

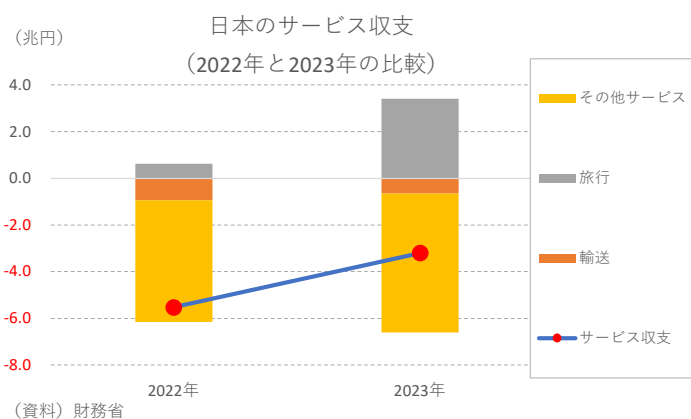
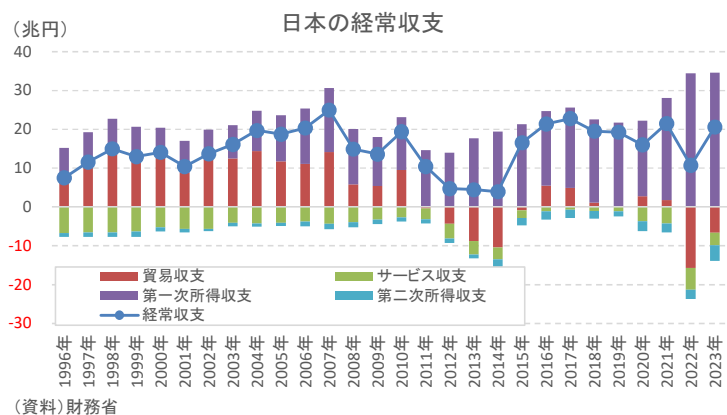
みずほマーケット・トピック(2024 年 2 月 8 日)

仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～

2023 年の経常収支は 2 年ぶりに+20 兆円台に復帰。改善の殆どは貿易サービス収支赤字の縮小で説明可能。もっとも、為替市場を分析する上ではこうした「統計上の黒字」に拘らず、「実務上のキャッシュフロー(CF)」を見る努力が必須。結論から言えば、筆者試算の CF ベース経常収支は約▲1.8 兆円と 2 年連続で赤字を記録している。もちろん、22 年は約▲10 兆円であったため、円の需給環境が改善しているのは確か。しかし、「統計上の黒字」が増加していることを手放しで評価し、過去の悲観論を腐すような論調は明らかに本質が見えていない。事実として 22 年や 23 年に円安が進んだことを虚心坦懐に受け止め、筆者は「統計上の黒字」ではなく「CF ベースの赤字」を重視したい。1950 年代に提唱されている国際収支発展段階説では捕捉できない事象に我々は直面しているのであり、「成熟した債権国」のステータスを過信すべきではない。CF ではむしろ「債権取り崩し国」に近い以上、「仮面の黒字国」ないし「仮面の債権国」として経験する円安にどこまで政治・経済・社会が耐えられるのかという視点を持つべき。

～統計上は大幅改善～

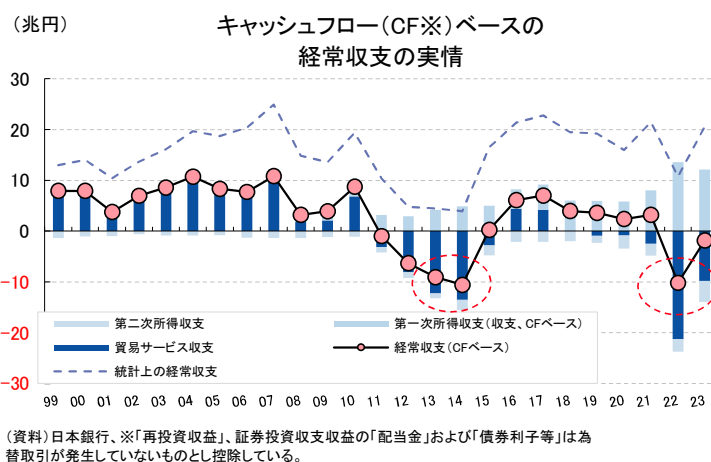
今朝、財務省が発表した 2023 年の国際収支統計を元に円相場の需給環境について現状を整理しておきたい(図)。まず、ヘッドラインとなる経常収支は+20 兆 6295 億円と 2 年ぶりに+20 兆円台に復帰した。黒字額としては前年比+9 兆 9151 億円の増加であり、その増加幅の殆どは貿易収支赤字が半減以下(同▲9 兆 1146 億円)に改善したことで説明できる。さらに言えば、貿易収支赤字の減少は言うまでもなく資源高の一服で輸入が大幅減少(同▲7 兆 6092 億円)したことで説明可能だ。貿易収支以外では、サービス収支赤字が大きく減少(同▲2 兆 3262 億円)したことも経常収支黒字の押し上げに寄与している。これは旅行収支黒字が+3 兆 4037 億円と 2019 年に記録した過去最高の黒字(+2 兆 7023 億円)を大幅に更新したこと



の結果である。2022 年は+6242 億円だったので、サービス収支赤字の改善は基本的に旅行収支黒字の増加で説明できる。ここまでの段差が生じているのは一昨年(2022 年)は年途中(5 類変更が行われた 5 月)まで入国における水際対策が残っていたためだ。今後は+3 兆円台の旅行収支黒字が前提になるだろう。このように 2023 年の経常収支黒字は基本的に貿易サービス収支赤字が大きく減少したと表裏一体である。

～CF ベースでは 2 年連続赤字～

ここまでの一般的な報道に即した情報整理になる。為替市場を分析する上ではこうした「統計上の黒字」に拘らず、「実務上のキャッシュフロー(CF)」を見る努力が必要になる。結論から言えば、筆者試算の CF ベース経常収支は約▲1.8 兆円と 2 年連続で赤字を記録している(図)。もちろん、2022 年は約▲10 兆円であったため、円の需給環境が改善しているのは間違いない。しかし、「統計上の黒字」が増加していることを手放しで評価し、過去の悲観論を腐すような論調は明らかに本質が見えていない。事実として 2022 年も 2023 年も円安が進んだことを虚心坦懐に受け止め、筆者は「統計上の黒字」ではなく「CF ベースの赤字」を重視したい立場である。

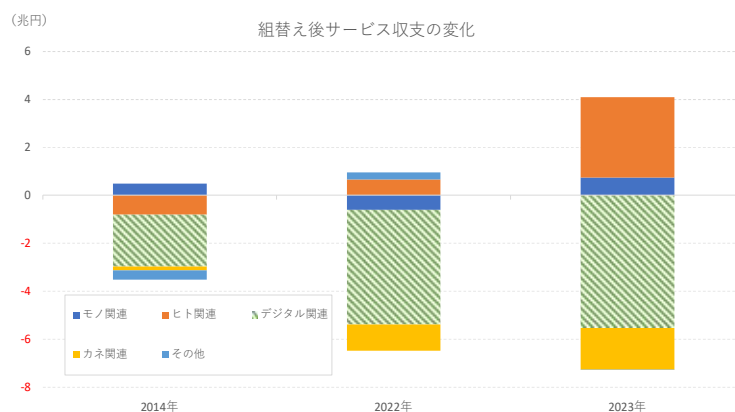


「統計上の黒字」が増加していることを手放しで評価し、過去の悲観論を腐すような論調は明らかに本質が見えていない。事実として 2022 年も 2023 年も円安が進んだことを虚心坦懐に受け止め、筆者は「統計上の黒字」ではなく「CF ベースの赤字」を重視したい立場である。

具体的に言えば、2023 年の第一次所得収支黒字は+34 兆 5573 億円と過去最大の黒字を更新しているが、CF ベースで経常収支を検討する上では受取における証券投資収益における債券利子や配当金、そして直接投資収益における再投資収益は円転が発生しない取引として控除しなければならない(もちろん、支払についても同じ調整をする必要がある)。そのような視点に立つと 2023 年の CF ベース第一次所得収支黒字は約+12 兆円と 3 分の 1 強のイメージに縮小してしまう。もちろん、試算ゆえ幅を持った解釈が求められるものの、+35 兆円近くの第一次所得収支黒字がそのまま円買い需要として為替市場に現れているという想定は現実逃避と言わざるを得ない。

～2 つの過去最大:旅行 vs. デジタル～

また、近年、日本の経常収支を議論する上では CF ベースを重視した上述のような議論に加え、サービス取引の国際化に合わせてサービス収支の展望に気を配るべきだというのが筆者の従前の立場だ。この点、冒頭で述べた通り、旅行収支黒字が過去最大を更新しており、今後メディアでもこの論点が取りざたされるだろう。



しかし、その他サービス収支赤字も▲5 兆 9556 億円と過去最大を更新している。旅行収支黒字とその他サービス収支赤字の 2 項目で過去最大が併存しているのが現在のサービス収支であり、筆者はこれを「肉体労働 vs. 頭脳労働」だと表現してきた。これはサービス収支をモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の 5 分類で整理すれば、より可視化される(前頁図・下)。2023 年のサービス収支赤字(▲3 兆 2026 億円)のうち、旅行収支を反映するヒト関連収支が+3 兆 3501 億円であるのに対し、デジタル関連収支は▲5 兆 5360 億円だ。サービス収支はこの 2 項目のバランスで決まる。

今後を展望すれば、圧倒的に肉体労働が不利だろう。というのも、既に日本では生産年齢人口と就業者人口が接近しており、業種別に議論すれば旅行収支の基盤となる宿泊・飲食サービス業が史上最悪の人手不足に直面している。物価や為替が安いという理由だけでインバウンド需要は一方的に膨らむが、これを捌くだけのインバウンド供給には限界がある。+3.5 兆円まで到達した旅行収支黒字の伸びしろはまだあるのかもしれないが、さほど大きな期待を抱けないだろう。片や、その他サービス収支は基本的に供給側の言い値で単価が吊り上げられる世界であり、赤字拡大は今後も十分想定される。結果的にサービス収支赤字は拡大基調に入る可能性は無いだろうか。

～国際収支発展段階説の新しい読み方～

国際収支の発展段階説に照らせば、現在の日本は財の貿易で外貨を稼ぐのではなく、過去の投資の成果として外貨を得るという典型的な「成熟した債権国」である。2022 年 9 月に上梓した拙著『「強い円」はどこへ行ったのか』ではこの立場を疑ってかかるべきだという主張を展開した。相変わらず「統計上の黒字」に拘泥して「国際収支にまつわる過度な悲観論は誤りだった」という主張も稀に見かけるが、浅薄な理解から導かれた浅薄な主張と言わざるを得ない。

1950 年代に提唱された国際収支発展段階説を現在に持ち込むにあたって、少なくとも 2 つの注意点がある。1 つは第一次所得収支黒字の 7 割弱が自国通貨に回帰してこないという状況が十分に想定されていないこと、もう 1 つはサービス取引の国際化が隆盛を極め、その供給側(≒米国)の価格支配力が極度に強まるという状態も想定されていないこと、である。「統計上の黒字」を見て安堵感を持つのは自由だが、現に経常収支黒字を抱えながら円安に直面しているのだから、その理由も真摯に考えなければならない。CF ベース経常収支は筆者なりの回答である。

また、サービス取引に関して言えば、企業部門でも家計部門でも米巨大 IT 企業の提供するプラットフォームサービスに定額課金している状態が日常生活にビルトインされてしまっている。しかも、上述した通り、彼らの値上げに抗する力は殆ど無い。それゆえにデジタル小作人やデジタル農奴といった言葉で主従関係が皮肉られる現状に陥っている。少なくとも現在から将来にわたってデジタルサービスの利用が減るという展開は考えられないのだから、貿易サービス収支におけるサービス収支の比重は今後ますます高まることが予想される。GAFAM のようなプラットフォーマーのサービスから離脱し、あらゆるデジタルサービスを国内で内製化される状況を想定しない限り、サービス収支赤字はデジタル関連収支主導で拡大していく公算が大きい。内製化の公算は小さいだろう。

第一次所得収支黒字からの円転需要が細り、サービス収支赤字によって貿易サービス収支の改善も進まないのだとすると、CF ベース経常収支というレンズを通して見た日本の実情(より正確に言えば円の需給環境)は「成熟した債権国」よりも「債権取り崩し国」ではないか。また、「世界最大の対外純資産国」を解釈する場合も同様で、保有している外貨建て資産の多くが戻ってこない(戻す

当てのない)資産ならば、対外純資産国としての表情もまた、仮面ではないのか。もちろん、本当に制御不能な円安相場に直面し、国を挙げて通貨を防衛する段階に入れば、外貨建て資産を国内へ強制シフトするような力業も検討されるかもしれない。例えば、穏当な手段としては 2022 年の円安時に期待する声も上がった企業部門へのレパトリ減税などは好例である。しかし、民間部門の資産保有形態にまで干渉して為替需給の改善を図ろうとする行為は少なくとも G7 では御法度に近いもので、検討は難しいだろう。「仮面の黒字国」ないし「仮面の債権国」として経験する円安にどこまで政治・経済・社会が耐えられるのか。2023 年の国際収支を受けてそのように思いを抱いた。

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
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
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～
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(貿易赤字国が迎える米利下げ～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GPI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	カネ閣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閣連の国際取引
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～)