

みずほマーケット・トピック(2024年1月17日)

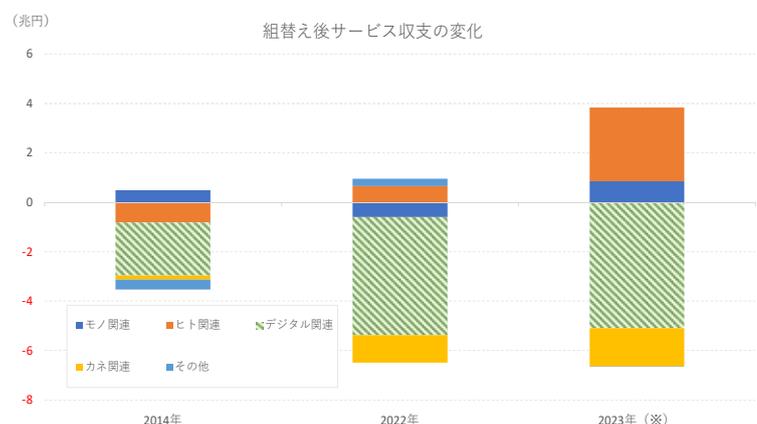
「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ

ドル/円相場の騰勢が続いている。結局、過去2年における「米金利ではなく需給構造の変化が円安の背景」という本欄の問題意識が2024年に入ってもまだ有効になっている状況と理解する。現時点でデジタル関連収支を筆頭とする「新時代の赤字」がどれほどの規模に至っているのかという定点観測を行い、円相場全体に持つ意味も考えておきたい。1～11月分のサービス収支についてモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の5分類に分けると、合計▲2兆8194億円の赤字。このうちデジタル関連収支の赤字が▲5兆909億円であるのに対し、ヒト関連収支の黒字が+2兆9766億円となっており、相変わらず「頭脳労働 vs. 肉体労働」の構図が続く。なお、カネ関連収支も▲1兆5510億円の赤字と非常に大きい。インバウンドで稼いだヒト関連収支黒字の半分がカネ関連収支赤字で食い潰されているという見方も可能で、「新時代の赤字」の一角と言える。今後のCFベース経常収支は前年比で改善が見込めそうだが、「家計の円売り」が想定外に勢いを持っている中、やはりトータルで見れば円売り超過の状況が変わらない可能性も。

～「新時代の赤字」の定点観測～

ドル/円相場の騰勢が続いている。結局のところ、過去2年における「米金利ではなく需給構造の変化が円安の背景」という本欄の問題意識が2024年に入ってもまだ有効になっている状況と理解している。デジタル関連収支に代表されるサービス収支赤字に関する議論もだいぶ市民権を得始めているように見受けられ、1月15日に日経新聞が使用した「デジタル小作人」というフレーズは日本の現在地を的確に表現する秀逸なものであった。厳密には、サービス収支赤字の背景にはデジタル関連収支だけではなく、コンサルティングサービスや研究開発サービス、保険・年金サービスといった項目もあって、必ずしもデジタルだけの問題ではないが、それが最も大きいのは間違いない。2023年に関しては、11月までの国際収支が公表されており、通年の全容は来月を待つ必要があるが、デジタル関連収支を筆頭とする「新時代の赤字」がどれほどの規模に至っているのかという定点観測については照会も多く、改めて本日の本欄で示しておきたいと思う。

1～11月分のサービス収支についてモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の5分類に分けてみると、合計▲2兆8194億円の赤字となる。このうちデジタル関連収支の赤字が▲5兆909億円であるのに対し、ヒト関連収支(≒旅行収支)の黒字が+2兆9766億円となっており、相変わらず「頭脳労働 vs. 肉体労働」の構図が続いている(ちなみに、それぞ



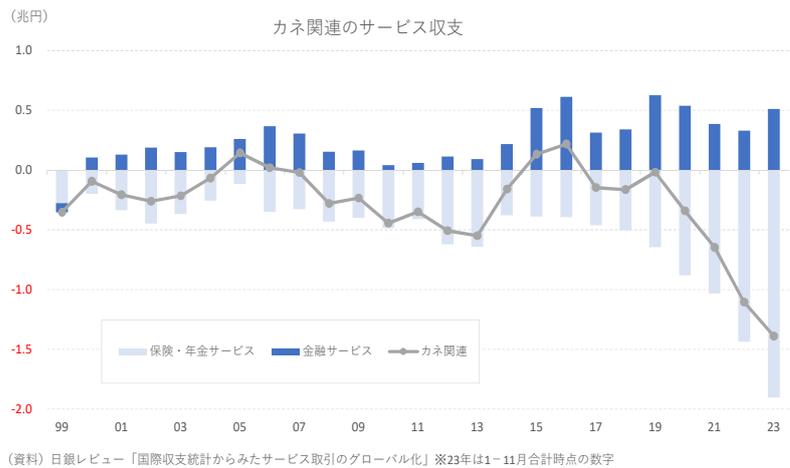
(資料) 日経レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」を元に筆者作成、※1-11月合計

れ過去最大の赤字と過去最大の黒字である)。インバウンド需要の急増を背景としてヒト関連収支の黒字が増勢を保つ限り、サービス収支赤字の拡大傾向には歯止めをかけることができる。

しかし、日銀短観などから確認できる宿泊・飲食サービス業の人手不足感を踏まえる限り、この構図はそう長くは続かないだろう。これに対してデジタルサービスの「単価」は米企業の匙加減で決まってしまうため、デジタル関連収支赤字の拡大傾向に着地点は見えない。まさに「小作人は地主の言うことを聞くしかない」状況で、自身の実入りはどうしても増えにくい状況がある。

～伏兵としてのカネ関連収支～

全体の仕上がりを決するのはデジタル関連収支とヒト関連収支の2項目ではあるものの、前頁図を見れば分かるように、カネ関連収支も赤字拡大に寄与している。数字上では▲1兆5510億円の赤字で、これも過去最大を更新するペースだ。過去の本欄でも議論したように、これは保険・年金サービス収支の赤字が猛烈な勢いで広がっていることに起因する。その背景には国内金融機関が投資性の高い保険商品を多く販売した結果、自身ではリスクが抱えきれなくなり、海外の再保険引受会社と再保険契約を締結する事案が増えている実情がある。図示されるように、2020年以降の赤字拡大ペースはかなり一方的である。今後無視できない存在になるのではないかという印象も抱かれる。現時点でも見方を変えれば、インバウンドで稼いだヒト関連収支黒字の半分がカネ関連収支赤字で食い潰されているという見方もでき、「新時代の赤字」の一角と言えらるだろう。デジタル関連サービスやインバウンドに話題が集中する中、赤字拡大に寄与する伏兵である。



金融機関が投資性の高い保険商品を多く販売した結果、自身ではリスクが抱えきれなくなり、海外の再保険引受会社と再保険契約を締結する事案が増えている実情がある。図示されるように、2020年以降の赤字拡大ペースはかなり一方的である。今後無視できない存在になるのではないかという印象も抱かれる。現時点でも見方を変えれば、インバウンドで稼いだヒト関連収支黒字の半分がカネ関連収支赤字で食い潰されているという見方もでき、「新時代の赤字」の一角と言えらるだろう。デジタル関連サービスやインバウンドに話題が集中する中、赤字拡大に寄与する伏兵である。

～円需給の展望～

今後を見通すのは簡単ではないが、ラフなイメージと断った上でデジタル関連収支は▲6兆円程度、ヒト関連収支は+3.5兆円程度、カネ関連収支が▲1.7兆円程度、モノ関連収支が+9000億円程度、その他関連収支が概ね均衡とすると、サービス収支全体で▲3兆円程度の赤字が1つのイメージになる。貿易収支の見通しも難しいが、コロナ以前の10年平均(2010～19年)に関し、貿易収支の平均が▲2.5兆円程度であった。これと合わせると貿易サービス収支で▲5.5兆円程度の赤字が想定される。第一次所得収支は相変わらず+30兆円程度と大幅な黒字を稼ぐだろうが、実際の円買いは黒字全体に対して25～30%程度というのが筆者試算になる。だとすれば、+10兆円程度が「円買いを伴う第一次所得収支黒字」ということになる。貿易サービス収支の赤字と合計すれば+4.5兆円程度だ。ここへ意外と大きな第二次所得収支の赤字が▲4兆円程度乗ってくるため、キャッシュフロー(CF)ベースで見た経常収支は概ね均衡から僅かな黒字というイメージになる。2022～23年のCFベース経常収支が赤字だったことを思えば、2024年の需給環境は改善方向が

期待できる。しかし、昨日までの本欄で詳述したように、ここに新 NISA に伴う「家計の円売り」が推定▲7～9 兆円ほど入ってくるのだとすると、やはりトータルで見れば円売り超過の状況が変わらないという考え方もあり得る。具体的な数字を交えた実態は週次の対内・対外証券投資統計などで今後確認することになるが、これまで想定外の円安リスクとして警戒していた「家計の円売り」が足枷となっているからこそ、円安相場が解消されずに続いてしまっている実情は多分に疑われる。

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
2024年1月15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～外貨性資産比率は「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～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
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～
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/円見通し外観～「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、シュナーベル発言の読み方～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プレビュー～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)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～構造変化を重視～
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～