

みずほマーケット・トピック(2025年12月9日)

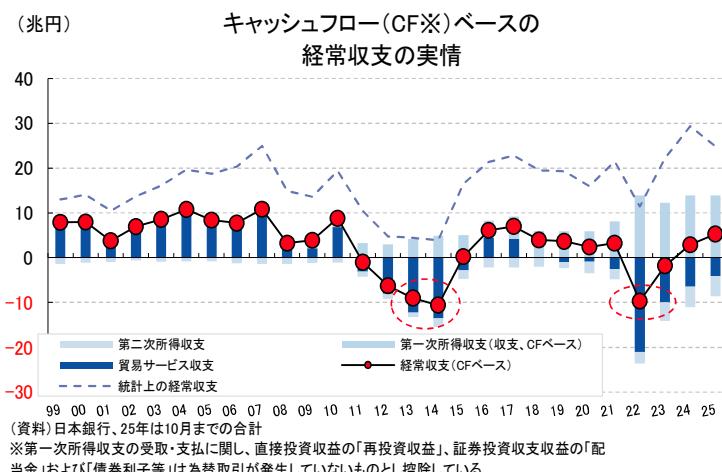
「ヒト vs. デジタル」の均衡が崩れそうな2026年

昨年に続き2025年の経常黒字も過去最大を更新する見込みに。実際に円転されるだろうキャッシュフロー(CF)ベースで見れば1~10月合計で約+5.3兆円とそのイメージは統計上の黒字の5分の1程度に圧縮されるが、円の需給環境が改善傾向にあるのは事実。ちなみに、CFベース経常収支改善の背景は①第一次所得収支黒字部分については昨年をやや上回るペースでの円転需要が確認されること、②貿易収支赤字が縮小していること、の2点。とりわけ大きいのは②で貿易収支赤字は1~10月合計に関し、24年から25年で半分以下。26年の需給構造を検討する上でも貿易収支の読み筋が重要になるわけだが、この点は輸出入が共に縮小方向に収斂する中、辛うじて貿易収支全体としては改善に期待を持つ年になりそう。とはいえ、貿易収支が多少改善しても、26年はサービス収支のバランスが崩れる恐れ。日中関係悪化を主因として26年のサービス収支は、「ヒト vs. デジタル」の均衡が崩れ、前年比より赤字が拡大する可能性。実質金利差縮小は円高要因に違いないが、需給構造の不均衡が引き続きリスクに。

～2年連続で過去最大の経常黒字～

昨日は財務省より本邦10月分の国際収支統計が公表されている。ヘッドラインでは経常収支は+2兆8335億円と10月単月としては過去最大の黒字を記録したことが注目されている。ちなみに、いつも通りではあるが、これは第一次所得収支黒字(+3兆4646億円)に支えられた結果であり、こちらも10月単月としては過去最大であった。経常黒字は年初来で見れば+27兆6793億円の黒字で、あと2か月分を残して過去最大の経常黒字(+29兆3719億円)を記録した2024年の水準が視野に入る。11月・12月の2か月間で+1兆6926億円の経常黒字を記録すれば2024年通年の経常黒字に到達するわけだが、2024年11~12月の経常黒字が+4兆4107億円だったことを踏まえれば、2年連続で過去最大の経常黒字を更新するのはほぼ間違いない。

もちろん、実際に円転されるだろうキャッシュフロー(CF)ベースで見れば1~10月合計で約+5.3兆円とそのイメージは統計上の黒字の5分の1程度に圧縮されるが、円の需給環境が改善傾向にあるのは間違いない。ちなみに、CFベース経常収支改善の背景は①第一次所得収支黒字部分については昨年をやや上回るペースでの円転需要が確認されること、②貿易収支赤字が縮小していること、の2点である。



①に関して言えば、CFフローベースの第一次所得収支黒字は2024年通年で約+13.9兆円となつ

ているが、2025 年 1~10 月合計で既に概ね同額の水準が確保されている。2025 年通年では、第一次所得収支黒字からの円転需要は一段と大きいものになりそうである。

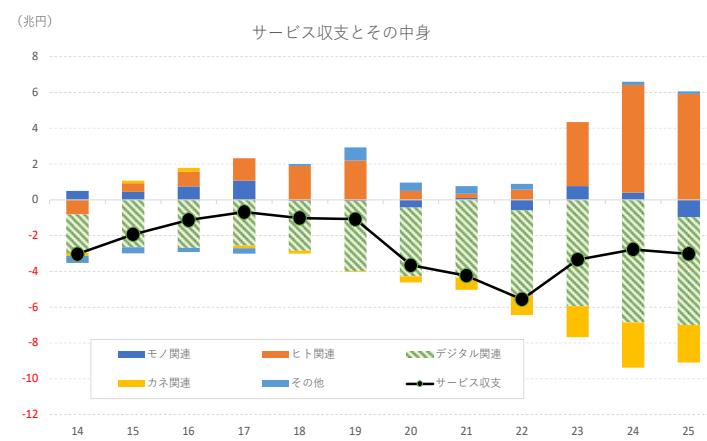
～貿易収支は輸出入ともに冴えず～

次に②だ。改善幅としてはこちらの方が大きい。貿易収支赤字は 1~10 月合計に関し、2024 年は▲3 兆 8336 億円だったものが、今年は▲1 兆 5258 億円と半分以下である。後述するサービス収支構造の変化は中長期的な論点として依然重要であるものの、2022 年以降の需給環境で決定的な影響を与えてきたのはやはり貿易収支赤字の動向であった(赤字額に関し、2022 年は過去最大、2023 年は過去 4 番目、2024 年は過去 6 番目の大きさだった)。

とすれば、貿易収支の読み筋が 2026 年の需給構造を検討する上でも重要になるわけだが、輸出について言えば、トランプ関税の影響を受け前年比減少を既定路線として見込む向きは多い。もとより、日本に課された相互関税 15% は世界の対米貿易においては最低水準でもあることから、日本製品だけが競争上、不利になるとも考えにくく、筆者は過度な悲観はしていない。むしろ、円安水準が続く限り、金額ベースでは堅調が維持される展開もあるだろう。対米輸出という直接的な影響よりも、従前からの実体経済減速に米中貿易摩擦も重なることで中国経済の停滞が深まり、日本から同国への一般機械(半導体等製造装置など)や電気機器(半導体等電子部品など)といった財の輸出が減少する恐れがある。輸出は概ね横ばいから減少という方向感で見ておきたいところだ。片や、輸入に関しては資源価格の落ち着きを前提とすれば、大きな上振れは想定されていない。中国経済の停滞を前提とするならば、輸出も減るが、資源価格の落ち着きを通じて輸入も相応に減ることになる。輸出入が共に縮小方向に収斂する中、辛うじて貿易収支全体としては改善に期待を持つという年になるというのが、筆者の現時点の基本認識である。

～26 年は「ヒト vs. デジタル」の均衡が崩れるか～

しかし、貿易収支が辛うじて改善しても、2026 年はサービス収支のバランスが崩れる恐れがある。今年 1~10 月合計に関し、サービス収支赤字は▲2 兆 8115 億円と昨年の▲3 兆 552 億円からあまり変わっていない。その内訳をモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の 5 項目で切り分けた場合、概ね旅行収支黒字と読み替えられるヒト関連収支黒字は+5 兆 4425 億円であったのに対し、デジタル関連収支は▲5 兆 6044 億円と概ね同額だ。引き続き日本のサービス取引は「ヒト vs. デジタル」の綱引きの中、若干デジタルが優勢という状況にあり、海外再保険の支払いなどを反映するカネ関連収支の赤字(▲1 兆 9497 億円)が加わることで、▲3 兆円前後の赤字というイメージが続いている。



(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」※25年は年率化

しかし、現状を踏まえれば、この構図が 2026 年も維持されるのか疑問は大きい。周知の通り、日

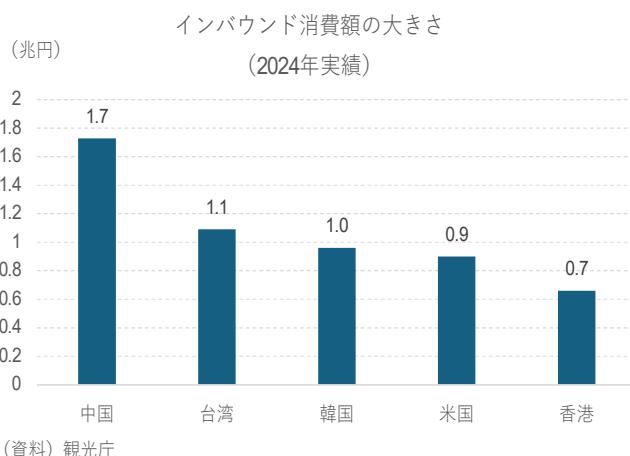
中関係の悪化については解決の糸口が依然掴めておらず、むしろ悪化の機運すら漂う。既に中国人観光客からのキャンセルが相次いでいるといった報道は多く見られているが、統計上の数字として確認されるのはまだ先だろう。日本に訪れる外国人の中で最も消費額の大きい中国人がまとまった幅で訪日を控えれば、旅行収支黒字は確実に減少する。既にオーバーツーリズムが懸念されていたゆえに「別に良いではないか」といった論調も国民心情的に分からなく

はないが、中長期的な為替需給のバランスを考えるとそう簡単な話でもない。拡大基調を続けるデジタル赤字の存在にもかかわらず、サービス収支赤字が穩当な水準に収まっていたのは旅行収支黒字の増勢傾向があったからだ。恐らく 2025 年の旅行収支黒字は +7 兆円弱と再び過去最高値を更新するが、2024 年の水準(+6 兆 1172 億円)との前年差はそれほど大きくない。パンデミック後に当然視されていたジャンプアップはもう当然視できず、黒字の頭打ちが接近していたところに今回の騒動が重なっている事実はまだそれほど認識されていないよう思える。2026 年のサービス収支は、「ヒト vs. デジタル」の均衡が崩れ、前年より赤字が拡大する可能性が高いように思える。

～金利面は円高、需給面は円安？～

真っ当な予想に照らせば、2026 年の日銀は順当な利上げ路線を進め、著しく低い実質金利水準が修正されるという予想が多い。米国に目を向ければ FRB もトランプ派議長の下でハト派バイアスが強い運営が期待されているため、日米実質金利差の縮小を予想の前提と置くことは自然である。その上で需給構造も大きな悪化がなければ 4 年ぶりに「円安の年」を回避できる可能性もあるだろう。もっとも、前年末時点の金融政策運営の予想は往々にして不確実性が大きいのも事実だ。

これに対し、「日中関係の不味さから旅行収支黒字が減少し、サービス収支赤字全体がデジタル赤字に押されて拡大する」という展開は比較的、高い可能性で起きそうな未来である。デジタル赤字単体の存在は周知されたものの、それがサービス収支赤字を拡大させる姿は旅行収支黒字の拡大もあってあまり注目されてこなかった。遅かれ早かれ、労働供給制約に直面している日本経済では観光産業を基軸とする旅行収支黒字の頭打ちは既定路線であったが、2026 年はその事実が可視化される年になるのではないか。円相場の需給分析にとって重要な論点である。



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、特定の取引の勧説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。

国際為替部
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

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.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12月8日	新たな中立金利推計を公表する意味
2025年12月5日	週末版
2025年12月4日	フリーフォールのドイツ経済が意味するもの
2025年12月3日	「ドル離れ」の真相～結局、どうだったのか？～
2025年12月2日	円安修正に必要な実質金利差の縮小とは？
2025年12月1日	2026年も「ドル安下での円安」になるのか？
2025年11月28日	週末版(ちょうど良過ぎるECBの立ち位置～「中立金利でインフレ+2%」という理想～)
2025年11月25日	決して遠くはないユーロ/円200円台
2025年11月21日	週末版
2025年11月20日	ドル安でもドル高でも円安だった2025年
2025年11月19日	ワントイズ化すべき金利・為替の方向感
2025年11月18日	インバウンド消費と利上げの先行きについて
2025年11月17日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年10月分)
	サナ活の功罪～世論がインフレを乗り越える時～
2025年11月14日	週末版(戻らぬ「家計の円売り」～新NISA2年目、失速の背景～)
2025年11月12日	円の需給環境～25年度上期国際収支を受けて～
2025年11月11日	リフレ政策を巡る「本音」と「建前」の読み筋
2025年11月10日	欧洲で感じた日本エンタメ・コンテンツの威力
2025年11月7日	週末版
2025年10月31日	週末版
2025年10月28日	日米首脳会談の見どころ～防衛費と円安～
2025年10月27日	下落に転じた円の実効相場～「米国と一蓮托生」の弱み～
2025年10月24日	週末版
2025年10月23日	世界の為替市場の現在地～BIS調査を受けて～
2025年10月22日	高市政権発足を受けて～粘着的なリフレ期待～
2025年10月20日	自民・維新連立政権～しぶとい円安・円金利上昇～
2025年10月17日	週末版
2025年10月16日	2025年、サービス赤字はまだ決壊せず
2025年10月15日	スピードアップするデカップリング～トランプ関税分析～
	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年9月分)
2025年10月14日	「貧すれば多党化」～欧州化する日本政治～
2025年10月10日	週末版
2025年10月9日	フランスリスクはユーロリスクに発展するか？
2025年10月8日	利上げを助ける高市トレード
2025年10月7日	史上最高値を更新したユーロ/円相場
2025年10月6日	高市政権誕生と今後の論点整理
2025年10月3日	週末版(外貨準備構成通貨の近況について(2025年6月末時点))
2025年10月2日	25年度上半期レビュー～主役の欧洲通貨、悲惨な円～
2025年10月1日	いいよ終焉を迎える「現預金50%」時代
2025年9月26日	週末版
2025年9月24日	ユーロの基軸通貨性を再考する～global euro～
2025年9月22日	日銀金融政策決定会合～10月利上げは堅いのか？～
2025年9月19日	週末版
2025年9月18日	FOMCを終えて～可視化される独立性毀損～
2025年9月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～自動車、読めず～
2025年9月16日	日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～
2025年9月12日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～)
2025年9月11日	警戒すべき「貴い事故」～海外からの財政リスク相場～
2025年9月10日	円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月9日	誰が首相になつても「変わらぬ3つの論点」
2025年9月8日	統・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなつたのか？～需要不足～への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧洲の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～海外→国内のローテーションはあるか？～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「霸権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結果～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラシショウク再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラシショウク再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒に～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧洲の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧洲の戦略的自律～