

みずほマーケット・トピック(2025 年 6 月 11 日)

円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～

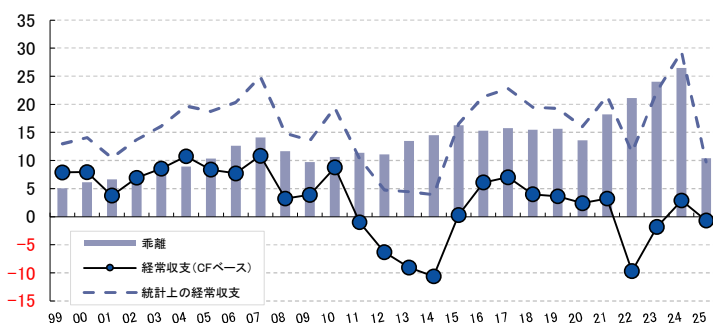
本邦 4 月国際収支統計を踏まえ、円の基礎的需給環境を定点チェック。1～4 月合計の経常収支は+9 兆 7487 億円の黒字で過去最高ペース。しかし、第一次所得収支黒字のうち国内還流が見込めないであろう再投資収益と証券投資収益を控除したキャッシュフロー(CF)ベースの経常収支は▲6720 億円の赤字。やはり「統計上の黒字」と「CF ベースの赤字」という対称性が残されている。実際、「投機の円買い」が歴史的な水準にまで蓄積する過程でも、ドル/円相場は 140 円を安定的に割り込むことができなかった。その背景として、やはり「円を売りたい人の方が多い」というごく基本的な事実は無視できない。同時に公表された 5 月の投資家部門別対外証券投資を見ると、「家計の円売り」の代理変数である投信経由の対外証券投資は「株式を減らし、債券を増やす」という機動的な運用が見られている。国内経済環境において円安・物価高が解消されない状況下、海外市場に目を向けた「家計の円売り」が途絶する理由はない。

～CF、「統計上の黒字」との乖離は依然大きく～

一昨日に公表された本邦 4 月国際収支統計を踏まえ、円の基礎的需給環境を定点チェックしておきたい。1～4 月合計の経常収支は+9 兆 7487 億円の黒字で、過去最高ペースが持続している。このうち貿易収支が▲1 兆 7143 億円、サービス収支が▲1 兆 4394 億円の赤字である一方、第一次所得収支黒字が+15 兆 29 億円と巨額の黒字を記録することで全体としての黒字が維持される構図である。しかし、第一次所得収支黒字のうち国内還流が見込めないであろう再投資収益と証券投資収益を控除したキャッシュフロー(CF)ベースの経常収支は▲6720 億円の赤字であり、やはり「統計上の黒字」と「CF ベースの赤字」という対称性が残されている。実際、「投機の円買い」が歴史的な水準にまで蓄積する過程でもドル/円相場は 140 円を安定的に割り込むことができなかった。その背景として、やはり「円を売りたい人の方が多い」というごく基本的な事実が無視できないのではないのか。ちなみに旅行収支黒字とデジタル赤

(兆円)

拡大するCFベース経常収支との乖離

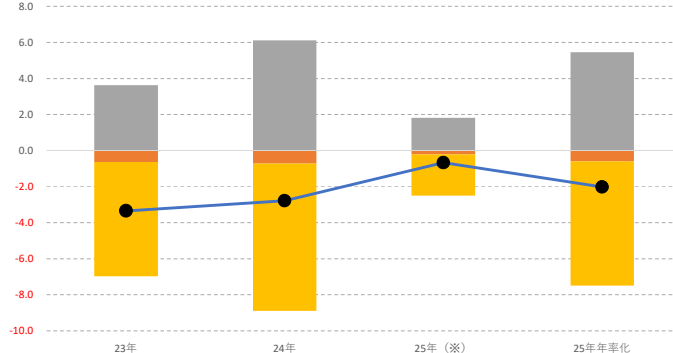


(資料)日本銀行、25年は4月までの合計

※第一次所得収支の受取・支払に關し、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。

(兆円)

サービス収支の変遷



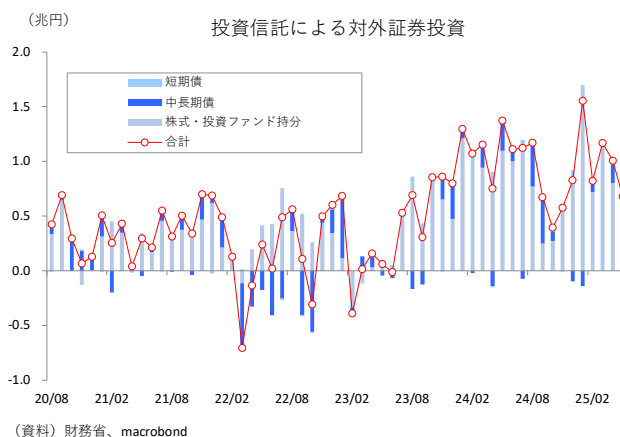
(資料) macrobond、1～4月合計

■ その他サービス ■ 旅行 ■ 輸送 ● サービス収支

字という 2 つの旬な論点を含むサービス収支は上述した通り、1～4 月合計で▲1 兆 4394 億円の赤字だが、内訳に目をやると旅行収支黒字が+1 兆 8243 億円と 1～4 月合計としては過去最大の黒字を記録しているものの、デジタル赤字の▲2 兆 4852 億円を相殺しきれず、サービス収支全体ではわずかに赤字が残る格好である。やはりデジタル取引から漏出する外貨は無視できないものがある。

～「家計の円売り」は昨年と同様の挙動～

同時に公表された指定報告機関ベースの対内・対外証券投資はいつも通り、「家計の円売り」の代理変数として投資信託委託会社(投信)経由の対外証券投資の趨勢に注目しておきたい。リーマンショック級とも形容された 4 月の相互関税ショックを受けて 5 月の家計部門はどう動いたのか。結論から言えば、投資意欲の衰えは確認されたものの、潮流の変化を断言するには至っていない。投信経由の対外証券投資は+6780 億円と昨年 11 月以来、6 か月ぶりの低水準に沈



んでいる。株式・投資ファンド持ち分が+3987 億円と前月の+8014 億円から半減しており、2 か月前の+1 兆 1098 億円と比較すれば 4 割以下である。関税政策は企業部門の減益要因でしかなく、株式の取得意欲が衰えるのは合理的な判断と言える。

しかし、中長期債は+2514 億円と昨年 9 月以来、8 か月ぶりの買い越し水準をつけている。昨年 9 月と言えば、令和版ブラックマンデー(2024 年 8 月 5 日)を受けた大暴落の翌月であり、当時の本欄では対外投資に関して、「株式を減らし、債券を増やす」という機動的な運用に踏み込んだ家計部門の動向に注目した。やはり大暴落の翌月となる今回も同様の挙動を示しているのは興味深い。投信経由の対外証券投資については「暴落時に売り越しが見られるわけではなく、株から債券へのシフトが進みやすい」ということだろうか。相応の金融リテラシーを感じるところである。昨年のパターンを踏襲するのであれば、暴落後の 3 か月間(9～11 月)は低空飛行を挟み、12 月から復調傾向が見られた。今回、そうなるかどうかは 7 月 9 日の相互関税をめぐるトランプ政権の結論次第だろうが、国内経済環境において円安・物価高が解消されない状況下、海外市場に目を向けた「家計の円売り」が途絶する雰囲気はあまり感じられない。

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6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
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～
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～デュアルマンドートの拮抗～
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、バリエーション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