

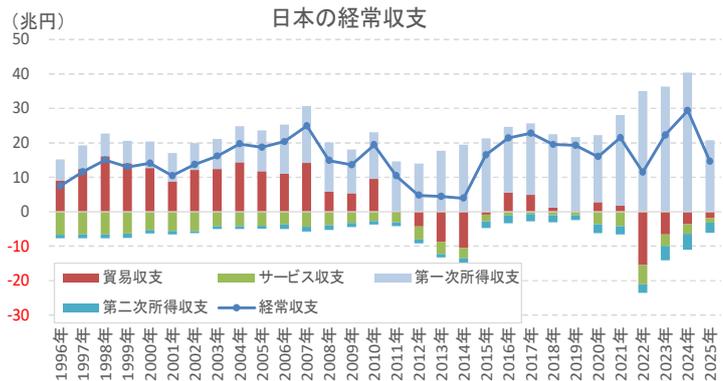
みずほマーケット・トピック(2025年8月19日)

上半期の円の需給環境について～改善傾向～

経済、金融、安全保障といった様々な面において海外環境が揺れている中、ドル/円相場の動向について日本固有の材料が議論される場面が乏しくなっている。国際収支統計が6月分まで出ているため、2025年上半期時点における円の基礎的需給環境をチェックしておきたい。統計上の数字に限って言えば、2025年上半期の経常収支は+14兆5989億円と上半期としては過去最大の黒字。しかし、これを支える第一次所得収支黒字の多くは日本に回帰しない。では、この点を調整したCFベース経常収支の現状はどうか。これも+1兆円程度と若干の黒字であり、円の需給環境は明確に改善傾向にあることが分かる。ドル/円相場が160円近傍まで駆け上がった後、今年はその高値圏に戻れていない背景として①FRBの利下げ再開が濃厚なこと、②日銀の利上げ継続が濃厚なことのほかに、③円相場の需給環境が改善していることも留意したい。

～統計上、上半期は最大の経常黒字～

ドル/円相場は147～148円の直近高値圏で推移している。経済、金融、安全保障といった様々な面において海外環境が揺れている中、日本固有の材料が議論される場面が乏しくなっているように感じられる。国際収支統計が6月分まで出ているため、2025年上半期時点における円の基礎的需給環境をチェックしておきたい。まず統計上の数字を整理しておくと、2025年上半期の経常収支は+14

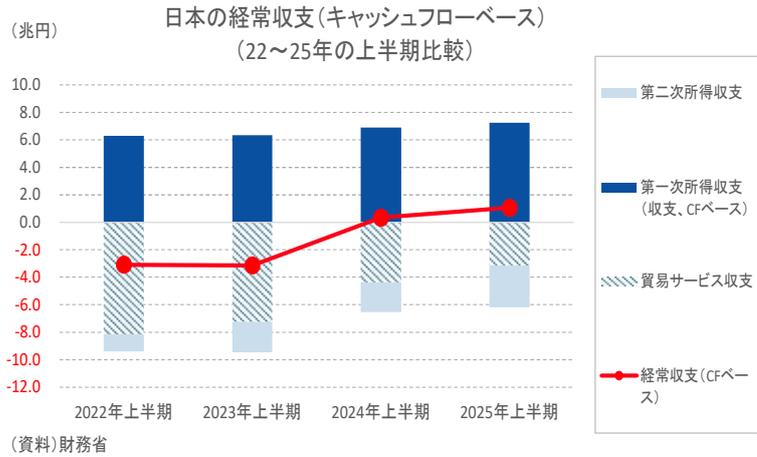


兆5989億円と半期ベースでは過去2番目に大きい黒字、上半期としては過去最大の黒字であった。ちなみに半期ベースで過去最大の黒字は2024年下半期(+15兆9857億円)なので直近1年間における日本の経常収支は過去最大の黒字(+30兆5845億円)だったという見方も可能だ。こうした統計上の黒字の勢いは言うまでもなく第一次所得収支黒字に支えられたものであり、+20兆7668億円は半期ベースで過去最大の黒字である。もっとも、過去の本欄で執拗に論じているように、これらの黒字の多くが海外に再投資されている疑いは濃厚であり、円買いに直結するわけではない。片や、為替市場におけるアウトライト取引の割合が多いとみられる貿易サービス収支は▲3兆1368億円と順当に縮小基調にあるものの、依然として赤字であることに変わりはない。

なお、サービス収支に関し、2025年上半期について旅行収支が+3兆6065億円とやはり半期ベースでは過去最大の黒字を更新している一方、デジタル赤字が▲3兆4810億円なのでほぼお互いで相殺されてしまっている。日本の対外経済部門が最も強みを発揮できる旅行収支をもってしても、辛うじてデジタル赤字を打ち返す程度であるという構図は変わっていない。

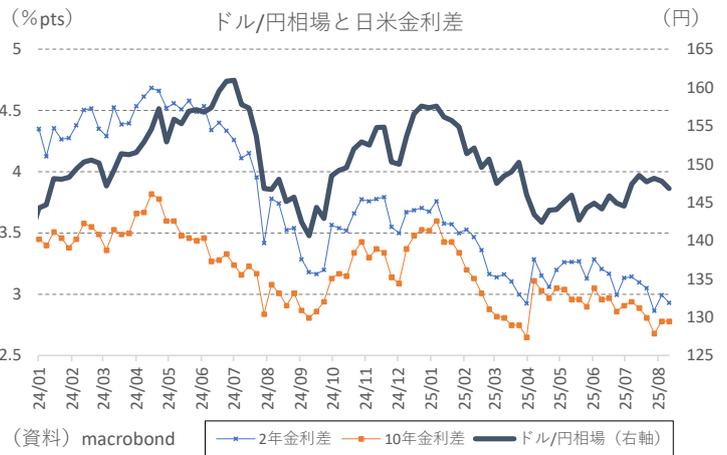
～CF ベースでも認められる改善傾向～

では、実際のCFベースで経常収支を評価するとどのような現状が浮かび上がるのか。第一次所得収支のうち、再投資収益と証券投資収益が円転されないと仮定した場合、2025 年上半期のCF ベース経常収支は+1 兆 562 億円と若干の黒字である。2024 年上半期は+3500 億円程度、2022 年や2023 年の上半期は▲3 兆円程度だったので、円の基礎的需給環境は明確に改善傾向にある。これは第一次所得



所得収支黒字の統計上の数字が大きくなっており、結果として国内に回帰する部分(CF ベースの黒字)も大きくなっているという事実も当然あるが、やはり貿易サービス収支赤字がはっきりと改善傾向にあることが大きい。これは貿易とサービス両面から赤字が縮小傾向にあることに起因している。もっとも、最大の原因は原油を筆頭とする資源価格の下落であるため、足許以上にこれが進む保証が無い中、貿易サービス収支赤字の縮小傾向は打ち止めが近いという見方もあり得る。

いずれにせよ、ドル/円相場が160円近傍まで駆け上がった後、今年はその高値圏に戻っていない背景として①FRBの利下げ再開が濃厚なこと、②日銀の利上げ継続が濃厚なことのほかに、③円相場の需給環境が改善していることも留意したい。また、先週の本欄でも議論したように、金融収支側の議論に関して言えば、昨年来、新NISA稼働と共に円売り圧力として注目されてきた「家計の円売り」についてもやや腰折れの兆候がある。一方で



4 月以降、断続的に争点化している本邦の財政リスクは少なからず海外市場参加者にとっては円売り材料と目されている可能性があるだろう。事実として日米金利差とドル/円相場が連動しなくなっている。これは円金利上昇が必ずしも円買い要因と解釈されなくなっているからではないだろうか(図)。金利差の拡大・縮小だけではなく、その裏側にある事情にも考察を巡らせたいところだ。

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8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外一国内」のローテーションはあるか?～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貫かれなかった「べき」論～優しさの代償は?～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
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～
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	欧州再準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(ユーロ相場の現状について～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(世界に広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?