

みずほマーケット・トピック(2023 年 10 月 12 日)

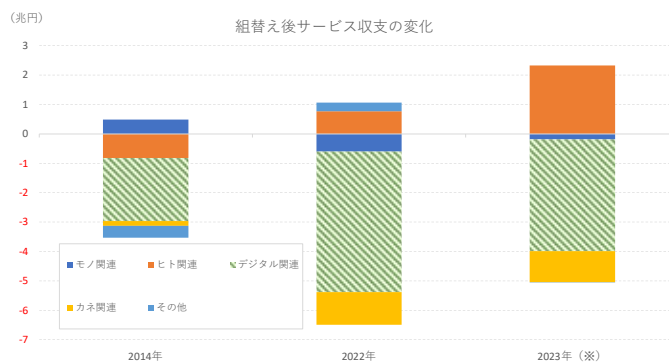
カネ関連収支でも広がるサービス赤字

昨日の本欄で確認したように、過去 8 年間に於ける日本のサービス収支変化については、①ヒト関連収支の黒字が拡大したこと、②デジタル関連収支の赤字が拡大したこと、そして③カネ関連収支の赤字が拡大したことの 3 点が指摘可能。①は旅行収支の受払を、②は通信・コンピューター・情報サービスを筆頭とする各種デジタルサービスの受払を反映した結果だ。今回は③のカネ関連収支を議論する。カネ関連収支は 14 年から 22 年の 8 年間で赤字額が 10 倍弱に膨らみ、23 年 1～8 月合計で見ても昨年を超えるペースで赤字が拡大中。ヒト関連(旅行収支)で稼いだ黒字の半分がカネ関連収支の赤字に消えており、捨て置けない項目である。日本の金融行政においても話題に上がる投資性の強い保険商品が流行した結果、海外への再保険料支払いが増えているという側面もありそうなことは興味深い。既に貿易収支の構造変化については認知が進んできた印象があるものの、サービス取引についても国際化が拡大しており、為替分析の世界もそうした新しい視点を取り入れる必要が出てきている。

～カネ関連収支赤字とは何か～

昨日の本欄では、日銀レビューによる分析を元に、筆者が「新時代の赤字」と呼び、日本の対外経済部門の構造変化の兆候として着目するその他サービス収支赤字について、その殆どがデジタル関連収支に由来していることを示した。昨日の繰り返しになるが、2023 年 8 月 10 日公表の日銀レビュー『国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化』では、サービス収支に関してモノ関連収支・ヒト関連収支・デジタル関連収支・カネ関連収支・その他の 5 つに分けている。図は遡及可能な 2014 年以降について日銀レビューの示す 5 分類に倣ってサービス収支を組替え、遡及可能な 2014 年以降の変化を見たものである。昨日、確認したように過去 8 年間で変わったことは①ヒト関連収支の黒字が拡大したこと、②デジタル関連収支の赤字が拡大したこと、そして③カネ関連収支の赤字が拡大したことの 3 点である。①は旅行収支の受払を、②は通信・コンピューター・情報サービスを筆頭とする各種デジタルサービスの受払を反映した結果だ。

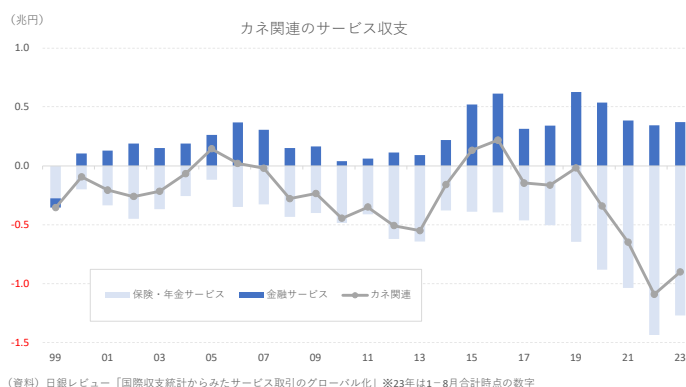
では③はどのようなサービス取引を反映した結果なのか。カネ関連収支は 2014 年の▲1599 億円の赤字が、2022 年は▲1 兆 1053 億円と 10 倍弱に膨らみ、2023 年 1～8 月合計で見ても▲1 兆 657 億円と昨年を超えるペースで赤字が拡大している。2023 年 1～8 月にヒト関連(旅行収支)で稼いだ黒字(+2 兆 3329 億円)の半分がカネ関連収支の赤字に消えている構図であり、捨て置けない



項目と言って良いだろう。本日の本欄ではカネ関連収支の実情を簡単に確認しておきたい。

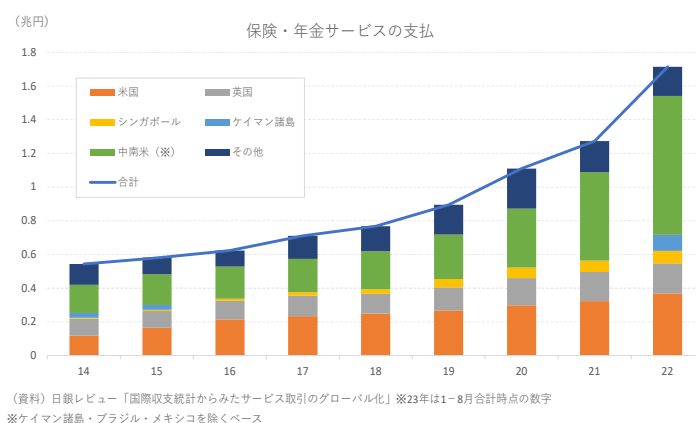
～保険・年金サービスへの支払増加～

カネ関連収支は保険・年金サービスと金融サービスの合計として組替えたものだが、図を見ても分かるように、基本的には再保険・貨物保険の損害保険料などを計上する前者の赤字拡大にその動きが規定されている。これは特に再保険料の支払増加の影響を受けたものとされている。再保険とは「保険会社が、自身で引き受けた保険のうち、主として高額契約などについて



て保険契約のリスク分散を図るべく国内外の再保険引受会社と結ぶ保険契約」と定義される。日銀は保険・年金サービスの支払が増える背景として「国内で投資性の強い保険商品の契約が増えて中、本邦の保険会社が市場リスクを抑制するために海外の再保険引受会社と結ぶ再保険契約も増加している」という事実を挙げている。明記こそされていないが「投資性の強い保険商品」とは保険料の払い込みや保険金・解約返戻金などの受け取りを外貨で行う外貨建て保険や、支払った保険料の一部を株式や投資信託などで運用する変額保険・変額個人年金保険などを指していると思われる。9月末には金融庁が外貨建て保険商品の販売体制を問題視し、その監視を強化するという報道が出たばかりだ。行政として看過できないレベルまで流行している保険商品がサービス収支の構造にも小さくない影響を与えているという視点で見ると興味深い。もしくは、「資産運用立国」を旗印として「貯蓄から投資」を焚きつけるムードが強まっているが、既に日本では保険商品を通じた運用が相応に流行しており、その結果としてサービス収支の構造にも影響が出始めているという解釈も可能とは言え、可能かもしれない。

保険・年金サービスの支払に関し、国・地域別に見れば、想像通り、米国や英国の割合は大きいものの、2020年以降は税制上のメリットから再保険市場が発達している中南米への支払が顕著に増えていることも特徴的である(図)。もっとも、こうした保険・年金サービスの支払を一面的に理解するのも危うい。というのも、既報の通り、近年、日本の保険会社が海外の保険会社を買収するというケースが増えている。その



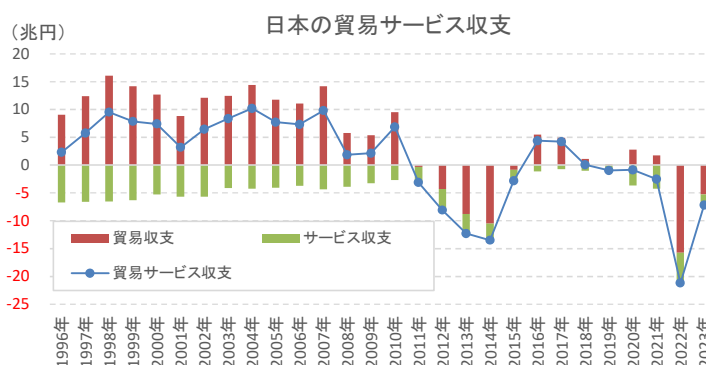
結果として日本から海外への保険・年金サービスの支払が増えている部分があるとしても、日本企業の海外現地法人となった場合、第一次所得収支の黒字(配当金・配分済支店収益や再投資収益など)として日本に還流する資金も相応に存在するだろう。この点、日銀レビューでも「(日本の保険会社が)サービス収支ではなく第一次所得収支の黒字幅拡大に寄与している点も指摘できる」と

している。もっとも、第一次所得収支の黒字として計上されても、本当に日本へ還流するかどうかは相当議論があることについては本欄で繰り返し議論してきた通りではある。

～財だけではなくサービスも国際化の途上～

昨日の議論と総合すれば、日本のサービス収支はインバウンド需要を背景にヒト関連収支の黒字拡大が進んでいるものの、その傍らで進むデジタル関連収支とカネ関連収支の赤字拡大ペースもかなり早いものになっており、結果としてサービス収支全体ひいては経常収支全体の足枷となっている現状がある。数字で見れば、2022 年のサービス収支においてデジタル関連収支とカネ関連収支の赤字を合計すると約▲6 兆円に達しており、これで全体(▲5.4 兆円)をほぼ説明できる。

日銀レビューの議論を見る限り、サービス取引の国際化が明らかに日本から海外への外貨流出を拡大する方向に作用している。それは明らかにこれまでは存在しなかった円安要因である。現状、貿易収支とサービス収支では前者の方が金額が大きいことから後者のインパクトが重視されにくいものの(図)、その性質を考慮すると、サービス収支赤字は拡大余地があるように思



(資料)財務省、※23年は上期(1-6月)合計

える。当然の話だが、サービス収支が恒常的に▲5～6 兆円の赤字を記録していると、貿易収支は+5～6 兆円を超える黒字を記録しなければ、貿易サービス収支は黒字にできない。日本の貿易収支が安定的に+5 兆円以上の黒字を記録できていた時代は 2010 年以前に遡る必要がある。それはまだ日本企業の海外生産移管がそれほど問題視されていなかった時代だ。

仮に、貿易収支が 2010 年以前の姿に戻らないという立場に立てば、サービス収支赤字の拡大基調がいずれ経常黒字国・日本の足場を崩し始める可能性は否めないというのが筆者の問題意識である。昨春以降、円安相場の構造的要因を指摘すると、それを頑なに拒む論陣も見受けられたが、日銀レビューが指摘するのはサービス取引の国際化を通じた構造変化であり、その意味するところは、現状、どちらかと言えば円売りである。国内企業の海外生産移管という貿易収支の構造変化については概ね認知が進んできた印象があるものの、時代はそうした財取引に限らず、サービス取引についても国際化が拡大しており、為替分析の世界もそうした新しい視点を取り入れる必要が出てきていると言える。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+ α 」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか……)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどちらが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするとみりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)