

みずほマーケット・トピック(2024 年 5 月 13 日)

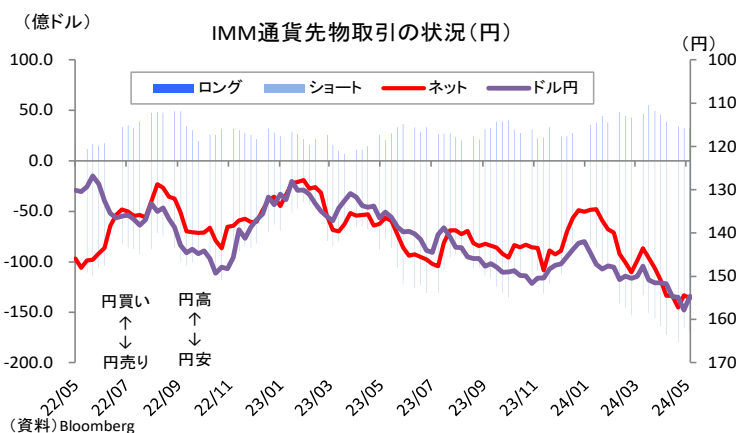
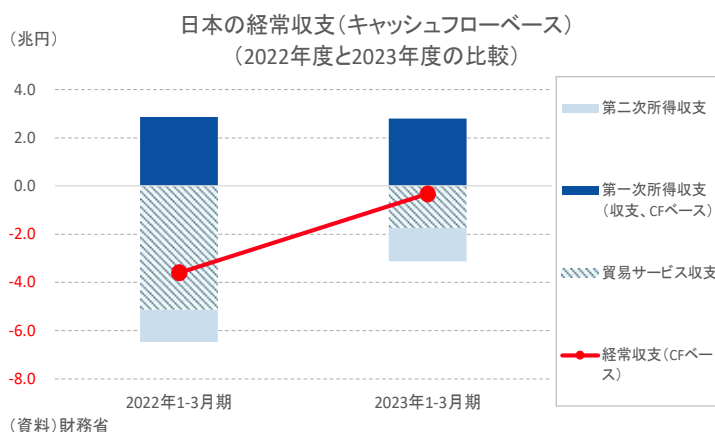
1～3 月期国際収支統計～需給改善を確認～

2023 年度の経常収支黒字が+25 兆 3390 億円と比較可能な 85 年度以降で最大となったことが大々的に取り上げられている。筆者試算のキャッシュフロー(CF)ベース経常収支を試算すると約+2 兆円の黒字であり、統計上の黒字に比べて 10 分の 1 程度にはなるが、確かに黒字は確保されている。1～3 月期に限定して CF ベース経常収支を昨年と今年で比較しても需給改善は明らか。それでも年明け以降の円相場が続落してきたことを踏まえると、やはり投機的な円売りが主導した相場だったという疑いは強い。「政府債務に配慮して日銀は利上げできない」という思惑が投機的な円売りを誘っている部分是否定できまい。なお、報道では旅行収支黒字の拡大ばかりがクローズアップされるが、本当にフェアな視点は「旅行収支黒字の拡大ペースがその他サービス収支赤字の拡大ペースについていけるか」だ。円安への影響を越えて、日本経済が抱える問題としてサービス収支全体の赤字が拡大していく可能性を考える必要がある。

～2024 年の需給環境は改善中～

先週 10 日には本邦 3 月分国際収支統計が発表されているので、1～3 月期時点の需給環境について整理しておきたい。ヘッドラインでは 2023 年度の経常収支黒字が+25 兆 3390 億円と比較可能な 1985 年度以降で最大となったことが大々的に取り上げられている。筆者試算のキャッシュフロー(CF)ベース経常収支を試算すると、約+2 兆円と統計上の黒字に比して 10 分の 1 程度になってしまうが、一応の黒字が確保されている。1～3 月期の CF ベース経常収支に関し、2023 年と 2024 年を比較したものが右図(上)だ。これも明確な改善を確認することができる。具体的に数字を見ると 2023 年が約▲3.6 兆円、2024 年が約▲3300 億円といずれも赤字だが、2024 年に関しては年初来で概ね均衡と言えるまでに需給環境は改善している。

にもかかわらず、年初来で円相場が続落してきたことを踏まえると、政府・財務省が再三指摘するように、文字通り、投機的な円売りが主導した相場だったという疑いは非常に強



い。この点は IMM 通貨先物取引における円売り持ち高の大きさからも理解できるところだ（前頁図・下）。米国のインフレが予想以上に粘着的であるという状況もさることながら、「政府債務に配慮して日銀は利上げできない」という思惑が投機的な円売りを誘っている部分もあながち否定できない。

～「2 つの過去最大」に言及すべき～

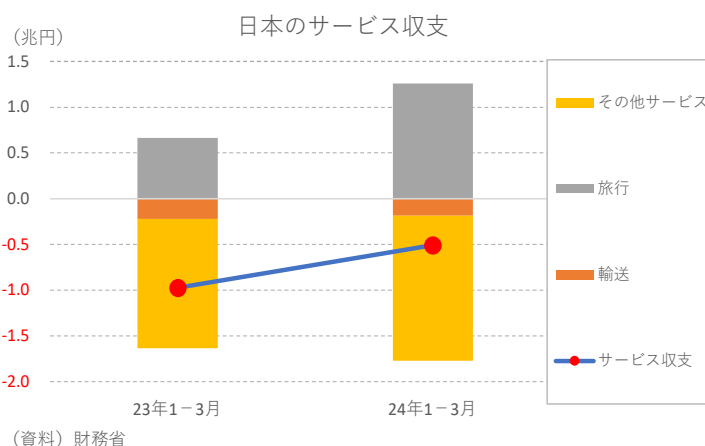
また、報道では経常収支黒字をけん引した存在として旅行収支黒字が+4 兆 2295 億円と年度としては過去最大を更新したことも注目されている。しかし、毎度の話だが、その旅行収支を含めたサービス収支は依然として▲2 兆 4504 億円の赤字だ。言うまでもなくデジタル、コンサルティング、再保険、研究開発サービスなどから構成されるその他サービス収支赤字が▲6 兆 745 億円と過去最大を更新しているためだ。サービス収支に併存する「2 つの過去最大」を共に言及しなければ現在の日本の国際収支で起きていることを正確に把握することは叶わない。日本の国際収支において旅行収支黒字は「陽」の部分だが、その他サービス収支赤字、筆者が多用する言葉で言えば「新時代の赤字」は「陰」の部分だ。今後、「陽」の部分は人手不足に伴う供給制約から頭打ちが懸念される一方、「陰」の部分は無尽蔵に拡大していく恐れを秘めている。

もちろん、「新時代の赤字」の 3 分の

2 を旅行収支黒字で相殺できていることは喜ばしいことではある。しかし、デジタルサービスを筆頭とする「新時代の赤字」は今後拡大の一途を辿る可能性が高い。重要なことは「旅行収支黒字の拡大ペースがその他サービス収支赤字の拡大ペースについていけるか」

である。ちなみに 1～3 月期に限って 2023 年と 2024 年を比較して見ると、サービス収支赤字は▲9746 億円から▲

5093 億円へ縮小しており、これは旅行収支黒字が+6615 億円から+1 兆 2957 億円へ倍増したことの影響だが、昨年 3 月までは水際対策と称してインバウンド需要を抑制していた経緯があるため単純比較は難しい。本当に比較すべきは 4 月以降の動きになる。なお、その他サービス収支赤字は▲1 兆 4122 億円から▲1 兆 5828 億円へ拡大しているため、やはり「旅行収支黒字の拡大ペースがその他サービス収支赤字の拡大ペースについていけるか」との視点は捨て置けないことが分かる。



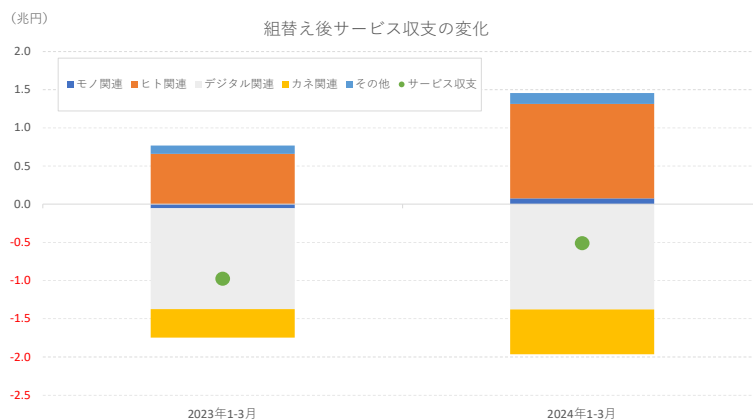
～カネ関連収支は初の 2 兆円台赤字も？～

百歩譲ってデジタル関連収支が現在の年間▲5.5 兆円程度の赤字で推移するとしても、「新時代の赤字」はデジタルサービスだけではない。次頁図に示すように、保険・年金サービスへの支払を含むカネ関連収支の赤字も相応に大きい。1～3 月期時点について 2023 年から 2024 年の変化を見ると、デジタル関連収支は約▲1.3 兆円で横ばい、旅行収支を主軸とするヒト関連は約+6600 億円から約+1.2 兆円へ倍増している（先述の通り、鎖国政策の反動である）。しかし、これら 2 項目

のほかに、海外への再保険支払いを含むカネ関連収支の赤字が▲3700 億円から▲5900 億円へ 1.5 倍以上に膨らんでいる。これは国内における外貨建て保険の販売増加や自然災害多発に伴う保険料増加などを反映している。この部分の赤字もデジタル関連収支同様、減少する算段が立っていない。カネ関連収支がこのペースで赤字を出し続けた場合、通年では初めて▲2 兆円の大台に乗る可能性がある。

デジタル関連収支が例年通り▲5.5 兆円だとすると、この 2 項目で▲7.5 兆円だ。こうした赤字を文字通り労働集約的なヒト関連収支の黒字で極力打ち返す構図になる。簡単な話ではない。

「陽」の部分である経常収支黒字や旅行収支黒字に焦点を当てることが悪いとは思わない。しかし、これを誇張することで「陰」の部分である「新時代の赤字」にまつわる議論を糊塗してしまうような雰囲気を作るべきではないと筆者は考える。円安への影響を越えて、日本経済が抱える問題としてサービス収支全体の赤字が拡大していく可能性を考える必要がある。



(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

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5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
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～
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	対内直投のキーワードは「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%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～織り込んでも円安の怖さ～
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(貿易赤字圏が迎える米利下げ～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)