

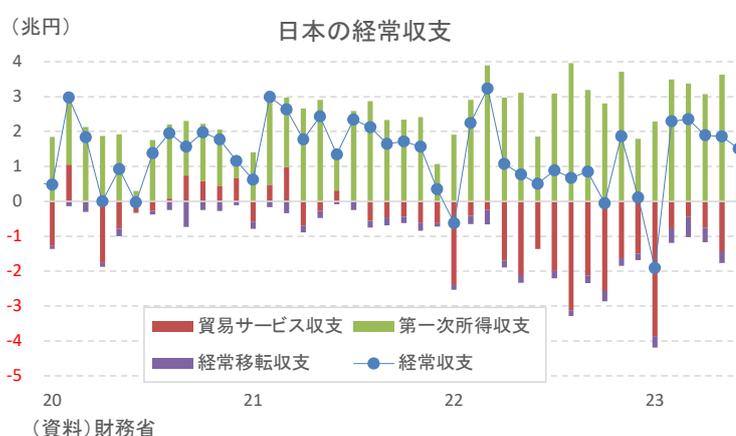
みずほマーケット・トピック(2023年8月8日)

## 23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～

23年上半期(1～6月)の経常収支は+8兆132億円と黒字幅が前年同期から増加。しかし、前月の本欄でも強調したように、経常収支と為替の関係を考察する上で重要になるのは統計上の数字よりも、実務上のキャッシュフロー(CF)の仕上がり。そこで第一次所得収支の中身を中心として調整したCFベースの経常収支を試算すると23年上半期のCFベースの経常収支は約▲3.6兆円程度の赤字だった疑い。上半期を振り返れば、日米金融政策の動きを踏まえる限り、円高になっても不思議ではなかったはずだが、結局、円安相場は終息していない。これはCFベースの経常収支で見れば「円を売りたい人の方が多し」という状況が続いているからではないか。また、サービス収支赤字の拡大傾向も重要。確かにインバウンド需要の勢いは目を見張るものがある。だが、せつかく旅行収支で多くの外貨を稼いでもその他サービス収支から外貨が漏出している構図がある。サービス収支も貿易収支同様、アウトライトの為替取引を含む重要なフローであるため、円相場を展望する上で「新時代の赤字」として目が離せない。なぜ円安が簡単に収束しないのかを突き詰めるにあたって、国際収支を丁寧に見る必要性は増している。

### ～CFベースで洗い直す2023年上半期経常収支～

今朝は財務省から6月分の国際収支統計が公表されている。これにより2023年上半期(1～6月)の数字が明らかになったため整理しておきたい。経常収支は+8兆132億円と前年同期(+7兆2103億円)から黒字幅が増加した(図)。貿易サービス赤字が▲8兆2152億円から▲7兆3007億円に縮小し、第一次所得収支黒字が+16兆6349億円から+17兆5286億円へと増加したこと



などに起因している。貿易サービス収支は原油を筆頭とする資源価格の上昇が落ち着いていたこと、第一次所得収支は円安によりかさ上げされていることなどが大きそうだ。ほぼ想定された内容だ。

しかし、前月の本欄でも強調したように、経常収支と為替の関係を考察する上で重要になるのは統計上の数字よりも、実務上のキャッシュフロー(CF)の仕上がりである。CFベース経常収支を見なければ円相場への影響は理解できない。先月来、この論点については多くの照会を頂き、同意の声も頂戴した。今回、半期という節目を迎え、改めてこの観点から議論を整理したい。おさらいをしておくと、CFベース経常収支を考える際には、黒字の源泉となっている第一次所得収支の中身を精査することになる。具体的には第一次所得収支のうち証券投資収益における債券利子と配当

金ならびに直接投資収益における再投資収益を黒字から控除して考えた上で経常収支の仕上がりを見ようというのがここでの考え方である。全てがそうだとは言わないが、証券投資収益における債券利子と配当金は普通、複利効果を企図して再投資されることが想定される。再投資収益は文字通り外貨のまま再投資されることが定義づけられているため、これは確実に円に戻ってこない。

こうした考え方を2023年上半期について当てはめると、上記の債券利子や配当金、再投資収益などを調整したCFベースの第一次所得収支は+6兆1431億円だった。これは公表ベース(+17兆5286億円)の3分の1程度しかない。ちなみに2022年上半期のCFベースの第一次所得収支は+6兆2295億円だったので、第一次所得収支から生じる円買い圧力については統計上の黒字が拡大しているにもかかわらず、実務上は若干減少している疑いがある。

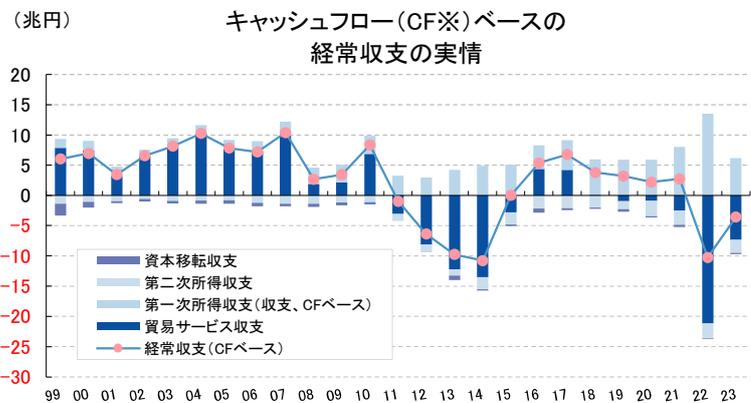
### ～CFベースではやはり赤字の疑い～

こうしたCFベースの第一次所得収支と貿易サービス収支、第二次所得収支、経常移転収支を合計するとCFベースの経常収支になる。結論から言うと、2023年上半期のCFベースの経常収支は約▲3.6兆円程度の赤字だった疑いがある(図)。これは2022年上半期の約▲3.2兆円よりも実は大きい。上半期を振り返れば、FRBの利上げ幅縮小、停止、利下げ観測の台頭に加え、日銀が実質的にイールドカーブ・コントロール(YCC)を解消するなど、内外金利環境は2022年に比べれば明らかに円高を支持しているが、円安相場は終息していない。これはCFベース経常収支で見れば「円を売りたい人の方が多い」という状況が続いているからではないのかというのが筆者の仮説である。

ちなみにCFベースの経常収支は2022年、約▲10兆円の赤字だった。これと匹敵するほど赤字だったのは2013年と2014年だが、いずれの年も円は対ドルで▲10%以上下落していた。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」という言説が支配的だったが、本当にそうなのか。日本の対外経済部門に目をやれば「円を売りたい人の方が多い」というシンプルな需給が整いつつあったのが2013～14年頃だったという考え方も捨て置けないものである。

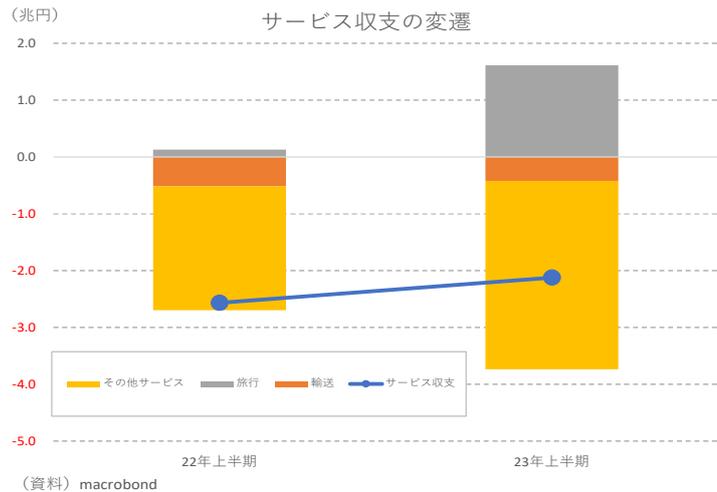
### ～「新時代の赤字」を象徴するサービス赤字～

また、統計上の経常黒字ばかりが耳目を集める中、これに内包されて注目されずらくなっているサービス収支の赤字拡大も見逃せない。これまで筆者はデジタル・コンサル・研究開発という項目にその論点が集約されることを強調してきた。サービス収支全体について2023年上半期を例にとると▲2兆1220億円と2022年上半期の▲2兆5647億円からやや改善している。その中身を見ると輸送収支で▲4185億円、旅行収支が+1兆6161億円、その他サービス収支で▲3兆3196億円



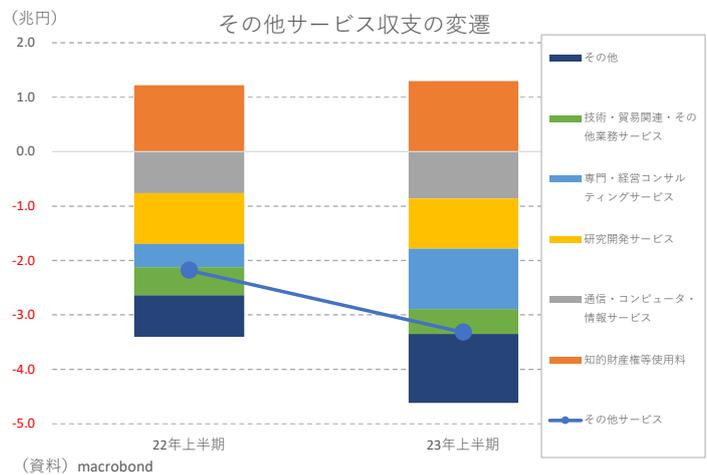
(資料)日本銀行、(注)23年は上半期のみ。  
 ※第一次所得収支の受取・支払に關し、直接投資収益の「再投資収益」、証券投資収支収益の「配当金」および「債券利子等」は為替取引が発生していないものとし控除している。

だった。2022 年上半期を振り返れば、旅行収支は+1281 億円の黒字だったので、ここで前年比 10 倍以上の黒字が出たことがサービス収支全体の改善に寄与したと言える。だが、その他サービス収支を見ると 2022 年上半期の▲2 兆 1776 億円から 2023 年上半期は 1 兆円以上も赤字が拡大している。せっきやく旅行収支で多くの外貨を稼いでもその他サービス収支から外貨が漏出してしまっ



ている構図である(図・上)。これは労働集約的な観光という産業で稼いだ外貨が後述するようなソフト面での競争力が重視される資本集約的な産業への支払いに充てられているとも読める。肉体労働と頭脳労働の対比を感じる。

その他サービス収支赤字の拡大要因が多岐にわたることも過去の本欄では繰り返し議論してきたが、2022 年上半期と比較して最も拡大が目立ったのが専門・経営コンサルティングサービスであり▲4276 億円から▲1 兆 1042 億円へ赤字が 2.5 倍以上に膨らんでいる(図・下)。同項目はインターネット広告への支払いを含むという意味でいわゆる「デジタル赤字」の性格も含むが、近年、日本で事業拡大する外資系コンサルティング企業が日本で記録した売上



上の一定割合が本国へ送金されていることも反映されている。このほかクラウドサービスなどを含む通信・コンピューター・情報サービスも▲7582 億円から▲8640 億円へ赤字が拡大しているし、研究開発サービスも▲9200 億円程度の赤字で横ばいであった。資源価格や為替、外需動向全般に大きく左右される貿易収支や第一次所得収支と異なり、その他サービス収支の赤字は基調的に拡大しているというのが近年の実態である。サービス収支も貿易収支同様、アウトライトの為替取引を含む重要なフローであるため、円相場を展望する上で「新時代の赤字」として目が離せない。

### ～ポジティブなニュースに隠れる重要な変化～

往々にして国際収支については経常収支全般の仕上がりに関し、その前年比の帰趨ばかりが注目されることが多い。この点、確かに異例の悪化を示した前年からの改善は見て取ることができる。しかし、上で見てきたように、CF ベースで見た経常収支は依然として赤字の疑いがある(あくまで仮説なので疑い、とするが確度は高いと筆者は思っている)。その背景には実務上の CF を伴わない第一次所得収支黒字という存在のほか、その他サービス収支の赤字膨張という事実もある。こうした事実は貿易赤字縮小やインバウンド需要急増というポジティブなニュースに隠れてしまいがちだ

が、重要な論点である。なぜ円安が簡単に収束しないのかを突き詰めるにあたって、こうした論点は今後ますます分析する価値が増してくると筆者は考えている。

金融市場部  
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](mailto: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/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](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8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか～)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドリンデックスの100割れをどう読むべきか?
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
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～
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とするか
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～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～円安見直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・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