

## みずほマーケット・トピック(2025年3月14日)

内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック: 史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～	

### 1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

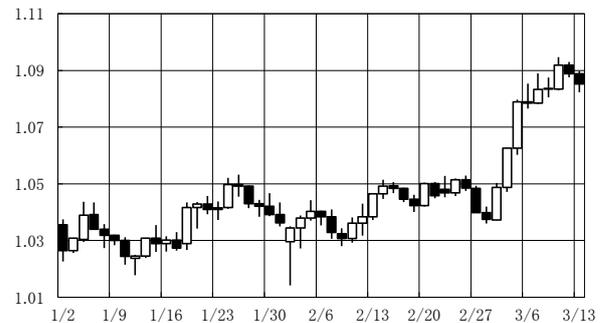
- 今週のドル/円は年初来安値を更新後、小幅に反発。週初10日、147.57円でオープンしたドル/円は147円台前半へ軟化した後、米金利上昇の影響で下に往って来い。海外時間は、米関税政策による米景気後退懸念を背景にリスク回避の動きが強まり、米金利低下や米株安と共に約5か月ぶりの安値圏の146円台半ばまで下落。その後は、米2月NY連銀1年先期待インフレ率の良好な結果を受け147円台前半へ反発。11日、ドル/円は円金利の高止まりが続く中で前日の安値を更新し146.55円まで下落。その後は147円を挟んでもみ合いとなった。海外時間は、米1月JOLT求人件数の良好な結果を受けた米金利上昇を支えに148円台に乗せるも、関税政策を巡る米政権の動向に合わせて上下し、結局147円台後半で引けた。12日、ドル/円はじり高に推移。海外時間は、米金利上昇を支えに148円台後半へ続伸する中、米2月消費者物価指数(CPI)が予想を下回ったことを受け瞬間的に148円台前半まで急落。その後は米国のインフレ再燃懸念が若干後退しながらも一時週高値の149.20円まで反発したが、米金利の切り返しと共に148円台前半へ軟化した。13日、ドル/円は148円台前半で小動きだったが、植田日銀総裁の発言によって日銀の早期利上げ観測が強まると147円台半ばへ下落。海外時間は、米金利の続伸を支えに148円台を回復したが、長続きはせず147円台後半へ再び反落した。本日のドル/円は、148円台前半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、年初来最高値を更新した。週初10日、1.0861でオープンしたユーロ/ドルは欧州株安も下押し材料となり1.08台前半まで軟化した。しかし、ユーロ圏3月センチックス投資家信頼感指数が予想ほど悪化しなかったことがユーロ買いに繋がり、一時1.0874まで上値を伸ばした。11日、ユーロ/ドルは独防衛費増額を巡る観測報道を受けた独金利上昇もあいまって、年初来最高値の1.0947まで上昇した。12日は値動きに乏しく、1.09ちょうどを中心にレンジ推移となった。13日、ユーロ/ドルはトランプ米大統領による対EUへの関税強化発言が嫌気され、独金利低下に引っ張られる格好で1.08台前半へ下落も、その後米金利が下落に転じたことで1.08台後半へ反発した。本日のユーロ/ドルは、1.08台半ばで取引されている。

		前週末	今 週			
		3/7(Fri)	3/10(Mon)	3/11(Tue)	3/12(Wed)	3/13(Thu)
ドル/円	東京9:00	148.16	147.57	147.07	148.07	148.28
	High	148.20	147.87	148.12	149.20	148.38
	Low	146.94	146.63	146.55	147.78	147.42
	NY 17:00	148.06	147.29	147.79	148.24	147.80
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0790	1.0861	1.0840	1.0915	1.0886
	High	1.0888	1.0874	1.0947	1.0933	1.0897
	Low	1.0782	1.0806	1.0834	1.0876	1.0823
	NY 17:00	1.0834	1.0837	1.0919	1.0888	1.0852
ユーロ/円	東京9:00	159.68	160.15	159.35	161.60	161.46
	High	160.75	160.35	161.78	162.35	161.51
	Low	159.29	158.94	159.00	161.30	160.18
	NY 17:00	160.38	159.52	161.36	161.50	160.26
日経平均株価	36,887.17	37,028.27	36,793.11	36,819.09	36,790.03	
TOPIX	2,708.59	2,700.76	2,670.72	2,694.91	2,698.36	
NYダウ工業株30種平均	42,801.72	41,911.71	41,433.48	41,350.93	40,813.57	
NASDAQ	18,196.22	17,468.32	17,436.10	17,648.45	17,703.01	
日本10年債	1.52%	1.57%	1.51%	1.52%	1.54%	
米国10年債	4.30%	4.22%	4.28%	4.32%	4.27%	
原油価格(WTI)	67.04	66.03	66.25	67.68	66.55	
金(NY)	2,914.10	2,899.40	2,920.90	2,946.80	2,991.30	

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



## 2. 来週の注目材料

- 米国では、18日(火)～19日(水)にFOMCが開催される。1月会合は政策金利の据え置きを決定。昨年実施の利下げは3会合で計▲100bpとなったが、4会合ぶりに据え置きが選択された。パウエルFRB議長が記者会見で「経済が堅調であるため、金利を調整するにあたって急ぐ必要はない」と述べた通り、利下げ局面が新たな段階に入ったことは事実であろう。その後、一部軟調な経済指標もあって以前より利下げ織り込みが進展する時間帯もあったが、少なくとも3月会合での利下げ再開を見込む向きは一貫してほとんど皆無である。よって、注目は更新されるドットチャートおよびスタッフ経済見通し、そして議長会見に集まっている。この点、3月会合に先立ち、5日にはベージュブックが公表されている。経済活動に関して若干下方修正されたことが目に付く。そのほか、「不確実性」や「関税」といった文言が多く登場したことが大々的に報じられている。新政権による各種政権による不確実性が実体経済のかく乱要因になり、その中心に関税が据えられていることが調査からは確認できている。これらに関しては当然議長会見でも多くの質疑応答がなされると想定される。パウエル議長の対応に注目したい。
- 本邦では、18日(火)～19日(水)に日銀金融政策決定会合が開催される。前回1月会合は市場予想通り、政策金利を0.25%程度から0.5%程度へ+25bp引き上げた。政策金利水準としては17年ぶりの水準になった格好。12月会合の現状維持は賃金情勢と第二次トランプ政権にまつわる2つの不透明感が理由として持ち出されたが、公表資料や植田日銀総裁会見を踏まえる限り、2つの不透明感には片が付いた」という整理が透けた。今回3月会合での追加利上げを見込む動きは限定的だが、金利先物市場を見る限り、先々の利上げに関し会合間で相応の進展が見られたことも事実だ。当然、この動きが円金利および円相場の上昇に寄与している。しかも、マイナス金利解除に至った1年前と同様、足許においても春闘を中心に賃上げに関し前向きな報道が相次いでいる。かかる状況下、賃上げ動向、および先々の利上げパスに関する総裁の認識に焦点は集まっているものと考えられる。

	本 邦	海 外
3月14日(金)	・2025年春闘 第1回集計結果公表	・独2月消費者物価指数(確報) ・独1月経常収支 ・米3月ミシガン大学消費者マインド(速報)
17日(月)	—————	・米2月小売売上高 ・米3月NY連銀製造業景気指数 ・米3月NAHB住宅市場指数
18日(火)	・2月第3次産業活動指数 ・日銀金融政策決定会合(19日まで)	・独3月ZEW景気期待指数 ・ユーロ圏1月貿易収支 ・米2月住宅着工/建設許可件数 ・米2月鋳工業生産 ・米FOMC(19日まで)
19日(水)	・2月貿易収支 ・1月コア機械受注 ・1月鋳工業生産(確報) ・1月設備稼働率 ・2月工作機械受注(確報) ・植田日銀総裁会見	・ユーロ圏2月消費者物価指数(確報) ・ユーロ圏10～12月期労働コスト ・米パウエルFRB議長会見
20日(木)	—————	・独2月生産者物価指数 ・米10～12月期経常収支 ・米2月中古住宅販売件数
21日(金)	・2月消費者物価指数 ・10～12月期資金循環統計	・ユーロ圏1月ECB経常収支 ・ユーロ圏3月消費者信頼感(速報)

### 【当面の主要行事日程(2025年4月～)】

ECB政策理事会(4月17日、6月5日、7月24日)

日銀金融政策決定会合(4月30日～5月1日、6月16～17日、7月30～31日)

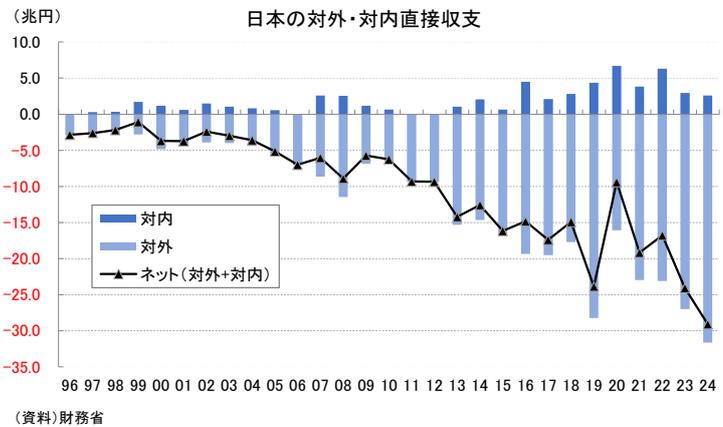
FOMC(5月6～7日、6月17～18日、7月29～30日)

### 3. 史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～

#### 直接投資、過去最大の純流出

金融市場は引き続きトランプ政権の追加関税がもたらす悪影響に怯える地合いが続いている。こうした中、米金利も下方向に引っ張られる中、ドル相場も軟調な推移が続いている。もっとも、今週の本欄でも確認したように IMM 通貨先物取引に見る「投機の円買い」が過去最大まで積み上がっているにもかかわらず、ドル/円相場は 147～148 円で推移しており、堅調地合いにある。繰り返しになるが、やはり実需環境において円売り圧力が強いということではないだろうか。この点、本欄で注目する国際収支統計に関し、今週 10 日には 1 月分が公表され、経常収支が▲2576 億円と 2023 年 1 月以来、2 年ぶりの赤字であったことが注目されている。しかし、毎年 1～2 月は中国における春節休暇の影響が混入するため、年明け後の国際収支分析は 1～2 月合計が出揃ったところから評価する方が賢明である。

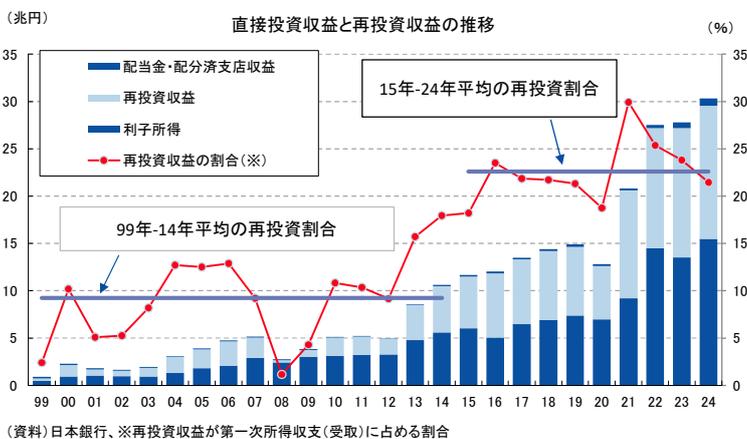
一方、2024 年通年については既に数字が出揃っている中、本欄<sup>1</sup>ではデジタル赤字を中心とするサービス収支赤字の拡張可能性について長期予測を行った。この際、2024 年の第一次所得収支黒字が過去最大の+40 兆円台に達したことで経常収支が過去最大となる約+29 兆円の黒字を記録したことなども当然確認した。しかし、金融収支において重要な動きがあったことについては触れなかったため、確認しておきたい。これは直接投資の話である。あまり大きく報道されていないが、2024 年、日本から海外への対外直接投資は累計▲31 兆 6325 億円と過去最大であった。片や、政府・与党が旗振りを行う海外から日本への対内直接投資は累計+2 兆 5648 億円にとどまっている。結果、ネット直接投資（対内－対外）の資金フローは▲29 兆 677 億円と過去最大の純流出となっている。直接投資にかかる資金フローが基本的にアウトライト（売り切り・買い切り）の性格が強そうなことを思えば、これらが円安圧力になっていた可能性は否めない。



2024 年、日本から海外への対外直接投資は累計▲31 兆 6325 億円と過去最大であった。片や、政府・与党が旗振りを行う海外から日本への対内直接投資は累計+2 兆 5648 億円にとどまっている。結果、ネット直接投資（対内－対外）の資金フローは▲29 兆 677 億円と過去最大の純流出となっている。直接投資にかかる資金フローが基本的にアウトライト（売り切り・買い切り）の性格が強そうなことを思えば、これらが円安圧力になっていた可能性は否めない。

#### 厚くなる日本の「仮面」

統計上、対外直接投資を通じた本邦企業部門による海外収益の結果が第一次所得収支黒字になる。ネットで見て対外直接投資が圧倒的に大きな状況が続けば、第一次所得収支主導で巨大な経常収支黒字が「会計上は」確保されるという現状が今後も続くことになる。いや、「続く」というよりも「強化される」ことになると言った方が正確だろう。「会計上は黒字でもキャッシュフロー (CF) 上は赤字」という仮面の黒字国の「仮



<sup>1</sup> 本欄 2025 年 2 月 12 日号「デジタルに規定されるサービス赤字 10 兆円時代の足音」を参照ください。

面」がより分厚くなるイメージである。前頁図に示すように、第一次所得収支の受取に着目した場合、再投資収益の割合は2024年で約22%、2015年から2024年の過去10年平均で約23%である。これに対し、1999年から2023年までの平均(約9%)と比較すれば倍になったイメージだ。日本経済が海外投資で稼いだ収益のうち、国内に還流させずに内部留保として処理する割合は跳ね上がっており、それが「統計上の経常収支」と「CFベース経常収支」の差額、言い換えれば「仮面」の厚みに繋がっている。

3年以上にわたる円安局面を経て、円安によるコストメリットが生じていることに加え、そもそも人手不足が極まる中で企業部門における労働分配への配慮も確実に高まっており、人件費も含めた国内投資の重要性は今後高まることはあっても弱まることは考えにくい。しかし、その動きはまだ国際収支統計上で海外から日本への資金流入を確認するほど大きな潮流には至っていない。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロンクに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はズルい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワノンッちは解消されたのか～日銀レビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分) 就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「プラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分) 週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
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～
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/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分) 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	投機の円ロンクはあと半分～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～