

みずほマーケット・トピック(2024年8月14日)

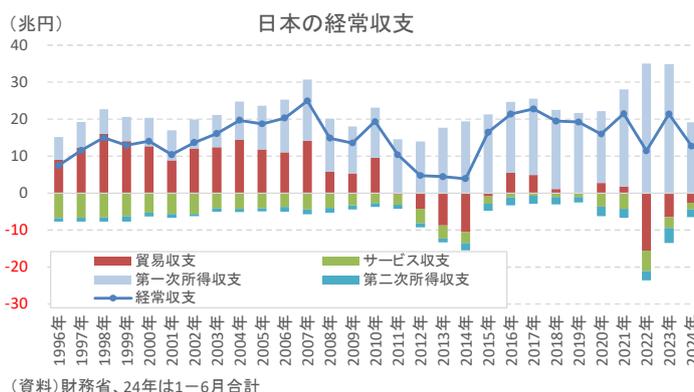
24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～

24年上半期の国際収支統計を元に円の需給環境を現状整理。ヘッドラインとなる経常収支は+12兆6817億円の黒字。現行統計では最大の経常収支黒字である07年を更新するペースだが、当時は黒字の半分が貿易収支黒字であった。全ての黒字を第一次所得収支で稼ぐ現在とは全く事情が異なるため、仮に24年の経常収支黒字が過去最大になったとしても、それは将来的な円高地合いを約束するものでは決してないことは留意したい。もっとも、筆者試算のキャッシュフロー(CF)ベースで見た経常収支も改善傾向を辿っており、需給面で見た円相場の脆弱性は過去2年間と比較すればかなり修復されている。こうした需給環境に加え、FRBの利下げに応じた日米金利差の縮小も勘案する必要があるため、目先のドル/円相場がこのまま150円台に復帰するという展開は難しい印象はある。ちなみに筆者が「新時代の赤字」と形容するその他サービス収支の赤字が減少傾向にあるわけではなく、むしろ増加傾向にあることは付記したい。例えば、このままいけばデジタル関連収支の赤字は史上初の▲6兆円台に突入する勢い。

～経常収支黒字は過去最大が視野～

ドル/円相場がじり高地合いにある。円金利の先高観が解消されつつある中、「日米金利差の急激な縮小は無い」との思惑が再度、円売りを後押ししている実情は否めない。しかし、米7月雇用統計直後に見たように、悪い経済指標が確認されればドル建て資産が悲観一色の中で売り込まれる展開は今後も警戒されるどころであり、このままドル/円相場の押し上げが持続する可能性は高くないと筆者は考えている。この点は最近の需給環境を見ても感じるどころだ。先週8日には財務省から2024年上半期の国際収支統計が発表されているので、需給環境の現状整理をしておきたい。

2024年上半期に関し、ヘッドラインとなる経常収支は+12兆6817億円の黒字だった。貿易サービス収支が▲4兆3628億円の赤字となる一方、第一次所得収支黒字が+19兆1969億円と半期としては過去最大の黒字を記録したことで経常収支黒字の大きさが確保されている。現行統計では最大の経常収支黒字である2007年の+24兆9490億円を更新するペースだが、当時はこの半分(+14兆1873億円)が貿易収支

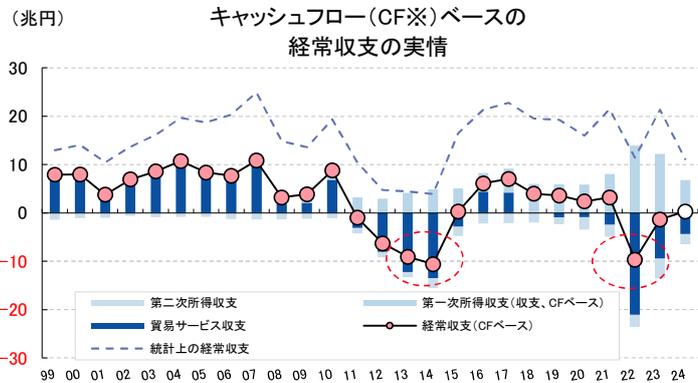


黒字であり(図)、だからこそ実体経済を巻き込んだ円安バブルという言葉が多用されていた。片や、全ての黒字を第一次所得収支で稼ぐ現在とはまったく事情が異なるため、仮に2024年の経常収支黒字が過去最大になったとしても、それは将来的な円高地合いを約束するものでは決してない。もっとも、後述するように、キャッシュフロー(CF)ベースで見た経常収支も明らかに改善傾向を辿っ

ており、需給面で見た円相場の脆弱性は過去 2 年間と比較すればかなり修復されていると言って
良いだろう。以下で CF ベース経常収支の現状を整理する。

～半期の CF ベース経常収支はほぼ均衡～

第一次所得収支黒字における円転率を調整した上で筆者が試算した CF ベース経常収支は 2024 年上半期で+2754 億円と若干の黒字となっている。ほぼ均衡と言って良いだろう。上述した通り、第一次所得収支黒字が統計上で+19 兆 1969 億円と巨額に膨らんでいるため、CF ベースでも応分の円買いが発生しており、筆者試算では約+6.8 兆円の円買いに繋がっていると推計される。片や、貿易サービス収支の赤字が約▲4.4 兆円であるため、

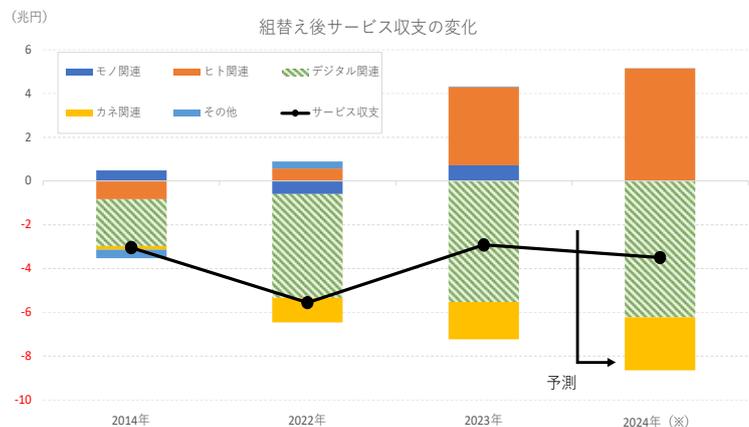


全体として若干円買い優勢の仕上がりにつながっている。貿易サービス収支に関して言えば、貿易収支赤字が前年同期の約▲5.2 兆円から約▲2.6 兆円へ半減していることが大きいものの、懸案のサービス収支赤字も約▲2.1 兆円から約▲1.8 兆円へ若干改善している。デジタル赤字を基軸とするその他サービス収支は約▲3.3 兆円から約▲4.1 兆円へ拡大しているものの、旅行収支黒字が約+1.6 兆円から約+2.6 兆円へ黒字幅が 1 兆円も拡大しており(もっともこれは 2023 年 3 月まで水際対策が敷かれていた反動である)、結果としてサービス収支赤字の拡大が押さえられている

2024 年上半期をまとめると、鉱物性燃料輸入の減少とインバウンド需要の拡大で需給環境の改善が図られた半期だったと言える。今後のドル/円相場に対する含意としては、こうした需給環境の改善に加えて FRB の利下げに応じた日米金利差の縮小も勘案する必要があるため、このまま 150 円台に復帰するという展開は難しいと筆者は考えている。強いてその展開があるとすれば、既に IMM 通貨先物取引の円ポジションが中立化していることも踏まえると、投機的な動き主導ということになるだろう。しかし、それは 8 月初頭と類似のショックが将来的に懸念される状況でもある。

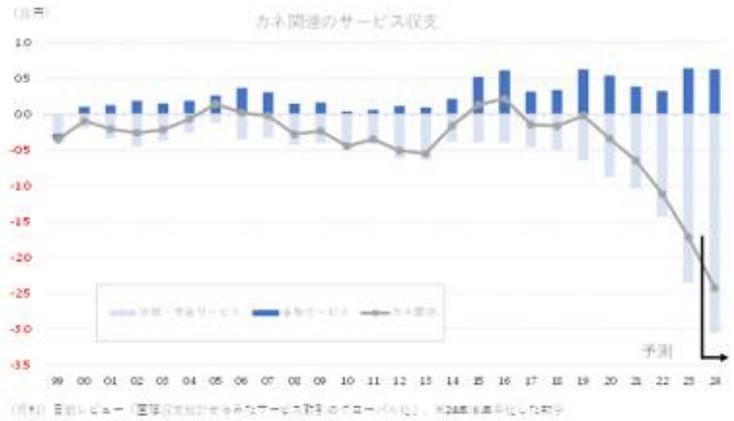
～「新時代の赤字」は増加中～

とはいえ、上述してきたように、筆者が「新時代の赤字」と形容するその他サービス収支の赤字が減少傾向にあるわけではなく、むしろ増加傾向にあることも付記しておきたい。日本のサービス収支をモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他で切り分けた場合、このままいけばデジタル関連収支の赤字は史上初の▲6 兆円台に突入する。インバウンド需要を背



(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、24年は年率化

景にヒト関連収支も+5兆円に突入するため、全体としてデジタル関連収支赤字の増分は掻き消されそうだが、日本の置かれたデジタル小作人とも揶揄される立場は何ら変わっていないどころか、悪化している。これに加え、海外への再保険料支払いからなるカネ関連収支も初の▲2兆円を優に突破することが確実であり(図)、サービス収支全体から得られる「肉体労働 vs. 頭脳労働」という図式は大きく変わりそうにない。しつこいようだが、ヘッドラインで話題になる経常収支の黒字額だけから得られる情報は限定的であり、それを深掘りすることでしか見えてこない日本経済の抱える構造的問題に目を向け、その一環としての「弱い円」の正体に目を向けるべきであろう。



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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②)～2005-07年との比較分析～
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレによる財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分) 週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分) 週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見直し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
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～
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	散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	加速したユーロ圏要約資金と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	「もしトラ」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世界経済見直しを受けて～「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」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～