

みずほマーケット・トピック(2022 年 8 月 9 日)

2022 年上半期の国際収支統計を受けて

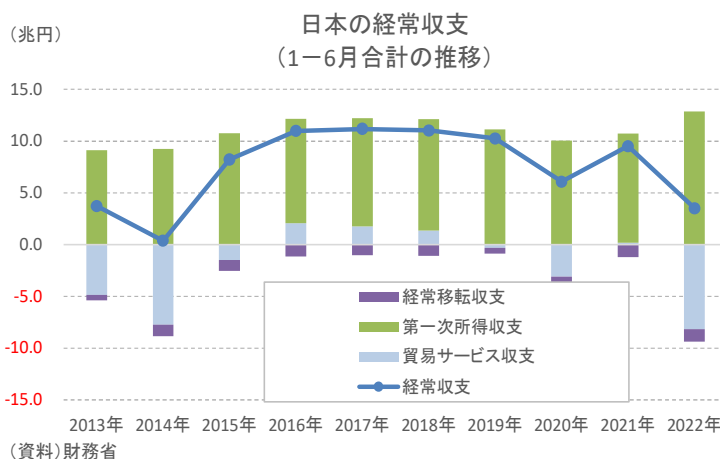
2022 年上半期の経常黒字は+3 兆 5057 億円と上半期としては 2014 年以来、8 年ぶりの低水準となった。ひとえに資源高と円安を背景とする貿易赤字拡大の結果であり、貿易・サービス収支赤字は▲8 兆 1634 億円と上半期としては過去最大を記録している。本欄では繰り返し強調している点だが、「米金利低下でドル売りになったので円高が進んでいる」という解説はこうした基本的な需給に関する論点を軽視し過ぎているように思える。2014 年上半期は消費増税や環境増税の駆け込みで輸入が膨らんだという経緯があり、あくまで一過性という評価が可能だった。しかし、資源高・円安・インバウンド解禁の見送りなど、日本の経常収支を取り巻く環境は簡単に変わりそうにない。確かに、資源高と円安は落ち着いているが、その一方で欧米経済が失速しており、今度は輸出が抑制されそうな雰囲気が強い。当面、経常黒字の圧縮は続くはずである。もっとも、裏を返せば、これほどの逆風に晒されても経常黒字が確保できている状況から「日本の経常収支の強さ」が証明されたという見方も可能かもしれない。大きく報じられていないものの、円安も手伝って第一次所得収支黒字は上半期としては過去最大である。

～上半期として 8 年ぶりの低水準～

昨日は財務省より 6 月国際収支統計が公表されており、2022 年上半期の経常黒字が+3 兆 5057 億円と上半期としては 2014 年以来、8 年ぶりの低水準となったことが報じられている。前年同期(2021 年上半期)の+9 兆 5077 億円と比べて 4 割弱まで黒字額が圧縮されたことになる。ひとえに資源高と円安を背景とする貿易赤字拡大の結果であり、上期の貿易・サービス収支赤字は▲8 兆 1634 億円と過去最大を記録してい

る。本欄では繰り返し強調している点だが、「米金利低下でドル売りになったので円高が進んでいる」という解説はこうした基本的な需給に関する論点を軽視し過ぎているように思う。貿易赤字の拡大は「円を売りたい日本人(輸入企業)の増加」であり、円安を肯定する材料である。過去半年間、米金利上昇と貿易赤字拡大が並行してきたのでどちらがどれくらい円安に寄与したのか判別は難しいが、これほど大きな需給面における変化を脇に置いて金利面の変化だけから相場動向を語るの**は適切ではないと筆者は考えている。**

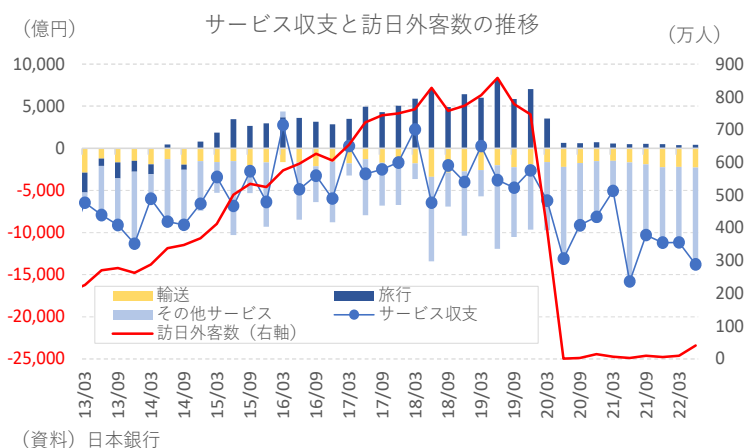
なお、現在直面している経常収支の悪化は 2014 年上半期と比較されがちだが、当時と現在で



は事情が大分異なる。2014 年上半期(とりわけ 1～3 月期)は消費税率引き上げ前の駆け込み需要のほか、同年 4 月 1 日からの環境税(地球温暖化対策のための石油石炭税の税率の特例)引き上げを前に原油輸入が増えたという事情もあった。現在との共通する材料としてアベノミクス初期で円安が著しく進んでいたという事実は指摘できるものの、経常黒字の圧縮を招いた要因に関しては明らかに「一過性」と評価できるものだった。事実、2014 年下期以降、経常黒字は回復している。

～「一過性」とは言い切れない現状～

片や、今回は資源高と円安に駆動された貿易赤字拡大で経常黒字が切り下がっている。資源高も円安も現時点では落ち着いているものの、巻き戻しが顕著に進んでいるとは言えず、輸入金額は高止まりとなりそうである。しかも、せっかく輸入の増加が止まったものの、周知の通り、欧米経済がリセッションの淵に立たされているため輸出が伸びそうにないという状況がある。本来、円安を背景に旅行収支(受取)が伸びて黒字



を上積みする能力が日本にはあるが、これを含むサービス収支赤字も 2022 年上半期だけで▲2.5 兆円に達している。インバウンド解禁を忌避した結果と言わざるを得ない。ちなみに 2019 年上半期のサービス収支赤字は▲3500 億円と今年の 7 分の 1 程度である。世界的に入国制限をかけている国はもはやごく少数だが、岸田政権にその問題意識はなさそうであり、これを当て込んだ需給環境の改善は期待できそうにない。2014 年上半期がそうであったように、「これは一過性の経常収支悪化である」とは断言し切れないのが今の日本の置かれた状況ではないかと思われる。

～「日本の経常収支の強さ」が証明されたという見方も～

もっとも、資源の純輸入国が貿易黒字を失い、経常黒字の水準も切り下げられるという状況は全世界的なものであり、ドイツの経常黒字も消滅しかかっている。裏を返せば、これほどの資源高と円安に直面しても経常黒字が確保できている状況からは「日本の経常収支の強さ」が証明されたという見方も可能かもしれない。円安による押し上げ効果も手伝って 2022 年上半期の第一次所得収支は+12 兆 8729 億円と過去最大を記録している。現状と比較される 2014 年上半期は+9 兆 2466 億円だった。2014 年上半期の経常黒字は+3848 億円で 2022 年上半期(+3 兆 5057 億)よりも 3 兆円以上も小さかったが、この差額はそのまま第一次所得収支黒字の差額(約+3.6 兆円)で説明出来てしまう。貿易サービス収支の赤字は 2014 年上半期の約▲7.7 兆円に対して 2022 年上半期は約▲8.2 兆円とより大きい。第一、第一次所得収支に救われた構図が鮮明である。あくまで資源価格と為替の想定次第ではあるものの、第一次所得収支の存在により日本の経常赤字定着、象徴的には「債権取り崩し国」への転落は当面回避できる公算が大きいと言える。

もちろん、円相場への影響を考える上では第一次所得収支は基本的に外貨のまま再投資される

フローが多いはずであり、経常赤字転落を回避できることが円相場の下支えに直接寄与する可能性は高くない。しかし、直情的な為替市場における「安全資産としての円」という受け止めは、あくまで「世界最大の対外純資産国」というステータスに依存している部分も大きいように見える。これほど強い逆風に晒され続けた 2022 年上半期も第一次所得収支によって経常黒字が確保されたという事実は日本の経常収支を展望する上で重要な示唆に富んでいるようにも思える。

市場営業部
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
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	バリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスクープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着いたラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着いたラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～