

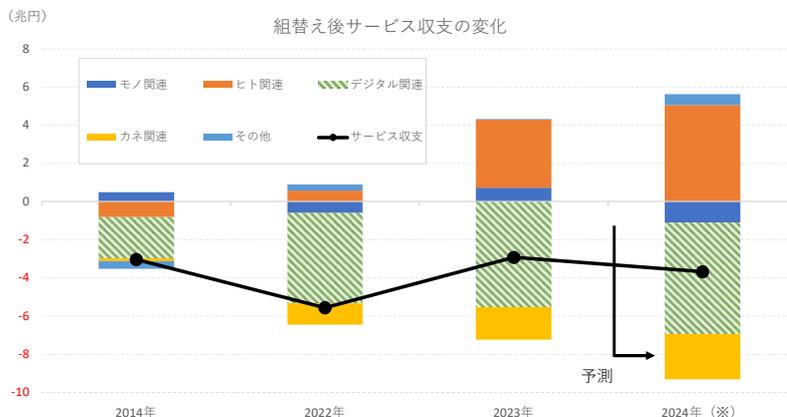
みずほマーケット・トピック(2024年6月11日)

懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来

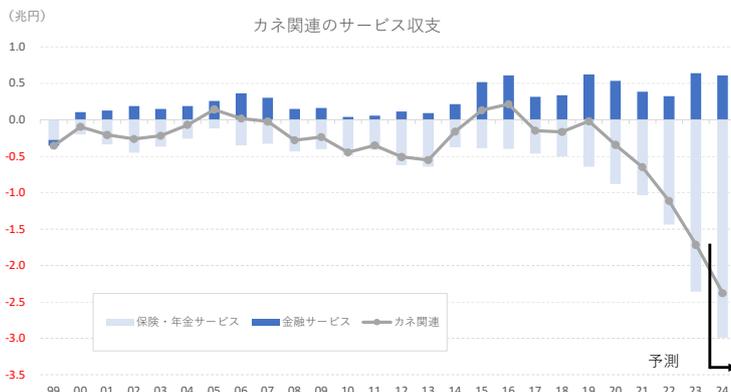
年初来のサービス収支に関し、モノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の5分類で評価すると、旅行収支を主軸としてヒト関連収支が+1兆6827億円と大きな黒字を記録する一方、デジタル関連収支が▲1兆9401億円、カネ関連収支が▲7928億円とまとまった赤字を記録しており、引き続き「観光サービスで稼いで、デジタル・金融サービスに払う」という構図が鮮明。ヒト関連やデジタル関連に比べて話題に上がりにくいのが、海外への再保険支払いなどに起因するカネ関連サービスの赤字拡大ペースはかなり早く、前年同期比で赤字は約1.7倍に。今後、デジタル関連収支に次いで大きな赤字を記録する項目になるか注目。こうしたサービス収支の現状を踏まえると、日本経済にとって稀少な外貨獲得経路である旅行収支は失速が許されない状況と言えるが、最近の関連統計では不穏な雰囲気も漂う。訪日外客数や宿泊稼働率は確かに回復傾向にあるものの、増勢は明らかに衰えており、ピークアウトの近さを感じさせる。かねて論じているように、旅行サービスの輸出に関しては需要があっても供給が間に合わないのが日本の現状。新常态としての円安が続くとすれば、サービス収支からの外貨流出が膨らみ続ける展開を警戒。

～「旅行 vs. デジタル&金融」の構図は続く～

昨日は4月国際収支統計の公表を踏まえて、キャッシュフロー(CF)ベースで見た年初来の需給環境を整理した。その後、本欄で定期的にチェックしている「モノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の5分類で見たサービス収支はどうなっているのか」という照会を頂戴した。この点から本日は議論を掘り下げておきたい。1～4月合計のサービス収支赤字は▲1兆2244億円で、旅行収支を主軸としてヒト関連収支が+1兆6827億円と大きな黒字を記録する一方、デジタル関連収支が▲1兆9401億円、カネ関連収支が▲7928億円とまとまった赤字を記録しており、引き続き「観光サービスで稼いで、デジタル・金融サービスに払う」という構図が続いている。仮に、このペースで各項目が年末まで推移した場合、サービス収



(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



(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」、※24年は年率化した数字

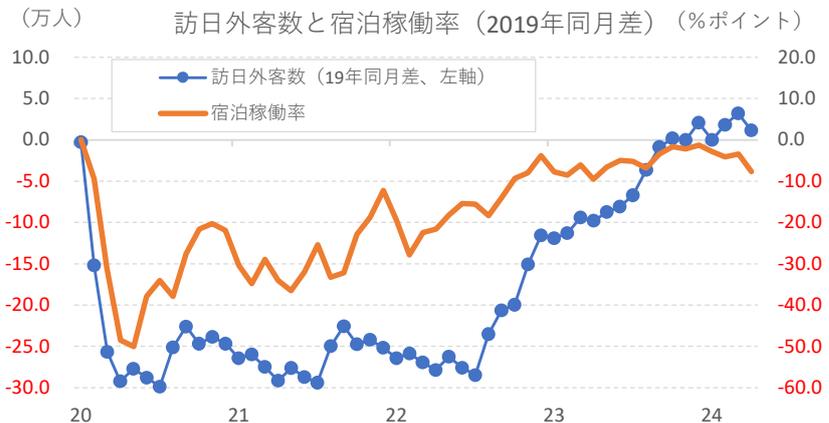
支赤字は前年比で若干拡大するだろう。なお、ヒト関連とデジタル関連に比べて話題に上がりにくい、海外への再保険支払いなどに起因するカネ関連サービスの赤字拡大ペースはかなり早いもので、例えば昨年1～4月は▲4691億円だった。今年の赤字幅はその約1.7倍になる。ヒト関連収支も約1.7倍(9826億円→+1兆6827億円)になっているが、昨年1～3月期が水際対策の最中であつたことを踏まえれば当然である。カネ関連収支の赤字拡大ペースが続けば、デジタル関連収支に次ぐ脅威となる可能性がある。

現時点の数字をベースにして年率化した場合、ヒト関連収支の黒字は約+5兆円に達する一方、デジタル関連収支の赤字は約▲6兆円、カネ関連収支の赤字は約▲2.4兆円にそれぞれ達する。そのほかモノ関連収支は約▲1.1兆円の赤字、その他収支が約+5900億円の黒字になると試算すれば、サービス収支は約▲3.7兆円の赤字に着地する計算になる。もちろん、サービス収支の各項目には季節性もあるので、1～4月合計を年率化しても正確な数字にはならないが、サービス収支が内包する外貨流出圧力は決してデジタル関連収支だけの話ではなくなっている点に留意したい。

～不穏なインバウンド関連統計～

こうしたサービス収支の現状を踏まえると、日本経済にとって稀少な外貨獲得経路である旅行収支は失速が許されない状況と言って良い。上記試算の基づけば、2024年中にデジタル関連収支とカネ関連収支の合計で▲8兆円以上の赤字に達する可能性がある。これは2023年に記録した史上4番目に大きな貿易収支赤字(約▲9.4兆円)に肉薄する額であり、ヒト関連収支の黒字によって極力、赤字を打ち返す必要がある。国際収支統計に限らず、日々報じられる猛烈なインバウンド需要にまつわる報道を踏まえれば、まだまだ伸びしろが大きい印象も抱かれるところだろう。しかし、足許の関連統計を見る限り、そうとも言えない不穏な雰囲気はある。

例えば日本政府観光局(JNTO)の発表する「訪日外客統計」によれば今年4月分は+304万2900人と2か月連続で300万人を超えている。背景として桜の開花時期が重なったことや、 Ramadan明けで海外需要が増えたことを指摘する向きが目立ったが、実際のところ、訪日外客数の増勢が衰えていることはまだ指摘が
少ない。図示されるように、パンデミック直前である2019年同月と



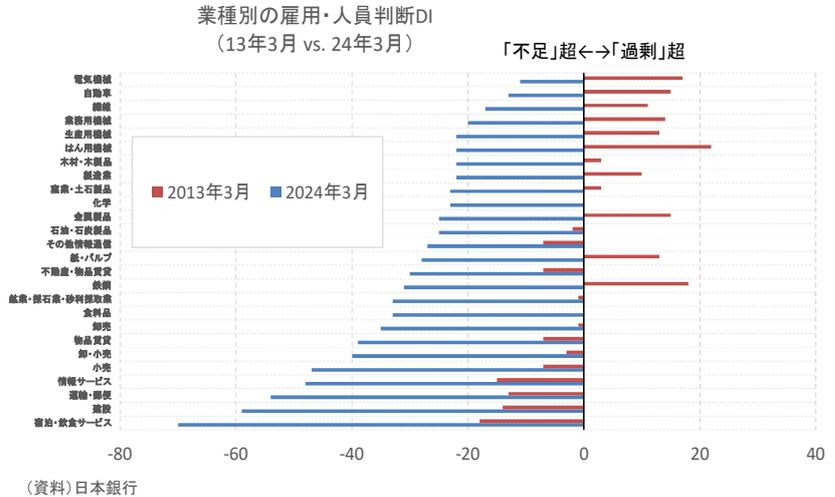
(資料) macrobond、※共に2019年同月との差。

比較した場合、昨年から増勢は横ばいであり、ここに来て失速の可能性も検討される状況にある(それでも旅行収支黒字が増えているのは円安によって円建て受取額が膨らんでいるからである)。これは宿泊稼働率を見ても同様で、上昇こそ続けているものの、2019年同月の水準に達することなく、やはりその勢いは削がれつつある(図)。円安もあってインバウンド関連の激しい消費・投資意欲にまつわる定性的な情報は「価格」の面では印象に残りやすいものの(高額消費など)、パンデミック

ク前を凌駕するほどの「量」(旅行者数や宿泊状況)が存在するわけではない。

～旅行収支黒字はいつまでも増え続けない～

かねて本欄で論じているが、いくら国際的に見て日本の観光サービスが「安い」からと言って、急増する需要をさばき続けるだけの供給が日本にはもう無い。社会全体が苦しむ人手不足の中でも、とりわけ悲惨なのが宿泊・飲食サービスであり(図)、いずれ供給制約を背景として旅行サービスの輸出は停滞し、黒字の頭打ちが視野に入る。もちろん、目先である2024年に関しては、旅行収支黒字が+4～5兆円台という未踏の領域に入り、これを持って囃す報道が支配的になるだろう。



問題は旅行収支黒字が頭打ちになる一方、その他サービス収支赤字は拡大し続けるという構図が今以上に浮き彫りになった時だ。デジタルや金融に関するサービスは容赦なく当該国の名目賃金上昇を反映して値上げが行われ、従前からの円安も相まって、日本からの支払超過(≒赤字)は大きくなりやすい未来が予想される。過去の本欄でも議論したように、今後、日本の統計上の経常収支が赤字化することは考えにくいものの、サービス収支が主導する格好で貿易サービス収支の赤字拡大が続き、CF ベースで見た経常収支赤字が慢性化するような展開は十分考えられる。このまま円安が新常态として日本経済に根付いていくのだとしたら、そうした新しい外貨流出の動きが寄与している部分も大きいと考えられる。

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	「もしたラ」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世界経済見通しを受けて～「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」が「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～
2024年3月5日	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか?～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと資金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
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
2024年1月16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～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)