

みずほマーケット・トピック(2023 年 1 月 20 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: 史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～

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、日銀会合後に急騰もその後は下落しほぼ往って来い。週初16日、128.03円でオープンしたドル/円は、日銀の政策修正への警戒から円買い相場となり、一時週安値となる127.22円に下落。海外時間は材料難の中、ドル買い相場となり、128円台後半に上昇した。17日、ドル/円は日銀会合前のポジション調整で円売り相場となり、128円台後半でのレンジ推移。海外時間は、米1月NY連銀製造業景気指数の弱い結果を受け、米金利低下を横目に128円台前半に下落した。18日、ドル/円は日銀がイールドカーブ・コントロール(YCC)の許容変動幅を含め大規模金融緩和と政策の現状維持を発表すると、一時週高値となる131.58円に急騰。海外時間は、円の買い戻しや、複数の米経済指標の軟調な結果を受けた米金利低下で128円を割り込んだが、引けにかけてはリスクオフのドル買いで128円台後半まで値を戻した。19日、ドル/円は米金利低下を受け127円台後半に下落。海外時間は、複数の米経済指標の堅調な結果を受け、米金利上昇を横目に128円台後半に上昇した。本日のドル/円も、引き続き128円台前半での取引となっている。
- ・ 今週のユーロ/ドルは、主だったイベントがない中、レンジ推移となった。週初16日、1.0822でオープンしたユーロ/ドルは、円買い・ドル売りが波及し1.08台後半に上昇も、独金利低下やドルの買い戻しを受け1.082付近へ往って来い。17日、ユーロ/ドルは軟調な米経済指標を背景に1.08台後半に上昇も、ECBが3月政策理事会における利上げ幅の+25bpへの縮小を検討との観測報道が伝わると独金利急低下を受け1.08を割り込んだ。18日、ドル買い・円売りが波及し一時週安値となる1.0767に下落。ロンドン・NY時間にはドルの買い戻しや米金利低下を受け一時週高値となる1.0887に上昇も、ドルが買い戻され1.08を割り込んだ。19日、ユーロ/ドルは米金利上昇を背景に低下する場面も見られたが、ECB政策理事会議事要旨(12月会合分)におけるタカ派な内容や、複数のECB高官によるタカ派な発言を受け、独金利上昇に呼応する形で1.08台前半に上昇した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.08台前半での取引となっている。

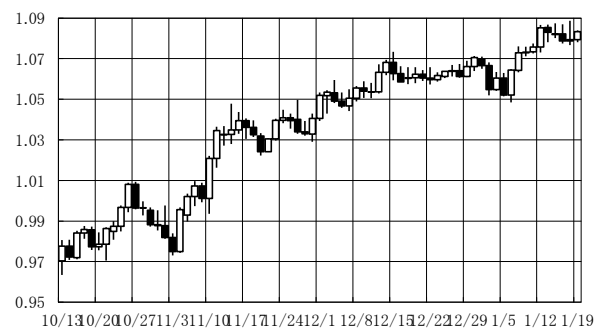
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		1/13(Fri)	1/16(Mon)	1/17(Tue)	1/18(Wed)	1/19(Thu)
ドル/円	東京9:00	129.21	128.03	128.36	128.31	128.54
	High	129.40	128.87	129.15	131.58	128.87
	Low	127.46	127.22	127.99	127.57	127.77
	NY 17:00	127.86	128.51	128.12	128.94	128.42
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0860	1.0822	1.0828	1.0788	1.0797
	High	1.0868	1.0874	1.0870	1.0887	1.0840
	Low	1.0781	1.0802	1.0775	1.0767	1.0782
	NY 17:00	1.0834	1.0824	1.0790	1.0795	1.0829
ユーロ/円	東京9:00	140.33	138.61	138.94	138.39	138.79
	High	140.40	139.28	139.59	141.68	139.40
	Low	138.02	138.25	138.23	138.35	137.91
	NY 17:00	138.44	139.03	138.29	139.13	139.10
日経平均株価		26,119.52	25,822.32	26,138.68	26,791.12	26,405.23
TOPIX		1,903.08	1,886.31	1,902.89	1,934.93	1,915.62
NYダウ工業株30種平均		34,302.61	-	33,910.85	33,296.96	33,044.56
NASDAQ		11,079.16	-	11,095.11	10,957.01	10,852.27
日本10年債		0.50%	0.50%	0.50%	0.41%	0.40%
米国10年債		3.50%	-	3.55%	3.37%	3.40%
原油価格(WTI)		79.86	-	80.18	79.80	80.61
金(NY)		1,921.70	-	1,909.90	1,907.00	1,923.90

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、26日(木)に2022年10～12月期GDP(速報)が公表される。7～9月期の実質GDPは前期比年率+3.2%と、前期まで2四半期連続で続いたマイナス成長からは脱却し、プラス成長に回帰した。米国経済が高水準のインフレに苛まれ、FRBによる積極的な金融引き締めが行われている中でも、サービス消費中心に個人消費は底堅い推移を続けて、民間最終需要(個人消費+設備投資+住宅投資)は前期比年率で+1.5%と堅調な結果となった。ただし、例年に比べ低調に終わった年末商戦の結果を踏まえて今後個人消費の下押しが予測されることや、高水準の金利が住宅投資や設備投資を抑制し続けていることから、10～12月期に関して成長率は鈍化する見込みだ。なお、ブルームバーグの事前予想では前期比年率+2.6%としている。

そのほか、24日(火)に1月製造業/サービス業PMI(速報)の発表を控える。前回12月については、製造業、サービス業ともに11月からは低下し、製造業は46.2と2か月連続で、サービス業は44.7と6か月連続の50割れとなった。入荷遅延の改善や仕入価格指数の低下から供給制約の一層の緩和が示唆される一方で、高水準の金利やインフレに加え、景気後退に対する警戒感が企業景況感の悪化に寄与した。なお、ブルームバーグの事前予想では、製造業は46.5、サービス業は46.0となっている。
- 欧州では、24日(火)にユーロ圏1月製造業/サービス業PMI(速報)の発表を控える。前回12月については、製造業が47.8と2か月連続での上昇、サービス業が49.8と8か月ぶりの上昇となった。製造業は6か月連続、サービス業は5か月連続でそれぞれ50割れとなったものの、速報時点での市場予想を大きく上回る結果となった。茲許燻ってきたユーロ圏の景気後退懸念が幾分か剥落していることが示唆される内容となった。なお、ブルームバーグの事前予想では、それぞれ48.5、50.0となっている。
- 本邦では、26日(木)に日銀金融政策決定会合の主な意見(1月会合分)が公表予定。会合では、イールドカーブ・コントロール(YCC)政策を軸とした大規模金融緩和政策の現状維持を決定した。フォワードガイダンスも維持された一方で、共通担保オペに関しては拡充が決定された。公表された展望レポートにおいては、実質GDP成長率見通しが引き下げられた一方で、消費者物価指数(CPI、除く生鮮食品)の見通しが引き上げられた。黒田日銀総裁は会見において、前回12月会合でYCCの許容変動幅拡大を決定して以降も改善されない債券市場機能に関し「今後改善していく」「YCCは十分持続可能」と述べ、「長期金利の変動幅をさらに拡大する必要はない」と市場からの政策修正期待に対しけん制した。

	本 邦	海 外
1月20日(金)	・12月全国CPI	・米12月中古住宅販売件数
23日(月)	・日銀金融政策決定会合議事要旨(12月会合分)	・ユーロ圏1月消費者信頼感指数(速報)
24日(火)	・1月製造業/サービス業PMI(速報)	・独2月GfK消費者信頼感 ・ユーロ圏1月製造業/サービス業PMI(速報) ・米1月製造業/サービス業PMI(速報)
25日(水)	・11月景気動向指数(確報)	・独1月IFO企業景況感指数
26日(木)	・日銀金融政策決定会合 主な意見(1月会合分) ・12月企業向けサービス価格指数 ・12月工作機械受注(確報)	・米10～12月期GDP(速報) ・米12月耐久財受注(速報) ・米12月新築住宅販売件数
27日(金)	_____	・米12月個人所得支出 ・米12月個人消費支出(PCE)デフレーター ・米12月中古住宅販売仮契約 ・米1月ミシガン大学消費者マインド(確報)

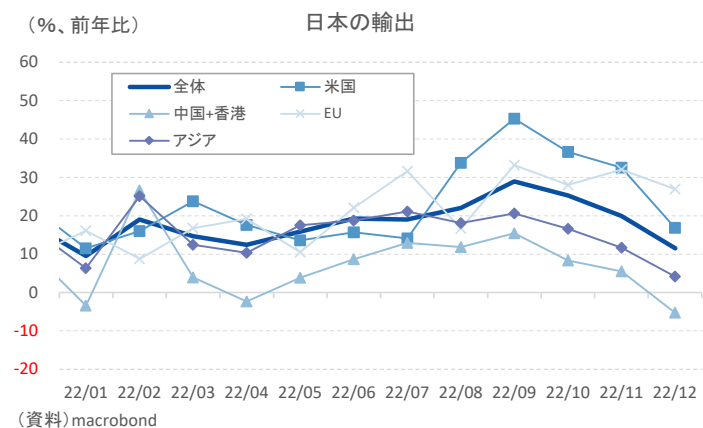
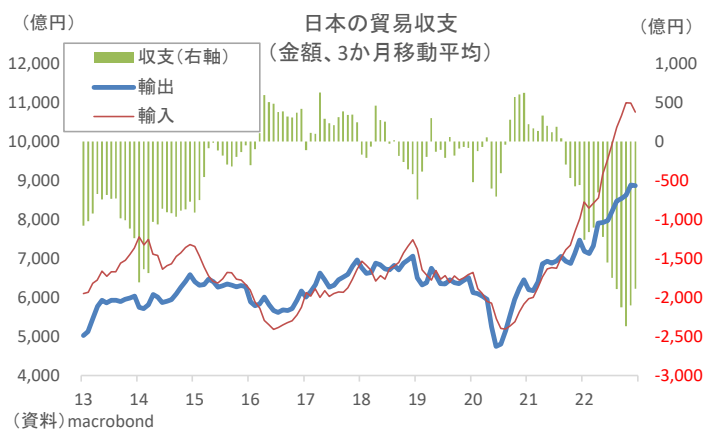
【当面の主要行事日程(2023年1月～)】

FOMC(1月31～2月1日、3月21～22日、5月2～3日)
 ECB政策理事会(2月2日、3月16日、5月4日)
 日銀金融政策決定会合(3月9～10日、4月27～28日、6月15～16日)

3. 史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～

輸入増加の次は輸出減少

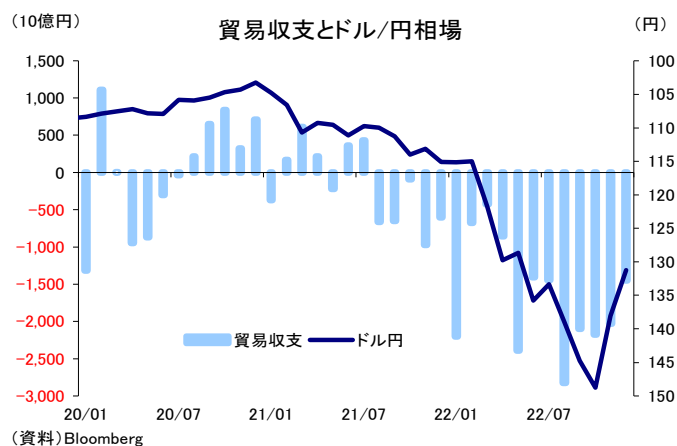
昨日、財務省が発表した貿易統計（速報値）によると、2022 年通年の貿易収支は▲19 兆 9713 億円の赤字と比較可能な 1979 年以降で最大の赤字を記録した。これまで過去最大の赤字だった 2014 年（約▲12 兆 8000 億円）の 1.5 倍以上に相当する赤字である。もちろん、資源高は昨年央に、円安は昨年 11 月以降にピークアウトしているため貿易赤字は今後はっきりと減ってくるはずである。しかし、本欄では繰り返し論じているように原油価格はピーク時ほど高くないものの、パンデミック前に比べれば高い。今後ロシアや中国抜きの世界で資源やサプライチェーンを回さなければならない以上、原油を筆頭に日本が輸入する様々な生産要素が高くつく状況は大きく変わらないだろう。加工貿易を得意とする日本にとっては「高いものを輸入して安いものを売る」という構図が続きやすく、交易損失が高止まりすることはある程度想定される。なお、過去 1 年間は輸入増加ばかりが注目



目されていたが、今後 1 年間は苛烈な金融引き締めを経た欧米の景気後退が話題にならざるを得ないだろう。とすれば、当然、輸入増加が落ち着く代わりに輸出減少に直面する可能性が懸念され、各国・地域別の輸出動向を見ると、その兆候は既に確認できる（図）。従前より景気失速が懸念されていた中国に至っては感染拡大の影響も重なり 12 月には前年比減少に転じている。世界全体を見渡しても成長をリードする存在が見当たらず、日本の輸出を取り巻く環境は相当厳しいと言える。

円安に寄与する貿易赤字

輸入増加が落ち着いても輸出減少が顕著になれば貿易赤字は相応の規模で残ることになる。2022 年に計上された約▲20 兆円の貿易赤字はラグを伴って為替市場に影響を持つであろうことを踏まえると、やはり「日米金利差が縮小に向かうので年内は円高一辺倒」という見通しに盲従するのは危ういように感じる。図示されるように、2022 年に直面した円安・ドル高およびその後の円高・ドル安は貿易赤字の拡大・縮小



に符合していた印象がある。貿易赤字を日米金利差に入れ替えても同じような議論が可能であり、金融市場ではそちらの方が多用される傾向にあるが、それは単なる相関関係であって、実際の需給を絡めた因果関係は明らかに貿易赤字の方があるように思える（しかし、今春以降は金利差が円を調達通貨とするキャリー取引に直結する可能性もあり、その意味で金利差が因果関係をもって円安に直結してくる可能性はある）。2022 年の赤字が半分になったとしても過去最大級の赤字額であり、果たして巷説で言われるように FRB の利上げ停止だけで 110 円付近までの円高が実現するのか筆者はやはり疑問に思う。

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。

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
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分) FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
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～ 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) 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～)