

みずほマーケット・トピック(2023 年 4 月 21 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: インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～	

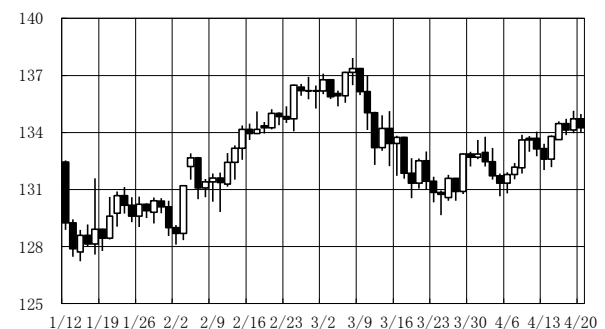
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、堅調な米経済指標等を受けた米金利動向につれ上昇も、その後は伸び悩んだ。週初17日、133.97円でオープンしたドル/円は、米金利が上昇する中、134円台前半へ上昇。海外時間は一時133円台後半へ反落も、米4月NY連銀製造業景気指数の堅調な結果が好感され、134円台半ばに反転上昇した。18日、ドル/円は日本株が堅調推移する中で、134円台後半に続伸も、円売りの一服で134円台半ばへ往って来い。海外時間は米金利低下を受け133円台後半に続落。その後、良好な米経済指標やFRB高官によるタカ派な発言を背景に134円台を回復した。19日、ドル/円は英3月消費者物価指数(CPI)の強い結果を背景に海外金利は上昇、134円台後半に続伸。海外時間は、「日銀は4月会合でのYCC修正に慎重」との報道を受け円売りが強まり、約1か月ぶりの高値となる135.14円まで上値を追いかけた。引けにかけては米金利動向につれドル/円も大きく上下、134円台後半で翌日に渡った。20日、ドル/円は五十日での実需の円売り相場の中、134円台後半でじり高推移も、午後には米金利低下を受け134円台前半へ反落。海外時間は、一時134円台後半へ値を戻すも、複数の米経済指標が弱い結果となり、134円付近まで下押した。本日のドル/円は、ドル売りの一服で134円台前半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、1.09台を中心に狭いレンジでの取引が継続した。週初17日、1.0985でオープンしたユーロ/ドルは、1.010ちょうどを付けるも、堅調な米経済指標を受けた米金利上昇につれ、一時週安値となる1.0909に反落した。18日、ユーロ/ドルは、強い米住宅指標を背景に下落する局面もあったが、米独金利差縮小を受け1.09台後半に上昇した。19日、ユーロ/ドルは米金利上昇に合わせ1.09台前半に下落も、NY時間には米独金利差縮小で1.09台後半に値を戻した。20日、ユーロ/ドルは1.09台後半でじり高推移。NY時間には米経済指標への警戒感から一時1.09台前半に急落した。その後、それらが軟調な結果となったことや3月ECB政策理事会議事要旨にて、インフレリスクが上向きに傾いているとの見方が強いという内容を受けすぐに1.09台後半に値を戻した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.09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)

ドル/円相場の動向

		前週末	今 週				
		4/14(Fri)	4/17(Mon)	4/18(Tue)	4/19(Wed)	4/20(Thu)	
ドル/円	東京9:00	132.53	133.97	134.46	134.00	134.72	
	High	133.84	134.57	134.71	135.14	134.97	
	Low	132.18	133.72	133.86	133.96	134.02	
	NY 17:00	133.75	134.49	134.10	134.73	134.24	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1052	1.0985	1.0925	1.0977	1.0953	
	High	1.1075	1.1000	1.0983	1.0983	1.0990	
	Low	1.0973	1.0909	1.0922	1.0918	1.0934	
	NY 17:00	1.0988	1.0928	1.0974	1.0957	1.0972	
ユーロ/円	東京9:00	146.41	147.08	146.77	147.08	147.50	
	High	147.15	147.45	147.35	147.85	147.80	
	Low	146.26	146.67	146.76	147.07	147.07	
	NY 17:00	147.05	146.91	147.16	147.62	147.26	
日経平均株価		28,493.47	28,514.78	28,658.83	28,606.76	28,657.57	
TOPIX		2,018.72	2,026.97	2,040.89	2,040.38	2,039.73	
NYダウ工業株30種平均		33,886.47	33,987.18	33,976.63	33,897.01	33,786.62	
NASDAQ		12,123.47	12,157.72	12,153.41	12,157.23	12,059.56	
日本10年債		0.46%	0.48%	0.47%	0.47%	0.47%	
米国10年債		3.51%	3.61%	3.58%	3.59%	3.53%	
原油価格(WTI)		82.52	80.83	80.90	79.24	77.37	
金(NY)		2,015.80	2,007.00	2,019.70	2,007.30	2,019.10	



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、27日(木)に1～3月期GDP(速報)が公表予定となっている。10～12月期(確報)に関しては、+2.6%(前期比年率、以下同様)と改定値の+2.7%から下方修正、7～9月期の+3.2%からも鈍化した。主因は、純輸出と個人消費が低調だったことにある。純輸出に関しては、外需に冷え込みを背景に輸出の寄与度が3四半期ぶりにマイナスとなったことが大きい。また、個人消費に関してはインフレ高進や利上げによる内需減退が発揮された結果と言えよう。実際、内需を示す国内最終需要の寄与度は+0.7%と7～9月期の+1.5%から大きく減速した。かかる中、1～3月期に関しては、利上げによる需要抑制効果は継続も、中国の経済回復期待や暖冬に伴い一定の成長率を保ったと推察される。なお、ブルームバーグの事前予想では、1～3月期の結果に関し+2.0%と見込んでいる。
 - 本邦では、27日(木)～28日(金)に日銀金融政策決定会合が開催される。植田新総裁の下では、初めての日銀会合となる。植田新総裁は今月10日に行われた就任会見において、現行の大規模金融緩和政策に関し継続する旨を強調した。市場では撤廃の観測も根強いイールドカーブ・コントロール(YCC)に関しても、「現行のYCCを継続することが適当」と早期の修正を否定。会合まで2週間ほどのタイミングでの発言であったことから、今回でYCCが修正される可能性は低まったと考えたい。一方で、YCCに限らず金融緩和全般に関し、長い目で点検もしくは検証を行いたい旨の発言も残した。真意は定かではないが、これがもし「直ちにでなければ政策の修正があり得る」との意図であるならば、早ければ6月会合もしくは7月会合においてYCCの修正が行われる可能性もある。もっとも、マイナス金利解除に関しては、年央以降に欧米中銀の利上げ停止が確実視される中、年内の着手は困難となっている。
- また、新たに更新される展望レポートにも注目が集まる。1月分においては、実質GDP成長率の下方修正と消費者物価指数(除く生鮮食品)の上方修正が目立った。前者に関しては海外経済の失速が、後者に関しては輸入物価の高まりが主因と考えられる。とはいえ、消費者物価指数(除く生鮮食品)に関して、2023年に+1.6%(前年比、大勢見通しの中央値)、2024年に+1.8%の予測となっており、物価安定目標の達成には依然高いハードルが残っている状況と判断できる。他方、足許の物価指標を確認すると、政府による光熱費負担軽減策を受け総合ベースでは鈍化が顕著も、コアコアベース(除く生鮮食品及びエネルギー)は騰勢を継続している。インフレの中心がコア部分にシフトする中、日銀による物価見通しにも注意を払いたい。

	本 邦	海 外
4月21日(金)	・3月全国消費者物価指数 ・4月製造業/サービス業PMI(速報)	・ユーロ圏4月製造業/サービス業PMI(速報) ・米4月製造業/サービス業PMI(速報)
24日(月)	—	・独4月IFO企業景況感指数
25日(火)	・3月企業向けサービス価格指数	・米2月FHFA住宅価格指数 ・米3月新築住宅販売件数 ・米4月コンファレンスボード消費者信頼感
26日(水)	—	・独5月GfK消費者信頼感 ・米3月耐久財受注(速報)
27日(木)	・2月景気動向指数(確報) ・日銀金融政策決定会合(28日まで)	・ユーロ圏4月消費者信頼感(確報) ・米1～3月期GDP(速報)
28日(金)	・3月失業率/有効求人倍率 ・4月東京消費者物価指数 ・3月鉱工業生産(速報) ・3月小売売上高 ・植田日銀総裁会見	・ユーロ圏1～3月期GDP(速報) ・独4月消費者物価指数(速報) ・米3月個人所得/支出 ・米3月個人消費支出デフレーター ・米4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4月～)】

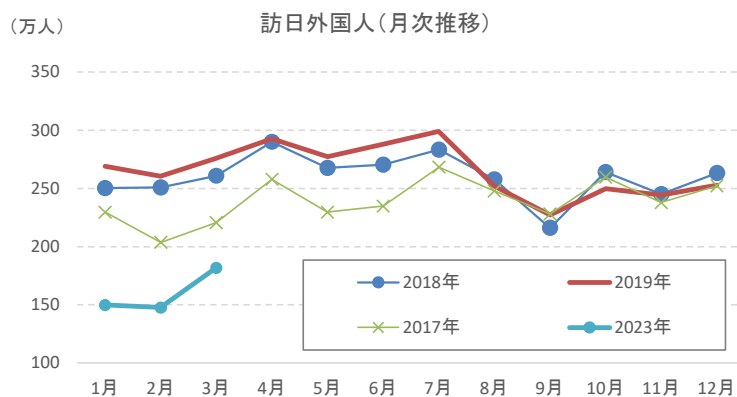
日銀金融政策決定会合(4月27～28日、6月15～16日、7月27～28日)
 FOMC(5月2～3日、6月13～14日、7月25～26日)
 ECB政策理事会(5月4日、6月15日、7月27日)

3. インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～

訪日客数、一部の国は既にパンデミック以前に復活

訪日外国人（インバウンド）の復調が話題になっている。日本に対するインバウンド需要とそれが経済にもたらす影響を検討する際、量と質の2点から理解する必要がある。量は単純に訪日外客数、質は1人あたりの旅行支出だ。前者が注目されやすいが、経済的なインパクトには後者も重要になる。

まず前者に関し、3月の訪日客数は181.7万人とパンデミック直前の2019年3月対比で65.8%まで復元している。150万人を超えたのはパンデミックを受けた最悪期に入る直前の2020年1月以来、約3年ぶりである。日本が桜の開花シーズンを迎え、クルーズ船の運航が再開されたことなども追い風となっている模様である。定期便の正常化も徐々に進んでおり、例年4～7月にピークを迎えるインバウン



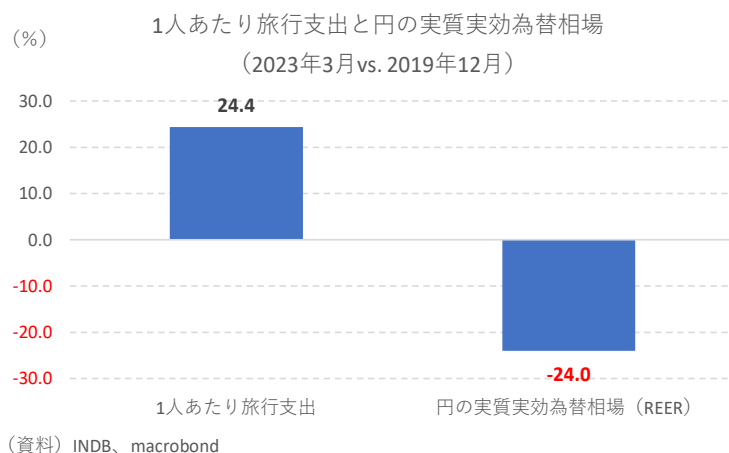
(資料)政府観光局

ド需要は順当に回復していると言える。国別に見れば2019年3月対比で増加したのは(すなわちパンデミック前を超えたのは)、シンガポール(+20.6%)、ベトナム(+11.9%)、オーストラリア(+2.3%)、米国(+15.0%)、メキシコ(+1.0%)、中東地域(+4.9%)でボリュームの大きい米国やオーストラリアについて数量面での正常化が完了していることは心強い。もっとも、依然としてパンデミック前の水準を全体として回復できていないのはインバウンドの3割を占める中国から日本への団体旅行が許可されていないことに起因する。地政学・地経学的な背景も踏まえれば、回復の算段は立ちにくいのが実情だろう。

「消費額の増加幅≒REERの下落幅」という実態

上記のような「量」としての人数も重要だが、1人1人がどれほどの消費・投資をしてくれたのかという「質」の視点も重要である。実質実効為替相場(REER)ベースで半世紀ぶりの円安と言われる状況を踏まえれば、自ずとパンデミック以前よりも外国人の財布の紐は(日本人から見れば)緩むことが期待される。結論から言えば、「質」の向上も認められる。観光庁『訪日外国人消費動向調査』が公表した2023年1～3月期の訪日客1人あたりの旅行支出は21万1957円(速報値)と2019年10～12月期(17万434円)対比で+24.4%も増えている。

しかし、これを「質」の向上として手放しで喜ぶことについては議論の余地があるかもしれない。というのも、2023年3月のREERは2019年12月対比で▲24%安くなっており、その下落幅は1人あたり旅行支出の増加幅と概ね一致する(図)。円のREER下落は「日本の海外に対する購買力低下」を意味すると同時に「海外の日本に対する購買力上昇」も意味する。日



本経済の浮揚を議論する観点に立てば、1人あたり旅行支出が大幅に増えることは喜ばしいことだ。

しかし、それは「安い円」に拠る部分も大きく「外国人の財布から拠出される外貨」は恐らくそこまで変わらず、単に「円建てで見た消費額が押し上げられているだけ」という可能性もある。そうだとした場合日本人には関係の無い話だが、見方を変えれば「日本で提供される財・サービスの価格が海外にとって安過ぎる」という事実も浮かび上がる。このままいけば2023年通年の外国人消費額はパンデミック前を超えるという期待は強いものの、(世界的に見れば)過剰な安売りの結果と言えなくもない。通貨安になれば日本車や日本の電化製品の現地価格据え置きでも高い売上高が記録できるようになるのと同じだ。

今後起きることは物価上昇か

こうした状況を踏まえると、インバウンド需要の高まりとともに起きることはやはり国内の物価上昇ではないか。昨年までの鎖国政策のように政策的な障害を設けたりしない限り、国際的に見て低い価格で高い質の財・サービスを提供し続ける日本へのインバウンド需要は好調が続くはずだ。その結果、東京都心を中心として外国人の消費・投資意欲に近い分野から物価は上がる公算が大きい。既に一部の宿泊・飲食サービスでは価格設定がそうなっている。日本人が外国人に対して提供している宿泊・飲食を中心とするサービスは多少値上げしたとしても、外国人にとっては「非常に安い」が「安い」に変わるくらいであり、それほどインバウンド需要に影響を及ぼさない可能性が高い。大勢に影響はないだろう。

その結果、日本人が快適に過ごせるかどうかという意味では社会厚生は下がるのかもしれない。しかし、財同様、サービスも貿易取引であり、日本人がどう感じるかよりも経済合理性に応じて取引は動く。今後、日本人として期待すべき前向きな展開があるとすれば、活性化するインバウンド輸出を契機に国内の雇用・賃金環境がひっ迫して、「名目賃金の上がらない日本」がいよいよ変わる展開だろうか。その最中で弊害を訴えるオーバーツーリズムは今後のキーワードになってきそうだが、日本が望む望まないにかかわらず、インバウンドから外貨を得る道が拡がりを行いながら持続する公算は非常に大きい。足許から将来にわたって、日本が能動的に増やせる外貨の獲得経路はもはや旅行収支くらいしかないのだから、これを忌避するのは国として得策ではない。インバウンド産業は短期的な弊害を上手く付き合いながら日本全体で育てていくべきものになるだろう。

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.mizuhoibank.co.jp/forex/escon.html> (Archives) http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/escon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか?～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か?～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	逼迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基礎的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRB/ハト派の併存は可能なのか?
2023年1月20日	週末版(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?～)
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	まだ警戒が必要なる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～)