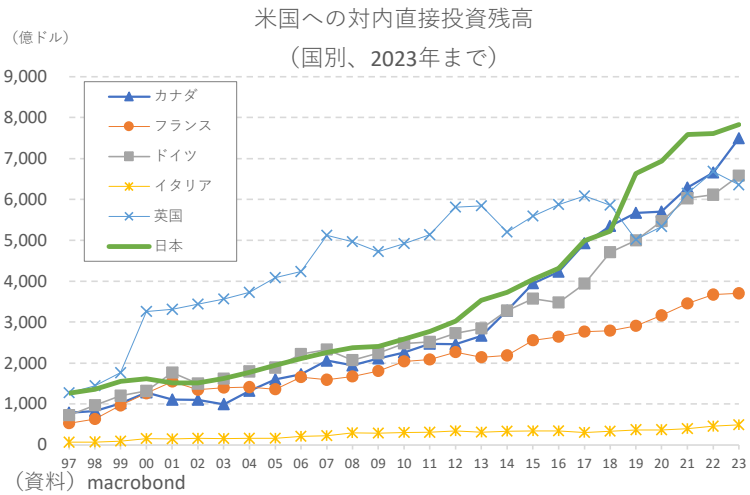
みずほマーケット・トピック（2025 年 2 月 10 日）

為替需給から整理する日米首脳会談

日米首脳会談に関し、金融市場では「とりあえず懲罰的な関税措置を押し付けられなかった」という点が好感されており、円相場の堅調も続いている。もっとも、為替需給への影響に照らしてヘッドラインを整理すると、その限りではない。主に①日本による対米投資残高を 1 兆ドルに引き上げること、②日本による米国産 LNG（液化天然ガス）の輸入拡大、③日本による 10 億ドル分の防衛装備品の購入、④日本企業（自動車、IT）による対米投資計画の伝達といった論点が話し合われており、これらから得られる直感的な印象は決して円買いではなく円売りだろう。報道を見る限り、会談は平和裏に終わったと察するが、トランプ大統領は「対日貿易赤字を解消したい」と明言しており、基本的にトランプ政権の主張を叶えていけば円売り圧力は強まるはず。今後発表される相互関税の内容は本稿執筆時点では不明。為替市場は「それほど酷い話にはならない」を総論として、そのまま日本株や円を買い進める傾向にあるが、各論ではあくまで円売り誘発的な性格の話が多い。短期的な視点と長期的な視点を切り分けて考えたいところ。

～為替需給から見る日米首脳会談～

先週 7 日から開催された日米首脳会談は安全保障や経済に絡んで多数の論点が話し合われた。金融市場では「とりあえず懲罰的な関税措置を押し付けられなかった」という点が好感されているように見える。「主要通貨の中では相対的にトランプ課税の被害が小さい」という理由で買われていた円は引き続き同じ理由で堅調地合いにある。為替需給への影響に照らしてヘッドラインを整理すると、①日本による対米投資残高を 1 兆ドルに引き上げること、②日本による米国産 LNG（液化天然ガス）の輸入拡大、③日本による 10 億ドル分の防衛装備品の購入、④日本企業（自動車、IT）による対米投資計画の伝達といった論点が挙げられる。直感的な印象は決して円買いではなく円売りである。報道を見る限り、会談は平和裏に終わったと察するが、トランプ大統領は「対日貿易赤字を解消したい」と明言しており、基本的にトランプ政権の主張を叶えていけば円売り圧力は強まるはずだ。



（資料）macrobond

ヘッドラインで目立った①の規模感を整理しておこう。実績が確定している 2023 年末時点で 7833 億ドルであるから、差額である約 1200 億ドルの積み上げを目指すという話である。言い換えれば、直接投資を通じてこの規模感の円売り・ドル買いを約束したことになる。過去 10 年を均してみると、日本から米国への対外直接投資

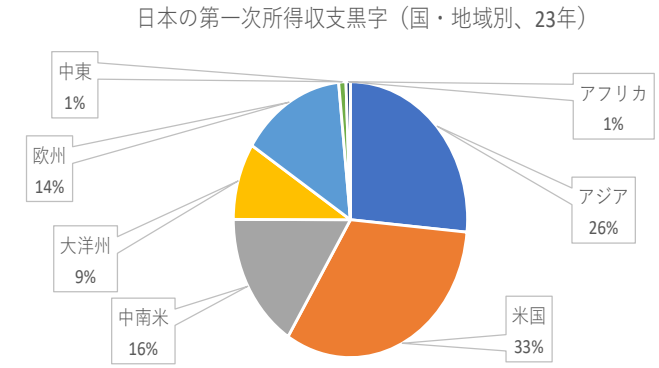
残高は前年比+8.5%程度で増えてきた。このペースが 2024 年以降も続いたと仮定すると、2026 年にはコミットした 1 兆ドルに届くことになる。水準自体はそこまでハードルが高いものではない。もっとも、1 兆ドル到達の期限まで明言されているわけではないため、為替市場へのインパクトが急性的に出てくる話とも思えないが、円売り材料には違いない。

また、②は言うまでもなく円売り材料と解釈可能である。実績を見ておくと 2024 年通年で日本の LNG 輸入は約 6.2 兆円だった。このうち米国からの輸入は約 5425 億円で 9%弱にとどまっている。現状、日本の LNG 輸入はオーストラリアが 40%程度、マレーシアが 15%程度、ロシアが 10%程度、それぞれ占めており、米国はこれらの国々に次ぐ 4 番手にとどまっている。これがいつまでに、どの程度増えるのかという点について定量的な情報は今のところ分かっていないが、トランプ大統領は「記録的な量」と述べている。普通に考えれば兆円単位の増加幅が期待されると考えて差し支えないのだろう。もちろん、米国から輸入される部分は代替的に他国からの輸入量がクラウドアウトされるはずで、輸入額は中長期的には変わらないはずではある。しかし、燃料輸入は長期契約の性格を帯びていることも多く、一時的に貿易赤字の拡大に直結する可能性はある。既に輸入の 3 分の 1 を占める鉱物性燃料部分が膨らむことは、貿易収支を展望する上で小さくない話である。

もっとも、石破首相が述べるように、資源を持たない日本にとって「安定的にリーズナブルな価格で提供されるのは大きな国益」に違いなく、最終的には肯定的に評価される話になるのではないか。

～相互関税は軽傷でも円売り誘発的～

なお、会合後、今週 10 日もしくは 11 日に関係会合を開催し、貿易相手国に同様の関税を課す相互関税について詳細が発表されることになっている。上述のような日本との取り決めがトランプ政権にどの程度評価されたのかは、この中身を精査しないことには判断が現時点では難しい。相互関税がどういった代物なのか定かではないが、共和党の政策綱領では、輸入品全体に対して一律関税を課すベースライン関税や、米国へ輸出する国が課している関税率と同じ関税率を米国輸入時にも適用する「トランプ互恵通商法」が提案されていた経緯もあり、特に前者の論点を中心として選挙戦の最中から注目されていた話ではある。米国はこれまで自由貿易の旗手でもあったため、関税率は抑制されており、自動車含む輸送機器全体での最恵国(MFN)税率の平均は 3.4%、機械は 1.3%、電気機械・電子機器は 1.2%だという[1]。相手国がこれよりも高い平均関税率を用いている場合、この MFN 税率に追加的な税率を検討するということなのだろう。



（資料）財務省

もっとも、トランプ政権の関税政策はあくまで他の政策目的を実現するための取引(ディール)手段と位置付けられ、トランプ大統領もこれを自認している節がある。既に、今回の首脳会談を経て日本は民間企業による大型対米投資、米国からの防衛装備品や天然資源購入も約束している。そのような経緯を踏まえると、関税それ自

[1] JETRO「外交手段としての関税政策、トランプ関税の日本への影響」2025 年 1 月 15 日

体は不可避だとしても、それほど酷い話にはならないとの期待は合理的ではある。1 ページ目の図で見たように、米国の対内直接投資残高を国・地域別に見た場合、日本は 5 年連続首位である。その結果、日本の経常黒字を支える第一次所得収支黒字の源泉も米国の存在感が大きくなっており、米国単体で全体の 30%以上を稼ぎ出す構図である。これは中国を含むアジア全体(26%)よりもシェアが大きい(前頁図)。日米経済関係は双方にとって実のある形で構築が進んでおり、どちらかと言えば、第一次所得収支黒字が日本国内へ必ずしも還流しないことを踏まえれば、米国の利得の方が大きい可能性すら疑われる。「仮面の黒字国」の一端を米国が担っているとも言える。

～切り分けたい短期と長期の視点～

しかし、いくら日本への措置に手心が加えられたとしても、「新しいコストを強いられる」という事実には変わりない。例えば日本の自動車輸出についてはトランプ大統領も問題意識を隠しておらず、何らかの措置をぶつけてくる可能性は高い。昨今の円安を踏まえれば、対米投資から得られる収益率よりも日本から米国に向けた輸出の方が高い収益率を誇っていたと推測される。追加関税はその分、企業収益を圧迫する話であり、輸出減少を通じた貿易赤字の拡大にも繋がる話である。

冒頭述べたように、為替市場は「それほど酷い話にはならない」を総論として、そのまま日本株や円を買い進める傾向にあるが、各論ではあくまで円売り誘発的な性格の話が多いことを忘れるべきではない。短期的な視点と長期的な視点を切り分けて考えたいところではある。

～デジタル赤字は何も言わなくて良かったのか・・・～

なお、トランプ大統領は兎にも角にも「米国の貿易赤字を是正したい」という主張を隠さなかったが、片や日本はデジタル赤字という形で多額のサービス赤字を被る状態にある。今回、この点については何ら日本側からダメージコントロールを図るようなアクションは無かった。具体的に何が出来たのかについて、筆者に対案があるわけではないものの、その辺りに一抹の気持ち悪さは感じる。もちろん、現状程度のサービス赤字であれば、そのような点まで初回の日米首脳会談に求めるのは高望みし過ぎなのかもしれない。そもそも OECD 加盟国を含む約 140 の国・地域が 2021 年に導入で合意したデジタル課税交渉から離脱を宣言しているトランプ政権の時代にその話を持ち出しても、徒労に終わることは目に見えている。しかし、首脳会談の度に、先方の要求ばかりがヘッドラインに掲げられるような展開も決して健全ではなく、円安是正に繋がるような交渉テーマも今後出てくることを期待したいところである。

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に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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html （Archives） http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年2月7日	週末版（円高の背景整理～その持続性を疑う～）
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版（ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～）
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年12月分）
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「プラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版（日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～）
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年11月分）
	週末版（ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～）
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版（流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～）
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版（史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～）
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年10月分）
	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
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
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～思い出される糊代論と今後～
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	日銀の自然利子率推計について～「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