

みずほマーケット・トピック(2024 年 3 月 12 日)

最近の国際収支の状況について～CF では初月赤字～

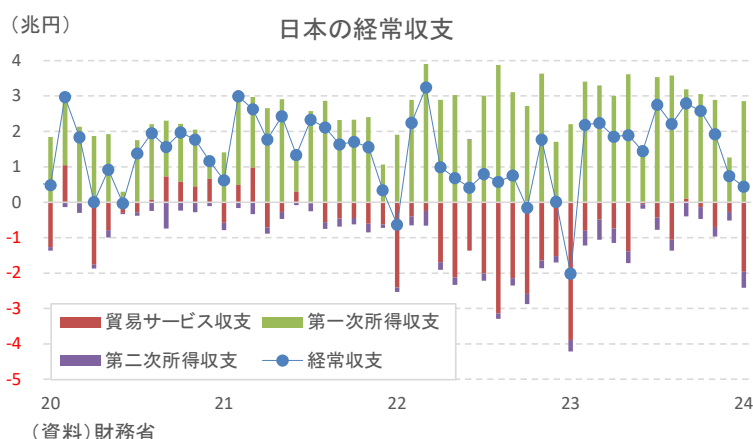
大崩れする日経平均株価を横目にドル/円相場の下落は 147 円付近で踏みとどまっている。この調整局面で下値の堅さが確認された場合、「需給構造の変化が円安の背景」という論点が再び注目されてくるだろう。この点、本邦 1 月国際収支に関し、筆者試算のキャッシュフロー(CF)ベース経常収支は約▲1.8 兆円と 2 か月ぶりの赤字。相変わらず「統計上の黒字」に対し「実務上の赤字」が存在している状況であり、この構図が続く限り、円安相場の収束は難しい。また、注目度が大きくなっているサービス収支は、月平均に関し、デジタル関連収支は▲4600 億円、ヒト関連収支は+3100 億円、カネ関連収支が▲1400 億円、モノ関連収支が+620 億円といったイメージ。サービス収支全体では年間▲3.0～3.5 兆円程度の赤字になる。第二次安倍政権時代のサービス収支は平均で年間▲1.5 兆円程度の赤字だったことを思えば、やはりサービス取引からの外貨漏出は日本経済が直面している大きな変化と言えるだろう。デジタル関連収支だけではなく、カネ関連収支なども含めた「新時代の赤字」が円安を招いている。

～1 月の CF ベース経常収支について～

大崩れする日経平均株価を横目にドル/円相場の下落は 147 円付近で踏みとどまっている。もちろん、今後の日米金融政策会合のスケジュールを踏まえれば、金利差縮小に応じた調整余地はまだあるだろう。しかも、IMM 通貨先物から推測される投機筋の円売り持ち高もまだ解消されていない。だが、この調整局面において 140 円を割り込めないとすれば、やはり「需給構造の変化が円安の背景」という論点が再び注目されてくると思われる。

この点、先週 8 日に公表された本邦 1 月国際収支に関し、筆者試算のキャッシュフロー(CF)ベース経常収支で見るとどのような仕上がりだったのかという照会を複数頂く。まだ 1 か月分であることや例年 1 月および 2 月の数字は中国の春節要因もあって両月を総合判断することが推奨されるため、今月は敢えて取り上げてこなかった。しかし、関心の高さも感じるゆえ、一応の数字ということで提示しておきたい。

まず、統計上の数字を整理しておく。1 月分の経常収支は+4382 億円となり、報道上は「前年同月の赤字(▲2 兆 136 億円)から黒字に転化した」という事実がクローズアップされた。しかし、中国の春節要因で日本の世界向け輸出が押し下げられるという季節性については、去年が 1 月、



今年が 2 月になるという齟齬があるため、「2 月は大きな悪化が懸念される」という事実と合わせて報じるのが本来フェアである。しかし、相変わらず報道の焦点は「貿易サービス収支の巨大な赤字(▲1 兆 9638 億円)にもかかわらず、第一次所得収支(+2 兆 8516 億円)の巨大な黒字があることで経常収支黒字が確保された」という点に集中している。それは

一面で事実だが、かねて述べてきたように、円相場の需給はより掘り下げた分析が必要になる。第一次所得収支黒字に筆者が試算する円転率(黒字のうち円買いに繋がっていると思われる割合。四半期平均で約 25~30%)を加味した CF ベース経常収支を試算すると 1 月経常収支は約▲1.8 兆円と 2 か月ぶりの赤字であることが分かる(図)。

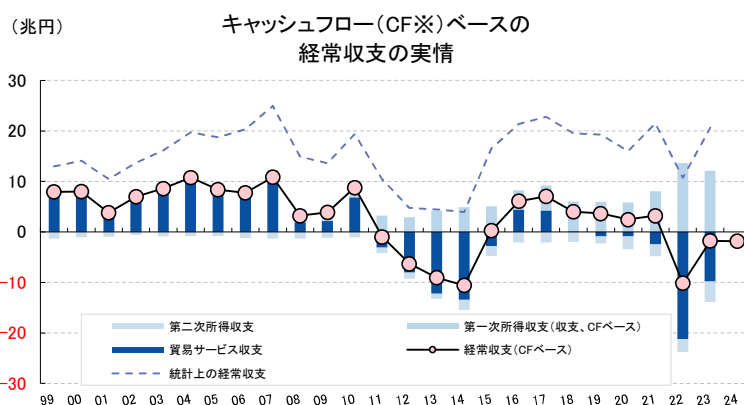
相変わらず「統計上の黒字」に対し「実務上の赤字」が存在している状況であり、この構図が続く限り、円安相場の収束は難しいというのが筆者の従前からの主張である。

～デジタル収支赤字について～

CF ベース経常収支と合わせて「デジタル収支赤字はいくらだったのか」という照会も多い。これは新聞やテレビ、雑誌でも特集が増えていることから分かるように、当分は注目論点になるだろう。サービス収支の関連項目を組み直し、算出したデジタル収支赤字は 1 月、▲4307 億円であった。これは前年同月(▲5126 億円)よりやや小さい。もともとデジタル収支赤字は月平均

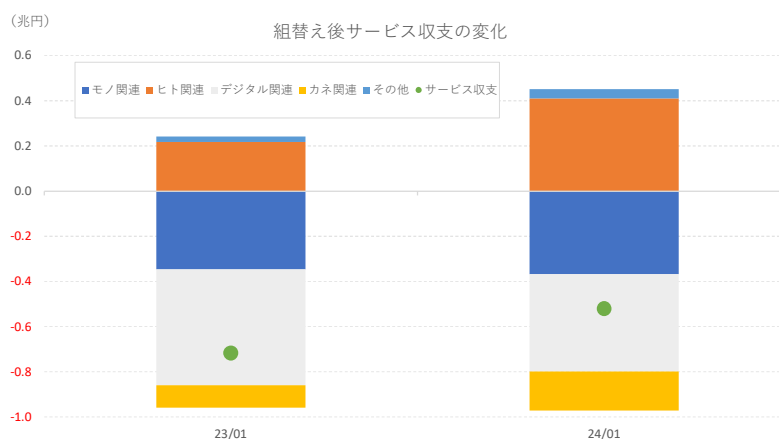
▲4600 億円前後というイメージが定着しているため、足許で著しい改善傾向があるわけではなく、通常運転という評価で良いだろう。一方、旅行収支黒字にけん引されるヒト関連収支は+4100 億円と前年同月(+2179 億円)から倍増している。そのため、1 月のサービス収支全体の仕上がりは▲5211 億円と前年同月(▲7177 億円)から改善している。ヒト関連収支の大きな改善は昨年 1~3 月期はまだ水際対策という名目で入国規制が敷かれていたことの「裏」が出ているだけであり、今年 4 月以降の数字でしか公正な比較は難しいことに注意が必要である。

今後のイメージで言えば、月平均で見た場合、デジタル関連収支は▲4600 億円、ヒト関連収支は+3100 億円、カネ関連収支が▲1400 億円、モノ関連収支が+620 億円といったイメージで走ることになり、サービス収支全体では年間▲3.0~▲3.5 兆円程度の赤字に着地する仮定が置ける。デ



(資料)日本銀行、(注)24年は1月分のみ。

※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。



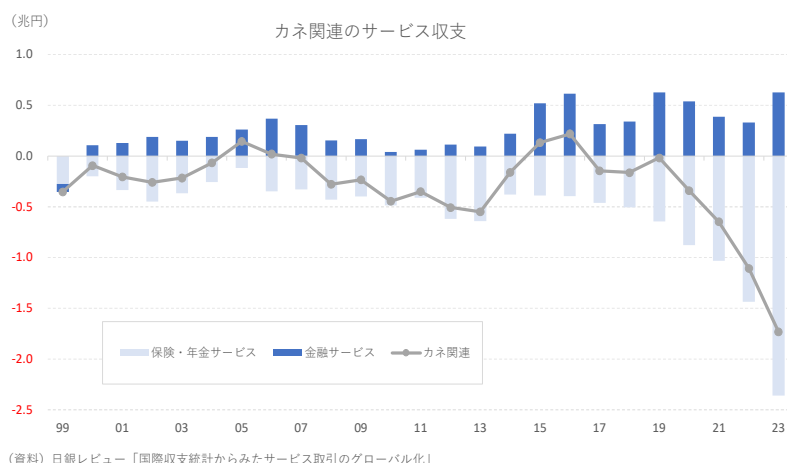
(資料)日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」を元に筆者作成

デジタルサービスやインバウンド需要はまさに変化の途上であり、幅を持って評価する必要はあるが、第二次安倍政権時代のサービス収支は年平均で▲1.5 兆円程度の赤字だったことを思えば、やはりサービス取引からの外貨漏出は日本経済が直面している大きな変化と言わざるを得ない。

～デジタル関連収支というより「新時代の赤字」～

なお、今回の本欄では割愛するが、本邦保険会社の再保険支払い主導で増えるカネ関連収支は上述の通り、月平均で▲1400 億円の赤字を出している。2023 年通年で言えば、約▲1.7 兆円とヒト関連収支(約+3.0 兆円)の半分を食い潰しているため、決して看過できる項目とは言えない。世間で耳目を引き始めているデジタル関連収支赤字だけではなく、それらも含めた「新時代の赤字」が円安を促している可能性を分析すべきだと筆者は考えている。

2024 年は金利動向によってドル/円相場の方角感が規定される時間帯も増えそうだが、結局、水準感を規定するのは需給環境であり、引き続き国際収支分析が円相場、ひいては日本経済を分析する要諦になるのは間違いない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

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
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分) 本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
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