

みずほマーケット・トピック(2023 年 4 月 10 日)

第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～

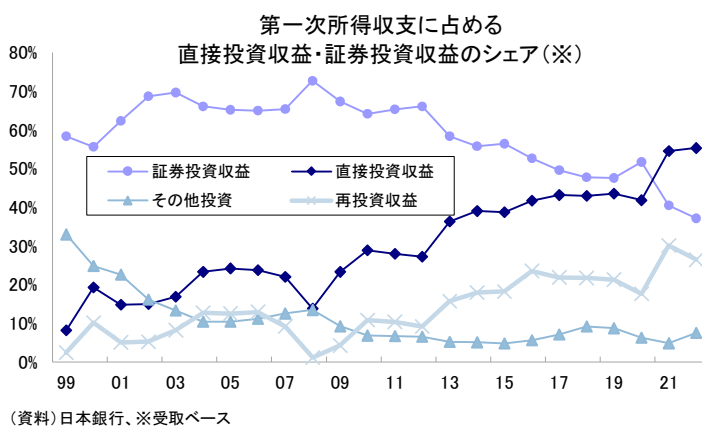
本邦 2 月国際収支統計は経常収支に関し+2 兆 1972 億円と 2 か月ぶりの黒字に復帰。しかし、繰り返し論じている通り、経常収支の符号(黒字 or 赤字)は円相場の需給を考える上であまり参考にならなくなっている。端的に言えば、「これまでよりも外貨が入ってこない国」になっている以上、「これまでよりも通貨が弱くなりやすい」という事実は当然の話として受け止める必要がある。例えば、2022 年の第一次所得収支の受取総額は約 49 兆 9161 億円だったが、このうち円転されないであろう直接投資収益における再投資収益部分や証券投資収益における債券利子部分が約半分を占めている。貿易赤字やその他サービス赤字から漏出する外貨が著しく増えているため、いくら第一次所得収支の黒字を積み上げて「半分は外貨のままで戻ってこない」という前提が続くと、「経常黒字は大きくても円安になる」という現象が起きやすくなる。その典型例が 2022 年だろう。構造的な円安は紛れもない事実として現在進行形で受け止めるべき事象。

～「構造的な円安」は紛れもない事実～

今朝、財務省より発表された本邦 2 月国際収支統計は経常収支に関し+2 兆 1972 億円と 2 か月ぶりの黒字に復帰した。貿易赤字が膨らみやすい季節性を乗り越えて、今後は経常収支の符号自体は黒字が続くと思われる。内訳を見ると貿易サービス収支は▲8245 億円を記録する一方、第一次所得収支は+3 兆 4407 億円を記録している。しかし、本欄では繰り返し論じている点だが、経常収支の符号(黒字 or 赤字)は円相場の需給を考える上であまり参考にならなくなっている。過去 10 余年の月日を経て日本の対外経済部門は明確な変化に直面している。端的に言えば、「これまでよりも外貨が入ってこない国」になっている以上、「これまでよりも通貨が弱くなりやすい」、言い換えれば「これまでよりも円高になりにくい」のは当然の話である。

日本の国際収支を議論する際、①貿易赤字が大きいこと、②第一次所得収支黒字が円買い需給に寄与しないことは元より、最近の本欄で繰り返し論じているように、③「その他サービス収支」の赤字も大きいことも注目の論点となる。このうち、②に関しては、単純に「外貨のまま再投資されるものが多い」と解説してきたが、今回の本欄ではこの点に関して具体的な数字を交えて議論を示したい。まず、

第一次所得収支黒字は雇用者報酬と投資収益に分かれるが、基本的に投資収益と同義である(例えば 2022 年の第一次所得収支は+35 兆 1857 億円だが、このうち投資収益は+35 兆 2479 億

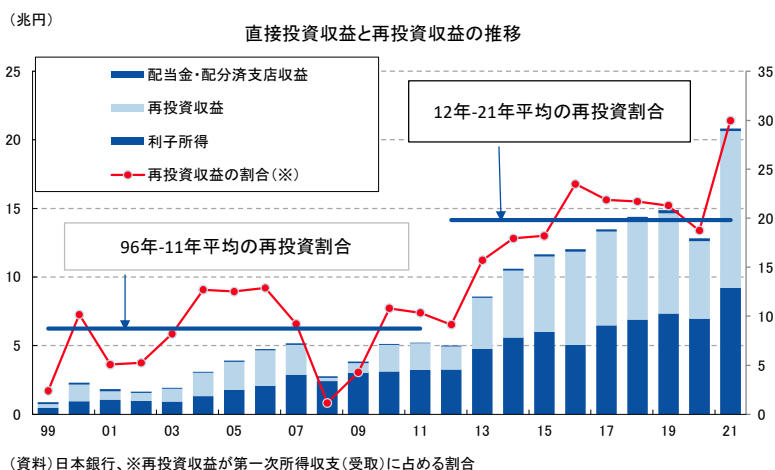


円とほぼ同額)。その投資収益は直接投資収益と証券投資収益、そしてその他投資収益の 3 つに分かれる。これら各収益に受取と支払が計上され、その差額が収支となる。言うまでもなく世界最大の対外純資産国である日本では圧倒的に海外からの受取が多い。この内訳を見ると、2010 年頃までは第一次所得収支(受取、以下全て受取ベースで議論)の 6~7 割は証券投資収益だった(前頁図)。しかし、2010 年以降、直接投資収益が顕著に比率を押し上げ、2021 年は統計開始以来で初めて両者の比率が逆転し、2022 年はその差がさらに開いている。

こうして過去 10 年で日本経済の対外投資はその収益源を「有価証券投資から海外企業買収へ」と変化させた。今後 10 年以上かけて直接投資収益が 6~7 割を占める時代になっていくのか。日本の対外経済部門が構造変化の最中にあることは事実であり、それが円相場の現状や展望を語る上でも当然影響する。「構造的な円安」というと頑なに否定しようという向きもあるが、外貨を巡る需給環境が変わっている以上、紛れもない事実である。

～円買いとなって現れるのは半分程度～

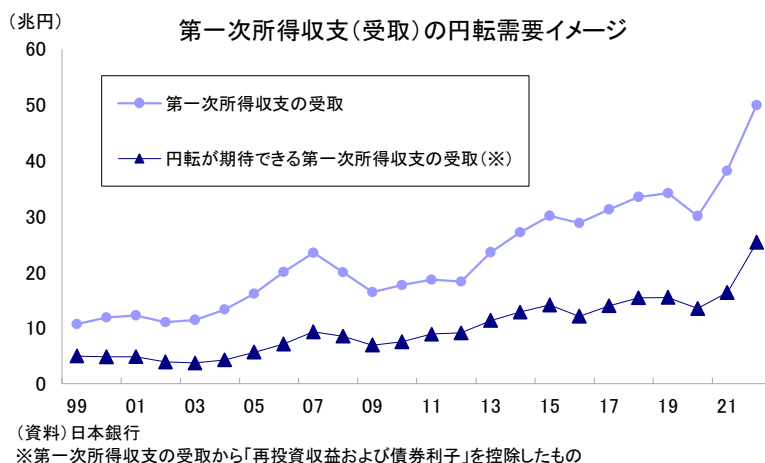
上記のような投資収益(≡第一次所得収支)の構造変化を踏まえた上で、それが円相場にどのような影響を持ち得るのか。端的には、どの程度の割合が円転されるのかを考えることになる。近年注目される直接投資収益から見ていこう。直接投資収益は配当金・配分済支店収益、再投資収益、利子所得の 3 つから構成されており、その構成比は配当金・配分済支店収益と再投資収益で半々という



イメージである。配当金・配分済支店収益は海外から日本へ回帰する(≡円買いが発生する)ことが期待できる一方、再投資収益は文字通り、外貨のまま再投資されるので為替市場の需給には中立である。つまり、直接投資収益の半分は日本へ戻ってこない(円買いに繋がらない)という理解になる。具体的な数字で言えば、2022 年の直接投資収益の受取は 27 兆 5950 億円だったが、このうち再投資収益は 13 兆 410 億円と約

47%を占めていた。この再投資収益が直接投資収益に占める割合は過去 10 年余りで明確に切り上がっており、「戻ってこない円」が増えていることが分かる(図)。

片や、証券投資収益はどうか。証券投資収益は配当金、債券利子等(短期債と中長期債)から構成されているが、7 割が中長期債からの利子



収入である。再投資収益と異なり円転される可能性を断定できるわけではないが、海外の有価証券(例えば米国債)から生じた利子は外貨のまま再投資されるのが普通だろう。具体的な数字で言えば、2022 年の証券投資収益の受取は 18 兆 5230 億円だったが、このうち債券利子は 11 兆 4886 億円と約 62%を占める。この部分は円買いに繋がらない。まとめると再投資収益と債券利子の合計 24 兆 5296 億円について円転は期待できないことになる。2022 年の第一次所得収支の受取総額が約 49 兆 9161 億円だったので、約半分が円転されないイメージになる。

～「需給は赤字」という国になった日本～

こうした「第一次所得収支の受取の半分は戻ってこない」という事実は過去からそれほど変わっているわけではない(むしろ若干上がっている)。しかし、貿易赤字やその他サービス赤字から漏出する外貨が著しく増えているため、第一次所得収支の黒字を積み上げても「半分は戻ってこない」という前提が続くと、「経常黒字は大きくても円安になる」という現象が起きやすくなる。これが顕著になったのが 2022 年だ。第一次所得収支は+35 兆 1857 億円と過去最大を記録したが、貿易・サービス収支の赤字も▲21 兆 1638 億円と過去最大を更新し、経常黒字は+11 兆 5466 億円となった。+11 兆円以上の経常黒字は世界的に見れば相応に大きいですが、上述したように、そもそも約 50 兆円に及ぶ第一次所得収支の受取総額のうち半分(約 25 兆円)が円転されていない可能性がある。経常黒字が+11 兆円しかないのに、「25 兆円分は円買い需要にはならない」とすれば、経常黒字の実情としては円売りの方が多いいことになる。

なお、本欄では簡易的に再投資収益と債券利子を円転が期待できない部分としたが、証券投資収益の配当金部分(2022 年だと約 7 兆円の受取)も再投資されるものが多いのではないかとすると、円転が期待できない部分は半分では済まない。いずれにせよ、経常収支の符号だけを見て、円相場の頑健性を語るのが非常に難しい時代に入っているのは間違いなく、日本は対外経済部門について「需給は赤字」という国になり下がっている可能性がある。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か?～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分) 先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
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ビ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、何を考えているのか?～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～