

みずほマーケット・トピック(2015年4月22日)

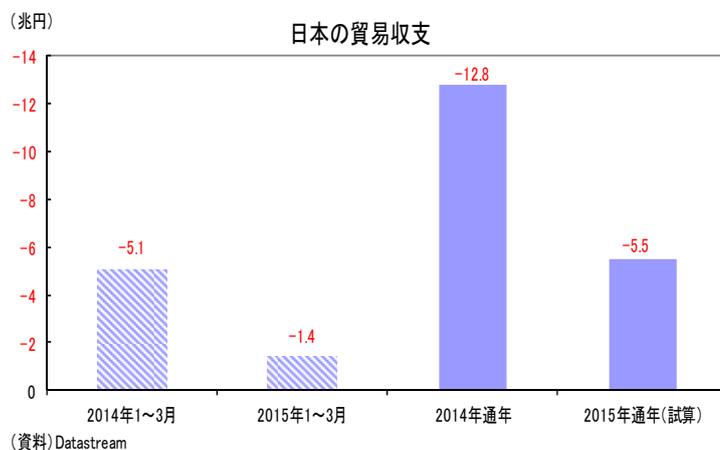
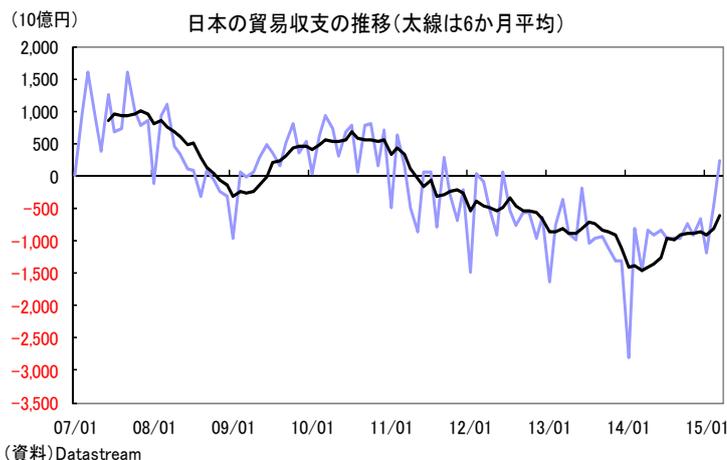
## 本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～

本邦3月貿易収支は+2293億円と、33か月ぶりの黒字となった。輸出の増加と輸入の減少という双方の経路から収支改善が見られているが、圧倒的に後者の影響が大きい。黒字転換という事実に着目し、「円安→輸出数量増加」といった政策効果を囃し立てるムードが強まりやすいが、輸出数量指数は実質輸出指数ほど伸びておらず、両者の違いを理解することは重要。だが、為替見通しの作成にあたっては、事情はどうあれ、需給面からの円安圧力が和らいでいることには違いない。2011年3月を境として、「今後は需給面での円安が進行しやすい」と主張してきた(本欄を含む)向きからすれば、昨秋来の原油急落を背景とするこうした流れには特段の注意が必要。

### ～3月貿易収支:2年9か月ぶりの黒字～

本日は財務省より本邦3月貿易収支が公表されている。輸出が前年比+8.5%の6兆9274億円(7か月連続の増加)、輸入が同▲14.5%の6兆6981億円(3か月連続の減少)となり、市場予想(446億円)を上回る+2293億円の黒字となった。黒字は2012年6月以来、33か月ぶりとなる。輸出の増加と輸入の減少という双方の経路から収支の改善が続いているが、輸入の前年比減少が殊更大きくなっているのは原油価格の下落はもちろんのこと、昨年3月は消費増税前の駆け込み需要もあって輸入が膨らんでいたという事情もある(昨年の輸入額は前年比+18.2%だった)。当面、原油安が主導する格好で輸入の前年比減は続きそうだが、今回見られたような急減が続くわけではないだろう。なお、黒字転換という事実に着目し、「円安→輸出数量増加」といった政策効果を囃し立てるムードが強まりやすいが、後述する

ように、輸出数量指数は実質輸出指数ほど伸びていない。GDP統計上に現れる輸出の伸びはあく



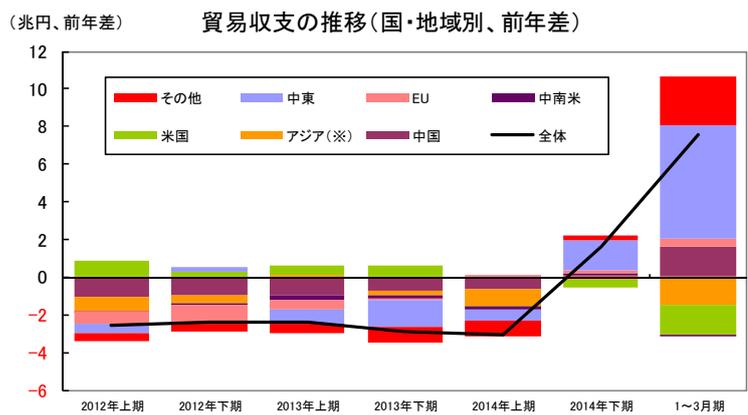
まで輸出の高付加価値化を映じた実質輸出という別の数量概念が牽引した結果であり、実体経済への波及効果に関しては、慎重に見極める必要がある。

だが、為替見通しの作成にあたっては、事情はどうあれ、需給面からの円安圧力が和らいでいることには違いない。2011年3月を境として、「今後は需給面での円安が進行しやすい」と主張してきた(本欄を含む)向きからすれば、昨秋来の原油急落を背景とするこうした流れには特段の注意が必要である。なお、1～3月期を終えた時点での貿易収支合計は▲1.4兆円の赤字で、これは前年同期(▲5.1兆円)の3分の1だが、上述したように昨年同期は消費増税直前の駆け込み需要が効いていたことを踏まえれば、改善幅はもっと小さなものだろう。

～商品別・国別:欧米向け自動車輸出の増加が牽引～

輸出の伸びを支えたのは自動車(同+10.5%、寄与度+1.5ポイント)、半導体等電子部品(同+12.4%、寄与度+0.6ポイント)、金属加工機械(同+30.5%、寄与度+0.6ポイント)である。米国向けに自動車伸びたことが輸出増加の主因で、これが同+27.5%、寄与度+6.5ポイントとなっており、今回の輸出の伸びはほぼこれで説明できる。なお自動車はEU向け(同+9.2%、寄与度+0.6ポイント)でも相応に伸びており、足許の輸出増加は「欧米向け自動車輸出の増加」とほぼ読み替えられる。これらの国・地域に対しては金額のみならず数量でも伸びが見られることから(数量に関し、米国向け自動車は+5.2%、EU向けは+13.4%)、円安効果は元より、当該国・地域の景気回復に牽引されて輸出が引き出されていると考えるのが自然だろう。片や、輸入の減少をもたらしたのは相変わらず原油(同▲50.7%、寄与度▲9.6ポイント)、石油製品(同▲38.3%、寄与度▲1.3ポイント)、液化石油ガス(同▲12.3%、寄与度▲1.1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▲36.5%、寄与度▲13.0ポイントである)。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・地域別に関し、3月の収支改善に寄与したのはやはり米国だが、やや長い目で昨年来の改善を見ると、その殆どが中東向けに起因していることが分かる(図)。冒頭述べたように、今回の黒字転換の主因を円安による輸出押し上げ効果に求めるのはやや筋違いであり、一義的には原油価格急落を理由とする輸入急減の結果と整理すべきである。なお、上述したように昨年1～3月期の本邦輸入が駆け込み需要により急増し、収支が特段悪化していたため、図に示されるような大幅改善が今後も継続するとは考えられない。



(資料)INDB ※アジアは中国以外

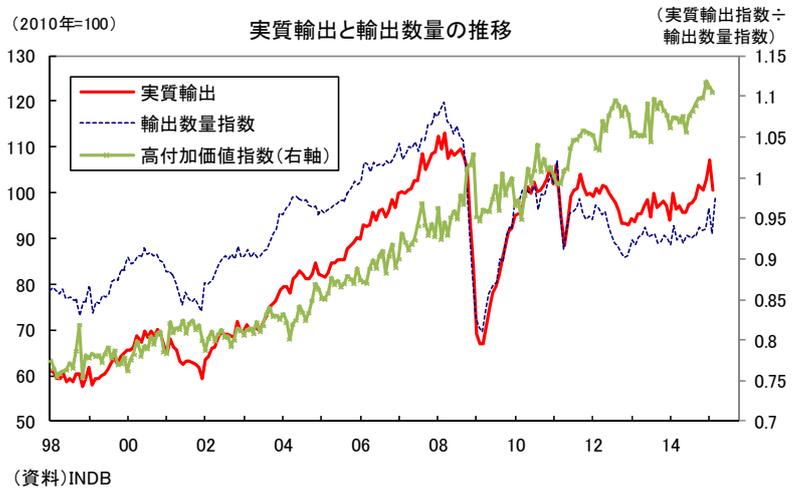
～数量指数が伸びなければ好循環回らず～

今回の収支改善をもって、円安による国際競争力向上とそれに伴う輸出数量増を指摘する市場コ

メントも散見されるが、それは尚早だろう。価格の変化を調整した輸出の数量概念を示す計数としては輸出数量指数と実質輸出指数がある。数量概念といった場合、「輸出金額÷価格の概念」で求められるが、ここで言う「価格の概念」の違いが両者の違いに直結する。

まず、通関ベースの貿易統計における輸出数量指数は品目ごとの単価を算出しているものであり、「通関ベースの輸出金額÷輸出価格」で求められる。いわゆる直感的に数量と言った場合はこちらの方が肌感覚に合う。一方、日本銀行が算出する実質輸出指数は「通関ベースの輸出金額÷輸出物価指数」で求められる。輸出物価指数は「品質の変化に相当する価格差を除いた純粋な価格の変動分のみを指数に反映する<sup>1</sup>」ことを企図して作成されている。仮に、あるパソコンの価格が据え置きで性能が2倍になった場合、実質的な物価水準は半分になったと解釈される。つまり、実際に取引される数量が変わらなくても高性能になるほど輸出物価指数は下落するため、結果として算出される実質輸出指数は上昇する。これが輸出数量指数の場合、パソコン1台の輸出に関して、その品質や性能が考慮されることはなく、最新式であれ、型落ちの旧式であれ、1台は1台である。

昨年来指摘されるように、確かに輸出数量指数の持ち直しは見られており、この点、円安効果はあるだろう。だが、水準で見れば、輸出数量指数は金融危機以降に切り下がった水準を復元したわけではなく、この間における劇的な円安を踏まえれば、やはり期待外れだったと言わざるを得ない。一方、実質輸出指数は大きく伸びており、リーマンショック以前の水準に肉薄している(図)。これが実質輸出



と同様の概念で計算されるGDP統計上の実質輸出の伸びに直結しているのが現状である。上述してきた定義の違いより、「実質輸出指数÷輸出数量指数」で算出される計数は高付加価値指数と呼ばれるが、これは過去最高水準まで高まっている。このような輸出品目の高付加価値化自体は歓迎され得る展開だが、そもそもリフレ政策が想定していたのは輸出数量指数の上昇に現れる生産活動の活発化であって、そこから始まる「雇用増→所得増→消費増→物価上昇」であった。

実質輸出の伸びが続く限り、GDP上は外需が景気を下支えるような構図になりやすいが、通貨安を起点とする輸出数量指数の上昇がない限り、金融緩和を軸に景気を回復させ、一般物価を上昇させようという試みはやはり論理的な説明が難しい。

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](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。

<sup>1</sup> 日本銀行「企業物価指数(2010年基準)の概要」。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPFの残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか?～)
2015年4月16日	ECB理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続?～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰れたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～「prudent optimism(節度ある楽観)」の先行きは～」)
2015年4月2日	日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株値の相関が低下しているのか?
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イェレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
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～
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～デュアルマンドートの狭間で～)
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～)