

みずほマーケット・トピック(2023 年 12 月 18 日)

2024 年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～

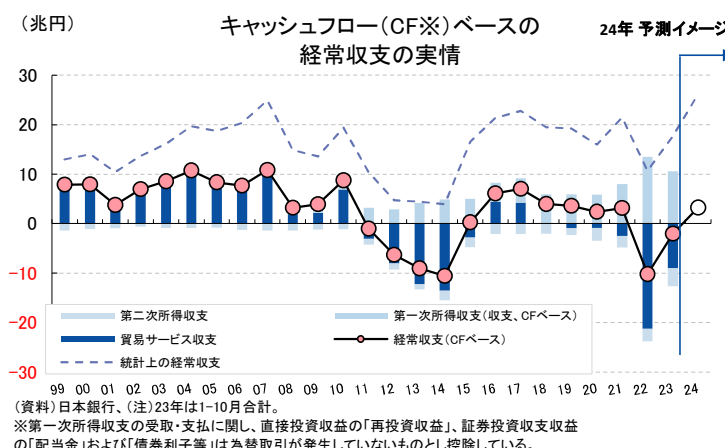
昨年の今頃は「23 年は米国が利下げするので円高になる」という金利要因に依存したドル/円相場分析が支配的であったが、現状では需給に応じた分析の重要性が少しずつ市民権を得つつあるように感じる。実際、過去 2 か月弱で円相場が急伸しているのは事実だが、FRB の利下げ示唆まで織り込んでも 140 円台だ。こうした状況は昨年の今頃、想像もできなかったはずだ。円安の原因を需給環境に求めるような論考は今後より増えるだろう。筆者は 2024 年も需給の論点、とりわけ本欄で試算する CF ベースで見た経常収支動向を軸として今後の展開を検討する。直近の動きを参考に 24 年における経常収支のイメージを仔細に検討すると、得られるイメージは「概ね均衡」。過去 2 年間続いてきた円売り超過の状況が修正に向かう可能性は高く、「需給で円安」という論点は一旦小康状態に入るように思える。総じて緩やかな円高を見込みつつ、「昔に戻らなくなった円安相場」を実感する年になると考える。

～浸透する需給の視点～

昨年の今頃は「23 年は米国が利下げするので円高になる」という金利要因に依存したドル/円相場分析が支配的であったものの、現状では需給に応じた分析の重要性が少しずつ市民権を得つつあるように感じられる。先週は元日銀理事の早川英男氏が筆者のプレゼン資料¹を文献に用いながら、『円安が止まらない理由』と題したコラムを東京財団 HP に投稿している²。過去 2 か月弱で円相場が急伸しているのは事実だが、FRB の利下げ示唆まで織り込んでも 140 円台という事実は昨年では考えられなかったはずであり、このような論考は今後増えるだろう。そもそも 10 年の日米金利差が 400bps 開いただけで、円が 3 割以上も下落するはずがない。理由は他にもある。

～小康状態に入る「需給で円安」～

かかる状況下、より丁寧に 2024 年における円相場の需給環境を展望してみたいと思う。先週の本欄では過去 10 年平均などを用いながら 2024 年の需給イメージについて「2024 年のキャッシュフロー (CF) ベース経常収支は概ね均衡と考えておけば良い」という点を指摘した。しかし、10 年という時間軸で平均を取ろうとすると、日本経済が直面した構造変化前後



¹ 財務省・財務総合政策研究所「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」2023 年 11 月 21 日

² 早川英男『円安が止まらない理由』東京財団 2023 年 12 月 13 日

の数値も一緒に拾ってしまう。それゆえ直近の実績を踏まえた上で、どのようなイメージになるのかも知りたいというご意見も頂戴した。試算はあくまで参考値ゆえ、細かな前提の設定方法については様々な考え方があるものの、例えばその他サービス収支赤字などは最近 2～3 年の変化が非常に大きな項目であるため、直近の実績を踏まえる考え方にも確かに一理ある。そのため、今回の本欄では改めて直近の動きを参考に 2024 年における経常収支のイメージを検討してみたい。結論として得られるイメージは既に前頁図に示す通りで、「概ね均衡」程度のイメージは大きく変わらない。同時に過去 2 年間続いてきた円売り超過の状況が修正に向かう可能性は高く、「需給で円安」という論点は一旦は小康状態に入るように思える。

しかし、これはあくまで「ベースラインでは」という話で、経常収支はあらゆる変動要因を包含することには留意すべきである。例えば原油を筆頭に資源価格が現状から上振れた場合や輸出停滞が長引いた場合、想定以上にインバウンド需要が伸びなかった場合、もしくはデジタル赤字が拡大した場合などを想定すると再び円売りは広がる。もちろんその逆の場合は円買いが広がる。

～読みにくい貿易収支や円転率～

前頁図で示した 2024 年の CF ベース経常収支は 2023 年 1～10 月の仕上りを前提としてイメージ作りを行ったものだ。具体的に数字を示すと右表のようになる。貿易収支に限っては、2020～23 年において特殊要因が集中した期間であったため、2019 年までの 10 年間で平均して仮置きしている。恐らくこの前

2024年、CFベース経常収支はどうなりそうか？例えば・・・

項目	金額(兆円)	備考
① 貿易収支	-2.5	※10～19年の10年平均
② サービス収支	-3.4	
旅行	3.3	※23年5～10月の平均を年率
輸送	-0.6	※23年1～10月実績を年率化
その他	-6.1	※23年1～10月実績を年率化
③ 第一次所得収支	36.4	※23年1～10月実績を年率化
④ 第一次所得収支 (CFベース)	13.5	※23年1～10月平均の円転率37%
⑤ 第二次所得収支	-4.3	※23年1～10月実績を年率化
経常収支 (CFベース)	3.3	①+②+④+⑤
経常収支 (統計上)	26.2	①+②+③+⑤

(資料)日本銀行より筆者作成

提部分が一番振れやすいように思える。旅行収支に関しては 5 類変更後の 5～10 月分の黒字額を合計した上で年率化している。輸送収支・その他サービス収支および第一次所得収支については 1～10 月分を年率化している。CF ベース経常収支を試算する上での要諦となる第一次所得収支黒字の円転率(黒字額のうち円買いが発生すると思われる割合)も 1～10 月分を試算した上で平均を取っている。ちなみにこれは 37%だったが、過去 10 年で計算すると 27%ゆえ、ここでは円買い需要を過剰に見積もっている可能性はある。CF ベース経常収支は円転率 37%で計算すると、約3.3 兆円の黒字となる一方、27%で計算すると約▲4000 億円の赤字になる。恐らくサービス収支の仕上り(▲3～▲4 兆円程度の赤字)は大きく乖離しないと思われるが、貿易収支や円転率については現時点の仮置きがそのまま現実になる可能性は決して高くない。

強いて言えば、既に資源価格の騰勢が収まり、中国への輸出減少も底打ちし、円安もいったんピークアウトしていることを考慮すれば、貿易収支が 2022 年や 2023 年ほどの赤字になることは考えにくく、だとすれば CF ベース経常収支が 2022 年のような▲10 兆円以上の赤字に陥る可能性は低い。2023 年と比べても 2024 年の貿易収支赤字は小さくなるだろう。かかる状況下、現時点で予想される 2024 年の CF ベース経常収支はゼロを挟んで「概ね均衡」程度のイメージにとどまり、円

相場に対する説明力は従前よりは弱まると思われる。必然的に、残る金利要因の説明力が上がる
ことになりやすいだろう。現状得られる情報から判断する限り、日米金利差は恐らく縮小方向にある
のだとすれば、「金利は円高、需給は無風」程度が大雑把なイメージなる。そこに、年後半の米大
統領選挙で本当にトランプ氏が再選に漕ぎつける用であれば、再び米国ファーストの掛け声の下、
拡張財政路線を背景にリフレ志向が米国の経済・金融情勢を席卷しやすくなる。それ自体は米金
利上昇要因になるため、金利要因を背景とする円高もこの辺りから緩和されるのではないか。昨年
のように円高を騒いで見ても、結局戻れるのは 130 円近傍までという結末は十分考えられる。総じ
て緩やかな円高を見込みつつ、「昔に戻らなくなった円安相場」を実感する年になると考える。

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12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ・利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国を迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
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	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡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の現状
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～