

論点3:震災後の貿易赤字は続くか

発表日：2011年5月19日（木）

～「震災からの脱却」シリーズ～

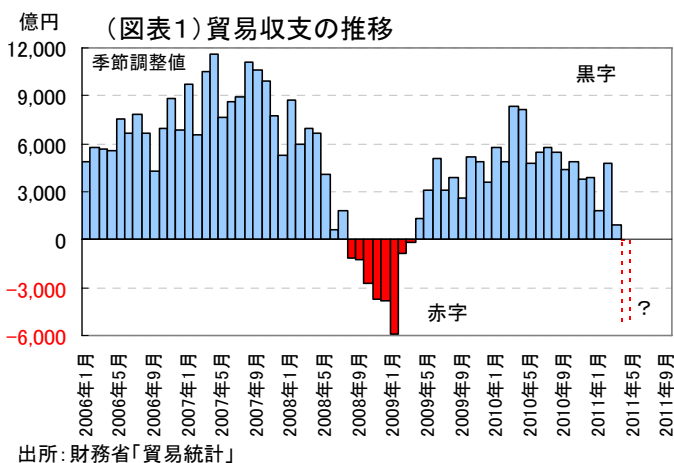
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

貿易収支が赤字に転落しそうだ。生産水準が急減するとき、貿易赤字が発生しやすい。2008年のリーマンショック後も同じことが起こった。貿易赤字は、原発停止に伴う原油・LNGの輸入増などもあって4～6月は継続するだろうが、生産回復が進んでくる秋口になれば再び黒字に戻るだろう。中長期的にみると、産業空洞化圧力の高まりが、貿易収支を悪化させる。国債消化の余力が、経常収支の悪化によって縮小するのが気になる。

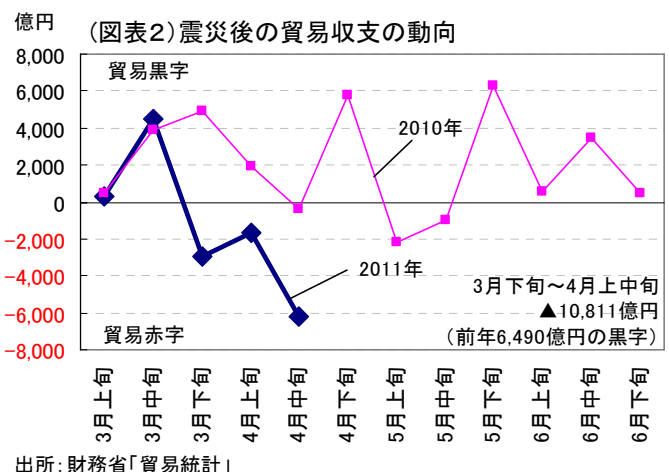
貿易赤字への再突入

日本の貿易収支が、赤字に転落しそうだ。すでに、東日本大震災の発生後、旬ごとにみていくと、3月下旬から4月中旬にかけて貿易赤字が生じている（図表1、2）。この期間を累計するだけで貿易赤字は▲10,811億円（4月上・中旬▲7,868億円）。このまま推移すれば、4～6月を通じて赤字になる可能性が高い。

（図表1）貿易収支の推移



（図表2）震災後の貿易収支の動向

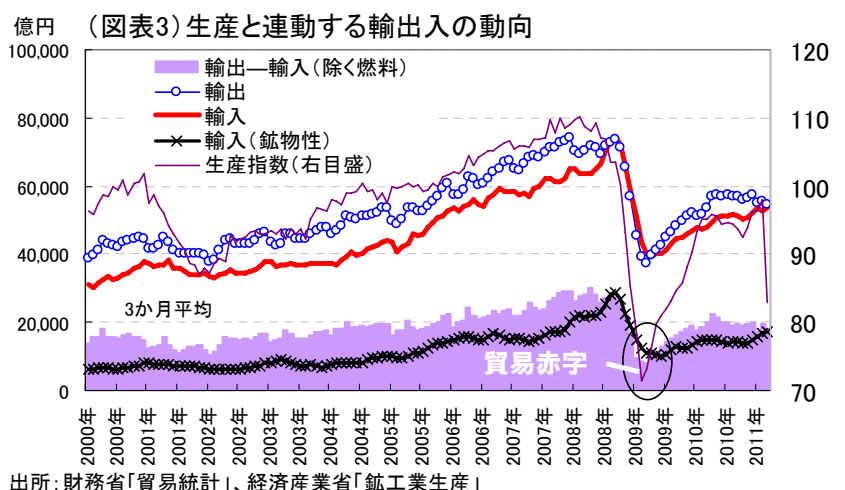


※経済企画協会のESPフォーキャスト調査の特別調査では、各予測機関が見通す2011年度内に貿易赤字に転落する可能性について、4～6月期は平均64.5%、7～9月期48.9%、10～12月30.9%、2012年1～3月期24.1%としている。

理由は、震災によって生産が大幅に停滞し、輸出が急減すると予想されるからである。同じような経験は、リーマンショック時にもあった（図表3）。このときは貿易取引が急減して2008年度下期にかけて赤字が継続した。2008年10月～2009年3月までの赤字期間の累計では▲15,274億円もの赤字幅になっていた。

今回がリーマンショックのときと違って、今回の場合は、サプライチェーンの不全という

（図表3）生産と連動する輸出入の動向



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

供給ショックの色彩が強い点である。東北・北関東などの生産拠点が被災して、内外に広がるサプライチェーン全体が機能しなくなって、生産も輸出も動かなくなった。需要の急激な減退を伴ったリーマンショックのときは在庫調整が、山谷を過度に大きくした。その作用がない分、今回の方が振幅は小さいとみられる。

生産と輸出の間のリンケージがどのくらいかを確認すると、生産が1%減少するとき、輸出は1.45%減少すると計算される。輸入も生産と連動しているが、生産1%の減少に対して輸入は1.11%減少と反応は小さい。このように輸出と輸入の感応度の違いがあるために、生産が拡大するほど貿易黒字は大きく膨らみ、逆に生産が落ち込むほど貿易収支は著しく悪化^注する。

日本は資源・原材料を輸入して、国内生産で付加価値を加えた製品を輸出するので、輸入よりも輸出の感応度が高くなるという解釈もできる。だから、日本の生産活動が停滞すると、今まで当たり前のようだった貿易黒字が消滅する可能性もあるのだ。

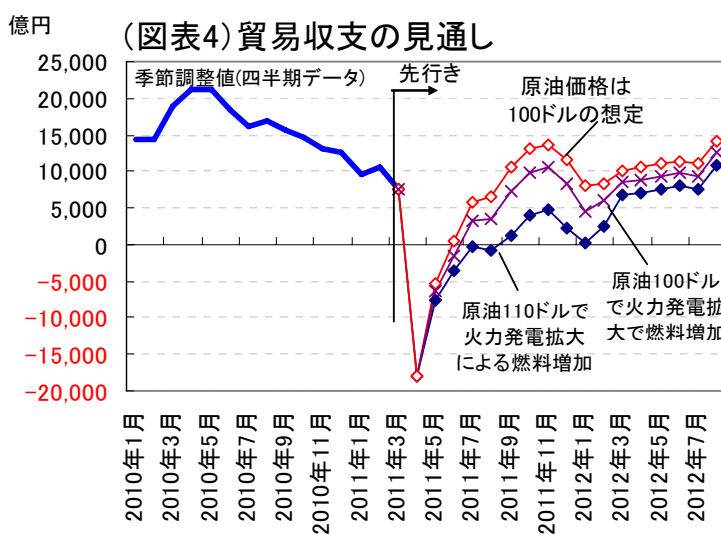
注：こうした過去のデータから抽出した弾性値に含まれない要因として、国内の加工業種などで止まった部品供給を海外からの輸入に振り替える代替輸入が、少なくとも4～6月は増えるであろう。

今後の貿易収支の見通し

貿易収支を悪化させる要因は、サプライチェーン以外にもある。福島第一・第二原発など原発が停止した影響で、火力発電所の稼働を増やさざるを得なくなり、LNGなど燃料輸入が増えることがある。ここにきて菅直人首相から中部電力の浜岡原発を停止させる要請もあつて、その振り替え分も燃料輸入増に上乗せされる。

一方、原油価格については、5月に入って商品市況の値崩れが起こっている。今のところWTIで1バーレル100ドル前後まで落ち着いている。もっとも、中東情勢の不安定化が続いていたり、投機マネーの活発化に無警戒ではいられない。

そこで、具体的に、(2) 燃料輸入増、
(3) 原油価格の再高騰の変化を加味して、
今後の貿易収支がどうなるのかを予想してみよう。まず、(1) の生産動向に関しては、3月の生産水準が2月比▲15.3%減少となり、鉱工業生産の予測指数を延長すると4～6月は月平均3%ペースで改善していく（詳しくは5月12日拙稿「論点1：生産回復の時期はいつ頃か」を参照）。生産水準が9～10月には震災前のレベルに戻るとすると、それに対応した貿易収支は4～6月は赤字であるが、生産水準が復元する手前の7～9月以降には黒字に復帰すると予想される（図表4）。



さらに、ここに(2)と(3)の前提を織り込むために、燃料輸入増は福島原発の要因で年間+7千億円、浜岡原発の要因で年間+2.5千億円と大雑把に見積もり、原油価格は1バーレル110ドルという仮定を置く。

(2)と(3)の前提を織り込んで、貿易赤字が4～6月は約1兆円（季節調整値平均）の赤字幅になる。その後、7～9月には黒字に戻るという見通しになる。この前提は、7～9月の節電活動が予想外に大きくならないことである。いずれにしても、リーマンショックのときほどは貿易赤字の期間は長引かず、一時的な赤字期間に止まるということが試算から予想されている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

黒字の状態は未来永劫ではない

ところで、貿易赤字転落について、なぜ、これだけ注目されているかという理由は、日本の巨大な財政赤字にある。もしも、日本がギリシャやポルトガルのように経常赤字国であれば、財政ファイナンスのための資金調達を海外からも行なわなくてはならない。幸いにして、わが国は経常黒字国である。財政赤字を国内資金余剰（＝家計純貯蓄＋企業純貯蓄）で賄ったうえ、今のところは、海外投資を増やし続けている。この海外投資分は、経常黒字（＝資本収支赤字）に相当する。

日本と違って、ギリシャやポルトガルは経常赤字国であり、国内資金過不足を海外からのファイナンスに依存せざるを得ない。だから、ソブリン・リスクで海外の民間金融機関がファイナンスを渋るようになると、代わりに IMF（国際通貨基金）の融資に依存せざるを得なくなる。IMF の融資を得る条件として、厳しい財政再建計画を余儀なくされているのが実情である。つまり、自らの判断だけで財政再建計画を決められず、海外から規律を求められているのが、経常赤字国の不利なところである。

これまで日本で経常収支問題が顧みられなかった背景には、ストック・ベースでは世界最大の対外純資産国であり、永年、経常黒字国だったことがある。たとえ、前述のように一時的に貿易赤字になっても、所得収支黒字が年間 13.5 兆円（2010 年度）もあるので、それを合算した経常収支ベースでは容易に赤字に転落しない（図表 4）。

もっとも、安心できないのは、中長期的に変わらないとみられてきた今の図式が、徐々に掘り崩されていくことである。近年のリーマンショックや震災の影響で経常黒字は増えにくくなり、経常黒字が十分に常に存在するという前提は揺らいできている。

震災を期に、国内企業が生産拠点を海外に分散しようという空洞化圧力が強まることも、真実味をもって語られるようになっている。産業空洞化が起ると、国内生産が減っていくと、それに連動して貿易黒字も減っていく。企業の潤沢な手元資金も、海外に移っていく可能性がある。

一方、国内貯蓄をあてにしてきた財政ファイナンスのニーズは、数年置きに膨らむ傾向がある。ここ数年、時の政権側は、リーマンショック、東日本大震災と大きなショックが起こるたびに、過去を上回るような財政出動を計画する姿勢を強めた。しかし、人口減少で体力の落ちた日本経済は成長力が乏しく、国内貯蓄のバッファがいつまでも磐石とは限らない。前述のように、経済的ショックのたびに経常黒字の厚みを失われて、その反対側で、財政ファイナンスの要求を拡大させれば、そのしわ寄せはいつか需給悪化に響くことは警戒しておくべきだろう。