

みずほマーケット・トピック(2024 年 7 月 10 日)

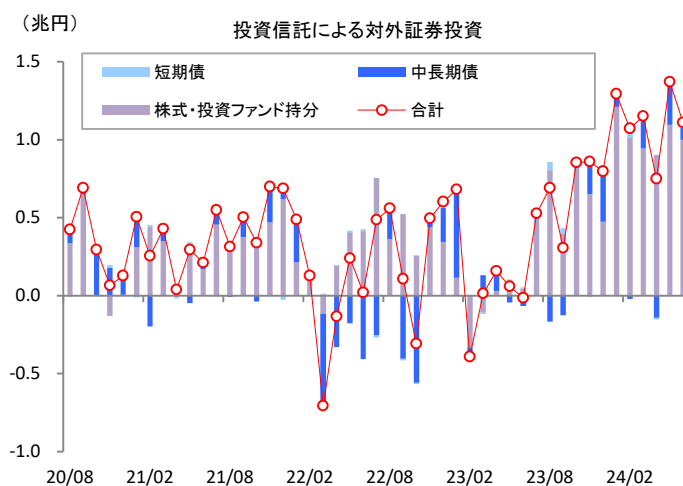
最近の円相場の需給環境について

ドル/円相場は 9 月利下げを既定路線として織り込みつつも、161 円台で値固めするような状況。結局、金利以外に需給構造の現状を丁寧に分析する必要がある。この点、投信経由の対外証券投資は年初 6 か月合計では+6 兆 7492 億円に達しており、23 年通年(+4 兆 5447 億円)の 1.5 倍に及んでいる。このままいけば 24 年の仕上がりは優に+13 兆円を超える。こうした数字に象徴される「家計の円売り」は文字通り別次元で日本の新常态。また、国際収支に目をやれば、統計上でこそ年初来の経常収支合計は+11 兆 1482 億円に達し、通年の仕上がりで言えば過去最大に至る可能性も視野に入っている。しかしキャッシュフロー(CF)ベースで見た場合は約▲1.4 兆円と若干の赤字。統計上は莫大な経常収支黒字を積み上げながら円相場が続落している以上、この論点は持続的な重要性を帯びる。この期に及んでは「円安は金利差だけではない」という言説も今や珍しくなくなっているが、これは 2 年前からある程度は分かっていた話。

～「家計の円売り」は年間 13 兆円を超えるペース～

ところで一昨日には財務省より 6 月の「対外及び対内証券売買契約等の状況(月次・指定報告機関ベース)」が公表されているので、毎月通り定点観測しておきたい。円安相場との関係で注目される日本から海外への対外証券投資は▲4 兆 9294 億円と統計開始以来で最大の売り越しを記録している。商品別に見ると、中長期債が前月の+2 兆 2981 億円の買い越しから▲3 兆 3502 億円の売り越しへ、株式・投資ファンド持分の売り越し額は▲5992 億円から▲1 兆 45 億円へ倍増している。短期債の売り越し額も前月の▲2041 億円から▲5748 億へ倍増している。もともと、6 月のドル/円相場は月初の 156 円近辺から月末には 161 円まで上昇しており、対外証券投資全体の動き(為替取引としては円買い・外貨売り)とは平仄が合わない。そもそも為替ヘッジ付きのフローが多かったのか、それとも貿易サービス収支(6 月は未公表)の赤字で相殺されてしまったのかは定かではないが、全体的な数字だけを見れば為替市場に大きな影響は無かったという整理になる。

投資家部門別の数字を見ると、新 NISA を受けた「家計の円売り」を反映する投資信託委託会社等(以下投信)は+1 兆 1103 億円の買い越しで統計開始以来で 4 番目の水準を記録している。これで投信経由の買い越しに関しては今年明らかになった 6 か月分のうち 5 か月分が統計開始以来で 1～5 位の買い越し規模を占めている。これで投信経由の買い越し額は年初 6 か月合計で+6 兆 7492 億円に達しており、2023 年通年(+4 兆 5447 億

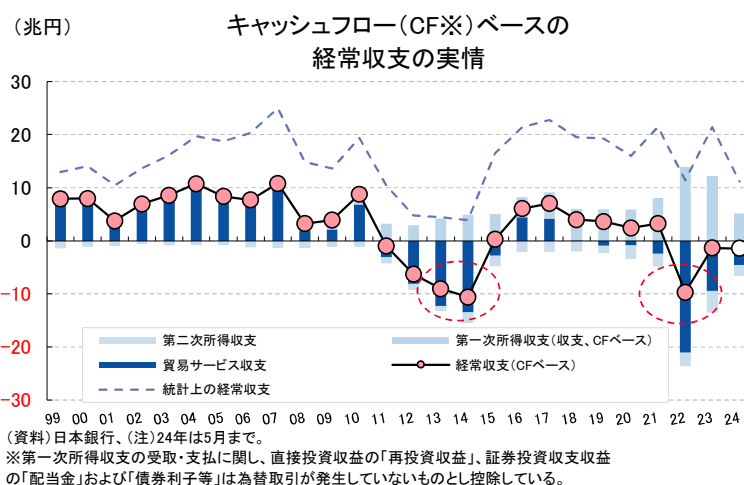


(資料)財務省、INDB

円)の1.5倍に及んでいる。このままいけば2024年の仕上がりは優に+13兆円を超えることになる。先月の本欄でも同様のことを述べたが、こうした数字に象徴される「家計の円売り」は文字通り別次元であり、日本の新常态と言って差し支えない。年初6か月間に関し商品別に見ると、短期債が+1540億円、中期債が+4313億円、そして株式・投資ファンド持ち分が+6兆1639億円の買い越しで、基本的に海外株式(恐らくは米国株式)への投資が多い。円安相場の動きから察するに、新NISAを契機に投資される海外投資には為替ヘッジが付いていないものが多いと推測する。

～統計上は過去最高の黒字も、CFベース経常収支は赤字続く～

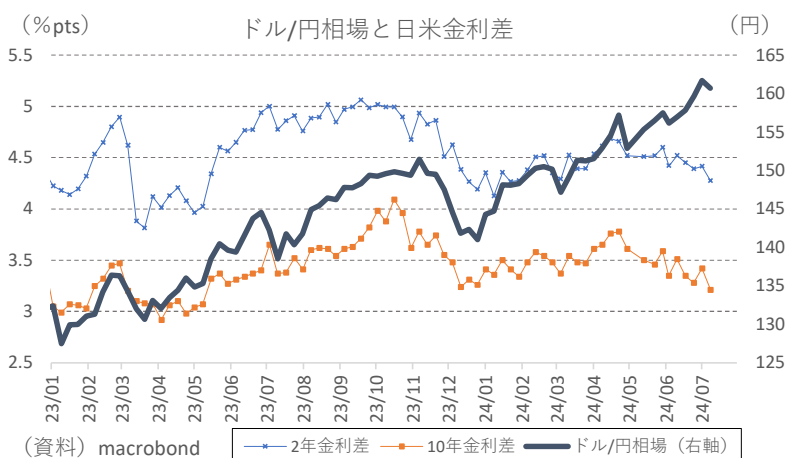
一方、同時に発表された本邦5月国際収支統計は経常収支に関し、+2兆8499億円の黒字だった。貿易サービス収支は▲1兆1066億円と2か月連続で▲1兆円の大打を打っているものの、第一次所得収支が+4兆2111億円と過去最大の黒字でカバーする構図が続いている。これで年初来の経常収支黒字は+11兆1482億円に達している。通年の仕上がりは過去最大に至る可能性も視野に入る。しかし、第一次所得収支の黒字のうち円転されないであろう項目(再投資収益や債券利子など)を調整したキャッシュフロー(CF)ベース経常収支で見た場合、年初来の経常収支は約▲1.4兆円と若干の赤字である。もちろん、円転に関する考え方で黒字にも赤字にもなり得る状況だが、少なくとも統計上の数字である+11兆円を超える黒字を額面通り受け止めることは危険だろう。この点はもはや今の為替論壇においてコンセンサスになっていると言って良い。



調整したキャッシュフロー(CF)ベース経常収支で見た場合、年初来の経常収支は約▲1.4兆円と若干の赤字である。もちろん、円転に関する考え方で黒字にも赤字にもなり得る状況だが、少なくとも統計上の数字である+11兆円を超える黒字を額面通り受け止めることは危険だろう。この点はもはや今の為替論壇においてコンセンサスになっていると言って良い。

～金利差、国際収支でなければあとは投機？～

対ドルであれ、名目であれ、実質であれ、そして実効ベースであれ、年初来(というより過去2年半)の円相場については独歩安という形容が当てはまる。こうした動きに対してもはや金利差で捕捉できないことは明らかであり、むしろ今年度に入ってから逆相関と言っても良い構図が定着している。今更になって「円安は金利差だけではない」という言説が流布され始めているが、過去2年以上、本欄では実効ベースの円相場の下落幅から判断する限り、金利差だけで説明するのは困難と



の立場を貫いてきた。もちろん、金利差も無関係ではないだろう。しかし、110 円付近から 160 円を超えるまでの円安をそれだけで整理するのは無理筋である。統計上の経常黒字を積み上げても、結局実体としての CF が付いてきていないことも円安相場の一因である。

また、そうした金利差、需給(国際収支)という基礎的要因を押さえた上で、尚、今の円安が行き過ぎであるとするれば、それはやはり投機的な動きという説明も勘案する必要がある。投機の定義は明確ではないが、冒頭で論じているような新 NISA 経由の「家計の円売り」も金利差や経常収支からだけでは説明できない円安に一役買っていそうである。もちろん、これを投機と呼ぶべきではないだろうが、2024 年を境に突然始まってしまった新しいフローだけに、これが従来の分析からだけでは捉えられない円安に寄与している可能性は相応に高いと思われる。

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

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

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.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
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見たECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「増で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の賃上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～涉む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)