

みずほマーケット・トピック(2021 年 11 月 17 日)

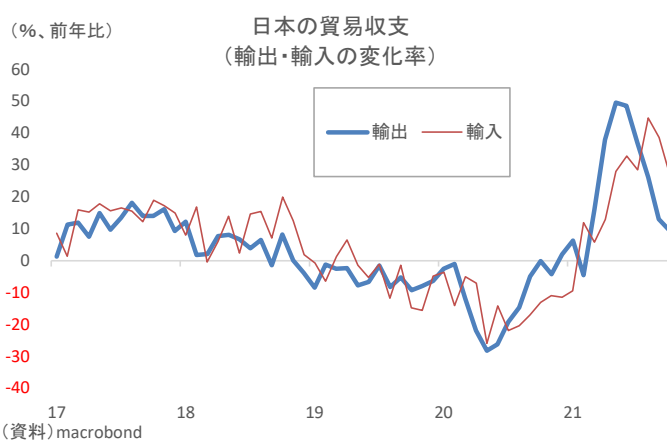
10 月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～

ドル/円相場は年初来高値を更新し、4 年 8 か月ぶりの 115 円台を窺う展開。こうした中、本邦 10 月貿易収支は 3 か月連続で赤字を記録。輸出の伸びは春先から明確にピークアウトしているが、輸入は高止まりが続いている。引き続き、円安が輸出数量を増やす様子はなく、逆に 10 月の輸出数量指数は前年比 ▲2.6% と 8 か月ぶりに減少している。こうなると「購買力平価 (PPP) に照らして円は割安」という巷説は意味を持たない。この理屈が肯定されるためには割安ゆえに輸出数量が押し上げられ、貿易黒字が蓄積し、いずれ輸出企業の円買いとなって相場を動かすという事実が必要になる。だが、現在起きていることは単に下がった通貨が輸入物価を押し上げて貿易赤字を拡大させているだけで、むしろ円安の種を蒔いている状態。自動車輸出が抑制される中、当面の本邦貿易収支は「輸出は伸び鈍化、輸入は伸び急伸」が既定路線。「実需の円売り」は『中期為替相場見通し』における円安シナリオを補強する材料に。

～貿易収支、構図は大きく変わらず～

昨日のドル/円相場は米 10 月小売売上高の予想外の改善とこれに伴う米金利上昇を背景に年初来高値を更新し、115 円付近で推移している。今朝、財務省より公表された本邦 10 月貿易収支はこの状況をさらに定着させる材料だった。輸出は前年比 +9.4% の 7 兆 1840 億円、輸入は同 +26.7% の 7 兆 2514 億円となり、収支は ▲674 億円と 3 か月連続で赤字を記録している。▲3000 億円以上の赤字を見込んでいた市場予想と比べれば小幅だが、輸入の伸びが輸出のそれを凌駕する構図は変わっていない(図)。輸出の伸びは春先から明確にピークアウトしているが、輸入に関しては、前月から減速が見られるものの、あくまで商品市況に追随して動いていることを思えばピークアウトの判断は難しい。当面、「輸出は減速、輸入は高止まり」のイメージが持続せざるを得ない。

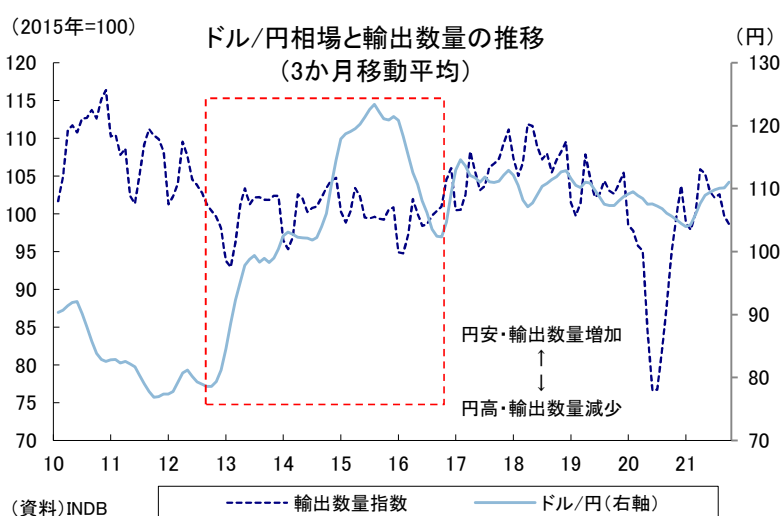
品目別に見ると、輸出に関しては自動



車が前年比▲36.7%と本邦自動車各社が東南アジアにおいて大幅減産に踏み切っている影響がはっきり出ており、これが輸出全体の伸び(前年比+9.4%)に対し▲5.9%ポイントと大きな足枷となっている。片や、輸入に関しては原粗油、石炭、液化天然ガス(LNG)といった鉱物性燃料が押し上げる構図が続いており、輸入全体の増加(前年比+26.7%)のうち鉱物性燃料だけで+12.3%ポイントと5割弱を占める。そのほかは鉄鉱石や木材を含む原材料でこれが+3.9%ポイント、医薬品(ワクチンなど)を含む化学製品が+3.0%ポイントと概ね商品市況とワクチンで説明できるような構図である。こうした品目別の動きを見る限り、やはり貿易統計の近況が大きく変わることは難しいのだろう。ここに来て円安・ドル高がさらに加速していることも輸入を押し上げる要因になる。

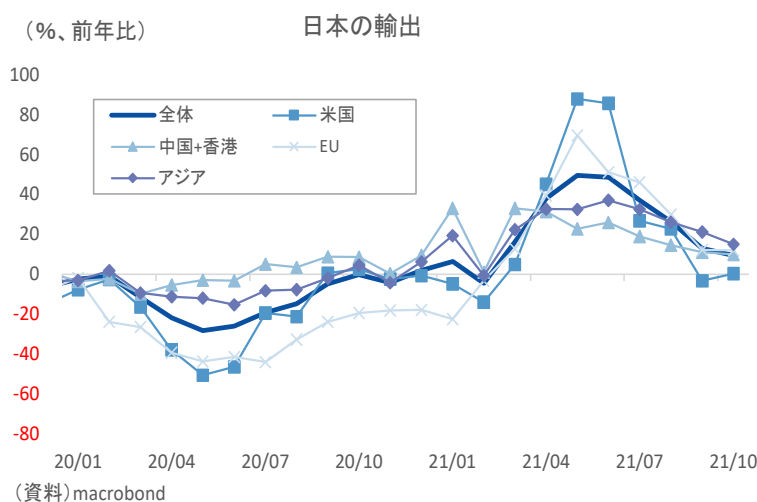
～需給面の円売り強まる、米国向けは自動車頼み～

前月の本欄でも議論した通り、円安傾向になっても輸出数量が全く浮上してこないという難しさが引き続き確認されている(図)。10月の輸出数量指数は前年比▲2.6%と8か月ぶりに減少している。こうなってくると「購買力平価(PPP)に照らして円は割安」という巷説も意味を持たない。その理屈が肯定されるためには割安ゆえに輸出数量が押し上げられ、貿易黒字が蓄積し、いずれ輸出企業の円買いとなって相場を動かすという事実



が必要になる。しかし、現在起きていることは単に下がった通貨が輸入物価を押し上げて貿易赤字を拡大させているだけであり、むしろ円安の種を蒔いている状態にある。もちろん、半導体を筆頭とする部品不足で自動車関連の輸出が伸びないという事情はあるが、円相場と輸出が連動しなくなっているのは今に始まったことではなく2013年以降、アベノミクスの名の下で円安が隆盛を極めた時からの話である(図中点線四角部分)。

過去の本欄でも繰り返し論じているが、昨年来見られてきた輸出増加はあくまで海外経済の正常化に合わせた特需に過ぎない。しかし、既に各国・地域の成長率は下方修正が目立ち始めており、海外需要が輸出をけん引する姿も描けない。とりわけ供給制約とインフレ高進による成長率の下方修正幅が相対的に大きいと考えられる米国向けの失速は際立っている(図)。これは米国向け輸出の主力品目が自動車



を含む輸送用機器であることも災いしている。復調にはまだ時間がかかりそうである。対米貿易黒字を稼げなくなっている中、全体の収支も自ずと悪化せざるを得ない。

当面、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」が既定路線として見えており、基本的には「実需の円売り」が強まる途上にあると考えられる。本欄や『中期為替相場見通し』の円安・ドル高シナリオを補強する材料が浮上してきているものと整理したい。

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11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
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～
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	円安に触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	交易条件の悪化に触まれる日本経済
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～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の模様～
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～現実味帯びる「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)
	メキシコシナリオの障害～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	気候変動オベを受けて～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	やはり無理が開始し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～)