みずほマーケット・トピック（2022 年 10 月 12 日）

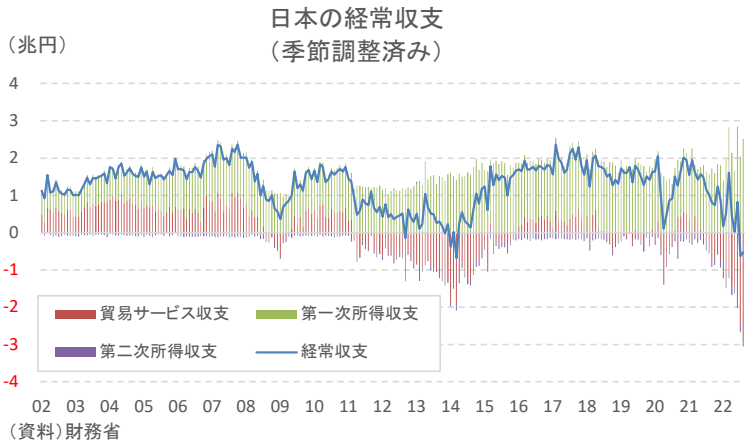
「季調済み経常収支、2 か月連続で赤字」の意味

本邦 8 月国際収支統計は季節調整済みの経常収支が▲5305 億円と 2 か月連続で赤字を記録。これは現行統計で比較可能な 96 年以降では初めて。今春以降、本欄では今次円安を「ドル高の裏返し」と整理し、単に金利差だけから説明することの危うさを執拗に議論してきた。近刊『「強い円」はどこへ行ったのか』では、日本が「成熟した債権国」から「債権取り崩し国」への道を歩んでいる可能性を議論し、今次円安の背景について構造的な議論を展開している。実際、「債権取り崩し国」に近づいているかどうかは事後的にしか分からないが、世界有数の経常黒字国だった日本において季節調整済みの経常黒字が消滅し、「円安の年」としては史上最大の値幅を更新している状況を前に、構造的な円安の可能性を議論しないのは真摯な分析態度とは言えないだろう。未だに「円安は日本経済全体にとってプラス」という主張を目にするが、それで納得する日本企業は輸出企業であれ、輸入企業であれ、決して多くないように感じる。

～本当の見どころは季節調整値～

昨日、財務省より発表された本邦 8 月国際収支統計は経常収支が+589 億円と 8 月としては現行統計開始以来で最小の黒字を記録した。既に発表済みの 8 月貿易統計が▲2.8 兆円と史上最大の赤字だったため、低水準の経常黒字は予想されたものではある。商品市況は夏前にピークアウトしているが、輸入統計における鉱物性燃料価格へ反映されるには暫く時間がかかる。また、時節柄、円安で輸入金額が押し上げられているというデメリットがクローズアップされやすいが、第一次所得収支黒字が円安で膨らんでいるという実情も踏まえ、総合的に評価されるべきではある。単純に「対外収支の赤字が大きいのは円安のせい」という主張に帰着させようというのは乱暴である。

なお、今回、注目すべきはヘッドラインで報じられる原数値ではなく季節調整値である。季節調整済みの 8 月経常収支は▲5305 億円と 2 か月連続で赤字を記録している。これは現行統計で比較可能な 1996 年以降では初めての動きだ。今年の春以降、本欄では今次円安を「ドル高の裏返し」と整理し、単に金利差だけから説明することの危うさを執拗に議論してきた。近刊『「強い円」はどこへ行ったのか』では、日本が「成熟した債権国」から「債権取り崩し国」への道を歩んでいる可能性を議論し、今次円安の背景について構造的な議論も取り込んではどうかという提案をしている。実際、「債権取り崩し国」に近づいているかどうかは事後的にしか分か



（資料）財務省

らない。そもそも国際収支の発展段階説で提示される 6 段階は「必ずそうなる」とか「その順番通りに進む」とか、何らかの確定した未来を約束するものではない。英国のように「債権取り崩し国」から「未成熟な債務国」へ 1 周して戻ってきても、国際金融センターを擁するがゆえに安定を享受するケースもある(もっとも直近では金融市場の反感を買い不安定になっているわけだが)。

国際収支の発展段階説

日本の今後?

	①未成熟な債務国	②成熟した債務国	③債務返済国	④未成熟な債権国	⑤成熟した債権国	⑥債権取り崩し国
経常収支	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字
財・サービス収支	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字	赤字
第一次所得収支	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
対外純資産	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
金融収支	黒字	黒字	赤字	大幅赤字	赤字	黒字
例	**英国**		**中国**		**日本**	**米国**

(資料)筆者作成

しかし、世界有数の経常黒字国だった日本において季節調整済みの経常黒字が消滅し、「円安の年」としては史上最大の値幅を更新している状況を前に、構造的な円安の可能性を議論しないのはやはり真摯な分析態度とは言えないだろう。円安が始まった今春時点で、こうした論調を提示すると「日本の経常赤字は一時的であり、構造的な円安とは言えない」という反駁も多かったが、もうそうした論陣は大分後退したように思う。もちろん、円が変動為替相場制で、ドル全面高が事実として相当極まってきている以上、いずれかの時点で円高への揺り戻しはある。しかし、それを「長期下落トレンドの中での押し目」と整理する立場はかつてよりも増えるのではないかと思う。

～「円安は日本経済全体にとってプラス」は現場知らず～

筆者はほぼ毎日、多様な業種の事業法人とお話させて頂く機会に恵まれている。年初 9 か月間で起きている円安は輸入企業は言うまでもなく輸出企業にとっても苛烈なものであり、長期的な為替戦略の必要性を検討し始めている事業法人は少なくない。為替の変動率が高く、社内レートが固定しづらい状況が続くと予算が立ちにくくなる。それ自体を事業リスクと見なす向きもある。

「日本の大企業を中心にメリットがあるので日本経済全体にとってプラス」という主張はマクロ分析上は可能な試算なのかもしれない。だが、国内に生産拠点を構える輸出企業の多くは為替上の有利を享受しつつも部材の供給制約に悩んでいる。円安で攻勢をかけようにも思ったほど生産が進められないというケースもある。また、日本経済全体として加工貿易の性格が色濃いため、部材が高騰しているところに円安が加わると「高いものを輸入して、安いものを輸出している」という構図に陥りやすい。これは GDP 統計上、交易損失として既に問題視されているところだ(図)。筆者の観測できる範囲での定性的な話で恐縮だが、「円安は日本経済全体にとってプラス」と言って納得する日本企業は輸出企業であれ、輸入企業であれ、決して多くないように感じる。仮に「円安は日本経済全体にとってプラス」という結論を譲ったとしても「円安で得する経済主体」と「円安で損する経済主体」に分断があるという根深い問題を日本は抱えている。それはアベノミク

(資料) macrobond、※輸出デフレーター÷輸入デフレーター

ス後の約 10 年間で賃金情勢が思ったほど改善しなかったことが証左である。その背景にある問題とは、恐らく硬直的な日本型雇用などに絡んだ非常に大きな話であり、為替と日本経済からは離れて議論する必要がある論点かと考えられる。

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10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版（国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～）
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版（FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～）
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年8月分）
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版（ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～）
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版（ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～）
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版（劣後する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～）
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数（PPI）と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年7月分）
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
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	パ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～ユーロ安でて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～日銀がスケ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～落ち着かないラガルド流～）
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～落ち着かないラガルド流～）
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」のブレーキが重要～）
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