

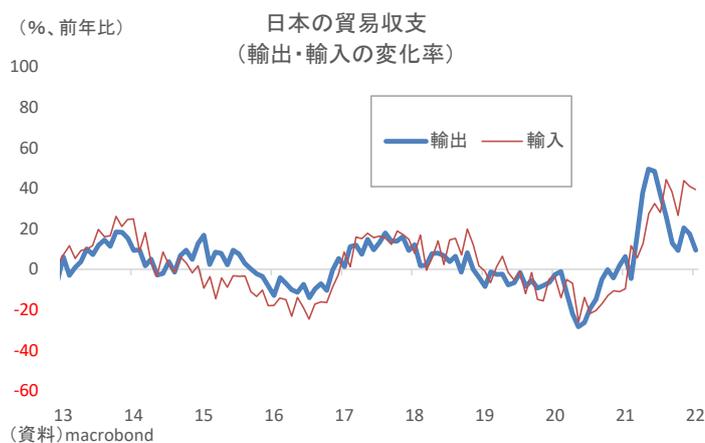
みずほマーケット・トピック(2022年3月22日)

「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ

ドル/円相場の高値更新が続いている。過去1年の本欄では繰り返し論じているように、円安地合いは海外要因もさることながら「日本回避」、ラフに言えば「日本売り」を含んでいると思われる。その代表的な要因が需給環境の変化であることに疑いの余地はない。趨勢的に(3か月移動平均で)見た貿易赤字は▲1245億円と2014年3月以来の高水準。ウクライナ危機の影響がラグを伴って赤字を押し上げるのはこれからの話であることを踏まえれば、当面、需給環境が円安を支持する景色は続くだろう。2012～13年を境として貿易黒字が消滅したことがドル/円相場の下値固めに寄与してきたことは過去10余年の相場つきを見れば明らか。それはすなわち、黒田体制の下で異次元緩和が始まった頃から需給構造変化が可視化されていたということでもあり、最近始まった話ではない。これから起きようとしていることは「貿易黒字の消滅」ではなく「貿易赤字の定着(ないし拡大)」。需給の観点から円安に傾斜するのは自明にも思える。

～趨勢的にも大幅赤字に～

ドル/円相場の高値更新が続いている。過去1年の本欄では繰り返し論じているように、円安地合いは海外要因もさることながら「日本回避」、ラフに言えば「日本売り」を含んでいると思われる。その代表的な要因が需給環境の変化であることに疑いの余地はない。先週16日、財務省より発表された本邦2月貿易統計はそれを一段と印象付けるものだった。貿易赤字は▲6683億円と市場予想の中心(▲1500億円)を大幅に上回った。輸出は前年比+19.1%と市場予想(同+20.9%)並みの増勢を確保した一方、輸入が同+34.0%と元より高い伸び率がさらに加速し、貿易赤字は一段と拡大した。輸出はこれまで足枷となってきた自動車と同+8.3%(前月▲1.0%)と持ち直したものの、輸入は原油を筆頭とする原油(同+93.2%)や天然ガス(同+65.3%)が圧倒的な伸びを続けている。



輸入の伸びが輸出のそれをここまで顕著に上回るケースは過去にも珍しい(前頁図・上)。

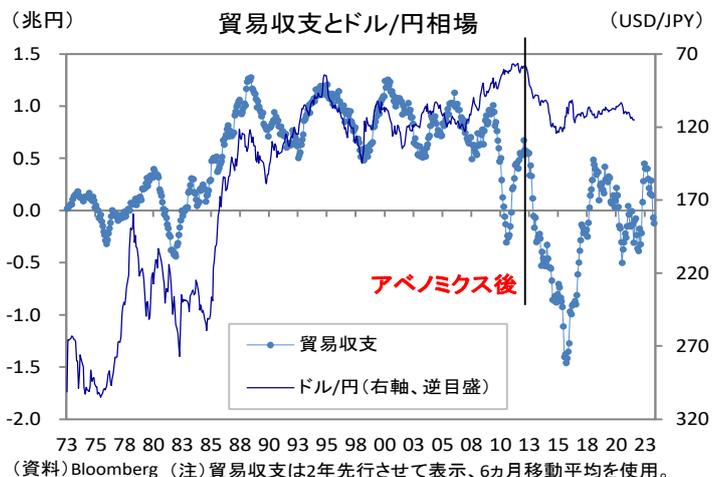
結果、趨勢的に(3か月移動平均で)見た貿易赤字は▲1245億円と2014年3月以来の高水準をつけている(前頁図・下)。当時は資源高も注目されていたが、消費増税(2014年4月)直前で駆け込み需要が輸入を焚きつけていたという一過性の要因もあった。今回はそうした要因が見当たらず、むしろウクライナ危機の影響は3月以降に現われることを踏まえれば貿易赤字の拡大は序盤だろう。今後、世界経済の需要が拡大して輸出が増加する見通しは立たない一方、輸入は商品価格主導で増加が確実視される。貿易赤字の継続・拡大は既定路線であり、少なくとも需給環境が円安を支持する時間帯は当面続くだろう。ウクライナ危機の影響がラグを伴って赤字を押し上げるのはこれからの話である。

～対ロシア貿易自体は大きくない～

なお、「ウクライナ危機にまつわる日本経済への影響」は目下、最も照会の多い論点であり、直感的には対ロシア貿易を通じた日本経済への影響が注目される。だが、報道されるイメージとは裏腹に対ロシア貿易自体が日本の貿易総額において大きいわけではない。2021年を例に取れば、日本のロシア向け輸出は自動車や自動車関連備品が中心だが、総額8624億円は輸出総額の1%程度にとどまる。直接的に経済制裁の対象として真っ先に規制された輸出品目である半導体等電子部品の輸出額は約5億円で対ロシア輸出額全体の0.1%程度にとどまる。一方、2021年におけるロシアからの輸入額は資源を中心として1兆5431億円と輸出の倍程度になるが、これは日本の輸入総額における1.8%程度でしかない。輸出にしても、輸入にしても、対ロシア貿易が細ること自体が直接的なダメージを日本経済にもたらす道理はない。「ウクライナ危機にまつわる日本経済への影響」はどこまでいっても食糧も含めた商品価格全般の上昇であり、それがロシア以外からの輸入金額も広くあまねく押し上げ、交易損失拡大を通じて日本の「貧しさ」を助長する展開が最も危惧される(詳しくは本欄3月18日号『GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～』をご参照下さい)。

～「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ～

繰り返しになるが、貿易赤字拡大に代表される需給環境の変化が足許の円安相場を駆動している印象は否めない。実際、当月の赤字が当月の円売りに直結するほど為替市場は単純ではなく、実務上、貿易赤字が円売りに効いてくるのはこれからだと思われるが、「貿易赤字拡大により経常赤字が定着」という一大構造変化の可能性に為替市場参加者が身構えることは全く不思議ではない。右図で一瞥されるように、2012～2013年を境として貿易黒字が消滅したことがドル/円相場の下値固めに寄与



してきたことは過去 10 余年の相場つきを見れば明らかである。それはすなわち、黒田体制の下で異次元緩和が始まった頃から需給構造変化が可視化されていたということであるが、日銀は頑として「円安は総じて日本経済にとってプラス」との主張を固持している(この点については別の機会に詳しく議論する)。今起きようとしていることは「貿易黒字の消滅」ではなく「貿易赤字の定着(ないし拡大)」であり、需給環境の観点から、円安・円高のどちらに傾斜するかは自明にも思える。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.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18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面~「デフレの原因はインフレ」という理解~)
2022年3月17日	FOMCを終えて~短期決戦型の利上げ。効果は24年以降~
2022年3月15日	円安相場の考え方~「三步進んで二歩下がる」~
2022年3月14日	3つの円安要因~「成熟した債権国」が終わる時~
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて~「戦下の正常化」に着手~)
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~
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ムリスクになるのか?
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olz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「含意なき離脱」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~色濃く日本回避~
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~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
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	円安に蝕まれる日本経済の現状