

みずほマーケット・トピック(2024 年 9 月 17 日)

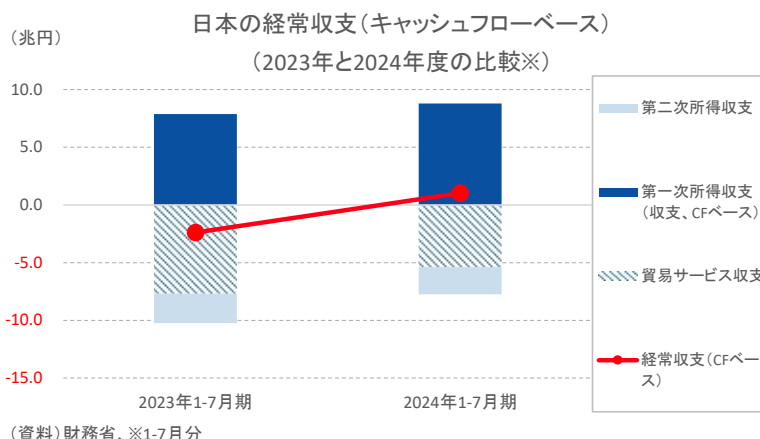
円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～

ドル/円相場が1年2か月ぶりの139円台を付けた。ひとえに今週17～18日のFOMCにおける▲50bp 利下げを完全に織り込む動きだが、これを正当化するだけの新たな材料があったのかと言われれば疑問符は付く。いずれにせよ、今後(というより既にそうになっている感じもあるが)、「やはり円安は全て金利差で説明可能だった」という論調が勢いを得やすくなる雰囲気は容易に予想される。しかしそれが全てではない。需給環境に主眼を置くべきという筆者の主張の「軸」がぶれていないことを強調するために示すが、最近の円高地合いは金利差縮小だけではなく需給改善も明らかに寄与している。筆者試算のCFベース経常収支は今年1～7月合計で約+1兆円まで回復している。ちなみに昨年1～7月期は約▲4.5兆円だった。日米金利差の顕著な縮小が円高を駆動していることに異論はないが、需給改善も円高に寄与しているという事実から目を背けるべきではない。なお、デジタル赤字は今年も過去最大を更新する見込みであり、旅行収支黒字の息切れが許されない状況は続いている。目先の話ばかりすべきではない。

～円高の背景に需給改善～

昨日、ドル/円相場が1年2か月ぶりの139円台を付けた。ひとえに今週17～18日のFOMCにおける▲50bp 利下げを完全に織り込む動きだが、これを正当化するだけの新たな材料があったのかと言われれば疑問符は付く。いずれにせよ、今後(というより既にそうになっている感じもあるが)、「やはり円安は全て金利差で説明可能だった」という論調が勢いを得やすくなる雰囲気は容易に予想される。繰り返し論じているように、ドル/円相場の方向感を規定する説明変数として日米金利差が重要であることは論を待たない。それ自体、筆者が否定したことは一度もない。しかし、110円付近から162円付近まで進んだ円安・ドル高の全てを金利差に帰責させるのもまた、無理があるのではないかというのが筆者の基本認識だ。では金利差以外の説明変数には何があるのか。それは国際収支統計に集約される需給環境であったり、消費者物価指数(CPI)などに象徴される一般物価であったり、内外の政治・経済環境に影響を受けた投機的なポジションメイクであったりするだろう。それぞれの説明変数の力(計量分析的に言えば係数)は可変的であるため、「これが未来永劫、唯一絶対の要因」ということはない。

需給環境に主眼を置くべきという筆者の主張の「軸」がぶれていないことを強調するために示すが、最近の円高地合いは金利差縮小だけではなく需給改善も明らかに寄与している。過去2年間(22～23年)に関して言えば、貿易収支は累積約▲30兆円という未曾有の規模にあった。この結果、筆者試

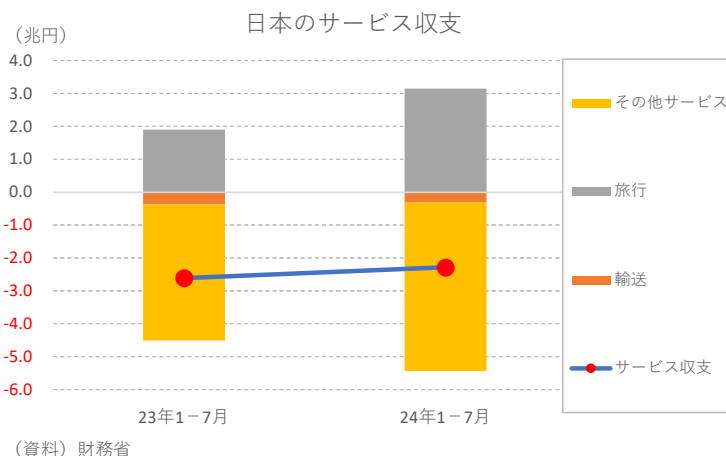


算のキャッシュフロー (CF) ベース経常収支は約▲11 兆円という赤字を記録していた。しかし、現在に目をやれば CF ベース経常収支は今年 1～7 月合計で約+1 兆円まで回復している。ちなみに昨年 1～7 月期は約▲4.5 兆円だった (前頁図)。日米金利差の顕著な縮小が円高を駆動していることに異論はないが、需給改善も円高に寄与しているという事実から目を背けるべきではない。

～デジタル赤字は全く終わっていない～

筆者が提唱してきたデジタル赤字に象徴される「新時代の赤字」ことその他サービス収支はどうなったのか、という照会も頂戴する。これは今も赤字が拡大している。今年 1～7 月合計のその他サービス収支は▲5 兆 1144 億円の赤字であり、昨年 1～7 月合計の▲4 兆 1336 億円より 1 兆円ほど大きい。もちろん、過去最高ペースである。あくまでラフな試算だが、このペースで拡大した場合、2024 年通年ではその他サービス収支の赤字が▲8 兆円を超えることになる。2000 年には▲1.4 兆円弱しかなかったことを思えば、四半世紀で 4 倍に赤字が膨らむ展開となる。近年のその他サービス収支の赤字拡大ペースを踏まえれば、そうなっても全く違和感はない数字でもある。こうした動きを踏まえても尚、円安に包含される構造的性質を正視しようとしらないのは分析態度として不埒だ。

現状では旅行収支黒字も順調に拡大しており、その結果、サービス収支赤字が限定的な数字にとどまっている。今年 1～7 月合計の旅行収支は +3 兆 1473 億円の黒字に達している。これは昨年 1～7 月合計 (+1 兆 9014 億円) の約 1.7 倍だ。デジタル分野を中心とする資本集約的なサービス取引で拡大する赤字に対し、観光分野を中心とする労働集約的なサービス取引で黒字を拡大させることによっ



て、サービス収支全体の一方向的赤字拡大は抑制されている (図)。しかし、未来を見据えた場合、既に供給制約の壁に直面している観光分野で稼ぐことができる外貨は限定されてくるだろう。これに対し、デジタル分野で徴収される外貨は減らないはずだ。

結局、現在はサービス収支赤字が何とか拡大しないように「踏ん張っている」と表現するのが正確であり、未来において拡大が止められず、経常収支黒字が食われていく展開は予見される。目先の金利差動向に応じて円安相場を語るのではなく、今次円安局面の値動きの背景にあることを察し、日本経済をどのように展望できるかを考察していきたい。

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9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
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	進むインフレ税による財政再建～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通し～
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	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賃金と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」と円相場の予想バスについて
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～