

みずほマーケット・トピック(2023 年 7 月 11 日)

経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～

本邦 5 月経常収支は+1 兆 8624 億円の黒字となり、ヘッドラインでは 4 か月連続黒字など前向きな表現が踊っている。未だに「経常黒字である」という一点をもって、過度な安心感を持ちたがる論調が根強いことには驚く。22 年通年で経常収支は+11.5 兆円の黒字だったが、円は対ドルで最大▲30%以上、通年でも約▲15%下落している。23 年も経常黒字が続く中で G10 通貨における最弱通貨は常に円だ。経常収支と為替の関係を考察する上で重要になるのはヘッドラインで発表される「符号」ではなく実務的にどのようなキャッシュフロー(CF)が発生しているかである。筆者試算では CF ベースの経常収支は 22 年で▲9 兆円以上の赤字。かつて対ドルで▲10%以上円安が進んだ 13～14 年もやはり同じくらいの赤字だった。公表ベースの黒字はあくまで会計上の黒字でしかないことは知っておくべき。歴史的な相場を前に歴史的な(そして恐らくは構造的な)変化から目を背けずに数字を用いた客観的な評価を心がけたいところ。

～円高の理由は「売られ過ぎたから」に尽きる～

昨日のドル/円相場は一時 141.28 円と約 1 か月ぶりの安値をつけている。様々な理由が取りざたされているものの、3 営業日で 3 円近くの円高を正当化するほどの具体的な材料があったわけではない。先週の本欄¹で筆者は「円安が円高に反転するとしたら『売られ過ぎたから』くらいしか理由が見当たらない」と述べたが、今起きていることはそれが現実になっただけではないか。IMM 通貨先物取引に見る対ドルでの円の売り持ち高は 152 円を記録した昨年 10 月よりも高水準に達しており、円安が進むにしても利益確定のためのポジション調整が必要という状況にあった。140 円程度までの調整を経て、その後、どのような展開を探るかという大局観で相場を評価すべき時間だろう。

～大事なことは経常収支の「符号」ではなく「キャッシュフロー」～

ところで昨日は財務省から本邦 5 月国際収支統計が公表されている。経常収支は+1 兆 8624 億円の黒字となり、ヘッドラインでは 4 か月連続黒字や前年同月比 2.4 倍という前向きな表現が踊っている。そもそも経常収支や貿易収支(しかも原系列)を変化率(や倍率)で表現することに意味があるとは思わないが、経常収支が改善傾向にあることは事実だ。しかし、今回の報道を受けて筆者が驚いたことは未だに「経常黒字である」という事実一点をもって、過度な安心感を持ちたがる論調が根強いということだ。確かに経常収支は赤字よりも黒字の方が安堵感があるものの、現に円安や実質賃金下落が続いている中で何がそこまで評価できるのか筆者には微塵も理解できない。

経常収支について黒字か赤字かという「符号」の議論に拘泥してしまうのは、ひとえに経常収支にまつわる実務的なキャッシュフロー(CF)について理解が不足していることが原因だろう。確かに、経常収支は 4 か月連続で黒字を記録しているが、年初来の円相場は対ドルで▲7.2%、対ユーロ

¹ 本欄 2023 年 7 月 7 日号『「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～』をご参照下さい。

で▲9.7%下落している。言うまでもなく G10 通貨の中で最弱である。また、名目実効為替ベースでは▲2.2%、実質実効為替ベースでは▲3.3%下落しており、円全面安と言って差し支えない。もっと言えば、2022 年通年で経常収支は+11.5 兆円の黒字だったが、円は対ドルで最大▲30%以上、通年でも約▲15%下落している。現在の日本の経常黒字が符号の示唆する通り、円買い圧力となるならここまで下落していないのではないのかというのが筆者が従前から抱く問題意識だ。しかも、2022 年 11 月から足許までの間に FRB の利上げが+75bp から+25bp まで縮小され、一旦見送りまで決定される事態に至っているのに円安は進んでいる。経常黒字拡大を受けて昨年の最悪期が終息したかのように囃し立てるのは、結局のところ、その符号や黒字水準の増減しか見ておらず、円相場との因果関係や背後にある CF の実態に関心を向けることができていない。

経常収支と為替の関係を考える上で重要になるのはヘッドラインで発表される符号ではない。実務的にどのような CF が発生しているか、である。昨年、符号の議論が騒がれたのは経常赤字という日本経済の歴史に照らせば極めて珍しい事象が起きていたからというものもあるが、「巨大な第一次所得収支黒字を食ってしまうほど大きな貿易サービス赤字」が歴史的円安の主因だったからだ。経常収支の符号それ自体が本質的に重要だったわけではない。あくまで為替市場への影響を考えたのはアウトライートの売買が発生する貿易サービス収支に着目するのが王道である。

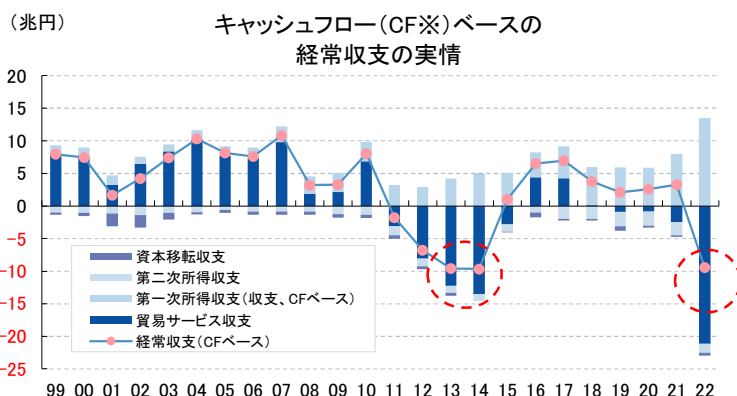
～本当に考えるべきは CF ベースの経常収支～

では CF を加味した第一次所得収支、ひいては経常収支の実態を示してみたい。例えば 2022 年の第一次所得収支を受取ベースで見ると 2022 年は約 50 兆円あった。このうち証券投資収益は 18.5 兆円、直接投資収益は 27.6 兆円、その他投資収益は 3.7 兆円である。証券投資収益の殆どは債券利子と配当金であり、普通に考えれば外貨のまま再投資される公算が大きい。また、直接投資収益のうち約半分の 13 兆円は再投資収益である。これは確実に円転されない。まとめると第一次所得収支(受取)の 50 兆円のうち、7 割相当の約 31.5 兆円(18.5 兆円+13 兆円)が円転されていない恐れがある。裏を返せば、3 割相当の約 18.4 兆円しか実際の円買いに繋がっていない可能性が推測される。

これは受取ベースの議論なので、より正確を期すならば支払ベースでも同じ議論をして、収支の仕上がりを作る必要がある。支払は約 14.7 兆円あり、このうち証券投資収益は約 8.2 兆円、直接投資収益は約 4.4 兆円、その他投資収益は約 2.0 兆円であった。上記の日本の例に準拠し、証券投資収益(8.2 兆円)と直接投資収益の中の再投資収益(約 1.7 兆円)は外貨に転じられない(円のまま残る)とすると、支払ベースでは約 4.8 兆円の円売りになる。

これらは受取ベースの議論なので、より正確を期すならば支払ベースでも同じ議論をして、収支の仕上がりを作る必要がある。支払は約 14.7 兆円あり、このうち証券投資収益は約 8.2 兆円、直接投資収益は約 4.4 兆円、その他投資収益は約 2.0 兆円であった。上記の日本の例に準拠し、証券投資収益(8.2 兆円)と直接投資収益の中の再投資収益(約 1.7 兆円)は外貨に転じられない(円のまま残る)とすると、支払ベースでは約 4.8 兆円の円売りになる。

以上をまとめると、2022 年の第一次所得収支黒字における本当の円買い部分は約 13.6 兆円(18.4 兆円－4.8 兆円)というイメージになり、これが CF ベースの第一次所得収支黒字である。公



(資料) 日本銀行
※第一次所得収支の受取・支払に關し、直接投資収益の「再投資収益」、証券投資収益の「配当金」および「債券利子等」は為替取引が発生していないものとし控除している。

表値の約 35 兆円とはかなり乖離があるが、昨今の円安相場とリンクさせた議論をするにあたってはこうした CF ベースの実情を踏まえた第一次所得収支を考えるべきではないかというのが筆者の仮説である。この上で 2022 年を例に取れば、貿易サービス赤字が約▲21 兆円を記録しており、この殆ど全ては円売りとして為替市場に現れているだろう。先述の通り、CF ベースの第一次所得収支黒字が約 13.6 兆円しかないのだとすると、経常収支は CF ベースでは赤字だった疑いが強い(前頁図)。2022 年の円安相場と経常収支の関係を議論するには、ここまで数字を詰める必要がある。公表ベースの黒字があくまで会計上の黒字でしかないことがこれで分かるだろう。

ちなみに 2022 年と匹敵するほど CF ベースの経常収支が赤字(▲9 兆円以上)だったのは 2013 年と 2014 年だが、いずれの年も円は対ドルで▲10%以上下落している。当時は異次元緩和に象徴されるアベノミクスが最も取りざたされていた時代であり、円安は日銀の金融政策に起因するものだという言説が支配的だったが、本当にそうなのだろうか。もちろん、無関係とは思わないが、底流には「円を売りたい人の方が多い」というシンプルな需給があったのではないだろうか。歴史的と呼べる円安局面はもう 1 年 4 か月以上続いている。歴史的な相場を前に歴史的な(そして恐らくは構造的な)変化から目を背けずに数字を用いた客観的な評価を心がけたいところである。

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

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|------------|---|
| 2023年7月10日 | イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か |
| 2023年7月7日 | 週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～) |
| 2023年7月6日 | 「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～ |
| 2023年7月5日 | ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～ |
| 2023年7月3日 | シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～ |
| 2023年6月30日 | 週末版 |
| 2023年6月29日 | 金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か |
| 2023年6月27日 | 23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて |
| 2023年6月26日 | 「2005～07年の円安バブル」と現在の違い |
| 2023年6月23日 | 週末版 |
| 2023年6月22日 | ECBは利上げ停止後に何をするつもりか |
| 2023年6月21日 | 「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字 |
| 2023年6月20日 | 「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味 |
| 2023年6月19日 | 日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～ |
| 2023年6月16日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～) |
| 2023年6月15日 | FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～ |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分) |
| 2023年6月14日 | 日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～ |
| 2023年6月13日 | 家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～ |
| 2023年6月12日 | FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？ |
| 2023年6月9日 | 週末版 |
| 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～ |
| 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～遙か遠のく年内利下げ～ |
| 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 | ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、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～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・バリゼーション(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・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/円相場見直しへの影響 |
| 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 |