

みずほマーケット・トピック(2025年11月12日)

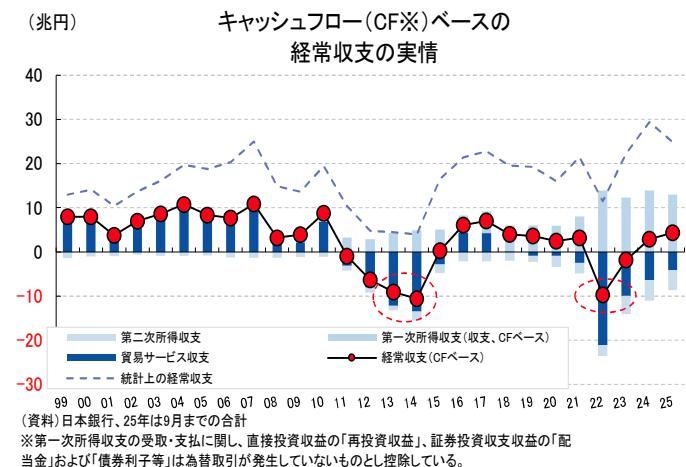
円の需給環境～25年度上期国際収支を受けて～

25年度上期の経常収支が+17兆5128億円と年度上期としては過去最大になったことが大々的に報じられている。年初来9か月間の合計で見ても+24兆8458億円は歴史的な黒字である。とはいえ、毎度のことではあるが、こうした「統計上の黒字」を嬉々として騒いだところで足許の円安相場との齟齬は理解できない。引き続き経常黒字の全てを第一次所得収支が稼ぐ構図であり、この黒字のうち円転されないであろう再投資収益や証券投資収益を控除したCFベース経常収支は約+4.3兆円にとどまる。もっとも、これは22年以降に始まった円安局面の中では最も大きなCFベース黒字でもあるため、足許の需給環境が改善傾向にあるのは間違いない。それでも円安が収まらない背景は①そもそも過去3年間の円売り超過はリーズ・ラグズを伴うためまだ顕現化していない可能性があること、②「米国との一蓮托生リスク」が意識されている可能性があること、だろうか。とりわけ後者が重要であることは過去の本欄でも論じた通りだ。なお、旅行収支黒字や訪日外客数にピークアウトの兆しが見え始めていることも気がかり。

～年度上期最大の黒字をどう読むか～

昨日は9月国際収支統計の発表に伴い2025年度上期の経常収支が+17兆5128億円と年度上期としては過去最大になったことが大々的に報じられた。筆者は年度ベースでの集計にあまり意義を感じないため、暦年ベースの議論を中心とするが、年初来9か月間の合計で見ても+24兆8458億円は歴史的な黒字である。とはいえ、毎度のことではあるが、こうした「統計上の黒字」を嬉々として騒いだところで足許の円安相場との齟齬は理解できない。経常黒字の内訳は貿易サービス収支が▲6兆4367億円の赤字、第一次所得収支黒字が+33兆4731億円の黒字、第二次所得収支が▲4兆4863億円の赤字といった構成である。引き続き黒字の全てを第一次所得収支が稼ぐ構図となっている。この黒字のうち円転されないであろう再投資収益や証券投資収益を控除したキャッシュフロー(CF)ベースの所得収支黒字は「統計上の黒字」の約3分の1となる約+13.0兆円にとどまり、結果としてCFベース経常収支も約+4.3兆円になる。

もっとも、図に示すように、これは2022年以降に始まった円安局面の中では最も大きなCFベース黒字でもあるため、足許の需給環境が改善傾向にあるとの診断は可能である。それでも円安が



収まらない背景については①そもそも過去3年間の円売り超過はリーズ・ラグズを伴うためまだ顕現化していない可能性があることに加え、過去の本欄¹でも論じたように②「米国との一蓮托生リスク」が意識されている可能性もある。日本は世界最大の対米直接投資国であり、結果として投資収益(受取)の4分の1を米国が占めている。「統計上の黒字」であれ、CFベースの黒字であれ、米国に依存する収益が非常に大きいのである。

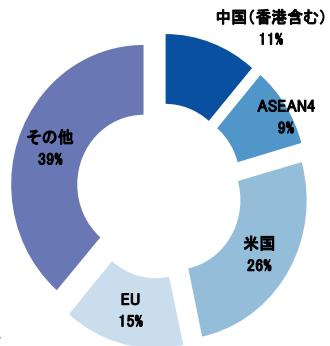
こうした前提条件を踏まえると、米国が孤立主義を深めるほど、資産保全の観点から円のディスカウントが意識されやすくなるという解釈は一応、筋が通った主張ではある。第二次トランプ政権下では今後、説明力が強まる論点かもしれない。

～雲行きが怪しくなってきた「ヒト vs. デジタル」～

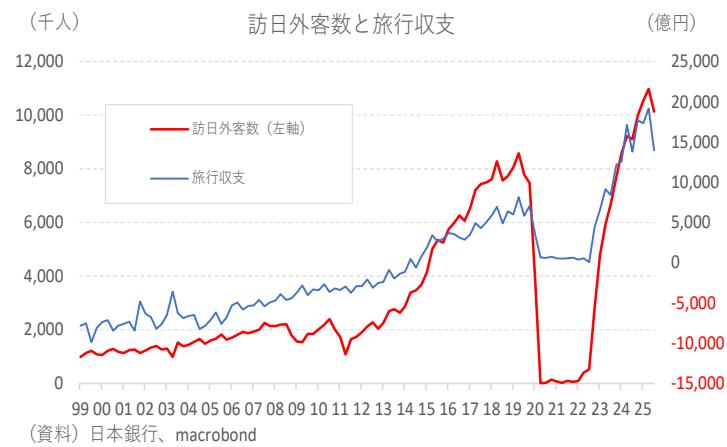
なお、日本にとって貴重な外貨獲得経路となっている旅行収支は年初来で+5兆479億円と過去最大だが、7～9月期合計で見れば+1兆3296億円と前期(+1兆9185億円)比で▲5259億円の減少である。実はこの減少幅は現行統計では最大である。これと平仄を合わせるように、訪日外客数も4～6月期(1098万人)から7～9月期は前年比▲84.9万人の1013万人へ減少している。これも過去最大の減少幅だった。背景には諸要因考えられる。過去3年で見れば円安がピークアウトしていること、7月にはSNS中心に日本への大災害が噂されたこと、観光産業が供給制約に直面していること、そもそも海外需要も停滞していることなど、いずれが決定打になったのかは分からない。しかし、例年ハイシーズンである夏季休暇に相当する7～9月期に大幅減少となったことの意味は小さくないかもしれない。2023年3月まで鎖国政策を採用し、前年比で見ればジャンプアップが当然だった日本の旅行収支黒字を取り巻く状況が変わりつつあることは常々本欄でも注意を促してきたポイントだが、変調が表面化しているように思える。

現在の数字を元に年率化してみると主に旅行収支から構成されるヒト関連収支は約+6.6兆円(昨年は約▲6.0兆円)まで黒字が拡大する一方、デジタル関連収支は約▲6.7兆円(昨年は約▲6.8兆円)まで拡大しそうである。これまでヒト関連収支の黒字がデジタル関連収支の赤字を完全に相殺できたことは無いが、2025年は初めてそうした年になるかもしれない。しかし、2020年から2022年という3年間が異常な期間だっただけで、元々は拮抗もしくはヒト関連収支がやや凌駕するくらい

日本の直投収益(受取、2024年)



(資料)日本銀行

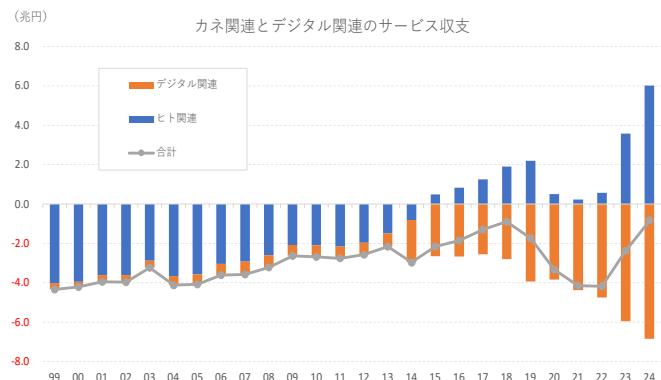


(資料)日本銀行、macrobond

¹ みずほマーケット・トピック 2025年10月27日号「下落に転じた円の実効相場～「米国と一蓮托生」の弱み～」

が常態だったのかもしれない。

しかし、問題はここからである。このままインバウンドによる黒字がデジタルによる赤字を凌駕し、黒字が積み上がっていく未来が描けるわけではない。これまでの本欄で繰り返し論じているように、この強弱関係がどちらに引き寄せられていくかは自明である。デジタル関連収支の赤字は実体経済におけるAI利用等が本格化する流れに伴って拡張が見通される一方、インバウンド需要は日本の供給制約も踏まえればいずれ対応に限界が来る（あるいはもう来ている）。かかる状況下、ヒト関連収支の頭打ちは常に時間の問題と考えるべきテーマである。現在見られているピークアウトが遂にその時が来たと判断すべきかはまだ分からぬが、2025年度上期を終えたところで、その兆しが確認され始めていることは留意すべきだろう。統計上における巨大な黒字を嬉々として騒ぐことが極めて空虚であることは、過去3年間で我々は散々学んできたはずである。国際収支統計を掘り下げた分析が求められている。



（資料）日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」

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に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11月11日	リフレ政策を巡る「本音」と「建前」の読み筋
2025年11月10日	欧洲で感じた日本エンタメ・コンテンツの威力
2025年11月7日	週末版
2025年10月31日	週末版
2025年10月28日	日米首脳会談の見どころ～防衛費と円安～
2025年10月27日	下落に転じた円の実効相場～「米国と一蓮托生」の弱み～
2025年10月24日	週末版
2025年10月23日	世界の為替市場の現在地～BIS調査を受けて～
2025年10月22日	高市政権発足を受けて～粘着的リフレ期待～
2025年10月20日	自民・維新連立政権～しぶとい円安・円金利上昇～
2025年10月17日	週末版
2025年10月16日	2025年、サービス赤字はまだ決壊せず
2025年10月15日	スピードアップするデカップリング～トランプ関税分析～
2025年10月14日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年9月分)
2025年10月10日	「貧すれば多党化」～欧洲化する日本政治～
2025年10月9日	週末版
2025年10月9日	フランスリスクはユーロリスクに発展するか？
2025年10月8日	利上げを助ける高市トレード
2025年10月7日	史上最高値を更新したユーロ/円相場
2025年10月6日	高市政権誕生と今後の論点整理
2025年10月3日	週末版(外貨準備構成通貨の近況について(2025年6月末時点))
2025年10月2日	25年度上半期レビュー～主役の欧洲通貨、悲惨な円～
2025年10月1日	いよいよ終焉を迎える「現預金50%」時代
2025年9月26日	週末版
2025年9月24日	ユーロの基軸通貨性を再考する～global euro～
2025年9月22日	日銀金融政策決定会合～10月利上げは堅いのか？～
2025年9月19日	週末版
2025年9月18日	FOMCを終えて～可視化される独立性毀損～
2025年9月17日	日銀金融政策決定会合レビュー～自動車、読めず～
2025年9月16日	日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～
2025年9月12日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年8月分)
2025年9月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～)
2025年9月10日	警戒すべき「貴い事故」～海外からの財政リスク相場～
2025年9月9日	円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月8日	誰が首相になっても「変わらぬ3つの論点」
2025年9月5日	続・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月4日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも始めた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	シャクソン・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	欧洲の外交成果が垣間見た米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年7月分)
2025年8月14日	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13日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「霸権国」の管理コスト～
2025年8月12日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月8日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月5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	対米投資利益の解説～「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	日本版トランプ再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トランプ再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年6月分)
2025年7月11日	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10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に～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、誇張強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧洲の強さ」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～動き出した欧洲の戦略的自律～
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	見えないスイスフラン～欧洲資産へのローテーション～
2025年6月23日	自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	貴かれなかった「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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年5月分)
2025年6月12日	週末版(変わるドル・通貨相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月11日	日銀会合レビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月10日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月9日	新しい対内直接目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月6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政策理事会レビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧洲再軍備と欧洲版ハミルトン・モーメント