

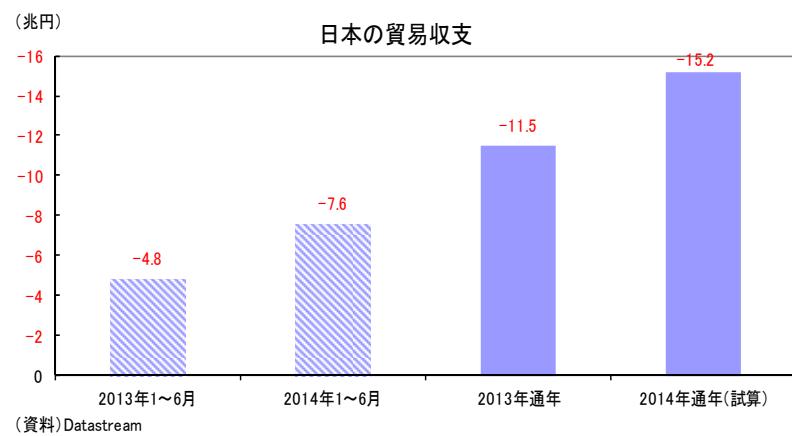
みずほマーケット・トピック(2014年7月24日)

本邦 6月貿易収支について

本日財務省より公表された本邦 6月貿易収支は市場予想を上回る赤字となり、2014年上半期合計では▲7兆5984億円と過去最大の赤字を記録。このペースでいけば2014年通年の赤字額は15兆円の大台を突破する可能性も。過去3年の所得収支の黒字額が約15~17兆円であったことを思えば、貿易赤字の積み上がりペースは、通年での経常赤字転落をもたらし得るという意味で危険水域に入ってきたという印象。2013年以降の貿易収支の変化を数量・価格・為替の3要因に分解してみると、円安にすればするほど為替要因を主たるドライバーとして赤字額が膨らんでいくことが見えてくる。もはや「円安が実体経済にポジティブな影響をもたらすか否か」という議論には終止符が打たれたと考えるべきではないか。

～通年赤字は15兆円台に？積み上がりペースは危険水域～

本日朝方、財務省より公表された本邦6月貿易収支は市場予想(▲6429億円)を上回る▲8222億円の赤字となった(赤字は24か月連続)。輸出が前年比▲2.0%の5兆9396億円(2か月連続の減少)、輸入が同8.4%増の6兆7619億円(2か月ぶりの増加)となっており、輸出が減って、輸入が増えるという構図に落ち着いている。なお、これ



により2014年上半期の貿易赤字は▲7兆5984億円と過去最大に達し、このペースでいけば2014年通年の貿易赤字は15兆円の大台を突破する可能性も出てきている(図)。過去3年の所得収支の黒字額が約15~17兆円であったことを思えば、貿易赤字の積み上がりペースは、通年での経常赤字転落をもたらし得るという意味で危険水域に入ってきたと言える。

なお、円安効果との兼ね合いで注目される輸出数量は同▲1.7%と、2か月連続で減少している。今年3月までは輸出数量が伸びない背景として「増税前の駆け込み需要に対応すべく、国内向け生産が優先されていた」といった解説が日銀よりなされていたが、もはやそのような分析は説得力を持たないだろう。一方、輸入数量は同7.2%増と駆け込み需要の反動減が議論される時期にあってむしろ増加しており、消費増税を巡るノイズで貿易統計を解説するのは困難な印象である。

～輸出:外需の弱さは否めず～

輸出に関し、品目別に見ると、増加要因は金属加工機械の同26.9%増(寄与度+0.4ポイント)が目

立つくらいで、それ以外は殆どが減少している。頼みの自動車については同 0.9% 増と増勢を維持しているものの、自動車の部分品が同▲3.2% と大きく減少していることなどが影響して、輸送用機器全体では同▲0.6% と減少している。また、半導体等電子部品が同▲8.7% (寄与度▲0.5 ポイント)、有機化合物が同▲12.8% (寄与度▲0.4 ポイント)、鉱物性燃料が同▲18.3% (寄与度▲0.4 ポイント) と大きな減少となっている。全体としてこれまで輸出の伸びを牽引していた項目の失速が目立つ格好となっていることが気掛かりである。なお、有機化合物そしてプラスチックなどを含む化学製品全体では同▲4.4% (寄与度▲0.5 ポイント) となっているが、同項目は本邦輸出企業が海外での製造工程を念頭に輸出しているものと推測され、やはり外需の弱さが輸出の足を引っ張っていることは否めず、円安による輸出誘発効果が今一つ現れてこない背景と考えられるだろう。海外での製造工程を企図した輸出という意味では今回、最大の減少項目となった半導体等電子部品も同様の事情を抱えていると推測される。

輸出に関し、国・地域別にみると、EU 向けが同 6.4% 増、中南米向けが同 5.9% 増、中東向けが同 12.1% 増と伸びたものの、ボリュームの大きいアジア向けで同▲3.8%、北米向けで同▲2.7% と減少したことが全体に響いた格好となっている。特に、旺盛な需要が当て込まれる米国向けが同▲2.2% となっていることは意外であり、この部分が改善してこない限り、円安を輸出数量の増加に結び付けることは叶わないだろう。

～輸入：節々に表れる「円安のデメリット」～

輸入に関し、品目別に見れば、液化天然ガス (LNG) を含む鉱物性燃料が同 8.3% 増 (寄与度+2.6 ポイント) と全体を牽引する構図は不变である。なお、鉱物性燃料を具体的にみると、原粗油が同 8.3% 増 (寄与度+1.3 ポイント)、石油製品が同 35.5% 増 (寄与度+0.9 ポイント)、液化天然ガスが同 7.6% 増 (寄与度+0.7 ポイント) と大きく、これらの品目は数量も順当に増えている。これから夏場を迎えるにあたって電力需要は高まっていくことが予想され、輸入金額の増加は当面続きそうである。なお、7 月 16 日には鹿児島県の川内原子力発電所が安全審査に合格し、今秋にも再稼働の目途がついたというニュースが話題となったが、こうした動きが勢いづいてくれば数量面から鉱物性燃料の輸入が抑制される一因にはなる。だが、貿易赤字額を多少縮小するに止まり、黒字転換までを期待する話には成り得ないだろう。そのほか、上述したような外需の衰えを背景に輸出数量が伸びないのだとすると、企業の生産活動停滞を介し、輸入数量が抑制される面もありそうである。

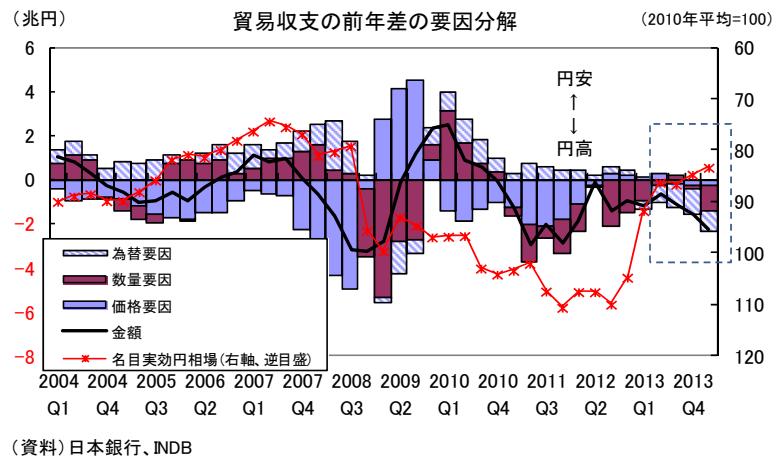
輸入に関し、国・地域別にみると、引き続き中国が大きく、同 10.5% 増の 1 兆 4679 億円となっている (6 月としては最大)。主として通信機や半導体等電子部品、電算機類 (含周辺機器) の増加に牽引されたものだが、これは中国で製造され再輸出されるスマートフォンやタブレット型端末、ノート PC などの動きを反映しているようである。

～貿易収支の要因分解：円安の効果を巡る議論に終止符を～

次頁図に示されるように、2013 年以降の貿易収支の変化を数量・価格・為替の 3 要因に分解してみると、円安にするほど為替要因を主たるドライバーとして赤字額が膨らんでいることが見えてくる。また、数量要因が赤字に寄与していることも特徴として指摘できるだろう。この点、円安バブルと呼ばれた 2005～07 年は為替要因と数量要因主導で黒字拡大が実現していたことと対照的である。

現状の貿易収支の変化(悪化)から見てくる事実は①円安で輸出数量が大して増えていないこと、その一方で②輸入数量は内需拡大もあって増えていること、そして③円安に対する感応度は輸出物価よりも輸入物価の方が高そうなことなどである。貿易収支全体に関し、2013年以降で前年差を計算してみると、四半期ベースでは1度も増加する動きが確認されておらず、むしろ減少幅の拡大

傾向が確認されているのが現実である(図中、点線四角部分)。こうした事実を踏まえ、もはや「円安が実体経済にポジティブな影響をもたらすか否か」という議論には終止符が打たれたと考えるべきではないだろうか。



以上

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

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。

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.mizuobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事故的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの廻世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ボルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額な解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線に見るユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思素する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙レビュー～「眞の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～渙み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧洲銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躊躇した日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU＆ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧洲委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏)にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混沌度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出走は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」を考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧洲系銀行の新興国向けエクスポートージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて