

みずほマーケット・トピック(2015年8月19日)

本邦7月貿易統計を受けて

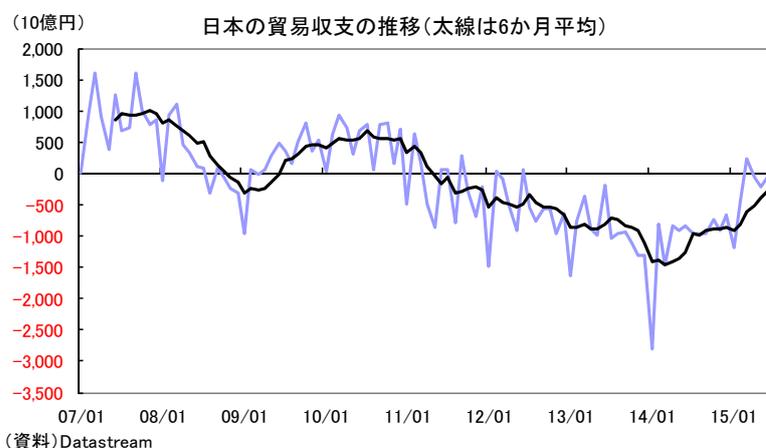
本邦7月貿易収支は4か月連続の赤字。引き続き、原油価格の低位安定を背景として輸入減少が続いているが、中国を筆頭とするアジア向けを中心として輸出の勢いが鈍くなっているため、収支が期待されたほど改善していない。仮に、今後の原油価格が一段安となったとしても、輸出が振るわない以上、純輸出が成長にとってマイナス寄与である状況は変わりそうにない。為替相場の観点から重要なことは、7～9月期の日本経済に係る計数が芳しくない仕上がりになるとすれば、ただでさえ追加緩和の可能性が注目されている10月30日の日銀金融政策決定会合への憶測が強まりやすいということ。7～9月期の経済状況が悪く、商品価格主導で物価が下押しされるという状況はハロウィン緩和を敢行した昨年と同時期と条件が酷似していることにも注意。

～米利上げは本当に正しい選択なのか～

昨日は上海総合指数が再び▲6%超の大幅下落となり、商品相場及びこれに付随する新興・資源国通貨は逆風に晒された。現状、FRBの9月利上げの確度は相応に高いものとなっているが、「実際に引き上げるかどうか」と「本当にそれが正しい選択なのかどうか」という議論は分けて考えなければならない。目先の値動きに注視する市場参加者にとっては前者が最重要課題だが、足許において世界経済の不調とそれに伴う商品価格の下落が話題になっている以上、米利上げが世界経済にもたらすインパクトは懸念されて然るべき問題である。昨年来、筆者は利上げに関し「最速9月、順当で12月」との見通しを維持しているが、筋論で言えば、利上げの検討は一旦棚上げにしても不思議ではないと考えている(利上げではなくバランスシート縮小ならば一考に値するが)。

～本邦7月貿易統計～

ところで本日は財務省より本邦7月貿易収支が公表されている。輸出が前年比+7.6%の6兆6638億円(11か月連続の増加)、輸入が同▲3.2%の6兆9318億円(7か月連続の減少)となり、貿易収支は市場予想(▲530億円)を上回る▲2681億円の赤字となった(赤字は4か月連続)。輸出の増加と輸入の減少という双方の経路から収支の



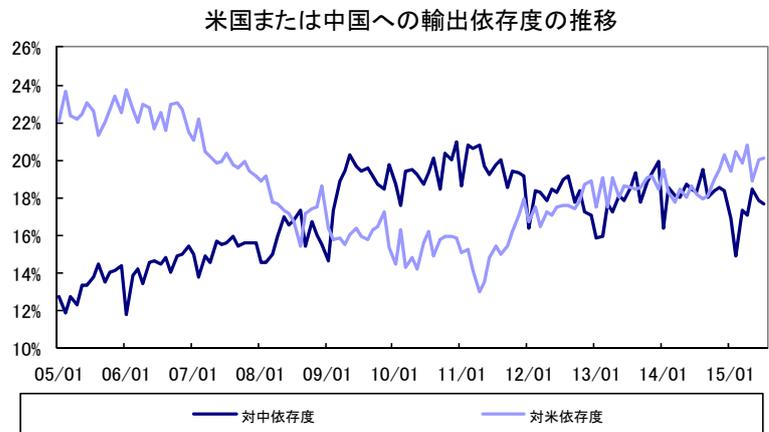
改善が続いているが、4～6月期の低迷直後には、輸出の戻りは迫りに欠ける。引き続き、原油を筆頭として鉱物性燃料の下振れが予想されるため、輸出が少々減速したとしても著しく赤字が

拡大することはないだろう。だが、純輸出が成長に寄与する姿も引き続き描けそうにない。なお、数量ベースで見た場合、輸出も輸入も減少しており、輸出が減速している印象は拭えない。

為替見通しの作成にあたっては、需給面における円売り超過の状況が続いていることを意味しており、引き続きドル/円相場の底堅さを示唆する結果と考えられる。依然、機関投資家を中心として「日本人の円売り」が根強いことを踏まえれば、貿易収支が多少黒字転化したとしても全体の需給感に影響を与えるものではないだろう。だが、『中期為替相場見通し』などでも執拗に述べているように、FRBの正常化路線が来年にかけて動揺するのだとすれば、「日本人の円売り」も失速し、貿易収支改善を含めた経常収支の黒字拡大が需給面における円買い超過の状況を演出してくる可能性はある。今年が円安相場の分岐点になる可能性を引き続き睨みたい。

～商品別・国別：引き続き自動車がけん引も・・・～

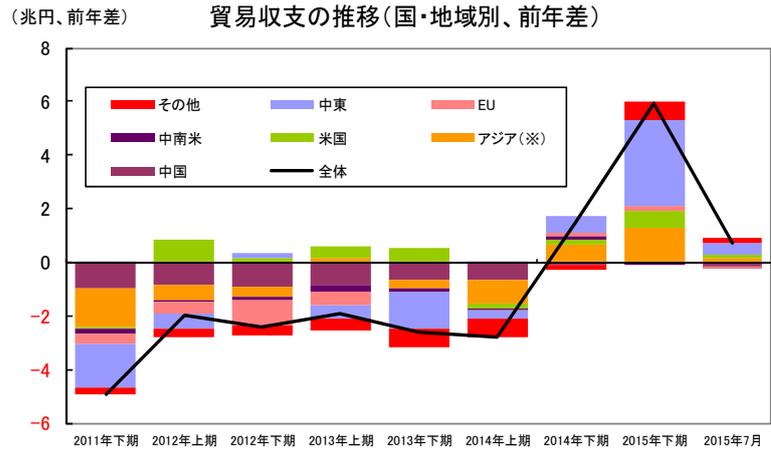
商品別にみると、輸出の伸びを支えたのは自動車(同+9.6%、寄与度+1.5ポイント)、船舶(同+33.7%、寄与度+0.6ポイント)、半導体等電子部品(同+9.0%、寄与度+0.5ポイント)である。引き続き米国向けに自動車が伸びたことが輸出増加の主因で、これが同+33.1%、寄与度+9.3ポイントとなっており、7月の輸出の伸びはほぼこれで説明できる。なお、自動車はEU向け(同+13.6%、寄与度+2.2ポイント)でも



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。この構図は年初から殆ど変っていない。但し、自動車に関しては気になる動きもある。中国向けが同▲15.9%(寄与度▲0.8ポイント)と著しく減少しており、また同部品についても同▲13.9%(寄与度▲0.9ポイント)と急減速が鮮明である。ボリュームの大きい欧米向けが好調を維持していることから「自動車が輸出の伸びをけん引する」という馴染みの構図に違和感を覚え難いが、中国向けが腰折れしていることによって輸出全体の伸びが圧迫されているのは事実である。本邦輸出に関し国・地域依存度をみれば(図)、年初から米国が中国を安定的に上回っており、この状況で米経済が失速するケースが日本経済にとって最も警戒されるシナリオと考えられる。

一方、輸入に関してはスマートフォン等を含む通信機が同+92.8%(寄与度+1.6ポイント)と急増したものの、原粗油(同▲24.6%、寄与度▲4.0ポイント)、液化天然ガス(同▲40.7%、寄与度▲3.8ポイント)、石油製品(同▲33.4%、寄与度▲1.1ポイント)といった鉱物性燃料が軒並み減少したことで全体も減少となっている(鉱物性燃料全体で見れば、同▲28.9%、寄与度▲9.5ポイント)。8月に入ってから原油価格を筆頭に商品価格が下げ基調にあることを踏まえれば、この傾向は当面続くと考えた方が良さそうである。

なお、昨年来の収支改善の背景に関し、国・地域別に分析すれば、基本的には原油価格下落を主因とする中東向け赤字の縮小が牽引してきた。しかし、昨年下半期からの収支改善には、中東向けほどではないにしても、アジア向けの収支改善も相応に寄与してきたという経緯がある(図)。今後、商品価格の下落が続くと仮定すれば中東向けの収支改善は続くことになりそうだが、



(資料) INDB ※アジアは中国以外

中国を含むアジア向けの収支改善は続きそうにない。とすれば、原油価格が一段下押しされるにしても、貿易収支の一方的な改善とはならない可能性もある。

～輸出減速が突きつける日銀の「試練の秋」～

4～6月期 GDP 統計に見られたように、現状の日本は輸出の伸び悩みが全体の足を引っ張る構図が鮮明化している¹。輸出の先行きに関しては、当然、中国を始めとするアジア向け及び米国向けの失速が反転するかどうか依存することになる。通貨切り下げや財政的な刺激策を勘案しても、中国向け輸出が早晚復調してくるとは考え難く、これから利上げを迎える米国に対して内需加速を期待するのも普通に考えれば厳しい想定である。7～9月期は、4～6月期に比べれば米国の輸入も復調が見込まれるが、中国経済に関しては現状を「底」と捉えて良いものかどうかは判断がつかず、7～9月期 GDP における純輸出の寄与度に関し、マイナスが続く公算は大きい。

為替相場の観点から重要なことは、7～9月期の計数が芳しくない仕上がりになるとすれば、ただでさえ追加緩和の可能性が注目されている10月30日の日銀金融政策決定会合への憶測が強まりやすいということである。7～9月期の経済状況が悪く、商品価格主導で物価が下押しされるという状況はハロウィン緩和を敢行した昨年と同時期と条件が酷似している。年明けになれば、国政選挙を視野に「追加緩和→円安→実質賃金下落」という展開は避けたいという政治的事情を踏まえると、尚のこと、今年10月への疑いは強まる。もちろん、昨年に続き今年も10月末に緩和ということになれば、如何にも黒田日銀の嫌う「戦力の逐次投入」の色合いが強まるため、緩和はあくまでリスクシナリオではある。だが、中国を理由として10月会合への注目度が俄かに高まりそうな展開はもはや不可避であり、残り手札の少ない日銀は再び「試練の秋」を迎えることになりそうである。

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

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。

¹ 本欄 2015年8月17日号『日米欧4～6月期 GDP を受けて』をご参照下さい。

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8月17日	日米欧4~6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15~16日開催分))について~no reason for complacency~)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点~その②~
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて~吹けば飛ぶような利上げ期待~
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について~購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価~)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて~見直されるLLR機能~)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合~不安な「ギリシャ後の展開」~)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて~勝負の2週間~
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について~ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針~)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について~デフォルトはメインシナリオへ~
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて~素直な政策金利相場だった上半期~)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて~実感はあるか?~
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて~舞台は首脳級へ引き継ぎ~)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16~17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢~考え得るシナリオや離脱後の相場~
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈~実質実効為替相場を考えると~)
2015年6月10日	ユーロ圏1~3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認~4月国際収支統計を受けて~
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について~「壮大な投機」の後退:その②~)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて~ボラティリティ許容発言の意図~
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇~忍び寄る交易損失~
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー~「完全なる実施」の強調~
2015年6月1日	G7を終えて~ドル高、交差する三種の思惑~
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因~従前の想定は変わらず~
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15~16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー~証券投資動向から占うユーロ相場~)
2015年5月21日	クレー発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1~3月期GDPについて~消費&在庫が下支え~
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について~6月返済も危ういか~
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について~「壮大な投機」の後退~
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理~何度目かの佳境~
2015年5月14日	ユーロ圏1~3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について~完全雇用到達後の世界~
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証~「金利への回帰」の布石か~
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて~勝負の秋~)
2015年4月30日	米1~3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②~参院財政金融委員会での総裁発言を受けて~)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
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~
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月利上げの芽は潰えたか~
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、量的緩和と政策(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か~試される「強いドルは国益」~)