みずほマーケット・トピック（2015 年 2 月 19 日）

本邦 1 月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～

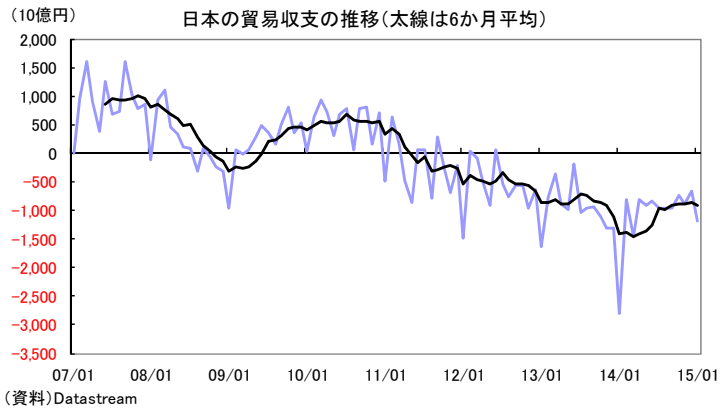
本邦 1 月貿易収支は市場予想（▲1 兆 6813 億円）を下回る▲1 兆 1775 億円の赤字。輸出が数量増を背景に 2 ケタの伸び率を示す一方、輸入は原油価格の下落を背景に伸び率が押えられるという従前の構図が続いている。だが、昨年 1 月は消費増税前の駆け込み需要や中国の春節休暇が 1 月末に食いこんでいたこともあり、輸入の急増と輸出の急減という季節要因が重なったという経緯もある。それゆえ、伸び率を見る際に注意は必要。最近になって「円安→輸出数量増加」の経路を殊更囃し立てるムードが強まっているが、両者の因果関係がどれほど強いものなのかどうかは慎重に見るべき。契約通貨建て輸出物価の下落や輸出数量の増加が起きているタイミングがあまりにも原油価格急落の時期と符合しているため、一過性の要因が作用しているのではないかとの疑念も持って、現状を分析したいところ。

～円安シナリオを巡るリスクが散在～

昨日の為替相場は日米の金融政策動向を受けて乱高下する場面もあったが、総じて 118.50～119.50 円のレンジで上下動した。昨日の日銀や FRB の言動、そして後述する貿易収支の改善傾向等、最近のドル/円相場を考える上で「放って置けば円安」シナリオの障害となるような要因が増えつつあるのは確かであり、この辺りは明日以降の本欄で改めて整理したい。日銀の追加緩和に関しては「当面必要なし」、FRB の利上げ時期に関しては「早くて 9 月、順当で 12 月」がコンセンサスとして落ち着きつつあるように思われるが、こと日銀に関しては何をするか分からない怖さもある。景気と消費者物価指数（CPI）の失速が相乗的に意識されるような状況となれば、「必要に応じてちゅうちょなく調整する」という恒例のフレーズが再び注目を集めるはずである。

～本邦 1 月貿易収支：昨年 1 月の季節性も忘れずに～

ところで本日は財務省より本邦 1 月貿易収支が公表されている。輸出が前年比+17.0%の 6 兆 1447 億円（5 か月連続の増加）、輸入が同▲9.0%の 7 兆 3222 億円（2 か月ぶりの減少）となり、市場予想（▲1 兆 6813 億円）を下回る▲1 兆 1775 億円の赤字となった（赤字は 31 か月連続）。輸出が数量増を背景に 2 ケタの伸び率を示す一方、輸入は原油価格の下落を背景に伸び率が押えられるという従前の構図が続いている。だが、昨年 1



月は消費増税前の駆け込み需要や中国の春節休暇が 1 月末に食いこんでいたこともあり、輸入の急増と輸出の急減という季節要因が重なったという経緯がある(輸入は同+25.1%の 8 兆 474 億円で過去最大を記録した)。とすれば、輸出金額の 20%近い増加や、輸入金額の 10%近い減少はある程度割り引いて考える必要がある。特に、最近は「円安→輸出数量増加」の経路を殊更囃し立てるムードが強く、輸出数量指数が同+11.2%と力強い伸びになったこともそのような見方をサポートしそうだが、あくまでベース効果の剥落が加味されたものと考えられるし、後述するように輸出の伸びはあくまで一過性に終わる恐れもある。

但し、これで赤字の縮小は 4 か月連続となり、基調的に見て赤字拡大が底打ちしたことは窺えることから、需給面からの円安圧力が足許で和らいでいることは間違いない。季節調整済みの貿易収支も▲4061 億円と 2012 年 7 月以来の▲4000 億円台に入っている。輸出の伸びが今後失速すると仮定すれば、貿易収支の改善が継続するかどうかはやはり原油価格次第ということになる。

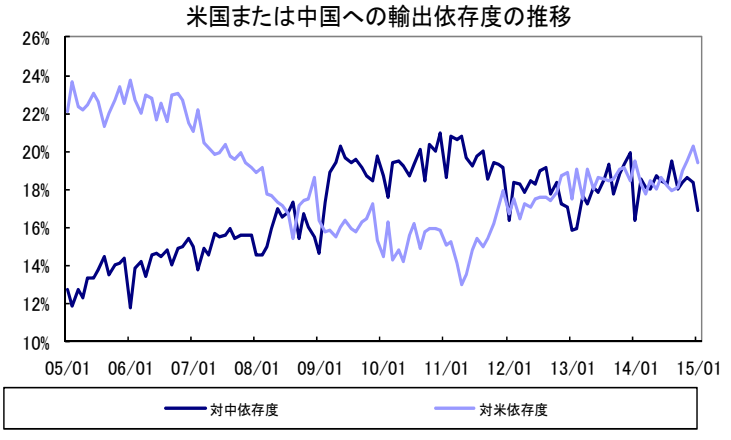
～商品別・国別:商品は自動車、国は米国が鍵～

輸出の伸びを支えたのは自動車(同+12.7%、寄与度+1.9 ポイント)、半導体等電子部品(同+24.1%、寄与度+1.2 ポイント)、船舶(同+44.8%、寄与度+1.1 ポイント)である。欧米向けに自動車が伸びたことが輸出増加の主因だが、EU 向けそしてアジア向けに伸びた船舶に関しては持続的な動きとは言えそうになく、やはり自動車次第の伸びに期待が掛かる。なお、後述するように、実は昨年来、継続的に輸出数量が増えているのは一般機械であり、今月も同+16.8%、寄与度+3.2 ポイントと非常に強い伸びを示した。これは金属加工機械や原動機、PC などを含む項目であり、特に米国やアジア向けに輸出が伸びている。しかも、これも後述するように、決して円安を原資に値引きして勝負している跡は見られず、純粋に日本製品の競争力や外需の強さを反映しているように思われる。一般機械の伸びを前提としつつ、自動車を含む輸送用機械がどの程度、伸び幅を拡大していけるかが当面の輸出動向を分析する上での注目点となりそうである。

片や、輸入の減少をもたらしたのは原粗油(同▲40.5%、寄与度▲7.1 ポイント)、石油製品(同▲32.0%、寄与度▲1.1 ポイント)、液化石油ガス(同▲40.0%、寄与度▲0.6 ポイント)であり、要するに鉱物性燃料全般で説明できる(鉱物性燃料全体で見れば同▲24.4%、寄与度▲8.4 ポイントとほぼ輸入金額の減少率と一致する)。この傾向に関しては新たに説明を加えることはないだろう。

国別に見れば、収支の改善が目立つのは圧倒的に米国向けである。米国向け輸出は同+16.5%と春節の反動増を含む中国向け輸出の同+20.8%に迫る伸びである。日本の輸出依存度を国別に比較した場合、金融危機後は米国が低下し、中国が上昇したことで大きな差が開いた(図)。2000 年代後半から「日本にとって最も重要な貿易相手国は米国から中国へシフト」といった論調が支配的になり、2009～2012 年

米国または中国への輸出依存度の推移

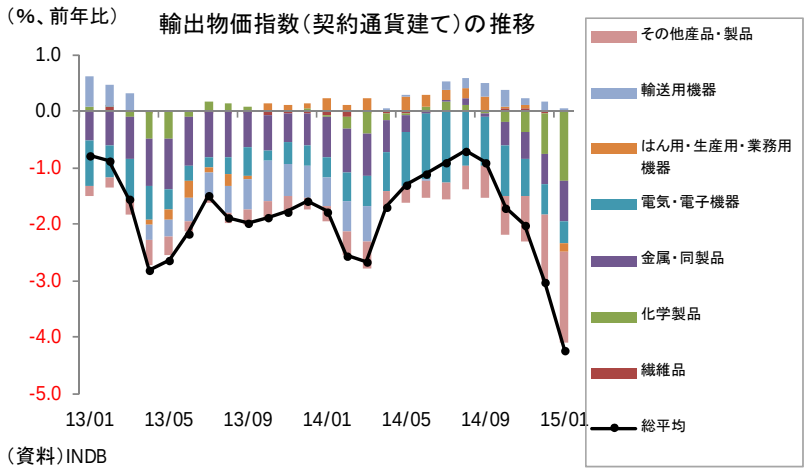


(資料)INDB ※「米国or中国の輸出額/全輸出額」で算出。

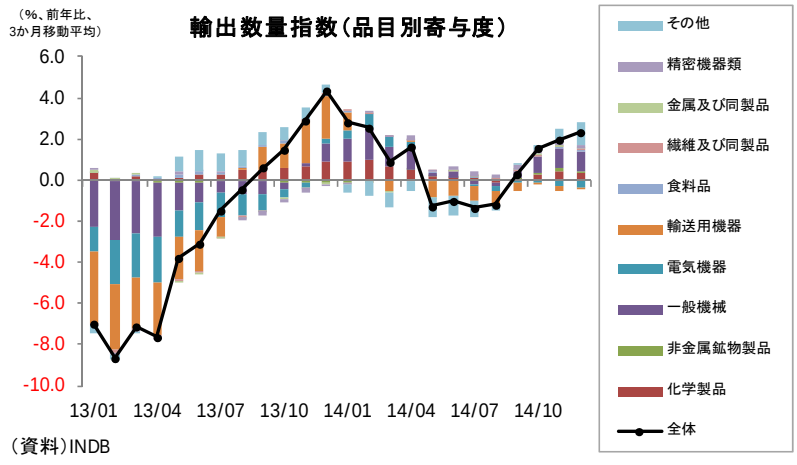
頃は確かに対中依存度が対米依存度を上回る局面が続いた。しかし、2013 年以降は中国経済の失速が露わになる傍らで、米国経済の堅調さが続いたことで、再び対米依存度が対中依存度を上回るような状態が定着しつつある。結局、ここもとの日本の輸出増も米国の需要を当て込んだ動きに牽引されているだけという疑いがあり、FRB の正常化路線が進捗する最中にあって、日本の米国向けひいては世界向け輸出も逆風に晒されるとの認識は持っておきたい。

～輸出数量増の実態～

なお、最近の貿易収支改善に関し、「いよいよ円安を背景に輸出が増えてきた」と主張する向きもある。事実、契約通貨建て(要するに外貨建て)輸出物価指数は過去 3 か月平均で▲3.1%も下落しており、これは過去 6 か月平均の▲2.1%、過去 12 か月平均の▲1.9%、過去 24 か月の▲1.9%に比べて大きい。こうした動きを捉え、円安を受けて契約通貨建ての物価がいよいよ引き下げられ、日本企業がマーケットシェアの獲得に乗り出したのではないかとの思惑が出るのも頷ける。だが、品目別に見れば、契約通貨建て輸出物価指数が下がっているのは残差として処理されるその他産品・製品以外では、化学製品及び金属・同製品といった、いわゆる市況色が強い項目である。共に昨年 9 月頃から急激に下落していることを見る限り、恐らくこれらは原油価格を筆頭とする商品価格の急落を素直に反映したものと考えるのが自然だろう。



では、具体的にどういった項目において輸出数量指数が増加しているのか。これは一般機械そしてその他といった品目だが(図)、これは上述の契約通貨建て輸出物価指数の品目で言えば、はん用・生産用・業務用機器が該当する[1]。しかし、前掲図に示されるようにはん用・生産用・業務用機器はそれほど契約通貨建て輸出物価が下がっているわけではないため、少なくとも一般機械の輸出数量増は円安効果を反映したものとは考え難い。上述したように一般機械の輸出数量が伸びた背景としては財自体の競争力や外需の強さを指摘するのが筋だろう。



[1] 正確には「はん用・生産用・業務用機器」は「一般機械」、「科学光学機器」の合計である。なお、「金属及び同製品」は、「鉄鋼」、「非鉄金属」、「金属製品」の合計である。出所：日本銀行「実質輸出入」の解説。

また、輸出数量指数における、その他の項目は雑品として処理される品目を多く含むが、これは金属鉱及びくず、鉱物性燃料、ゴム製品、紙類及び同製品、記録媒体(含記録済)、楽器、写真用・映画用材料などで構成される。伸び率を見ると、鉱物性燃料、紙類及び同製品が伸びており、やはり市況要因で契約通貨建て輸出物価が下がったことが影響しているのではないかと推測される(それらの品目は、契約通貨建て輸出物価が大きく下がっているその他産品・製品に含まれることを踏まえれば、尚のこと、その疑いは強まる)。

もちろん、輸送用機器の輸出数量に関し、マイナス幅が縮小しているなどの動きをもって、円安効果が皆無だというつもりはない。だが、契約通貨建て輸出物価の下落や輸出数量の増加が起きているタイミングがあまりにも原油価格急落の時期と符合しているため、最近の輸出の伸びに関しては一過性の要因が作用しているのではないかとの疑念も持って、現状を分析したい。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP（1次速報値）について
2015年2月13日	週末版（米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～）
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数（HICP）について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
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～
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）未満の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～本当の勝負はこれから～
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（CBPP3）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