

みずほマーケット・トピック(2023年7月20日)

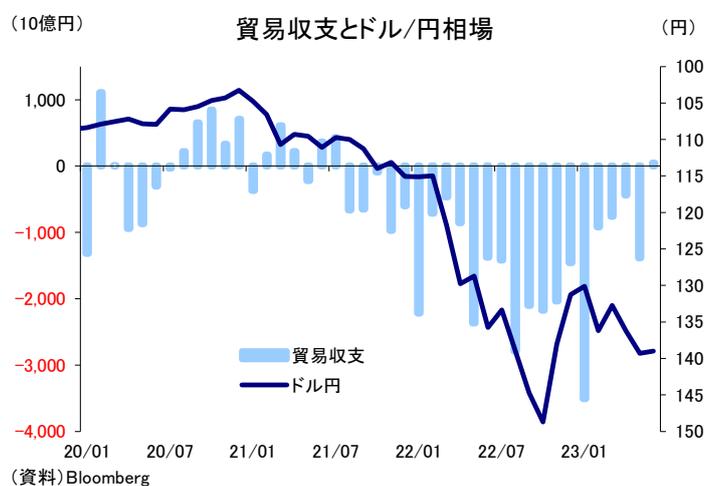
## 23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～

6月の貿易統計は+430億円と実に23か月ぶりの黒字。ここから先の貿易収支は前年比での改善がクローズアップされやすくなるだろうし、季節調整済みの貿易収支も黒字が視野に入る。もっとも、上半期を終えたところでの貿易赤字は約▲7兆円で、前年同期の約▲8兆円を1兆円程度下回る程度。7月以降も輸出の伸びが堅調かどうかは欧米経済の堅調さに依存する部分もあり、黒字転化が常態化するかどうかは不透明。過去を振り返ると貿易赤字が年間▲10兆円を超えた年はドル/円相場が大きく上昇してきた。2023年はFRBの利上げ停止(と利下げ観測の浮上)が重なるため事情がやや異なるものの、2023年も「需給構造が崩れる中で思ったほど円高にはいかない」というのが従前より筆者が繰り返してきた主張だ。なお、2022年の大幅な貿易赤字について「歴史的な円安と資源高を受けた一時的な現象」という理解は間違いではないが、鉱物性燃料を抜いた上でドル換算にしても日本の貿易収支が悪化傾向にあることは否定しようがない事実。単月の結果に惑わされずに大局観を持ちたいところ。

### ～上半期の赤字は▲7兆円に～

今朝財務省から発表された6月の貿易統計は+430億円と実に23か月ぶりの黒字に転じた。自動車輸出の伸びも指摘されるが、やはり原油を筆頭とする資源価格の急落を受けた輸入減少(前年比▲12.9%)に起因する部分は大きい。2022年に資源高と円安を受けた輸入急増が見られ始めたのは下半期であるため、ここから先の貿易収支は前年比での改善がクローズアップされやすくなるだろうし、季節調整済みの貿易収支も黒字が視野に入る(6月はまだ約▲5500億円の赤字)。もっとも、上半期を終えたところでの貿易赤字は約▲7兆円で、前年同期の約▲8兆円を1兆円程度下回る程度である。7月以降も輸出の伸びが堅調かどうかは欧米経済の堅調さに依存する部分もあり、黒字転化が常態化するかどうかは不透明である。

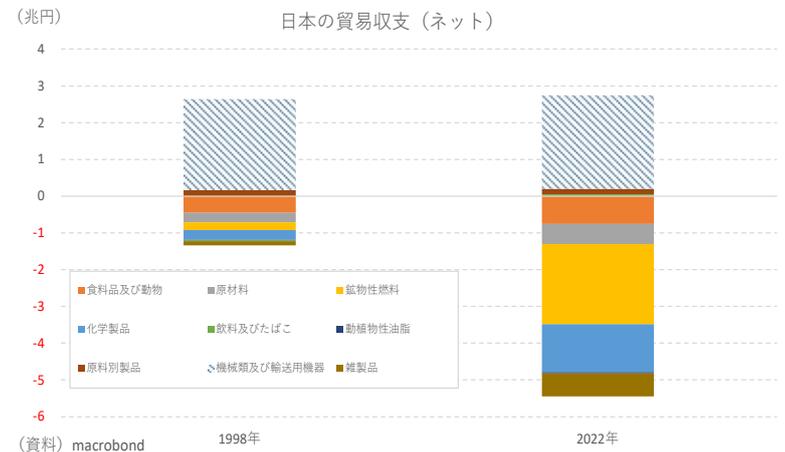
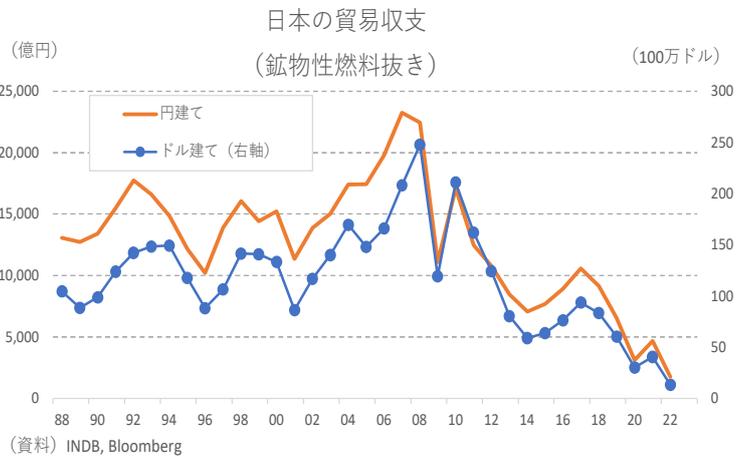
残り6か月で▲3兆円の貿易赤字を記録すると年間▲10兆円の大打撃を2年連続で超えることになる。現在、史上最大の貿易赤字は2022年(約▲20兆円)だが、その次は2014年(約▲12.8兆円)、2013年(約▲11.5兆円)と続いてきた。2023年がここに割り込んでくる可能性は未だに払しょくできない。ちなみにドル/円相場の変化率と照らし合わせると、2022年は+12%、2014年は+12%、2013年は+18%となっており、いずれの年も大幅な円安が進んでいる。2023年に関しては、米国の



利上げ停止(と利下げ観測の高まり)という金利面からの円高圧力があるとしても、「需給構造が崩れる中で思ったほど円高にはいかない」というのが従前より筆者が繰り返してきた主張だ。

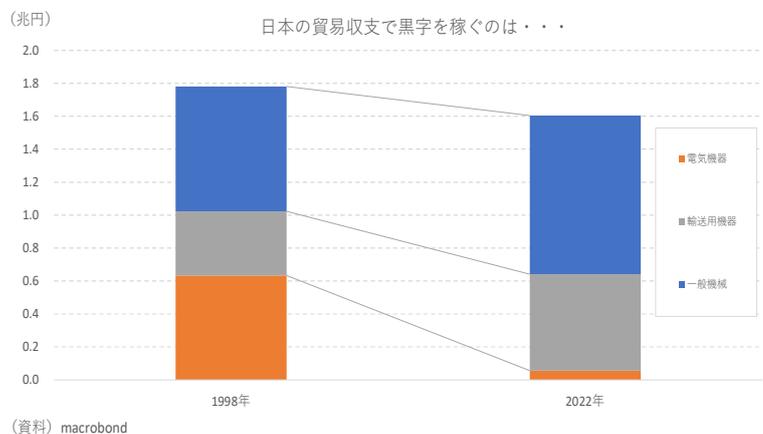
～日本の貿易収支構造の変化は明らか～

史上最大の貿易赤字となった 2022 年に関し、歴史的な円安と資源高を受けた一時的な現象と整理する向きは多く、6月の貿易黒字を受けてその声はさらに強くなるかもしれない。実際、「歴史的な円安と資源高を受けた一時的な現象」という理解は間違いではないが、鉱物性燃料を抜いた上でドル換算にしても日本の貿易収支が悪化傾向にあることは否定しようがない事実である(右図・上)。鉱物性燃料を控除すれば辛うじて赤字転落が免れるのも事実だが、大きな黒字に戻るわけでもなく、概ね均衡というイメージにとどまる(そもそも「鉱物性燃料を除外する」という前提に本質的な意味は無いので赤字体質は直視すべきだろう)。こうした状況を踏まえ、「鉱物性燃料以外の部分でも収支が悪化する背景がある」という事実が推測される。その理由も1つではないが、例えば史上最大の貿易黒字(約 14 兆円)を誇った 1998 年と史上最大の貿易赤字(約▲20 兆円)を記録した 2022 年を比較した場合(図・下)、



輸入は鉱物性燃料のほか、化学製品の伸びが著しい。この中身を主導するのが医薬品であることは良く知られた事実だが、海外の製薬会社の日本への輸出のほか、日本の製薬会社が海外製造を増やしていることから、日本企業が海外販売した医薬品が輸出には算入されていないという側面もあると言われる。

輸出側に目をすると、機械及び輸送用機器は相変わらず主要な黒字品目であるものの、この中身も詳しく見る必要がある(右図)。具体的には半導体等製造装置、原動機などを含む一般機械や乗用車を含む輸送用機器は黒字を拡大させている一方、かつて日本が主導的な地位を誇った冷蔵庫やテレビなど電気機器の黒字が消滅しかかっている。2022 年下半期(7～12月)に



限って言えば、電気機器が統計開始以来、初の赤字転落となったことも大々的に報じられた。これは日常生活に目をやれば良く分かる。2000 年前後、日本製の薄型テレビが世界を席卷し、日本製の携帯電話も相応の存在感を持っていたはずだが、今や見る影もなくなっている。そのような民生家電を巡る環境の激変は電気機器の収支悪化として現れている。こうした動きは資源高や円安で輸入が拡大するという論点とは別に起きているものであり、明確な構造変化である。

まとめれば、鉱物性燃料や化学製品の輸入が増える一方で、電気機器の凋落を埋め合わせるほどの輸出項目が生まれなかったというのが過去四半世紀の日本の貿易収支に起きたことである。結果として直面するようになった貿易黒字の消滅やこれに伴う円安地合い、それを活かすための対内直接投資促進や研究開発拠点誘致に力点を置き始めたのが今の日本の現状である。

しつこいようだが、日本の貿易収支が趨勢的に黒字を稼げなくなった 2012～13 年頃を境に円相場は大きな上昇を経験しなくなっている。その理由は同時期に始まったアベノミクスではなく、日本が「モノを売って外貨を稼ぐ」という「未成熟な債権国」が「過去の投資の“あがり”で外貨を稼ぐ」という「成熟した債権国」にシフトしたことに由来する。「過去の投資の“あがり”」である第一次所得収支黒字は受取の 7 割弱が日本に戻ってこないことは過去の本欄で詳述した通りだ<sup>1</sup>。だから、会計上は経常黒字でも実務上は経常赤字なのではないかというのが筆者の仮説であり、円相場の大局観を読む土台となっている。単月の経常収支や貿易収支の動向に右往左往するのではなく、潮流の変化を見極めた上で円相場のイメージを引き続き作っていきたいと思う。

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](mailto: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。

<sup>1</sup> 例えば本欄 2023 年 7 月 11 日『経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～』をご参照下さい。

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](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7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフロー～
2023年7月10日	イノベーションボックス規制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005-07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするとつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遙か遠くの年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
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～
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～円安見直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ライゼーション(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/円相場見直しへの影響
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)