

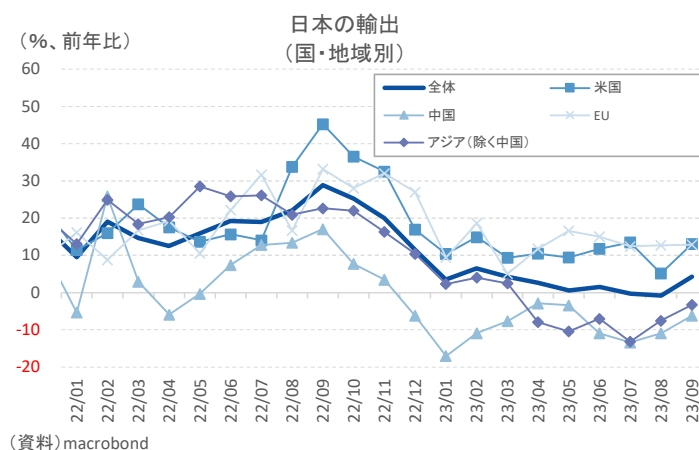
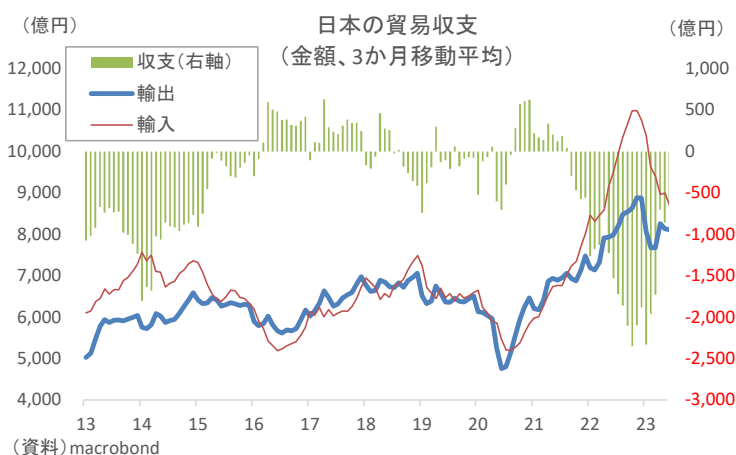
みずほマーケット・トピック(2023 年 10 月 19 日)

本邦 9 月貿易統計～起きるべくして起きた 23 年の円安～

2023 年 9 月の貿易収支は+624 億円と 3 か月ぶりの黒字を記録。しかし、2023 年初来の貿易赤字合計(1～9 月分)は▲7.9 兆円に達している。1973 年の変動相場制移行後に、日本の貿易赤字を大きい年から順に 5 つ並べてみると、基本的には過去 10 年の出来事である。その中で▲10 兆円を超える赤字は 3 回しかない。2013 年、2014 年、そして 2022 年だ。いずれの年も円は対ドルで▲10%以上下落している。これら 3 年は原油高と円安を併発していた年でもあった。非資源国である日本では『原油高と円安』を併発した年は貿易赤字と円安の悪循環が強まりやすくなる」という極めて当然の事実が過去の経験から透けて見える。日本国内に生産拠点があり、円安が輸出数量を押し上げることができていた時代では、収支改善を期待することもできたため、そうした悪循環が問題視されなかったが、今やそのような経路に期待はできない。2023 年初来の貿易赤字(▲7.9 兆円)は既に史上 4 位の貿易赤字を記録した 2012 年(▲6.9 兆円)を超えている。需給面に照らせば、2023 年の円安は起きるべくして起きたと考えるべき。

～米国向け自動車で復調も・・・～

今朝財務省から発表された 2023 年 9 月の貿易収支は+624 億円と 3 か月ぶりの黒字を記録した。9 月分と共に明らかになった 2023 年度上期(4～9 月)で見ると▲2 兆 7183 億円の赤字だった。相変わらずヘッドラインでは円安と資源高により赤字が急拡大した 2022 年と比較してその改善幅をクローズアップする論調が支配的だが、2023 年初来の貿易赤字合計(1～9 月分)は▲7.9 兆円に達しており、後述するようにこれは歴史的に見ればかなり大きな水準である。これまで貿易収支改善に寄与してきた「円安と資源高の一服」は 8 月以降、様相が変わっており、今後 3～6 か月間のラグを伴いながら輸入金額を押し上げてくるはずである。9 月単体で見れば、世界向け輸出が前年比 +4.3%と 3 か月ぶりに増加へ転じたことが朗報ではあるものの、中国向けは同 ▲



6.2%と10か月連続で前年実績を割り込んでいる。日本の世界向け輸出で2割弱を占める中国向けに復調の兆しが見られない以上、輸出が継続的な増勢を維持するのは難しいだろう。9月は米国向けの自動車輸出が同+34.0%と急増したことで世界向け輸出全体も引き上げられた印象が強いものの、持続性を伴う動きなのか判断は難しい。少なくとも、累次の利上げ効果が顕在化してくる今後を思えば、米国の内需復調に賭けるようなシナリオは描きづらいと考えるのが普通だろう。筆者は9月のような貿易収支改善が持続性を伴うものだと考えていない。

～起きるべくして起きた 2023 年の円安～

右表は1973年の変動相場制移行後に関し、日本の貿易赤字を大きい年から順に5つ並べたものだ。参考までに当該年の円の対ドル変化率も付けている(年末時点の前年比変化率としている)。「参考までに」というのは、為替予約のリーズ・ラグズを踏まえれば、当該年の貿易赤字と円相場の動きにストレートな関係が生じるとは限らないためだが、

日本の貿易赤字(過去1～5位)とドル/円相場

	貿易収支 (兆円)	円の対ドル変化 率(前年比)	円の下 落率とし て...
2022年	-20.0	-13.9	6位
2014年	-12.8	-13.7	7位
2013年	-11.5	-21.4	2位
2012年	-6.9	-12.8	9位
2015年	-2.8	-0.4	22位
2023年(9月まで)	-7.9	-3.3	

(資料)財務省、Bloomberg、※73年以降を対象。

こうして並べてみると大きな違和感は覚えない。日本の貿易赤字が暦年で▲10兆円を超えたことは歴史的に3回しかない。2013年、2014年、そして2022年がそれに該当する。いずれの年も円は対ドルで▲10%以上下落している(2013年は超円高からリフレ政策に転じる初年度であり、その反動も影響した)。なお、これら3年は原油高と円安を併発していた年でもあった。2013年は年間を通じて1バレル100ドルを超えていたし、2014年も中頃までは100ドルを超えていた。同時期はアベノミクスの名の下で黒田日銀が発足した直後であり、異次元緩和が市場で最も影響力を行使できていた時代でもある(2014年半ば以降はFRBの緩和終了とOPECの減産見送りが重なったことで原油価格は急落過程に入る)。2022年の原油高と円安は記憶に新しいところだ。非資源国である日本においては『原油高と円安』を併発した年は貿易赤字と円安の悪循環が強まりやすくなるという極めて当然の事実が上述の3年から透けて見える。日本国内に生産拠点があり、円安が輸出数量を押し上げることができていた時代では、それによる貿易収支改善を期待することもできたため、そうした悪循環が問題視されなかったが、今やそのような経路に期待はできない。

2023年1～9月合計の貿易収支は既に▲7.9兆円に達しており、史上4位の貿易赤字を記録した2012年(▲6.9兆円)を超えている。残すところあと3か月で2013年の貿易赤字(▲11.5兆円)に肉薄する展開が予想される。以上のような「史実」から得られるイメージでは、やはり2023年の円安は需給面に照らせば起きるべくして起きたと考えるべきだろう。欧米のインフレが粘着性を伴い、それゆえに内外金利差が大きいことも当然寄与しているだろうが、それだけとは言えない。

～大きな貿易赤字は新常态という可能性も～

なお、2014年半ば以降を振り返ると、原油高の反転に加え、チャイナショック(2015年)、ブレイグジットやトランプ米大統領誕生(2016年)などを背景に米利上げ路線が危ぶまれたことで円安・ドル

高地合いも自然と終息過程に入ってしまった。今回はどうだろうか。原油価格は脱炭素機運が定着する中で供給制約から高止まりするという見方は根強い。加えて、原油に限らず、世界経済は「中国やロシア抜きの世界」を前提にしなければならず、今までよりも「時間と金がかかる世界」にならざるを得ない。鉱物性燃料に限らず、日本の輸入する財価格は基本的に高いままという可能性もある。一方、輸出に目をやっても、対中輸出の減少はデリスキングの潮流を反映した恒常的な色合いを帯びそうではある。輸出入両面に課題を抱える以上、貿易収支の顕著な改善は見通せる将来にわたって難しいという可能性もある。

もちろん、FRB の利下げ転換などを受けて著しく円高になり、それが輸入金額を抑制する目もないわけではない。しかし、円高に戻ることができるのか。本欄では繰り返し論じているように、今やサービス収支赤字も年間▲5～6 兆円を記録する時代になっており、増勢傾向にある。虎の子の第一次所得収支黒字も筆者試算によれば約 3 分の 1 程度しか日本へ回帰してこない。その上でマイナス金利まで採用している。金利・需給の 2 大ファンダメンタルズが円安を肯定する中、来たる FRB の利下げ転換でどこまで円高に戻せるのか。これほど大きな貿易サービス赤字を抱えたまま米国の利下げを迎えたことは日本の歴史上経験が無い。利下げが始まって、思ったより円高にならないという事態も十分考えられる。もちろん、FRB の利下げに伴い、相応の円高は起きるのだろう。135～140 円程度までは戻れるかもしれない。しかし、110 円付近という今次円安局面が始まった水準まで戻れる保証はない。「原油高と円安」という貿易赤字を拡げる組み合わせはもはや一過性のものではなく、国内外経済の現状と展望を踏まえると、1 つの新常態である可能性も念頭に置きたい。

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10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
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	緩利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「円売りによる脱兎」～
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、動くのはどちらが先か
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～