

みずほマーケット・トピック(2014年5月12日)

13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～

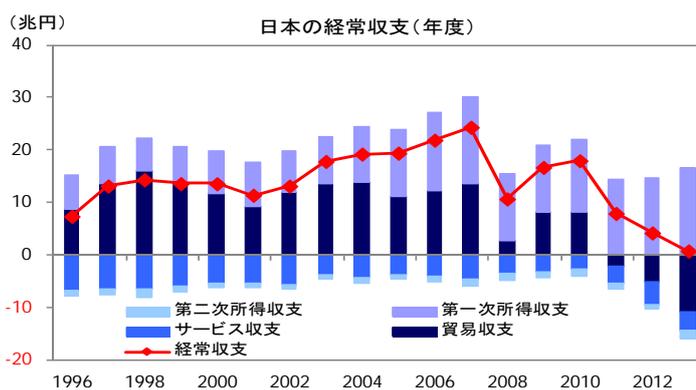
2013年度経常収支は7899億円と過去最小となり、下期(13年10月～14年3月)だけで見れば、▲2兆2910億円と初の赤字を計上。過去20年弱の水準感に照らせば、13年度の経常収支は「ほぼ均衡」という印象で、需給面から円買いを示唆するような兆候は殆ど確認されない。具体的には貿易・サービス収支の▲14兆4422億円の赤字を第一次所得収支の16兆6596億円の黒字でカバーしており、2011年度から3年連続で「成熟した債権国」の対外収支構造となっている。ヘッドラインではどうしても貿易・サービス収支の過去最大の赤字がクローズアップされ易いが、第一次所得収支の黒字も過去最大であり、2013年度の国際収支全体としては円安の功罪が入り混じった印象。とはいえ、アウトライ(売り切り・買い切り)取引が多いと見られる貿易収支で大幅赤字が続くことはやはり円安示唆であり、予想の大前提が変わったと考えるべき局面。

～次回理事会までは買い難いユーロ～

先週末からの為替相場はユーロ全面安の展開。8日(木)のECB理事会後の記者会見はほぼ「6月緩和宣言」と同等に捉えられており、これに素直に応じる格好でユーロは売られている。「次の一手」と思しき0.15ポイントの利下げではむしろ「噂で売って、事実で買い」を誘発しそうだが、少なくとも次回理事会のある6月5日(木)直前まではユーロを買い難い時間帯が続くと見るべきだろう。

～2013年度経常収支はほぼ均衡という印象～

ところで今朝は財務省より本邦3月国際収支が公表され、併せて2013年度の国際収支が明らかになっている。3月経常収支は1164億円の黒字で市場予想(3477億円)を下回った。貿易・サービス収支は▲1兆2179億円と相変わらず大幅な赤字となったものの、本邦企業によるレパトリが膨らみ易い3月という時節柄、第一次所得収支(旧所得収支)が1兆7549億円と上振れたことで何とか黒字を



確保した格好である。なお、これにより明らかになった2013年度経常収支は7899億円の黒字で旧系列を含め、過去最小となる(ちなみに2013年10月～2014年3月までの下期で見れば、▲2兆2910億円と赤字となっており、これは初めての出来事である)。図を一瞥しても分かるように過去20年弱の水準感に照らせば、経常収支は「ほぼ均衡」という印象で、需給面から円買いを示唆する兆候は殆ど確認されない。

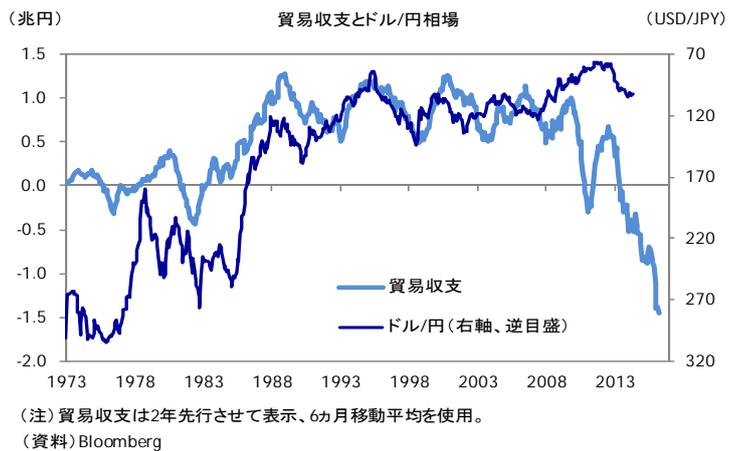
具体的には貿易・サービス収支の▲14兆4422億円という過去最大の赤字を第一次所得収支による16兆6596億円の黒字でカバーしており、2011年度から3年連続で「成熟した債権国」の対外収支構造となっている。貿易・サービス収支に関し、輸出が前年比12.2%増と3年ぶりに増加したことは朗報だが、輸入の同19.6%増という8年ぶりの高い伸びには遠く及ばなかった。

なお、ヘッドラインではどうしても貿易・サービス収支の過去最大の赤字がクローズアップされ易いが、第一次所得収支の16兆6596億円の黒字も過去最大と目を惹くものであり、円安により膨らんでいる部分が多いと推測される。こうして見ると、2013年度の国際収支全体としては円安の功罪が入り混じった印象にも思えるが、後述するように貿易収支が大幅赤字である以上、今後は円安加速がもたらす悪影響を不安視すべき局面に入ってくると考えたい。

～アウトライトの円売りは拡大中～

今年並びに今年度に関しては、消費増税前の駆け込みで輸入が増加したという事実を差し引けば、暦年ないし年度での赤字転落というシンボリックな出来事は回避できそうである。だが、奮わない外需が輸出を押さえ、原発再稼働の遅れが鉱物性燃料の輸入拡大を放置する可能性が高い以上、貿易収支が赤字であるという事実は変わらないだろう。円相場予想の観点からはアウトライト(売り切り・買い切り)取引が多いと見られる貿易収支で大幅赤字が続くことはやはり円安示唆である。

図は変動相場制移行後のドル/円と貿易収支の歴史である(貿易収支の動きが2年後に為替相場に影響を与える想定の下、貿易収支を2年先行させて表示している)。図を見る限り、2012年以降、超円高局面が収束し、円安へ反転した背景には貿易収支の大幅赤字化が効いていたことは疑いようがない(なお、本欄で幾度も述べてきたように、ドル/円の円安反転は2012年3月以降、アベノミクスによる円安加速は2012年11月以降であり、方向感の変化はアベノミクス以前に始まっていたことは重要である)。



もちろん、図を額面通り捉え、「2016年には270円前後」などと突飛な見通しを支持するつもりはない。だが、日本の国際収支が貿易(貿易・サービス収支)でも投資(所得収支)でも黒字を稼げる「未成熟な債権国」から、投資だけで黒字を稼ぐ「成熟した債権国」へと発展段階の移行を果たしているのだとすれば、為替相場を予想する前提も大きく変化していると考えべきだろう。円安への方向感が確かになった今、日本としてはそのデメリットを考える局面に入ってきているのではないか。

以上

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。

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍じた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見える円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安一輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見直し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～プラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	ハイマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・フットの芽生え?～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後