

みずほマーケット・トピック(2022年3月9日)

経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～

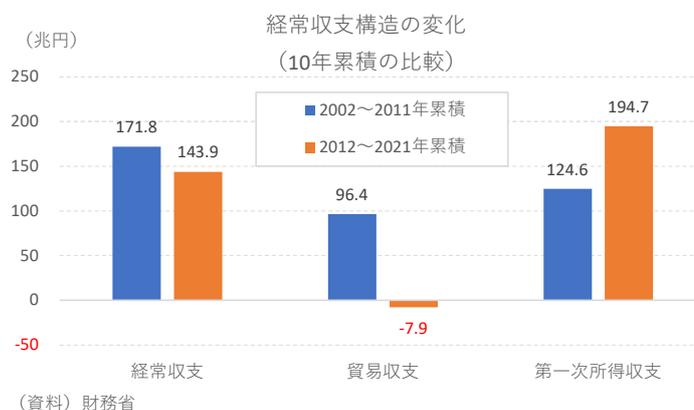
本邦1月経常収支は▲1兆1887億円と2か月連続で赤字を記録。赤字額としては14年1月に次ぐ過去2番目の大きさ。当時も資源高と円安の併存が話題であったが、今次局面は資源高の次元が違う。上昇ペースもさることながら、当時は原油やLNGなどの燃料が中心だった。今回は小麦を筆頭とする食料も含めた商品価格全般に上昇圧力が及ぶ。何より今回最大の懸念事項はその原因だろう。感染症と戦争と脱炭素機運という「いつ終わるか分からない」という非常に強い不透明感が一段と不安を煽り、対象資産に対して焦燥感に駆られた買いを招く。日本にとって経常赤字は「記録しても一時的」という理解が常識だったが、その常識が覆されるのだとしたら円相場ひいては日本経済の一大事である。この状況が定着すると日本は「成熟した債権国」の座を早くも失い、「債権取り崩し国」へ歩みを進めることになる。弱体化する日本経済の通貨である円にとって、経常黒字は「お守り」ないし「最後の砦」のようなものであった。仮に経常赤字定着が現実になれば、円相場の動揺は不可避であり円高懸念はもはや滑稽ですらある。

～日本経済の一大事～

本邦1月経常収支は▲1兆1887億円と2か月連続で赤字を記録した。これは2014年1月に次ぐ過去2番目の大きさである。現行統計に限って言えば、2013年10月から2014年1月の4か月間が連続赤字記録であり、当面はこれが更新されるかに着目したい。当時も資源高と円安の併存(および消費増税前の駆け込み輸入)が話題であったが、今次局面は円安とはともかく資源高の次元が違う。原油や液化天然ガス(LNG)の価格上昇は当時と今回で共通するが、今回の上昇ペースは比較にならないほど早い。また、今後は小麦を筆頭とする食料も含めた商品価格全般に上昇圧力は及ぶことが見えている。何より今回最大の懸念事項はその原因である。感染症と戦争と脱炭素機運が資源価格を押し上げており、「いつ終わるか分からない(終わらないかもしれない)」という非常に強い不透明感が商品市況の不安を一段と煽っている。必然、焦燥感に駆られた買いも入りやすい。日本にとって経常赤字は「記録しても一時的」という理解が常識だったが、その常識が覆されそうになっているのだとしたら、円相場ひいては日本経済の一大事である。

～経常赤字という新常态～

過去の本欄でも議論しているが、日本の経常収支の変調は今に始まったことではなく、敢えて言えば過去10年で顕著になっているものである。図示される通り、

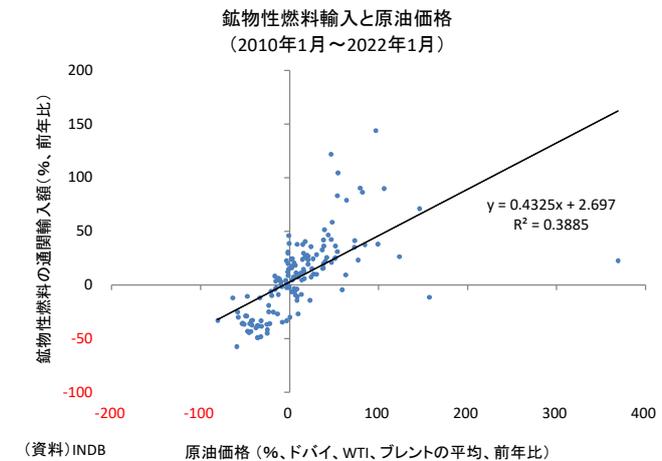
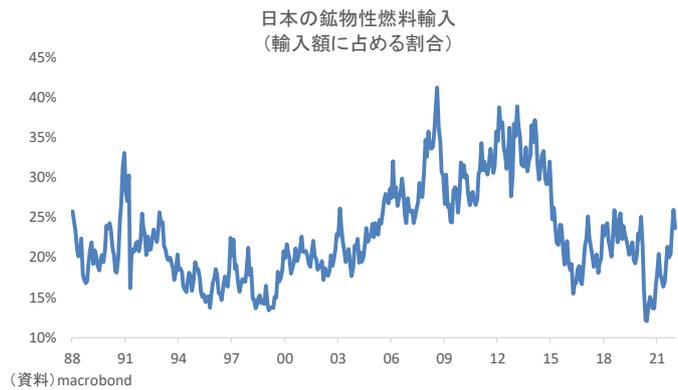


過去 20 年を振り返った時、2002～2011 年の 10 年間ではまだ潤沢な貿易黒字があった。しかし、2012～2021 年の 10 年間でそれが完全に消滅している。これを 1 つの原因に求めるのは難しく、敢えて言えば、①2011 年 3 月 11 日の東日本大震災以降、原子力発電を止めて火力発電依存を強め LNG 輸入が増えたこと、②超円高に耐えかねて日本企業の海外生産移管が順次進んだこと、③そもそも日本企業の輸出競争力が衰えていることなどが頻繁に指摘される。①～③はほぼ同時期に起きた話でもあり、これらが複合的に絡み合った結果が 2011 年以降の慢性的な貿易赤字と考えるのが自然なのだろう。①は直感的に大きな要因と思われがちだが、日本の輸入総額に占める「鉱物性燃料」の割合が極端に高止まりしているわけではなく(図・上)、少なくとも過去 10 年の貿易黒字消滅を①だけに求めるのは難しいように思える。もっとも、足許の商品価格上昇はまだ完全に鉱物性燃料輸入金額に反映されているわけではなく、これからさらに増加するだろう。現在の 25%前後という割合はさらに押し上げられ、貿易赤字ひいては経常赤字の拡大に寄与してくると考えられる。非常にラフな試算だが、原油価格が前年比+1%上昇すれば鉱物性燃料の輸入額は前年比で+3%程度増える(図・下)。原油価格の前年比変化に関して言えば、過去 3 か月平均で+65%に達している。これに対して輸入金額は+40%程度の増勢にある。試算の示す推計値は+30%強なので、経験則に比べて早いペースで輸入は増えている。これは燃料以外にも輸入を押し上げる項目(食料や医薬品など)があるからだろう。いずれにせよ、日本の貿易収支が当面悪化路線にあるのは間違いない。仮に商品価格がこのまま当分戻らないとすれば、経常赤字が新常态となってしまう可能性もある。

なお、商品価格が輸入金額に反映されたのち、さらに時間差を伴って一般物価に波及してくると思われる。その頃になれば、経常赤字はさらに社会的関心事になるはずである。

～元々「張り子の虎」だった経常黒字～

そもそも、上述するように日本の経常黒字は第一次所得収支黒字と概ね同義であり、それは「円相場を支える」という意味では「張り子の虎」だった。第一次所得収支黒字は対外証券投資から生じる利子や配当金、もしくは対外直接投資から生じる配当金や再投資収益(要は現地法人の内部留保)である。対外直接投資から得られる配当金こそ円転が期待されるものの、定義上、為替が発生しない再投資収益はもちろん、対外証券投資の利子や配当金も円転は行われず、外貨のまま



再投資されることが多いことで知られる。つまり、日本の経常黒字は巨額だが、現実の円買い需要はさほどではなかったという実情がある。過去 10 年で「リスクオフの円買い」の迫力が衰えた最大の原因が「経常黒字の主体が貿易黒字から第一次所得収支黒字に切り替わったこと」なのだと筆者は考えている（第一所得収支は元々黒字なので、端的に言えば「貿易赤字になったこと」でも良い）。

よって、今、経常赤字になったからと言って、それが直ぐに急激な円安を招くという道理もない。元々円買い需要など高が知れているからだ。しかし、為替市場はいつでも直情的である。世界最悪の政府債務残高があっても日本国債や円が暴落論と距離を取ることができた背景には巨大な経常黒字とその蓄積である対外純資産の存在があった。ある意味でそれは円という通貨の「お守り」であったし、「最後の砦」でもあった。しかし、いよいよ第一次所得収支の黒字だけで資源高主導の貿易赤字を相殺できなくなっており、経常赤字が常態となってしまうのだとすると円相場の動揺は避けられないように思われる。筆者は日本国債も円も暴落するとは考えてこなかったし、今も殆どそう思っていない。その可能性を問われた際は必ず「暦年で経常赤字になった時が最もシンボリックな契機になりやすい」と回答するようにしてきた。それは決して近い将来の話ではなく、人口動態の変化に伴って徐々にそうした事態に向かうことを念頭に置いていた。時間軸で言えば 10 年単位の話である。だが、外部環境の急変に応じてその未来が思ったよりも早く到来する可能性も視野に入れるべきなのかもしれない。今が「成熟した債権国」から「債権取り崩し国」へ移り変わる過渡期だとすると、もはや円高を懸念するのは滑稽ですらある。

市場営業部・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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分) 円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰郷報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
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～
2021年11月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分) 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GDPI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」