

みずほマーケット・トピック(2022 年 11 月 11 日)

内容 1. 為替相場の動向

2. 来週の注目材料

3. 本日のトピック: 2022 年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～

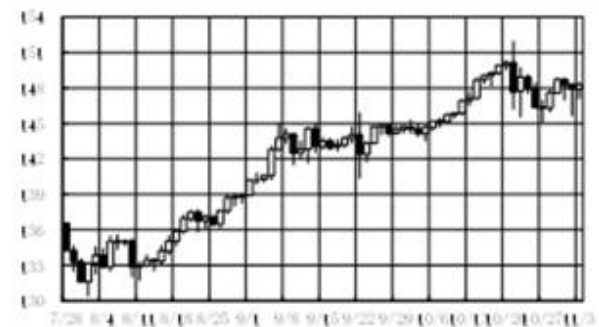
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・ 今週のドル円相場は週後半に下落、軟調推移となった。週初7日、146.89円でオープンしたドル/円は、中国当局者がゼロコロナ政策を堅持する旨の発言をしたことを受けドル買い優勢となり、一時週高値となる147.55円まで上昇した。海外時間はリスクオンのドル売りが進み、146円台後半まで下落した。8日、ドル/円は米中間選挙を控え様子見ムードの中146円台後半でのレンジ推移となった。海外時間は米金利低下に追従する形で145円台後半まで下落した。9日、ドル/円は米中間選挙に関するヘッドラインを巡って振れ幅を伴いつつ方向感のない値動きとなり、145円台前半まで下落した。海外時間は米中間選挙における民主党の健闘や軟調な米10年債入札結果を受けた米金利上昇を背景にドル買い優勢となり、146円台前半を回復した。10日、ドル/円は米10月消費者物価指数(CPI)の結果待ちムードとなり、146円台前半でのレンジ推移となった。海外時間に米10月CPIが公表され、総合、コアベースとも市場予想を下回ったことが材料視されると強烈なドル売り相場となり、一時週安値となる140.20円まで下落、9月以来の安値を記録した。本日のドル/円は徐々に値を戻し141円台後半での取引となっている。
- ・ 今週のユーロ/ドルは週後半に上昇、堅調推移となった。週初7日、0.9930でオープンしたユーロ/ドルは、リスクオンのドル売りが進みパリティ(1ユーロ=1ドル)を回復した。8日、ユーロ/ドルはパリティ付近での推移の後、米金利低下を受け一時1.0096まで急伸も、材料難の中1.01台までは至らなかった。9日、ユーロ/ドルはウクライナ問題を巡るリスクセンチメントが改善し上昇する場面も見られたが、その後米金利が上昇に転じたことを背景にドル買い優勢となり、一時パリティ割れまで下落した。10日、ユーロ/ドルは米10月CPIの発表を控えじりじりとドル高が進行し、一時週安値となる0.9936まで下落。その後は米10月CPIの結果を受けて米金利が低下すると強いドル売りが生じ、8月以来となる1.02台を記録して一時週高値となる1.0222まで急伸した。本日のユーロ/ドルは1.01台後半での取引となっている。

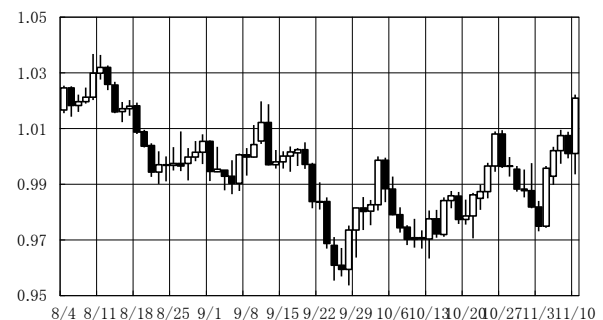
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		11/4(Fri)	11/7(Mon)	11/8(Tue)	11/9(Wed)	11/10(Thu)
ドル/円	東京9:00	148.39	146.89	146.63	145.29	146.20
	High	148.40	147.55	146.93	146.79	146.59
	Low	146.56	146.10	145.32	145.18	140.20
	NY 17:00	146.67	146.64	145.69	146.37	140.95
ユーロ/ドル	東京9:00	0.9749	0.9930	1.0017	1.0078	1.0019
	High	0.9967	1.0035	1.0096	1.0088	1.0222
	Low	0.9745	0.9898	0.9972	0.9993	0.9936
	NY 17:00	0.9960	1.0021	1.0074	1.0013	1.0211
ユーロ/円	東京9:00	144.64	145.85	146.86	146.44	146.56
	High	146.12	147.00	146.98	147.09	146.74
	Low	144.25	145.80	146.00	146.34	143.29
	NY 17:00	146.07	146.94	146.68	146.57	143.85
日経平均株価		27,199.74	27,527.64	27,872.11	27,716.43	27,446.10
TOPIX		1,915.40	1,934.09	1,957.56	1,949.49	1,936.66
NYダウ工業株30種平均		32,403.22	32,827.00	33,160.83	32,513.94	33,715.37
NASDAQ		10,475.25	10,564.52	10,616.20	10,353.18	11,114.15
日本10年債		0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
米国10年債		4.16%	4.22%	4.13%	4.10%	3.81%
原油価格(WTI)		92.61	91.79	88.91	85.83	86.47
金(NY)		1,676.60	1,680.50	1,716.00	1,713.70	1,753.70

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、本日 11 日(金)に 11 月ミシガン大学消費者マインド(速報)が発表される。10 月の結果は 59.9 と 4 か月連続で改善。現在の景況感は 6 か月ぶりの水準まで上昇した一方、先行き期待は悪化した。エネルギーや一部の財価格の下落が足許の消費者心理を改善させた一方で、依然としてインフレの長期化や世界的な景気減速懸念は根強いことが示唆された。また、1 年先のインフレ期待は+5.0%と、9 月の+4.7%から加速した。未だ短期的なインフレ期待については FRB が目指す 2%の水準には程遠い状況にある。5 年～10 年先のインフレ期待については+2.9%と引き続き 3%近辺での推移が続いた。なお、11 月の結果についてブルームバーグの事前予想ではミシガン大学消費者マインドを 59.5 と見込んでいる。1 年後の期待インフレ率を 5.1%、5 年～10 年先については 2.9%としている。

また政治関連では、14 日(月)に米中首脳会談、15(火)～16 日(水)に G20 サミットがインドネシアにて開催される。後者について、前回 10 月の開催では G20 財務相・中央銀行総裁会議の議長総括にて多くの通貨の変動幅が大きくなっている点が問題視され、金融政策の引き締めペースを適切に調節する必要性が指摘された。これに対し、バイデン米大統領はドルの強さに対する懸念はないとした上で、問題は米国以外の経済成長や適切な政策が実現していないとして事実上ドル高を容認し、イエレン米財務長官も同様の姿勢を示したことが耳目を集めた。為替以外にもウクライナ危機への対応をはじめ大国間の協調を要する議論が多く、この裏で各国の思惑が交錯する状況となっている。
- 本邦では 17 日(木)に 7～9 期 GDP(速報)の発表を控える。4～6 月期 GDP(改定値、以下同様)は前期比+0.9%(前期比年率+3.5%)となり、2 四半期ぶりにプラス成長となった。4～6 月期はまん延防止等重点措置が終了し、外食、宿泊をはじめ対面型サービスを中心に民間消費が改善したことが GDP を押し上げた格好となった。企業の設備投資も活性化しており、前期比で+2.0%上昇、速報ベースの同+1.4%から引き上げられたことも追い風となった。片や、実質 GDP から交易損益を加味した実質国民総所得(GDI)は前期比+0.2%と停滞しており、円安をはじめとした交易条件の悪化に伴い海外への所得流出が続いていることが確認された。今次公表の 7～9 月期 GDP に関しては、経済活動の正常化が段階的に進む一方、外需の減速が見込まれており大きく持ち直しを予想する声は小さい。なお、ブルームバーグの事前予想では 7～9 月期 GDP を前期比+0.3%(前期比年率+1.2%)と見込んでいる。その他の経済指標関連として、18 日(金)には 10 月全国 CPI が公表予定となっている。

	本 邦	海 外
11 月 11 日(金)	・10 月企業物価指数	・英 7～9 月期 GDP (速報) ・米 11 月ミシガン大学消費者マインド (速報)
14 日(月)	—————	・米中首脳会談
15 日(火)	・7～9 月期 GDP (速報) ・9 月鉱工業生産 (確報)	・G20 サミット (16 日まで) ・独 11 月 ZEW 景気期待指数 ・ユーロ圏 7～9 月期 GDP (改定値) ・米 10 月生産者物価指数 ・米 11 月 NY 連銀製造業景気指数
16 日(水)	・9 月コア機械受注	・英 10 月消費者物価指数 ・米 10 月小売売上高 ・米 10 月鉱工業生産
17 日(木)	・10 月貿易収支	・ユーロ圏 10 月消費者物価指数 (確報) ・米 11 月フィラデルフィア連銀景況指数
18 日(金)	・10 月全国 CPI	・米 10 月中古住宅販売件数 ・APEC 首脳会議

【当面の主要行事日程(2022 年 11 月～)】

G20 サミット (11 月 15～16 日)

FOMC (12 月 13～14 日、1 月 31～2 月 1 日、3 月 21～22 日)

ECB 政策理事会 (12 月 15 日、2 月 2 日、3 月 16 日)

日銀金融政策決定会合 (12 月 19～20 日、1 月 17～18 日、3 月 9～10 日)

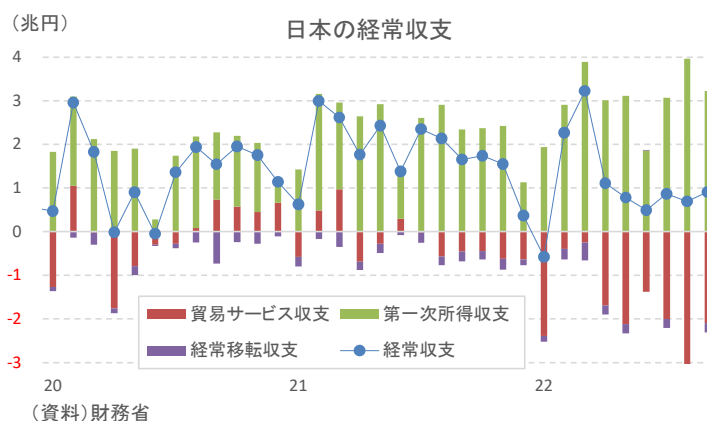
3. 2022 年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～

FRB は恐らく楽観ムードを潰しに来る

昨日の米 10 月消費者物価指数 (CPI) が予想を下回る伸びとなったことを受けて米金利およびドル相場が急落し、ドル/円相場も瞬間的に 6 円近く急落している。CPI の下振れは朗報だが、それでも前年比 +7.7% の伸び率は物価安定の目標からは遠いものであり、恐らく FRB はタカ派寄りの情報発信で楽観ムードを潰しにかかってくる可能性が高い。利上げ幅は 75bp が 50bp に縮小していくことが見込まれるが、昨日の本欄でも述べたように、これまで日米金利差に関して「拡大する」と言われていたものが「ゆっくり拡大する」になっただけで、方向感の逆転が容易に起きるのだろうか。起きたとしてもそれほど深いものになるだろうか。今年の値幅 (38.47 円) の半分戻しても 130 円台であり、「安い日本」のイメージが大きく損なわれるわけではないだろう。なぜ、2022 年という年に「ここまでの円安になったのか」を真剣に考えれば考えるほど、金利差だけでは説明が難しいように思えてくる。

所得収支に救われた上半期

この点、やはり需給環境の変遷に目をやる必要がある。今週 9 日には財務省から 2022 年度上期 (4～9 月) の国際収支統計 (速報値) が公表されており、経常収支は +4 兆 8458 億円の黒字で、前年同期 (+11 兆 2702 億円) と比較すれば 6 割ほどその額が圧縮されている。もっとも、これは史上最小ではなく 2014 年上期 (+2 兆 8163 億円) に次ぐ水準である。後述するように、これほど逆風が吹いた状況でも黒字を維持できたという事



実からは「健闘した」という印象も抱かれる。言うまでもなく黒字額を押し下げているのは貿易赤字で▲9 兆 2334 億円は過去最大である (ちなみに輸出入額ともに過去最大だが、輸入額の増え方が非常に大きかった)。片や、円安効果もあり第一次所得収支の黒字が +18 兆 2332 億円とこちらも過去最大を更新しており、経常黒字を確保するに至った。サービス収支赤字は▲3 兆 1639 億円と巨額だが、インバウンド解禁に伴いそこまで赤字額を圧縮できるかが今後の見どころだろう。

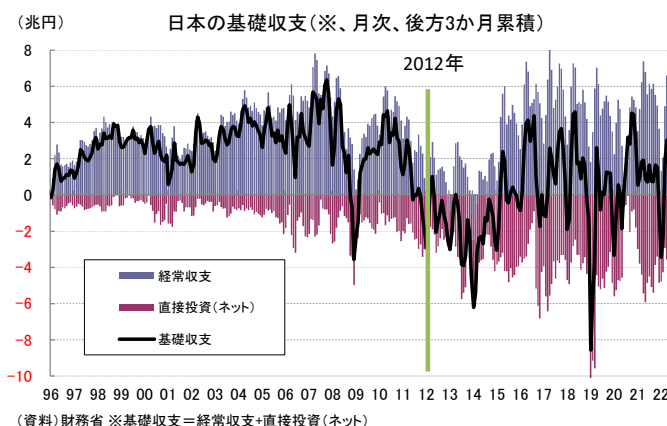
基礎収支で認識すべき構造変化

もっとも、経常赤字転落こそ免れたものの、やはり国全体として「外貨が流出しやすい国」になっている状況は変わっていない。目先の動向がどうであろうと、この事実は押さえておく必要はあると思われる。だからこそ、徐々にしかし確実にドル/円相場の水準が切り上がりやすくなっている地合いがあるのではないかと筆者は考えている。過去の本欄では繰り返し論じている点だが、日本では 2012 年頃を境に経常収支における貿易収支や (経常収支と対をなす) 金融収支における対外直接投資の動きが大きく変化している。この点、一国の対外資産・負債残高に変化をもたらす伝統的な計数として基礎収支という考え方が注目される。基礎収支で純流入が続けば対外純資産は増えやすいし、純流出が続けば対外純負債は増えやすい。基礎収支は現在ほど国際資本移動が活発ではなく長期資本と短期資本の判別が容易だった時

代に、一国の通貨の信用力に大きな影響を与える計数として注目された。だが、活発な国際資本移動が常態化した今、為替市場の思惑に沿って当該国の通貨が売られ続ければ、基礎収支が健全でも対外支払いが困難になるケースも想定される。そのため基礎収支の意味は時代とともに薄れており、これを持ち出すことに議論は大いにある。しかし、対外決済能力以前の問題として基礎収支の姿が従前と比較して趨勢的に変化しているのだとすれば、当該国にとって無視できない構造変化の兆候として注目する価値はある。

そこで筆者は経常収支とネット直接投資

(対外直接投資－対内直接投資)を合計した計数を基礎収支と見なして、その動向をウォッチするようにしている。やはり2012年頃を境として、それまで純流入が続いてきたものだが、断続的な純流出に直面していることが分かる(図)。例えば、毎月の基礎収支に関し、2002年1月から2011年12月までの120か月間(10年間)の平均を取ると+9530億円であつたのに対し、2012年1月から2021年12



月までの120か月間の平均を取ると▲174億円と純流出(概ね均衡)である。ちなみにパンデミック局面(2020年1月～2022年9月)に限ると+1725億円である。いずれにせよ過去20年で大分様相が変わっている。2012年頃を境に日本がパニック的な円高に見舞われていない背景の1つに基礎収支の変質がある可能性は否めない。こうした基礎収支の趨勢変化はネット直接投資の純流出、すなわち日本企業の海外企業買収を反映した動きとして特徴づけられる。これは比較的知られた事実だろう。

今春に見られた円安狂騒曲は、元々あつた円の需給構造変化が資源高で一段と可視化された上、成長率や金利で出遅れ感が目立つ日本経済の状況も相まって、円売り安心が強まったことが背景にあるのだろう。相場の変化は非連続的なものだったが、そうなるだけの下地(需給環境)は連続的に仕上げられつあつたことは知っておきたい。為替相場はいつでもオーバーシュートしやすい。

所得収支の国内還流は日本に残された「最後の手札」

日本の経常収支を巡っては暗い話が目立ちつつも、明るい話もできなくはない。2022年度上半期に関して言えば、海外経済環境がこれほど悪化し、資源価格が騰勢を強め、未曾有の円安が襲う中にあっても半期で見た経常黒字が確保されたという点は特筆される。経常黒字が続く限り、国債消化構造が根本的に揺らぐ可能性も低く、それゆえに物価と金利の低位安定を享受できる公算は大きくなる。もちろん、そうして時間稼ぎができてい間に賃金上昇を企図した構造改革(象徴的には雇用規制改革など)が必要になるわけだが、この辺りは相変わらず遅々として進んでいない。こうした危機感の欠如が日本の政治・経済にまつわる最大の問題と言えるが、ここでその議論は脇に置く。今回、日本の経常黒字構造がかなり頑健なものであるということが分かったという点は1つの収穫なのかもしれない。

もっとも、「経常黒字が確保されている」という事実と「円相場の需給が盤石である」という事実は同義ではない。確かに、経常赤字転落は直情的な為替市場において円売りを招きやすいと思われるため、黒字が続くに越したことはない。しかし、第一次所得収支黒字は外貨を稼いだ時点で「黒字」に記録されるが、国内に還流する割合は小さいと推測され、円買いに繋がるフローとしてはあまり頼れるものではな

い。とすれば、ヒト・モノ・カネなどについて相対的な乏しさが指摘される日本経済の現状を踏まえると、海外に留保された企業収益や海外有価証券に再投資される利子・配当金などは、今の日本に残された「最後の手札」と言えるかもしれない。その一案として本欄¹ではレパトリ減税の可能性を以前から主張しているが、増税志向を隠さない岸田政権の基本姿勢を踏まえると、その実現可能性は決して高いとは言えないようにも思われる。

市場営業部
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。

¹ 本欄 2022 年 9 月 15 日号『円安抑止としての日本版 HIA の可能性』をご参照ください。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃の前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲慘指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意