

みずほマーケット・トピック(2023年9月26日)

円安シナリオを長続きさせる貿易赤字

ドル/円相場は年初来高値圏で推移。かねて本欄で強調する通り、需給面において円安に振れやすい条件は揃っている。例えば本邦貿易収支に目をやれば、原油価格の騰勢および世界向け輸出の鈍化が続いており、赤字は拡大傾向。今年1～8月の貿易収支合計は▲7.9兆円と前年(▲12.2兆円)と比べれば改善しているものの、2014年通年の▲12.8兆円(過去2番目の貿易赤字)を視野に捉える状況。「金利も重要だが、需給も見べき」としてきた本欄にとって、円安シナリオの持続を検討しなければならない状況である。輸出は引き続き中国向けを中心に不調が続いている。この点、短期的には同国景気の停滞、中長期的には西側陣営による中国からのデカップリングが背景として指摘される。後者に関し、構造変化の過渡期であり、前向きに評価すべきという論調もある。しかし、背景がどうあれ、日本の世界向け輸出の2割弱を占める中国の代わりになる国・地域は存在しない。中国向け輸出の不調はそのまま貿易収支の悪化に直結し、為替市場にとっては円安要因になるだろう。米国が全てをカバーするのは難しい。

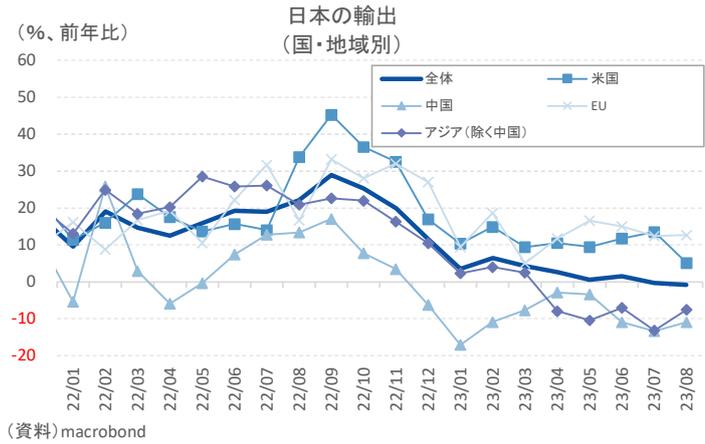
～原油高・輸出減の想定外は継続中～

ドル/円相場は年初来高値圏で推移している。昨日は東京時間に植田日銀総裁の緩和継続を確認する発言や米地区連銀総裁のタカ派発言などが材料視され、日米金利差拡大から11か月ぶりの高値を更新している。しかし、かねて本欄で強調している通り、金融政策(金利)環境以外に目をやっても、円安に振れやすい条件は揃っている。先週20日に公表された本邦8月貿易収支は▲9304億円と2か月連続の赤字



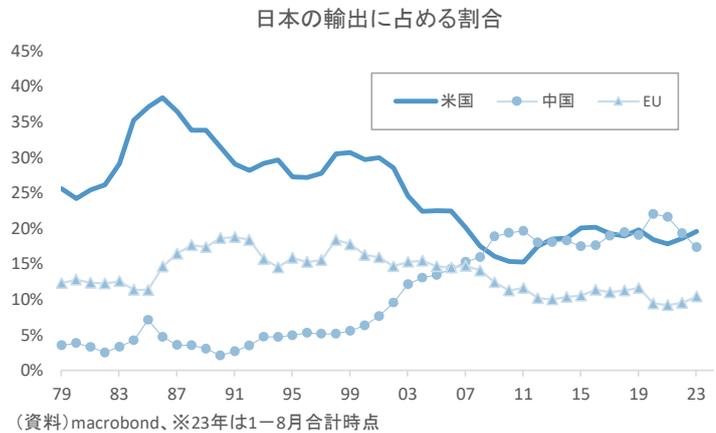
を記録した。7月貿易収支発表後の本欄では「日本の貿易収支には2つの想定外が浮上している。1つは中国経済の失速、もう1つは原油価格の上昇」と指摘した。その傾向は明らかに強まっている。8月貿易収支の季節調整値を見ると輸出が前月比▲1.7%となる一方、輸入が同▲2.1%減ったことで貿易赤字額が縮小した格好だが、これは昨年11月以降の円高や資源価格下落がラグを伴って寄与していることの結果である。既に今年3月以降で円安が、6月下旬以降では原油高が再起動しており、年内に輸入金額の増加を伴う貿易赤字拡大の兆候が確認されてくる可能性がある。また、もう1つの想定外である輸出鈍化に関しても、中国向け輸出は9か月連続で前年実績を割り込み、世界向け輸出も2か月連続で前年実績を割り込んでいる。

しかし、右図にも示すように、中国を除くアジア地域向けで見ても 8 月は前年比 ▲7.6%と 5 か月連続で前年実績を割れている。国別に見ると、台湾(▲14.3%)、韓国(▲10.8%)、シンガポール(▲24.6%)、タイ(▲4.5%)、マレーシア(▲17.4%)、フィリピン(▲19.0%)とアジア主要国が軒並み 2 ケタの下落率を記録している。先進国中銀による引き締め継続の余波が外需環境の悪化を通じてアジア経済の重しとなっている実情が透ける。輸出の伸び悩みは中国要因だけではない。



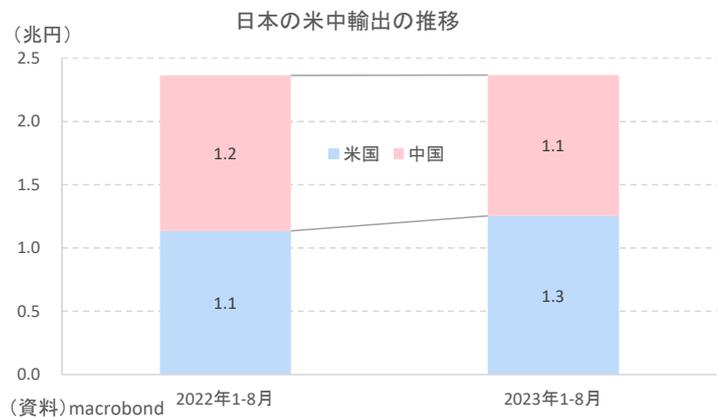
～理由はどうあれ中国向け輸出の減少は円安要因～

とりわけ注目される中国向け輸出に関しては、短期的には同国景気の停滞、中長期的には西側陣営による中国からのデカップリング(or デリスキング)が背景にある。8 月というごく短期の話に限れば、7 月末には中国に対する先端半導体製造装置の輸出管理規制が施行され、8 月以降は中国が日本の水産物に対する輸入厳格化を行っていることなど、政治的な要因が重しになったと見られる。片や、後



者の中長期的な視点に立てば、対中輸出の減少は構造変化の過渡期であり、前向きに評価すべきという論調もある。図示するように、1-8 月合計で見た場合の輸出割合は米国の約 20%に対し、中国は約 17%と逆転している。現状を踏まえる限り、この傾向は続くのだろう。なお、2006 年頃までは EU の比率よりも低かったことを思い返せば、まずは「EU>中国」といった大小関係になるケースなどは、時代の巻き戻しが進んでいる象徴的な現象として注目される。確かに、こうした動きは西側陣営が合理的にリスク回避姿勢を強めた結果であり、中長期的に見れば前向きな話にも思える。

しかし、背景がどうあれ、日本の世界向け輸出の 2 割弱を占める中国の代わりになる国・地域は存在しないのだから、中国向け輸出の不調はそのまま貿易収支の悪化に直結し、為替市場にとっては円安要因になる。1-8 月分に限定し、昨年と今年を比較すると、対中輸出が減った分、そのまま対米輸出が増えたような構図になっているが(図)、こうした変化が持続性を



伴うのだろうか。直感的に中国の需要を米国が全て吸収することはできないのだから、日本だけではなく世界の貿易総額自体、伸び悩む可能性が高いように思える。

円安予想において「日米金利差も重要だが、需給が円売りに傾斜しているという根本的事実を押さえるべき」との立場を軸にしてきた本欄にとって、最近の貿易収支の変調は中長期見通しに影響を与える重要な変化だと捉えている。今年 1～8 月の貿易統計合計は▲7.9 兆円と前年(▲12.2 兆円)と比べれば改善しているものの、2022 年は資源高、円安、供給制約が併発する極めて例外的な年であった。2022 年を除けば、それまで史上最大の赤字は 2014 年の▲12.8 兆円であり、今年はこれを視野に捉えている。ちなみに 2014 年のドル/円は約+12%上昇していたが、今年ドル/円もちょうど約+12%上昇している。執拗な円安・ドル高の背景には、拡大する日米金利差だけではなく、縮小しない貿易赤字の存在があることも引き続き重視していきたいと思う。

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.mizuhoibank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
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(ECB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ハト派化を示唆～
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(ECB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(正常化が近づくとインバウンド需要～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」～進むキャリ取り～
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年の円安パブル」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～遥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	ユーロ圏の資金・物価情勢～資金は峠、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～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