

みずほマーケット・トピック(2023 年 9 月 11 日)

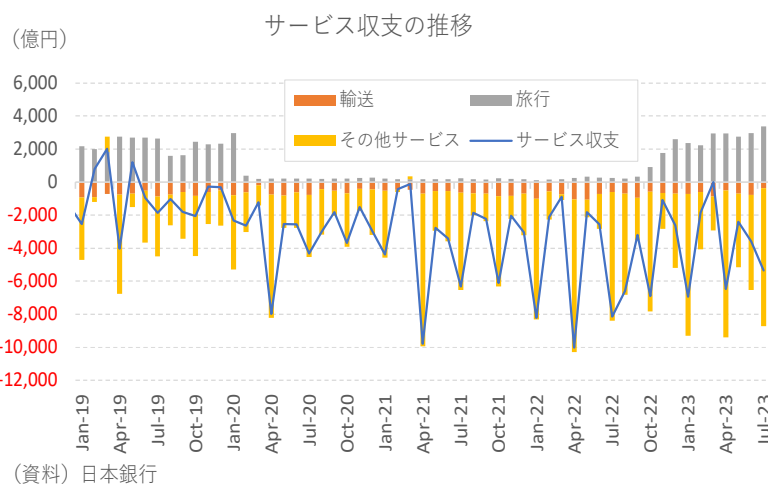
7 月国際収支の読み方～為替需給変わらず～

先週 8 日に発表された 7 月国際収支統計は 7 月としては過去最大の経常黒字を記録。黒字拡大の原因は①旅行収支黒字が単月として過去最大を記録したこと、②貿易収支が 2 か月連続黒字を記録したこと、③第一次所得収支黒字が依然として高水準を維持したことなど。日本の経常収支を議論する際、元より③は所与の論点だが、円安でさらに押し上げられたという状況にある。①や②は最近 2～3 か月でクローズアップされている。①はインバウンド増加に合わせて日本人の海外出国が伸びないことにも起因しており、これも円安の影響として捨て置けない。②は「円安や資源高の落ち着き」を理由に年初来、著しい改善傾向が続いてきた。だが、8 月以降、円安と原油価格が勢いづく中、中国経済の減速も露わになっていることを踏まえれば、貿易収支の改善が経常黒字を押し上げるという経路は不透明。原数値・季調値のいずれで見ても、第一次所得収支黒字が経常黒字を規定している印象は変わらず、それをもって円買いのキャッシュフローが保証されているわけではないことは引き続き押さえておきたいポイントである。

～遂に 2019 年を捉えた旅行収支黒字～

財務省が先週 8 日に発表した 7 月国際収支統計は 2 兆 7717 億円と 7 月としては過去最大の経常黒字であったことが大きく報じられた。黒字拡大の原因は①旅行収支黒字が単月として過去最大を記録したこと、②貿易収支が 2 か月連続黒字を記録したこと、③第一次所得収支黒字が依然として高水準を維持したことなどだ。日本の経常収支を議論する際、元より③は所与の論点だが、ここもとの円安でさらに押し上げられたという状況にある。①や②は最近 2～3 か月でクローズアップされており、②は「円安や資源高の落ち着き」を理由に年初来、著しい改善傾向が続いてきた。だが、8 月以降、円安は加速し、原油価格も騰勢を強める中、中国経済の減速も露わになっていることを踏まえれば、今後、貿易収支の改善が経常黒字を押し上げるという経路は困難と思われる。

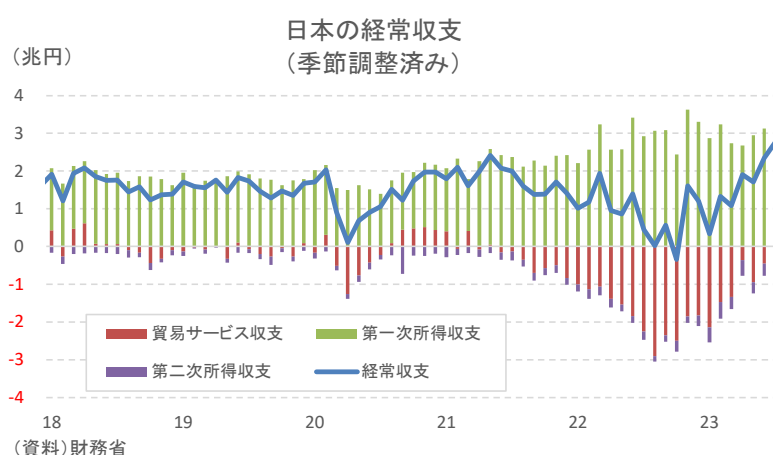
今回、①の動きは特筆されるものだろう。旅行収支の+3368 億円という黒字は初の 3000 億円台で過去最大である。単月に限った話ではあるものの、訪日外国人(インバウンド)需要の最盛期である 2019 年よりも強い数字を叩き出したという意味で象徴的な節目として注目したい。もっとも、過去の本欄で議論したように、歴史的な円安相場を背景としてインバウンドの消費額が「円建てで見ればか



さ上げされている」というのが現状であり、輸出企業が販売数量そのままに売上高を伸ばすのと同じ構図である。正確には7月の訪日外客数は2019年7月対比で8割弱にとどまるため、「販売数量は減っているが、売上高は増えている」という状況である。また、旅行収支黒字が拡大しているのは円安でインバウンドからの受取がかさ上げされていることに加え、日本から海外への出国者数が増えず、海外への支払も増えていないという要因もある。実はインバウンド動向とは裏腹に2023年7月の出国者数(89万人)は2019年7月の半分程度のイメージにとどまっている。5月の5類変更からまだ2か月しか経過していないことも考慮すべきかもしれないが、歴史的な円安を主因として日本人にとって海外旅行というサービスが高価な消費対象になってしまった状況が透ける。いずれにせよ旅行収支黒字の歴史的な高水準は円安の影響がはっきりと出た結果である。

～為替需給は大きく改善せず～

もっとも、季節調整値で見た場合、経常黒字の拡大は続いているものの、貿易赤字も続いており、しかもその幅は拡大している(▲160億円→▲1146億円)。貿易赤字が拡大しても季調値で見た経常黒字が拡大しているのは旅行収支と第一次所得収支の黒字が拡大しているからだ。しかし、前者は為替需給に影響を与える話だが、後者は円



安(や金利上昇)で海外有価証券からの利子・配当金が増えていることに起因している。過去の本欄で繰り返し議論しているように、そうした証券投資収益の多くは外貨のまま再投資される公算が大きく、円買いに直結しているわけではない。

原数値で見ても、季調値で見ても、第一次所得収支黒字の大きさが経常黒字の大きさを規定している印象は変わらず、それをもって円買いのキャッシュフロー(CF)が保証されているわけではないことは本欄で繰り返し論じた通りだ。筆者が試算するCFベースの経常収支は6月の約1.4兆円から7月は約6600億円へ縮小している。現に、為替市場では円安が持続しているのだから、こうした動きの方が説得力を持つように思える。先週の本欄でも論じたように、足許では中国経済の失速による輸出減速、円安と原油高の併発による輸入の押し上げが併発しそうな状況が揃いつつある。ヘッドラインで伝えられる一方的な経常収支改善とは裏腹に「円を売りたい人の方が多い」という基本的な状況は大きく変わっていないというのが実情と思われる。

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

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分) 年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
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～
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ドルインデックスの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～遥か遠くの年内利下げ～
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～)