在庫	生産高	輸入	搾油	内需	輸出	期末在庫
世界 8 月予測	10,309	40,279	16,625	32,953	38,394	16,877	11,940
世界 9 月予測	10,299	40,133	16,597	32,774	38,262	16,842	11,925
中国	3,780	2,050	10,000	9,600	11,900	10	3,920
除 中国	6,519	38,083	6,597	23,174	26,362	16,832	8,005
米国	681	11,284	82	6,232	6,576	4,872	599
除 米国	9,618	28,849	16,516	26,542	31,686	11,970	11,326
メキシコ	33	24	640	650	656	0	41
アルゼンチン	1,760	4,800	570	3,450	4,175	460	2,495
ブラジル	3,195	16,300	45	5,575	5,970	9,700	3,870
パラグアイ	26	1,000	2	350	365	600	63
欧州	153	305	1,380	1,500	1,659	30	149

単位は10,000トン。

# Feed Trade (WEB版) 総目次

(2023年1 - 3月号～10-12月号)

Vol.59 No.1～4 (通巻497号～500号)

## ●座談会

大豆，大豆・菜種粕の需給と今後の見通し

(小林弘和，田口 鑑，渡邊友太郎，高田佳和，佐藤広基，早川利育，  
田中政暉，奥茂雅啓) …………… 4 - 6月号

米国産トウモロコシの需給とシカゴ相場動向

(山口大河，高橋千明，小林宗祐，日野翔太，高桑慶太，後藤佑理，  
片岡寿平，川田祐一郎) …………… 7 - 9月号

## ●解説，内外の原料事情

ヘッジについて (姫野健二) …………… 1 - 3月号

トウモロコシの取り組み 一緒にいかがですか？ (篠遠善哉，

嶺野英子，金井源太，幸田和也，芦原 茜) …………… 4 - 6月号

国際海運における脱炭素の取り組み (安井 央) …………… 7 - 9月号

グローバルサプライチェーン再構築によるコスト変化 (森重彰浩)

…………… 10 - 12月号

## ●セミナー，講演会

春季為替セミナー・WEB同時配信：2023・24年度内外経済見通し

(坂本明日香) / 欧州森林デューデリジェンス規則とブラジル大豆産業

(大橋柚香，熊久保和宏) …………… 4 - 6月号

海運セミナー・WEB同時配信：ドライバルク市況動向 (角谷 悟) … 7 - 9月号

秋季為替セミナー・WEB同時配信：為替・金融市場の動向 (布施功馬) … 10 - 12月号

---

●挨拶, プロフィール, お知らせ, その他

新春のご挨拶 (立川義大) .....	1 - 3月号
年頭のご挨拶 (渡邊洋一) .....	1 - 3月号
「新春賀詞交礼会」3年ぶりに開催 .....	1 - 3月号
春季為替セミナー開催のご案内.....	1 - 3月号
私のプロフィール (山西真介, 椎原 潤) .....	4 - 6月号
海運セミナー開催のご案内.....	4 - 6月号
理事長新任あいさつ (永田義典) .....	7 - 9月号
令和5年度新役員, 専門委員会の委員決まる.....	7 - 9月号
秋季為替セミナー開催のご案内.....	7 - 9月号
新春賀詞交礼会のお知らせ.....	10-12月号
『Feed Trade』WEB版総目次 (2023年1 - 3月号~10-12月号)...	10-12月号

●アンケート, 10大トピックス

2022年10大トピックス.....	1 - 3月号
第54回 (2022年) Feed Tradeアンケート当選者発表 .....	1 - 3月号
第55回 (2023年) Feed Tradeアンケートのご案内 .....	1 - 3月号
第55回 2023年アンケート結果.....	4 - 6月号

●随筆

新春海外だより (杉村昌彦, 中村哲朗, 小國聖仁, 山本智史,

Vladimir Krachunov, 柁 拓郎, 升井健吾, 石川英樹) ..... 1 - 3月号  
シリーズ●わが社「自慢の逸品」

③4ポストバイオティクス—動物の腸内細菌叢の最適化と

Diamond V™ Original XPC Ultraのご紹介 (Stacey Jones) ...	1 - 3月号
③5「チキン南蛮」のご紹介 (マルイ食品株) .....	4 - 6月号
③6Empyreal 75® (カーギルジャパン(同)) .....	7 - 9月号

---

③⑦五島列島酒造・焼酎のご紹介（双日株）……………10-12月号

●わが社飼料関連部署の新人紹介

三井物産株，豊田通商株，三菱商事株，兼松株，丸紅株，双日株，

伊藤忠商事株……………7-9月号

シリーズ●各地の食生活

⑫フィリピンの食生活（浦上真由香）……………1-3月号

⑬オレゴン州ポートランドの食生活（前田 仁）……………4-6月号

⑭オーストラリア（ブリスベン）の食生活（吉田俊介）……………7-9月号

⑮アメリカ第3の都市・シカゴ（尾上翔太）……………10-12月号

シリーズ●各商社の担当者紹介

⑨伊藤忠商事株=わが社の受渡担当者3名の横顔（仲井研也）…1-3月号

⑩豊田通商株=我が社の穀物受渡グループ担当者のご紹介……………4-6月号

⑪双日株=我が社の食料原料課担当者のご紹介……………7-9月号

⑫三井物産株=わが社の飼料担当者のご紹介……………10-12月号

●New Balance（岩崎正典）

<12>ラニーニャ現象と米国ドル高に翻弄された2022年の穀物需給…1-3月号

<13>ラニーニャ現象による悪天候が、今年度の穀物価格を高止まりさせた…4-6月号

<14>足早に豊作期待から高温乾燥懸念に転換した新穀の生産見通し…7-9月号

<15>面積が天気に優った、今年の天候相場……………10-12月号

●編集後記……………1-3月号～10-12月号

●表紙

メクネスの旧王宮庭園（モロッコ王国）……………1-3月号

グアナファトの風景（メキシコ）……………4-6月号

ベルン旧市街の時計塔（スイス連邦）……………7-9月号

バリ・ウブドのライステラス（インドネシア）……………10-12月号

## 編集後記



掛け算を知らない人が、1個15円のお菓子を6個買ったらいくらになるか計算する場合は、15を6回足して90円を導く。掛け算を知ると $15 \times 6 = 90$ を導き、もう少し知恵が回ると、 $(15 \times 2) \times 3 = 30 \times 3 = 90$ という具合になる。学校の成績が優秀の人は、概ねこの近道を行くのが上手い。

学校を卒業して社会に出ても勉強は続く。仕事や社会の勉強では、このような近道が必ずしもベストとは言えないというのが、40年近い社会人生活で得られたことである。遠回りにより、目的とは無関係なことを知る機会が少なからずあり、それが大いに役立つからである。仕事で必要な情報も多くがネットを使ってピンポイントで得られるようになった。一見便利ではあるが、少しの前提条件の変化についていけないという弊害があるよう感じるというのは言い過ぎであろうか？

特に若いうちは脇道での経験も重要である。過去の経緯、似たような他の事例、先輩の失敗談を聞くような遠回りに見えるプロセスを経た仕事をすると、想定外の事態により迅速かつ適切な対応ができるのではと思う。

同世代の男性の友人が、老後のために、料理教室に通うようになった。彼によると、料理教室では、レシピ通りに作れと言われていたという。私も我流ではあるが、料理をする機会が多い。彼に、火力、鍋の大きさ、具材の量のバランスで条件が異なるので、違う場所でレシピ通りに作っても、出来上がりは違うはずではと私の失敗談を含めて指摘したら、思い当たるところがあったようである。失敗も含めた遠回りをすることで、本当の意味で「自分のもの」になっていくのだと思う。

今号で掲載された為替の講演会は9月12日に開催されたものである。まだ真夏の暑さであったが、会場、WEBで多くの方に参加いただき、感謝を申し上げます。講演では、「日本経済の潮流が変わる時期が近いかな」と思われる話もあり、非常に興味深く拝聴した。

1年前の小欄に「この夏は暑かった」ということを記載した。今年はそれを上回る猛暑であった。気象、経済的な閉塞感とも、好転することを願っている。

