

みずほマーケット・トピック(2024年10月8日)

## 円相場の基礎的需給環境の現状と展望

ドル/円相場は148円近傍で推移している。投機の持ち高が中立化された後の方向感まで考えると、足許の円安相場にはさほど迫力と持続性を感じず。確かに、米9月雇用統計やそれに伴う円安・ドル高の動きは凄まじいものであったが、再現性には乏しい。一時的に150円台に復帰する可能性はあっても、その先が続くのか。円相場の需給環境は明らかに改善の途上にある。8月国際収支統計を踏まえCFベース経常収支を計算すると3か月連続で黒字。CFベースで黒字が3か月続いたのは今次円安局面では初。需給改善を受けて円安局面がピークアウトしているという主張に大きな無理はない。投機の円ロングが巻き戻されて急激な円安が起きても需給面からはその持続力には疑問符が付くというのが筆者の基本認識。もっとも、注目されるデジタル赤字は今年初の▲6兆円台を超えて▲7兆円に迫る可能性も。非常に長い目で見た場合、円相場の脆弱性が増しているという事実は否めない。短・中・長期で分析視点を整理すべき。

### ～円安、迫力と持続性には疑問～

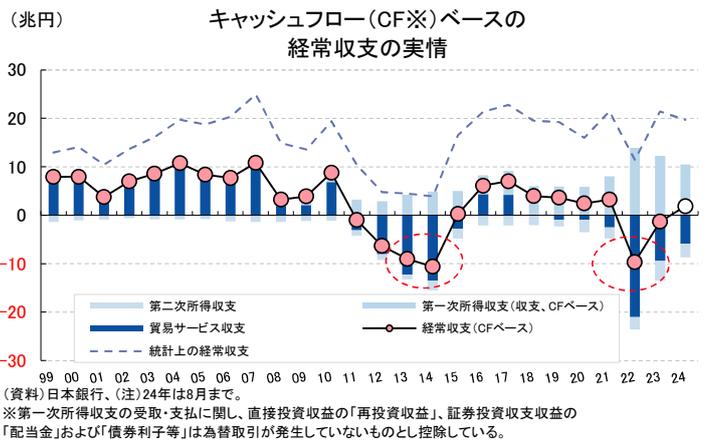
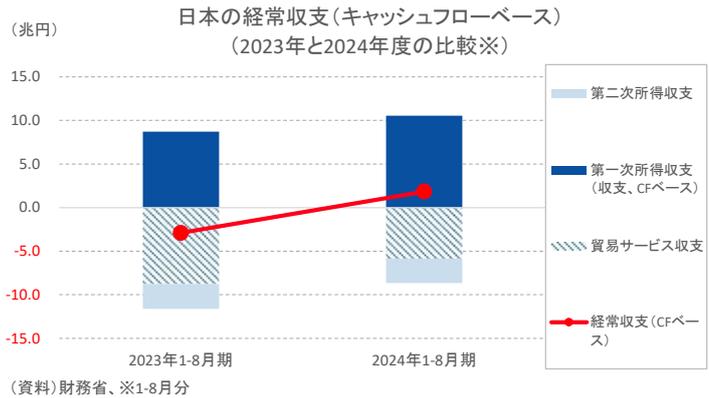
ドル/円相場は148円近傍での推移が続いている。IMM通貨先物取引に象徴されるように、依然として投機筋の持ち高が円ロングに傾斜しているとすれば、当分、円相場はその巻き戻しによって軟調を強いられても不思議ではない。昨日の本欄でも述べた通り、そうした投機の持ち高が中立化された時点で150円を突破している可能性は否めない。しかし、問題は投機が去った後の方向感だ。2022～2023年は金利差を意識した投機的な円売り、機関・個人双方の投資家による円売り、そして巨額の貿易赤字と多くの要因が円安を支持していた。だからこそ、あれほどの規模と持続力を伴った円安局面が醸成されたのである。需給面で振り返れば、筆者試算のキャッシュフロー(CF)ベース経常収支で2022年は約▲9.7兆円、2023年は約▲1.3兆円と赤字だった(ちなみに統計上はそれぞれ約+11.4兆円、約+21.4兆円の黒字)。金利面では、この間、日銀の金融政策はマイナス金利が堅持され、FRBのそれは過去最速ペースで利上げされてきた。円安は必然だった。

足許の円安相場にはそれほどの迫力と持続性を感じない。確かに、米9月雇用統計やそれに伴う円安・ドル高の動きは凄まじいものであったが、再現性に乏しいと言わざるを得ない。10月や11月の雇用統計でもポジティブサプライズが続けば、いよいよ利下げ局面の早期終了が争点化するかもしれないが、それを理由に円安局面の再始動を想定するには早過ぎるだろう。

### ～鮮明になる需給改善～

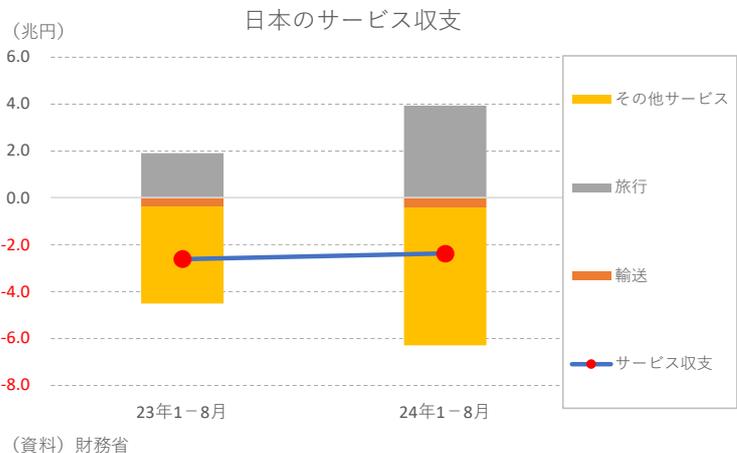
しかも、円相場の需給環境は明らかに改善の途上にある。今朝財務省から公表された本邦8月国際収支を踏まえ、円の基礎的需給環境を整理しておきたい。1～8月合計で経常収支黒字は約+19.7兆円で、これは比較可能な1996年以降、1～8月合計としては最大である。ちなみに昨年同期は約+13兆円であった。統計上の数字だけを見ても円の需給環境が前年比で大幅に改善していることが分かる。こうしたイメージは筆者試算のCFベース経常収支でも同じだ。8月単月のCFベ

一ス經常収支は約+8000 億円と3 か月連続の黒字を記録している。CF ベース經常収支が3 か月連続で黒字だったのは2021年5～7月以来、即ち2022年3月以降に始まった今次円安局面では初めてとなる。1～8月合計で見た場合、昨年は約▲2.9兆円の赤字であった一方、今年は約+1.9兆円まで回復している(右図・上)。貿易サービス収支の赤字が約▲8.7兆円から約▲5.9兆円へ縮小していることが大きい。第一次所得収支がCFベースで見ても約+8.7兆円から約+10.5兆円へ拡大している。CFベースの数字を算出する上で重要な再投資収益が暦年統計の確定時まで不透明な部分が大きいため確たることは述べにくいものの、需給改善を受けて円安局面がピークアウトしているという主張に大きな無理はないように思える。CF ベース經常収支は2017～19年で平均+4.9兆円の黒字があった(図・下)。現状はその水準までの復元が視野に入っており、投機の円ロングが巻き戻されて急激的な円安が起きたとしても、需給面から言えば、その持続力には疑問符が付くというのが筆者の基本認識だ。円安の長期化にはFRBの利下げ路線もしくは日銀の利上げ路線について、いずれかもしくは双方について「その可能性が潰えた」という確信を要するが、この点はまだ確信を持ち得ない。現状はあくまで次回会合への期待形成が相場の雰囲気支配しており、需給環境を冷静に解釈しようという視点が弱いように思える。



### ～デジタル赤字は初の▲7兆円台も視野～

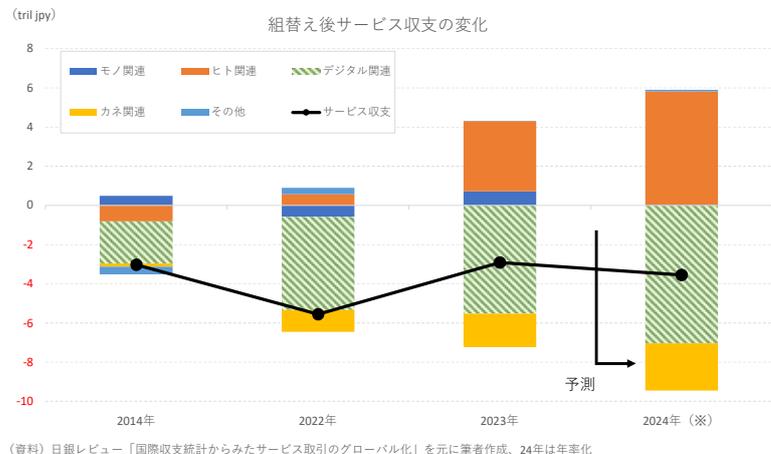
照会が多い論点ゆえ、デジタル赤字に象徴される「新時代の赤字」ことその他サービス収支赤字の現状についても整理しておきたい。これは經常収支全体から得られるイメージとは裏腹に継続的に赤字が拡大している。まずサービス収支全体について1～8月合計の数字を整理しておく、昨年の約▲2.6兆円に対して今年は約▲2.4兆円とわずかに改善している。デ



ジタル赤字を含む其他サービス収支赤字は約▲4.1兆円から約▲5.9兆円へ拡大しているもの

の、旅行収支黒字が約+1.9兆円から約+3.9兆円へ倍増していることでサービス収支全体の赤字が限定されているのである(前頁図)。近年の日本のサービス収支ではお決まりの構図だ。

しかし、過去の本欄でも繰り返し論じてきたように、問題は現状ではなく未来である。「観光産業が稼いだ外貨で、デジタル産業へ支払う外貨を賄う」という構図が持続できているのはあくまでスナップショットであり、今後とも続けられるのかどうかは相当に疑義がある。人手不足が極まってくるであろう日本において労働集約的な観光産業が稼得できる外貨はピークアウトする公算が大きい。片や、資本集約的なデジタル産業へ支払う外貨は社会における AI 需要などに鑑みれば、恐らく増えていくのだろう。日本のサービス取引を取り巻く「ヒト vs. デジタル」という構図は現状でもヒトがデジタルに対して力負けしているわけだが、今後ますますデジタルに押し込まれてくる懸念がある。



1～8月合計のデジタル赤字は昨年の約▲3.8兆円に対し、今年は約▲4.7兆円まで拡大している。通年で見た場合、2023年は約▲5.5兆円だったが、恐らく今年は▲7兆円台に届く可能性すらある。既に日本の貿易収支赤字に匹敵する項目としてデジタル赤字が存在していることは念頭に置きたい。もちろん、旅行収支黒字も今年は初の+5兆円台に達する可能性があるが、互いの持続可能性まで踏まえると、やはり日本から漏れる外貨は今後デジタル分野を中心に増えていかざるを得ないように思えるし、その帳尻は恐らく円安で合わすしかないように思える。

### ～短期・中期・長期の目線で切り分けるべし～

円相場のイメージについてまとめると、短期的には投機の巻き戻し主導で円安に跳ねやすい(一時的に150円台も)という展開は想定されるが、今後1年程度という中期的な目線に立てば、CFベース経常収支の黒字転化に象徴される需給環境の改善を視野に円安に歯止めがかかりやすい地合いとも見受けられる。だが、さらに長期的な目線に立てば、現在はサービス収支赤字が拡大しないように「踏ん張っている」という状況過ぎない。今後、デジタル分野を中心としてサービス収支赤字が拡大し、経常収支黒字が目減りしていく未来まで視野に入れれば、やはり円相場の脆弱性は構造的に増していると考えるのが妥当ではないだろうか。

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](mailto: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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日      | 過去6か月のタイトル                                 |
|------------|--|
| 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～思い出される期代論と今後～                     |
| 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                       |
| 2024年8月20日 | 企業買収を通じた対内直接投資の現状について                      |
| 2024年8月19日 | 財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～             |
| 2024年8月16日 | 週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)              |
| 2024年8月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)                |
|            | ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～                    |
| 2024年8月14日 | 24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～                      |
| 2024年8月13日 | 投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～                    |
| 2024年8月9日  | 週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)        |
| 2024年8月8日  | 「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～               |
| 2024年8月2日  | 週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～) |
| 2024年8月1日  | 日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～                       |
| 2024年7月25日 | 週末版  |
| 2024年7月24日 | インバウンド、「量」から「質」の意味するもの                     |
| 2024年7月23日 | バイデン撤退も市場動かさず～円ショートは依然膨大～                  |
| 2024年7月19日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「買金は必ず下がる」という自信～)         |
| 2024年7月18日 | 日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～                      |
| 2024年7月17日 | 進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～                     |
| 2024年7月16日 | 復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～                 |
| 2024年7月12日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)                |
|            | 週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)               |
| 2024年7月11日 | 株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方                        |
| 2024年7月10日 | 最近の円相場の需給環境について                            |
| 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～上がる期待待～                     |
| 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直し～                     |
| 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資金と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 | 垣間見えた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～)              |