

みずほマーケット・トピック(2025 年 1 月 14 日)

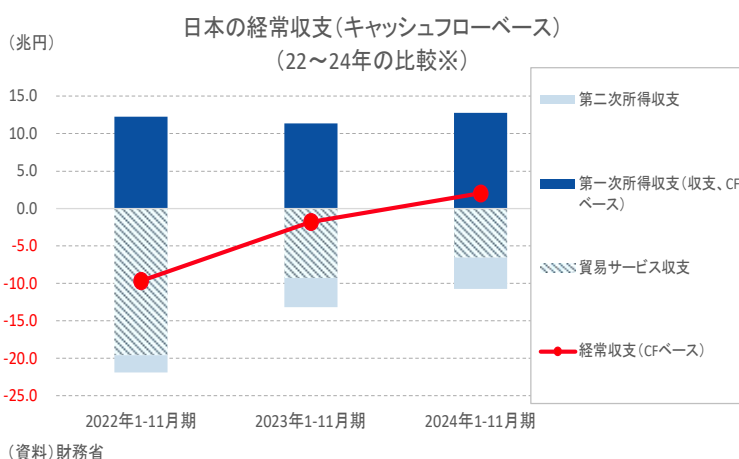
サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～

経常収支は1～11月合計で+28兆1844億円の黒字となり、2007年に記録した過去最大の黒字(+24兆9490億円)を優に更新している。現状の経常収支黒字を支える第一次所得収支のうち為替需給に関係しないと考えられる項目を控除したキャッシュフロー(CF)ベース経常収支は2024年1～11月合計で約+2兆円の黒字。22年同期が▲9.7兆円、23年同期が▲1.8兆円であったことを踏まえれば、円相場の需給は確実に改善中。にもかかわらず、円安相場に収束の気配が感じられないのは、需給改善と入れ替わるように米金利の再上昇が始まっているからなのだろう。また、改善したとはいえCFベースが約+2兆円程度の黒字であれば、新NISA稼働に伴う投資信託経由の対外証券投資の大幅増加(24年実績で約+11.5兆円の買い越し)を相殺するには至らない。しかも、年初時点ではIMM通貨先物取引に反映された「投機の円売り」は概ねニュートラルであった。結局、需給・金利の双方からファンダメンタルズに即した円安が進んでいるとしか言いようがない。また、長期目線に立てばサービス収支赤字▲10兆円時代は非現実的な想定ではない。サービス収支の議論は現在よりも未来に着目すべき。

～需給改善で痛感する米金利の影響～

今朝、財務省が公表した2024年11月の国際収支統計によれば、経常収支は+3兆3525億円の黒字となった。1～11月合計で+28兆1844億円の黒字となり、2007年に記録した過去最大の黒字(+24兆9490億円)を優に更新している。だが、2007年の経常黒字の半分以上(+14兆1873億円)は貿易サービス収支黒字であったのに対し、2024年の経常黒字は第一次所得収支黒字(+38兆9317億円)で稼ぎ、貿易サービス収支は歴史的な赤字水準(▲6兆5570億円)が続いている。

実際の為替取引が発生するかどうかという観点に照らせば、貿易サービス収支の方が大きな重要性を含んでいることは言うまでもなく、この点で執拗な円安相場の背景としてやはり国際収支構造の変容は無視できないものと考えるべきである。それでも第一次所得収支のうち為替需給に関係しないと考えられる項目を控除したキャッシュフロー(CF)ベース経常収支は2024年1～11



月合計で約+2兆円の黒字であった。2022年同期が▲9.7兆円、2023年同期が▲1.8兆円であったことを踏まえれば、円相場の需給は確実に改善に向かっている。にもかかわらず、円安相場に収束の気配が感じられないのは、需給改善と入れ替わるように米金利の再上昇が始まっているからなのだろう。改善したとはいえCFベースが約+2兆円程度の黒字であれば、新NISA稼働に伴う投資

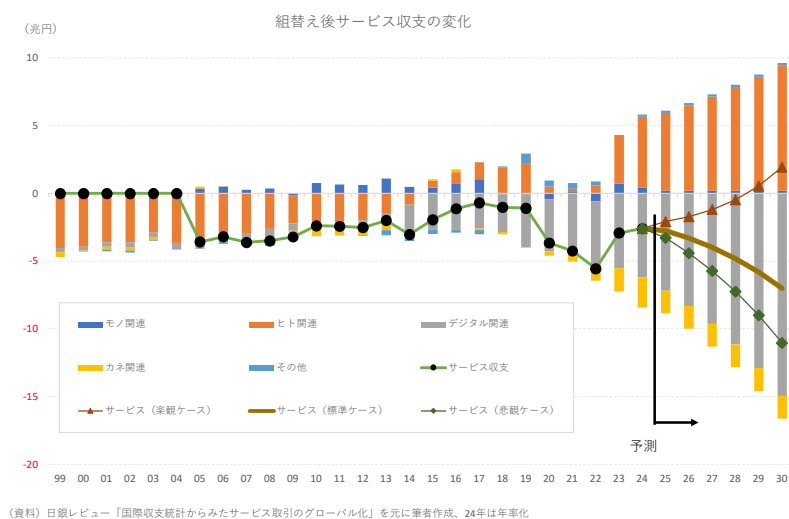
信託経由の対外証券投資の大幅増加(2024 年実績で約+11.5 兆円の買い越し。この点は別途議論する)を相殺するには至らない。しかも、年初時点では IMM 通貨先物取引に反映された「投機の円売り」は、概ねニュートラルであった。結局、需給・金利の双方からファンダメンタルズに即した円安が進んでいるとしか言いようがない。

～サービス収支のシミュレーション～

なお、過去の本欄で繰り返し論じてきたように、今後日本の国際収支はサービス収支を中心として大きな変容に直面することが予想される。端的には「拡大するデジタル赤字」を「拡大する旅行収支黒字」でどれだけ打ち返せるかという未来に思いを馳せることになる。2024 年 1～11 月合計に関し、旅行収支黒字は既に+5 兆 3452 億円と過去最大を記録した 2023 年(+3 兆 6314 億円)を凌駕し、年間実績としては前年比+2 兆円増という非常に大きな段差ができそうである。しかし、これまでも繰り返し論じているように、2023 年 1～3 月期まで水際対策を敷いていたことの反動も含んでおり、2025 年こそ旅行収支の地力が試されることになる。この点、精緻な予想は難しいが、労働供給制約が極まる宿泊・飲食サービスを中心とする観光産業の現状を踏まえれば、「拡大する旅行収支黒字」を当然視するような風潮は 2024 年を最後に収束するというのが筆者の基本姿勢である。一方、「拡大するデジタル赤字」がデジタルサービスへの需要を反映したものと考えられ、直ぐに反転する理由は見いだせない。2024 年 1～11 月合計に関しては、▲6 兆 7628 億円とこちらも過去最大を更新し続けている。2023 年実績が+▲5 兆 5194 億円だったのでこちらの増加幅も非常に大きい。

2030 年までのサービス収支に関し、筆者が簡単にシミュレーションしたものが右図だ。ここではサービス収支を日銀レビュー¹で紹介されたモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の 5 項目に分けた場合で議論している。基本的に直近 3 年間(2022～24 年)の各項目の動静を前提に先延ばししている。シナリオを標準・楽観・悲観の 3 つに分けているが、これは旅行収支を主軸に構成されるヒト関連収支の黒字に関し、標準シナリオでは「前年比+10%ずつ増える」、楽観シナリオでは「前年比+25%ずつ増える」、悲観シナリオでは「2024 年の水準から横ばい」として分岐させたものだ。楽観シナリオの「+25%」は 2024 年のヒト関連収支が前年比で約+23%伸びそうであることを参考にしている(現実には 2024 年実績は来月まで待つ必要があるため、その際に試算をやり直すことになる)。

結論から言えば、楽観シナリオに限ってサービス収支の黒字転嫁が見込める。しかし、ヒト関連収支の黒字に関し、「前年比+25%」という伸びが今後数年にわたって持続するというのは、現実的にはかなり無理筋である。しかし、インバウンド需要の底知れぬ勢いがあることも事実であるため、こ



¹ 日本銀行「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」2023 年 8 月

の点は一応、参考までに数字を作っておいた。

片や、標準シナリオで約▲6.5 兆円、悲観シナリオで約▲10.2 兆円までサービス収支赤字は拡大することになる。率直に言って、標準シナリオにおける「ヒト関連収支黒字の+10%増」というのも決して簡単ではないように筆者は思えるが、そこまで想定してもデジタル赤字がこのまま伸びれば、サービス収支全体で▲6 兆円を超える赤字が常態化するのである。また、悲観と銘打っているものの、ヒト関連収支の黒字が「2024 年の水準から横ばい」となる可能性は十分あり得るシナリオだろう。貿易収支の赤字構造は恐らく解消しないのだとすれば、悲観シナリオの世界では貿易サービス収支赤字の▲10 兆円超えが新常態ということになる。なお、統計開始以来、貿易サービス収支赤字が▲10 兆円を超えたことは 3 回しかない。これは 2013 年、2014 年、2022 年だが、いずれも大きな円安が話題になった年であり、日本の貿易収支赤字ワースト 3 (2022 年、2014 年、2013 年の順) に入る 3 年でもある。今回、危機感の扇動と思われぬよう、標準・悲観の両シナリオは「それでもやや楽観寄り」の想定を置いているが、サービス収支赤字の拡大は避けられないというイメージになる。

もちろん、これは様々な前提を置いた試算に過ぎない。ここではデジタル関連収支については直近 3 年間の伸び率として約▲16% ずつ赤字が広がっていく想定が置かれている。これが▲5% や▲10% まで落ち着いてくることがあるだろうから、実際は 2030 年までにサービス収支赤字の▲10 兆円台が常態化するとは限らない。しかし、ペースはどうあれ、デジタルサービスへの需要が増えることはあっても減ることは考えにくいというのが合理的な想定であろう。ちなみに、悲観シナリオ (ヒト関連収支黒字の横ばい) を前提とした場合、デジタル関連収支の赤字が▲10% ずつ拡大しても 2030 年にサービス収支赤字は▲10 兆円台に乗るし、▲5% ずつ拡大しても 2036 年にはやはり▲10 兆円台に乗る。拙著や本欄で繰り返し論じている点だが、サービス収支赤字の問題は現在というよりも未来における拡大可能性に注目してほしいところである。

～「デジタル赤字は悪ではない」論について～

ところで、最近、「デジタル赤字は決して悪いわけではない。それを活用して生産性を高め、経済活動の高付加価値を進めれば良い」という議論も多く目にする。正論であり、筆者も大いに同意する。しかし、「赤字は悪ではない」が事実だとしても、拡大するデジタル赤字が今よりもさらに為替需給を歪めるであろう未来から目をそらすのも正しい姿勢ではないように思う。「円安を抑制したい」という目線から言えば、デジタル赤字の拡大基調は残念ながら褒められたものではない。

「経済活動に不可欠だが、相手に価格決定権があると」という意味でデジタル赤字は原油輸入に近い「コスト」という側面を認識すべきである。原油価格が上昇して貿易赤字が膨らんだことを受けて「貿易赤字は悪ではない高付加価値な財・サービスを・・・」とは言わないだろう。デジタル赤字は極力その規模を抑えつつも、それを活かすべき道筋を同時並行で考えるべき存在である。

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
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か?～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
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」～それまで「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～