みずほマーケット・トピック（2024 年 12 月 2 日）

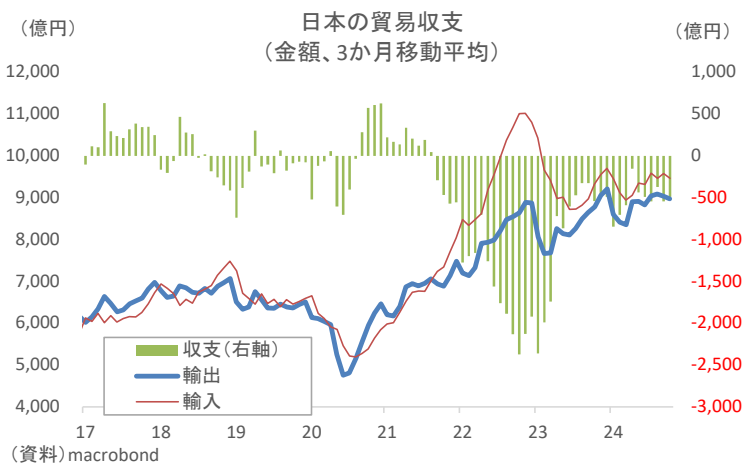
2025 年見通しのポイント～需給編その①～

2025 年の円相場見通しを検討する上で、需給環境をどうイメージしておくべきか。需給分析の主軸となる経常収支を掘り下げると、まず全体の仕上がりを最も規定しやすい貿易収支は原油価格と円安のピークアウトを背景として赤字縮小を予想。輸出増加を確信できない中、19 年以前の水準に戻るのは難しいが、25 年は▲3～4 兆円程度の赤字まで圧縮できると想定。第一次および第二次所得収支は予断を持つのが難しいため例年並みと置きたい。一方、近年の注目されるサービス収支については確実に期待できそうな変化が 2 つある。1 つが旅行収支黒字のピークアウト、もう 1 つがデジタル赤字を主軸とするその他サービス収支赤字の拡大継続だ。旅行収支黒字が現水準を維持できればサービス収支赤字は▲3.6 兆円程度と今年からやや膨らむくらいで済むが、人口動態を踏まえれば、近い将来のピークアウトは不可避だろう。一方で、デジタル赤字は従前の伸びを前提とすれば 25 年に▲8 兆円に肉薄する可能性がある。

～2025 年見通しのポイント：需給編～

時節柄、2025 年の円相場見通しのポイントを尋ねられることが増えている。言及すべき論点は多岐に渡るが、基本的な考え方は①需給、②金利、③それ以外の 3 点に分けて整理すべきだろう。まずは従前から重視している①に絞って議論を進めたい。結論から言えば、現時点で入手可能な情報に基づく限り、2024 年並みの需給環境を見込んでいる（もちろん、本稿執筆時点では 2024 年の数字は確定していないので、筆者の試算を多分に含んでいる）。需給分析の要となる経常収支は資源価格、為替、相手国との景気格差、地政学リスク等々、多様な材料が集約されるため精緻な予想が困難だが、ラフなイメージでも提示しておくことには価値がある。昨年も同様にラフなイメージを提示したが、実情とは大きく乖離せず、見通し策定には有用であった。本日を含む 2 回の本欄を通じて、まずは 2025 年の需給環境に関し筆者なりの現時点のイメージを示したい。

まず、経常収支の仕上がりを最も規定しやすい貿易収支は原油価格と円安のピークアウトを背景として赤字縮小を予想する。貿易収支の仕上がりを考える上で最も大きな変数はやはり原油価格である。これに関し、近年の原油価格（1 バレルあたり）について通年平均の推移を見ると、2022 年に 100ドル程度、2023 年と 2024 年は 80 ドル程度だった。2025 年の原油価格を予想することは本欄では控えるが、中国経済不振による需要減退から下落を指摘する声は多い。その上で第二次トランプ政権による石油業界への積

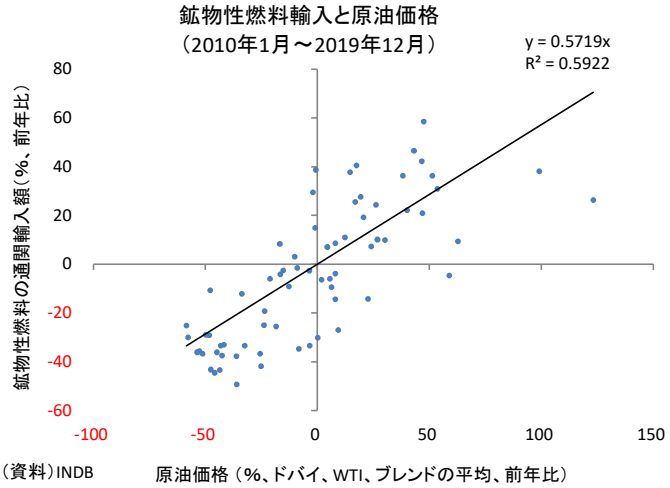


（資料）macrobond

極的な優遇策と増産要請もあって相対的に供給が優勢になるとの見方は多い(もっとも実際に増産に至るまでには長い年月がかかるはずだが)。逆に、トランプ氏の外交姿勢が地政学リスクを増大させ原油価格を押し上げるとの見通しもあるが、過度な環境規制の巻き直し、化石燃料の供給増加による資源価格下落というストーリーには相応の説得力がある。そもそも追加関税の応酬が世界経済の減速を招き商品全体への需要を押し下げるとの懸念も強く、これも合理的な予想である。

～70ドル割れが続いた場合～

実際、トランプ氏当選後の原油価格は軟調推移しており、本稿執筆時点では断続的に 70 ドルを割り込んでいる。例えば、2025 年が平均 70ドルで推移したとすると、前年比で約▲13%の下落になる。平時という括りでパンデミック前の 5 年間(2014 年 1 月～2019 年 12 月)の統計を前提とした場合、原油価格が 1%変化すると鉱物性燃料は0.6%程度変化するイメージになる(図)。原油価格が▲13%下落した場合、鉱物性燃料の輸入は▲8%弱減少する計算になる。鉱物性燃料は輸入全体の約 4 分の 1 を占めるため、輸入総額は約▲2%押し下げられることになる。2023 年の輸入金額は約 110.2 兆円であるから、2%相当は約 2.2 兆円の収支改善要因ということになる。これは原油だけの話であり、実際の影響は原料品(木材など)、原料別製品(鉄鋼や非鉄金属など)や化学製品(医薬品など)など、輸入構成比が大きな品目の単価にも影響が及ぶはずである。もちろん、これらはラフな試算に過ぎないが、70 ドル割れの原油価格が横ばいで続けば、貿易収支全体には兆円単位の改善要因にはなる。



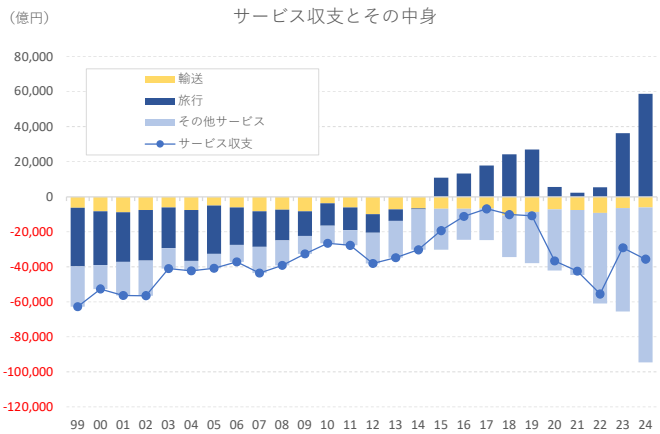
(資料)INDB

こうした輸入動向の想定だけに依存すれば 2025 年の貿易収支は改善する期待が大きい。しかし、第二次トランプ政権が仕掛ける貿易戦争の余波で世界経済の成長が抑制されれば、輸出の増勢も必然的に鈍るはずである。この点は全く読めない。特に日本に関しては、虎の子とも言える対米自動車輸出が目の敵にされた上で追加関税が課される懸念も燻る。その場合、収支全体の改善は限定される。輸出増加を確信できない中、2025 年の貿易収支が 2019 年以前の水準(15-19 年の 5 年平均で約+2400 億円、10-19 年の 10 年平均で約▲2.6 兆円)に戻るのは難しいと考えておきたい。今年の想定が▲6 兆円程度だとすれば改善を見込んでも 2025 年の仕上がりは▲3～4 兆円程度だろうか。それでも 2022 年に記録した過去最大の赤字(約▲20 兆円)の 5 分の 1 程度に収まるわけだが、日本の貿易収支の歴史では大きな赤字でもあり、これが新常態なのかもしれない。

～肉体労働は頭脳労働に押されるか～

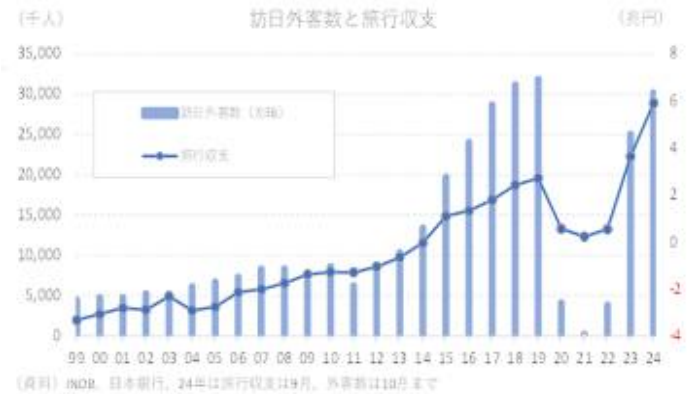
その他の項目については予断を持つのがさらに難しい。第一次所得収支で言えば+40 兆円程度、第二次所得収支で言えば▲4 兆円程度と 2024 年並みの仕上がりと考えておくのが無難だろう。もちろん、2024 年実績は 2025 年 2 月まで待つ必要があるが、これらの数字は本稿執筆時点で明

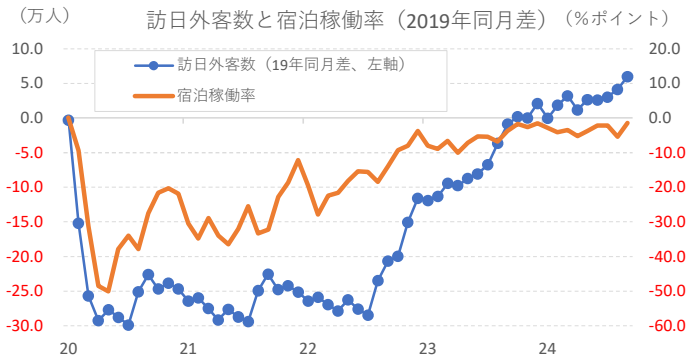
らかになっている1～9月合計に2023年10～12月期並みの実績を想定した場合だ。では、残るサービス収支(図)をどう考えるべきか。この点は確実に起きそうな変化が2つある。1つが旅行収支黒字がピークアウトする可能性、もう1つがデジタル赤字を主軸とするその他サービス収支赤字の増勢が続く可能性だ。いずれも需給悪化(円売り方向への傾斜)を示唆する事実である。図に示すように、近年のサービス収支は「増大するその他サービス収支(≒デジタル)赤字を旅行収支黒字で打ち返す」という構図が定着している。俗に「頭脳労働 vs. 肉体労働」と言われる構図である。人口減の前提を踏まえれば、いずれ頭脳労働が優勢になるという未来は確定しているわけだが、そのような兆候を2025年に感じることになるのかどうかが注目である。結論、2025年も辛うじて近年並みのサービス収支赤字に押さえることはできるのかもしれない。しかし、確実に増え続けるデジタル赤字を旅行収支黒字で相殺し続けることはできないことは知っておきたい。



(資料)日本銀行、※24年は年率化した数字

まず、旅行収支に関しては前年比での増勢は鈍るだろう。多くの人々は忘れているように思えるが、日本では2023年3月まで水際対策と称した防疫措置を取っていた。これは既に正常化が定着していた当時の世界経済では極めて特殊な事例として指差されていた。今年の旅行収支は過去最大を記録した2023年の約+3.6兆円からさらに+5兆円台へ急増し、6兆円に肉薄する可能性がある。これほどの増加幅は2023年1～3月期の黒字が政策的に抑制されていた結果でもある(1～3月期だけ比較すれば2023年は+6615億円、2024年は+1兆2550億円と倍増している)。2025年に同様の変化幅を期待するのは難しいだろう。言い方を変えれば、ようやくパンデミックとは無関係の、地力としての旅行収支の変化を確認するのが2025年になる。この点、人手不足や円安のピークアウト、日本におけるオーバーツーリズムへの警戒なども踏まえると、旅行収支黒字のピークアウトは2025年に注目したい1つのテーマではある。ちなみに宿泊稼働率は2019年時の水準を未だ超えられているわけではなく、伸び悩みの兆候はある(図・下)。旅行収支黒字は2024年並みを維持できたとして+5兆円程度、ピークアウ





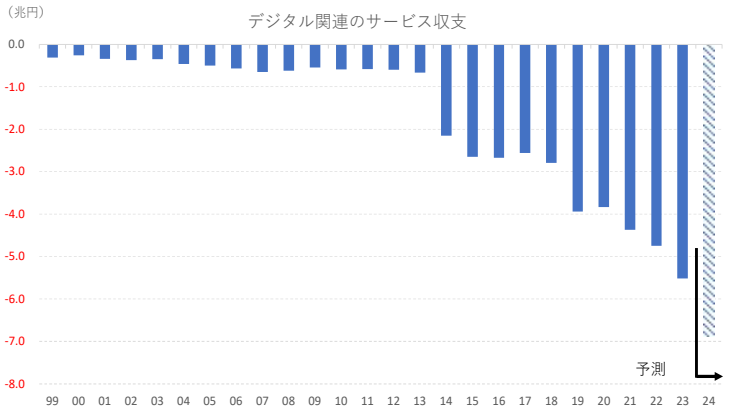
(資料)macrobond、※共に2019年同月との差。

トが顕著になるケースとして+4 兆円から+5 兆円の間といったところだろうか。

～デジタル赤字は伸びる～

一方、旅行収支黒字と対を成すようにその他サービス収支赤字も毎年のように過去最大を更新しており 2023 年は約▲5.9 兆円に達している。このうち、近年注目されるデジタル関連サービスに支払う赤字（以下デジタル赤字）は約▲5.5 兆円で殆ど全てを説明できる。ちなみに 2023 年を例に取れば、日本が輸入する液化天然ガス（LNG）が約▲6.5 兆円、石炭が約▲5.8 兆円であった（原油は約▲11.4 兆円）。今や GAFAM を中心とする米巨大 IT 企業から供給されるデジタルサービスは天然資源と引けを取らないほどの必需品として経済活動にビルトインされている。その性質から需要の価格弾力性は極めて低いため、値上げされても消費は続くことになる。

図に示すように、パンデミックを経てデジタル赤字は急拡大している。2022 年や 2023 年の急拡大は円安地合いが寄与しているとしても、拡大傾向は 2020 年以降の話であり、純粋にデジタルサービスへの需要が急拡大してきたと見るのが妥当だろう。これが 2025 年に途切れる理由は無い。ちなみに筆者も委員として参加した財務省「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」の第 1 回議事要旨には「デジタル赤字の背景には、コロナ禍で、学生等にリモート学習のためのツールを配布したこともあるが、これについては、若者への投資という側面もある」との記述がある。パンデミックを契機として遠隔会議や授業、セミナー等を実施するようになったのは教育機関だけではなく、社会のありとあらゆる場所でこれが日常として取り入れられるようになった。今後は企業や教育の現場で AI 活用が頻繁化してくることを思えば、この流れがいつ、どうやって止まるのか想像がつかない。



（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

筆者試算ではデジタル赤字は 2024 年に約▲7 兆円に到達すると見込んでいる。デジタル赤字の前年比変化率に関し、過去 10 年平均を取ると+13%程度だ（デジタル赤字は 2014 年以降しか計算できないので 10 年平均が最も長い平均になる）。仮に、今年が約▲7 兆円だと仮定すれば、2025 年は約▲7.7 兆円まで赤字が膨らみ、その他サービス収支赤字全体では▲8 兆円に肉薄することになる。輸送収支が前年並みの▲6000 億円だとすると、サービス収支赤字は▲3.6 兆円程度（その他サービス収支の赤字▲8 兆円、輸送収支の赤字▲6000 億円、旅行収支の黒字+5 兆円）になる。これはほぼ近年のイメージから逸脱しない程度の赤字水準だ。文字通り、頭脳労働（デジタルサービス）に支払う外貨を必死に肉体労働（観光産業）で相殺し、赤字の拡大を食い止めているという表現が当てはまる。しかし、人口減少が続く限り、頭脳労働に押し負ける未来は不可避であるため、サービス収支赤字が堰を切ったように拡大するタイミングには国として構える必要がある。

～CF ベース経常収支や「家計の円売り」の仕上がりは・・・～

明日以降の本欄では以上のような数字を踏まえた上で 2025 年のキャッシュフロー（CF）ベース

経常収支がどのような仕上がりになりそうなのかを提示したい。また、経常収支以外にも今年の円安要因として大いに注目された「家計の円売り」の存在にも配慮する必要がある。それらも含めれば「円を売りたい人の方が多い」とい需給環境が簡単に変わるとは思えないが、現時点では 2024 年と比べて極端な悪化を見込むような必要は無いと考えている。

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に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11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版（史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～）
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」 vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版（ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～）
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版（政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～）
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版（ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～）
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年9月分）
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観（9月調査）と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について（2024年6月末時点）
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版（145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～）
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
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～
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～「賃金は必ず下がる」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、「正真正銘のバブル超え」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～円は正真正銘の最弱通貨～
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～