

# ドル円・東アジア通貨為替見通し ～定着しつつある円安、その要因は？～

2024年6月

## みずほ銀行

金融市場部

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

TEL：+81-3-3242-7065

E-mail：takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

ともに挑む。ともに実る。

**MIZUHO**

The Mizuho Bank logo consists of the word "MIZUHO" in a bold, blue, sans-serif font. Below the text is a stylized red and blue wave graphic that curves under the letters.

G3通貨・新興国通貨に関する相場情報を中心に毎日更新中

<https://www.mizuhobank.co.jp/forex/report.html>

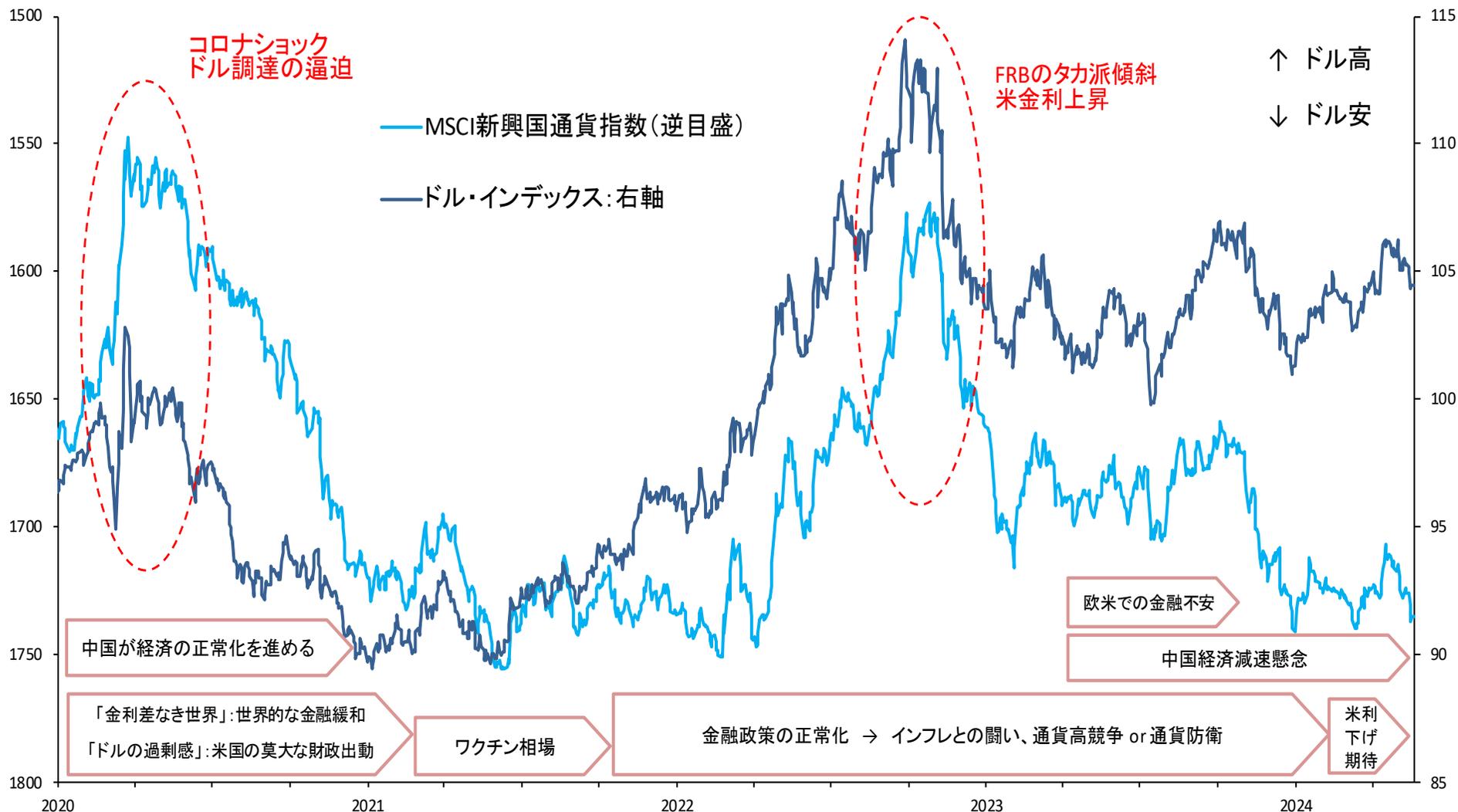
<https://www.mizuhogroup.com/bank/insights/exchange> (English)

レポート	レポート作成日	更新頻度
▶ <a href="#">みずほCustomer Desk Report</a>	5月10日	毎営業日
▶ <a href="#">みずほマーケット・トピック</a>	5月9日	週数回
▶ <a href="#">今週の為替相場見通し</a>	5月7日	毎週月曜日
▶ <a href="#">エマージングマーケットマンスリー</a>	5月1日	月初3営業日以内
▶ <a href="#">エマージングマーケットウィークリー</a>	5月2日	毎週金曜日
▶ <a href="#">IMM通貨先物のポジション動向</a>	5月7日	毎週月曜日
▶ <a href="#">みずほディーラーズアイ</a>	5月1日	月初3営業日以内
▶ <a href="#">中期為替相場見通し</a>	5月1日	毎月末
▶ <a href="#">対外・対内証券投資の動向</a>	4月8日	月一回
▶ <a href="#">本邦企業が関係するクロスボーダーM&amp;Aの状況</a>	4月2日	四半期
▶ <a href="#">通貨ニュース</a>	5月10日	不定期
▶ <a href="#">海外拠点レポート</a>	随時	随時

その他の現地からの中国関連情報等は[中国情報](#)からご覧ください。

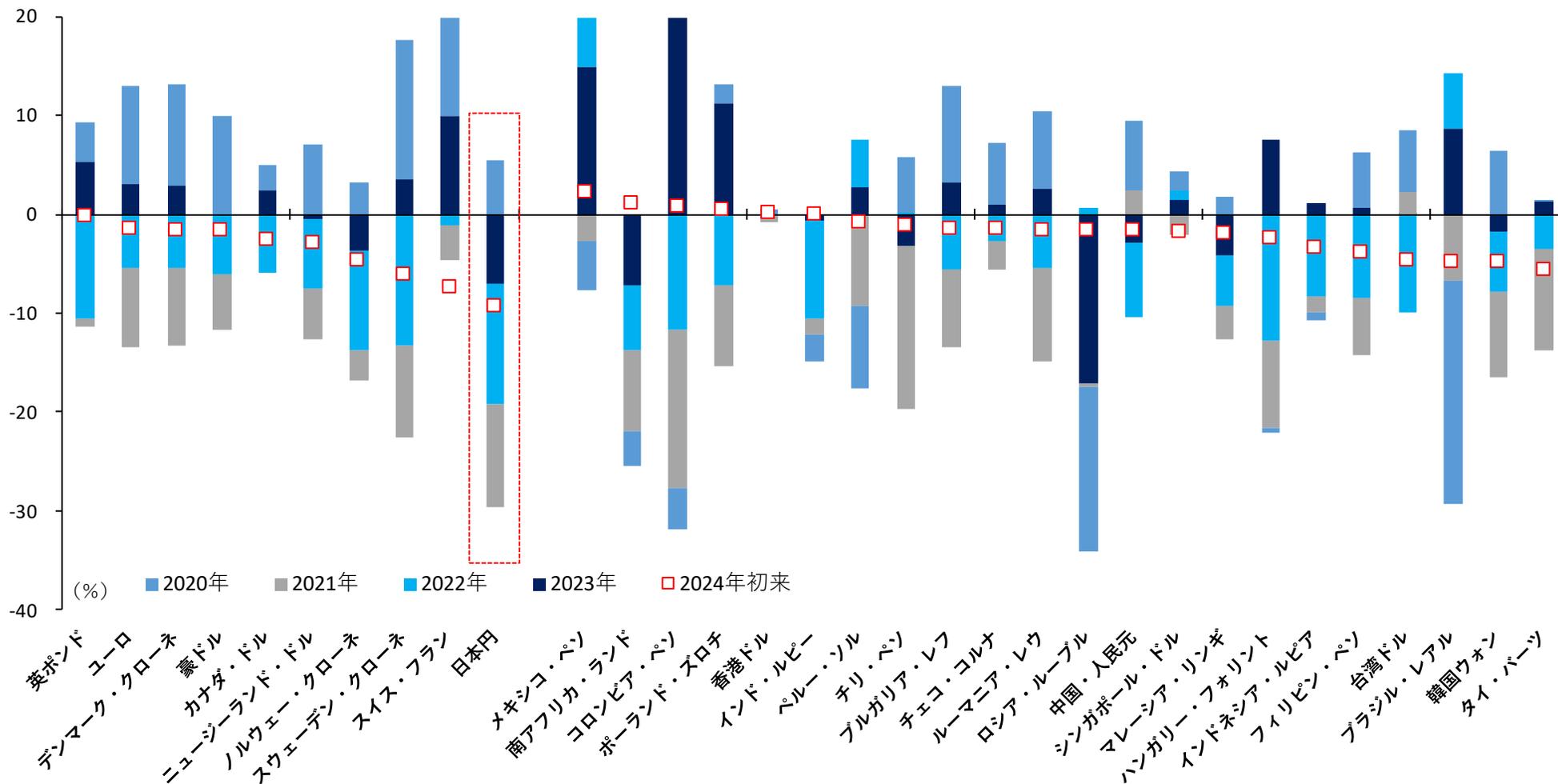
Weekly Economic Reportは廃止致しました。関連情報はみずほリサーチ&テクノロジーズの調査レポート「[MHRT Global Watch](#)」をご覧ください

## ドルインデックスと新興国通貨インデックス



(出所):ブルームバーグ、みずほ銀行

## 各通貨の対ドルパフォーマンス



2024年5月17日時点

(出所):ブルームバーグ、みずほ銀行

## ポイント：通貨高に怯えてきた円相場は過去の話に？

### 【各通貨ごとのポイント】

【ドル】FRBは利下げ路線を維持も後ろ倒しが濃厚。早くとも年後半以降の実施か

【ユーロ】FRBより早期の利下げがほぼ確実に。年央にかけ対米金利差は拡大へ

【円】需給・金利共に買う理由乏しく。**貿易赤字国として迎える利下げの震度は？**  
**「Fedが利下げしてもこの程度の円高」を知る年になる。押し目買いがあってもその**  
**タイミングは短い**

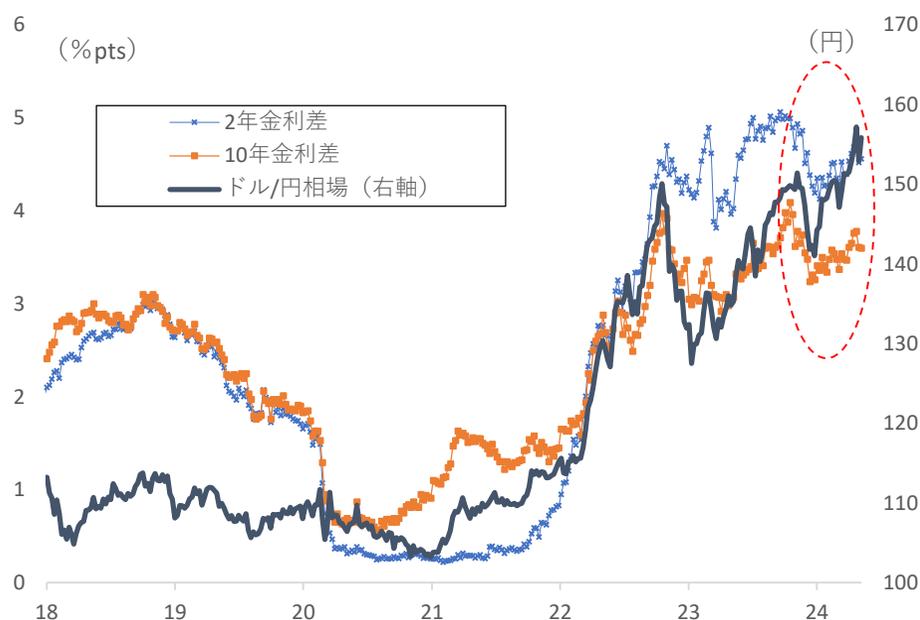
### G3為替相場見通し（5月1日公表値）

	2024年 1～4月（実績）	2024年 5～6月期	7～9月期	10～12月期	2025年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	140.80 ～ 160.24 (157.74)	154 ～ 161 (158)	152 ～ 159 (156)	154 ～ 162 (159)	155 ～ 165 (162)	157 ～ 167 (164)
ユーロ/ドル	1.0601 ～ 1.1046 (1.0662)	1.04 ～ 1.09 (1.05)	1.03 ～ 1.09 (1.07)	1.02 ～ 1.08 (1.06)	1.03 ～ 1.09 (1.07)	1.03 ～ 1.09 (1.07)
ユーロ/円	155.10 ～ 171.60 (168.20)	165 ～ 172 (166)	162 ～ 170 (167)	165 ～ 174 (169)	166 ～ 175 (173)	167 ～ 177 (175)

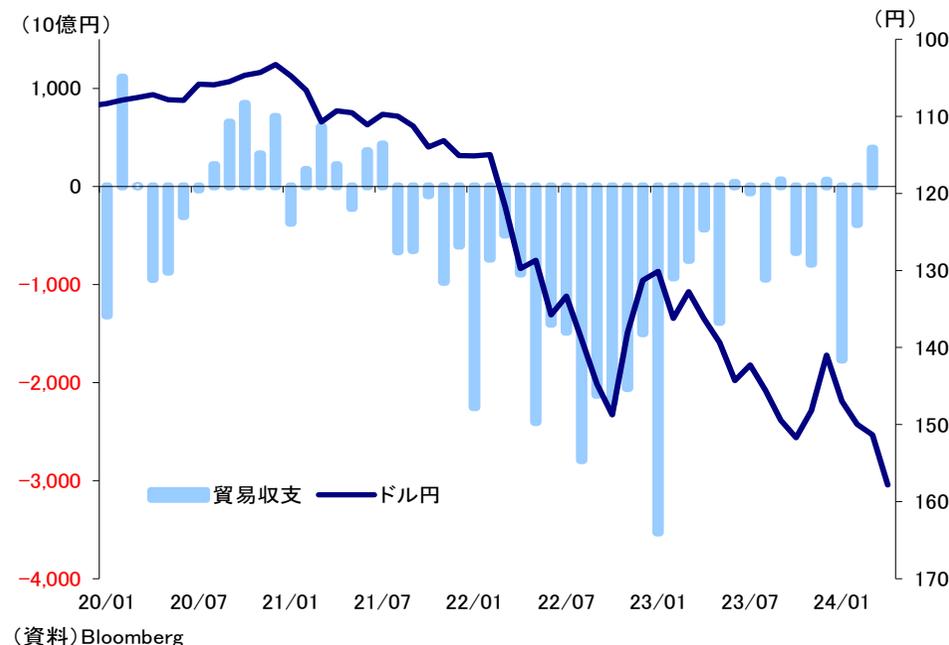
(注) 1. 実績の欄は4月30日までで、カッコ内5月1日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照  
 3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

- 過去3年の「弱い円」の背景には、諸外国との金利差拡大や円の需給環境の大崩れがあった。前者に関する議論は従前からされてきたが、それだけで足許の円安相場を説明するには限界がある
- 現在、円が直面する最大の問題は「外貨が取りにくくなっている」という事実。日本は最早貿易黒字を稼げる国ではなく、サービス収支も悪化傾向。経常収支の唯一の黒字項目である第一次所得収支黒字はその多くが円転を期待出来ず、海外に滞留していることが予想される。
- この他、新NISA開始に伴う家計部門の円売りもあって、円の強みであった需給構造にも着実に変化が生じている

## ドル/円相場と日米金利差



## 貿易収支とドル/円相場



- 4～5月FOMCは現状維持を決定。パウエルFRB議長会見では「利上げの可能性は低い」と明言され、インフレの粘着性に対する一手は利上げではなく、利下げ見送りが基本線となった
- ただし、声明文では足許のインフレ鈍化の遅れを強調する文言が追加されており、3月会合時点でのドットチャートでの想定（年3回利下げ）通りにはならなさそうだ。ハト派的に見ても、利下げは「9月に1回、12月に1回」というのが無難な想定に思える

## FOMCメンバーによるドットチャート（％）

## FRBによる経済・物価見通し（24年3月時点、前年比％）

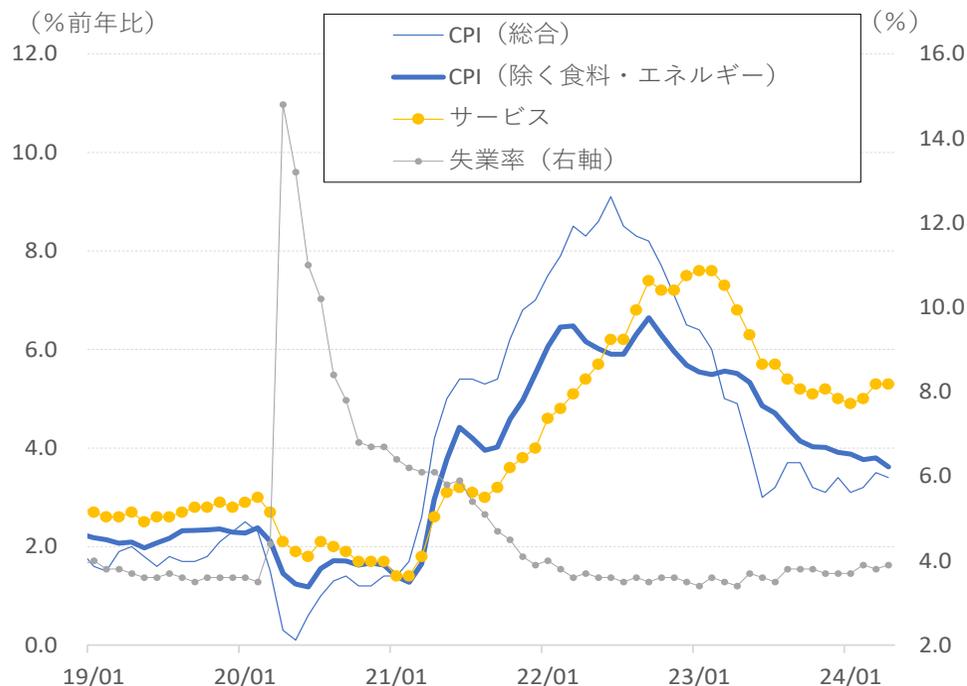


	2024	2025	2026	長期見通し
実質GDP成長率 (12月時点)	2.1 (1.4)	2.0 (1.8)	2.0 (1.9)	1.8 (1.8)
失業率 (12月時点)	4.0 (4.1)	4.1 (4.1)	4.0 (4.1)	4.1 (4.1)
PCEインフレ率 (12月時点)	2.4 (2.4)	2.2 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (12月時点)	2.6 (2.4)	2.2 (2.2)	2.0 (2.0)	

(資料) FRB

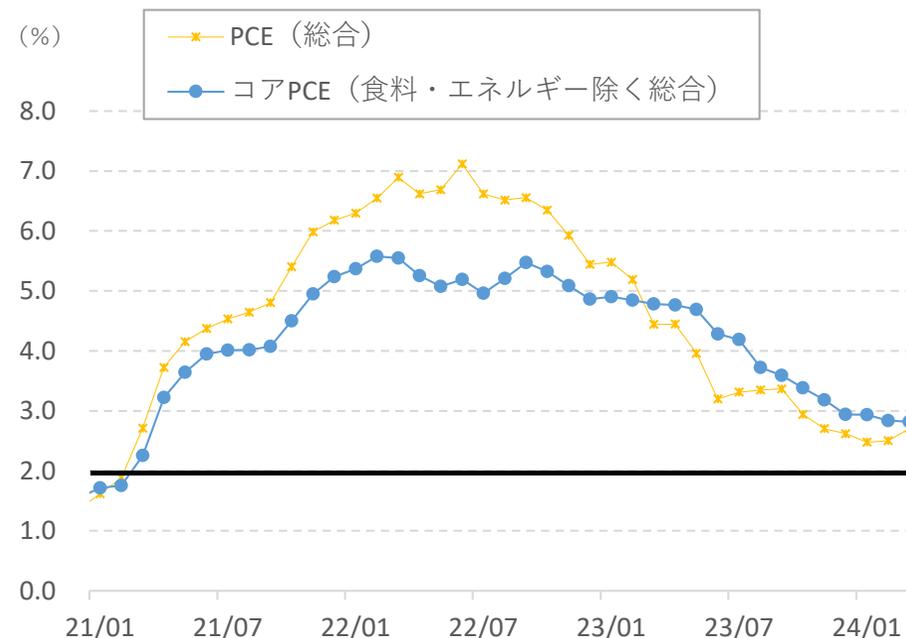
- 4月の消費者物価指数（CPI）は前月比+0.3%と3月から伸びが鈍化。インフレ減速に向け悪材料でなかったと言える一方、コアCPIは前月比年率+3.6%、家賃除くコアサービスベースは同+5.2%と+2%を大きく上回る状況
- PCEデフレーターを確認すると、前年比ではある程度鈍化が継続している。前月比の伸びの強さは、遡及改定に伴うもので、これもFRBの利下げ路線の維持をサポートした可能性も

## 米CPI



出所: Macrobond、みずほ銀行

## 米PCEデフレーター（前年比）

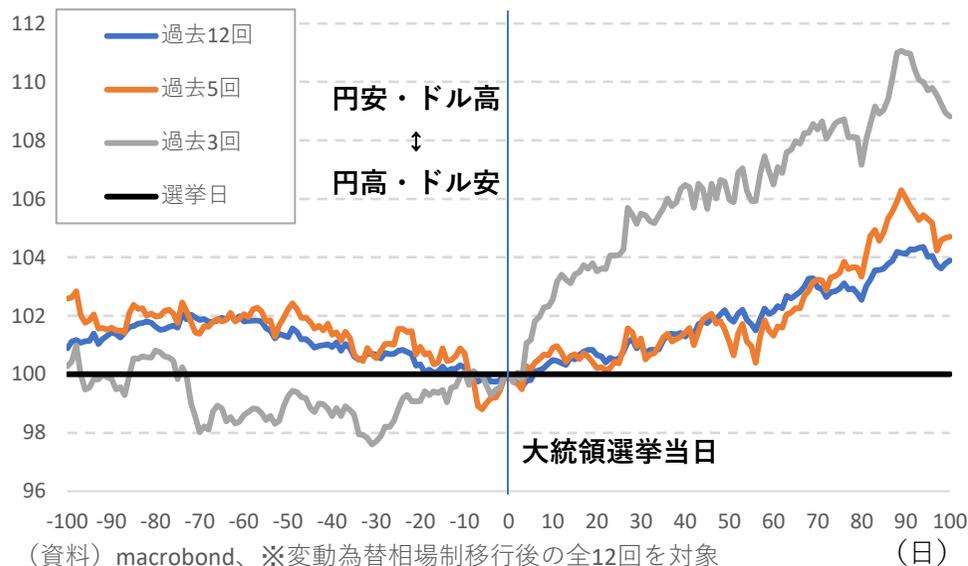


出所: Macrobond、みずほ銀行

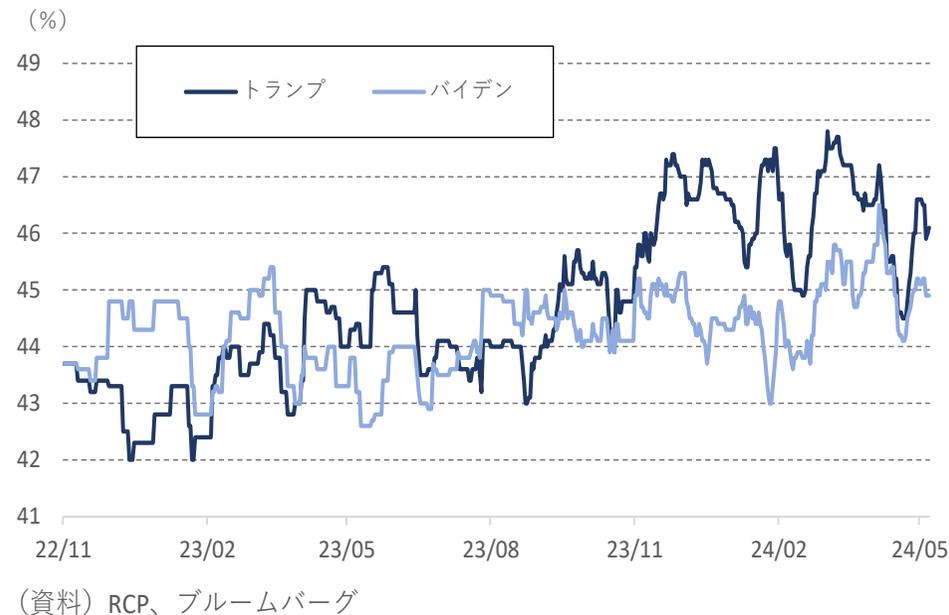
- 年後半から来年に向けて金融市場の大きなトピックとなる米大統領選挙。大統領選挙日前後の100日間を対象として値動きを見ると、「選挙前はややドル安・円高、選挙後はドル高・円安」という傾向が見られる
- 次期大統領の支持率ではトランプがややリード。トランプ再任によって保護主義路線が強まれば、米国への資本回帰が想起される。米中対立、特に貿易紛争が意識されるようであれば、リスクオフの観点からUSDの追い風に、CNY・EURや新興国通貨にとっては逆風となりやすい

## 米大統領選挙前後のドル/円相場

(選挙日=100) 米大統領選挙前後 (※) のドル/円相場

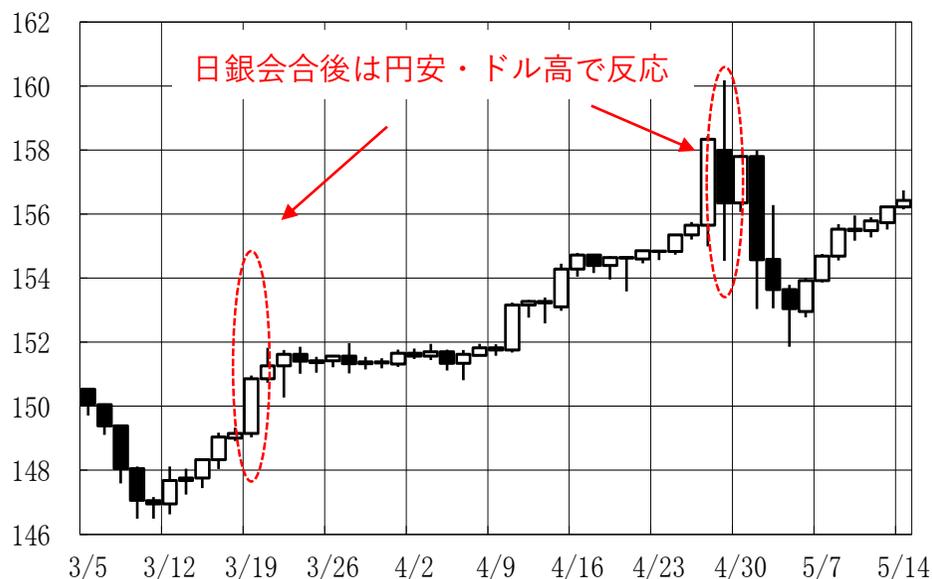


## 2024年大統領選挙支持率



- 3月日銀会合ではマイナス金利解除やイールドカーブコントロール（YCC）の撤廃を決定。もっとも、本決定を前に日銀関係者の発言から市場の織り込みが進んでいた。加えて、植田総裁の会合後の発言から、3月日銀会合の段階では追加引き締めの可能性が公にほぼ否定された
- このため、マイナス金利解除は「日銀発の円買い材料は出尽くし」という合図ともとれ、会合後のドル/円相場はむしろ上昇した。以降は日銀が随所で追加利上げの可能性を示唆する格好に
- 4月日銀会合は現状維持を決定。市場では金融引き締めを催促する投機的な円売りが発生し、ドル/円は一時160円台へ。以降の日銀会合でもこうした動きは警戒される

## 日銀会合前後のドル/円相場



## 4月日銀会合の概要

### 声明文・展望レポート

- 無担保コール翌日物金利を0-0.1%程度に据え置き
- 経済物価の見通しが実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになる
- **当面、緩和的な金融環境が継続する**
- これまでと同程度の国債購入継続するとの文言を声明から削除
- 物価の見通し、24年度は上振れリスクの方が大きい

### 植田総裁会見要旨

- 金融政策運営は先行きの経済・物価・金融情勢次第
- 経済物価が日銀の見通しと整合的に推移すれば、追加利上げを検討する
- 見通し期間後半にかけて目標達成するなら、概ね中立金利水準に
- 春闘は常に重要なマクロ経済変数であり、今後もそう
- **来年の春闘の状況が予想できれば、もっと手前で判断できる**
- 24年度物価見通し上振れ、**一部円安の影響も含まれている**
- 基調的な物価に円安は今のところ大きな影響出していない
- **為替が基調的な物価に影響を及ぼすという予想ができれば、利上げ判断をする**
- 将来どこかの時点で国債買い入れ減額、今も同じ考え
- **国債買い入れは政策手段ではない**

- 日銀の「為替との戦い」が注目される中、日銀は金利上昇か通貨安のいずれかを容認する選択を迫られている。直近では国債買い入れオペ減額が注目されており、段階的ながら長期金利は上昇
- また、FRBのタカ派姿勢が長期化しさらに円が売り込まれれば、追加利上げも視野に入る。その場合は、予想以上の「第一の力（円安や資源高により生じる輸入物価上昇）」により、「第二の力（物価上昇の賃金への転嫁）」がさらに進展する、といった建前が必要になるだろう
- 資源高と円安の併発により、今後実質所得環境が悪化すれば「スタグフレーション」に至る可能性も。円安を修正する必要性から、日銀が利上げを検討するルートも想定シナリオの1つに

## 円長期金利とドル/円の推移



## 4月会合における展望レポート

### 日銀政策委員の大勢見通し

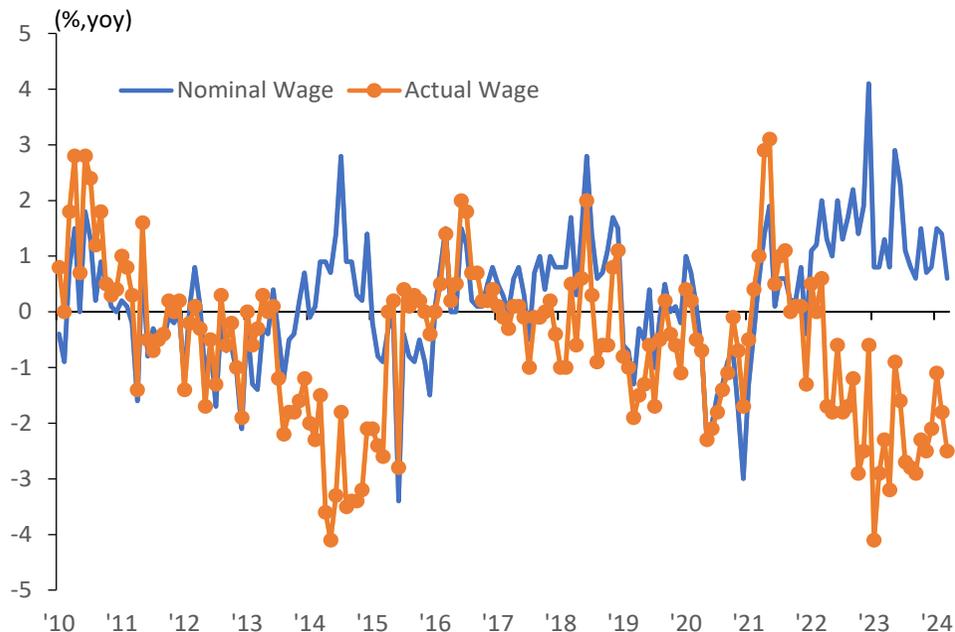
(前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023年度	1.3~1.4 <1.3>	2.8	3.9
1月時点の見通し	1.6~1.9 <1.8>	2.8~2.9 <2.8>	3.7~3.9 <3.8>
2024年度	0.7~1.0 <0.8>	2.6~3.0 <2.8>	1.7~2.1 <1.9>
1月時点の見通し	1.0~1.2 <1.2>	2.2~2.5 <2.4>	1.6~2.1 <1.9>
2025年度	0.8~1.1 <1.0>	1.7~2.1 <1.9>	1.8~2.0 <1.9>
1月時点の見通し	1.0~1.2 <1.0>	1.6~1.9 <1.8>	1.8~2.0 <1.9>
2026年度	0.8~1.0 <1.0>	1.6~2.0 <1.9>	1.9~2.1 <2.1>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行

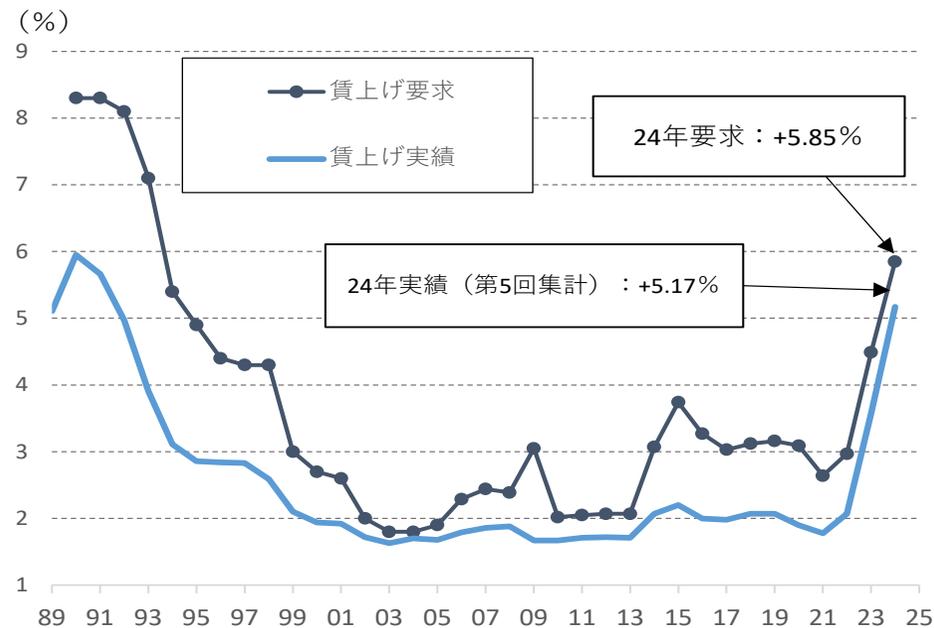
- 春闘集計結果（第5回）の結果は、+5.17%と要求水準の+5.85%を下回ったものの、33年ぶりの高水準を記録。もっとも、賃上げ率は大企業－中小企業（100人未満）では+1%pts程度の差が出ている状況
- 各種予測を見る限り、24年は「名目賃金は伸びる一方、インフレは鈍化」が期待できる年である。その中で、日銀の正常化進展も考えられなくはないが、24年度前半は実質賃金マイナスが続くこと、25年度以降の名目賃金上昇は確約されていないことには注意が必要

## 本邦の賃金動向



(出所)：ブルームバーグ、みずほ銀行

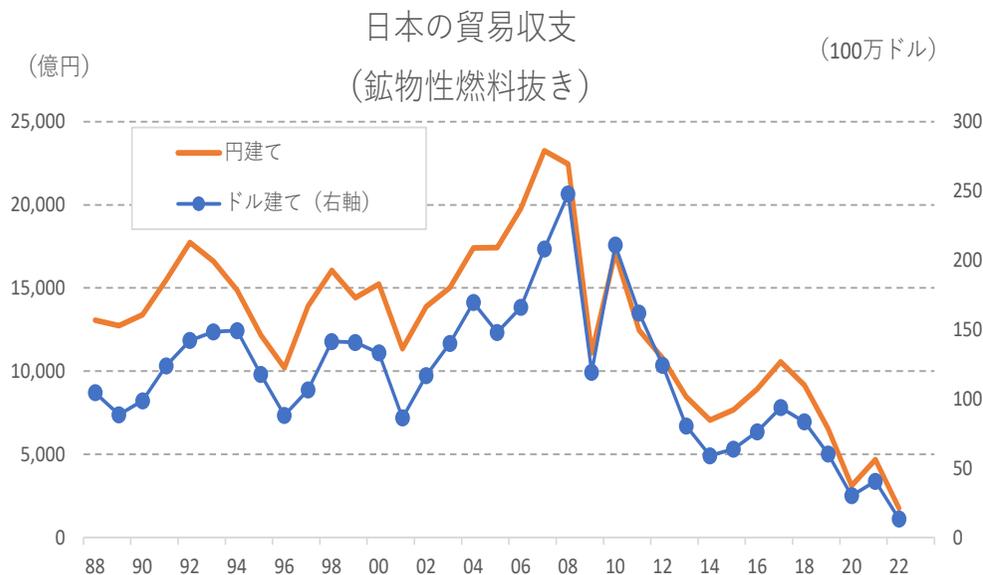
## 春闘での賃上げ動向



(出所)：Macrobond、みずほ銀行

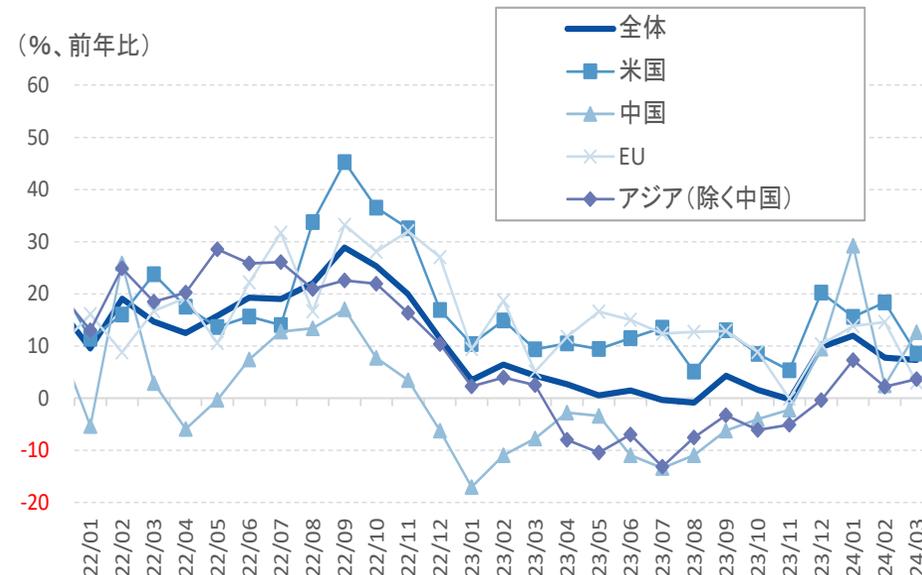
- 1～3月期の本邦貿易収支は▲1兆7780億円の赤字。貿易収支は昨年、一昨年と比較して改善傾向だが、「鉱物性燃料抜き」で貿易収支は悪化傾向にある
- 「中国向け輸出の減少」は日本の貿易を考える上では大きなテーマ。輸出に占める中国の割合は90年の約2%から20年には約20%へ10倍に膨れ上がったが、近年はピークアウト。中国やロシアとの経済取引を断つ流れは続けば、中国向け輸出の落ち込みは輸出全体に影響することも

## 鉱石性燃料を除いた貿易収支



(資料) INDB, Bloomberg

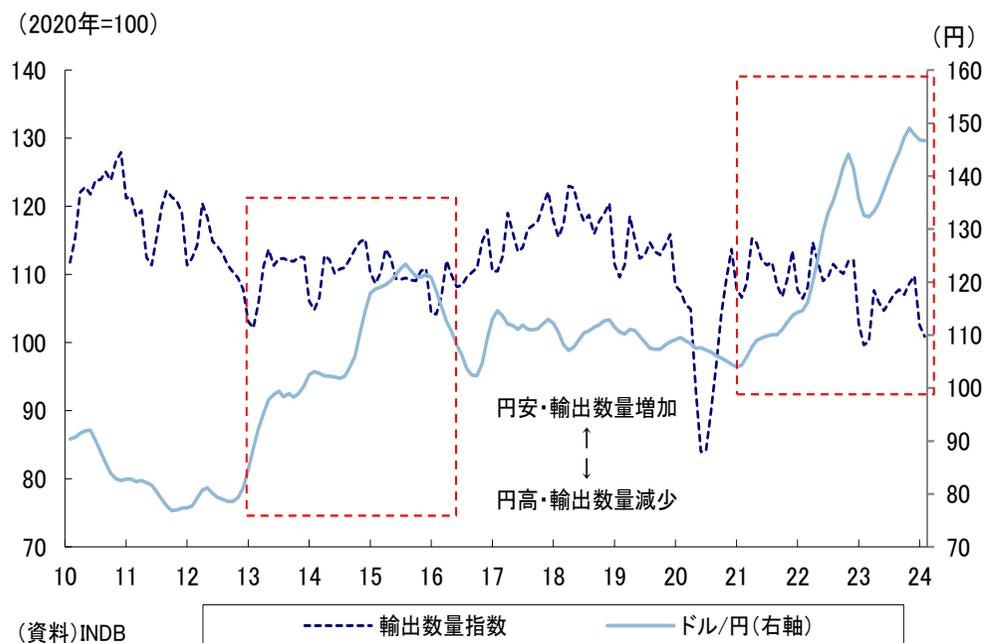
## 日本の国別の輸出実績



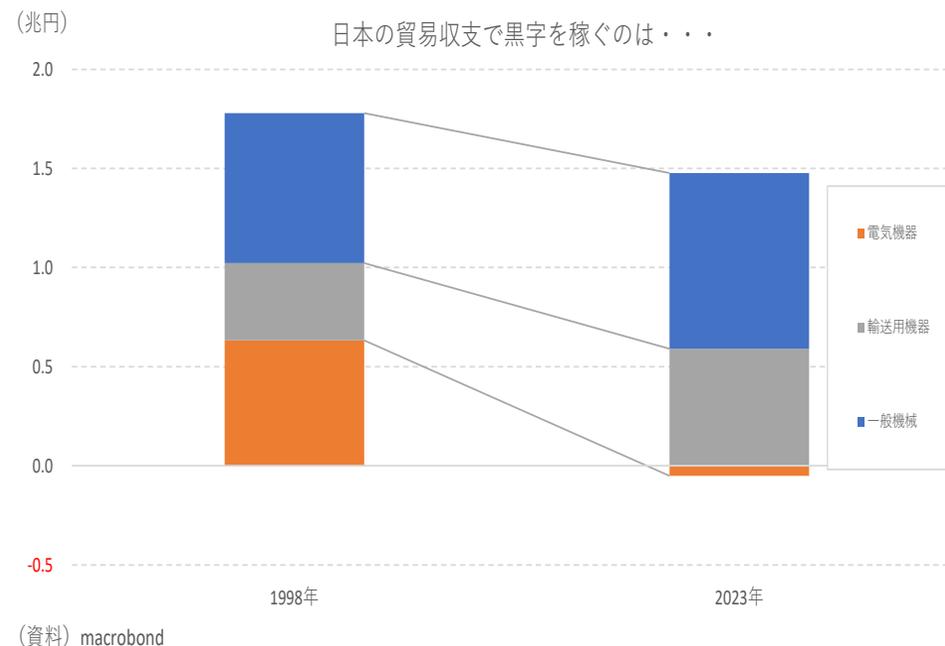
(資料) macrobond

- 過去の円安局面では、円安が輸出環境の改善に繋がり、輸出が増加することで実需の円買いが発生し、行き過ぎた円安が解消されるという、言わば円安調整サイクルがあった
- 風向きが明確に変わってきたのが2010年代であり、円安に振れるタイミングがあっても輸出数量が増加することはなくなった。最早貿易黒字を稼げる分野が輸送機器と一般機械など一部に限られ、他は海外から輸入する構造にシフトしている

## ドル/円相場と輸出数量の推移（3か月移動平均）

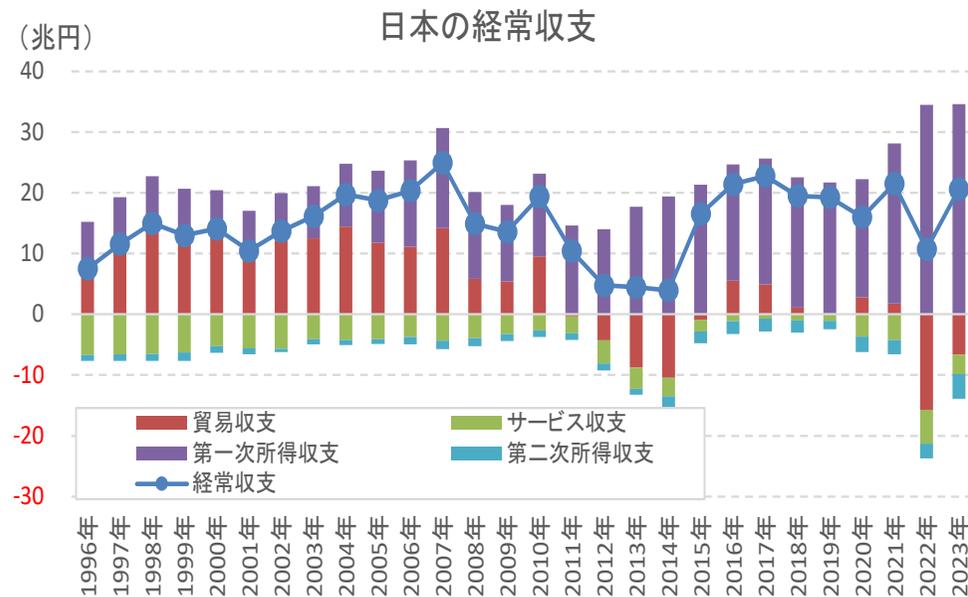


## 本邦貿易収支の分解



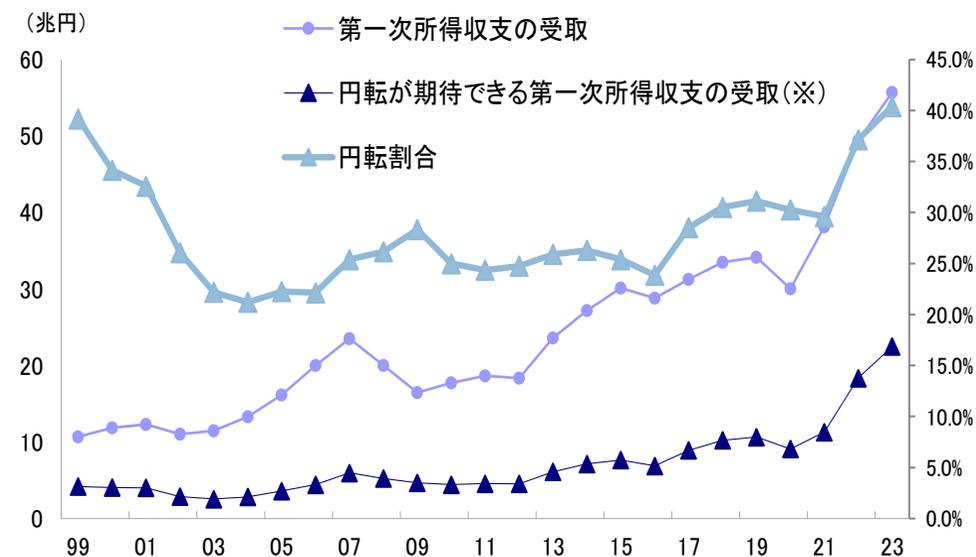
- 貿易黒字が消滅した現在、経常収支の黒字項目は第一次所得収支のみ
- 第一次所得収支とは対外保有資産から生じる利子・配当金等の収支状況を示すが、第一次所得収支（受取）は外貨のまま再投資される場合が多く（≒為替取引が発生しにくい）、貿易取引と比較して円買い需要に直結しにくい
- 近年では直接投資、再投資収益の比率も高まり、対外直投で出て行った円は「戻らない円」として存在感が高まっている

## 日本の経常収支



(資料)財務省

## 第一次所得収支（受取）の円転需要イメージ

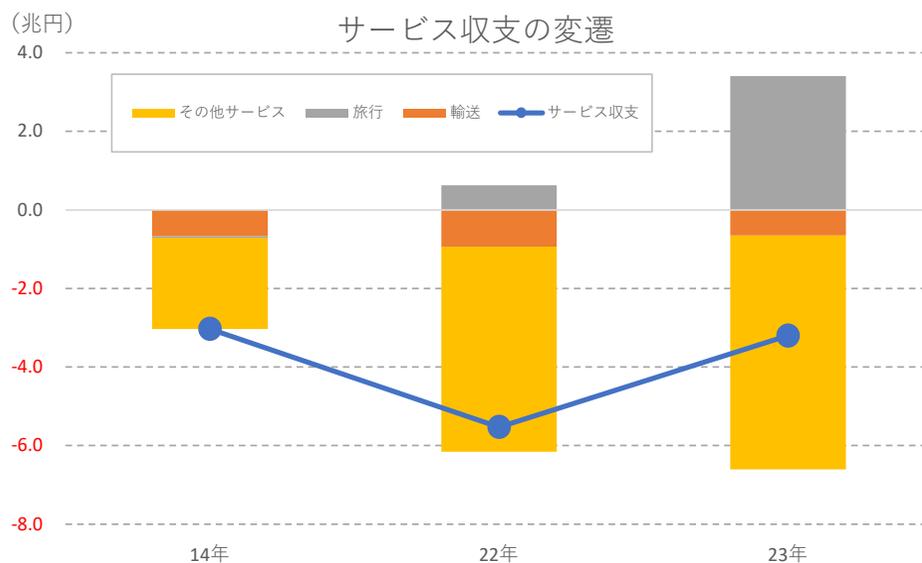


(資料)日本銀行

※第一次所得収支の受取から「再投資収益および債券利子」を控除したもの

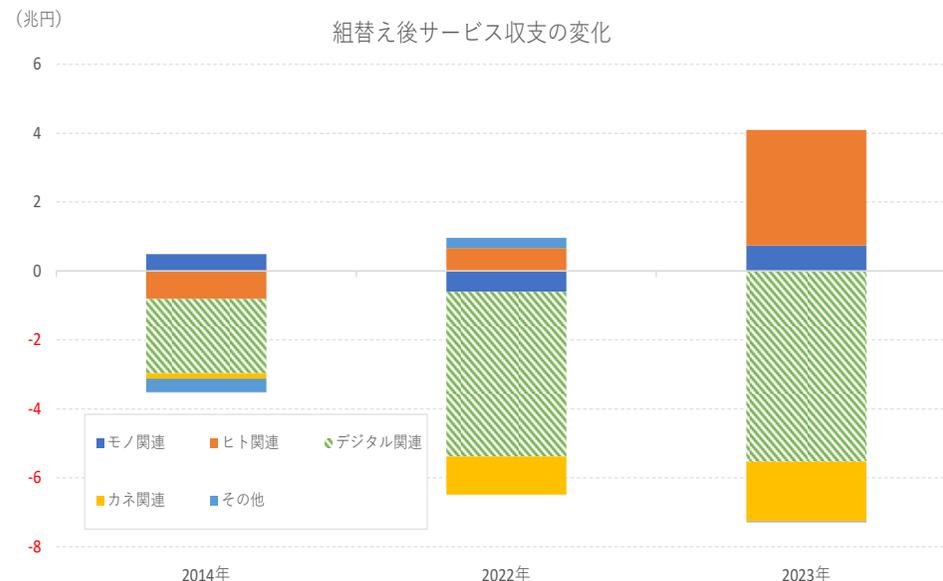
- サービス取引の国際化に合わせて、サービス収支の動向は近年重要性が増している
- 旅行収支黒字とその他サービス収支赤字の2項目の金額が大きく、その主体に分けて整理してみると「肉体労働 vs. 頭脳労働（ヒト vs. デジタル）」の構図となっている
- 今後を展望すれば、圧倒的に肉体労働が不利。旅行収支の基盤となる宿泊・飲食サービス業は史上最悪の人手不足に直面しており、インバウンド需要を捌くだけの労働供給には限界がある
- 片や、クラウドサービスなどを含むコンピュータサービスやコンサルティングサービスなどの頭脳労働は基本的に供給側の価格設定に従う側面が強く、赤字拡大は今後も十分想定される

## サービス収支の変遷



(資料) macrobond

## サービス収支の主体別の受取・支払状況



(資料) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」を元に筆者作成

- 過去20年ほどで家計部門における外貨性の金融資産割合は緩やかながら着実に上昇
- 岸田政権が掲げる資産運用立国化の裏で、家計部門の「円から外貨」へのシフトは為替見通し上でも重要に

## 本邦家計部門の金融資産構成

本邦家計部門の金融資産構成(2023年9月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	2,121.2	100.0
外貨性	74.3	3.5
外貨預金	6.7	0.3
対外証券投資	25.9	1.2
投資信託	41.7	2.0
円貨性	2,047.0	96.5
現預金(外貨預金を除く)	1,106.3	52.2
国債等	28.0	1.3
株式・出資金	272.9	12.9
投資信託(外貨部分を除く)	65.2	3.1
保険・年金準備金	539.1	25.4
預け金など	35.6	1.7

本邦家計部門の金融資産構成(2000年3月末)

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	1,401.1	100.0
外貨性	13.2	0.9
外貨預金	3.1	0.2
対外証券投資	4.7	0.3
投資信託	5.3	0.4
円貨性	1,387.9	99.1
現預金(外貨預金を除く)	741.6	52.9
国債等	50.6	3.6
株式・出資金	138.3	9.9
投資信託(外貨部分を除く)	52.2	3.7
保険・年金準備金	369.9	26.4
預け金など	35.3	2.5

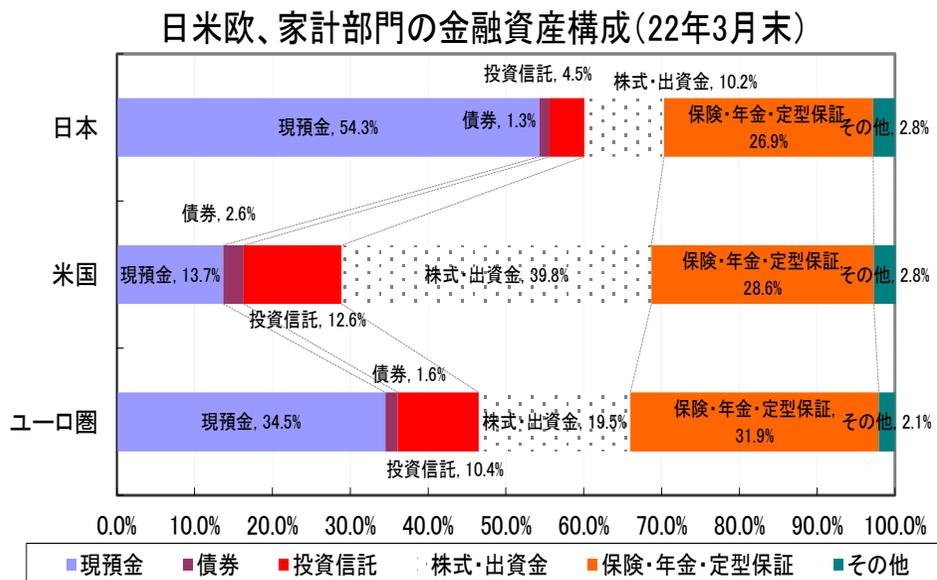
2000年3月末から2023年9月末にかけての変化

	金額(兆円)	構成比(%)
総資産	720.1	
外貨性	61.1	2.6
外貨預金	3.6	0.1
対外証券投資	21.2	0.9
投資信託	36.4	1.6
円貨性	659.0	▲ 2.6
現預金(外貨預金を除く)	364.7	▲ 0.8
国債等	▲ 22.6	▲ 2.3
株式・出資金	134.5	3.0
投資信託(外貨部分を除く)	12.9	▲ 0.7
保険・年金準備金	169.2	▲ 1.0
預け金など	0.3	▲ 0.8

(資料)日本銀行「資金循環統計」から試算。

- 日本の家計部門の資産構成は現預金に偏っており、資産運用への意欲自体も弱いとされていた
- こうした中で、パンデミックを境に、外貨建て資産への選好がにわかに強まって来ている
- この要因は複数考えられるが、過去3年にわたって続いた急速な円安やインフレの影響で家計部門にも金融資産の目減りを防ぐ動き（キャピタルフライト）の意識が高まり、数字にも現れてきたとも推測できる

## 日米欧の家計部門の金融資産構成



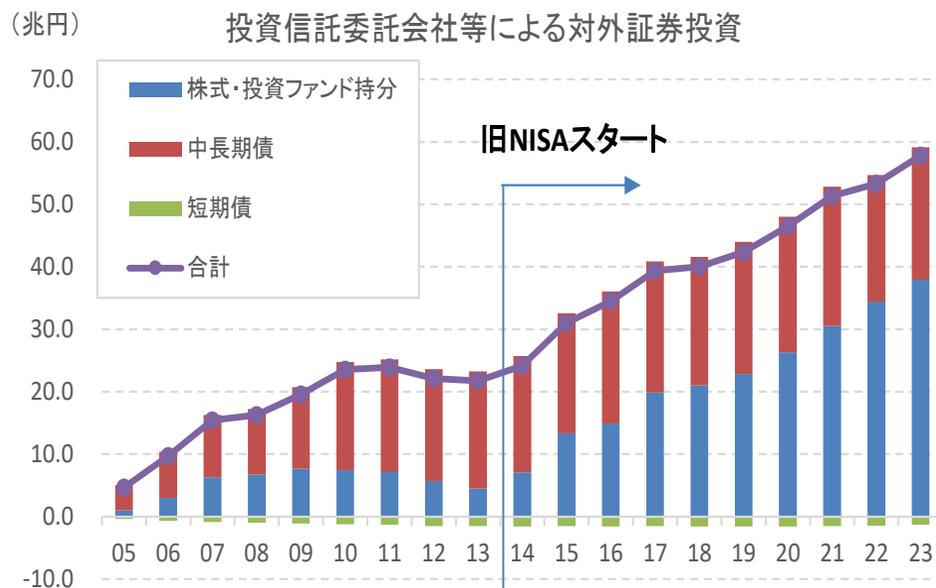
## 投資信託の株式売買



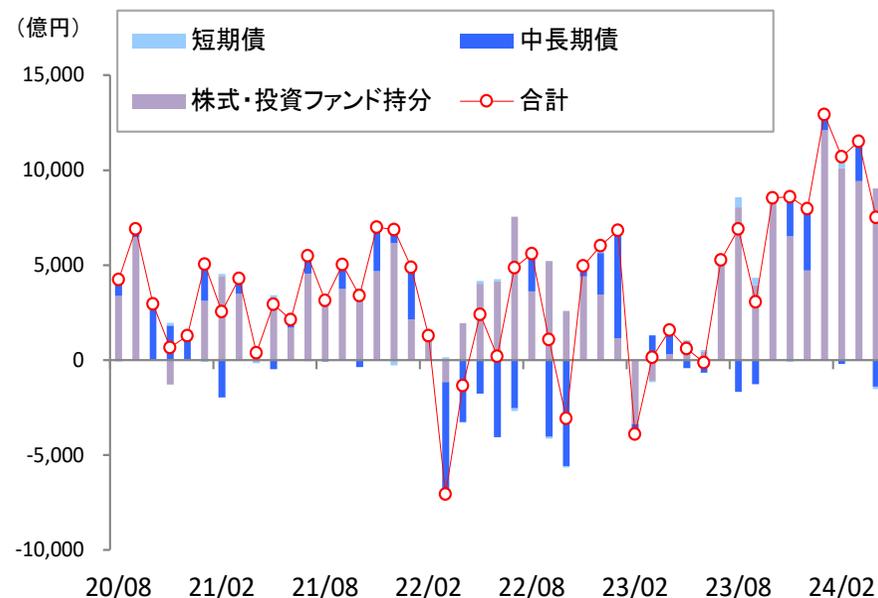
(資料) 投資信託協会、※2024年3月までのデータ。

- 24年からスタートした新NISAの下で家計部門の動きもより大きくなっている。投信経由の対外証券投資（1月分）は1兆2937億円と統計開始以来で最大の買い越しを記録。対外証券投資における「投信の買い」の存在感が高まる
- 今後この規模での買い越しが続く保証はないが、その認識に立った上で試算すると、年間13兆円程度に達する。これは過去と比較して非常に大きい数字。国策の追い風を受けて、機関投資家級の存在として個人投資家の存在が浮上してきた

## 投資信託委託会社等による対外証券投資（左：年間累計、右：単月ベース）



(資料)INDB、※2005年を起点とする累積



(資料)財務省、INDB

- 予測期間において、ドル/円は持ち直すタイミングはあっても、かつての水準には戻らないだろう
- 金利がある程度為替の「方向感」を決めるだろうが、為替の「水準」に関係するのは通貨の需給だろう。これはFRBや日銀の金融政策では十分に説明できない論点

## ドル円/相場の簡易的な要因分解（・は24年のイメージ）

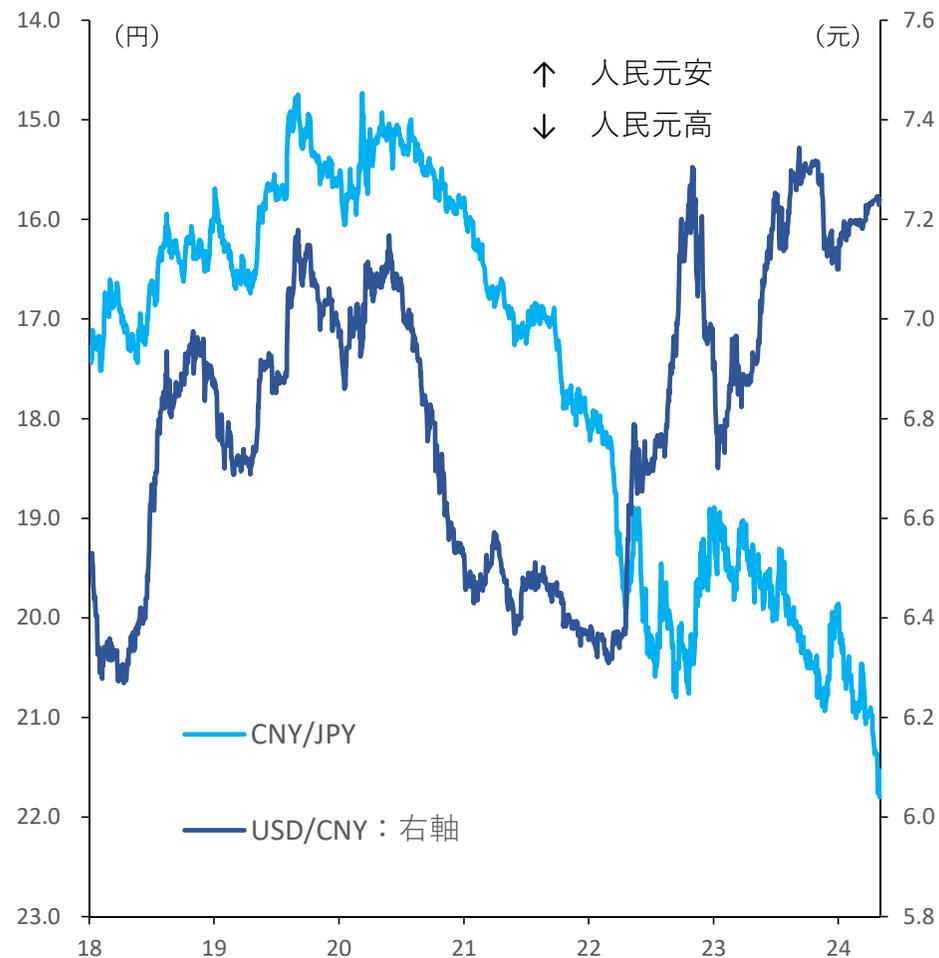
	金利（インフレ、政策金利）	需給（貿易、経常収支）
循環的	<p><u>需給ギャップの変化に伴うインフレ率上下</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・米インフレ率は低下基調を継続</li> </ul> <p><u>中央銀行の金融政策</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・FRBは利下げ局面入りへ</li> <li>・日銀の更なる引き締めはあるか</li> </ul>	<p><u>資源価格動向</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・資源価格は、2022年ほどの過度な高騰は回避へ</li> </ul> <p><u>為替相場</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・家計部門の円売りも存在感を高める中で、果たして円安進展は小康状態となるのか？</li> </ul>
構造的	<p><u>技術革新や人口動態などに伴う潜在成長率の変化</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・日本は少子高齢化とともに低成長が継続</li> </ul> <p><u>移民動向に端を発する労働市場の変化</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・米は移民回復とともに、労働市場は緩和状態へ</li> </ul>	<p><u>グローバル化の前進、後退</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・デギャップリングの流れは継続、資源価格はパンデミック前の比較では高止まりが続く</li> </ul> <p><u>製造業の生産拠点</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・電力問題、人手不足、相次ぐ震災、最終消費地としての魅力の薄さもあり、日本に生産拠点は戻らず</li> </ul> <p><u>モノ、サービスの国際競争力</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・デジタル植民地としての日本の地位は変わらず</li> <li>・旅行収支は堅調も人手不足が課題</li> </ul>

	2024年 1～4月(実績)	2024年 5～6月期	7～9月期	10～12月期	2025年 1～3月期	4～6月期
USD/CNY	7.1021 ～ 7.2473 (7.2411)	7.10 ～ 7.30 (7.25)	7.10 ～ 7.30 (7.20)	7.10 ～ 7.30 (7.15)	7.05 ～ 7.25 (7.10)	7.00 ～ 7.20 (7.05)
USD/JPY	140.82 ～ 160.17 (157.80)	154 ～ 161 (158)	152 ～ 159 (156)	154 ～ 162 (159)	155 ～ 165 (162)	157 ～ 167 (164)
CNY/JPY	19.830 ～ 22.066 (21.77)	21.1 ～ 22.7 (21.79)	20.8 ～ 22.4 (21.67)	21.1 ～ 22.8 (22.24)	21.4 ～ 23.4 (22.82)	21.8 ～ 23.9 (23.26)

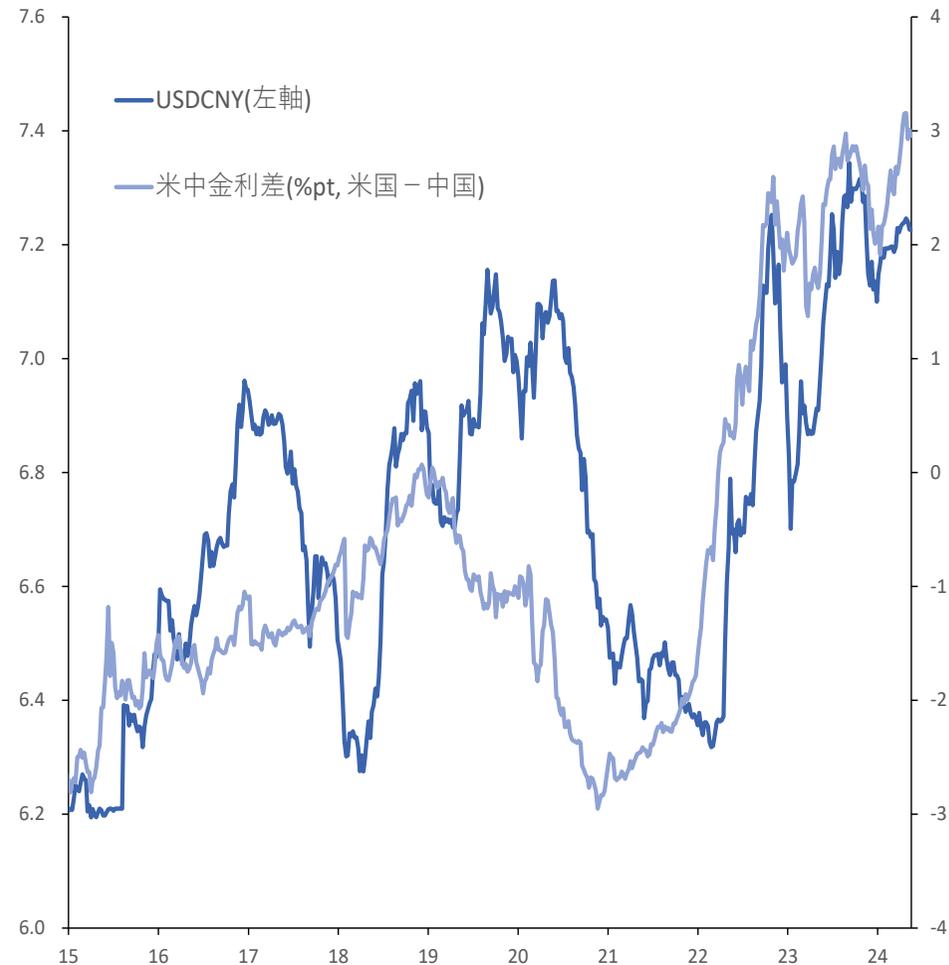
- (注) 1. 実績の欄は4月30日まで。  
 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。  
 3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

テーマ	概要
方向感	当面はドル高に押される展開、相場の持ち直しには景気後退懸念の払拭が条件に
金利	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 24年1～3月期実質GDP成長率は前年同期比+5.3%を記録。個人消費の勢いは減速したが、外需部門の押し上げがカバーした格好に。当局が掲げる+5.0%程度の目標に向けてまずまずのスタートだが、内需減速によるデフインフレや不動産の停滞など課題も残る状況</li><li>・ PBoCは景気支援を優先し金融緩和を継続、国内景気持ち直しが金融政策転換のための必要条件である。その一方で、年後半にはFRBの利下げ開始が期待されることで、米中金利差の縮小がCNY安調整の契機に</li></ul>
実需	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 年初以降、輸出の伸びが一時的に確認されるも、世界的な貿易取引量減少の動きに合わせて貿易黒字は縮小傾向へ。今後も半導体等の輸入減や米国の対中対立の深刻化があるとすれば状況は要見極めに</li><li>・ 中国経済の正常化進展で海外旅行需要が回復してくれば、サービス収支の赤字幅拡大が見込まれる</li><li>・ 23年7～9月期対内直接投資はマイナス圏（流出超）にまで突入した。米中対立に伴うデカップリングやグローバルなデリスキングの潮流は着実に進展しており、諸外国の対中投資への姿勢は一層慎重に</li></ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 足許の景気回復ペース減速を受けて、当局の資金繰り支援を通じた不動産需要の持ち直しが待たれる</li></ul>

## CNY相場



## 対米金利差とCNY相場



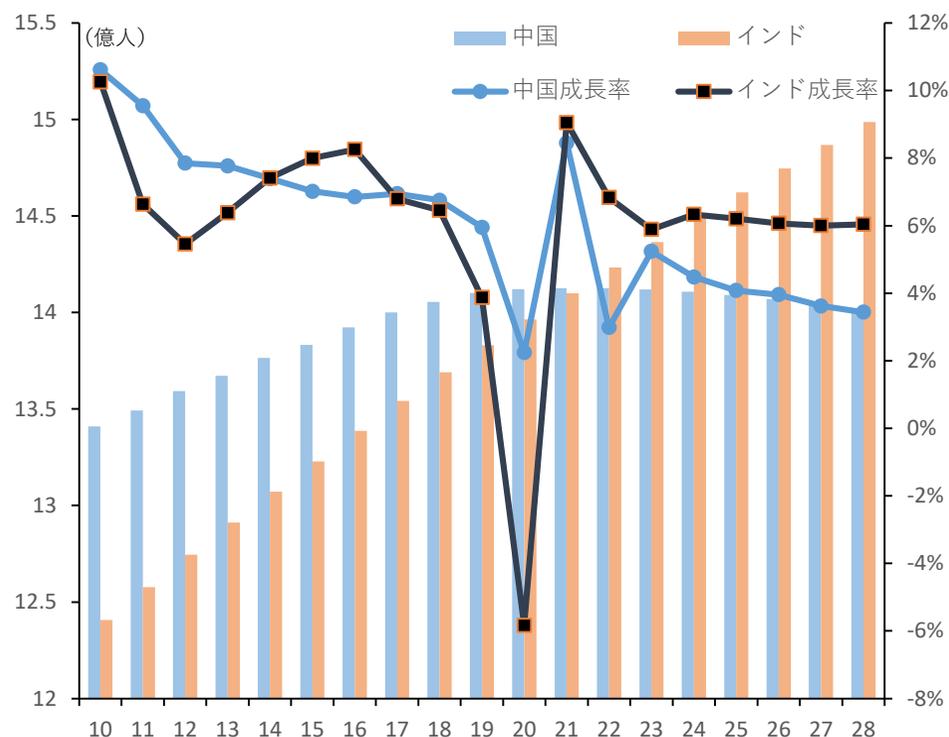
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

USD/CNYの方向感を探る上での諸要因

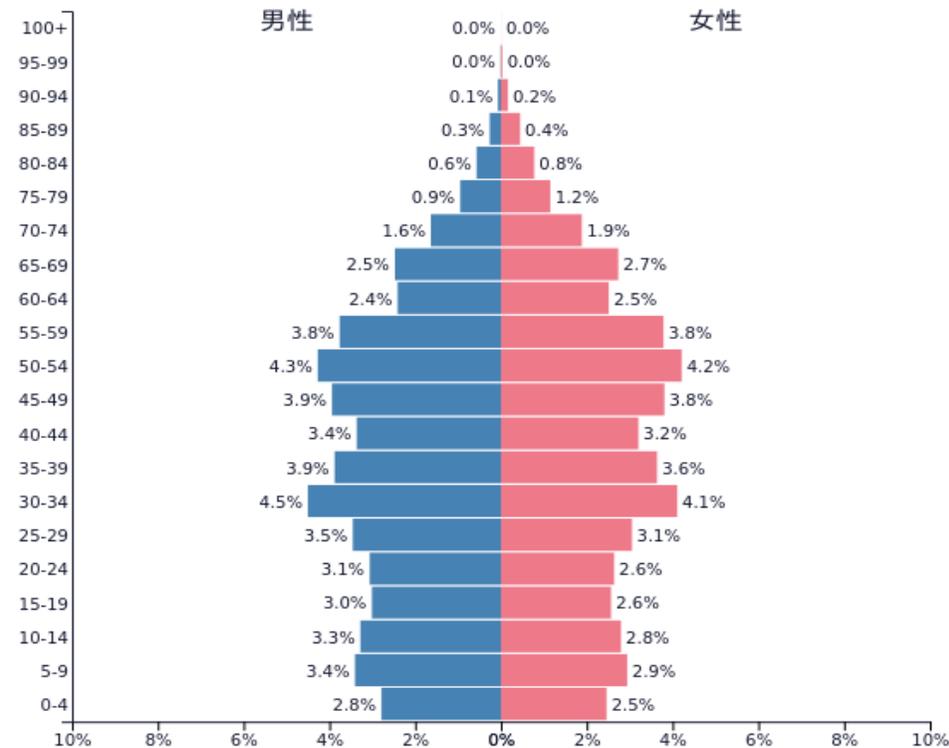
人民元安要因	テーマ	人民元高要因
<p>中国の追加利下げ 危機対応の流動性供給 クレジットリスク</p>	<p><b>金利</b> 債券投資 為替取引</p>	<p><u>米利下げ期待</u> 経済正常化への期待、資金需要の高まり</p>
<p><u>サービス収支赤字の拡大</u> <u>対内直接投資の減速</u> チャイナプラスワン <u>金融市場のリスクオフ</u></p>	<p><b>実需</b> 経常収支 直接投資 証券投資</p>	<p>貿易黒字水準の維持 成長株への証券投資 グローバル債券インデックスへの組入れ</p>
<p>食品価格を中心とする消費者物価の上昇</p>	<p><b>物価</b></p>	<p>資源価格、輸入物価の高騰</p>
<p>米国による対中追加関税・投資規制 <u>米中経済のデカップリング</u> 中国当局による経済・社会の統制強化</p>	<p><b>その他</b></p>	<p><u>当局による人民元サポートの動き</u> 「双循環」の経済発展モデル 人民元の国際化</p>

- 22年に61年ぶりの人口減少を経験し、23年も減少。総人口も遂にインドに世界一の座を明け渡す
- 一人っ子政策緩和以降も出生率減少は続いており、今後急速な少子高齢化社会を迎えることとなる
- これまでの「投資主導」と「労働集約」で高成長を実現した成長モデルの持続は難しい

## 中国とインドの人口推移と成長率（前年比） 予想



## 中国の人口ピラミッド（2021年）



(出所)IMF、みずほ銀行

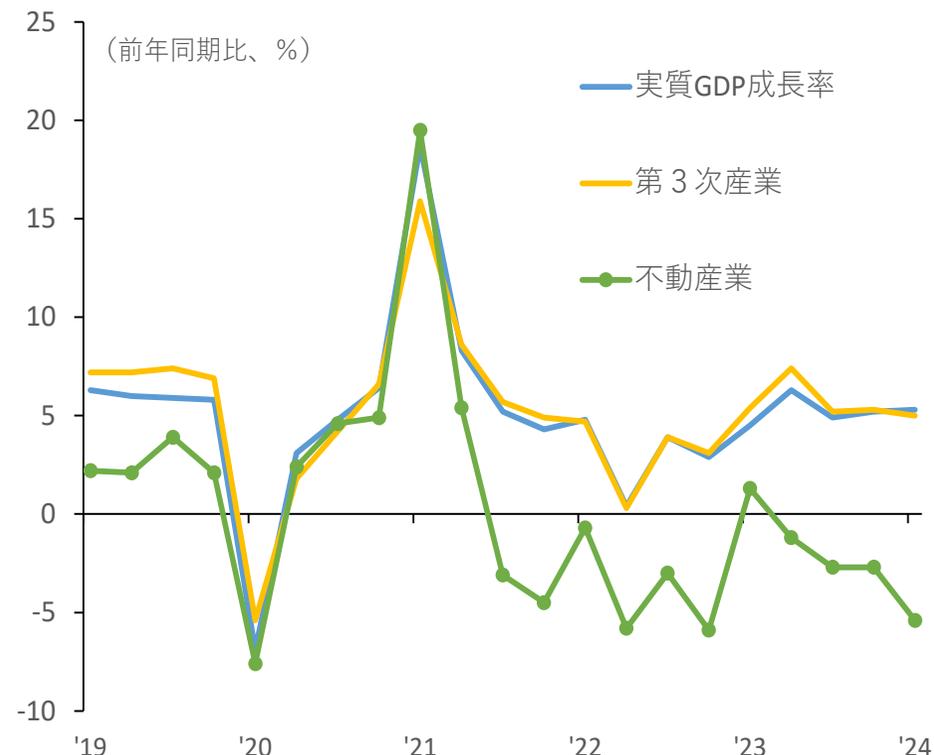
- 24年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.3%を記録し、目標の+5.0%に沿った結果に
- 内訳をみると、前期から内需の寄与度が縮小し、外需に支えられた印象も。また、懸案の不動産業は中国经济回復の足かせとなっている状況は変わらず

## 実質GDP成長率（年初来、前年比、%）



出所：中国国家统计局、CEIC、みずほ銀行

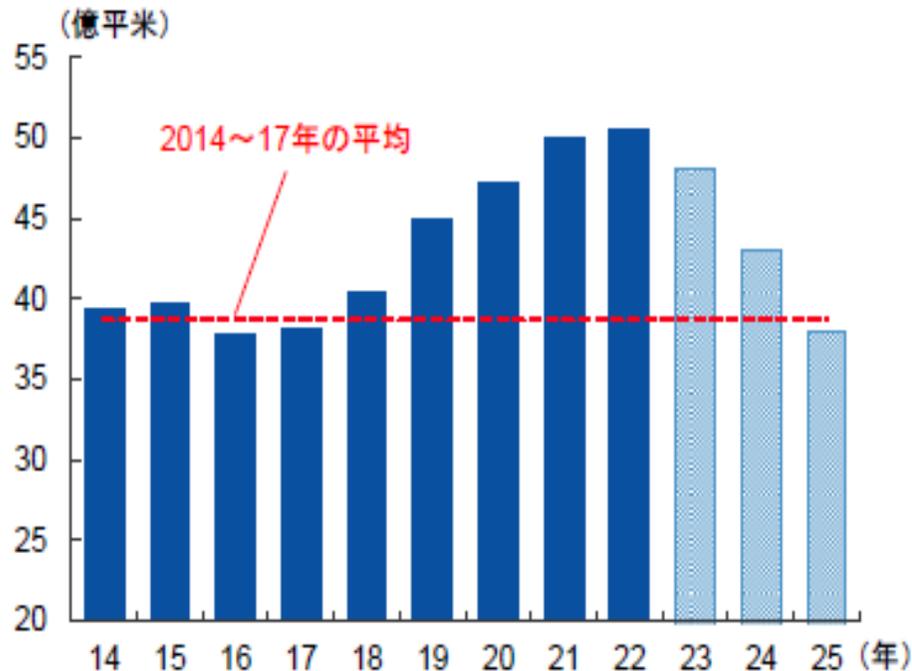
## 実質GDP成長率（業種別）



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

- 住宅の在庫調整は販売低迷を受けて長期化。在庫調整のペースは鈍っており、調整完了の時期は2025年以降に後ズレする公算
- 当局による未完成物件の引き渡し促進や住宅ローン要件緩和などの政策も十分な成果を得られていない状況。政府系企業による売れ残り住宅購入の買い入れ計画を検討、との報道もあるが、銀行のバランスシートの健全性や金融政策など他の政策の方針と合わせて、経過を確認する必要がある

## 住宅販売在庫の推移



(注)住宅在庫＝施工面積＋完成在庫－竣工面積－予約販売面積。23年以降は、新規着工面積(23年1～11月累計を年率換算)を前年在庫に加え、需要(23年は1～11月累計販売面積の年率換算9.4億平米、24～25年は潜在需要12億平米)を差引き試算  
(出所)中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

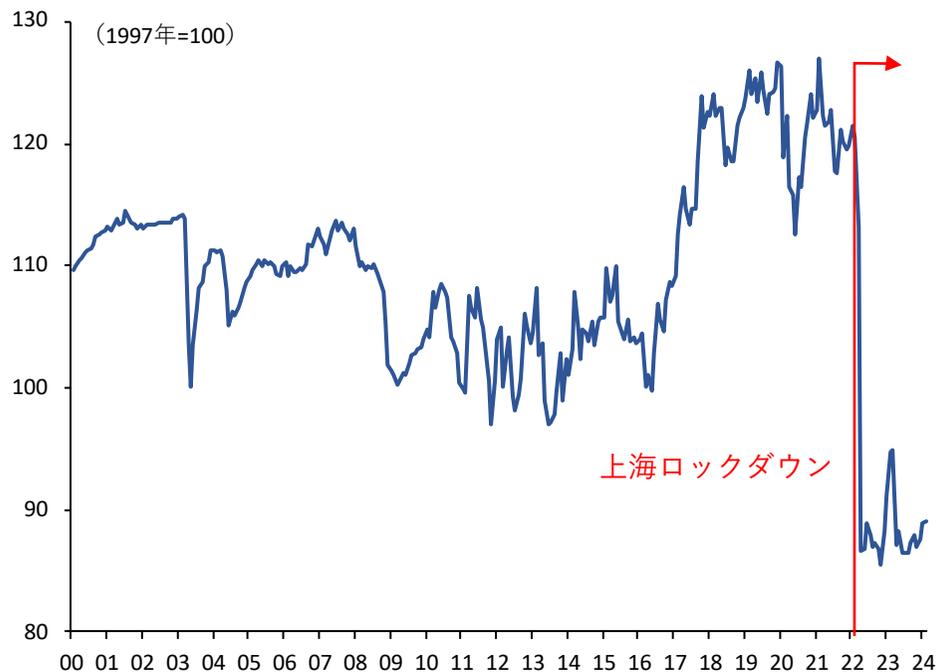
## 不動産投資と新築住宅销售价格 (前年比%)



(出所)ブルームバーグ、みずほ銀行

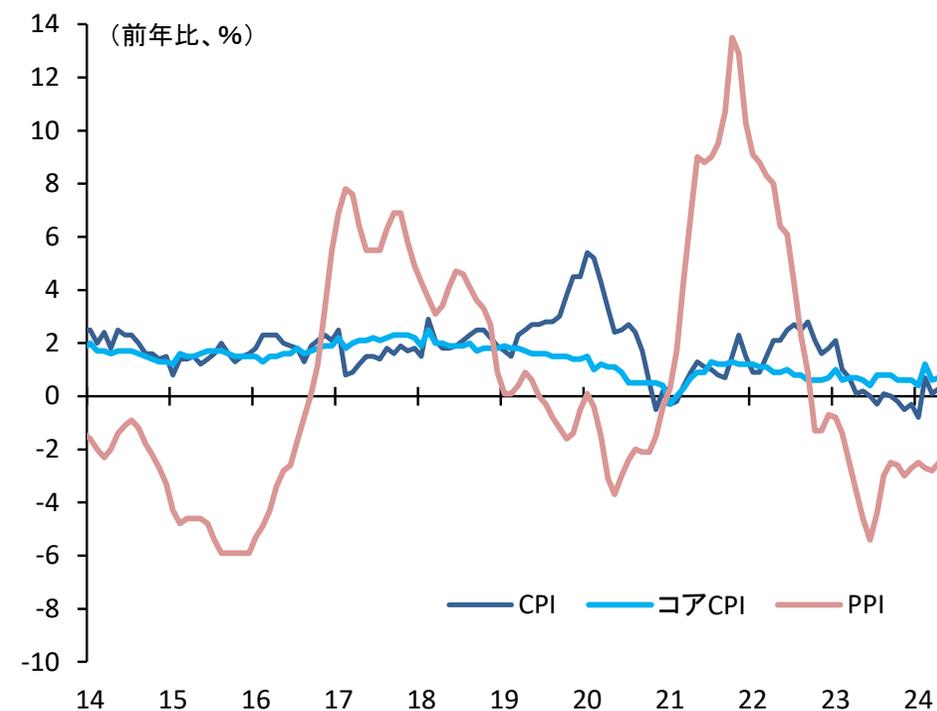
- 消費者心理に改善の兆しが見えず、上海ロックダウンを契機に急落したまま底ばいが継続。
- リベンジ需要が拡大した局面もあったが、先行き不安が高まり、家計の節約志向が強まっている
- 23年の消費者物価指数上昇率は前年比+0.2%の上昇に留まった。直近4月消費者物価指数（CPI）は同+0.3%とデイスインフレは定着の様相を呈し、政府目標の+3.0%には程遠い状況

## 消費者信頼感指数



(出所) 中国国家统计局、ブルームバーグ、みずほ銀行

## 消費者物価指数と生産者物価指数



(出所) Macrobond、みずほ銀行

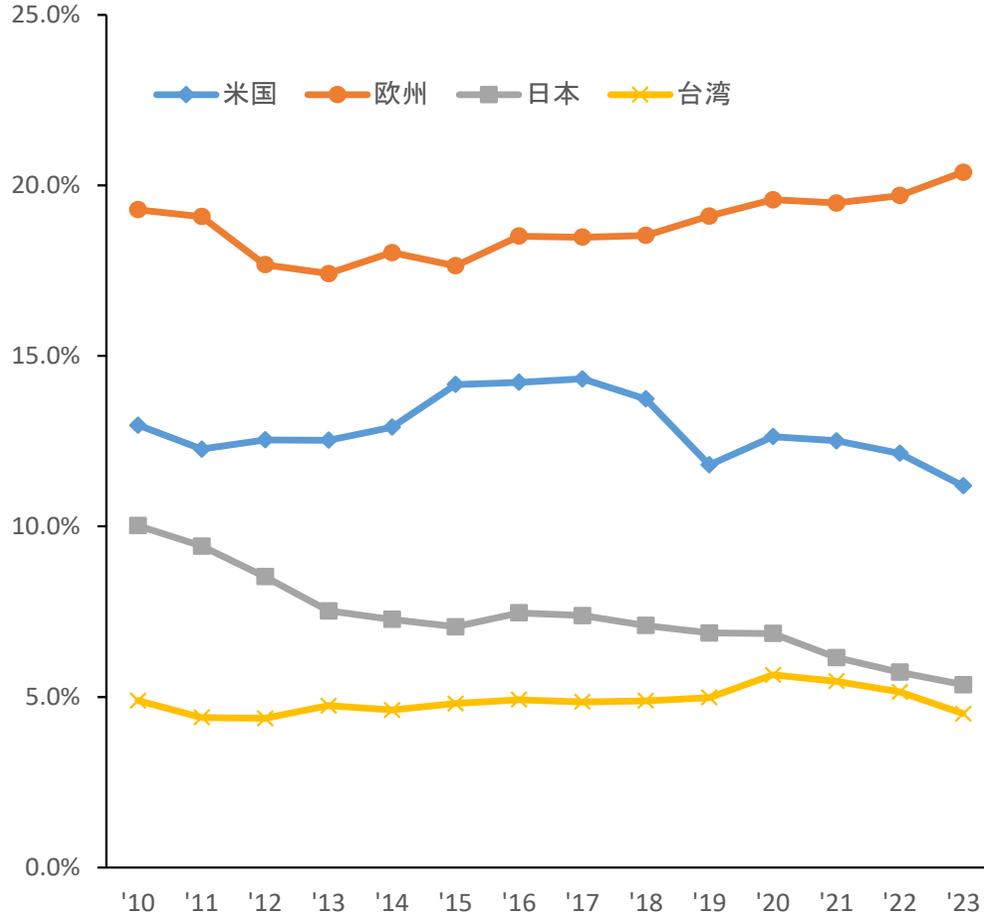
- 全人代では、前年に続く+5%の成長目標、1兆元規模の特別国債の発行などが掲げられた
- 即時的かつ具体的な支援策が盛り込まれなかったこと、積極的な財政出動が期待された中での軍事費の拡大などもあり、市場の反応は好意的には見えず

## 全人代・活動報告書における24年の政策骨子

経済目標・政策	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 経済成長目標は前年比+5.0%前後、「質の高い経済成長の推進に力を注ぐ」</li><li>・ 消費者物価指数目標は前年比+3.0%前後</li><li>・ 不動産部門については民間企業への融資強化と住み替え需要の喚起</li><li>・ 都市部失業率は5.5%へ縮小、新規雇用は1200万人の純増を目指す</li><li>・ 外資参入規制の緩和を検討する一方、AI関連の新興産業にかかる技術の自給達成を目指す</li></ul>
予算・財政政策	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 財政赤字は対GDP比で▲3%（23年は同▲3.8%）</li><li>・ 1兆元規模の超長期特別国債の発行を検討</li><li>・ インフラ整備向けの地方政府専項債の新規発行額は3.9兆元に設定</li><li>・ 国防費は前年比+7.2%、軍事強化の方針を示す</li></ul>
外交政策	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 国家安全保障体系の構築を強化</li><li>・ 覇権行為に反対し、世界秩序の公平性を維持する</li><li>・ 台湾統一に関して「平和的」の文言削除</li></ul>

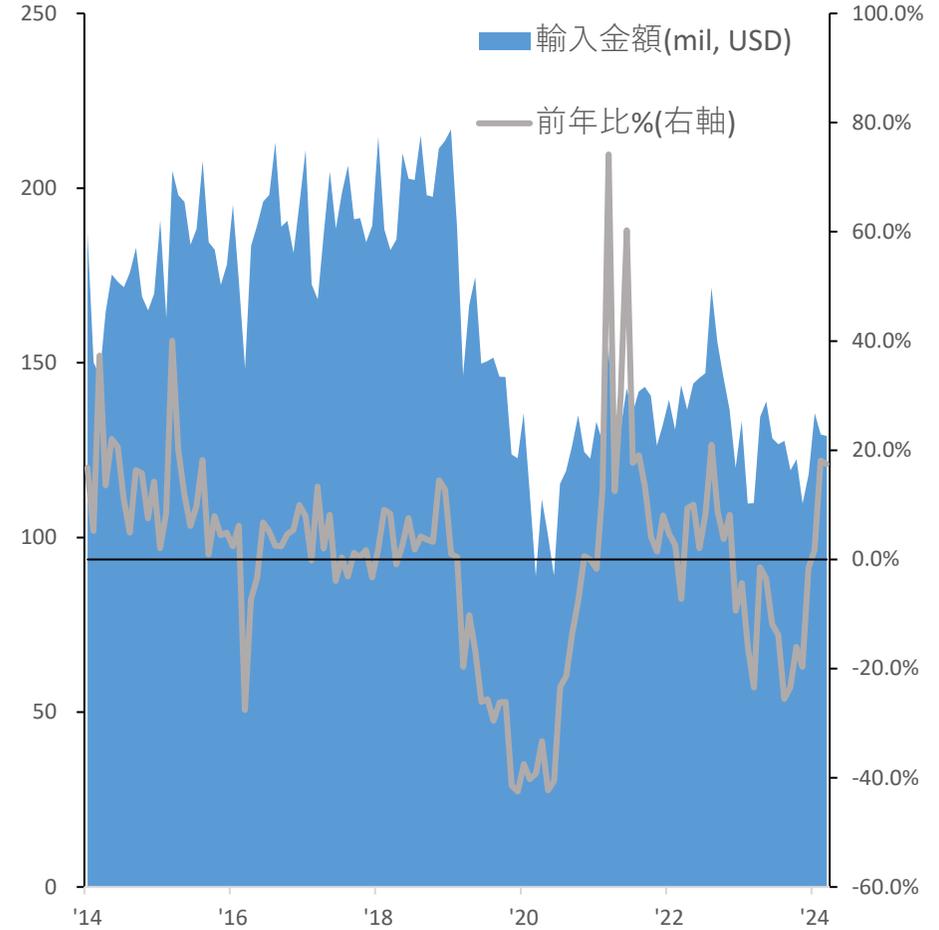
(出所)各種報道よりみずほ銀行

## 中国の主要貿易相手国の取引シェア（輸出+輸入）



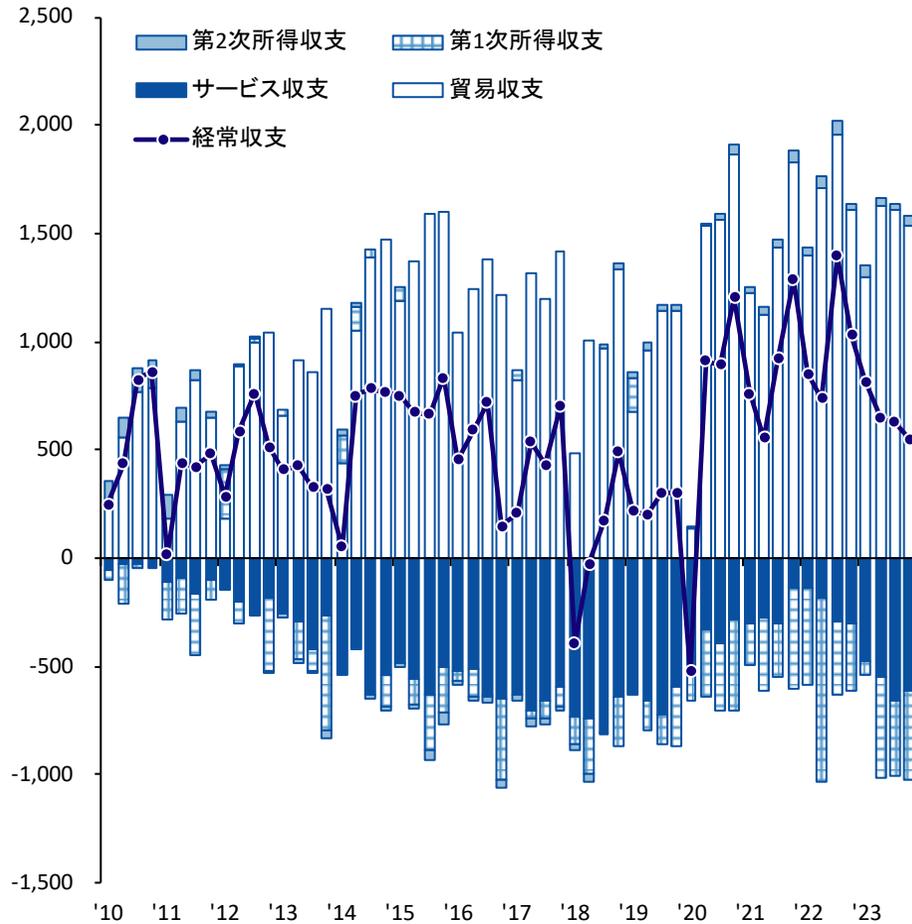
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

## 米国の中国産EV輸入実績

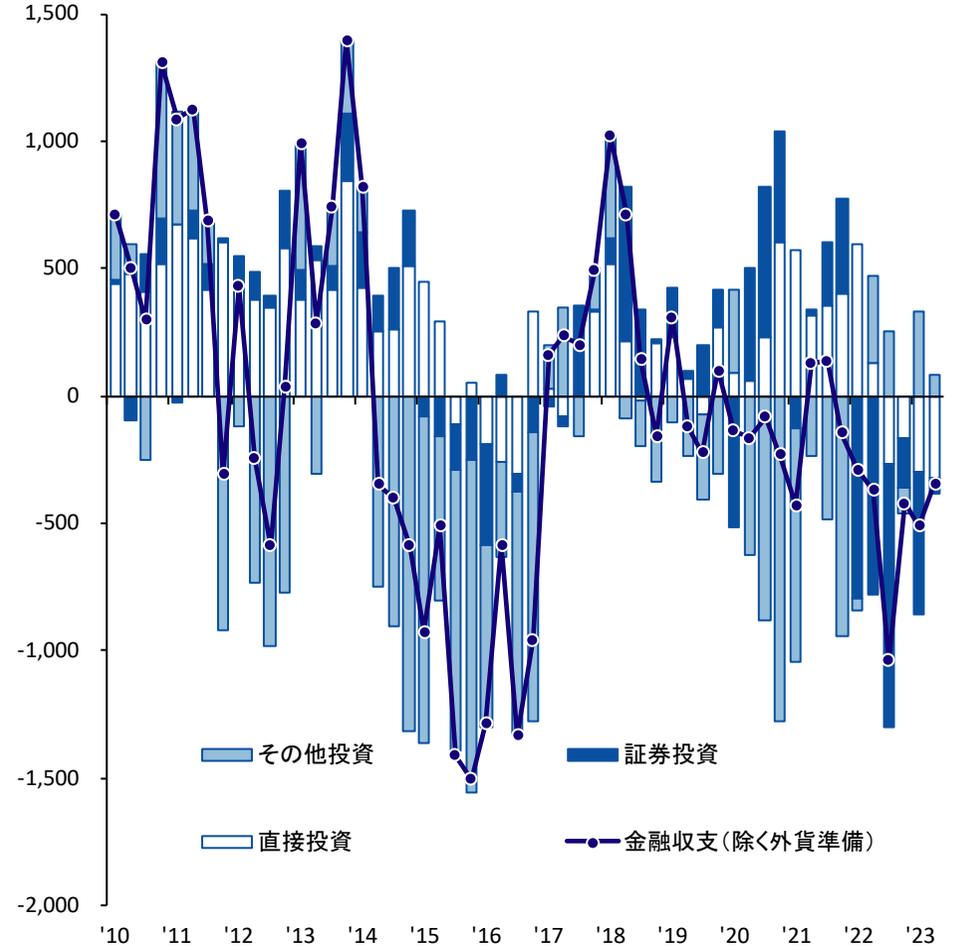


出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

## 経常収支 (億ドル)

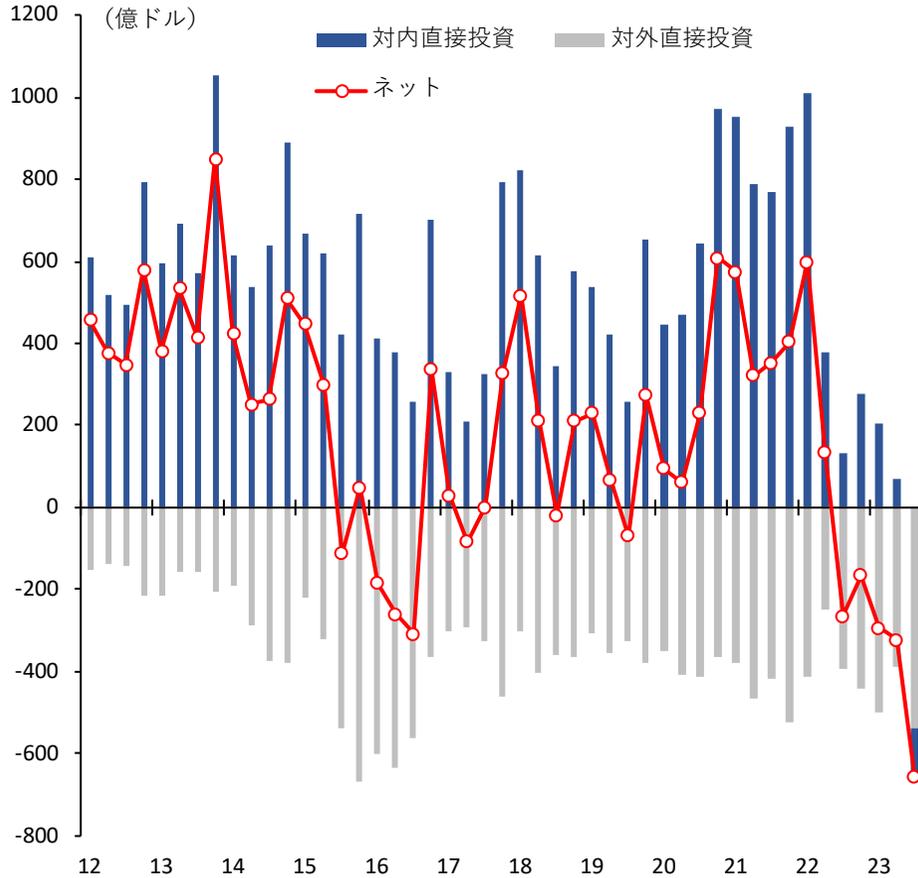


## 金融収支 (億ドル)



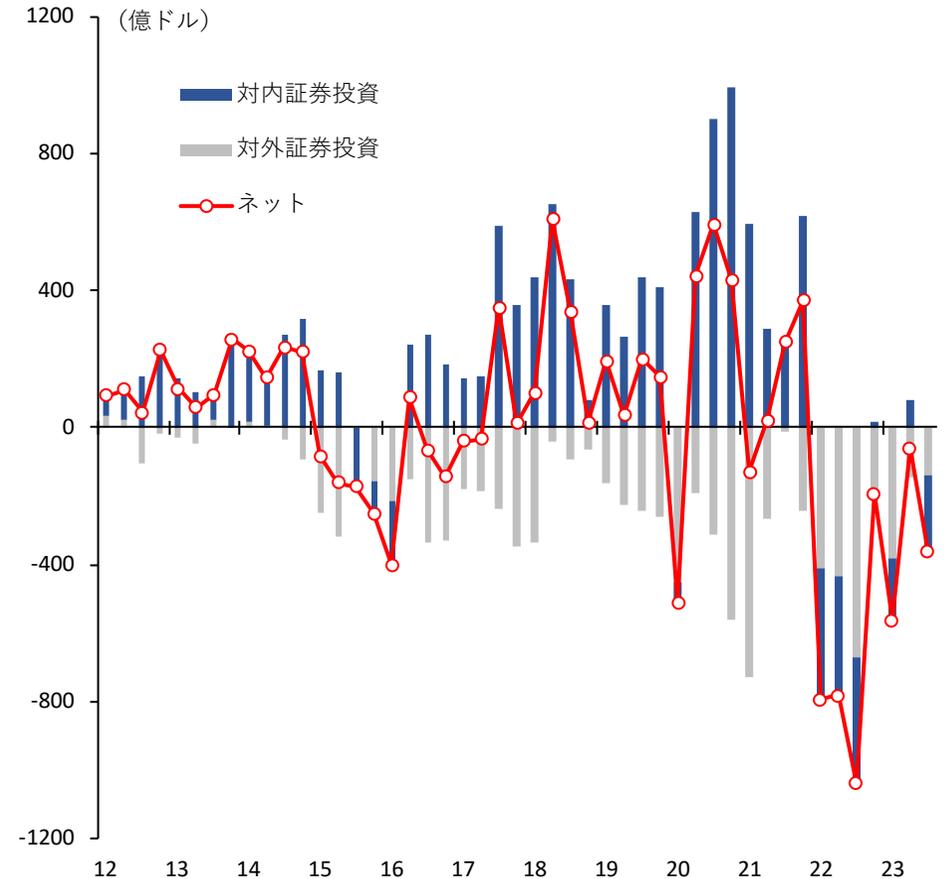
出所：中国国家外為管理局、CEIC、みずほ銀行

## 対内・対外直接投資



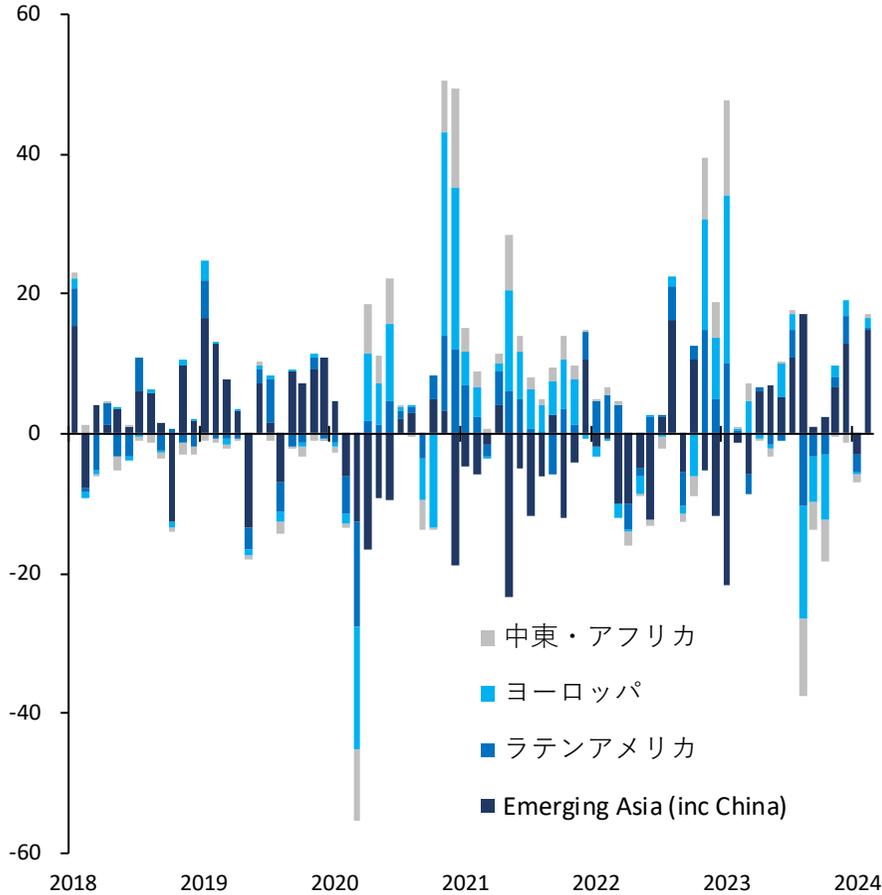
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

## 対内・対外証券投資



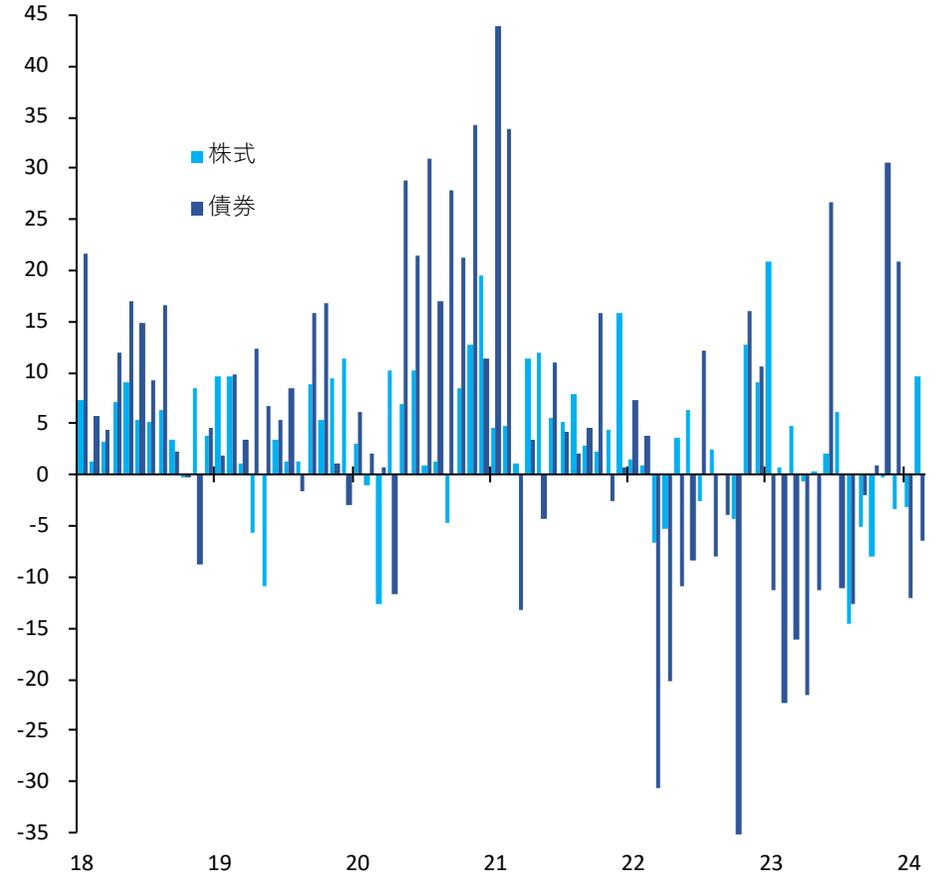
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

## 海外投資家による地域別の投資フロー（10億ドル）



出所：IIF、みずほ銀行

## 海外投資家による中国市場への投資フロー（億ドル）



出所：IIF、みずほ銀行

	2024年 1～4月(実績)	2024年 5～6月期	7～9月期	10～12月期	2025年 1～3月期	4～6月期
USD/TWD	30.6630 ～ 32.6640 (32.5610)	29.70 ～ 32.50 (32.00)	29.20 ～ 32.00 (31.50)	29.00 ～ 31.50 (31.80)	28.50 ～ 31.00 (31.30)	28.20 ～ 30.50 (30.50)
USD/JPY	140.82 ～ 160.17 (157.80)	154 ～ 161 (158)	152 ～ 159 (156)	154 ～ 162 (159)	155 ～ 165 (162)	157 ～ 167 (164)
TWD/JPY	4.576 ～ 4.894 (4.836)	4.74 ～ 5.42 (4.94)	4.75 ～ 5.45 (4.95)	4.89 ～ 5.59 (5.00)	5.00 ～ 5.79 (5.18)	5.15 ～ 5.92 (5.38)

- (注) 1. 実績の欄は4月30日まで。  
 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。  
 3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

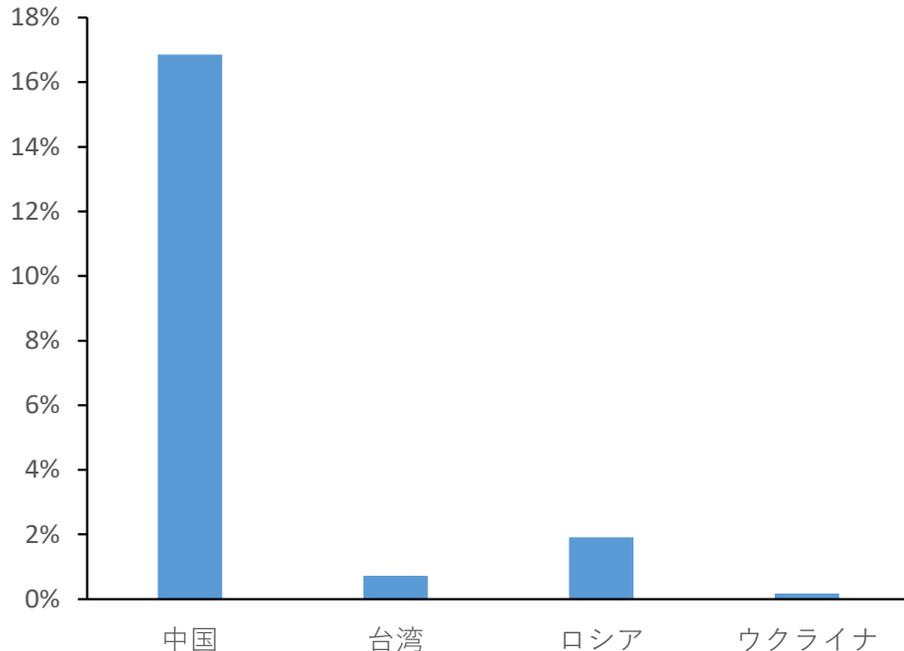
テーマ	概要
方向感	米利下げ期待の高まり、中国景気や半導体需要を睨みながら、予想期間においてTWD高に転じると想定
金利	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 23年通年の成長率は前年比+1.3%と14年ぶりの低水準に落ち込んだが、先行きの見通しは好転しており、24年については同+3.2%を見込んでいる。台湾中銀は既に景気支援に政策の主眼をシフトしているが、足許の食料品価格上昇に起因するインフレ再加速に伴い利上げを再開。短期的にはボラティリティが高まりそうだが、予想期間後半は米国の利下げ期待の高まりとともに米台金利差は段階的な縮小を見込む。</li></ul>
実需	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 世界景気の減速や半導体需要の変調もあり、23年は輸出が伸び悩むも、24年は回復の見込み。</li><li>・ 半導体需要の変調や地政学リスクの高まりを背景に海外投資家による株式売却が大きく膨らんだ。前者について先々の回復を見越した買戻しも期待される一方、後者を巡る懸念は残ろう。</li><li>・ 経済安全保障の潮流が高まる中で、対外直接投資は拡大を見込む。中国の代替相手国としての役割も今後高まる状況にあるが、地政学リスクの高まりにより対内直接投資が縮小する展開には注意したい。</li></ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 総統選は対中強硬路線を取る民進党が勝利したが、今後も中国は台湾の統一に向けてメッセージを強めることも予想され、米国をはじめ諸外国の反応次第では地政学リスクの高まりも懸念される。</li></ul>

東アジア通貨の方向感を探る上での諸要因

東アジア通貨安要因	テーマ	東アジア通貨高要因
<p><u>中国景気の悪化</u> FRBのタカ派姿勢維持 クレジットリスク</p>	<p><b>金利</b> 債券投資 為替取引</p>	<p><u>米利下げ期待の高まり</u> 各国のハト派傾斜観測の後退</p>
<p>外需の停滞 金融市場のリスクオフ</p>	<p><b>実需</b> 経常収支 直接投資 証券投資</p>	<p><u>半導体市況の持ち直し</u> 中国の代替先としての存在感の高まり サービス収支（旅行収支）の改善</p>
<p>資源価格、輸入物価の高騰</p>	<p><b>物価</b></p>	
<p><u>東シナ海・南シナ海域を含む領土問題</u> 不動産市況を巡る消費者心理の悪化</p>	<p><b>その他</b></p>	<p>金融当局による通貨安定化の措置</p>

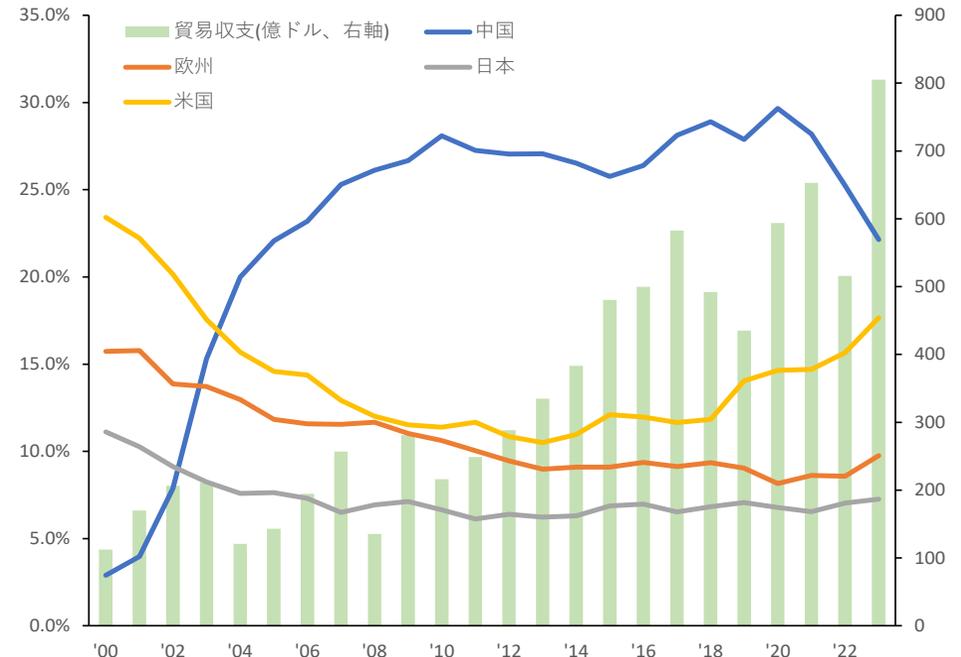
- 総統選で勝利した民進党の頼清徳氏は就任会見に臨み、対中関係の現状維持を強調。蔡前総統やこれまでの民進党の立場を踏襲した内容に
- 本会見を受けて、中国は台湾への警戒を再度表明。GDPの規模や半導体産業における台湾の存在感、東・南シナ海域の安全保障などを考慮すれば、有事の際には東アジアを中心として世界中に影響が及ぶことが予想される

## 各国のGDP比較（%、全世界におけるシェア）



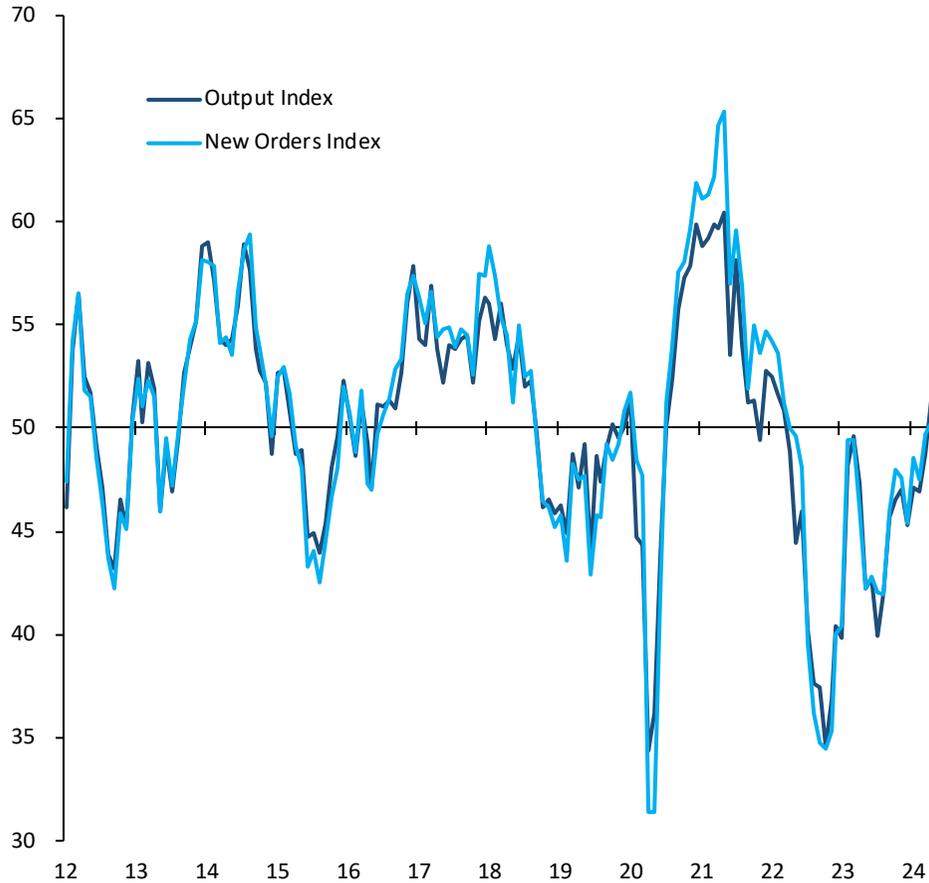
(出所) みずほ銀行作成

## 貿易収支と国別の輸出シェア

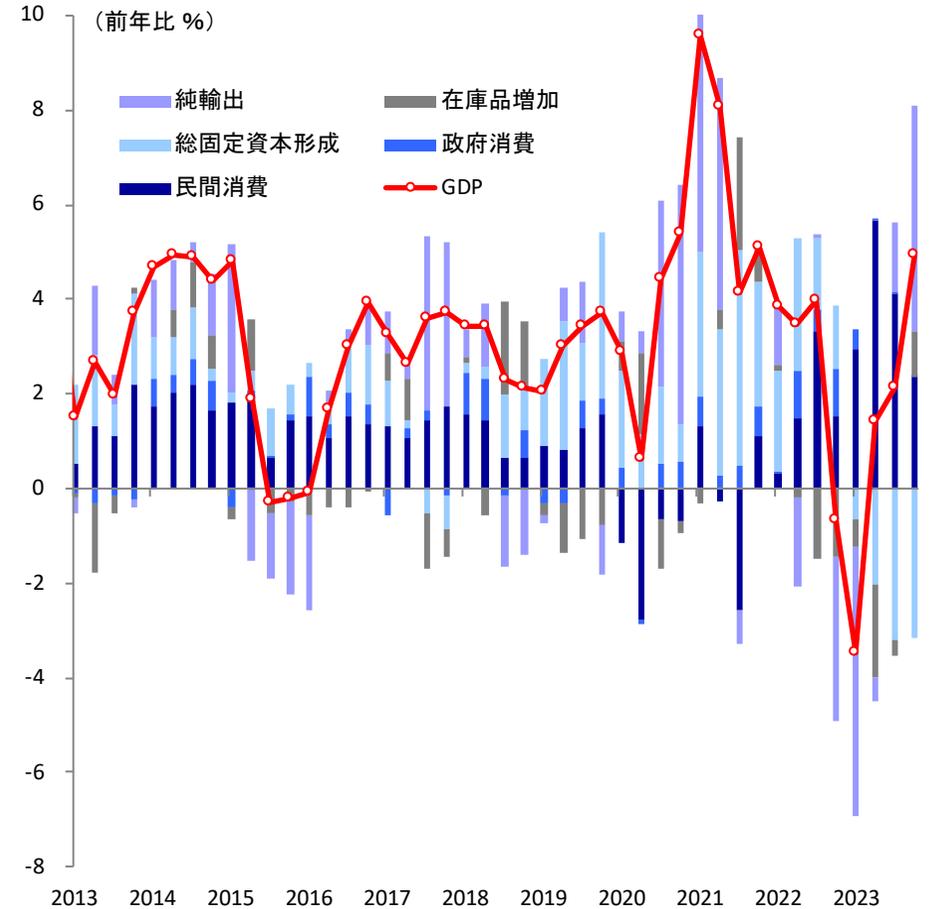


(出所) みずほ銀行作成

## 製造業PMI（生産、新規受注）

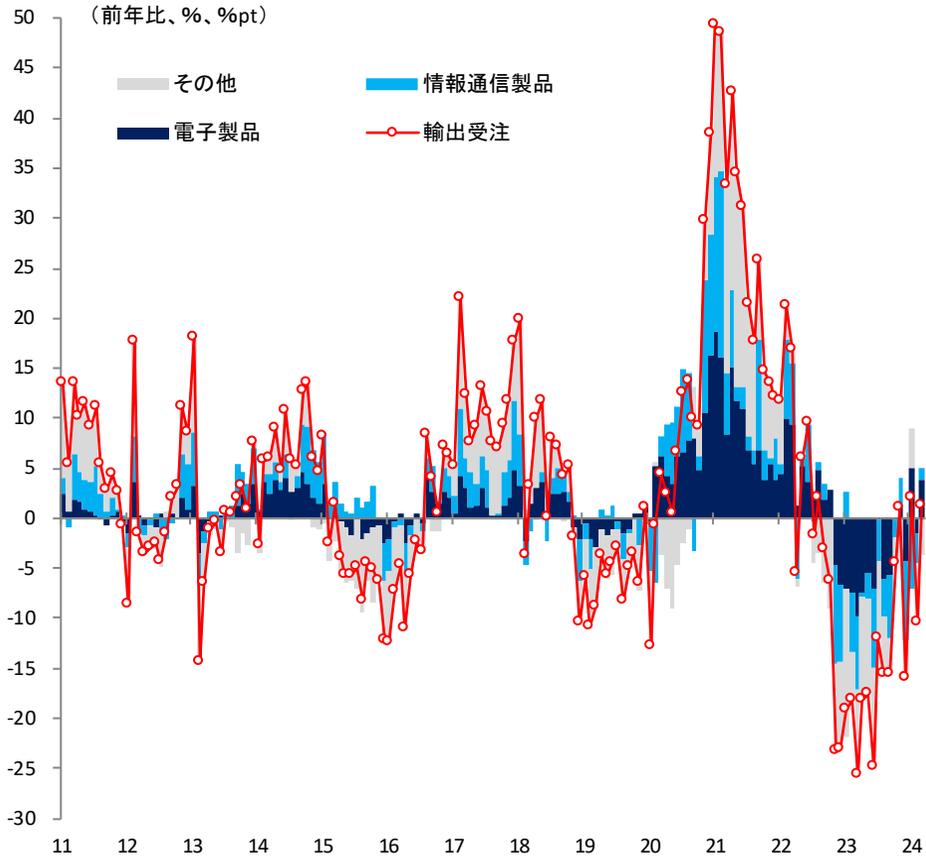


## 実質GDP成長率（前年比、需要別内訳）



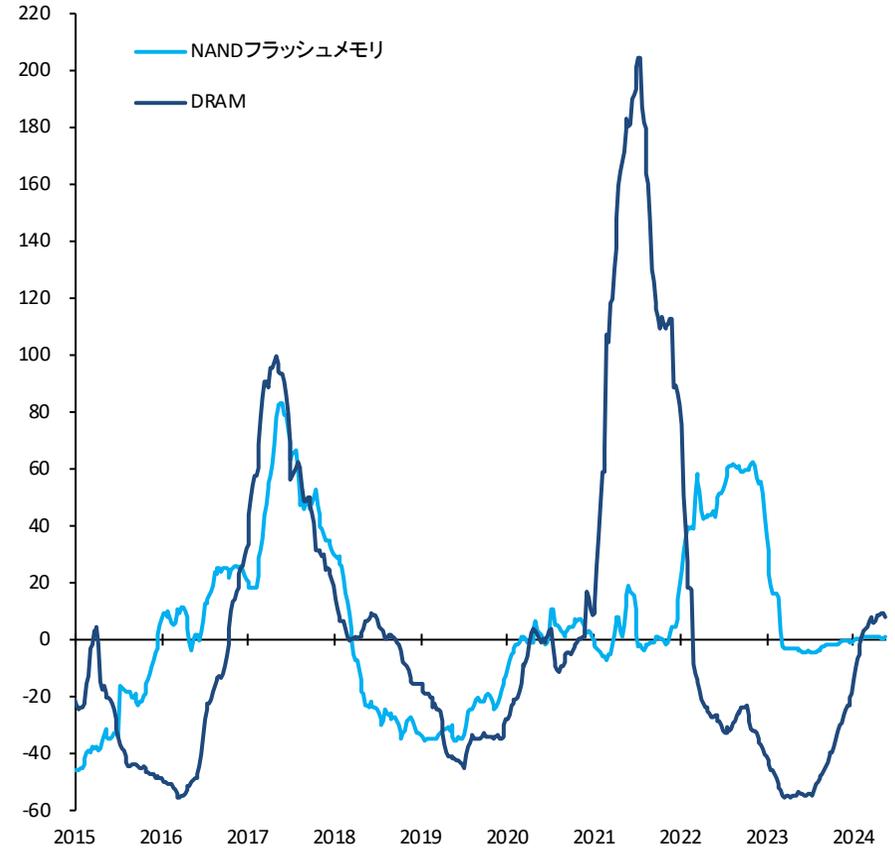
出所: Markit、台湾予算会計統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

## 輸出受注（製品別寄与度）



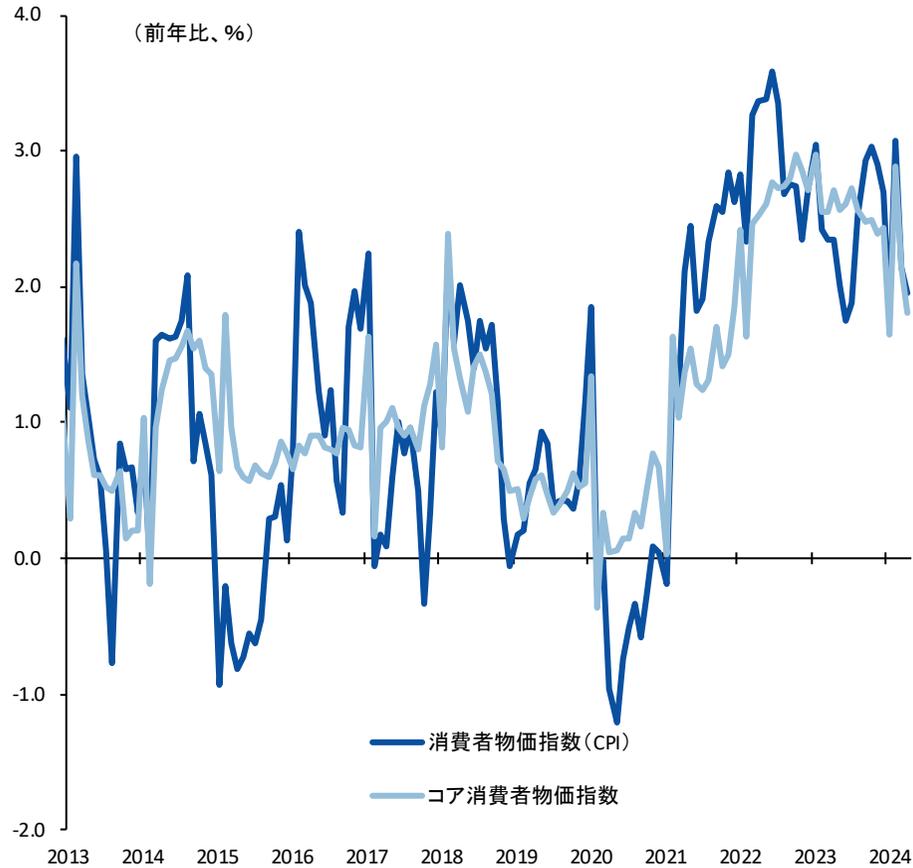
出所：台湾予算会計統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

## 半導体価格指数（前年比、%）

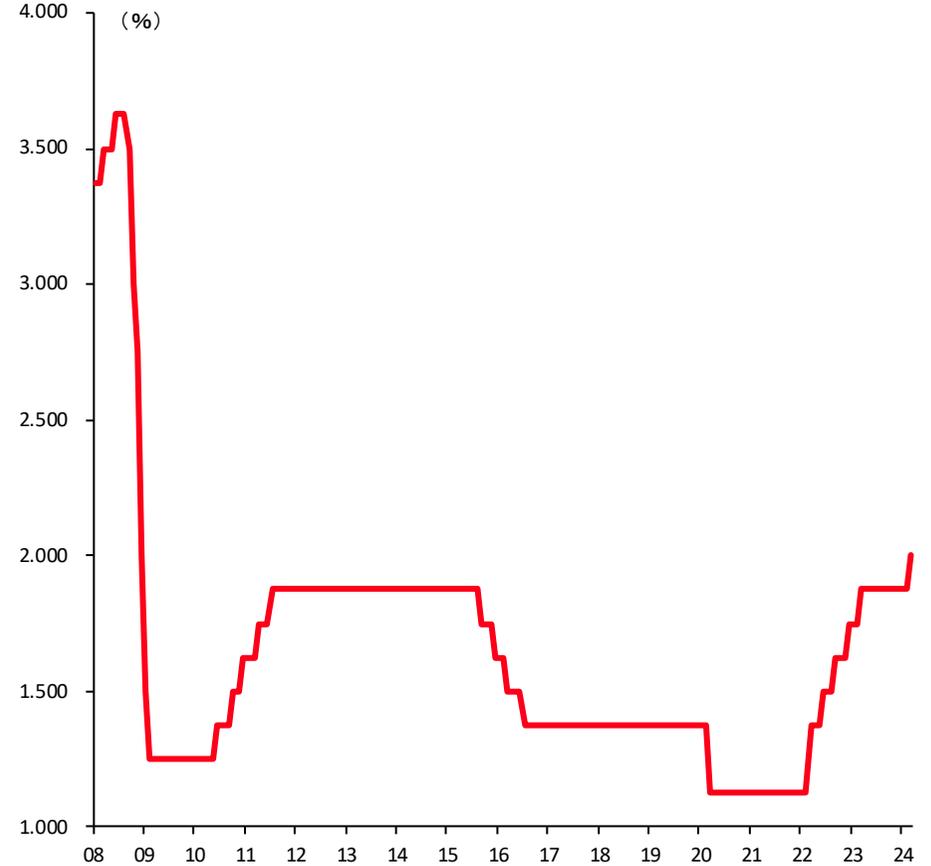


出所：Datastream、みずほ銀行

## 消費者物価指数

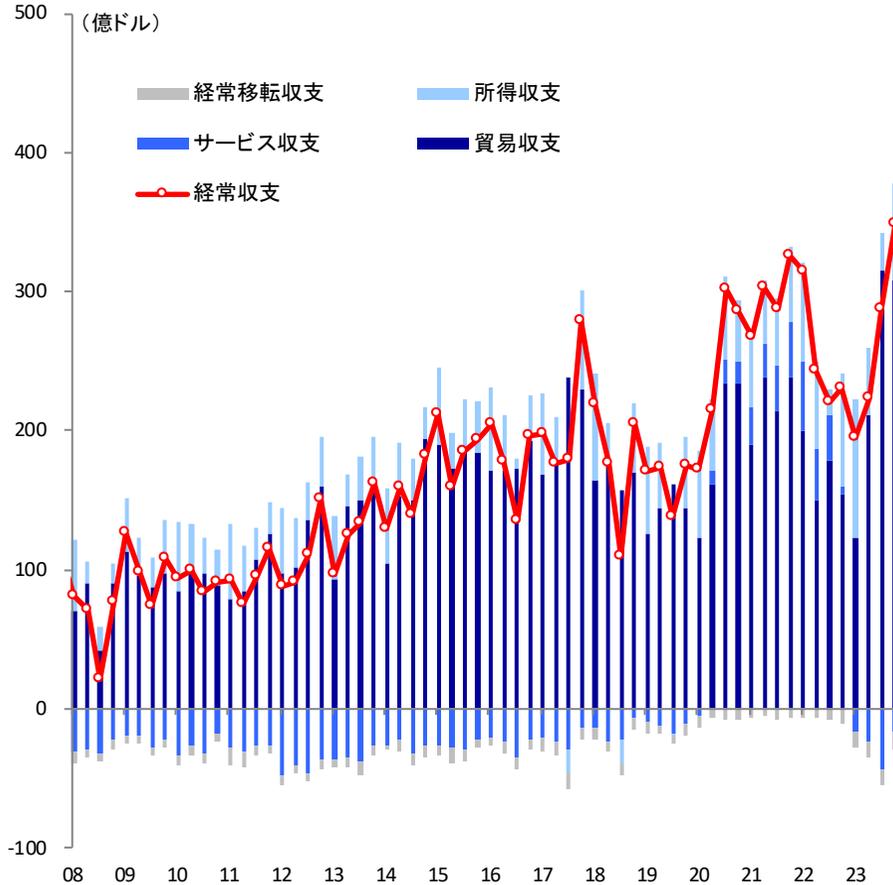


## 政策金利

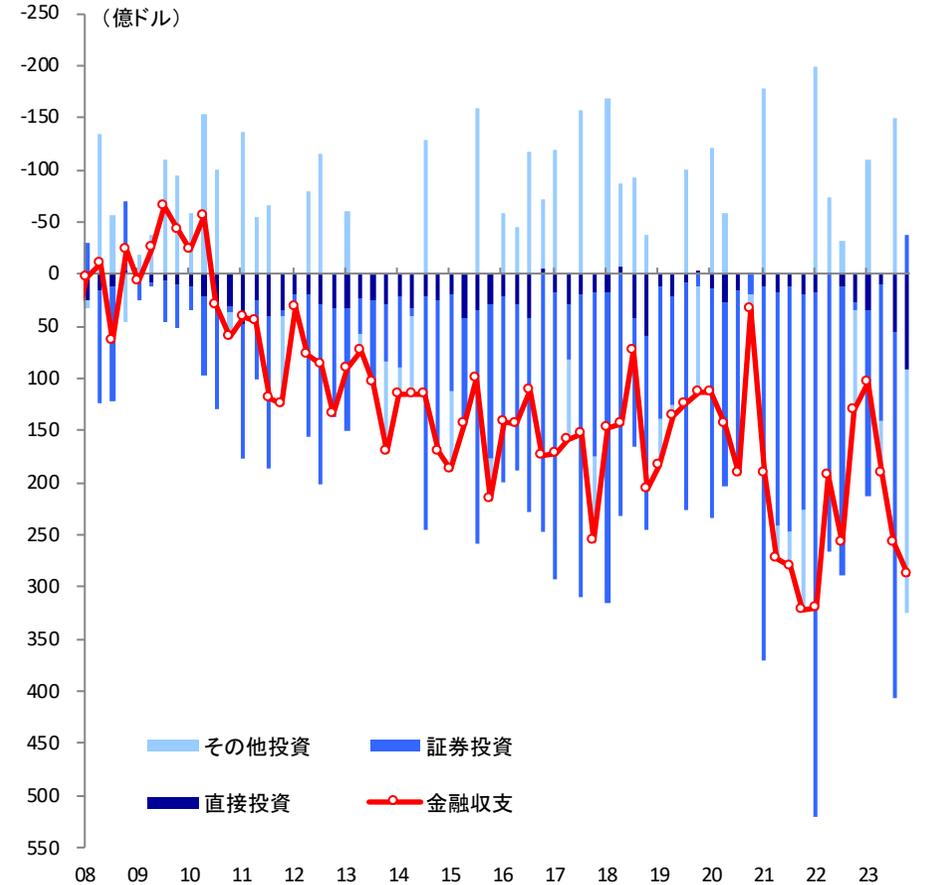


出所: 台湾予算会計統計局、台湾中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

## 経常収支および内訳



## 金融収支および内訳



出所: 台湾中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

## エマージング通貨相場見通し（対ドル）

		2024年 1～4月（実績）	2024年 6月	9月	12月	2025年 3月	6月
対ドル							
エマージングアジア							
中国人民元	(CNY)	7.1040 ~ 7.2474	7.25	7.20	7.15	7.10	7.05
香港ドル	(HKD)	7.8048 ~ 7.8387	7.82	7.80	7.80	7.78	7.77
インドルピー	(INR)	82.649 ~ 83.575	84.5	82.8	84.0	82.2	80.9
インドネシアルピア	(IDR)	15426 ~ 16290	16000	15780	15900	15400	15200
韓国ウォン	(KRW)	1290.39 ~ 1400.13	1360	1340	1350	1330	1310
マレーシアリング	(MYR)	4.5892 ~ 4.8053	4.79	4.62	4.76	4.58	4.43
フィリピンペソ	(PHP)	55.300 ~ 57.968	56.5	55.6	56.8	55.2	54.6
シンガポールドル	(SGD)	1.3193 ~ 1.3670	1.37	1.35	1.37	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.518 ~ 32.666	32.0	31.5	31.8	31.3	30.5
タイバーツ	(THB)	34.11 ~ 37.20	36.3	35.2	36.2	35.0	34.5
ベトナムドン	(VND)	24260 ~ 25463	25200	24800	25200	24900	24700
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル	(RUB)	87.4000 ~ 95.4670	93.0	94.0	95.0	96.0	97.0
南アフリカランド	(ZAR)	18.2639 ~ 19.3899	18.9	19.1	19.2	19.3	19.4
トルコリラ	(TRY)	29.6646 ~ 32.8170	32.0	31.5	31.0	30.5	30.0
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル	(BRL)	4.8317 ~ 5.2866	5.10	5.08	5.05	5.08	5.10
メキシコペソ	(MXN)	16.2616 ~ 18.2137	17.2	17.4	17.5	17.7	18.0

出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

## エマージング通貨相場見通し（対円）

		2024年 1～4月（実績）	2024年 6月	9月	12月	2025年 3月	6月
対円							
エマージングアジア							
中国人民元	(CNY)	19.830 ~ 22.066	21.79	21.67	22.24	22.82	23.26
香港ドル	(HKD)	18.032 ~ 20.437	20.20	20.00	20.38	20.82	21.11
インドルピー	(INR)	1.6953 ~ 1.9196	1.87	1.88	1.89	1.97	2.03
インドネシアルピア	(100IDR)	0.9134 ~ 0.9844	0.99	0.99	1.00	1.05	1.08
韓国ウォン	(100KRW)	10.820 ~ 11.550	11.62	11.64	11.78	12.18	12.52
マレーシアリング	(MYR)	30.593 ~ 33.493	32.99	33.77	33.40	35.37	37.02
フィリピンペソ	(PHP)	2.5412 ~ 2.7648	2.80	2.81	2.80	2.93	3.00
シンガポールドル	(SGD)	106.653 ~ 117.513	115.75	115.90	116.48	121.35	123.31
台湾ドル	(TWD)	4.5757 ~ 4.8935	4.94	4.95	5.00	5.18	5.38
タイバーツ	(THB)	4.0960 ~ 4.3101	4.35	4.43	4.39	4.63	4.75
ベトナムドン	(100VND)	0.5807 ~ 0.6291	0.63	0.63	0.63	0.65	0.66
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル	(RUB)	1.552 ~ 1.739	1.70	1.66	1.67	1.69	1.69
南アフリカランド	(ZAR)	7.588 ~ 8.498	8.36	8.17	8.28	8.39	8.45
トルコリラ	(TRY)	4.538 ~ 4.945	4.94	4.95	5.13	5.31	5.47
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル	(BRL)	28.829 ~ 31.200	30.98	30.71	31.49	31.89	32.16
メキシコペソ	(MXN)	8.2973 ~ 9.3411	9.19	8.97	9.09	9.15	9.11

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

- 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。

ともに挑む。ともに実る。

**MIZUHO**

