

みずほマーケット・トピック(2024 年 4 月 15 日)

依然赤字圏の CF ベース経常収支～原油価格騰勢の足音～

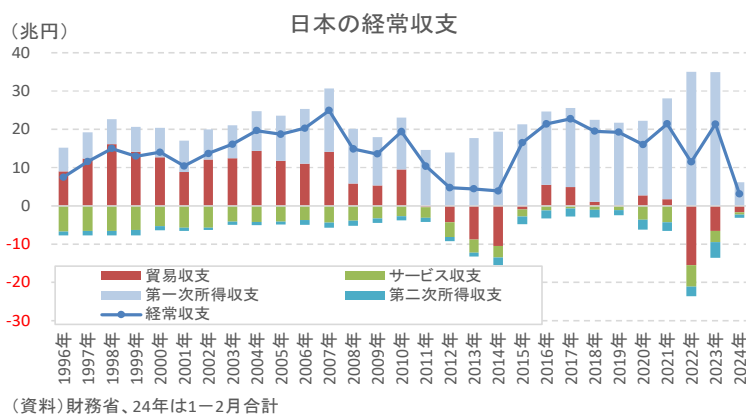
中東リスクが緊張を極める中、金融市場の観点からは原油価格の騰勢とこれに伴う世界的なインフレ圧力再燃、それを受けた FRB の利下げ遅延と円安継続を想起する状況。特に、東京外為市場においては金利・需給両面から円安圧力が強まりかねないリスクイベントとして注視。原油価格の高止まりを前提とすれば、需給面から見た円安圧力はますます重要な論点に。キャッシュフロー(CF)ベース経常収支は 1～2 月合計で約▲2 兆円と依然赤字圏。今後、CF ベース経常収支が大きく改善するとすれば①貿易収支における輸入急減、②第一次所得収支における再投資収益や債券利子・配当金の急減などが必要になる。②を合理的に予想する根拠はなく、①については目下、真逆の展開が懸念される状況。当面は今次円安局面で最高水準にある投機筋の円売り持ち高が解消される過程でどこまで値を戻せるのかが焦点だが、仮に 5%円高が進んでも 145 円程度、10%で漸く 140 円を割り込める状況。水準のシフトアップは否めず、その理由として需給構造の変容は確実にある。金利差に依存しない分析的視点は引き続き重要。

～CF ベース経常収支は赤字圏脱せず～

昨日、イランがイスラエル領土を攻撃するというショッキングなニュースが飛び込んできた。2023 年 10 月に始まったイスラエルとハマスの紛争が中東地域全域に及ぼうとしている。金融市場の観点からは原油価格の騰勢とこれに伴う世界的なインフレ圧力再燃、それを受けた FRB の利下げ遅延と円安継続を想起することになる。金利・需給両面から円安圧力が強まりかねないリスクイベントとして東京外国為替市場においても大きな材料になる。

原油価格がこのまま高止まりすることを前提とすれば、需給面から見た円安圧力はますます重要な論点になる。改めて足許の現状整理をしておこう。この点、先週 8 日に発表された本邦 2 月国際収支によると、経常収支は+2 兆 6442 億円と 3 か月ぶりに+2 兆円台の黒字を回復した。自動車輸出を中心として貿易収支赤字が縮小したこと、旅行収支

黒字が過去最大を記録したことが改善を主導しており、これを前向きに報じるものが多い。しかし、かねて論じているように、例年 1～2 月の国際収支は中国の春節要因などもあって変動が大きいいため、両月を合計した評価が求められる。1～2 月合計の経常収支は+3 兆 1012 億円の黒字だった。これは特に大きくも小さくも無い。このペースで黒字が蓄積すれば通年で+20 兆円弱の着地になるであろうから、前年並みといったところだ。昨秋以降、毎月のように旅行収支黒字が単月として過去最大を更新しているものの、負けず劣らずその他サービス収支赤字も過去最大を更新する展開が



続いている。結果、サービス収支赤字の縮小が顕著には進んでいない。

具体的に数字を見ると、サービス収支は前年同期(2023 年 1～2 月合計)が▲9418 億円だったのに対し、今年 1～2 月合計は▲5767 億円と確かに改善傾向にある。これはひとえに旅行収支黒字が前年同期の約 2 倍である +8331 億円へ増大したことの結果だ。しかし、昨年 1～3 月期まではパンデミックに伴う水際対策を講じていたゆえ、今の実績が地力に近いと見るべきだろう。一方、本欄で「新時代の赤字」として

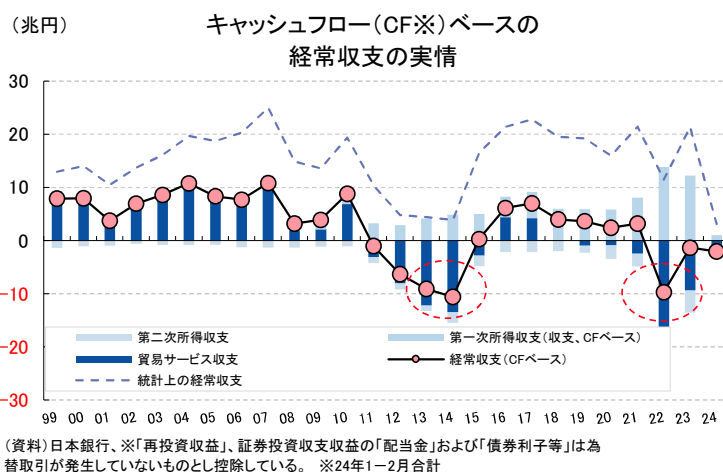
注目するその他サービス収支赤字は▲1 兆 2657 億円と前年同期(▲1 兆 2120 億円)よりやや赤字幅が拡大させており、こちらも過去最大を毎月のように更新する状況にある。

この「旅行収支黒字(＝観光＝肉体労働)で稼いだ外貨がその他サービス収支赤字(＝デジタル、コンサル、研究開発等＝頭脳労働)に食い潰される」という構図はもはや日本の対外収支が抱える常態である。しかし、過去にも議論を重ねているように、今後、日本の人口動態がますます減少傾向にあることを前提とすれば、肉体労働による外貨獲得はじり貧と言わざるを得ない。既に、国際的な知名度を誇る日本の観光都市はオーバーツーリズムが問題視され、一部地域では建築規制や宿泊税の導入などが検討され始めている。旅行収支黒字にサービス収支全体の改善を託す状況に持続性はない。対照的に、その他サービス収支は今後赤字の拡大余地がある。



～CF ベース経常収支は赤字圏脱せず～

なお、本欄で注目するキャッシュフロー(CF)ベース経常収支は 1～2 月合計で約▲2 兆円とまだ赤字圏にある。旅行収支黒字が気を吐くだけで CF ベース経常収支の大勢が変わるには至らないということだ。今後、CF ベース経常収支が大きく改善するとすれば①貿易収支における輸入急減、②第一次所得収支における再投資収益や債券利子・配当金の急減などが必要になる。②を合理的に予想する根拠



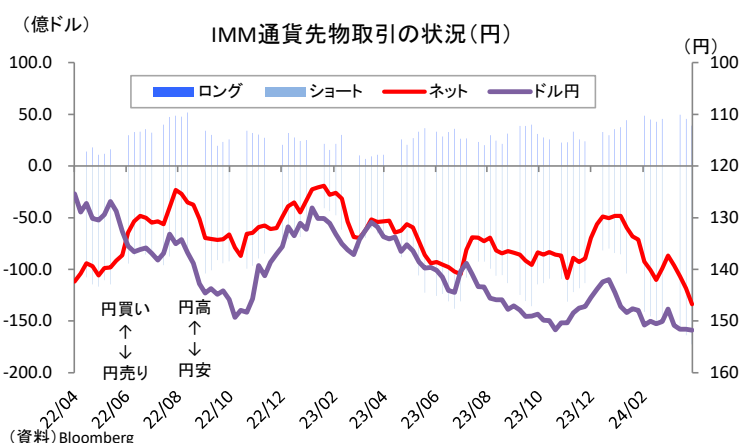
はなく、①については目下、真逆の展開が懸念されている。昨年末の本欄では資源価格の落ち着きなどを前提として貿易収支赤字がパンデミック直前の 10 年平均程度(2010～2019 年平均で▲2.5 兆円程度)に収まるのであれば、CF ベース経常収支も通年で黒字圏へ浮上すると考えていた。しかし、資源価格が上振れする中で今年も赤字圏に沈んだままという恐れも出てきている。

～5%円高になっても……～

この上で、既に投資信託経由の対外証券投資からは3か月で1年分の円売りが出ている状況である。眼前の円安は日米金利差の高止まりに加えて、こうした需給環境の変容も重なっている。今次円安局面で最高水準にある投機筋の円売り持ち高が解消される過程でどこまで値を戻せるのかが焦点になるが、例えば日米2年金利差で4.5%

ポイント程度、日米10年金利差で3.5%程度である。仮に、多めに見積もって5%ポイント分の円高調整を強いられるとしても、153円を起点として145円程度である。恐らくその地合いが到来した時、「やはりドル/円相場は金利差で決まる」という論調が盛り返されるだろう。何度も繰り返されてきた浅薄な議論である。

しかし、140円台を円高と呼ぶだろうか。筆者が過去2年の議論で強調していることは「国際収支構造の変容などを通じてドル/円相場の水準がシフトアップしているのではないか」という論点に他ならない。その意味では150円台が140円台になろうと、130円台になろうと、110円付近から始まった今次円安局面を説明するにあたっては金利差だけでは厳しいという主張は揺るぎようがない。これまでのドル/円相場を分析する世界においては、金利差の話ばかりが集中的に取り上げられ過ぎた。だが、需給環境の変容も含め、もっと複眼的に見る必要性が認知されたのがこの2年間であったと筆者は考えている。原油価格の騰勢を前に、需給を見る必要性は増すばかりだろう。



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4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
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～
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%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～外貨性資産比率は「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～「利上げ一利下げ」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・・・)