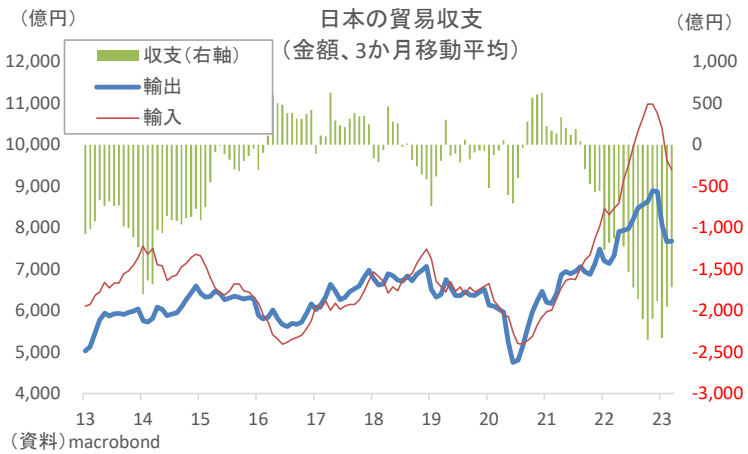
みずほマーケット・トピック（2023 年 4 月 20 日）

本邦 3 月貿易収支～赤字は 3 か月で 5 兆円超え～

本邦 3 月貿易収支は▲7545 億円と 20 か月連続の赤字を記録。年初 3 か月間の貿易赤字は▲5 兆 1590 億円と 5 兆円の大台に乗せた。過去の貿易赤字を遡ると 2019 年で約▲1.8 兆円、5 年連続の貿易赤字を記録した 11～15 年平均で約▲3.7 兆円だった。中国の春節を挟み輸出が停滞しやすい時期とは言え、「3 か月間で 5 兆円の赤字」というのはかつてないハイペース。確かに貿易赤字は徐々に縮小傾向にあるが、「思ったほど円安が是正されない」、「思ったほど原油価格が下がらない」という事実によって「去年よりマシだが大きな貿易赤字」が実現する可能性は高まっている。国・地域別に見れば中国向けが依然として前年実績を割り込んでおり、輸出全体の水準感が切り下げられる状況がある。地政学・地経学の文脈に照らした場合、果たしてこうした動きが一時的なのかは興味深い点。片や、輸入も鉱物性燃料の割合が 30%を突破しており、以前にも増して資源価格への依存度が高まっている。最近の貿易統計からは「地政学・地経学のリスクは日本の輸出を減らし、輸入を増やす」という未来を案じさせられる。

～3 か月で▲5 兆円赤字の重み～

財務省が今朝発表した 3 月貿易収支は▲7545 億円と 20 か月連続の赤字を記録した。ヘッドラインでは 2022 年度の貿易赤字が▲21 兆 7285 億円と比較可能な 1979 年度以降で最大の赤字を記録したことが取りざたされている。しかし、2022 年暦年の赤字が既に約▲20 兆円に達していたのだから、年度の赤字規模を改めて騒ぐ必要はないだろう。むしろ、年内の為替市場を占う上では年初 3 か月間（1～3 月）の貿易赤字が▲5 兆 1590 億円と 5 兆円の大台に乗せている事実が目を引く。例えば、過去の貿易赤字を遡ると 2019 年で約▲1.8 兆円、5 年連続の貿易赤字を記録した 2011～15 年平均で約▲3.7 兆円だった。中国の春節を挟み輸出が停滞しやすい時期とは言え、「3 か月間で 5 兆円の赤字」というのはかつてないハイペースであり、特筆に値する。

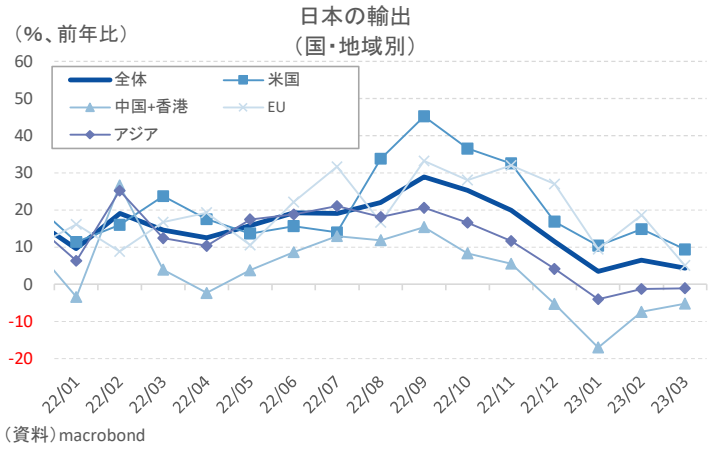


3 月について輸出および輸入を見ると、輸出は金額ベースでは前年比+4.3%（以下特に断らない限り前年比）と 25 か月連続で増勢が維持されているものの、数量ベースでは▲8.1%と 6 か月連続で減少している。円安により金額（価格×数量）は押し上げられているものの、外需環境が芳しくない中、数量が伸びないという様子が窺える。数量が増えなければ国内経済における「生産増→

所得増→消費増」という循環には入りにくい。片や、輸入は金額ベースでは+7.3%と 26 か連続の上昇、数量ベースでは▲2.6%と 5 か月連続の減少となっている。輸入についても円安相場がラグを伴って金額を押し上げており、そこに従前からの資源高も加わって、引き続き輸出よりも高い伸びが続いている。これでは収支の改善には至らない。前頁図に示すように、3 か月移動平均で見ても輸出・輸入が共にピークアウトしていることで収支改善が進んでいない。円安・資源高のピークアウトで 2023 年の貿易収支は改善が進むことが期待されていたものの、減速する海外経済環境と高止まりする商品価格でそうした展開には至っていない。もちろん、季節調整値で見れば貿易赤字は昨年 10 月をピークに縮小傾向にはあるものの、「思ったほど円安が是正されない」、「思ったほど原油価格が下がらない」という事実を踏まえると、「去年よりマシだが大きな貿易赤字」が実現する可能性は高いように思える。

～中国向けは依然として前年割れ～

上述したように輸出の伸びが鈍いことで収支の改善が阻まれている印象は拭えない。この点、国・地域別の動きを見てみると、中国(+香港)向けが▲5.2%と 4 か月連続で前年実績を割り込む動きが続いている。その減少幅は徐々に小さくなっているものの、輸出全体の 18%弱を占める中国が冴えない以上、全体水準はどうしても押し下げられる状況が続く。また、最近の本欄で論じているように、地政学・地経学の観点から、そもそも中国向けの商取引が全盛期並みに回復するのかは不透明感が強い。これを新常態と整理するならば、高止まりする商品価格と同様、日本の貿易赤字が構造的に拡がっているという事実を認めざるを得ないだろう。なお、中国以外でも輸出は精彩を欠いており、米国向けは+14.9%から+9.4%へ減速、EU 向けも+18.6%から+5.1%へ減速しており、失速感が否めない。実効ベースでの円安地合いがしっかり確保されているにもかかわらず主要貿易相手国に対する輸出が伸びない以上、やはり円安については弊害を指摘する声の方が大きくなりやすいだろう。

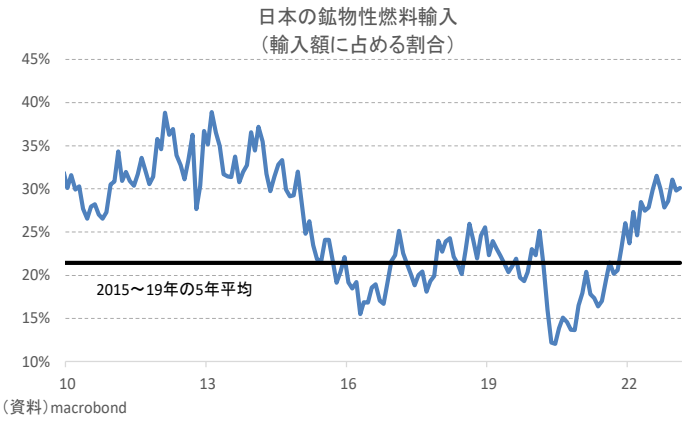


(資料)macrobond

～今や 30%に達する鉱物性燃料輸入～

もっとも、日本の貿易収支改善はやはり輸入の先行きに依存する部分がどうしても大きい。この点は言うまでもなく原油・粗油に象徴される鉱物性燃料項目の先行きに依存するが、輸入の 4 分の 1 と言われた同項目のウェイトは今や 30%前後まで高まっている(図)。パンデミック直前の 5 年間(60 か月分)の平均が 21.4%であったことを覚えば、日本がエネルギー調達に割かねばならない外貨は明らかに増えている。原油価格と輸入金額の関係を簡単に試算すると、原油価格が+1%上昇すると鉱物性燃料の輸入が+8%以上、上昇するイメージになる。鉱物性燃料が輸入の 30%だとすれば原油価格+1%の上昇に対して輸入金額全体は 2.4%(+8%×0.3)押し上げられるイメージにな

る。パンデミック直前の 5 年間の平均は 1 バレル 60 ドル程度だった。年初来の平均は 80 ドル近辺であるため、原油価格は+30%程度、切り上がっている。上記の試算イメージに合わせれば鉱物性燃料の輸入は+240%以上、輸入金額全体では+70%以上が切り上げられるイメージになる。



（資料）macrobond

もちろん、これはその他の条件が全て一定だった場合のイメージになる。実際には 2022 年の輸入金額が 118 兆円、2017～19 年平均の輸入金額が 79 兆円なので、輸入金額は+50%ほど切り上がっている。試算通りではないものの、原油価格主導で日本の輸入金額が切り上げられているのは事実であり、しかもそれが一時的ではない可能性は留意しておく必要があるのではないか。筆者は資源の専門家ではないので原油価格の予想はできないが、今後、世界経済がより時間とコストのかかる世界でやっていかねばならないのはある程度間違いない（この点は先週来の IMF の議論で見た通りだ）。その文脈には「もはやロシアや中国には頼れず、高い資源を買う必要がある」という事実も含まれてくるだろう。パンデミック前と比べて+30%も切り上げられた原油価格が適切な価格なのかどうかは諸賢の分析に委ねたいが、「資源の値段が切り上がった」という事実自体は構造的な目線からある程度受け入れる必要があると筆者は感じている。

このようにしてみると「地政学・地経学のリスクは日本の輸出を減らし、輸入を増やす」という事実が浮かび上がってくる。そのような観点に立ちながら円の現状と展望を今後も考えていきたいと思う。

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
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年3月分）
2023年4月14日	週末版（FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～）
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバリゼーション（slowbalization）
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版（日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～）
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数（HICP）の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版（鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～）
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年2月分）
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版（1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～）
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版（賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～）
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版（本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～）
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年1月分）
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版（当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～）
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版（史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～）
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年12月分）
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版（依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～）
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版（史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～）
2022年12月21日	日銀の政策修正関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～）
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年11月分）
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版（135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～）
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版（本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～）
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年10月分）
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版（2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～）
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版（ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～）
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～