

みずほマーケット・トピック(2022年11月18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:本邦7~9月期GDPを受けて~購買力の悪化は悲惨な状況~

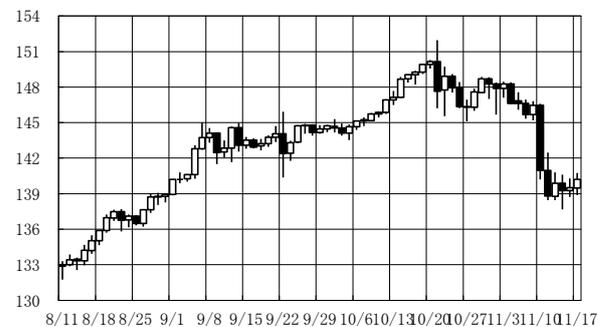
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル円相場は週前半に上昇、堅調推移となった。週初14日、139.61円でオープンしたドル/円は、前週末から続いたドル売り相場の中、一時138円台まで下落するも約2か月半ぶりのドル/円水準に目を付けたドル買いも入り139円台前半に戻した。海外時間は円売りが強まって一時週高値となる140.79円まで上昇するも、ブレイナードFRB副議長が利上げペース鈍化を示唆する発言をしたことを受け米金利が低下し、ドル/円も140円を割った。15日、ドル/円は実需のドル買いが優勢となり、140円台前半でじりじりと上昇した。海外時間は再びドル売り相場となる中、米10月生産者物価指数(PPI)が市場予想を下回ったことが材料視され、一時週安値となる137.67円まで急落した。その後はポーランドへのミサイル着弾を受けたリスク回避のドル買いが散見され、139円台前半を回復した。16日、ドル/円は円売り相場の中、140円台前半に上昇した。海外時間は、ウォーラーFRB理事が利上げ幅縮小に対し違和感が弱まった旨の発言をしたことが材料視され、139円台前半まで下落した。17日、ドル/円は相場材料に欠き、前半は139円台でのレンジ推移となった。海外時間にブラードセントルイス連銀総裁が5~7%の政策金利到達点を示唆するなどタカ派な発言をしたことを受け、米金利が上昇すると、ドル/円も140円台を回復し、週高値付近まで値を戻した。本日のドル/円は前日のドル買いが一巡し、140円台前半での取引となっている。
- 今週のユーロドルは週前半に上昇、堅調推移となった。週初14日、1.0328でオープンしたユーロ/ドルは、ドル買い相場の中、一時週安値となる1.0272まで下落したが、ブレイナード副議長の発言を受けた米金利低下を背景に1.03台を回復した。15日、ユーロ/ドルは米10月PPIの弱い結果を受け、一時週高値となる1.0481まで急伸も、その後はドルの戻り買いもあり1.03台を推移した。16日、ユーロ/ドルはドル売り優勢となり、一時1.04台まで上昇も、ECBが次回会合で利上げ幅を縮小すると報道もあり再度値を下げた。17日、ユーロ/ドルはブラード連銀総裁によるタカ派な発言を受け、一時1.03台前半まで下落したが、ドル買い一巡後は1.03台後半を方向感なく推移。本日のユーロ/ドルは引き続き1.03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			
		11/11(Fri)	11/14(Mon)	11/15(Tue)	11/16(Wed)	11/17(Thu)
ドル/円	東京9:00	141.75	139.61	140.08	138.98	139.31
	High	142.48	140.79	140.61	140.29	140.72
	Low	138.46	138.40	137.67	138.74	138.88
	NY 17:00	138.76	139.93	139.31	139.55	140.18
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0195	1.0328	1.0321	1.0359	1.0394
	High	1.0364	1.0368	1.0481	1.0438	1.0406
	Low	1.0163	1.0272	1.0280	1.0331	1.0306
	NY 17:00	1.0347	1.0327	1.0351	1.0395	1.0365
ユーロ/円	東京9:00	144.35	144.22	144.63	143.93	144.80
	High	144.98	145.24	145.35	145.50	145.44
	Low	142.65	143.54	143.37	143.59	144.48
	NY 17:00	143.68	144.45	144.01	144.98	145.31
日経平均株価	28,263.57	27,963.47	27,990.17	28,028.30	27,930.57	
TOPIX	1,977.76	1,956.90	1,964.22	1,963.29	1,966.28	
NYダウ工業株30種平均	33,747.86	33,536.70	33,592.92	33,553.83	33,546.32	
NASDAQ	11,323.33	11,196.22	11,358.41	11,183.66	11,144.96	
日本10年債	0.23%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	
米国10年債	-	3.86%	3.78%	3.69%	3.77%	
原油価格(WTI)	88.96	85.87	86.92	85.59	81.64	
金(NY)	1,769.40	1,776.90	1,776.80	1,775.80	1,763.00	

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、23日(木)に11月FOMC議事要旨が発表される。本会合では、市場予想通りに4会合連続の75bp利上げが決定され、政策金利であるFF金利は3.75%~4.00%に引き上げられた。声明文では、今後も継続的な利上げを行うとしたうえで、「金融政策の累積的な引き締めや、金融政策が経済活動とインフレに与える影響の遅効性を考慮する」との文言が新たに追加された。政策決定と声明文はややハト派と解釈されたが、記者会見においてパウエルFRB議長は、次回会合以降での利上げ幅縮小の可能性を認めつつも、利上げの到達点が従来の想定より高まっていることを示唆するなど、全体としてはややタカ派な姿勢を示した。これらの内容を受け、声明文発表や記者会見前後にドル/円相場は荒い値動きとなった。先週発表された米10消費者物価指数が市場予想を下回ったことを受けドル/円相場が大きな軟化を見せたこともあり、議事要旨公表後の市場の反応にも注意したい。

また、経済指標では、23日(木)に11月製造業/サービス業PMI(速報)の発表を控える。前回10月については、製造業、サービス業ともに9月からは下落し、製造業は50.4と50付近、サービス業は47.8と4か月連続で50割れとなった。なお、ブルームバーグの事前予想では、それぞれ製造業は50.0、サービス業に関しては48.0となっている。同日には11月ミシガン大消費者マインド(確報)が公表予定。速報時点では、インフレ高進が景況感の下押しに大きく寄与し、市場予想の59.5を大きく下回る54.7になった。また期待インフレ率については、1年先が市場予想通りの+5.1%となった一方、5~10年先に関しては市場予想の+2.9%を小幅に上回る+3.0%となった。

そのほか、本日18日(金)には10月中古住宅販売件数、23日(木)には10月新築住宅販売件数が発表される。9月はそれぞれ中古が471万件、新築は60.3万件と、いずれも軟調推移となった。ローン金利や住宅価格の高止まりが住宅市場の重しとなっている。なお、ブルームバーグの事前予想では、それぞれ440万件、57.8万件となっている。
- 欧州では、23日(木)にユーロ圏11月製造業/サービス業PMI(速報)の発表を控える。前回10月については、製造業が46.4と9か月連続の下落となり4か月連続の50割れ、サービス業に関しても48.6と6か月連続の下落となり、3か月連続の50割れと総じて軟調であった。国別を見ると、フランス(製造業47.2、サービス業51.7)の数字に対し、ドイツ(製造業45.1、サービス業46.5)の悪化が目立った。

	本 邦	海 外
11月18日(金)	・10月全国CPI	・米10月中古住宅販売件数 ・APEC首脳会議
21日(月)	—————	・中国PBoC会合
22日(火)	—————	・ユーロ圏9月経常収支 ・ユーロ圏11月消費者信頼感指数(速報)
23日(水)	—————	・ユーロ圏11月製造業/サービス業PMI(速報) ・米10月耐久財受注(速報) ・米11月製造業/サービス業PMI(速報) ・米11月ミシガン大消費者マインド(確報) ・米10月新築住宅販売件数 ・米FOMC議事要旨(11月会合分)
24日(木)	・11月製造業/サービス業PMI(速報) ・9月景気動向指数(確報) ・10月工作機械受注(確報)	・独11月IFO企業景況感指数
25日(金)	—————	・独7~9月期GDP(確報)

【当面の主要行事日程(2022年11月~)】

- 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. 本邦7～9月期 GDP を受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～

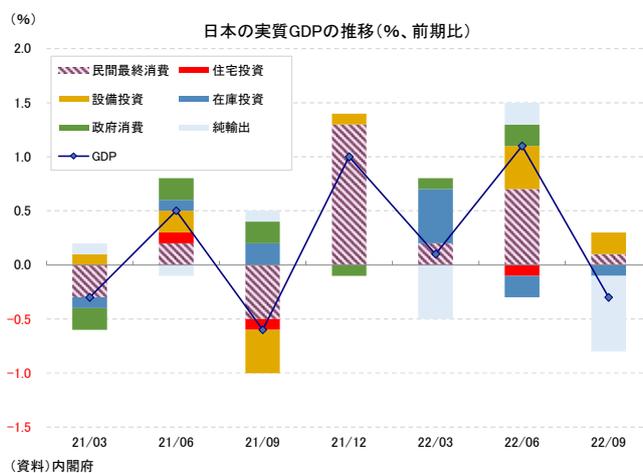
予想された FRB のけん制

昨日はブロード・セントルイス連銀総裁が FF 金利の先行きに関し、「最低でも 5～5.25%に引き上げるべき」と述べたことが報じられドル買いが進み、ドル/円相場も 140 円台を回復している。今週の本欄で筆者は「巷間指摘される 4.75%のターミナルレートを超えて、5.50%や 6.00%に肉薄する可能性はまだ留意しておいた方が良い」と述べたばかりだが、やはりこうしたけん制は予想されたものだったとしか言いようがない。平均インフレ目標 (FAIT) の考えに沿えば、2%への収束は相当遠く、今後の利上げ幅が+75bp が+50bp、+25bp と縮小したとしても、利上げ自体が長期化する可能性は否めない。

予想外のマイナス成長の背景

ところで今週 15 日には本邦7～9月期の GDP 統計が発表されている。実質 GDP 成長率は前期比▲0.3%、前期比年率▲1.2%と 4 期ぶりのマイナスに転落している。市場予想の中心はそれぞれ+0.3%、+1.2%であり、予想外の不調である (以下特に断らない限り前期比)。不調の原因は主に 2 点挙げることができる。

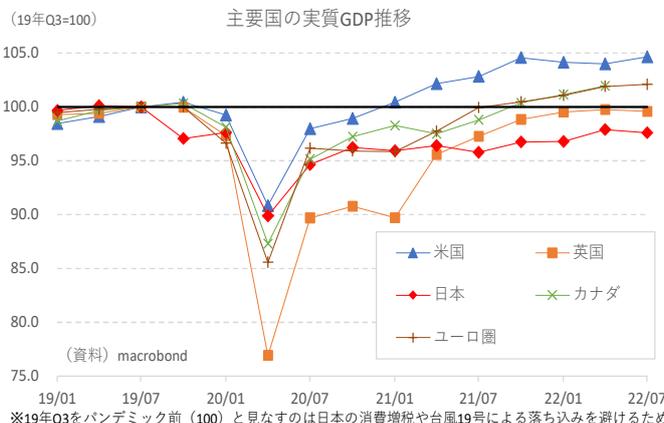
一点目は輸入が想定以上に上振れたことである。図を一瞥すれば分かる通りだが、純輸出の寄与度が▲0.7%ポイントまで広がっており、個人消費や設備投資のプラス寄与 (合計で+0.3%



ポイント) を大きく上回っている。純輸出について伸び率を見ると、輸出が+1.9%であるのに対し、輸入が+5.2%とかなり大きな開きがある。直感的には鉱物性燃料価格の高騰を反映した動きと理解できるが、財・サービス別の輸入に伸びを見ると財は+2.1%、サービスは+17.1%も増えている。原因は定かではないものの、海外からのサービス提供に関して何らかの巨額支払いが生じたものと考えられ、一過性の動きと察する。二点目は比較対象となる前期 (4～6 月期) が上方修正されていることも見逃せない。今期は特殊な要因で純輸出のマイナス幅が広がり、比較対象となる前期はプラス幅が広がっているため、仕上りの前期比成長率が必要以上に悪く見えるという実情はある。

まだ、日本はコロナの最中

来期以降はインバウンド全面解禁や全国旅行支援なども相まって再びプラス軌道に復帰する可能性は高い。しかし、いくら特殊要因が重なったとはいえ、未だにコロナ前の GDP 水準を大きく割り込む状況は国際的にも異例ではある。前期 (4～6 月期) の GDP が公表された際、ヘッドラインでは大々的に GDP 水準が「コロナ前」を回復したことが取りざたされたが、こ



これはミスリーディングと言わざるを得ない。新聞報道などで「コロナ前」の目安として多用される 2019 年 10～12 月期は消費増税および台風 19 号の影響によって前期比年率▲14.3%（前期比▲2.80%）と大崩れした時期に相当する。実質 GDP の水準に関し、2022 年 7～9 月期を 2019 年 7～9 月期と比較すると▲2.4%、2019 年 1～3 月期から 7～9 月期までの 3 四半期平均と比較すると▲2.3%と大きく割り込んでいる（前頁図）。過去の本欄でも論じた点だが、2019 年 10～12 月期を「コロナ前」として定義し、正常化を強調するのはあくまで大本営発表として距離を置きたい。世界が V 字回復を果たした 2021 年、日本は緊急事態宣言など行動制限措置を乱発した。それが今の GDP 水準に繋がっている面はある。

さすがに行動制限が復活する様子はないが、新規感染者数を日々数えては大騒ぎする偏執的な防疫政策は健在である。その結果が高齢者を中心として消費・投資意欲の抑制に繋がっている現状は否定できないだろう。中国のゼロコロナ政策ほどではないが、日本の閉鎖性は国際的に知れた話になっており、例えば今年 10 月、英 The Economist 誌は『Many Japanese are still reluctant to go unmasked』と題し、マスクをした着物の女性をカバーに使い、いつまでもマスク着用に拘る日本を論評する記事を出している。外国人が抱く日本への奇異な感情を示す兆候と考えて差し支えないだろう。いつまでも感染の「波」の数をカウントする姿勢が GDP 上、「まだコロナの最中にある日本」に繋がっている面はあるように思う。なお、昨日は秋田県知事がマスク着用をしない外国人を揶揄するような発言を行い大々的に報じられていたが、旅行輸出を通じた外貨獲得を国として重視する意向ならば、公的部門からのこうした情報発信は百害あって一利なしであろう。もし本当に民意に反すると考えるのであれば、今一度入国規制を復活させるしかない。それができないのであれば受け入れる日本側が考えを変えるしかない。

著しい購買力の悪化が続く

なお、GDP 統計が出るたびに指摘している点だが、見るべき計数は実質 GDP よりも実質国内総所得（GDI）と考えられる。実質 GDP が生産「量」の概念であるのに対し、実質 GDI は「購買力」の概念である。実質 GDP に交易条件の改善・悪化（交易利得・損失）を加味することで実質 GDI になる。恐らく市井の人々の景気実感に近いのは実質 GDP ではなく実質 GDI であろう。資源高と円安の同時進行で望まぬ物価高が発生していることは既報の通りだが、その体感値は実質 GDI に現れやすい。

実質 GDP と実質 GDI の乖離が非常に大きくなっていることは右図を一瞥すれば明らかである。緩やかな回復軌道を描く実質 GDP に対し、実質 GDI は水準の切り下げが進んでいる。過去、資源高や円安に伴って交易損失が拡大し、両者の乖離が広がる局面はあったが、今次局面はあまりにも突出している。ちなみに GDP に対する交易損失の比率を見ると今期▲3.6%と現行統計では最大のマイナスである（図）。上述したコロナ前の水準との比較という意味では、実質 GDI は



実質 GDI は実質 GDP よりもさらに悲惨な状況にある。実質 GDI の水準に関し、2022 年 7～9 月期を 2019 年 7～9 月期と比較すると▲5.5%、2019 年 1～3 月期から 7～9 月期までの 3 四半期平均と比較しても▲5.5%と

かなり大きく割り込んでいる。ちなみに消費増税直後の2019年10～12月期と比較しても▲2.9%だ。購買力という観点に立てば、日本経済は正常化どころか改善の兆しが無い。

加工貿易体制を主とする日本では輸入物価の上昇が交易条件の悪化（すなわちGDIの悪化）に直結しやすく、「三面等価の原則」¹が成立しづらい。引き続き、実質GDPと実質GDIを合わせ見ることでしか、今の日本経済の実相は見えてこないと言って差し支えない状況が続くそうである。

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 一国の経済活動は生産(付加価値=GDP)、分配(所得=GDI)、支出(需要=GDE)のいずれかで評価しても規模が等しくなるという考え方。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.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16日	FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(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～)
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～
2022年10月18日	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17日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
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	水際対策完全撤廃を前に論点整理
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)
2022年9月13日	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月12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)
2022年8月15日	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)
2022年7月14日	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プ化構想～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)
2022年6月14日	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月13日	悲惨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～サブ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