

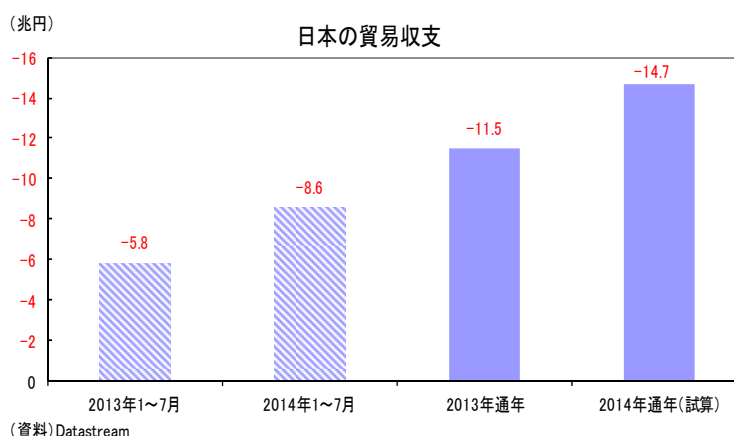
## みずほマーケット・トピック(2014 年 8 月 20 日)

## 本邦 7 月貿易収支などについて

本邦 7 月貿易収支は市場予想を上回る▲9640 億円の赤字。1～7 月合計では▲8.6 兆円の赤字で、年率換算では▲15 兆円を臨む水準である。これは年間の第一次所得収支黒字に匹敵しそうな水準であり、引き続き暦年での経常赤字転落が危惧される状況と言える。円安効果との兼ね合いで注目される輸出数量は同 0.9%増と増加したが、その勢いは強いものではない。円安が始まった 12 年 11 月以降、契約通貨建ての輸出物価指数は動意のない状態が続いており、当初想定された円安による輸出誘発効果は望みようがないのが実情。企業収益が改善した今、今後は契約通貨建て輸出物価の引き下げが実現されるかどうか輸出動向に関する 1 つの見どころに。

## ～年間赤字 15 兆円を臨む状況は変わらず～

本日朝方、財務省より公表された本邦 7 月貿易収支は市場予想(▲7139 億円)を上回る▲9640 億円の赤字となった(赤字は 25 か月連続)。輸出が前年比 3.9%増の 6 兆 1886 億円(3 か月ぶりの増加)、輸入が同 2.3%増の 7 兆 1526 億円(2 か月連続の増加)となっており、輸出は増えたものの、輸入がそれ以上に増えることで赤字が膨らんでいる。円安効果との兼ね合いで注目



される輸出数量は同 0.9%増とこちらも 3 か月ぶりに増加したが、その勢いは決して強いものではない。一方、輸入数量は同▲0.4%と 2 か月ぶりに減少している。数量が減っているにも拘わらず輸入金額が増えた背景は円安による価格効果である。今年 1～7 月の貿易収支合計は▲8.6 兆円の赤字で、年率換算では▲15 兆円を臨む水準にある。これは年間の第一次所得収支黒字に匹敵しそうな水準であり、引き続き暦年での経常赤字転落が危惧される状況が続いている(図)。

## ～輸出: 欧州向けが増加。「谷深ければ山高し」～

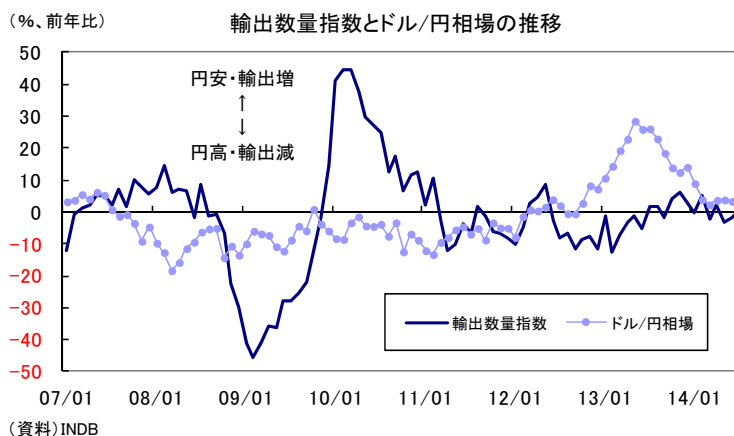
輸出に関し、品目別に見ると、増加要因は輸送用機器の同 4.5%増(寄与度+1.1 ポイント)で、自動車と同 8.1%増(寄与度+1.2 ポイント)と堅調な動きとなったことに牽引された。これに次ぐ項目ではその他が同 9.5%増(寄与度+1.1 ポイント)と伸びており、これは科学光学機器(カメラやそのレンズなど)の伸びに後押しされたものである(科学光学機器は同 9.8%増で寄与度は+0.3 ポイント)。また、それ以外では一般機械が同 2.2%増(寄与度+0.4 ポイント)と伸びており、これは金属加工機械

の同 35.7%増(寄与度+0.6 ポイント)を主因としている。なお、減少要因としては船舶が同▲27.6%(寄与度▲0.7 ポイント)となったことが目立っている。

輸出に関し、国・地域別にみると、EU 向けの同 13.3%増が突出して大きい。国別に見てもアイルランドの同 151.7%増、スイスの同 58.0%増、スペインの同 28.1%増を筆頭に軒並み前年比 2 ケタ増が並ぶ。これは結局のところ「谷深ければ山高し」の言葉通り、実体経済状況が悪かった前年の裏が出たものと思われる(その証拠に今年に入ってから調子の奮わないドイツ、

フランスそしてオランダなどのコア国は前年比 1 ケタの伸びに収まっている)。

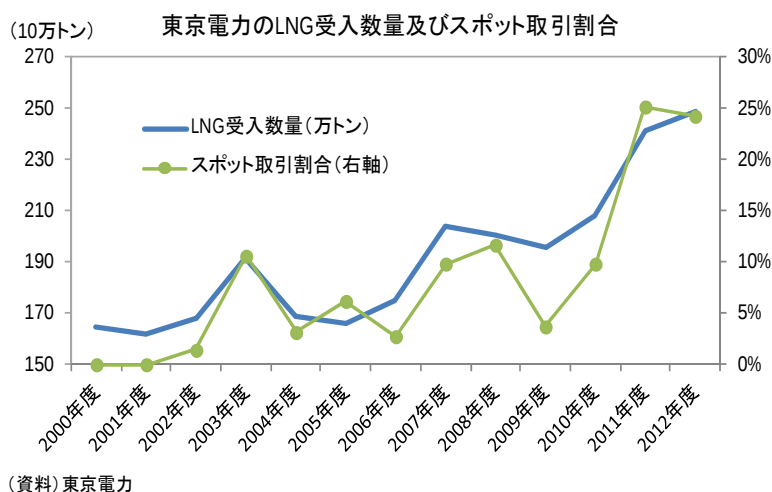
このほかボリュームの大きいところでは、アジア向けが同 3.4%増、米国向けが同 2.1%増と増勢を維持している。なお、後述するように、輸出数量が思ったほど伸びてこない背景としては企業の価格設定行動も影響していそうだが、何よりも重要なことは外需が腰折れしないことである。この点、先進国で最も力強い成長を続ける米国向けは一段と高い伸びを期待したいところではある。図示されるように円安による輸出数量押し上げ効果は既に失速し、力尽きた印象すら受け、強い外需の支えが必要である。



## ～輸入:数量ベースの減少は内需の衰え?～

輸入に関し、品目別に見れば、鉱物性燃料が同 7.0%増(寄与度+2.2 ポイント)と全体を牽引する構図は不変である。鉱物性燃料を具体的にみると、原粗油が同 6.9%増(寄与度+1.1 ポイント)、液化天然ガス(LNG)が同 7.4%増(寄与度+0.7 ポイント)、石油製品が同 23.3%増(寄与度+0.6 ポイント)と馴染みの項目が並んでいる。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ており、今秋にも再稼働の目途が立ったとされるが、鉱物性燃料の輸入金額が短期的に大きく減少してくるためにはこうした動きに弾みがつくことが必要である。輸入金額が急増した背景には「原発停止→火力発電の稼働率上昇→LNG 需要の急増→長期契約に拠らないスポット取引での LNG 輸入増→日本の購入する LNG 単価の上昇」という流れがあり(図)、原発再稼働は赤字縮小の起点となる。

ただ、上述したように、原発再稼働を待たずして輸入数量は同▲0.4%と既に減少している。単月だけの動きでは何とも言えないが、消費増税や円安を介した物価上昇により実質所得が押し下げられる中、そもそも内需の勢いが失われつつある可能性には留意したい。例えば、7 月の原粗油

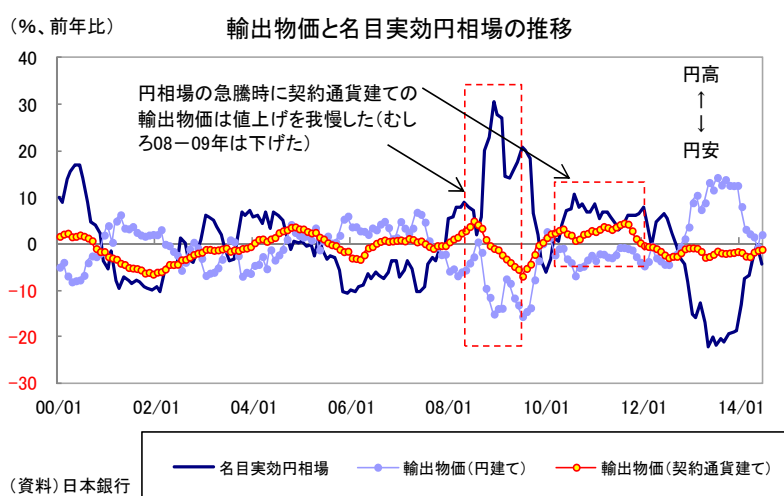


は輸入金額の伸びに対する寄与こそプラスだが、数量ベースでは同▲2.7%と減少している。こうした燃料輸入の減少は国内の消費・投資意欲が衰えていることの影響かもしれない。

### ～契約通貨建て輸出物価は下がってくるか？～

なお、今更ではあるが、「円安で輸出が増える」というメカニズムが作用するためには、円安を受けて外貨建て輸出物価を引き下げるといふ企業行動が必要になる。そうすることで価格競争力が向上し、競合企業より優位に立つことでマーケットシェアを獲得するのである。マーケットシェアを獲得すれば、単価を落としても数量を多く掃くことで結果的に儲けを増やすことができる(当初は数量一定なので単価が安くなった分、輸出金額は減少し、輸入金額は増加する。要するに“Jカーブの底”の部分が描かれることになる)。「円安で輸出が増える」というテーマを考えるにあたっては、本来、輸出数量指数の動きと同じくらい、契約通貨建ての輸出物価動向にも注目すべき筋合いにある。

だが、円安が始まった2012年11月以降、円建ての輸出物価指数は大きく上昇したものの、契約通貨建ての輸出物価指数は殆ど動意のない状態が続いている(図)。こうした状況を踏まえれば、当初想定された円安による輸出誘発効果は望みようがない。2000年以降の動きで見ても、2012年以降の契約通貨建て輸出物価の動意の無さは目につくものである。この背景にある要因は1



つではないだろうが、そもそも金融危機後の超円高局面において契約通貨建て輸出物価指数が引き上げられてこなかったという事情は思い返したい。それどころか2008～09年はただでさえ厳しい収益環境の中で、契約通貨建て輸出物価指数が引き下げられており(図)、当時はこうした日本企業の設定する価格に関し、「harakiri-price(腹切り価格)」という声も聞かれた。

円安で輸出が増えない背景としては、日銀自身も指摘するように海外への生産移管の動きも大きな影響を与えていそうだが、本邦企業からすれば「2008～2011年の円高局面で設定した価格にそもそも無理があった」という事情もあるだろう。そう考えると、2012年11月以降の円安を受けて多くの企業で収益が改善した今、ここから先はその復元された余力をもって契約通貨建て輸出物価の引き下げが実現されるかどうかが輸出動向に関する1つの見どころになってきそうである。

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](mailto: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。

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/esgn.html>

| 発行年月日      | 過去6か月のタイトル                                          |
|------------|-----------------------------------------------------|
| 2014年8月19日 | 最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～                         |
| 2014年8月18日 | ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～                            |
| 2014年8月15日 | 週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)         |
| 2014年8月13日 | 本邦4～6月期GDP1次速報値などについて                               |
| 2014年8月12日 | 「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化                          |
| 2014年8月11日 | 改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ                               |
| 2014年8月8日  | ECB 理事会を終えて～重み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～                    |
| 2014年8月7日  | ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題                             |
| 2014年8月6日  | ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～                          |
| 2014年8月5日  | BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて                         |
| 2014年8月4日  | ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～                          |
| 2014年8月1日  | 週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～) |
| 2014年7月30日 | ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感                                 |
| 2014年7月28日 | ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について                      |
| 2014年7月25日 | 週末版                                                 |
| 2014年7月24日 | 本邦6月貿易収支について                                        |
| 2014年7月23日 | 米消費者物価指数(GPI)を受けて考える為替相場                            |
| 2014年7月22日 | 格差が出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～狭いレンジでの処世術～)                  |
| 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(ポ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 | 巨額和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  | 国際収支や対内対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～市場期待に寄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み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索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  | ECBIにまつわる3つの「分かれ難さ」                                 |
| 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 | 欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」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  | イレレン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～滲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 | 遂に動き出す欧州銀行同盟～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躍いた日本株～                          |
| 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 | 欧州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                                 |