

みずほマーケット・トピック(2024 年 12 月 10 日)

続・円相場の需給環境について～25 年ポイント補足～

昨日の本邦 10 月国際収支統計を踏まえても、25 年のキャッシュフロー(CF)ベース経常収支のイメージは変わらず「概ね均衡」。一部予想では 25 年度の貿易収支に関し、黒字転化も期待されており、25 年の需給環境が 24 年対比で改善するというシナリオはコンセンサスと言えそう。経常収支以外では新 NISA を契機に注目されるようになった「家計の円売り」の行方も気がかかり。投資信託経由の対外証券投資は 1～11 月合計で+10 兆 6792 億円に達している。昨年の 2.5 倍近い数字であり、24 年は円相場に「新しい売り手」が生まれた年だったと言って差し支えない。しかし、こうした動きを永続的なものとして見て良いのかどうかはまだ判然としない。直近 3 か月の平均買い越しペースは例年並みに萎んでおり、今年は特別だったという可能性もある。「家計の円売り」も前年比で衰え、貿易収支主導で経常収支も改善するのであれば、少なくとも需給面から 25 年の円相場が続落するような絵図はやはり描きづらいか。

～2025 年、貿易黒字転化の予想も～

先週の本欄では 2025 年見通しのポイントに関し、需給の観点から 2 回にわけて議論した。結論としては、輸入金額の縮小、旅行収支黒字のピークアウト、デジタル赤字の拡大などが争点化する中、2025 年のキャッシュフロー(CF)ベース経常収支は+1.2

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	24年並みを想定(※)
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	39.8	24年並みを想定(※)
④ 第一次所得収支(CFベース)	12.9	※過去5年平均の円転率(37%)を想定
⑤ 第二次所得収支	-4.3	24年並みを想定(※)
経常収支(CFベース)	1.0	①+②+④+⑤
経常収支(統計上)	27.9	①+②+③+⑤

(資料)日本銀行より筆者作成、※24年1-10月合計に23年11-12月合計を足した数字で仮置き。

兆円程度と結論付けた。昨日、財務省から公表された 10 月国際収支統計を踏まえ、予測の前提が変わるため改めて試算したものが表となる。それでも CF ベース経常収支は約+1.0 兆円となり、「概ね均衡」といったイメージは変わらない。なお、こうした需給予想において最も重要かつ不透明感の大きい項目が貿易収支になる(※通関ベースではなく国際収支ベースで議論)。筆者は 2024 年の貿易収支を仮に▲6 兆円と置き、原油価格の下落や円安の落ち着きを踏まえ、その半分(▲3 兆円)から 3 分の 2(▲4 兆円)と仮置きしている(表中では保守的に▲4 兆円とした)。この点、先週 6 日には日本貿易会(JFTC)が総合商社大手 7 社¹による貿易見通しを公表しており、ここでは 2025 年度(2025 年 4 月～2026 年 3 月)の貿易収支について約+2 兆円の黒字が予想されていた。各商社の社内外へのヒアリングなどに基づき、商品別の需要等を細かに積み上げ、マクロ分析による判断も考慮されているという。筆者見通しよりもボトムアップで作られているものであり、粒度は細かいと言える。仮に、貿易収支の黒字転化を前提とするならば、CF ベース経常収支がパンデミック前の

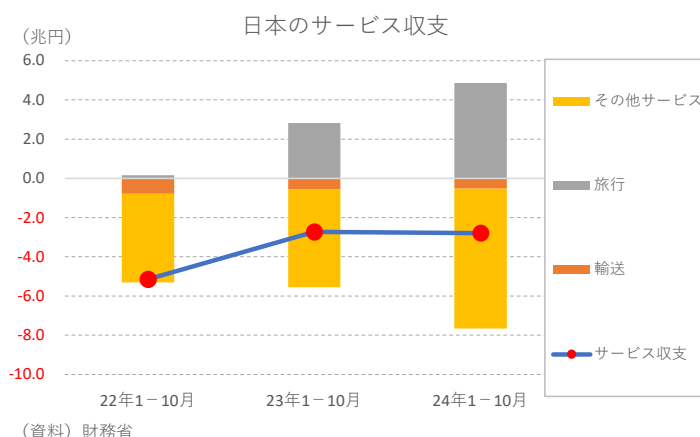
¹ 伊藤忠商事(株)、住友商事(株)、双日(株)、豊田通商(株)、丸紅(株)、三井物産(株)、三菱商事(株)の 7 社

水準に復元することになるため、今次円安局面も大きな岐路を迎える可能性が視野に入る。

なお、日本貿易会の見通しも「輸出以上に輸入が減少することで貿易収支は改善する」との趣旨が重視され、特に円安と資源高のピークアウトが輸入を価格面から押し下げる効果が大いだとされている。厳密には数量面では国内外の景気持ち直しを受けて増加が見込まれるものの、円高によって輸出入ともに価格面が抑制され、特に輸入は資源価格の前年比下落も加わるという状況になる。結局、為替や商品といった市況要因次第と言えなくもないが、現時点で入手可能な情報に基づけば、2025 年の需給環境が 2024 年対比で改善する可能性は高い。

～旅行とデジタルの綱引きは続く～

市況要因は正確に読めないのだから、確実に訪れそうな変化を押さえておく必要がある。経常収支のなかで 2025 年、最もダイナミックに動く項目はサービス収支になるはずだ。端的には過去最大の黒字を更新する旅行収支に対し、過去最大の赤字を更新するその他サービス収支赤字という構図がより大きな規模で明示されるはずである。1～10 月合計に関して言えば、旅行収支は 2023 年の+2 兆 8238

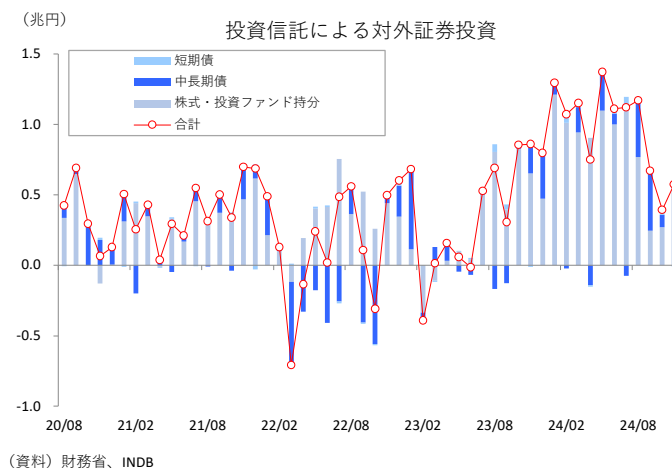


億円から+4 兆 8629 億円へ黒字が急拡大しているものの、その他サービス収支は▲5 兆 225 億円から▲7 兆 1362 億円へ、赤字も急拡大している。結果的にサービス収支赤字は▲2 兆 7303 億円から▲2 兆 7899 億円で、殆ど変わっていない。旅行収支黒字があるため、デジタル赤字の急拡大による需給環境全体へのダメージが糊塗されている状況とも言える。だが、過去の本欄でも繰り返し論じているように、旅行収支黒字は労働供給の制約に直面する中、近い将来のピークアウトが視野に入る。これに対し、デジタル赤字は価格・数量両面から膨らむことが予見される。サービス収支にまつわる不安は現状ではなく未来にあるという点を 2025 年も指摘し続けていきたいと思う。

～「家計の円売り」は戻るか？～

経常収支以外では、新 NISA を契機に注目されるようになった「家計の円売り」の行方も需給環境に大きな影響を与える。昨日に明らかになった数字を踏まえた投資信託経由の対外証券投資は 1～11 月合計で+10 兆 6792 億円に達している。昨年 1 年間で+4 兆 5447 億円だったことを踏まえれば、2024 年は円相場に「新しい売り手」が生まれた年だったと言って差し支えない。しかし、これが永続的な事実なのかどうかはまだ判然としない。次頁図に示されるように、9 月以降、その勢いは著しく衰えており、果たして 2024 年初来からの勢いが資産運用立国元年ゆえのご祝儀的な動きだったのか、今年 8 月 5 日の令和版ブラックマンデーの影響なのか、それとも例年 9 月以降には成長投資枠(年 240 万円)を使い切ってしまう行動パターンになっていくのかなど、現時点で言えることは多くない。しかし、仮に直近 3 か月(9～11 月)の平均買い越しペースである約+3500 億円が本

来の姿だとすれば、年間で約+4.2 兆円というイメージになる。これは 2023 年とほぼ同じペースだ。事実として非課税枠が増えている以上、2023 年以前の買い越しペースに戻る合理的な理由は無いが、年間+10 兆円を当然視するのも過大な想定なのかもしれない。「家計の円売り」も前年比で衰え、貿易収支主導で経常収支も改善するのであれば、少なくとも需給面から 2025 年の円相場が続落するような絵図は描きづらいという話になる。



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12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
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」～
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～