みずほマーケット・トピック（2023 年 3 月 8 日）

1 月国際収支統計を受けて～今後の注目点～

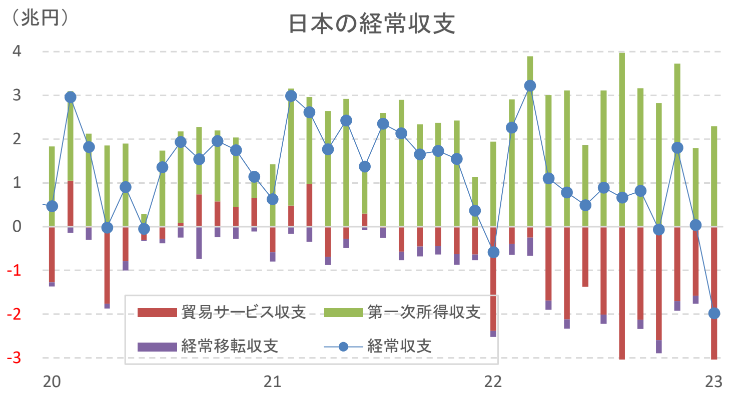
パウエル FRB 議長が利上げペースの再加速を示唆したことで円安・ドル高も加速している。しかし、これまで執拗に述べてきたように、ドル/円相場のドライバーに関し、金利と需給で議論を分けるべきというのが筆者の一貫した立場。昨年直面した「史上最大の円安」は日米金利差拡大だけではなく、「史上最大の貿易赤字」に象徴される需給環境の激変がもたらしたものだろう。この点、1 月国際収支統計は考えさせられる内容だった。1 月経常収支は▲1 兆 9766 億円と現行統計開始以来で最大の赤字を記録。今回の結果は 1 年前の相場を彷彿とさせる。2022 年 1 月分の経常収支が史上 2 番目の赤字となり、世界的に資源価格が押し上げられた際、筆者は「構造的な円安を警戒すべきだ」という立場を示した。これに対し、当時は行き過ぎた懸念であるとの反論も多かった。だが、現実はどうなっただろうか。2022 年に実現した「史上最大の円安」の正体は需給環境の激変も相当寄与していると筆者は思っている。大局的に見ても、日本の対外経済部門が過去 10 年で大きな変化に直面しているのは厳然たる事実であり、それを踏まえて中期見通しを検討することが必要。それは FRB の利上げの回数や幅よりも大事なことだろう。

～アップサイドリスクに現実味、年内 145 円も～

昨日はパウエル FRB 議長が米連邦議会上院の議会証言において、今後のデータ次第では「利上げのペースを加速する用意がある」と踏み込んだ発言をしたことが話題になっている。当然、米金利は上昇、これに連れてドル相場も騰勢を強めている。本欄や『中期為替相場見通し』で想定してきた「ターミナルレートが 6%に到達する」というアップサイドリスクが現実味を帯び始めていると言えるだろう。昨年来、筆者は巷説の円高予想からは距離を取り、140 円台復帰を基本シナリオとしてきたが、アップサイドリスクが実現する場合、年内 145 円到達を視野に入れる必要がある。

～1 年前の既視感、構造的円安論は本当に考える必要はないのか～

しかし、これまで執拗に述べてきたように、ドル/円相場のドライバーに関し、金利と需給で議論を分けるべきというのが筆者の一貫した立場である。昨年直面した「史上最大の円安」は日米金利差拡大だけではなく、「史上最大の貿易赤字」に象徴される需給環境の激変がもたらしたものだ。市場では中央銀行の「次の一手」と直結する金利動向を重視するが、筆者は需給動向も同等に重要と考



（資料）財務省

える立場だ。この点、今朝公表された 1 月国際収支統計は相応に考えさせられる内容である。1 月経常収支は▲1 兆 9766 億円と現行統計開始以来で最大の赤字を記録している。もちろん、既に発表されていた貿易収支が約▲3.5 兆円と史上最大の赤字を記録していたことから、数字自体に意外感はなく、1 月に赤字が拡大しやすいという季節性があることも割り引く必要がある。

しかし、今回の結果は 1 年前の相場を彷彿とさせる。2022 年 1 月分の経常収支が史上 2 番目の赤字となり、世界的に資源価格が押し上げられた際、筆者は「構造的な円安を警戒すべきだ」という立場を示した。当時の本欄 2022 年 3 月 9 日号では『経常赤字は新常態なのか？～「債権取り崩し国」へ～』と題し、円安進行の可能性を議論している。こうした主張に対し「経常収支悪化は一時的であり、『構造的な円安』への懸念は行き過ぎ」という反論も多かった。だが、現実はどうなっただろうか。2022 年 1 月分の国際収支統計発表後（発表は同年 3 月 9 日）、114 円近辺にあったドル/円相場はその後 7 か月間かけて 152 円付近まで駆け上がった。巷説では日米金利差拡大だけでその動きを正当化しようという論陣が支配的だが、筆者は需給環境の激変が追い風になった可能性は相当あると思っている。

2022 年を振り返れば、国際収支発展段階説に照らした日本経済の構造変化、それに伴う円相場の下落という視点が大きな注目を浴びた。日本経済の発展段階が変わろうという途上で、これまでには経験の無い値幅を持って円安が進んだという文脈で筆者は理解している。少なくとも 1 年前に、その後のドル/円相場が 150 円を突破し、1 年後（2023 年 1 月分）の経常赤字が史上最大を更新すると思っていた向きは決して多くないはずである。その背景として日本の対外経済部門が構造的な変化に差し掛かっている可能性を想像するのはそこまで突飛なことではない。

～国際収支にまつわる 4 つの論点～

もちろん、まだ 1 か月であり 2023 年の基調を占うには気が早過ぎる。しかし、2022 年通年の国際収支を見る限り、確度の高い事実として以下の 4 つが指摘できる。それは①貿易赤字の水準が切り上がったこと、②第一次所得収支黒字は円安の歯止めにならないこと、③旅行収支黒字が数少ない外貨獲得経路であること、④その他サービス収支の赤字幅が拡大基調にあること、だ。この中で①については多くの議論を要しない。2017～19 年、原油価格は平均して 1 バレル約 58 ドルだったが、過去 1 年平均は 91 ドルで 6 割弱高い。日本の輸入の 25%はこうした原油を筆頭とする鉱物性燃料であり、この価格が 2～3 割押し上げられている以上、構造的に赤字が拡がっているという事実を意味しているはずであり、それは「円を売りたい人が増えた」という現況と同義である。

次に②は「2022 年通年で経常黒字が+11 兆円も積み上がったにも拘わらず、史上最大の円安が実現した」という状況証拠から類推できる。2022 年の貿易サービス収支は約▲21.4 兆円と史上最大の赤字だった一方、第一次所得収支黒字は約+35.3 兆円とこちらも史上最大の黒字だった。しかし、結果として確保された約+11 兆円の経常黒字では 152 円付近までの円相場急落を押さえるには至らなかった。結局、第一次所得収支黒字は外貨で稼いだものがそのまま海外に滞留するだけで通貨安定のための外貨フローにはならないという事実を示していると言える。

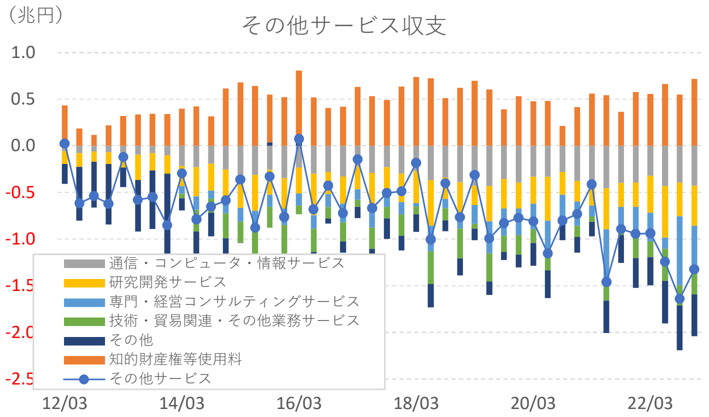
こうした状況を踏まえると、③旅行収支黒字が数少ない外貨獲得経路であることは数少ない朗報ではある。だが、ピーク時（2019 年）でも約+2.7 兆円しかなかった旅行収支黒字が日本の経常収支の中身を根底から変容させるというのは期待が行き過ぎである。まずはパンデミック終盤、不必要に

世界へアピールしてしまった日本の閉鎖性を撤回すべく水際対策を完全に撤廃の上、最善を尽くすしかない。結果として、じわじわと黒字の水準を切り上げる努力に勤しむしかあるまい。

～「債権取り崩し国」に加担しそうな「その他サービス収支」～

今後、気に留めるべきは前月の本欄でも論じたように④その他サービス収支の赤字幅が拡大基調にあることだ。サービス収支は旅行・輸送・その他の 3 本からなるが、このうち 2022 年のその他サービス収支は▲5 兆 1451 億円と統計開始以来の赤字を更新している。このままでは旅行収支が 2019 年時のピーク（約+2.7 兆円）まで復元しても、その他サービス収支赤字の半分程度しか相殺できない。

その他サービス収支に含まれる項目は多岐にわたるが、前月の本欄では、その中でも GAFA など巨大 IT 企業のクラウドサービスへの支払いなどを含む「通信・コンピュータ・情報サービス」やウェブサイトの広告スペースを売買する取引やスポーツ大会のスポンサー料などを計上する「専門・経営コンサルティングサービス」などが大きいことを確認した。こうしたクラウドサービスや研究開発、ウェブサイト広告の売買など、近年の米国経済が「強い」と言われ、日本経済が「弱い」と言われてきた分野がはっきりと国際収支統計上の数字で確認され始めたのが 2021～22 年の国際収支統計である（図）。今後、国産クラウドが世界を席巻するなどの展開が非現実的だとすれば、その他サービス収支の赤字は基本的には大きな赤字要因になる公算が大きい。「成熟した債権国」が「債権取り崩し国」になる場合、貿易サービス収支が第一次所得収支黒字を凌駕する構図にシフトすることが想定されるわけだが、その他サービス収支はそうした未来に加担する可能性がある。単月の経常収支や貿易収支から大きなことを言うべきではないが、大局的に見ても、日本の対外経済部門が過去 10 年で大きな変化に直面しているのは厳然たる事実であり、それを踏まえて中期的な円相場見通しを検討することが必要である。それは FRB の利上げの回数や幅よりも大事なことだろう。



（資料）日本銀行

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
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
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
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～)