



## マクロビュー

**新たな円安リスクか  
～自動車産業の環境変化がもたらす構造円安リスク～**

- 政府・日銀による円買い介入でも円安トレンドが反転しない背景には、企業の海外投資や家計の外国株投資による資金流出に加え、エネルギー価格高騰に伴う貿易収支悪化リスクなど、実需面で円売りが発生しやすい構造変化がある。
- 日本の貿易黒字を支える自動車産業だが、現在はグローバルな電気自動車競争の激化や国内の人手不足に伴う生産制約、そして米欧での現地生産を求める通商政策の圧力という複数の逆風に直面しており、国内生産の縮小と輸出の減少が懸念される。
- 企業の海外子会社が稼ぐ利益は現地で再投資されやすく為替市場で円に換算されにくいのに対し、国内生産による輸出代金は国内の賃金や設備投資などの支払いのために円買い需要になりやすい。このため、自動車の輸出減少や貿易黒字の縮小は為替市場における直接的な円買い実需を減退させる要因となる。
- 生産性の高い自動車産業が国内で縮小することは国全体の稼ぐ力の低下を意味しており、バラッサ・サミュエルソン効果を通じ、中長期的に日本の実質為替レートに構造的な減価圧力をもたらすリスクがある。

**巨額介入でも反転しない円安トレンド**

円安圧力が根強い。政府・日銀は、4月28日から5月27日までの間に、月間としては過去最大となる11兆7,349億円の円買い介入を実施したが、円安トレンドを反転させるには至らず、足元の為替レートは介入前の水準に近づいている。過去と比べても、今回の介入は円安トレンドを反転させる効果という点では限定的だったと言える（図表1）。

投機筋が再び大規模な円ショートポジションを構築しており、投機による円売りの封じ込めがうまくいかなかった面もあるだろう。しかし、より本質的には、円安の背景にある実需フローと国際収支の変化により、介入だけでは円安基調が容易に反転しにくい、実需フロー面で円安圧力が残りやすい経済構造になりつつある可能性がある（図表2）。

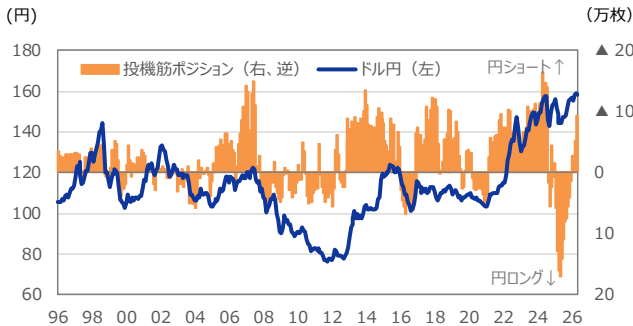


図表1：ドル円と介入



注) データは1990年1月～2026年5月の月次。  
出所) 財務省、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

図表2：ドル円と投機筋ポジション



注) データは1996年1月～2026年5月の月次。  
出所) 財務省、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

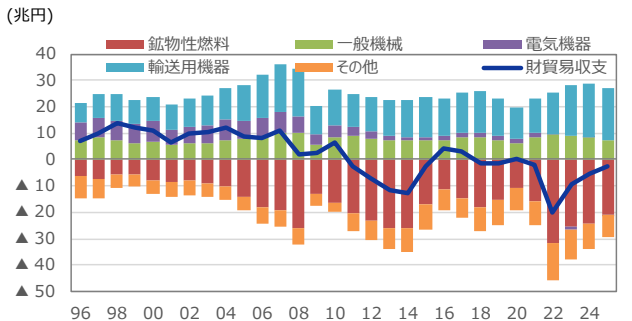
### 資金流出と資源高が強める円売り圧力

4月8日付マクロビュ『[米長期金利はもう一段上がるのか？](#)』でも述べた通り、日本から海外への資金流出が拡大し、円安圧力が強まっている。企業の海外M&Aが増加し、家計の外国株投資も膨らんでいる。加えて、中東問題によるエネルギー価格の高止まりで、輸入金額が膨らみ、実需のドル買いが増えるリスクが高まっている。さらに、官民で取り崩した原油在庫の復元が行われれば、輸入金額をさらに膨らませる要因となる。

ここに、新たな円安リスクが加わる可能性がある。それが、自動車セクターの国内生産の縮小及び輸出の減少リスクである。

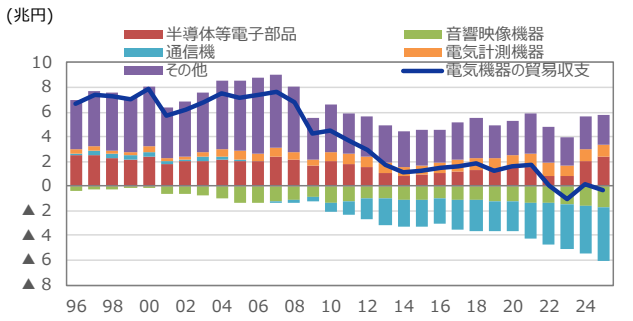
日本の貿易黒字を支える中核は、製造業である。かつては、電気機器、自動車、一般機械が三本柱であった。しかし、2000年代半ば以降、電気機器セクターは完成品分野を中心に国際競争力を大きく低下させ、2000年には8兆円近い黒字であった電気機器セクターの貿易収支は、足元ではほぼ収支均衡となっている。それでも赤字に転換していないのは、現在も電子部品などの分野で日本企業が競争力を有しているためだが、電気機器全体で見れば、かつてのように貿易黒字で外貨を稼ぐセクターではなくなった（図表3、4）。

図表3：日本の財貿易収支



注) データは1996年～2025年の年次。  
出所) 財務省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

図表4：日本の電気機器の貿易収支



注) データは1996年～2025年の年次。  
出所) 財務省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

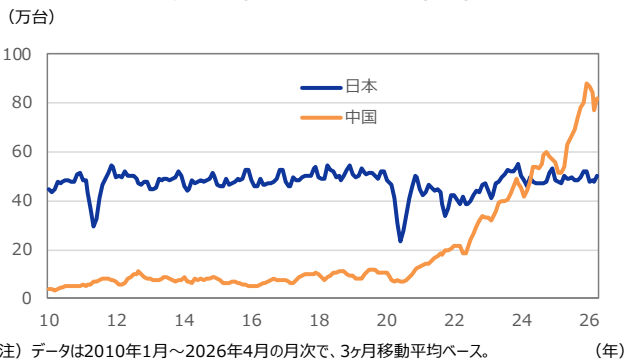
## 日本の貿易黒字の柱は自動車セクター

その後、一般機械セクターと共に日本の貿易収支を支えてきた柱が自動車セクターである。自動車セクターを含む輸送用機器の貿易収支は、2000年の10兆円弱から2025年には20兆円弱と黒字が倍増した。完成車輸出に加え、素材、部品、工作機械、物流など、自動車産業は広範なサプライチェーンを通じて高い付加価値を生み出してきた。その意味で、自動車は日本の対外収支と円のファンダメンタルズを支える戦略産業と言える。

## グローバルEV競争における中国勢の台頭

問題は、その日本の自動車産業に逆風が吹いていることである。まず、EVを中心にグローバルで競争環境が大きく変化している。バッテリーEV（BEV）の分野では、米国EV専門メーカーや中国大手メーカーが先行している。特に中国勢は、電池の内製化、価格競争力、ソフトウェア対応、商品投入のスピードで存在感を高め、中国国内だけではなく、日本の主要な輸出先である東南アジア市場で攻勢を強めている。最近では、日本勢が次世代電池の軸として開発を進める全固体電池の分野でも、中国勢が開発を加速させているとの報道がみられる（図表5、6）。

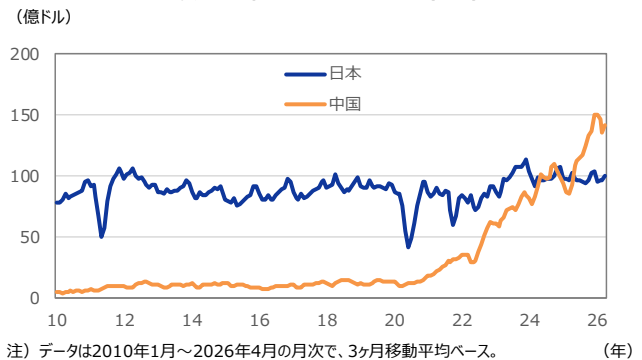
図表5：日本と中国の自動車輸出（台数）



注）データは2010年1月～2026年4月の月次で、3ヶ月移動平均ベース。  
出所）財務省、CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

(年)

図表6：日本と中国の自動車輸出（金額）



注）データは2010年1月～2026年4月の月次で、3ヶ月移動平均ベース。  
出所）財務省、CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

(年)

## 深刻化する国内の人手不足と生産制約

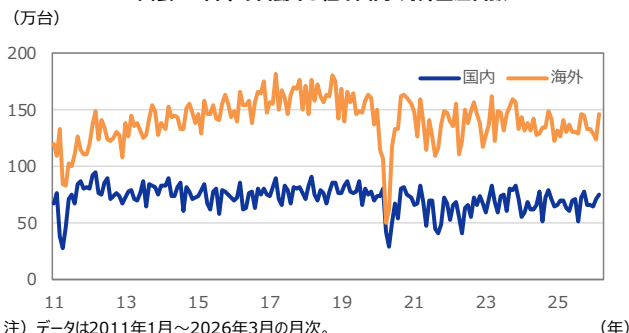
第二に、国内の生産制約である。日本国内では人手不足が深刻化しており、自動車工場、部品メーカー、物流の各段階で人手不足による制約が強まっている。一部メーカーでは、人気車種を中心に納期が長期化しており、需要が存在しても国内で十分に増産できない局面が出てきた。大手メーカーが海外で生産した日本向け車両を逆輸入する動きは、その象徴的な事例であろう。現時点では個別企業・個別車種の対応にとどまる面もあり、直ちに自動車産業全体の国内生産縮小を意味するわけではない。しかし、国内の生産制約が強まるなかで、こうした動きが広がるかどうかは、マクロ経済の観点からは重要な論点である。国内で生産されていれば日本の付加価値となったものが、海外生産に置き換わる。さらに、それが日本に輸入される場合、財貿易上は輸入増加として表れる。つまり、企業にとっては供給制約を緩和する合理的な対応であっても、マクロ的には国内付加価値と輸出力を押し下げる方向に働き、自動車セクターの貿易黒字を抑制する要因となり得る（図表7）。

もちろん、付加価値の高いモデルを国内で生産・輸出し、低付加価値モデルを逆輸入するという棲み分けが成立すれば、当面の貿易黒字は抑制されないかもしれない。しかし、この動きが常態化すれば、国内のサプライチェーンそのものが徐々に縮小し、関連産業を含めた中長期的な輸出力の低下につながるリスクには警戒が必要である。

### 米欧の通商政策と現地生産シフトの圧力

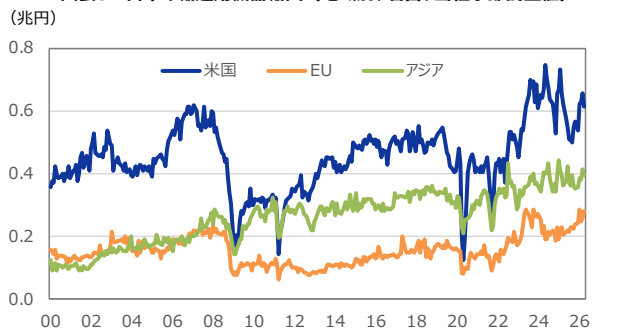
第三に、米国を中心とした通商政策の変化である。日本の自動車メーカーにとって、米国は最大級の輸出先である（図表8）。しかし、米国では、特にトランプ政権になってからが顕著だが、関税引き上げ、現地生産要請、対米投資圧力などを通じて、製造業の米国回帰を求める政治圧力が強まっている。販売地で生産することは、関税回避や政治リスク対応として合理的である。しかし、日本からの輸出が米国現地生産に置き換われれば、日本の貿易黒字の縮小要因となる。欧州でも、環境規制や産業政策を背景に域内生産を重視する動きが強まっており、日本の自動車輸出は米欧双方で一定の現地化圧力に直面している。

図表7：日本の自動車9社の国内・海外生産台数



注) データは2011年1月～2026年3月の月次。  
 注) 9社はトヨタ、ホンダ、日産、マツダ、三菱、スズキ、タイハツ、SUBARU、日野。  
 出所) INDBのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

図表8：日本の輸送用機器輸出（地域別、名目、当季季節調整値）



注) データは2000年1月～2026年4月の月次。  
 出所) 財務省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 経常黒字でも円買いが増えない理由

ここで重要なのは、企業の海外収益と貿易収支では、為替に対するインプリケーションが異なる点である。

日本企業が海外で利益を上げて、その利益が円に転換され、国内に還流するとは限らない。海外で再投資されれば、円買い需要には直結しにくい。実際に、日本の経常収支は大幅な黒字だが、その大部分を占める第一次所得収支は、海外子会社の現地での再投資に回るなどして為替市場で円転されにくい。一方、輸出による外貨収入は、国内の賃金、部材、税金、設備投資などの支払いに対応するため、海外子会社利益に比べれば、相対的に円転需要を生みやすいと考えられる。もちろん、為替ヘッジや外貨建て支払いもあるため、輸出代金の全てが円買い圧力につながるわけではない。それでも、海外子会社の利益が現地再投資に回る場合と比べれば、国内生産・輸出による外貨獲得は、より円買いフローを生みやすいと考えられる。したがって、自動車メーカーの

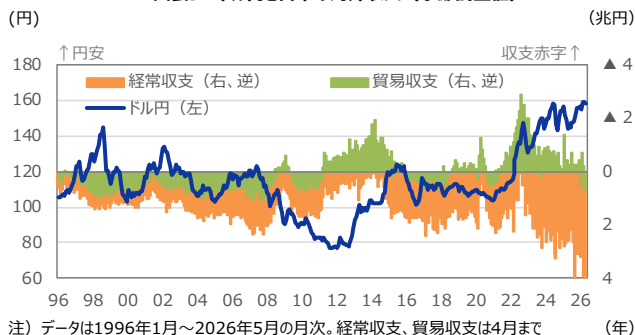
グローバル収益が堅調であっても、日本国内生産が減少し、自動車セクターの貿易黒字が縮小すれば、為替相場にとっては実需フロー面からの円買い圧力が減じる要因となる（図表9）。

### 貿易構造の脆弱化リスク

この点は、今後の円安リスクを考えるうえで重要である。日本の貿易構造は、すでに大きく変化している。電気機器がかつてのような黒字の柱ではなくなった後、自動車と一般機械が貿易黒字を支えてきた。仮に自動車の黒字が縮小すれば、日本の財貿易は一般機械への依存を一段と強めることになる。一般機械はなお国際競争力を持つが、一般機械だけで日本の貿易黒字を支えることは難しい。自動車の黒字が細れば、日本の貿易収支はより脆弱な構造へ移行する（本稿では詳しく論じなかったが、デジタル赤字を中心としたサービス収支の構造的な赤字拡大も、実需の円売り圧力を恒常化させる大きな懸念点である。仮に自動車の貿易黒字が縮小すれば、サービス赤字を相殺する力も弱まり、対外収支全体の円買いフローは一段と脆弱になり得る）。

念のため言っておくと、筆者は、貿易黒字を望ましく、貿易赤字を望ましくないものと言いたいわけではない。貿易収支は、国内の貯蓄・投資バランス、産業構造などの結果として決まる。米国のように、長期にわたって貿易赤字を抱えながらも、基軸通貨ドル、深い金融市場、高い成長期待、知的財産・サービス分野の競争力を背景に、世界中から資本を引きつけている国もある。したがって、貿易赤字だから直ちに通貨安になる、あるいは国力が低下するという単純な話ではない（図表10）。

図表9：ドル円と日本の対外収支（季節調整値）



注）データは1996年1月～2026年5月の月次。経常収支、貿易収支は4月まで  
なお、グラフ上、経常収支の内訳のうち、所得収支は省略し、貿易収支のみ掲載。  
出所）財務省、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

図表10：ドルインデックス（DXY）と米国の貿易収支（季節調整値）



注）データは1996年1月～2026年5月の月次。貿易収支は3月まで。  
出所）財務省、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 円売りが常態化しやすい赤字の性質

問題は、赤字の性質である。赤字が強い内需や魅力的な国内投資機会への資本流入によって生じるなら、通貨安圧力は限定的であり得る。しかし、資源輸入の増加、国内製造業の縮小、輸出の伸び悩みによって生じる赤字であれば、話は異なる。輸入による円売りフローが継続的に発生する一方、輸出による円買い圧力が弱まり、為替市場では実需フロー面からの円売りが常態化しやすくなる。

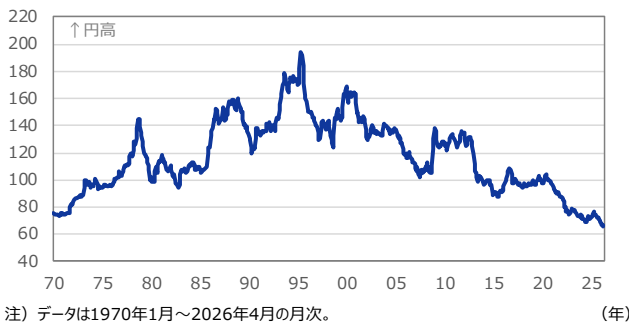
## 高生産性部門の縮小がもたらす構造的な円安

さらに、自動車産業の国内縮小は、生産性の観点からも円安要因となり得る。自動車は、高生産性の大規模製造業である。研究開発、技術、部品調達、品質管理、熟練労働、設備投資が一体となった産業クラスターを形成している。このような高生産性部門が国内に存在することは、賃金、雇用、地域経済、技術蓄積を通じて、国全体の所得形成力を支えている。

バラッサ・サミュエルソン効果の視点からすると、貿易財部門の生産性が非貿易財部門に比べて相対的に高く伸びる国ほど、国内物価が押し上げられ、実質為替レートが増価しやすい。逆に言えば、高生産性部門が国内で縮小し、国全体の稼ぐ力が低下すれば、他の条件を一定とすると、通貨の実質的な価値である実質為替レートには減価圧力がかかりやすくなる。2000年代の電気機器セクターの一部で国際競争力が低下したことは、日本の貿易構造が変化する一つの転機であった。今後、自動車産業の国内基盤が弱体化すれば、貿易財部門の生産性の停滞を通じて、実質為替レートの減価＝構造円安を後押しする一因となり得る（図表11、12）。

図表11：実質実効円レート

(2020年平均=100)

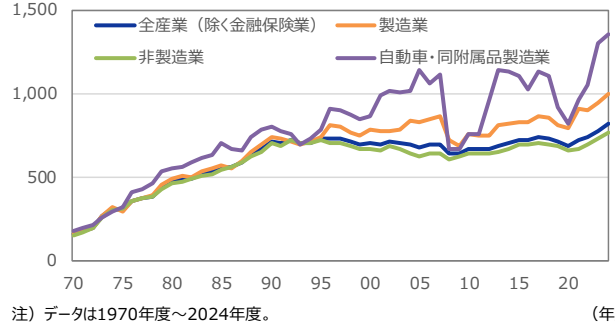


注) データは1970年1月～2026年4月の月次。

出所) 日本銀行のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

図表12：従業員一人当たり付加価値

(万円)



注) データは1970年度～2024年度。

出所) 財務省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 日本車の底力と逆風の緩和要因

もともと、現時点で、国内の自動車生産・輸出が急速に縮小していくと断じるのは早計だろう。日本メーカーは、ハイブリッド、高品質車、商用車、一部高付加価値モデルではなお強い。グローバルなブランド力、販売網、品質信頼性も健在である。自動車は家電と異なり、買い替えサイクルが長く、簡単には切り替わらない。また、各国政府は産業保護的な政策を取りやすく、実際、EVに関しては、米国で排ガス規制の見直しが進み、欧州でもBEV一辺倒の政策に修正の動きが出るなど、環境規制はより現実的な方向へ振れつつある。この点は、ハイブリッドを重視してきた日本メーカーにとって逆風の緩和要因である。したがって、長期的に日本車メーカーへの競争圧力が強まるリスクは無視できないが、少なくとも今後数年程度の時間軸で見れば、日本勢のHV・高付加価値車の競争力が下支えとなり、日本の自動車輸出が大きく縮小しない可能性はあるだろう。



しかし、AI分野でも見られるように、グローバルの競争環境は極めて速いスピードで変化しうる。上述の通り、EV、中国勢、国内人手不足、米欧の通商政策など、複数の逆風が同時に吹くなかで、自動車の貿易黒字が今後も日本の円を支え続けると無条件に考えることはできない。一方で、足元ではAIブームで電気機器への復権の期待もあるだろうが、果たして、自動車セクターの貿易黒字縮小リスクをどこまで緩和できるか。

### 為替を見る上での長期的なマクロの視点

円安をめぐる議論は、日米金利差や介入の有無に集中しがちである。しかし、より長い時間軸で見れば、為替を取り巻くフローの動向や生産性の議論も極めて重要である。自動車セクターの国内からの輸出力に変化が生じるなら、円の均衡水準そのものも変わり得るだろう。自動車セクターの動向は、もはや産業的な論点にとどまらず、円の長期的価値を左右するマクロ上の論点である。今後は、自動車輸出額、国内生産台数、海外生産比率、逆輸入の動向、米欧向け輸出の変化などを、為替を見るうえで注視する必要があるだろう。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号  
加入協会：一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会