

みずほマーケット・トピック(2025 年 5 月 14 日)

円の基礎的需給環境について～25 年 1～3 月期～

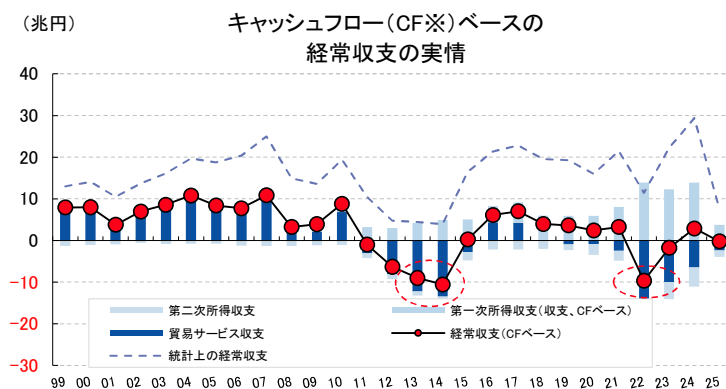
円の基礎的需給環境は依然、円売り超過である可能性が高い。25 年 1～3 月期に関し、統計上の経常収支は+7 兆 4907 億円。これは現行統計開始以来、1～3 月期としては最も大きな黒字だが、筆者が定期的にチェックするキャッシュフロー(CF)ベースの経常収支は▲2000 億円と概ね均衡水準を示唆。相変わらず円の基礎的需給環境は統計上の黒字が示すほどではない。4 月はリーマンショックと比較されるほどのリスク回避ムードの高まりが生じ、日米協議で円高誘導が行われるという観測まで浮上したが、140 円割れは一瞬の出来事であった。何度も述べている論点だが、需給構造に支えられない値動きに持続性は乏しいのである。また、「家計の円売り」の代理変数として注目される投資信託委託会社経由の対外証券投資も健在。年初来 1～4 月合計の買い越し額は+4 兆 5486 億円に達しており、これは昨年同期を超えて過去最高ペース。現在入手可能な統計情報を踏まえれば、円相場の基礎的需給環境が過去 3 年間の円売り超過の状況から脱却したかのような雰囲気は殆ど確認できず。

～円の需給に偏りなし～

金融市場は米中貿易協議が一応の着地を見たことで落ち着きを取り戻している。昨日の米国市場では一昨日の急騰から反落しているものの、各市場は 4 月 2 日以前の景色を取り戻しつつある。もともと、相互関税にしても、米中貿易協議にしても、90 日間の時限的な休戦であり、市場の不安が完全に払しょくされているわけではない。7 月から 8 月にかけては断続的に 90 日間の期限が到来する中、現状の楽観ムードに持続可能性があるとは到底考えられない。

こうした中、ドル/円相場は 1 か月ぶりに 148 円台を回復した後、147 円台まで押し込まれているが、この状況をどう考えるべきだろうか。もちろん、従前から注目してきた「史上最大の円ロング」が巻き戻される中で円安が進んでおり、その余地はまだ大分残されていると考えるのが妥当だろう。しかし、常々述べているように、基礎的需給環境は基本的に円売り超過である

ことは押さえておきたい。今週初には本邦 3 月国際収支統計が公表されており、2025 年 1～3 月期の需給環境を捕捉することができるようになっている。1～3 月期に関し、統計上の経常収支は+7 兆 4907 億円であった。これは現行統計開始以来、1～3 月期としては最も大きな黒字である。しかし、筆者が定期的にチェックしているキャッシュフロー(CF)ベースの経常収支は▲2000 億円と概ね均衡水準を示唆している。1～3 月期で見た場合、CF ベースで見ても第一次所得収支は約+3.7 兆円



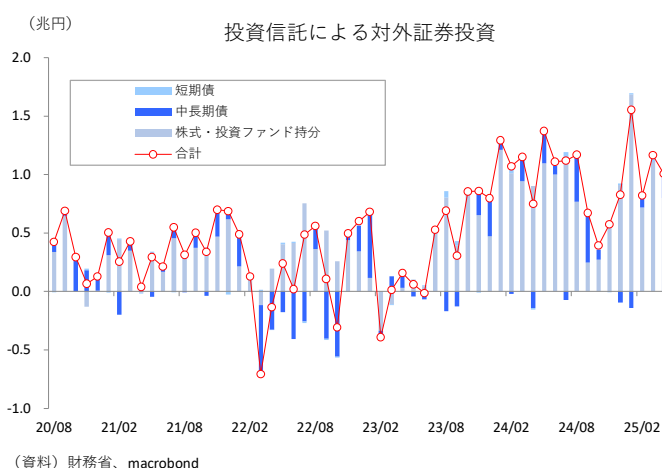
(資料) 日本銀行、25年は3月までの合計

※第一次所得収支の受取・支払に、直接投資収益の「再投資収益」、証券投資収益の「配当金」および「債券利子等」は為替取引が発生していないものとし控除している。

(統計上は約+11.4 兆円)と相応に大きな黒字を確保しているものの、貿易サービス収支が約▲2.4 兆円とほぼ相殺しており、これに第二次所得収支の約▲1.5 兆円が加わり、概ね均衡水準に至っている。相変わらず円の基礎的需給環境は統計上の黒字が示すほどではないと考えられる。4 月はリーマンショックと比較されるほどのリスク回避ムードの高まりが生じ、日米協議で円高誘導が行われるという観測まで浮上したが、結局、140 円割れは一瞬の出来事であった。何度も述べている論点だが、需給構造に支えられない値動きに持続性は乏しいと筆者は考える。

～4 月時点では折れていない「家計の円売り」～

同時に発表された 4 月分の対内・対外証券投資動向を見ても、円売りの底堅さは確認できる。新 NISA が稼働した昨年以降、「家計の円売り」の代理変数として注目される投資信託委託会社経由の対外証券投資は 4 月、+1 兆 67 億円の買い越しであった。3 月の+1 兆 1658 億円に続く動きであり、2 か月連続の+1 兆円台は 2024 年 7～8 月以来の勢いとなる。年初来 1～4 月合計の買い越し額は+4 兆 5486 億円に達しており、これは去年同期(+4



兆 2670 億円)を超えて過去最高ペースだ。相互関税発表に伴う相場混乱は 4 月 1 週目に到来していることを踏まえれば、家計部門の投資意欲はそれほど毀損されなかったという理解になろうか。昨年 8 月の相場混乱を振り返れば当月ではなくその後 1～2 か月間で失速が確認された。当月の積み立て設定などを機動的に修正するのは難しいであろうから、多少のラグを伴って買い越し額に影響してくるのだと思われる。5 月や 6 月の「家計の円売り」がどれほど後退しているのかという目線は持っておきたいところである。もともと、5 月以降の株高を踏まえる限り、株式・投資ファンド持ち分を主軸とする買い越し傾向が大きな曲がり角を迎えるような雰囲気は殆ど感じられない。

現在入手可能な統計情報を踏まえれば、円相場の基礎的需給環境が過去 3 年間の円売り超過の状況から脱却したかのような雰囲気は、殆ど確認できない。もちろん、今後もトランプ政権の暴挙を受けてドル凋落相場がテーマ化し、ドル全面安の中での円高が起きる可能性は否めない。しかし、それは一時的な「ドルの弱さ」で「円の弱さ」が糊塗されているだけであり、本質的に円の売り需要が強そうな構造は健在であることは覚えておきたい。

国際為替部

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
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマニデートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラールゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分) 日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に拡がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
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	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
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～「円安はずるい」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	ドイツ総選挙プレビュー～「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	ワノンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
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、バ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「ブラザ合意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/ドルのバリティ割れ
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～