

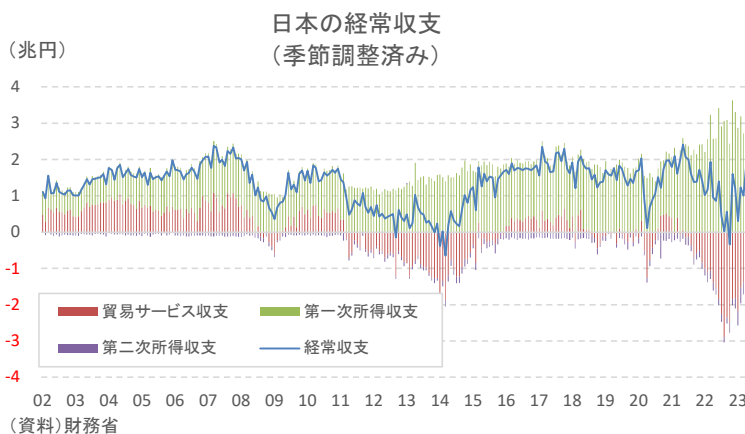
みずほマーケット・トピック(2023 年 6 月 8 日)

本邦 4 月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～

本邦 4 月経常収支は季節調整済みで見ても+1 兆 8996 億円と今次円安局面の起点である 2022 年 3 月以来の黒字まで回復。供給制約と資源高の影響がほぼ一巡したことで 2022 年に大きく崩れた需給環境がほぼ正常な姿に戻ってきていると評価できるだろう。しかし現在、日本の経常収支を考える上では貿易収支ではなくサービス収支における「新しい赤字」が重要性を持ち始めており、今回の結果からもその存在感が目についた。例えば貿易サービス収支の▲7596 億円という赤字のうち貿易収支は▲1131 億円、サービス収支は▲6465 億円だった。もはや赤字の主因はサービス収支であり、その殆どがその他サービス収支から出ているというのが実情。背景にデジタル・コンサル・研究開発といった項目があることは過去の本欄でも繰り返し議論した通り。貿易収支の大崩れが収まってきた分、こうした「新しい赤字」は余計に目立つ。需給や金利の状況を踏まえれば、昨年ほどの円安相場は想定されないが、「そうなるだけの下地(需給環境)」が仕上がりつつあることも知っておきたいところ。

～需給正常化も「新しい赤字」の影～

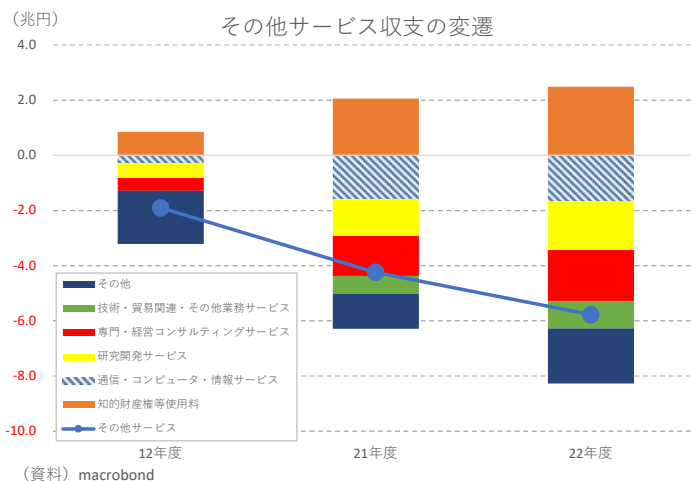
今朝、財務省が公表した国際収支統計によると、4 月の経常収支は+1 兆 8951 億円の黒字だった。貿易サービス収支は▲7596 億円と引き続き赤字が続いているものの、その水準は明らかに切り下がっている。片や、円安が残っているため第一次所得収支は+3 兆 663 円と 3 か月連続で+3 兆円台という大幅な黒字を記録している。季節調整済みの経常収支は+1 兆 8996 億



円と今次円安局面の起点である 2022 年 3 月以来の黒字まで回復している。一時は季節調整済みでも赤字を記録していたことを思えば、供給制約と資源高の影響がほぼ一巡したことで 2022 年に大きく崩れた需給環境がほぼ正常な姿に戻ってきていると評価できるだろう。

もともと、心配な動きも残る。最近の本欄で定期的に議論しているように、現在、日本の経常収支を考える上では貿易収支ではなくサービス収支における「新しい赤字」が重要性を持ち始めており、今回の結果からもその存在感が目についた。例えば貿易サービス収支の▲7596 億円という赤字のうち貿易収支は▲1131 億円、サービス収支は▲6465 億円となっており、もはや赤字の主因はサービス収支だ。2019 年以降のサービス収支を見ると 2019 年は▲1 兆 821 億円、2020 年▲3 兆 6552 億円、2021 年は▲4 兆 2457 億円、2022 年は▲5 兆 4202 億円と顕著に拡大している。かねてから

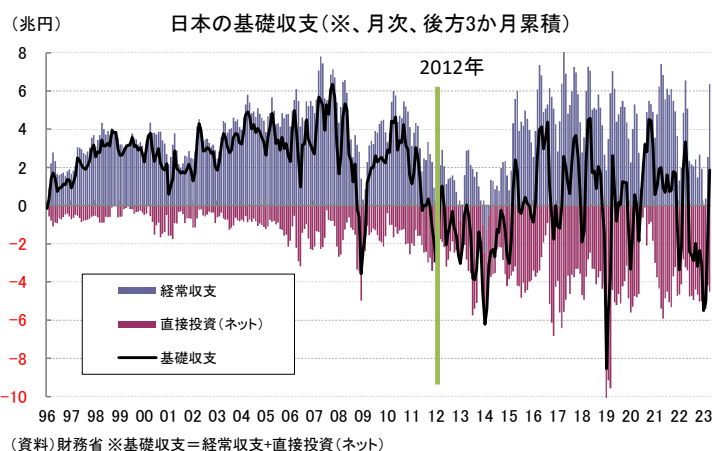
論じているように、拡大傾向にあるサービス収支赤字の主因はその他サービス収支であり、4月は▲8909億円の赤字を記録している。需要の復活が日々大きく報じられている旅行収支は+2941億円の黒字なので、せいぜいその他サービス収支の赤字を3分の1程度相殺する程度の存在である。ちなみに、2019年以降のその他サービス収支を見ると2019年が▲2兆9095億円、2020年が▲3兆4984億円、2021年が▲3兆7030億円、2022年は▲5兆2151億円と膨らんでおり、その原因がデジタル、コンサルティング、研究開発といった分野にあることは過去の本欄¹でも詳述した通りだ。貿易収支の大崩れが収まってきた分、こうした「新しい赤字」は余計に目立つようになっている。



～基礎収支に見る構造変化～

需給構造の変化について議論する際、一国の対外資産・負債残高に変化をもたらす伝統的な計数として基礎収支（経常収支と旧長期資本収支の合計）という考え方も参考になる。安定的な内外資金フローの動きを表す基礎収支で純流入が続けば対外純資産は増えやすいし、純流出が続けば対外純負債は増えやすい。基礎収支は現在ほど国際資本移動が活発ではなく長期資本と短期資本の判別が容易だった時代に、一国の通貨の信用力に大きな影響を与える計数として注目された。だが、活発な国際資本移動が常態化した今、為替市場の思惑に沿って当該国の通貨が売られ続ければ、基礎収支が健全でも対外支払いが困難になるケースもある。そのため基礎収支の意味は時代と共に薄れており、これを持ち出すことに議論はある。だが、対外決済能力以前の問題として基礎収支の姿が従前と比較して趨勢（すうせい）的に変化しているのだとすれば、無視できない構造変化の兆候として注目する価値はある。

そこで筆者は経常収支とネット直接投資（対外直接投資－対内直接投資）を合計した計数を基礎収支と見なして、その動向をウォッチするようにしている。やはり2012年頃を境として、それまで純流入が続いてきたものだが、断続的な純流出に直面していることが分かる（図）。こうした基礎収支の趨勢変化はネット直接投資の純流出、すなわち日本企業の海外企業買収を反映した動きとして特徴づけられる。この点も本欄では繰り返



¹ 本欄 2023年5月15日号『新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～』などをご参照下さい。

し言及してきた事実だ。もちろん、2023 年のドル/円相場を考える上では、日本の貿易赤字が最悪期を脱していることやFRB の利上げ停止や利下げ転換が期待されることなども踏まえれば、今後のドル/円相場が 2022 年のように急騰する可能性は高くない。しかし、昨年のような大相場に至った背景には「そうなるだけの下地(需給環境)」が仕上がりつつあったことを知っておきたい。日米 10 年金利差が 400bp 程度拡大しただけで 1 年に 40 円弱も円安・ドル高が進むという解説は明らかに無理筋であり、もっと構造的かつ長期的な材料としての需給環境の変化に目を向けるべきというのが筆者の一貫した立場である。

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6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠の年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の資金・物価情勢～資金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがれる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～イベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量・質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
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～
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・資金情勢
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(資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資金に～)
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	日銀の政策修正に関する論点整理～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～)