みずほマーケット・トピック（2021 年 10 月 20 日）

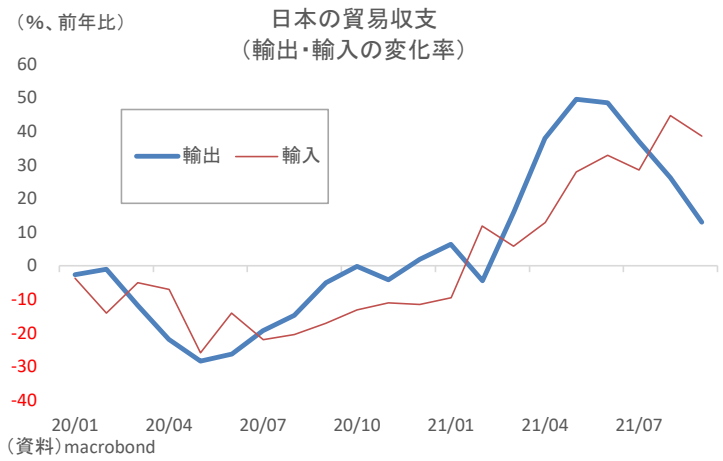
本邦 9 月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～

本邦 9 月貿易収支は 2 か月連続で赤字を記録。輸出は自動車の減少が響く一方、輸入は原油や石炭などの増加が押し上げるという想像通りの構図。特に輸入増加は始まったばかりだろう。ドル/円や原油が鋭角的な上昇を始めたのが 9 月下旬以降で、10 月に入り一段と加速した経緯がある。為替や商品にかかるヘッジの存在を踏まえれば、10～12 月期いっぱいをかけて為替、商品の両面から輸入が押し上げられる可能性は高そう。それでも円安に呼応して輸出が増えれば貿易収支の悪化は押さえられるが、年初からの円安傾向にかかわらず、輸出数量指数は横ばい、そしてピークアウトの様相を強めている。昨年来見られてきた輸出増加はあくまで海外経済が復活する中での一時的な動きであり、ここから先の増加は緩慢だろう。まとめれば当面の貿易収支は「輸出は伸び鈍化、輸入は伸び急伸が既定路線」が見えており、やはり悪化（赤字拡大）の途上にあると考えたい。需給も円売り材料として加わったことは見逃せない。

～輸入増加は始まったばかり～

為替市場では円安地合いが続いているが、今朝、財務省より公表された本邦 9 月貿易収支はこうした現状をさらに後押しする材料だった。輸出は前年比+13.0%の 6 兆 8412 億円、輸入は同+38.6%の 7 兆 4640 億円となり、収支は▲6228 億円と 2 か月連続で赤字を記録している。輸出に関しては自動車の減少が響く一方、輸入に関しては原油や石炭などの増加が押し上げるという想像通りの構図である。輸入の+38.6%という非常に大きい伸びの 3 割強（寄与度+13.2%ポイント）が鉱物性燃料に由来している。後述するように、この構図はまだ始まったばかりと考えられる。

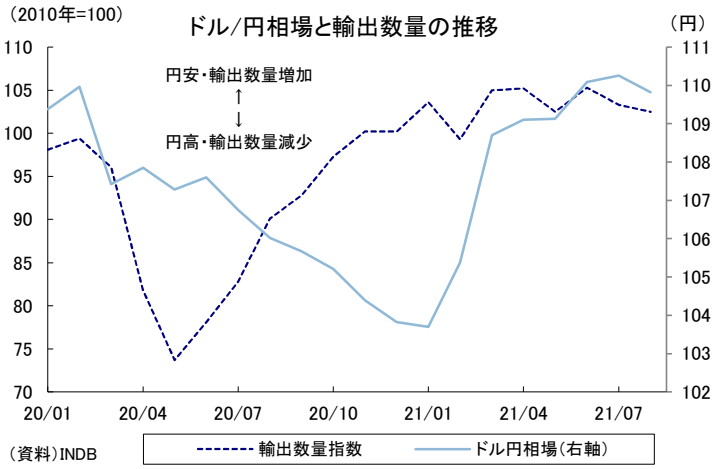
年初来、日本の貿易収支が黒字基調にあったのは旺盛な海外需要に引っ張られて輸出が増える一方、停滞する国内需要を受けて輸入が伸び悩んだ結果であった。それは防疫政策に関し、ワクチン接種を手段として最大活用し、社会正常化という目的を実現した海外と、ワクチン接種率向上に拘泥して目的を見失った日本との差でもあった。図示されるように、過去 1 年余りに関して言えば、輸出の伸び率が輸入のそれを大きく上回り、これが貿易黒字を生み出していたことが分かる。とはいえ、貿易黒字には違いないが、国内経済の縮小を前提としており、あまり喜ばしい格好ではなかった。しかし、4 月をピークに伸び率格差は縮小が始まり、8 月には輸入の伸びが輸出のそれを逆転、9 月もその状況が続いてい

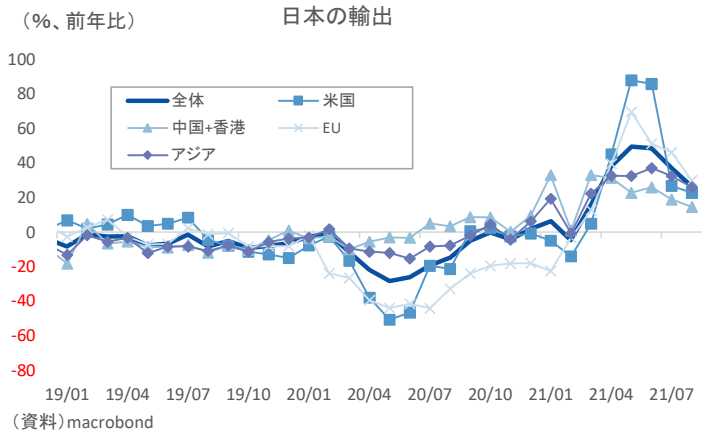


る。ドル/円や原油が鋭角的な上昇を始めたのが 9 月下旬以降であり、10 月に入ってから一段と加速した経緯がある。為替や商品にかかるヘッジの存在を踏まえれば 2～3 か月程度のラグは想定され、例えば原油価格の動きに対して鉱物性燃料輸入は 2 か月程度遅行する傾向がある。とすれば、10～12 月期は為替、商品の両面から輸入が押し上げられる構図が極まる可能性が高い。

～輸出はピークアウト。需給は円売りへ～

それでも円安に呼応して輸出が増えてくれば貿易収支の悪化は押さえられるが、その点でも不安は残る。本欄でも繰り返し論じているように、もはや日本は通貨安で輸出が増える国ではない。年初からドル/円相場は+6%以上(本日時点では+8%以上)上昇しているが、輸出数量指数は横ばい、そしてピークアウトの様相を強めている(右図・上)。昨年来見られてきた輸出増加はあくまで海外経済が復活する中での一時的な動きであり、ここから先の増加は緩やかなものになるはずである(それが元の姿でもある)。国・地域別に言えば、広くあまねく減速していることが分かるが(右図・下)、やはりここもとの供給制約などを背景に成長率を大きく落としている米国向けの減速が顕著である。IMF 見通しに従えば、この状況は 2022 年半ばまで続くことになるので、日本の輸出も類似の動きを強いられるだろう。これは程度の差こそあれ、EU 向けも同様かと思われる。なお、中国向けは同国経済がごたつくなかにあって、既に目に見て伸び率を落としている。





まとめれば当面の本邦貿易収支に関しては「輸出は伸び鈍化、輸入は伸び急伸が既定路線」が展開として見えており、やはり悪化(赤字拡大)の途上にあると考えるべきだろう。円売り材料が目白押しの現状において、貿易黒字は数少ない円高材料だったが、ここにきてそれも崩れ始めていることは為替見通し上、重要な論点と考えられる。

市場営業部兼金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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 （Archives） http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年9月分）
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版（IMF秋季世界経済見通し（WEO）を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～）
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版（ECB政策理事会議事要旨（9月9日開催分）～争点は「PEPPの次」へ～）
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～）
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場（REER）の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～）
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年8月分）
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版（ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～）
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版（ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～）
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口ムード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～）
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～）
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年7月分）
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ）
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オペを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版（「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～）
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年6月分）
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版（ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～）
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～）
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～）
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年5月分）
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～）
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5 月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～）
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版（BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～）
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年4月分）
	FOMC議事要旨～テーパリングが必要なのは財政政策？～