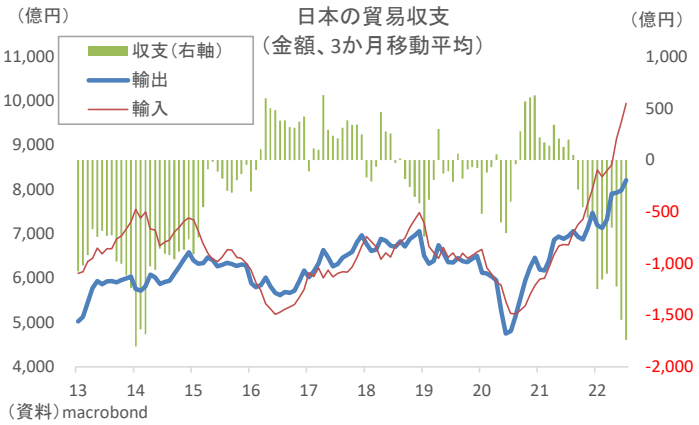
みずほマーケット・トピック（2022 年 8 月 18 日）

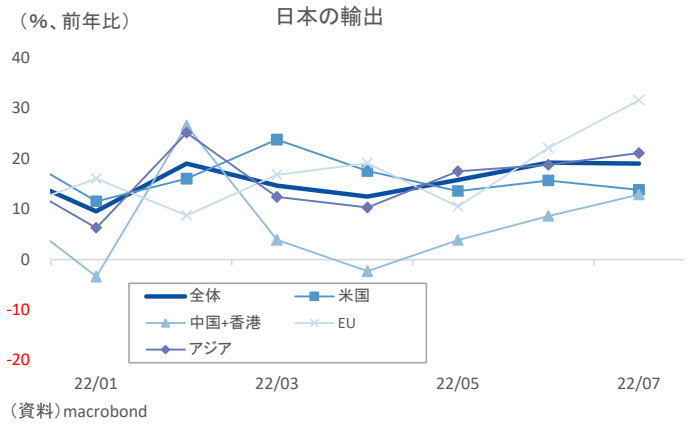
過去最大を更新し続ける貿易赤字

日本の貿易赤字は 1～7 月合計で▲9.4 兆円、過去 12 か月では▲12.3 兆円に達している。歴史上、年間▲10 兆円を超える赤字を出した年は 2013 年と 2014 年の 2 回のみ。暦年で最大の赤字を出した 2014 年の 1～7 月合計は約▲8.6 兆円の赤字であり、現在の約▲9.4 兆円よりは小さかった。今年の貿易赤字が史上最大となる可能性は高い。ちなみにドル/円相場は 2013 年に+17%、2014 年に+12%、それぞれ上昇している。当時は未曽有の金融緩和の結果だと言われたが、実際は需給面での円売り圧力が寄与した疑いが相当ある。既に原油価格の伸びはピークアウトしていることから、これに遅行する格好で鉱物性燃料の輸入ひいては輸入総額も頭打ちになるはず。しかし、貿易赤字がピークアウトしても需給環境が円売り超過であるという現実は直ぐには変わらない。これは円相場の見通しを考える上で非常に大事な点である。なお、欧米景気が著しく減速する状況下、輸出が伸び悩みそうなことも高水準の貿易赤字に繋がるだろう。需給面に関し、円安が正当化される状況は当面続きそう。

～拡大する赤字、増えない輸出～

昨日、財務省から公表された本邦 7 月貿易統計は貿易収支が▲1 兆 4367 億円の赤字と 7 月としては最大を記録した。これで赤字は 12 か月連続である。引き続き鉱物性燃料を中心に輸入額が膨らんでおり、7 月の輸入額は前年比+47.2%の 10 兆 1895 億円とこれもやはり過去最大である（輸入額の過去最大は 5 か月連続）。一方、輸出額も同+19.0%の 8 兆 7528 億円と増勢を保っているものの、実は数量ベースで見ると同▲2.0%と 5 か月連続で減少している。これほどの円安局面でも輸出数量が押し上げられるに至っていない状況を前に、日本という国が改めて財輸出で外貨を稼ぐことが難しくなっている国なのだと痛感させられる。なお、国・地域別に見ると（右図・下）、今春をピークとして米国向けが徐々に失速していることが分かる。片や、EU 向けや、ロックダウン解除後

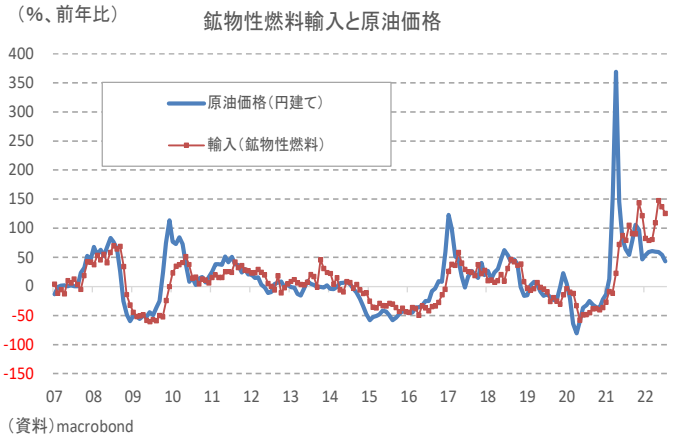




の「中国+香港」向けがまだ勢いを伸ばしており、貿易赤字縮小の一助となっている。とはいえ、EUの景気減速も足許で顕著になってきており、失速は不可避であろう。また、直ぐにゼロコロナ政策を振りかざす中国の内需も先行き安心できるものではない。日本の輸出を待ち受ける海外情勢は芳しいとは言えない。後述するように輸入の伸びは止まりそうだが、輸出の伸びも止まりそうである。

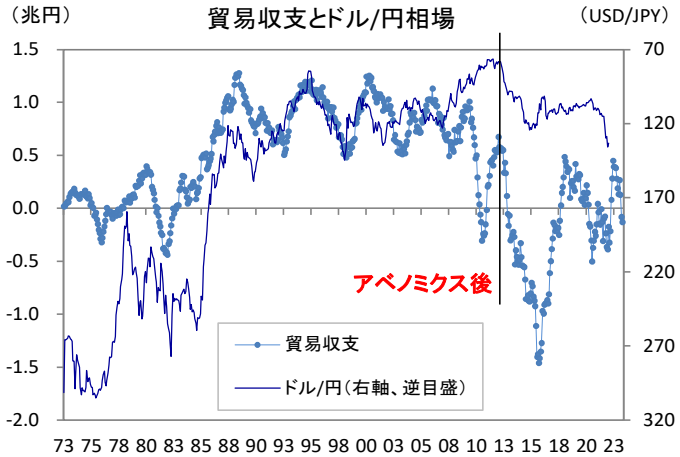
～輸入のピークアウトは近し？～

今後の貿易収支の帰趨を握るのは言うまでもなく鉱物性燃料輸入の先行きである。周知の通り、欧米の景気減速懸念から原油を筆頭とする商品市況はピークアウトしており、これはそのまま日本の輸入金額、ひいては貿易赤字の縮小に直結してくると考えられる。右図にも示すように既に原油価格の伸びは依然高水準ながらもピークアウはトしており、これに遅行する格好で鉱物性燃料の輸入も頭打ちになることが予想される。昨日も議論したように、商品市況のピークアウトは交易条件の改善、理論的には実質実効円相場の底打ちも示唆する。実際、商品市況の落ち着きは欧米のインフレ率も直接的に押し下げるであろうから、利上げ期待の後退を通じて内外金利差の縮小にも繋がってくる。それ自体も円売りが修正される契機にはなるだろう。



～ドル/円相場に対する含意～

もっとも、貿易赤字は過去 12 か月で▲12.3 兆円に達している。仮に 2021 年暦年の経常黒字は+15.5 兆円、そのうち貿易赤字は▲2.6 兆円だった。ここからあと▲10 兆円の貿易赤字が乗れば、年間の経常黒字は+5.5 兆円しか残らない。インバウンド解禁もやる気がないのだとすれば、もう日本がフローベースで稼ぐ外貨はほぼ消滅するという構図になる。既述の通り、貿易赤字がピークアウトしても需給環境が円売り超過であるという現実は直ぐには変わらないだろう。これは円相場の見通しを考える上で非常に大事な点である。歴史上、年間▲10 兆円を超える赤字を出した年は 2013 年（▲11.5 兆円）と 2014 年（▲12.8 兆円）の 2 回しかない。過去最大の赤字幅となった 2014 年の 1～7 月合計は約▲8.6 兆円であり、現在の約▲9.4 兆円よりは小さく、今年の貿易赤字が史上最大となる可能性はかなり高い。ちなみにドル/円相場は 2013 年に+17%、2014 年に+12%、それぞれ上昇している。当時は黒田新体制の下での金融緩和、ひいてはアベノミクスの



効果だという声が大きかったものの、実際は需給面での円売り圧力が寄与した疑いが相当あると筆者は思っている。過去の本欄でも繰り返し論じているように、日本は 2013 年以降、ヒステリックな円高相場を経験していない（前頁図）。これは大胆な金融政策の結果ではなく、単にその頃から日本が貿易黒字を稼げない国になったというだけの話ではないかというのが筆者の基本認識である。

市場営業部
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
2022年8月17日	生産者物価指数（PPI）と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年7月分）
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版（ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～）
2022年7月29日	週末版（米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～）
2022年7月27日	IMF世界経済見通し（7月改定）を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版（ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～）
2022年7月20日	ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年6月分）
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版（世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～）
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版（2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～）
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～）
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～）
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年5月分）
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～）
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版（旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～）
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版（ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～）
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年4月分）
	週末版（円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～）
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版（FOMCを終えて～「50bps→25bps」のブレーキが重要～）
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A：よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年3月分）
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版（ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～）
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版（本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～）
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版（細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～）
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルーブルにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年2月分）
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
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～「三歩進んで二歩下がる」～
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	経常赤字は新常態なのか？～「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？