

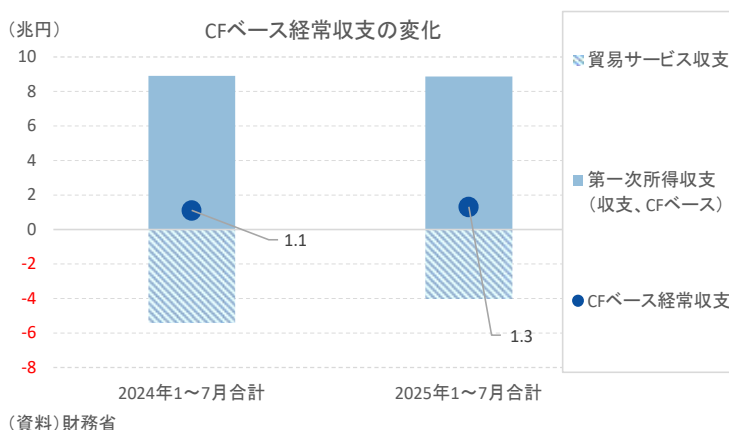
みずほマーケット・トピック(2025 年 9 月 10 日)

円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～

円相場の需給環境を定点チェック。1～7 月合計の経常収支黒字は約+17.2 兆円と過去最大であった昨年を更新する勢い。もっとも、1～7 月合計に関し、筆者試算のキャッシュフロー(CF)ベースで見れば年初来で+1.3 兆円に留まっており、このイメージは円安が続いていた昨年と大して変わっていない。この上で国内から海外への対外証券投資や対外直接投資など金融収支側の動きも考慮すれば、やはり円売り超過の需給構造は変わったとは言えず、日米金融政策格差が顕著に縮小しても円安が解消されていない一因だろう。なお、円需給への影響という意味ではインバウンド需要を巡る近況も気がかり。2025 年に入り、インバウンド需要の頭打ちが確認され始めており、長い目で見れば、旅行収支黒字の後退を通じた需給環境の悪化が懸念されるところ。デジタル赤字をインバウンド黒字で打ち返す構図は将来的に瓦解する公算が大きい。

～円の需給環境はほぼ昨年と同じ～

ドル/円相場は日銀金融政策の「次の一手」を巡る思惑から乱高下が見られるものの、決定的な材料とも言えず、方向感に乏しい動きが続いている。本邦政局や FRB の利下げにまつわる情報が交錯する中で総じて材料難の地合いだが、こうした状況でこそ大所高所に立った視点を忘れないでおきたい。8 日には本邦 7 月国際収支統計が公表されている。経常収支は相変わらず第一次所得収支黒字を主



軸として大幅黒字が続いており、1～7 月合計では約+17.2 兆円と過去最大であった昨年を更新する勢いにある(ちなみに昨年 1～7 月合計では約+16.7 兆円)。もっとも、1～7 月合計に関し、筆者試算のキャッシュフロー(CF)ベースで見れば年初来で+1.3 兆円に留まっており、このイメージは円安が続いていた昨年と大して変わっていない(図)。この上で国内から海外への対外証券投資や対外直接投資など金融収支側の動きも考慮すれば、やはり円売り超過の需給構造は変わったとは言えず、日米金融政策格差が顕著に縮小しても円安が解消されていない一因に違いないだろう。

～インバウンド頭打ちの影響～

なお、円需給への影響という意味ではインバウンド需要を巡る近況も気がかりである。観光庁の発

表した7月宿泊旅行統計によれば、国内のホテルや旅館など宿泊施設における延べ宿泊者数は前年同月比▲1.4%と2か月連続のマイナスとなり、外国人、日本人のいずれも宿泊者数が前年割れとなっている。外国人の宿泊者数について言えば、7月は前年比▲2.5%であった。2024年以降、パンデミック以前を超える訪日外客数の勢いが見られてきたが、2025年に入ってからの頭打ちは指摘せざるを得ず、また宿泊稼働率自体もやはり頭打ちだ(図)。

この背景としては円安がピークアウトしていることや海外経済環境の失速を指摘するのが王道と思われるが、6～7月に限れば日本における大地震発生の噂もSNSを中心に大きく注目された。

理由はどうあれ、こうしたインバウンド需要の頭打ちが見えてくれば、旅行収支黒字の減退を通じて円の需給環境にも大いに影響がある。図に示すように、年初来1～7月合計のサービス収支赤字は▲2兆657億円と去年同期(▲2兆5705億円)から若干改善しているが、膨らみ続けるデジタル赤字をインバウンド(ヒト関連)黒字で打ち返す姿は不変だ。上述したように、インバウンド需要の頭打ちが事実だとすれば、増勢を続けるデジタル赤字に押

される格好でサービス収支赤字全体も増勢基調に入ることになる。現時点の国際収支統計からはその傾向を汲み取ることができないものの、デジタル赤字が何らかの理由で縮小しない限り、その未来は高い確率で実現するはずである。近年、デジタル赤字がトレンドワードになったことで誤解されやすいが、デジタル赤字は足許の円安要因ではなく、こうしてサービス収支赤字の規模を徐々に、しかし確実に規定していくという長期的な円安要因と考える方が正しい。もともと、為替への影響以前に、日本経済に嵌められた半永久的な足枷としてその課題を検討する姿勢が重要である。

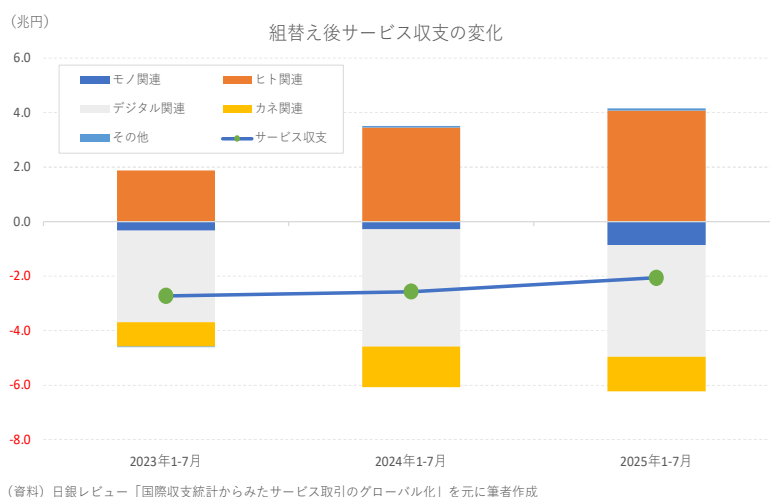
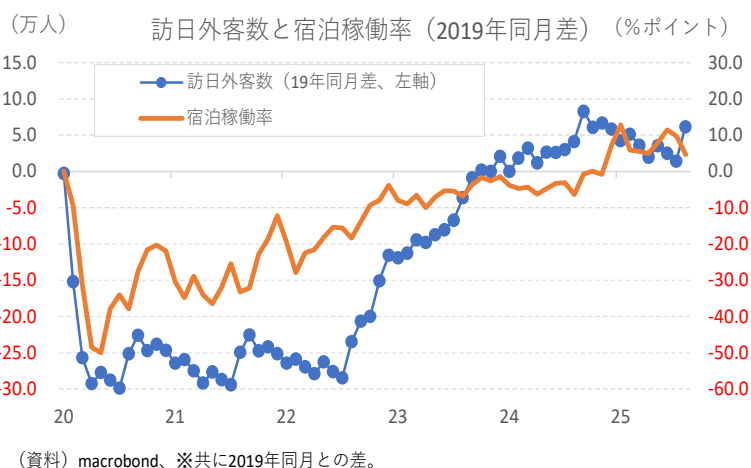
国際為替部

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9月9日	誰が首相になっても「変わらない3つの論点」
2025年9月8日	続・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか?～「需要不足」への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
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→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
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	買かれなかった「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	米国債格下げの影響～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～デュアルマં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	マールアラウゴ合意の読み方～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～