

みずほマーケット・トピック(2023年9月7日)

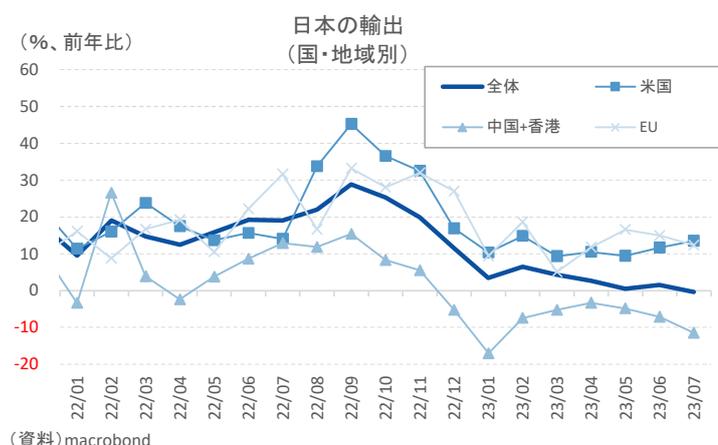
日本の貿易収支が直面する2つの想定外

ドル/円相場は断続的に年初来高値を更新中。今後の円相場を考える上では最近の貿易収支を取り巻く不穏な環境に留意したい。年初来、日本の貿易収支は「昨年よりはまし」を通念として需給環境の改善が円安相場のピークアウトに寄与するという見方があった。ただ、ここに来て2つの想定外が浮上している。1つは中国経済の失速、もう1つは原油価格の上昇である。前者は西側諸国が中国とのデカップリングを図り始めていることも踏まえれば、日本の中国向けひいては世界向け輸出の鈍化は、中国経済の不調を受けた一過性では済まない恐れも。また、後者の原油価格については1年前と同じか少し高い水準まできている。3か月前となる5月末時点からは約+30%の上昇だ。このような状況が続けば、月間輸入総額が恒常的に10兆円台にあった2022年のような展開は否定できず。このように足許では昨年を彷彿とさせる円安と原油価格が復活しつつあり、もはや「昨年よりはまし」と主張するのも躊躇する雰囲気がある。

～日本の貿易収支が直面する2つの想定外～

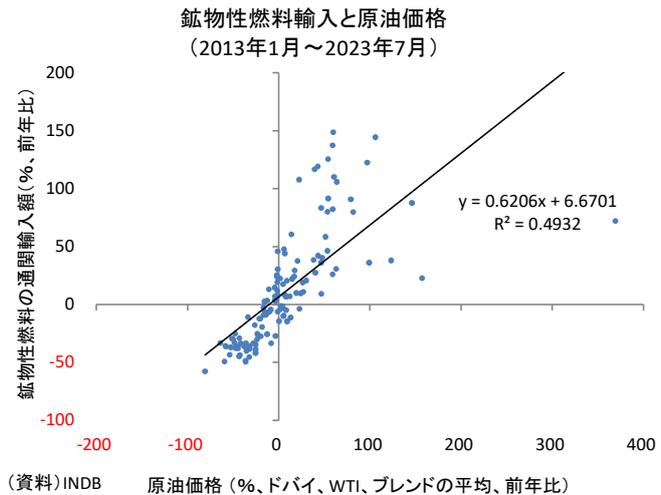
ドル/円相場は断続的に年初来高値を更新している。諸要因が絡み合った結果と言えるが、円相場を考える上ではやはり最近の貿易収支を取り巻く不穏な環境は気になることである。年初来、日本の貿易収支は「昨年よりはまし」を通念として需給環境の改善が円安相場のピークアウトに寄与するという見方があった。本欄も貿易収支が半年程度のラグをもって円相場に影響を持ってくるとの基本認識に立ち、2023年下半期の顕著な赤字縮小が2024年以降の円安ピークアウトに繋がるという見方を持ってきた。ただ、ここに来て日本の貿易収支には2つの想定外が浮上している。1つは中国経済の失速、もう1つは原油価格の上昇である。

前者については7月貿易収支の発表に合わせて本欄でも議論した通りだが、7月時点で中国向け輸出は8か月連続で前年実績を割り込んだ。この影響もあって日本の世界向け輸出も2021年2月以来、実に29か月ぶりに前年実績を割り込んでいる。日本の世界輸出に占める中国の割合は2割弱であり、ここが伸びないと輸出全体の仕上がりに影響する。今の中国経済を見る限り、この経路で輸出が押し下げられる状況は当面続きそうに思える。また、既に西側諸国が中国とのデカップリングを図っていることを踏まえれば、中国向け輸出の不調はある程度所与の条件と見るべきかもしれない。こうなってくると日本の貿易収支は今よりもさらに構造的な赤字体質に陥りやすくなる。



～原油価格上昇の影響試算～

日本の貿易収支が直面する 2 つ目の想定外は原油価格の上昇だ。足許で話題となっているように、サウジアラビアやロシアの減産延長を受けて原油価格が連日高値をつけている。昨日、WTI(ウエスト・テキサス・インターミディエート)の期近物は 1 バレル 87.54 ドルで取引を終えているが、これは既に 1 年前と同じか少し高い水準である。3 か月前となる 5 月末時点からは約 +30% の上昇である。ラフな試算に基づけば、原油価格が +1% 上昇すれば日本の鉱物性燃料輸入額は +7% 強増える。鉱物性燃料輸入は日本の輸入総額の約 4 分の 1 を占めるため、鉱物性燃料輸入額は +7% 強増えれば、輸入総額は +2% 弱 ($\div 7\% \times 0.25$) 増える。現在、輸入総額は 2023 年上期実績を元にすれば月平均で 9 兆円程度であるため、原油価格 +1% 上昇で月間輸入総額は +1800 億円程度増えるイメージになる。過去 3 か月で +30% 上昇した結果は直近の輸入額に直ぐに反映されるわけではないが、月間輸入総額が +5 兆円以上押し上げられる計算になる。



もちろん、鉱物性燃料価格が上昇すれば、その他の財は価格上昇の結果として輸入が減少する側面も予見されるため +5 兆円全てが輸入総額に追加されるわけではない(そうなると月間で約 14 兆円という輸入額としては破格の水準になってしまう)。だが、2022 年下半期は月間輸入総額に関し 10 兆円の台が恒常化していた。これは今後想定される展開である。現状、輸出総額が月平均で 8 兆円程度(2023 年上期実績)しかなく、上述した中国要因でその下振れが懸念されることを思えば、2022 年のような貿易赤字は絶対に無いとは言えない。昨年のような 1 バレル 100 ドル台までいかなくとも、輸出が中国要因で低迷すれば、結果的に貿易収支は大きく傷つくことになる。

～結局、円安も原油高も昨年並み～

ちなみに、昨日のドル/円相場は 147 円台後半まで上昇しているが 1 年前の今頃は 143 円前後だった。年初から日本の貿易収支に関し「昨年よりはまし」という論調が支配的だったのは円安も落ち着き、供給制約解消を背景に原油価格も下落していくからというのが前提だったからだ。しかし、足許では昨年の彷彿とさせる円安と原油価格が復活しつつある。この状況が続けば、いくら米金利が低下しても、円高余地は相当に限られるだろう。昨年来、本欄や『中期為替相場見通し』では需給環境の変調が円安の真因だとしてきた。その議論はまだ十分活きていると言わざるを得ない。

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.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(EOB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECB/ハト派を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(EOB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
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～
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を～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制は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(EOB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～遙か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し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	「世界中が欲しがらる財・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～イ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	植田体制初会合のプ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リエーション(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～