

みずほマーケット・トピック(2015 年 1 月 27 日)

2014 年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～

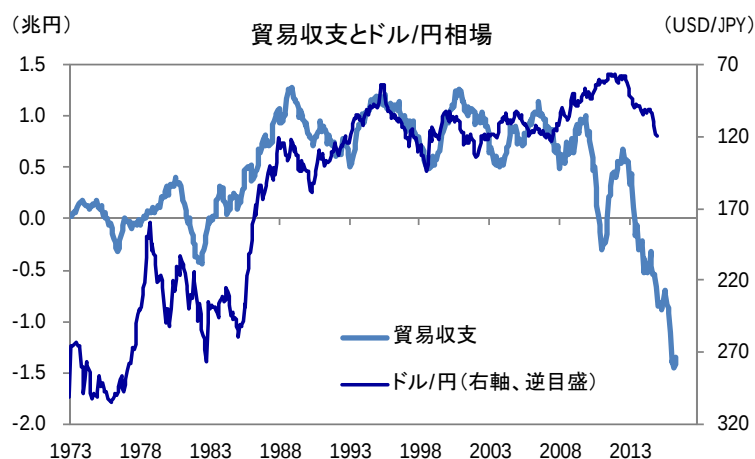
2014 年通年の貿易収支は▲12 兆 7813 億円と過去最大の赤字となり、こうした需給環境が円安相場を予想する基礎であることは本欄で述べてきた通り。但し、過去最大の赤字を計上したとはいえ、円安による輸出押し上げ効果に原油安を背景とする輸入減少効果が相俟って、足許の収支は明らかに改善基調。基本的には中東向け貿易収支が大幅に改善したことで説明でき、原油次第の状況は変わらず。但し、価格・数量要因に分解し、今後を簡単に考えた場合、当面の貿易赤字がこれ以上拡大しない可能性は高い。ここにきて黒田総裁が、輸出の堅調さを理由に円安進行を牽制するかのような発言を行っていることも気掛かりである。実需面及び金融政策面に照らして、「130 円」を上値目途とする円安見通しにリスクが見え隠れし始めていることには要注意。

～2014 年貿易収支を受けて～

昨日、財務省が公表した本邦 12 月貿易収支は輸出が前年比 12.9%増の 6 兆 8965 億円(4 か月連続の増加)、輸入が同 1.9%増の 7 兆 5572 億円(2 か月ぶりの増加)となり、市場予想(▲7352 億円)を下回る▲6607 億円の赤字となった(赤字は 30 か月連続)。輸出が円安と数量増を背景に 2 ケタ伸び率を示す一方、輸入は原油価格の下落を背景に伸び率が押えられた格好である。また、今回で 2014 年通年の貿易収支が出揃うが、2014 年の貿易収支は

▲12 兆 7813 億円と過去最大の赤字となり、こうした需給環境が円安相場を予想する基礎であることは本欄で継続的に述べてきた通りである。長い目で見た場合、需給面に照らしてドル/円相場が「120 円」以上で安定しそうなことにさほど違和感はない(図)。

但し、そこから先、「130 円」にまで至るかどうかは日銀のハロウィン・ロジックが貫徹されるか否かに依存しており、先週の会合などを見る限り、足許ではそのロジックに若干の揺らぎを感じる¹。また、直近ではダボス会議において黒田日銀総裁が「輸出の現状を考慮すると、必ずしもこれ以上の円安が必要ということを意味していない」などと述べ始めており、本欄がリスクシナリオとして危惧して



(注) 貿易収支は2年先行させて表示、6か月移動平均を使用。

(資料) Bloomberg

¹ 本欄 2015 年 1 月 22 日号『日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～』をご参照下さい。

いた通り、円安コストを配慮する通貨政策(政府・政治)に金融政策が収斂し始めた兆候かもしれない。「130 円」はあくまで金融政策が円安を追求する姿勢を前提としている。

～収支改善は中東向け貿易収支が主因～

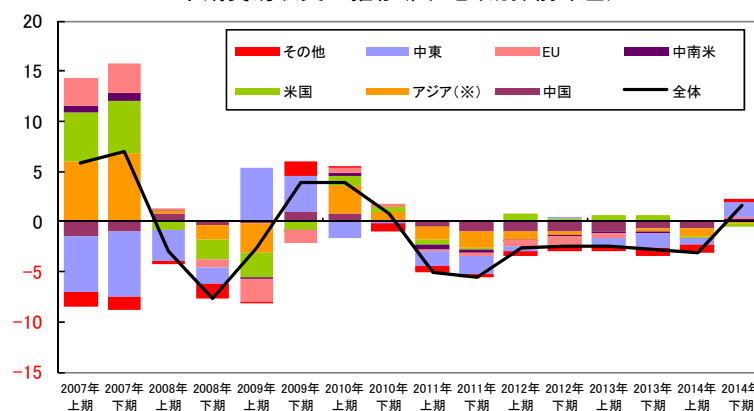
過去最大の赤字を計上したとはいえ、円安による輸出押し上げ効果(とはいっても円安の程度に比べれば軽微なものではあるが...)に原油安を背景とする輸入減少効果が相俟って、収支は明らかに改善基調にある。通年で見た場合、輸出金額は同 4.8%増の 73 兆 1052 億円で、2 年連続で増加しており、特に輸出数量指数が同 0.6%増と 4 年ぶりに増勢に転じたことは目を惹く。12 月の輸出金額(6 兆 8965 億円)が 2008 年 10 月以来の高い金額であったことは、本邦の輸出がリーマン以前の水準に回帰しつつあるという意味で特筆すべき動きだろう。

もちろん、輸入金額が同 5.7%増の 85 兆 8865 億円と過去最高額となったため、結果的には収支も過去最大の赤字になったわけだが、下半期(7～12 月期)に限ってみれば、貿易赤字は▲5177 億円と前年同期(14 年 7～12 月計)の▲6836 億円から縮小している。半期ベースで貿易赤字が改善するのは 2010 年下期以来、8 期ぶりの動きである。

図はこうした半期貿易収支の前年

差に関し、国・地域別に見たものだが、基本的には中東向け貿易収支が黒字転化したことで殆ど説明できる(2014 年下期の貿易収支は前年差 1660 億円増だが、このうち中東向け収支は同 1570 億円増である)。要するに、原油が貿易収支の方向感を規定するという点でさほど現状が変わっているとは言えず、裏を返せば原油上昇と共に再び収支は悪化し得る。

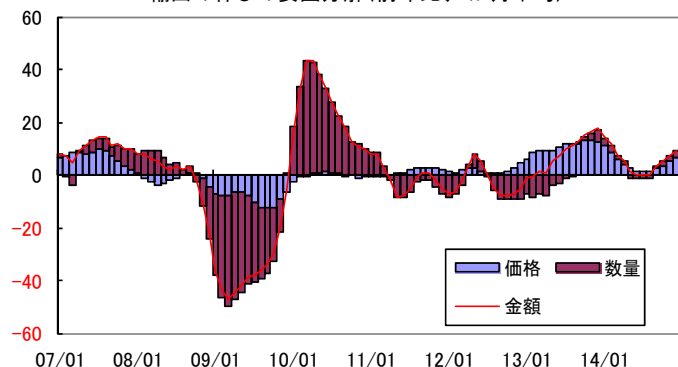
(兆円、前年差) 半期貿易収支の推移(国・地域別、前年差)



(資料)INDB ※アジアは中国以外

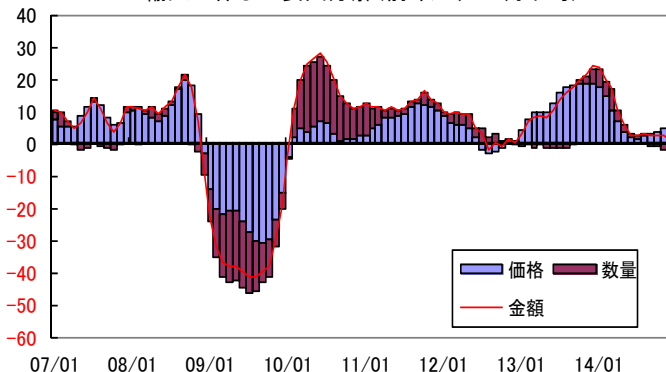
～見え隠れする円安見通しのリスク～

(%) 輸出の伸びの要因分解(前年比、3か月平均)



(資料)INDB

(%) 輸入の伸びの要因分解(前年比、3か月平均)



(資料)INDB

輸出入金額の伸びを数量要因、価格要因に分解してみると上図の通りになる。輸出に関しては漸く価格要因に加えて、数量要因も増加に寄与し始めており、実質実効円相場が 1973 年以来の安

値となっていることの賜物だろう(しかし、こうした輸出部門への傾斜が経済全体にとって良いことかどうかは別の話である。詳しくは本欄 2015 年 1 月 14 日号『本邦企業の海外進出と為替について』をご参照下さい)。当面、円安を背景に価格要因は増加に寄与した状態が続くものと思われ、価格・数量と共に輸出の堅調さを支える展開は想像しやすい。一方、輸入に関しては、原油価格の下落に伴って価格要因における増勢が衰えており、2014 年下期に至っては内需減退などを背景に数量要因がマイナス化している。数量要因のマイナス化は一時的と予想されるものの、原発が順次再稼働されるならばその勢いも落ち着くだろう。また、原油価格が低位安定する限り、価格要因からの増加は(円安が加速しない限り)やはり小康を得そうである。要するに、輸出に関しては価格・数量共に上向きが予想される一方、輸入は共に下向きが予想されるような状況に見受けられ、当面の貿易赤字がこれ以上拡大しない可能性を示唆している。

もちろん、足許のフロー(貿易収支)が即座に足許の為替相場に効くとは考えられず、上述したように、少なくとも 2015 年見通しを作成する上では 2014 年貿易収支が過去最大の赤字であったことを重視するべきなのだろう。だが、原油価格がさらに下落し、日本国内のリソース(資本・労働)が輸出部門に傾斜するような流れが続けば、年内に関しては黒字化する月も出てくるかもしれない。2011 年以降、貿易赤字が常態化し、それが円安要因として相応に重視されていた経緯を踏まえれば、そのような動きがドル/円の下押し材料として意識されてくる可能性も否めない。ここにきて黒田総裁が、輸出の堅調さを理由に円安進行を牽制するかのような発言を行っていることも気掛かりである。実需面及び金融政策面に照らして、「130 円」を上値目途とする円安見通しにリスクが見え隠れし始めていることは要注意と考えられる。

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

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本邦の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(GBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文?～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イェレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～