

みずほマーケット・トピック(2024 年 12 月 3 日)

2025 年見通しのポイント～需給編その②～

昨日の本欄では 25 年の経常収支の各項目について現時点で筆者が抱くイメージを論じた。これを元にキャッシュフロー(CF)ベース経常収支の 25 年見通しを試算すると+1.2 兆円程度の黒字で概ね均衡といったイメージに。「実需の円売り」が円安相場を主導した 22 年や 23 年のような状況は再現されず、金利差の説明力、言い換えれば「投機の円売り」の威力が相対的に上がりやすい年になると考えられる。実需が均衡イメージを維持する中で投機が相場動向を支配するとボラティリティは上がりやすくなるため、日銀の正常化は阻害されやすい可能性。また、今年の CF ベース経常収支がそれほど悪化せずとも円安地合いが続いた背景には「家計の円売り」も効いていたと推測するが、25 年も家計の投資意欲は維持されるだろうか。疑問もある。また、政府目標である対内直投残高を実現するには 25 年から 30 年までに年平均で約+8 兆円のフローが必要になる。本当に実現するならば「家計の円売り」はオフセットされることとなる。総じて 25 年の需給環境は積極的に円安を支持するものではなく、方向感金利に委ねられる。

～CF ベース経常収支は均衡のイメージ～

昨日の本欄では 2025 年の経常収支の各項目について現時点で筆者が抱くイメージを論じた。その議論を数字でまとめたものが右表になる。繰り返しになるが、経常収支に影響する変数は非常に多く、現実の数字は大いに可変的である。とはいえ、キャッシュフロー(CF)ベース経常収支

2025年、CFベース経常収支はどうなりそうか？例えば・・・

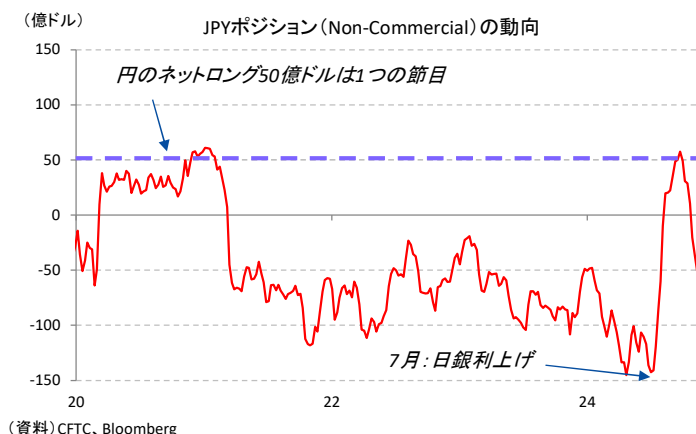
項目	金額(兆円)	備考
① 貿易収支	-4.0	原油価格下落で改善
② サービス収支	-3.6	
旅行	5.0	増勢がストップ。遂にピークアウトか？
輸送	-0.6	例年並み(※)
その他	-8.0	デジタル赤字は▲7兆円台後半へ？
③ 第一次所得収支	40.0	24年並みを想定(※)
④ 第一次所得収支(CFベース)	13.0	※過去5年平均の円転率(37%)を想定
⑤ 第二次所得収支	-4.1	24年並みを想定(※)
経常収支(CFベース)	1.2	①+②+④+⑤
経常収支(統計上)	28.3	①+②+③+⑤

(資料)日本銀行より筆者作成、※24年1-9月合計に23年10-12月期を足した数字で仮置き。

支の見通しに関する照会是非常に多いため、表のようなかたちで示しておきたい。ちなみに、昨年の本欄¹でも同じようなイメージを作り、CF ベース経常収支は+3 兆円程度の黒字と予想していた。現状、1～9 月分までで約+1.5 兆円の黒字なので、大きく外れることなく推移している。もちろん、これを的中させたとしても円相場見通しの高い精度が保証されるわけではないが、CF ベース経常収支の大幅赤字が視野に入る状況で円相場の騰勢が続くことも恐らくは難しい。大きな過ちをしないために需給の補足は必要である。ここで CF ベースの数字に落とし込むにあたっては、既に年次データが確定している直近 5 年間(2019～2023 年)の第一次所得収支の円転率(確実に円買いが発生すると思われる第一次所得収支黒字の割合)を平均し、当てはめている。この数字を用いた上で 2025 年の CF ベース経常収支を試算すると+1.2 兆円程度になる。概ね均衡といったイメージで差

¹ 本欄 2023 年 12 月 18 日号「2024 年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～」

し支えない。「実需の円売り」が円安相場を主導した 2022 年や 2023 年のような状況は再現されず、金利差の説明力、言い換えれば「投機の円売り」の威力が相対的に上がりやすい年になると考えられる。ちなみに、2024 年もそのような年だった。かねて本欄で繰り返しているように、実需が均衡イメージを維持する中で投機が相場動向を支配すると、ボラティリティは上がりやすい。今年で言えば 8 月初頭や 11

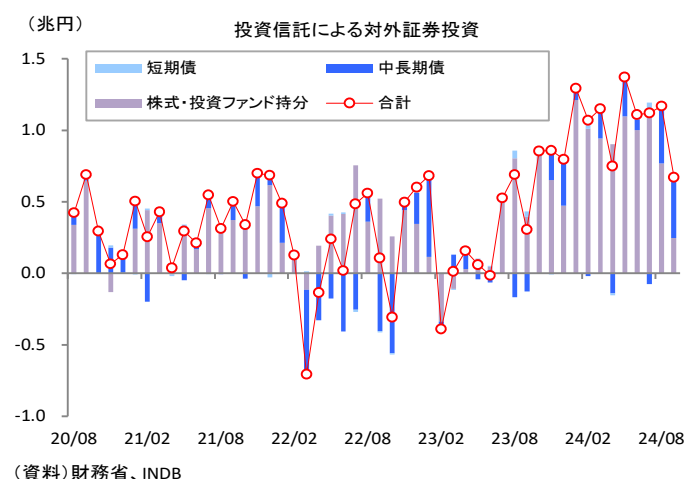


月末に見たような円相場の急騰、これに連れた日本株の動揺は起きやすくなる(図)。そのような状況が慢性化してしまうと、日銀は正常化方向の政策運営をやりづらくなるだろう。起きている為替変動が実需・投機のいずれによって駆動されているのかは為替見通しを語る上で明示すべきである。それにより相場変動の持続性を推し量ることができるし、また、変動の幅についてもイメージを構えておくことができる。また、想定外の事象が発生した場合も丁寧な説明が可能になるだろう。日米金利差の拡大・縮小に応じた説明は、どうしても投機のパターンをフォローするだけに終始しやすい。

例えば、9 月末以降の本欄では「実需の円売り」無き円安相場は薄氷であり、急激な円高を招くことに警鐘を鳴らしてきた。11 月最後の 1 週間で約 5 円も値が飛んだことは必然と言える。

～「家計の円売り」の行方～

なお、ここまでは需給編と銘打ちながら、経常収支に議論の的を絞ってきた。実際、経常収支が最も包括的な需給環境をイメージするのに相応しい計数であることは論を待たない。しかし、今年は新 NISA などに伴う「家計の円売り」も円安相場に寄与していると言われてきた。この点をどう考えておくべきか。過去の本欄でも懸念を示したように、9 月以降、投資信託経由の対外証券投資は明確に失速している(図)。これが復調に至る可能性は相応に



高いとしても、資産運用立国元年とも称され、年初から熱狂に沸いたようなムードは再現されないかもしれない。このままいけば、今年の「家計の円売り」は 10～11 兆円程度に及ぶ。今年の CF ベース経常収支が黒字転化しているにもかかわらず円安基調が目立ったのは、こうしたフローが影響した可能性も否めない。今年対比で 10～20%減速するだけで 1～2 兆円の円売りが市場から消えることになるため、そのインパクトは看過できないものがある。「初年だけやってみた」という投資家も多いのだとすると、その可能性はないわけではない。想定以上に円安が進まないとすれば「家計の円売り」がガス欠を起こす状況などが想像される。

～対内直接投資は安定的に見られるのか？～

CF ベース経常収支が 2024 年並みに

とどまり、「家計の円売り」が縮小するなら

ば、やはり需給面での円安圧力は減退す

る可能性が高いということになるろうか。その

上で円買い方向の気になる動きもある。

政府が旗振りを行う対内直接投資の促進

がそれだ。現状では 2030 年までに 100 兆

円が政府目標として掲げられている。

2023 年末で約 50 兆円なので、これを達

成するには今年含めて年間 7 兆円超の

対内直接投資を引き込む必要がある。しかし、今年は年初 9 か月間で+1.6 兆円（年率化しても+2.1

兆円程度）にとどまっている。仮に、今年が 2 兆円程度で終わるのだとすると、政府目標実現のためには 2025 年から 2030 年までに年平均で約+8 兆円（（50 兆円-2 兆円）/6 年間）の対内直接投

資が必要になる。恐らくはアウトライト取引である直投フローでこの規模が実現すれば非常に大きな

話ではある。例えば、本当に年間+8 兆円増えた場合、「家計の円売り」は相殺されることになる。現

時点ではその勢いはないものの、政府の後押しもあって、増勢自体は続くと考えておくのが合理的

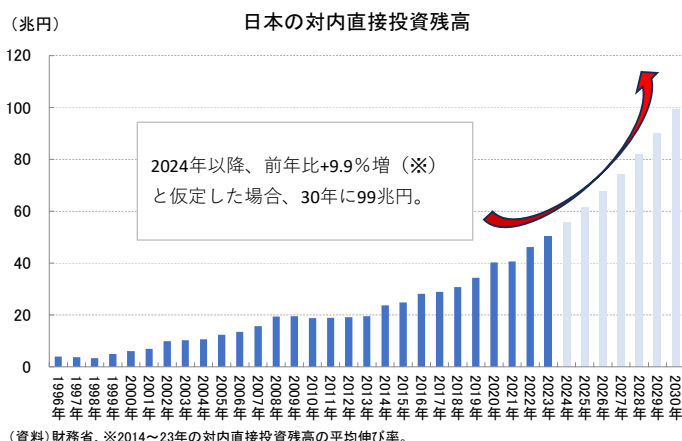
なのだろう。円売り圧力は多少なりとも相殺される話になる。

総合すれば、2022 年や 2023 年のような円安相場の再現は需給面からは支持されず、円安が焚

きつけられるとしてもそれはもっぱら日米政策金利への思惑を理由としたものにならざるを得ない展

開が予想される。この辺りは日米中銀の政策金利の軌道を議論することになるが、金利やそれ以

外の変動要因にまつわる議論は明日以降の本欄に譲りたい。



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12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
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」
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、「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～