

みずほマーケット・トピック(2023 年 10 月 23 日)

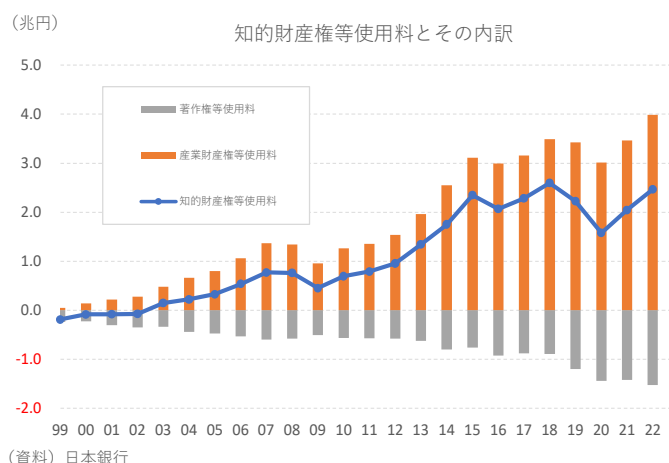
サービス収支に透ける製造業の行動変化

製造業の海外生産移管は貿易収支悪化の一因であると同時にサービス収支にとっては改善の一因にもなっており、二面性がある。サービス収支に計上される産業財産権等使用料は日本企業が海外子会社等から受け取るロイヤリティなどが含まれる項目。生産拠点の海外移管に伴って失われた輸出全てが円売り(貿易収支悪化)に直結しているわけではなく、サービス収支上、産業財産権として回帰している部分もあることは円の需給を考察する上では知っておきたい事実。なお、海外生産は現地販売や第三国向け輸出に向かっているため、それを運ぶためのサービス利用も活発化する。これはサービス収支上では輸送収支、特に海上貨物収支の赤字になる。「産業財産権の黒字が増えて、海上貨物の赤字が増えている」という構図からは、日本がシンプルな加工貿易から撤退し、海外生産・販売もしくは第三国向け輸出を軸とするサプライチェーン体制を構築している変化が読み取れる。こうした実情を踏まえれば、円安が製造業にコストメリットをもたらすという発想が既に前時代的な発想になっているのが良く分かる。サービス収支を分析することで、近年の日本経済が経験する構造変化や為替需給の変遷を把握できる。

～海外生産移管が持つ二面性:貿易収支悪化とサービス収支改善～

本欄で継続的にウォッチしているサービス収支赤字の拡大は円安の遠因になっている可能性が疑われるものの、円の需給構造変化を象徴するのは約 10 年前から確認される貿易黒字の消滅だろう。その背景は単純ではないが、輸出面では①日本企業が海外生産移管を進めたことや②そもそも日本の輸出品が競争力を喪失したこと、輸入面では③東日本大震災を契機に原子力発電の稼働が停止したこと(≡結果的に一段と鉱物性燃料輸入に依存する電源構成に切り替わったこと)などが挙げられる。とりわけ③が資源輸入国である日本の貿易収支の脆弱性を高め、円安や資源価格上昇によって需給が崩れやすい(貿易赤字が拡大しやすい)体質に繋がったという話は広く知られている。2022 年以降の貿易赤字拡大も基本的にはそうした論点に起因するものと理解される。

だが、円安によって日本から海外への輸出数量が押し上げられるならば、貿易収支が一方向的な悪化を強いられることもなく、昨年のような「悪い円安」論も噴出しにくい側面はあったはずである。この点、①で指摘されるように、円安を起点として実体経済に好循環をもたらすことが期待される輸出製造業(以下単に製造業)の生産拠点が日本から消えてしまったことが、円の需給構造が円売りに傾斜しやすくなった根本的な原因とも

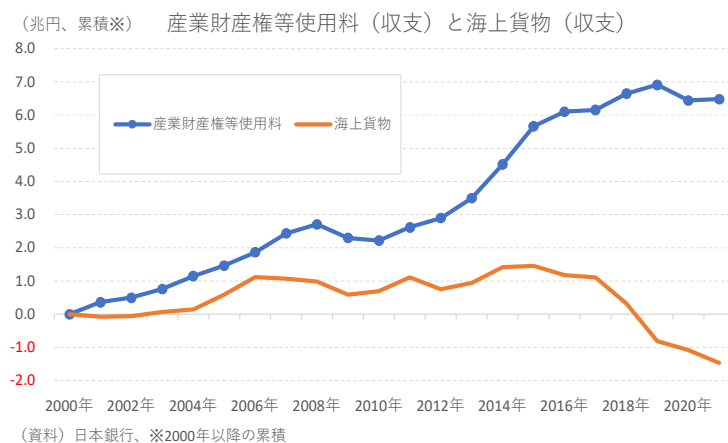
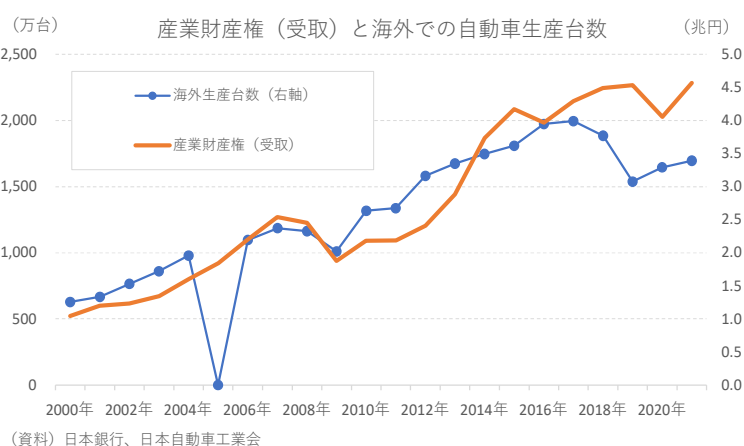


考えられる。しかし、国際収支統計上、製造業の海外生産移管は貿易収支悪化の一因であると同時に、サービス収支改善の一因になっている部分もある。それが産業財産権等使用料であり、同項目には日本企業が海外子会社等から受け取るロイヤリティなどが計上される。日本のその他サービス収支において唯一黒字を記録する知的財産権等使用料も、その実態は産業財産権等使用料の黒字に支えられている(前頁図)。近年、海外企業から供給される音楽や動画の定額課金サービスを受けて著作権等使用料の赤字が増勢傾向にあるものの、産業財産権等使用料の黒字が多額に上っているため、これら 2 本から構成される知的財産権等使用料全体では黒字が維持される構図にある。製造業の海外生産移管は国際収支上、赤字拡大と黒字拡大の二面性を有する。

～サービス収支が浮き彫りにする製造業の構造変化～

先週末の本欄では今年 8 月公表の日銀レビュー『国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化』の議論を軸にサービス収支を様々な角度から分析し、為替需給への含意を考察しているが、産業財産権等使用料の黒字が増勢傾向にあることも日銀レビューは注目している。日本企業が海外生産移管を進めるほど、国内企業が海外から受け取るロイヤリティ(産業財産権等使用料)は増えるので、例えば自動車の海外生産台数の動きなどと安定した関係を見出すことができる(図)。ちなみに日本の貿易収支が慢性的な赤字傾向に陥る直前の 2010 年の貿易収支は約 +6.6 兆円の黒字だった。同じ年、産業財産権の受取は約 +2.2 兆円だった。これが 2021 年は約 +4.6 兆円と倍以上に膨らんでいる。上述した輸入面に関する③の論点もあって、産業財産権の受取だけで日本の貿易赤字が穴埋めできるような状況ではないが、海外移管された生産拠点やそれにより失われた輸出全てが円売りに直結しているわけではなく、サービス収支上、産業財産権として回帰している部分もあることは円の需給を考察する上では知っておきたい事実だ。単なる親子間取引の結果と言えればそれまでだが、日本経済の重要な構造変化を端的に表している部分と言える。

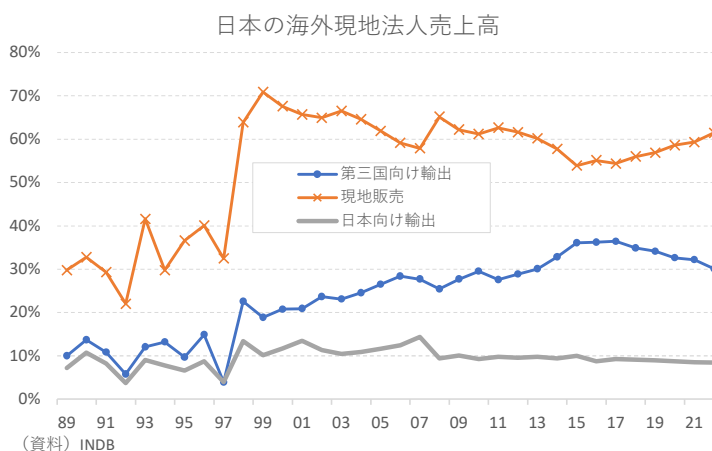
なお、自動車のように海外生産が増えれば、当然それを運ぶためのサービス利用も活発化する。これはサービス収支上では輸送収支、その中でも海上貨物を扱う収支を見ると分かる。右図に示すように、受取と支払をネットアウトした収支で見た場合、2010 年以降、産業財産権の受取がはっきり超過して黒字が拡大する一方、海上貨物は 2017 年以降に支払が顕著に増え始め、2019 年以



降は赤字に転換し、拡大している。だが、海上貨物に関する赤字拡大も二面性がある話だ。日銀レビューでは「本邦製造業における海外生産比率の高まりは、海外海運企業との競争激化と相まって、本邦海運企業が海外子会社を活用して競争力を強化する形などで、グローバル化を促進した可能性も考えられる」と分析している。日本の海運企業が海外子会社を活用し、そこで収益を積み上げれば、輸送収支(とりわけ海上貨物の収支)上の赤字は拡大しても、当該海外子会社の収益は第一次所得収支に計上される。それが配当金として日本に帰ってくるのか、再投資収益として海外に滞留するののかという別問題はあるが(近年は後者が増える傾向にある)、海上貨物サービスへの支払が全て円売りになっているわけではない。

～円安万能論は機能せず～

いずれにせよ、上述したような、「産業財産権の黒字が増えて、海上貨物の赤字が増えている」という構図からは、日本が単に原材料を輸入し、国内で生産し、海外へ輸出するというシンプルな加工貿易から撤退しつつある状況が読み取れる。その代わりに、海外で生産した財を海外で販売したり、第三国向けに輸出したりする世界全体を巻き込んだサプライチェーン体制を組成している様子が読み取れる。こう



した実情を踏まえれば、円安が製造業にコストメリットをもたらし、海外への輸出数量を押し上げ、国内経済に生産・所得・消費の好循環をもたらすという伝統的な波及経路をもはや想定すべきでないことも良く分かるだろう。例えば、上述の議論を踏まえれば、海外生産拠点から受け取るロイヤリティは円安で膨らみやすいが、海上貨物サービスへの支払いも円安で膨らみやすい状況が推測される。むしろ、過去に議論したような国際化されたサービス取引(例えばデジタル取引など)の存在を踏まえると「円安で支払いが増える」という事実から、円売りは増えそうなイメージもある。伝統的な貿易収支への影響について言えば、円安が輸出を押し上げる構造がもはやない一方、輸入が押し上げられる構造はしっかり存在しているため、やはり円安は赤字拡大に直結しやすい状況が想像されるし、事実、過去2年弱はそうになっている。サービス収支を詳細に分析することで、近年の日本経済が経験している構造変化を深く理解し、また、為替需給の変遷も把握することができる。

国際収支は今も昔も円相場の中長期見通しを検討する立場から最重要の計数と言える。

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/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10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
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年上半年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年上半年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～遅く遠くの年内利下げ～
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「高値の花」～「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