みずほマーケット・トピック（2024 年 11 月 11 日）

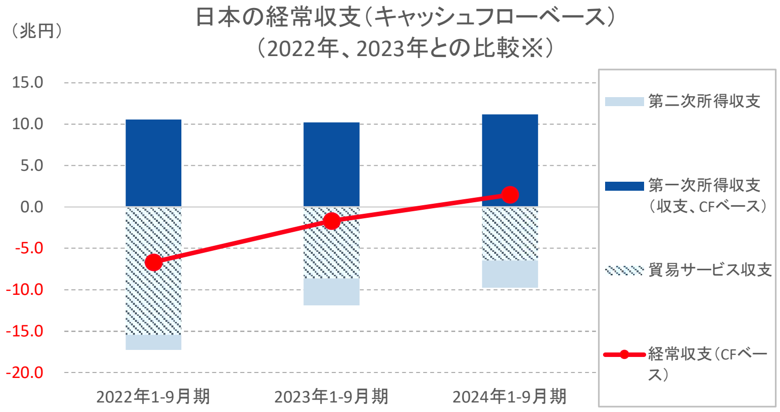
弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」

現状の円安相場を理解するのであれば「実需の円売り」が後退する一方、「投機の円売り」は加速しているという構図。「実需の円売り」に関しては国際収支統計から捕捉可能。CF ベース経常収支の 1～9 月合計に関して 2022 年以降の動きと比較すると、2022 年は約▲6.7 兆円、2023 年は約▲1.7 兆円だが、今年は約+1.5 兆円と黒字を回復している。資源価格の落ち着きや旅行収支黒字の拡大を背景として貿易サービス収支赤字が縮小していることが大きい。もっとも、中長期的に問題視されるデジタル赤字を中心とする「新時代の赤字（≒その他サービス収支赤字）」は 2 年で約 1.7 倍に膨らんでおり、今後、旅行収支黒字が頭打ちになれば必ず問題が表面化するはず。いずれにせよ、現状の円安相場は過去 2 年以上続いた相場と比べると実需の追い風が無い分だけ安定感に欠ける一方、投機の追い風を受けて大きなボラティリティが出やすくなる恐れがある。円安方向の動きに構えつつも予想レンジは広く設定した方が良い。

～円相場の需給は改善中～

今朝財務省から発表された 9 月国際収支は経常収支が+1 兆 7171 億円と黒字幅としては今年 1 月以来の小さな水準に落ち着いている。もっとも、前月は+4 兆円近くの黒字であり、それ以前にも+3 兆円を超える黒字が断続的に確認されてきたことを踏まえれば、2024 年初来の黒字額は極めて大きな仕上がりとなっている。夏場以降の本欄では繰り返し確認している事実だが、収まらない円安傾向とは裏腹に国際収支統計から得られる円の需給イメージは明らかに改善傾向にある。2022～23 年は「統計上の黒字」を確保しても、第一次所得収支黒字で円転されないフローを控除したキャッシュフロー（CF）ベース経常収支で見ると安定的な黒字が確保できないという状況が続き、それが円安相場の底流にあるというのが筆者の仮説であった。これが構造円安説の要諦である。

しかし、CF ベース経常収支の 1～9 月合計に関して 2022 年以降の動きと比較すると、2022 年は約▲6.7 兆円、2023 年は約▲1.7 兆円だが、今年は約+1.5 兆円と黒字を回復できている（図）。図示するように、この最大の原動力は貿易サービス収支赤字の縮小である。より詳細に言えば、①資源価格の落ち着きに伴い貿易収支赤字が縮小傾向にあること、②旅行収支黒字が前年比で拡大傾向にあることが挙げられる。それぞれ数字を見ておくと、1～9 月合計に関し、旅行収支黒字は 2023 年の+2 兆 4180 億円から今年は+4 兆 3542 億円と倍近くに増えており、貿易収支赤字も▲5

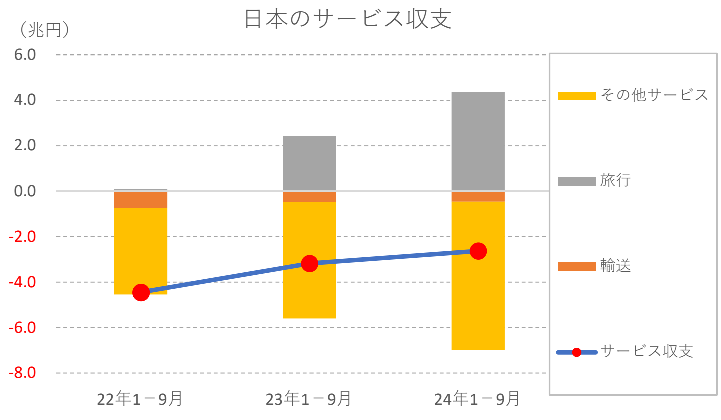


（資料）財務省

兆4540億円から▲3兆8123億円へ縮小している。そうした動きを背景として貿易サービス収支赤字は▲8兆6337億円から▲6兆4434億円へ2兆円以上も改善している。また、第三の理由として③CFベースで見た第一次所得収支黒字が僅かに拡大しているという点も挙げられる。2023年1～9月期を例にとると、第一次所得収支黒字は統計上で+26兆4022億円の黒字、筆者試算のCFベースでは約+10兆円の黒字だった。これに対し、今年1～9月期を例にとると、統計上で+32兆1904億円の黒字、CF ベースでは約+11.2 兆円の黒字である。円転率(円転された第一次所得収支黒字÷第一次所得収支黒字の合計)は前年比でやや下がっているが、統計上の黒字が前年比で+6兆円以上も(恐らく円安もあって)かさ上げされているためCFベースで見た第一次所得収支黒字、ひいては経常収支黒字も改善しているという実情がある。いずれにせよ経常収支から判断される「実需の円売り」の勢いは、近年においては鈍化傾向にあると考えて良いだろう。

～デジタル赤字は2年で約1.7倍～

なお、旅行収支黒字の急拡大と相まってその問題が表面化していないものの、筆者が「新時代の赤字」として注目してきたデジタル赤字を中心とするその他サービス収支赤字は過去最大の記録に向けて拡大中である。同じく 1～9 月合計に関して比較すると、その他サービス収支赤字は 2023 年の▲5 兆1152億円から今年は▲6兆5208億円へ拡大している。ちなみに2022年は▲3兆8128億円だったので2年で約1.7倍に膨れ上がったことになる。その他サービス収支(新時代の赤字)のうち、デジタル関連収支に類する部分に着目すれば2022年は約▲3兆5091億円、2023年は▲4兆2126億円、今年は▲5兆1639億円へと順当に拡大している。これも2年で約1.7倍ゆえ、「新時代の赤字」はデジタル分野にけん引された赤字と言って差し支えないことも分かる。

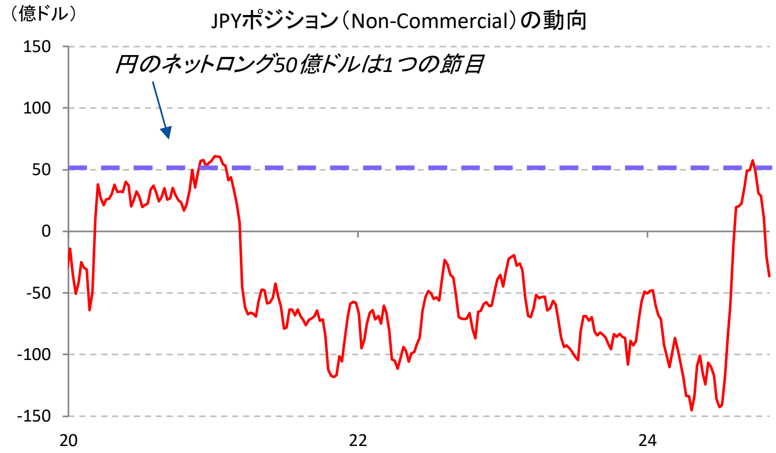


(資料)財務省

重要なことは旅行収支黒字の顕著な拡大は昨年 3 月まで水際対策をしていたことの反動だが、デジタル関連収支はあくまで自然体で増勢が続いているという違いである。常々論じているように、日本の国際収支の未来を考えるのであれば、「増え続けるデジタル関連収支赤字、人手不足で頭打ちが見えている旅行収支黒字」という構図は懸念されてしかるべきであり、必然的にサービス収支赤字が拡大基調に入っていくことが予見される。それ自体は構造的な円安要因に違いない。

～「投機の円売り」の反動を警戒～

いずれにせよ 2024 年初来の数字を見る限り、経常収支構造の脆弱性に起因する「実需の円売り」は後退している印象が強い。にもかかわらず円安が進んでいるのは9月以降、米国経済に対するノーランディングシナリオが確度を増しており、これに伴って FRB へのタカ派観測も強まり、日米金利差が再拡大を強いられているためだ。かねて論じているように、為替相場の方向感は金利動向に伴う投機筋の挙動に依存しやすいが、水準感は需給に依存しやすいというのが筆者の認識で



（資料）CFTC、Bloomberg

ある。2022年3月の110円付近から2024年7月の160円までの動きを日米金利差拡大だけで説明するのは難しい。そこにはCFベース経常収支の赤字化や新NISA稼働に伴って急遽登場した「円の新しい売り手」である家計部門の存在など、基礎的需給環境の激変も考慮されるべきだろう。上述したように現状では需給の改善が明らかに進んでいるものの、ノーランディングシナリオに賭けた円キャリー取引が復活しつつある。投機筋の動向を反映されるIMM通貨先物取引の状況を見ると、投機の円売り持ち高は今年7月末以来の水準に達している（図）。

現状は「実需の円売り」が後退する一方、「投機の円売り」は加速しているという構図である。実需の支えを欠いた円安相場は薄氷でもあり、米国経済に対する自信と共に雲散霧消しやすいことは8月初頭に見た通りだ。過去2年以上続いた円安相場と比べると実需の追い風が無い分だけ安定感に欠ける一方、投機の追い風を受けて大きなボラティリティが出やすくなる恐れはある。足許の相場つきを受けて、160円や165円まで続伸するというやや気の早い見通しも散見され始めているが、そこへ到達するにしてもと「実需の円売り」を埋めるだけの大きな「投機の円売り」が必要になるのではないか。だとすると、円安方向の動きに構えつつも予想レンジは広く設定した方が良い。

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
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
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～「賃金は必ず下がる」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、「正真正銘のバブル超え」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～円は正真正銘の最弱通貨～
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～