

貿易収支「3年平均」で赤字化、円高制御

輸出回復に時間、原油反発で輸入下支え、国内回帰障害

株式会社ジャパネコノミックスパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2020/5/25

日本の貿易収支はコロナ打撃による輸出急減などで、36 カ月（3 年）移動平均が 3-4 月から赤字基調に転じてきた。過去には 2012 年 10 月から観測され、同月前後からのドル高・円安モメンタム点火の一因となっている。今回はコロナ打撃の甚大さにより、円安効果は減殺されるものの、輸出回復には時間を要するほか、原油反発や国内での経済活動再開が輸入を下支えすることで、基本的な赤字定着が過度な円高を制御していく。政府が促し始めた生産拠点の国内回帰と輸出再構築には障害が多い。

3 年移動平均での赤字化、前回はドル高へ

「日本経済は緊急事態宣言が解除されても、感染第 2、3 波への警戒感と、それに伴う来夏の東京五輪中止という大きなリスクがある。万一、五輪中止となれば、日本の内需や企業が被る打撃は計り知れない。日本政府は現在、コロナ打撃の教訓として生産拠点の国内回帰を支援し始めているが、国内での人口減少や人手不足といった構造問題もあって、当座は生産回帰と輸出再構築に向けた国内での設備投資は慎重姿勢が想定される」――。

内閣府の経済関連担当者は、このような慎重見通しを示す。

東京五輪については 22 日、国際オリンピック委員会（IOC）のコース調整委員長が、「来年に開催ができるかどうかを評価する時期が 10 月頃になる」と述べた（豪オーストラリアン紙）。IOC のバッハ会長は 20 日、「2021 年の開催が無理になった場合は中止とする」（英 BBC）としており、日本の経済や企業にとっては、10 月まで感染動向とワクチン開発などに注意を払う緊張状態が続く。

一方で生産回帰と輸出再構築の前段階として、日本では輸出の減少圧力が掛かりやすい。世界的に経済活動は再開されつつあるが、当座は製造業よりも小売・サービス業関連のほうが先行恩恵を受ける。同時にコロナ恐怖の後遺症や第 2 波警戒などもあって、各国の景気修復は緩慢なペースとなり、製造業の輸出回復には時間を要する。

その中で日本の最新 4 月貿易統計では、輸出が前年比-21.9%の急減となっている。リーマン・ショックの約 1 年後である、2009 年 10 月の-23.2%減以来という大幅マイナスとなった。貿易収支のネットも、-9304 億円と 3 カ月ぶりの赤字化となっている。

ただでさえ、日本では昨年までの貿易摩擦余波や世界減速のほか、構造的な海外現地生産の定着もあって、貿易収支は悪化傾向にあった。それが今年 3

-4 月からは、36 カ月（3 年）移動平均で赤字基調へと転じている。2017 年 8 月以来の赤字化となってきた。

前回は 2012 年 10 月から赤字基調に転落したが（過去初）、為替相場のドル/円では同月の 77 円前後でドルが底入れ反転となった。当時はアベノミクス相場の始動といった複合材料が重なったが、「3 年平均ベースでの貿易赤字の基調定着」も一因となる形で、2015 年の 125 円方向までドル高トレンドが醸成されている。

しかも現在の貿易収支の場合、3-4 月から 60 カ月（5 年）移動平均の方向角度も黒字減少基調へと向かい始めた（下向き化）。2016 年 2 月以来の基調変化となっている。リーマン・ショック前の平時では 2004 年 6 月から観測されたが、当時のドル/円は約 7 カ月後の 101 円台でドルが底入れ反発に移行。2007 年の 124 円方向までドル高トレンドが形成されている。

米内需株が対世界株比で優勢、ドル下支え

その前では 2000 年 10 月から、黒字減少基調への下向き化が観測された。当時のドル/円も同月の 106 円台でドルが底入れとなり、約 15 カ月後となる 2002 年 2 月の 135 円方向までドル高モメンタムが点火されている。さらに 1996 年 1 月以降の黒字減基調入り後にも、ドル高・円安のトレンドが連動形成されていた。

今回の場合、コロナ打撃が甚大であり、ドル高・円安への需給インパクトは抑制される。それでも過去のリスク回避局面に比べれば、日本の貿易赤字定着は過度な円高リスクの制御と、ドル/円の 106-112 円前後（今年 3 月以降の推移）を中心としたレンジ安定化の持続が支援されやすい。

現在は日本の輸出低迷もあって、東京外為市場のドル/円スポット（直物取引）の出来高は減少傾向にある。ドル/円のレンジ化による短期売買の減少も大きい。過去にドル安・円高リスクが高まった際には、日本企業による海外収益や海外資産の本国回帰（リパトリエーション）の円転が加速。出来高増加とドル安・円高の同時スパイラルが観測されてきた。今回の場合、現状段階では日本企業の大打撃でもリパトリ円高の広がりが見られていない。

日本の当座の輸出打撃については、米国経済の業種別・回復順番でも示唆されている。段階的な経済活動の再開は、米政府による現金給付や失業保険の増額といった家計の下支えもあって、まずは内需の小売・サービス関連を先行回復させつつある。

米国株市場のうち、内需影響の大きい小型株が中心の「ラッセル 2000」は、21 日までの 1 カ月間で+12.2%の大幅高となってきた。一方で世界景気の影響を受けやすい多国籍企業中心の「NY ダウ工業株 30 種」は+4.3%であり、内需系の小型株が大きくアウトパフォームしている。先行き日本の輸出企業にも時間差で恩恵波及の可能性はあるが、当座は「米国での外需より内需の先行回復」という流れが、日本からの輸出抑制や、米国の内需企業の先行恩恵享受につながりやすい。

米国株「ラッセル 2000」と MSCI の「米国株を除いた先進国株指数」の相対倍率でも（双方ともドルベース）、対先進国比での米国の先行回復が示唆されている。「ラッセル÷米株除く先進国株」の相対比率は、週間安値の比較ベースで 5 月 22 日週に 0.810 となっている。4 月 3 日週の 0.701 という米国の劣勢をボトムとして、2 月 21 日週以来の米国優位へと回復してきた。

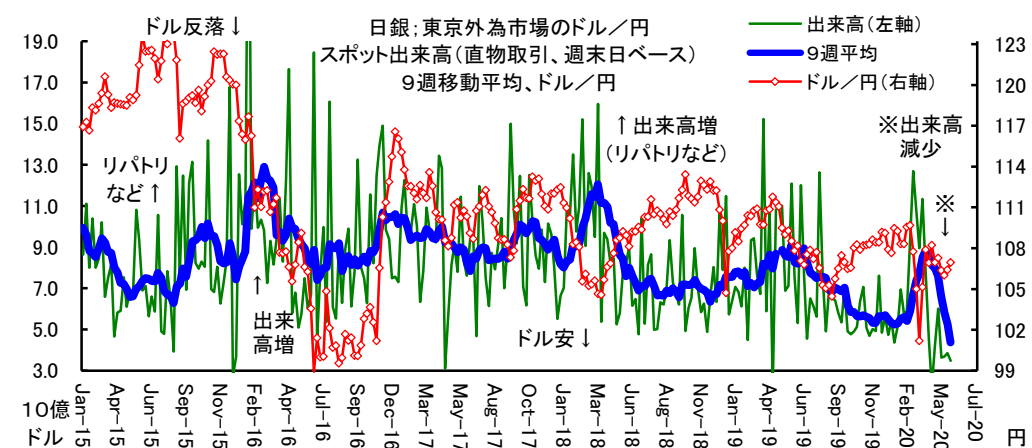
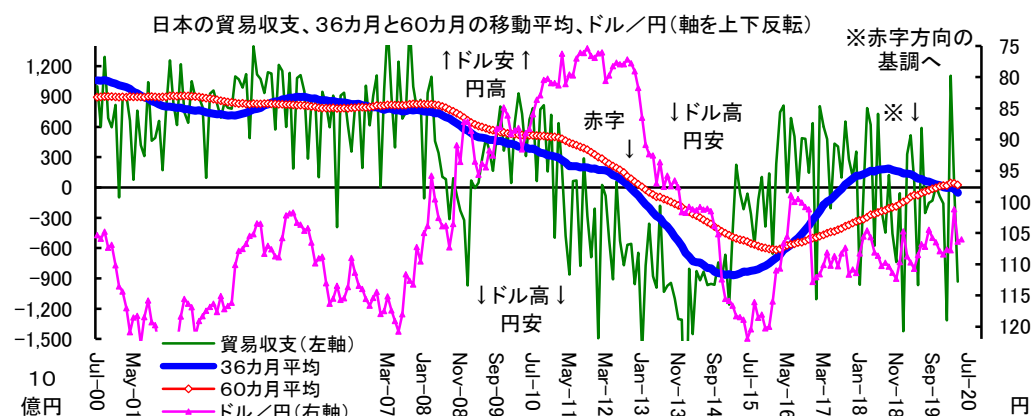
この相対倍率は為替相場でも、他通貨比でのドルの強弱判断につながりやすく、2016 年以降はドル/円とも密接な相関性を有している。現状段階での米国株の相対優位性は、ドルの下支え要因となりやすい。

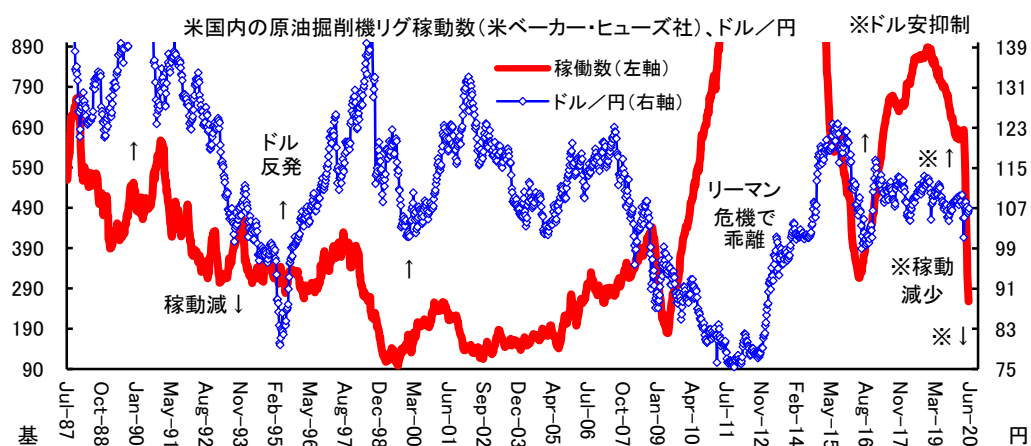
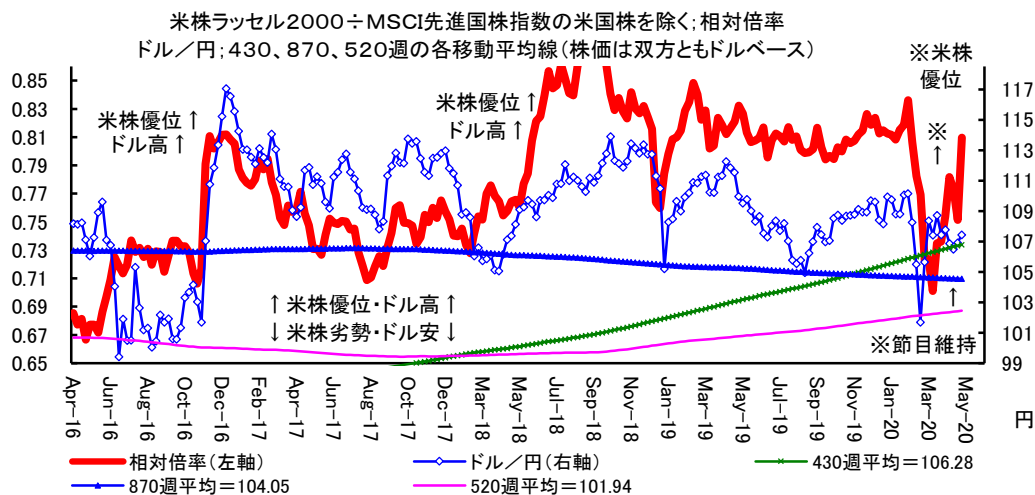
米国では内需復調を示す形で、21 日には週間の原油在庫が 2 週連続での減少となった。経済活動再開

による需要持ち直しと同時に、原油生産の削減という供給調整も寄与している。米エネルギー・サービス会社ベーカー・ヒューズによる週間の米国内・石油掘削リグ稼働数は、5 月 15 日週に 258 基となってきた。前週の 292 基から 9 週連続の減少となり、実に 2009 年 7 月以来の低水準となっている。

過去にリグ稼働数の急減は原油反発の支援効果もあり、ドル/円でのドル反発と密接な連動性を有している。リグ稼働減と原油反発、ドル/円の相関関係については、1) 日本の輸入減に歯止めを掛けることで、日本の貿易黒字を減少させる、2) 米国での生産・供給の調整進捗が示され、米国のデフレ圧力を緩和させる、3) 米国の内需底入れと資源需要の復調が示唆される——といった連鎖的影響により、ドルの底入れが支援されやすい。

なお、日本政府が支援し始めた国内への生産回帰と輸出再構築については、国内での人口減や人手不足、賃金の高さが障害となるほか、コロナ打撃に伴う日本からの輸出の教訓として、1) 感染拡大の場合の内外の港湾と空港の閉鎖リスク、2) 航空打撃と輸出品の空運の減便リスク、3) 海運での感染や対策コスト上昇のリスク、4) 各国での海外往来抑制と、自給自足化やブロック化のリスク——といった複合影響が輸出選択の足かせとして懸念され始めた。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためのみにご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。