

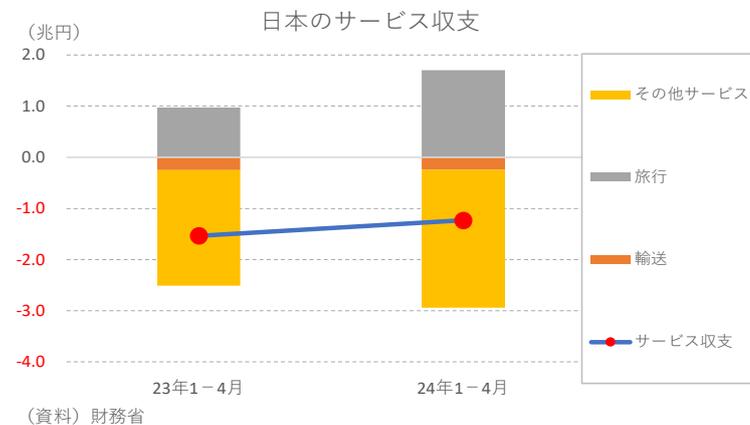
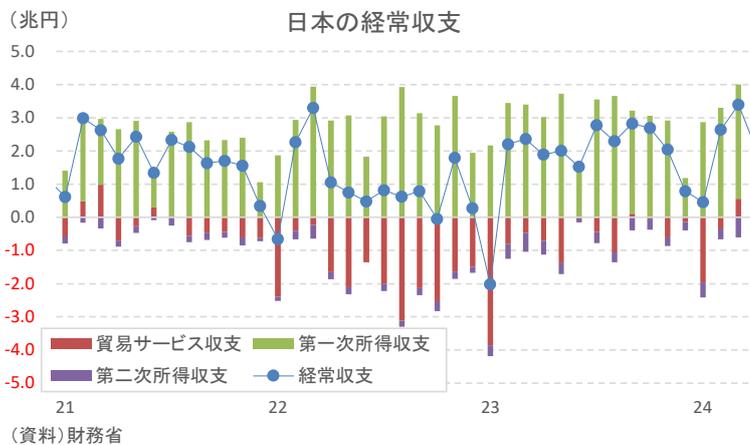
みずほマーケット・トピック(2024年6月10日)

円相場の需給環境について～4月までの総括～

円相場の需給構造が著しく円売りに傾斜していた 22 年や 23 年と比較すれば、足許の状況は明確に改善中。筆者が試算するキャッシュフロー(CF)ベース経常収支は今年 1～4 月時点で約 +0.9 兆円で、前年同期の約▲3.8 兆円からはっきり改善している。昨年や一昨年と比較すれば、「需給で円売り」とは徐々に言いづらい地合いと言える。だが、年初来のドル/円相場は一時160 円を突破するなど騰勢を強めた。要因は 1 つではないだろうが、①投機的な円売り持ち高の積み上がり、②昨年までのラグ、③崩れない米国の実体経済といった 3 点から円安相場は支えられていると理解すれば分からなくもない。為替市場の全てが国際収支から得られる需給イメージで捕捉できるはずもなく、現状では金融政策運営やこれに伴う金利動向に即した価格形成が優先されている印象。また、「需給で円売り」とは言いづらくなっているものの、「需給で円買い」というほどの改善にはなっておらず、せいぜい「均衡」といったイメージ。FRB の利下げに沿って円高転換はあるとしても、それを加速させるだけの需給構造があるわけではない。

～その他サービス収支赤字、初の 1 兆円台へ～

財務省が今朝発表した本邦 4 月国際収支統計は、経常収支に関し、+2 兆 505 億円と相応の黒字が確保された。例によって非常に大きな第一次所得収支黒字(+3 兆 8328 億円)に支えられた結果である。しかし、貿易サービス収支に目をやると▲1 兆 3830 億円と今年 1 月に次いで年初来 2 番目に大きな赤字を記録しており、サービス収支が▲7215 億円と年初来で最大の赤字を記録したことが目に付く。そこで 1～4 月合計のサービス収支を見ると、旅行収支が前年比 1.8 倍の黒字(+9749 億円→+1 兆 7064 億円)を稼ぎながら、元々巨大だった其他サービス収支の赤字も拡大(▲2 兆 2596 億円→▲2 兆 6969 億円)していることから、サービス収支赤字も小幅改善(▲1 兆 5324 億円→▲1 兆 2307 億円)にとどまっていることが分かる。4 月単月のサービス収支を詳しく見

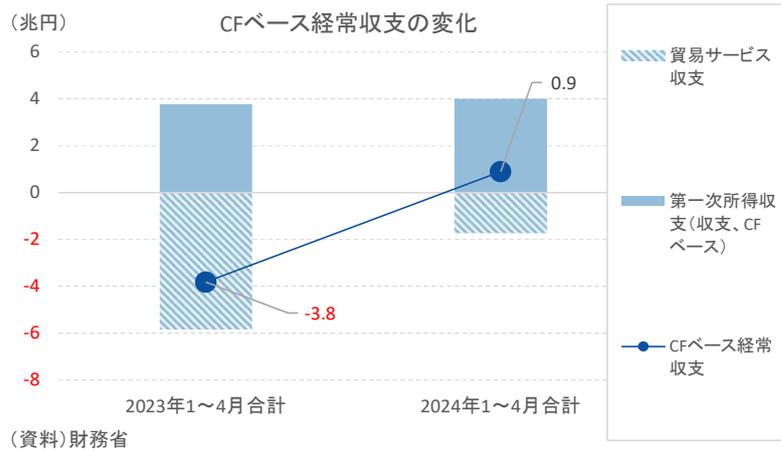


ると旅行収支が+4467 億円で過去最大の黒字、輸送収支が▲541 億円の赤字となっている一方、その他サービス収支が▲1 兆 1141 億円で過去最大の赤字を記録した。本欄で「新時代の赤字」と形容して注目してきたその他サービス収支の赤字だが、単月で 1 兆円台に乗せるのはこれが初めてである。これまでその他サービス収支の赤字は 2021 年 4 月(▲9231 億円)が最大で、その次が 2022 年 4 月(▲9043 億円)だった。こうして見ると 4 月に何らかの季節性があるのかもしれない。

4 月について言えば、その他サービス収支の構成項目のうち、大きく赤字を上げたのは知的財産権等使用料(前月比▲1101 億円)、通信・コンピューター・情報サービス(同▲1075 億円)、研究開発サービス(同▲1875 億円)であった。このうち例えば知的財産権等使用料を細かく見ると、構成項目である産業財産権等使用料について受取部分が大きく減っており、大手自動車メーカーの不祥事に絡み、海外生産から受取るロイヤリティ収入が抑制されている可能性などが推測される。一方、通信・コンピューター・情報サービスや研究開発サービスは純粹に支払部分が拡大したことで赤字が広がっている。これらの背景を把握することは難しいが、近年の日本が抱えるサービス取引国際化の遅れ、一言で言えば「新時代の赤字」が拡大傾向を強めているとも読める。

～CF ベースで見た需給は改善中～

もともと円相場の需給構造が著しく円売りに傾斜していた 2022 年や 2023 年といった局面と比較すれば、足許の状況は明確な改善が認められる。筆者が試算するキャッシュフロー(CF)ベース経常収支は今年 1～4 月時点で約+0.9 兆円で、前年同期の約▲3.8 兆円からははっきり改善している。図示される通り、CF ベースで見た第一次所得収支黒字は約+4 兆円で去年も今年も変わっていないが、資源価格の騰勢が落ち着いたことを背景に貿易収支赤字が急激に縮小したことで円売りが大きく抑制されている。現状、再投資収益などを含め数字が固まっていない部分もあるため、現時点の需給イメージはあくまで仮の姿だが、昨年や一昨年と比較すれば、「需給で円売り」とは徐々に言いづらい地合いになりつつあるのは間違いない。



こうした需給環境にもかかわらず、年初来のドル/円相場は一時160 円を突破するなど騰勢を強めた。これは何故なのか。要因は 1 つではないだろうが、①投機的な円売り持ち高の積み上がり、②昨年までのラグ、③崩れない米国の実体経済といった 3 点から円安相場は支えられていると理解すれば分からなくもない。特に②について言えば、2022～23 年は貿易収支赤字が累積で▲30 兆円に達していたこともあり、2024 年にずれ込んでいるフローも相当にあると推測される。片や、円買い材料は日銀の微々たる利上げ幅くらいであることから、軟調な円相場が続くこと自体に違和感はいない。為替市場の全てが国際収支から得られる需給イメージで捕捉できるはずもなく、現状では金融政策運営やこれに伴う金利動向に即した価格形成が優先されていると整理したい。また、

こうした需給環境にもかかわらず、年初来のドル/円相場は一時160 円を突破するなど騰勢を強めた。これは何故なのか。要因は 1 つではないだろうが、①投機的な円売り持ち高の積み上がり、②昨年までのラグ、③崩れない米国の実体経済といった 3 点から円安相場は支えられていると理解すれば分からなくもない。特に②について言えば、2022～23 年は貿易収支赤字が累積で▲30 兆円に達していたこともあり、2024 年にずれ込んでいるフローも相当にあると推測される。片や、円買い材料は日銀の微々たる利上げ幅くらいであることから、軟調な円相場が続くこと自体に違和感はいない。為替市場の全てが国際収支から得られる需給イメージで捕捉できるはずもなく、現状では金融政策運営やこれに伴う金利動向に即した価格形成が優先されていると整理したい。また、

「需給で円売り」とは言いづらいと述べたが、「需給で円買い」というわけでもない。2022 年や 2023 年と比べれば需給構造の円売り傾斜は限定されているものの、総じて得られるイメージは「均衡」であり、大きく円買いに傾斜しているわけではないことは押さえておきたい。

とはいえ、目先の見通しを策定する立場からすれば、投機的なフローや昨年までの貿易収支赤字の残滓が円安を駆動しているのだとすれば、その持続力はそれほど長いものにはならない可能性は気にせざるを得ない。2022 年や 2023 年のような何もかもが円安が肯定するような雰囲気は少しずつではあるが、変わりつつある。問題は FRB の利下げが行われた時に「どこまで戻れるか」である。この点、せいぜい「均衡」を保っている需給構造だけでは過去のような円高相場は期待できない、というのが筆者の基本認識である。

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.mizuhoibank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか?～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしたラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分) 円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
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」と円相場の予想パスについて
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」が「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～妥結資金は年内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～