

みずほマーケット・トピック(2025 年 2 月 12 日)

デジタルに規定されるサービス赤字 10 兆円時代の足音

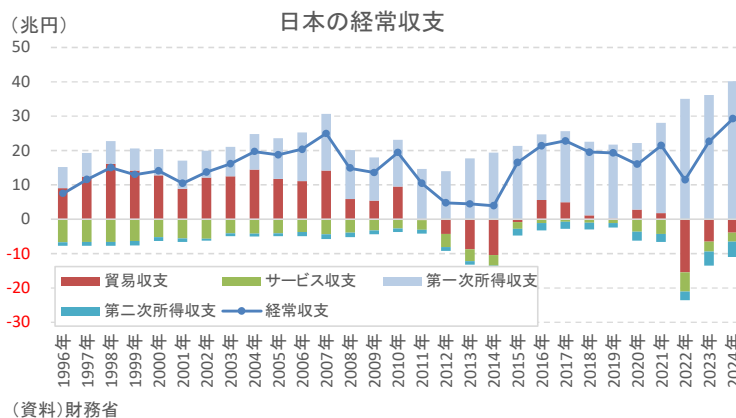
2024 年の経常収支は現行統計で比較可能な 1985 年以降で過去最大を記録。貿易サービス収支が小さくない赤字を記録する一方、第一次所得収支黒字は初の 40 兆円台に到達した。「貿易ではなく投資で稼ぐ」という「成熟した債権国」としての姿が一層鮮明になった格好である。「統計上の経常収支」と「CF ベースの経常収支」の乖離に着目した場合、2024 年は過去最大。この乖離は「円安により海外資産から得られる企業収益は増加傾向にあるものの、その収益に見合うほどの国内(≒労働者)還元は進んでいない」という多くの国民の体感と平仄が合いそう。今後日本の国際収支はサービス収支を中心に大きな変容に直面する。端的には「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が争点に。2030 年のサービス収支赤字は標準シナリオで▲6 兆円を超え、悲観シナリオなら優に▲10 兆円を超える。遅かれ早かれ貿易収支と同等の存在感としてサービス収支を分析する時代が到来するのではないか。

～「成熟した債権国」、国民への恩恵は限定的に～

今週 10 日、財務省から公表された 2024 年通年分の国際収支統計に関し、今後の現状や課題も含めて非常に多くの照会を頂戴しているため、筆者なりの論点整理を示しておきたい。なお、既に先月、1～11 月合計時点の数字を用いて 2030 年までのサービス収支試算を行っている。今回は最新数値を踏まえた上で、改めてその試算もアップデートしておきたいと思う。

まず、2024 年の経常収支は+29 兆

2615 億円と現行統計で比較可能な 1985 年以降で過去最大を記録した。これまで過去最大の黒字であった 2007 年(+24 兆 9490 億円)を優に更新したことになる。しかし、2007 年の経常黒字の半分以上(+14 兆 1873 億円)が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(+40 兆 2072 億円)で全て

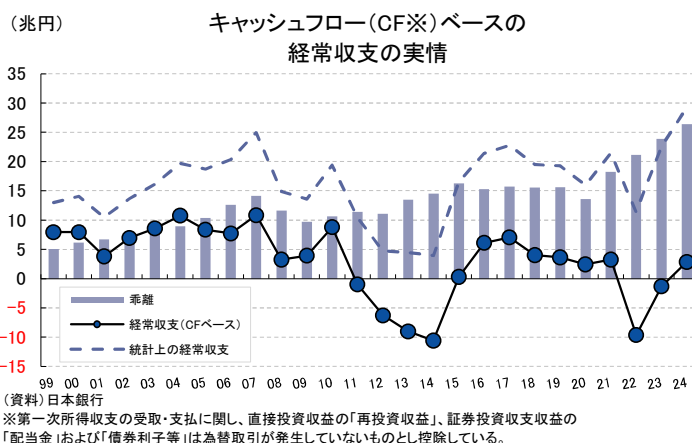


稼いでいる(図)。2024 年の貿易サービス収支は過去 3 年間で最小とはいえ、歴史的に見れば大きな赤字水準(▲6 兆 5152 億円)である。ちなみに、第一次所得収支黒字の 40 兆円台は初であり、もちろん過去最大である。「貿易ではなく投資で稼ぐ」という「成熟した債権国」としての姿が一層鮮明になったと言えるが、問題は国民がその恩恵に十分浴することができていないという現状である。この点はキャッシュフロー(CF)ベースでの議論を通じて、本欄では何度も強調してきた。

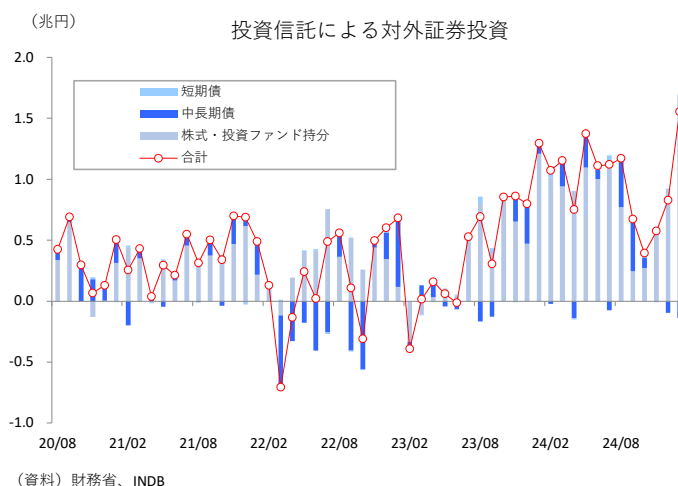
～「統計」と「キャッシュフロー」の乖離は過去最大～

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むことは論を待たない。この点、近年の円安相場の背景として国際収支構造の変容から目をそらすことは適当ではない。繰り返し論じてきたように、筆者は第一次所得収支から再投資収益や証券投資収益など、外貨のまま再投資されているだろうフローを控除した CF ベース経常収支を注視することで、「統計上の黒字」の大きさに惑わされない分析姿勢を保つことができると論じてきた。既に、この分析的視点は為替市場において市民権を得ており、改めて定義を解説することは避ける。詳しくは拙著「弱い円の正体 仮面の黒字国・日本」を参照にされたい。

2024 年に関し、CF ベース経常収支は約+2.9 兆円と3年ぶりの黒字に復帰している。2022 年が▲9.7 兆円、2023 年が▲1.3 兆円であったことを踏まえれば、円相場の需給が改善に向かっているのは間違いない。もっとも、「統計上の経常収支」と「CF ベースの経常収支」の乖離に着目した場合、2024 年は過去最大(約+26.4 兆円)だったことも目を引く。ちなみに、この乖離は 2021 年以降、4 年連続で過去最大を更新中である。乖離自体が理論的に何かを意味するわけではないものの、「円安により海外資産から得られる企業収益は増加傾向にあるものの、その収益に見合うほどの国内(≒労働者)還元は進んでいない」という多くの国民の体感と平仄が合う構図ではないか。もっとも、膨らんだ海外収益は当該企業の株価上昇として織り込まれるだろう。株式保有によりその恩恵を享受できるという意味で、資産運用立国を目指すという政府・与党の方向性は評価できるものではある。



資産運用立国に関連する論点として、国際収支統計と同時に発表された今年 1 月分の投資信託経由の対外証券投資を見ると、約+1.6 兆円と過去最大を更新している。好調な米経済とこれに伴う米金利とドルの高止まりが「家計部門の円売り」を焚きつけており、それは経常収支上の需給改善を掻き消す規模である(図)。CF ベース経常収支が約+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や日本から海外への対外直接投資のフローにより、やはり円売り超過の状況が続きやすいと察する。



～「デジタル vs. 旅行」の構図は鮮明～

なお、過去の本欄でも強調してきたように、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 年に関し、旅行収支黒字は既に+6 兆 4334 億円と過去最大を記録した 2023 年(+3 兆 6314 億円)の約 1.8 倍という凄まじい数字を記録している(図)。しかし、過去にも繰り返し述べているように、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、前年比で爆増とも言える動きはもう難しいだろう。円安もピークアウトしており、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、2025 年は「拡大する旅行収支黒字」が変調をきたすかもしれない。

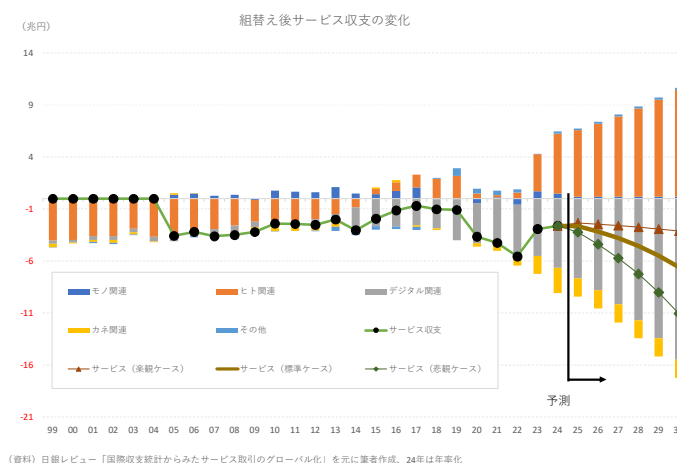
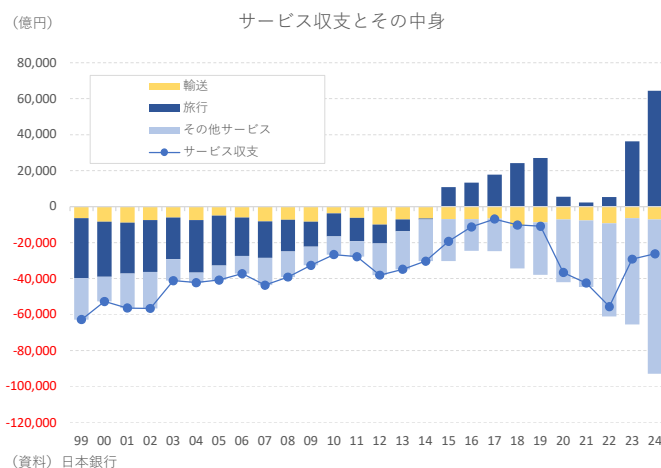
一方、「拡大するデジタル赤字」はデジタルサービスへの需要を反映したものと考えられ、直ぐに反転する理由は見いだせない。2024 年のその他サービス収支は▲8 兆 5810 億円とやはり過去最大の赤字を更新しており、このうちデジタル関連収支は▲6 兆 6507 億円とやはり過去最大の赤字であった。ちなみにデジタル関連収支は現行統計で遡及可能な 2014 年には▲2 兆 1483 億円だったので、10 年で 3 倍に膨らんだ計算になる。これから需要の拡張期を迎えそうな AI 関連サービスの存在なども踏まえれば、プラットフォームサービスへの支払いは増え続ける公算が大きい。

一方、「拡大するデジタル赤字」は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 年のその他サービス収支は▲8 兆 5810 億円とやはり過去最大の赤字を更新しており、このうちデジタル関連収支は▲6 兆 6507 億円とやはり過去最大の赤字であった。ちなみにデジタル関連収支は現行統計で遡及可能な 2014 年には▲2 兆 1483 億円だったので、10 年で 3 倍に膨らんだ計算になる。これから需要の拡張期を迎えそうな AI 関連サービスの存在なども踏まえれば、プラットフォームサービスへの支払いは増え続ける公算が大きい。

～サービス収支、長期シミュレーション～

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。前月同様、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)の各項目の動向を参考に試算している。シナリオを標準・楽観・悲観の 3 つに分けているが、標準シナリオではデジタル関連収支は過去 3 年間の平均伸び率、ヒト関連収支は前年比+10%の伸び率を想定している。残るカネ関連収支、モノ関連収支とその他収支はトレンドが見出しにくく、恣意性を排除するため、過去 3 年平均の水準を横置きとした(カネ関連収支は近年増勢が続いているが、急増・急減を繰り返すこともあり、ここでは定数として見ている。この点、議論の余地はある)。

楽観シナリオと悲観シナリオ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、どういった軌道を想定を置くかで分岐させている。ヒト関連収支の黒字に関し、楽観シナリオでは「2024



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

年の伸び率の 4 分の 1 (2023 年 1～3 月期までの水際対策を考慮。具体的には+15.5%)」を前提とし、悲観シナリオでは「2024 年の水準から横ばい」を前提としている。楽観シナリオとはいえ、「毎年+15.5%ずつ増える」という想定は強過ぎる恐れはあるし、悲観シナリオに関しても、+6 兆円台に到達している旅行収支黒字の現状を踏まえれば、そこからの「横ばい」を前提にすることが果たして「悲観」と呼べるのかは議論もあるだろう。あくまで幅を持った解釈が必要である。

結論から言えば、標準シナリオならば毎年▲6600 億円ずつ、楽観シナリオならば毎年▲800 億円ずつ、悲観シナリオなら毎年▲1.4 兆円ずつサービス収支赤字が拡大するイメージになる。2030 年の着地点はそれぞれ▲6.6 兆円、▲3.1 兆円、▲11 兆円だった。楽観シナリオに限っては概ね現状維持が見込めるものの、上述の通り、ヒト関連収支について前年比+15%以上の増勢を当然視するという想定は比較的厳しいものである。片や、2024 年のサービス収支赤字(約 2.6 兆円)と比較して、2030 年には標準シナリオでも 2.5 倍、悲観シナリオでは 4 倍以上に赤字は拡大する見通しである。前月も論じたが、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な話とは思えないが、そのような想定でもデジタル赤字が過去 3 年平均で伸びれば、サービス収支は 2030 年に▲6 兆円を超えてしまうのである。また、これも繰り返しになるが、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 兆円超えが新常态ということになる。ちなみに標準シナリオの世界でも 2030 年代前半にはやはり▲10 兆円超えが視野に入ってくる。

ちなみに、前提説明で少し言及したが、そもそもカネ関連収支(2024 年は約▲2.4 兆円の赤字)も拡大傾向にあり、赤字幅が 3 年で約 4 倍に膨らんでいる。今回は定数と見なしているが、カネ関連収支でも赤字拡大が続くのであれば、サービス収支の全体感はより赤字に傾斜する。

～サービス収支赤字▲10 兆円時代の意味～

サービス収支赤字が▲10 兆円を超えることの意味をどう考えるか。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る(表)。サービス収支赤字の▲10 兆円台が新常态となれば、円相場に対する含意は自明である。これまで全体感を規定してきたのは基本的に貿易収支だが、サービス収支がこれと双璧を成す時代が迫っていると筆者は考えている。

日本の貿易サービス赤字ワースト10とドル/円相場

	貿易	サービス	貿易サービス	円の対ドル変化率 (前年比)
2022年	-15.5	-5.6	-21.1	-13.9
2014年	-10.5	-3.0	-13.5	-13.7
2013年	-8.8	-3.5	-12.3	-21.4
2023年	-6.5	-2.9	-9.4	-7.6
2012年	-4.3	-3.8	-8.1	-12.8
2024年	-3.9	-2.6	-6.5	-11.5
2011年	-0.3	-2.8	-3.1	5.2
2015年	-0.9	-1.9	-2.8	-0.4
2021年	1.8	-4.2	-2.5	-11.5
2019年	0.2	-1.1	-0.9	1.0

(資料) 日本銀行、Bloomberg、※取得可能な1985年以降を対象

もちろん、これらは様々な前提を置いた試算に過ぎない。今回の試算ではデジタル関連収支について直近 3 年間の伸び率として約▲15%ずつ赤字が広がっていく想定で計算している。例えば、イノベーションの頭打ちにより新規サービスが投入されなくなってくれば、赤字拡大ペースが▲5%や▲10%まで収束する展開もあり得る。その場合、サービス収支赤字の拡大ペースはやや限定さ

れることになる。また、各種自動化が予想以上の効率化を促す結果、宿泊・飲食サービス業を中心として労働供給制約を乗り越え、ヒト関連収支の黒字拡大が持続する可能性もある。

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。片や、旅行収支黒字の拡大傾向が受け入れる日本の供給能力を理由として限界は遠からず到来する。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の拡大ペースを▲10%まで鈍化させても 2033 年にサービス収支赤字は▲10 兆円台に乗るし、▲5%まで鈍化させても 2040 年にはやはり▲10 兆円台に乗る。旅行収支黒字が再び拡大傾向に入るか、旅行収支以外の項目で継続的に黒字を獲得できるようにならない限り、デジタル関連収支を主因として「サービス収支赤字が拡大傾向を辿る」という未来はある程度確度が高そうである。結果、長期的には貿易サービス収支の姿がサービス収支によって規定される未来の確度も高いということになる。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すべきと考える。

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2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
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？～
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「プラザ合意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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	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～)