

みずほマーケット・トピック(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～

本邦10月国際収支統計は旅行収支が単月として最大の黒字を記録したことが話題となったが、24年以降の需給環境をどのように展望すべきか。例えば過去10年間の平均などを元に大まかなイメージを示しておく、貿易サービス収支で約▲5.5兆円の赤字、第一次所得収支で約+18兆円の黒字が想定される。CFベースで円買いが発生するのは「統計上の第一次所得収支黒字」の約25%というのが筆者の試算。とすれば、条件次第でシナリオは無数に分岐するが、CFベース経常収支は概ね均衡(ゼロ)を挟んで振れを伴う程度のイメージを持っていれば良さそう。こうした状況を前提とした場合、24年は22～23年に直面したような大幅な円売り地合いは考えにくい。だが、大幅な円買い地合いというわけでもないだろう。需給の歪みを背景とする円安予想は一旦節目を迎えるとしても、条件次第(例えば資源価格上昇など)では経常収支黒字を抱えながら再びCFベースでの円売り超過に伴って大きな円安に直面する脆弱性はある。

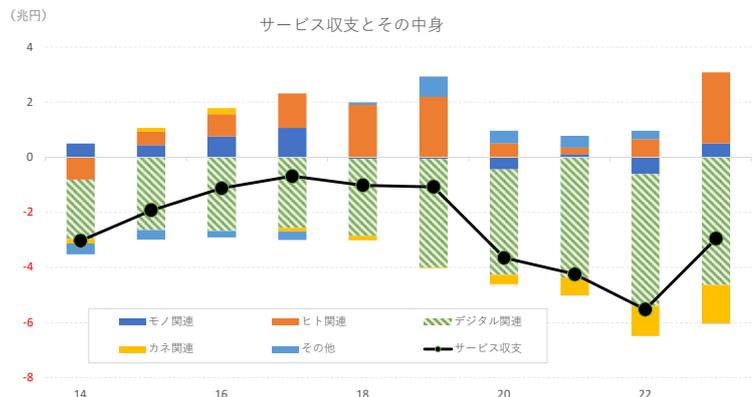
### ～サービス収支黒字化の背景～

一昨日の本欄では論点の1つとして紹介しているが、本邦10月国際収支統計が先週8日公表されているので、照会も多いため、改めて数字を整理しておきたい(8日時点では7日のフラッシュクラッシュが耳目を集めていたので、そちらを議論した)。10月经常収支は約+2.6兆円、1～10月分まで合計すると+17.7兆円と統計上の黒字幅は着実に広がっている。10月単月で見た場合、最も大きな材料は旅行収支黒字の拡大であり、+3207億円と単月としては過去最大の黒字を記録している。この結果、10月単月のサービス収支は+3438億円と2019年5月以来の黒字に転じている。ちなみに、1～10月合計の旅行収支黒字は約+2.6兆円となり、暦年として過去最大を記録していた2019年の約+2.7兆円とほぼ並んでいる。2023年通年では+3兆円の大台が確実視される。

だが、実はサービス収支の黒字転化は旅行収支黒字の拡大だけに起因するものではない。いや、むしろサービス収支黒字化の主因はその他サービス収支赤字が黒字になったことである。デジタルサービスへの支払などを含み本欄で「新時代の赤字」として注目するその他サービス収支は10月、+732億円と2021年3月以来の黒字を記録している。その他サービス収支赤字は1～9月平均で▲6000億円弱の赤字を出してきた。仮に10月も同じくらいの赤字を出していたら、サービス収支全体もやはり赤字になっていた。今回、その他サービス収支が黒字化した理由は知的財産権等使用料の黒字拡大、より正確にはそれを構成する産業財産権等使用料の黒字拡大だった。日本企業の技術が海外企業などに使用されたり、日本企業の海外子会社における生産拡大に伴って一過性の支払(日本の本社から見れば受取)が発生したりした可能性が考えられるが、いずれにせよ一過性の話と考えられる。前回、その他サービス収支が黒字(+176億円)を記録した2021年3月の場合、翌4月には▲9231億円と大幅赤字に戻っている。その前には2019年3月に黒字(+923億円)を記録しているが、やはり翌4月は▲6009億円と大幅赤字に戻った。サービス取引の国際

化に伴ってこれまではあまり見られなかったような受払が発生するようになっており、単月の数字に一喜一憂するのではなく、四半期や1年といった数字で傾向的な把握に努めるべきだ。

サービス収支をモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他に分類した上で1～10月合計について前年と比較すると、旅行収支黒字を主軸とするヒト関連収支は前年の+2388億円から今年は+2兆5791億円と10倍以上に膨らんでいる。一方、デジタル関連収支も前年の▲3兆9861億円から今年は▲4兆6359億円とやはり赤字が膨らんでいる。「観光で稼いで、デジタルに払う。」

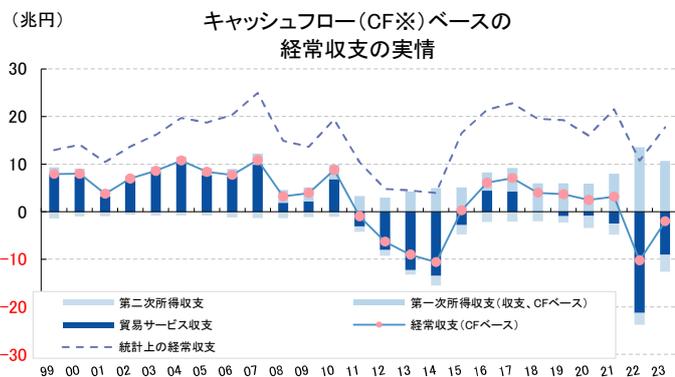


(資料) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」※23年は1～10月合計時点の数字

結果、赤字が残る」という大まかな構図は今後も続くと思われる。今回、10月国際収支に関する報道を見ても分かる通り、ヘッドラインでは「旅行収支黒字の拡大」が全体感を改善させているような理解が支配的である。しかし、実情は知的財産権等使用料(の中の産業財産権等使用料)が一時的に拡大しただけであり、旅行収支によってサービス収支の黒字拡大が続く可能性は殆ど無い。

～今後、需給は均衡イメージ?～

以下も一昨日の本欄で論じたイメージの再掲となるが、改めて示しておく。上述した通り、1～10月分の経常収支は統計上でこそ+17.7兆円であった。これに対し、筆者試算のCFベースでは▲2兆円と依然赤字が続いている。CFベースで見ても、前年同期(2022年1～10月)が▲8.9兆円だったことを思えば、需給環境は確実に改善している。しかし、需給環境を背景にかつてのようなヒステリックな



(資料) 日本銀行、(注)23年は1～10月合計。 ※第一次所得収支の受取・支払に關し、直接投資収益の「再投資収益」、証券投資収支収益の「配当金」および「債券利息等」は為替取引が発生していないものとし控除している。

円高が到来することはもはや考えにくい。仮に5類移行後(2023年5月以降)の動きを前提とした場合、旅行収支黒字は今後、年間+3.0～3.5兆円と過去最大値付近で高止まりする可能性がある。4兆円台に達する可能性も否めないが、国内の宿泊・飲食サービス業における雇用逼迫を踏まえると、旅行収支黒字のアップサイドは決して大きくないと考えるのが自然だろう。

片や、上述したように、デジタル赤字の拡大基調は続いており、今後もその他サービス収支赤字は経常収支の重しとなるだろう。具体的にその他サービス収支赤字は今年1～10月合計で▲5兆584億円と前年同期(▲4兆5478億円)を超えており、史上最大の赤字となることが見えている。ちなみに2021年同期は▲3兆3096億円、2020年同期は▲3兆901億円だったので明らかに増勢基調にある。依然として貿易収支や第一次所得収支の仕上がり次第で経常収支の仕上がりが決まりやすいものの、サービス収支の規模感が大きくなっていく流れは今後も続くだろう。日本において

は「観光で稼いで、デジタルに払う。結果、赤字が残る」という構図が続く中、結果として円相場の需給が売りに傾斜しやすくなるという側面は引き続き争点として残り続ける。為替を展望する以前の問題として、日本経済全体が直面する新しいテーマとして、来年以降も注目されるはずだ。

今後のサービス収支に関し、精緻な試算は難しいが、一昨日の本欄で示した試算を再掲しておく。通年ベースで言えば、旅行収支は約+3.0兆円の黒字、その他サービス収支赤字で約▲5兆円の赤字、輸送収支で約▲1兆円の赤字と仮定すると、約▲3兆円くらいがサービス収支赤字の常態となっていく可能性がある。貿易収支にこうした目途を置くのは難しいが、例えばパンデミック前の10年間(2010~19年)で、年平均▲2.5兆円の赤字だった。とすると、貿易サービス収支で約▲5.5兆円の赤字が1つのイメージになる。第一次所得収支について同じ10年間の平均を取ると約+18兆円の黒字だが、CFベースで円買いが発生するのは大体、「統計上の第一次所得収支黒字」の約25%というのが筆者の試算である(年によって振れがあるが、ここでは2010~19年の平均である約25%を使用)。約+18兆円の約25%だと約+4.5兆円くらいの円買いイメージになる。日本の経常収支は貿易サービス収支と第一次所得収支で概ね決定されるため、上述のイメージに沿えばCFベースの経常収支は今後、約▲1.0兆円(約▲5.5兆円+約+4.5兆円)くらいになる。CFベース経常収支は概ね均衡(ゼロ)を挟んで振れを伴う程度のイメージを持っていれば良いように思える。

もちろん、これらの仮定は大きな幅を伴う。例えば、第一次所得収支は+20兆円を超えることも珍しくなく、去年は初めて約35兆円と大台に初めて乗った。約+35兆円の約25%は約+8.8兆円なので、CFベース経常収支も約+3兆円になる。逆に資源価格が騰勢を強めたり、インバウンドが滞ったり、デジタルサービスの値上げが大きく進んだりすれば、貿易サービス収支赤字は膨らむため、CFベース経常収支の赤字も膨らむ。その他サービス収支赤字の約▲5兆円という仮定も控えめなもので、5000億~1兆円程度、上振れてもおかしくはない。条件次第でシナリオは無数に分岐する。

### ～円安に陥りやすい脆弱性は残る～

仮に「CFベース経常収支は概ね均衡(ゼロ)を挟んで振れを伴う程度のイメージ」が2024年の傾向だとすれば、2022~23年に直面したような大幅な円売り地合いは考えにくい。だが、大幅な円買い地合いというわけでもない。過去2年以上にわたる筆者の円安予想は需給環境の歪みを見ながら展開してきたものであるため、2024年はその改善と共に円安ピークアウトは必然的に予想することになる。しかしそれは「過度な円安」が修正されるだけであり、かつてのような強烈な円高を期待するものでは全くない。むしろ、条件次第(例えば資源価格上昇など)では統計上は経常収支黒字を抱えながら再びCFベースでの円売り超過に伴って大きな円安に直面する脆弱性はあると思った方がよい。日本の経常収支黒字はもはや盤石とは言えず、その意味で「成熟した債権国」と「債権取り崩し国」の中間に位置するような状況にあることを自覚したい。

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](mailto: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](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/円見直し外観～「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～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナール発言の読み方～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(貿易赤字国が迎える米利下げ～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～繰り返しされる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)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広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政策理事会レビュー～「見送り+ $\alpha$ 」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の現状
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)レビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくとインバウンド需要～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、動くのはどっちが先か
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