

日本、経常・財政「双子の赤字」リスク残存 資源高一服も世界減速・輸出減・所得収支悪化の懸念

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2022/10/21 (金)

日本では経常収支と財政収支の「双子の赤字」リスクが残存している。資源高騰の一服により、輸入急増には歯止め余地があるものの、根強い円安による輸入金額の押し上げのほか、来年に向けては世界景気の悪化と輸出の再減速、海外売上減少による所得収支の悪化といった黒字減リスクが残されている。先行き円安基調の持続や、潜在的な長期金利の上昇エネルギー蓄積（国債価格は下落）要因として注視されそうだ。当座は「年度上半期で－11兆円」という大幅な貿易赤字が、累積効果で円安の持続圧力となる。

物価高・経常収支悪化・債務増、バッファ弱体化

「日本では政府・与党が、物価高対策や賃上げ支援などの総合経済対策を取りまとめている。自民党からは『30兆円を目安に積み上げる』といった動きも出ているが、財政出動や内需刺激、賃上げ促進の方向性は、日本でインフレや国債金利の上昇圧力を刺激するものだ。日銀の金利抑制策を一段と難しくさせないか、今後の影響が注目される」――。

ある外資系投資ファンドのアジア担当幹部は、このような指摘を行う。

最近では英国での大規模減税と財政不安などが、英国債価格の急落（金利は上昇）と英株安、ポンド安のトリプル安を招いたばかりだ。日本では財源である税収が改善しているほか、予備費の活用などで国債の増発は抑制される。同時に日本の経済対策は「名ばかりの数字の積み上げ」で実際の真水規模は限られ、内需とインフレの刺激効果や、現実の賃上げ成果などには疑念が強い。

それでも日本では最新8月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）が前年比＋2.8%に上昇し、消費税率引き上げの影響を除くと1991年9月以来、31年ぶりの高水準となってきた。経常収支に影響する貿易収支では、今年4－9月の年度上半期（6カ月）が－11兆75億円の赤字となっている。年度半期としての赤字額は、比較可能な1979年以降で過去最大となってきた。

さらに日本の財政収支については財務省によると、国債と借入金、政府短期証券を合計した「国の借金」が今年6月末時点で1255兆1932億円となった。3月末から13.9兆円増え、過去最多を更新している。現在の日本は31年ぶりの物価上昇に加えて、「過去最大の貿易赤字＋政府債務」という状況にあり、経常収支と財政収支の「双子の赤字」転落リスクが残存したままだ。

その点で過去30年とは異なり、日本では各種バッ

ファ어가弱体化している。ちょっとした政策対応や政策ミスなどが、国債市場を含めて市場混乱をもたらす脆弱性が高まってきた。金融市場では円安トレンドの持続や一段の円安オーバーシュート、潜在的な長期金利の上昇エネルギー蓄積（国債価格は下落）要因として無視できない。

日本の10年債金利は日銀の金利抑制策もあり、上昇の続く米国10年債金利との金利差が10月19日に＋3.88%方向に広がってきた（日本劣位、日中最高金利の比較）。1987年以降、インフレやデフレなどの歴史を網羅した約35年の金利差平均は2.6%前後となっている（月中最高の比較）。明らか日本では人為的に金利が押し下げられており、先行き米国などの「世界潮流」に即した乖離修正の金利上昇圧力が注視される。

過去の日本の10年債金利でいえば、現在と同じようにコアCPIが＋2%以上に上昇し、経常黒字も減少傾向にあった1990年時に、前年同月比で＋1%から＋2%超の金利上昇が観測されていた（月間最高金利の比較）。1985年にコアCPIが＋2%超えへと上昇した局面でも、当時の10年債金利は6%から7%超えへの水準切り上げが見られている。

6カ月間の大幅な貿易赤字、1年後にドル高継続

貿易赤字とドル/円との関係でいえば、1970年代以降の長期実績として、6カ月間の累計で－2兆円以上の貿易赤字があるケースでは、為替需給面で「輸出企業のドル戻り売り減退」と「輸入企業のドル押し目買い増加」がその後に累積で定着。1年後にかけては、ドル/円の月間ドル高値ベースで「前年同月比ドル高」が高確率で継続されている。

例えば最近では2014年3月に、6カ月間の貿易赤字累計が－8.8兆円へと拡大した。ドル/円の月間高値は同月の103円台から、1年後の2015年3月には122円超えと＋18円幅のドル高が遅行で進展している。その後は同年6－8月にかけて、125円超えまでドル高モメンタムが慣性的に持続していた。

リーマン・ショック後には2012年1月から、6カ月間の貿易赤字累計が－3.1兆円へと増加してきた。当時はドル安・円高のトレンドが持続していたが、月間ドル高値は同月の78円から、「1年後」の2013年1月には91円超えと＋13円幅のドル高が遅行進展している。

こうした為替需給反映の過去実績に沿うと、足元9月の「6カ月間で－11兆円」という巨額な貿易赤字は、1年後となる来年9月にかけて、今年9月のドル高値145円台を上回るドル高水準の持続余地が

注目されやすい。

日本の貿易収支に関しては、最新9月に輸入が前年比+45.9%となり、8月の+49.9%や5月の+49.0%などからは伸び率が鈍化してきた。数量ベースでは-1.8%と、5カ月ぶりの減少となっている。原油など資源高騰の一服などもあり、輸入の急増には歯止め機運がある（貿易赤字の減少要因）。

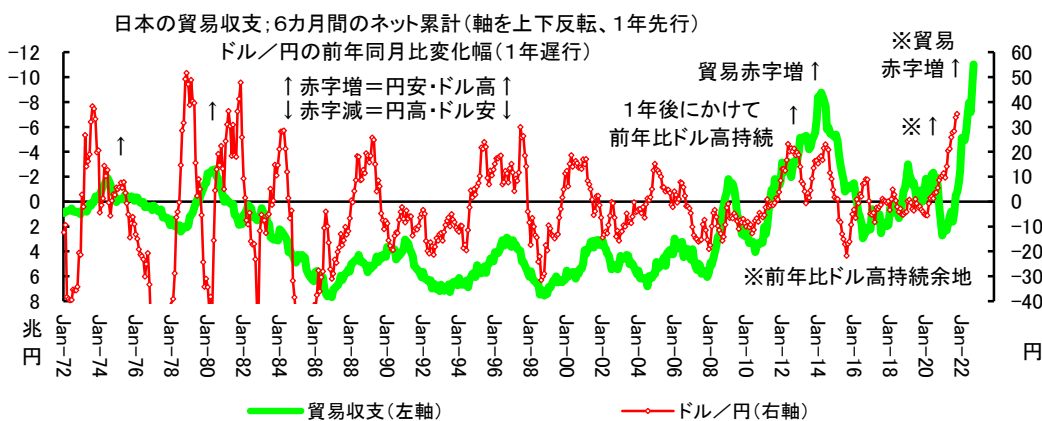
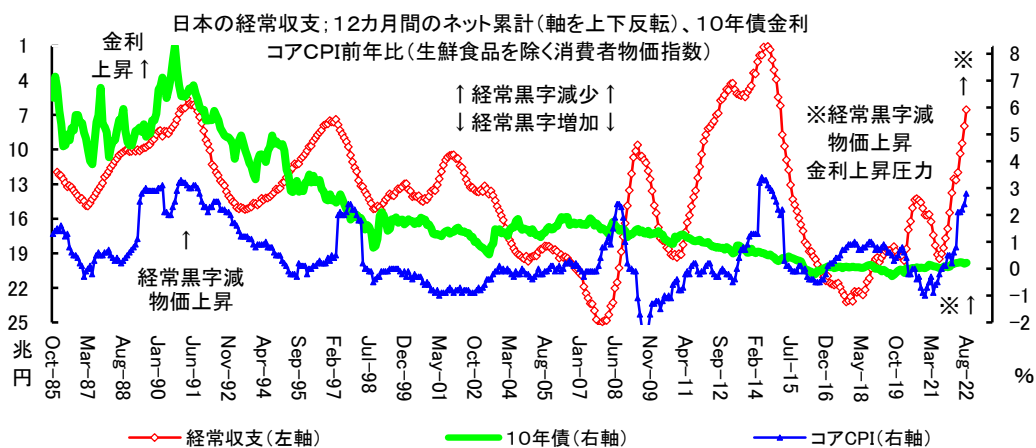
それでも輸出に関しては、来年にかけて米中欧など世界景気の悪化が再減速の要因となる。日本企業は海外移転と国際分散化を進めているが、世界景気の悪化は海外での売上減少につながるものだ。海外拠点からの利益・配当などの送金減少は、経常収支での所得収支を悪化させていく。

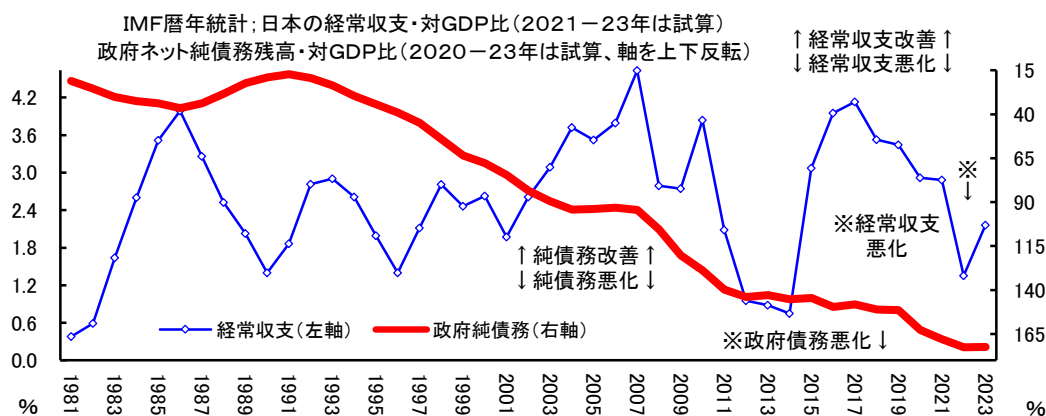
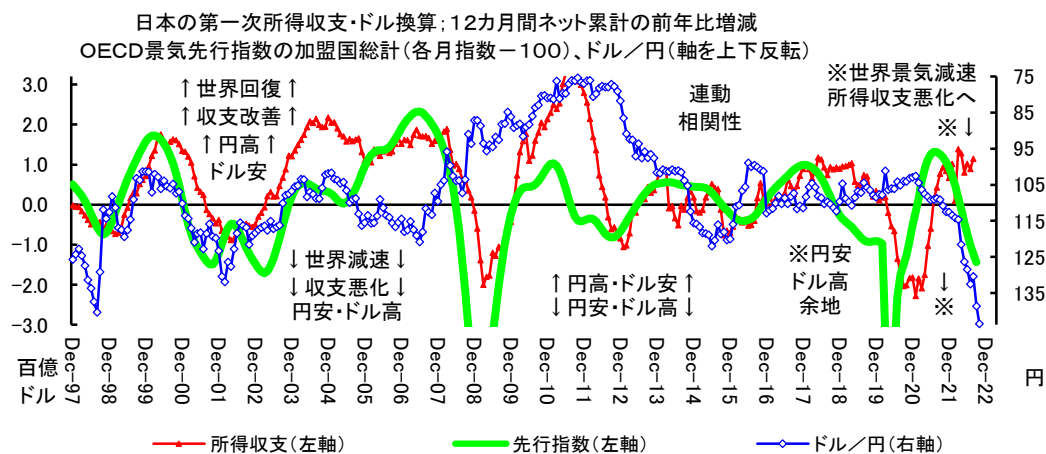
すでに世界各国のGDP統計などに半年程度の先行性があるOECD景気先行指数では、最新9月に加盟国総計ベースが98.6と前月の98.8から低下した。14カ月連続での低下となり、水準としては2020年9

月以来、約2年ぶりの低さに落ち込んでいる。過去実績として日本の所得収支は、タイムラグを経て黒字減へと遅行波及してきた。

ちなみにIMFの暦年統計によると、日本の経常収支・対GDP比は2022年の見通しが1.35%となっている。前年の見込み2.88%を含め、5年連続で減少。直近最高である2017年の4.13%や2007年の4.63%からは、大幅に収支が悪化している。

一方で日本の政府ネット純債務残高は、2022年の見通しが対GDP比で172.6%となっている。前年の見込み168.1%を含め、5年連続の債務増という借金拡大となってきた。直近最低である2006年の93.1%からは、1.9倍もの急膨張となっている。こうした「双子の赤字」に近い経常収支の悪化と政府債務の増加は、円安トレンドの持続と潜在的な日本の国債金利上昇（国債価格は下落）の要因として無視できない。





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にのみ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。