みずほマーケット・トピック（2023 年 5 月 26 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：32 年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～

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、日米金利差の拡大とともに半年ぶりに140円台に乗せた。週初22日、137.72円でオープンしたドル/円は、米金利低下を受け下落するも、堅調な日本株を背景に下に往って来い。海外時間は、ブラード・セントルイス連銀総裁があと2回の利上げを支持する旨の発言を行うと、米金利上昇に合わせ138円台半ばに上昇した。23日、ドル/円は材料に欠ける中、138円台半ばから後半でレンジ推移。海外時間は、FRB高官のタカ派な発言や米債務上限問題に関する報道、堅調な米経済指標などを背景に米金利は上下、ドル/円も138円台半ばを中心に値幅を伴いつつレンジ推移した。24日、ドル/円は日本株が軟調推移する中、138円台前半にじり安推移。海外時間は、英4月消費者物価指数（CPI）の強い結果やウォーラー・FRB理事による利上げ継続を示唆する発言を受け、米金利は騰勢を強め年初来高値を更新し、139円台半ばをつけた。25日、ドル/円は米大手格付機関が米国債格付けの引き下げを示唆したことが材料視され、138円台後半に急落も、その後は断続的に前日の高値を更新し、139円台後半に続伸。海外時間は、米1～3月期GDP（改定値）や新規失業保険申請件数の強い結果に米金利は続伸、一時週高値となる140.23円まで上値を伸ばした。本日のドル/円は、ドル買いが一服し139円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、ドル高に押されて続落した。週初22日、1.0823でオープンしたユーロ/ドルは、相場材料に欠ける中、1.08台前半を主としたレンジ推移となった。23日、ユーロ/ドルは、ユーロ圏5月製造業PMI（速報）の弱い結果を背景に1.07台後半に下落した。24日、ユーロ/ドルは米金利低下を受け1.08台を回復する場面もあったが、独5月IFO企業景況感指数の軟調な結果やFRB高官のタカ派な発言を背景に米独金利差は拡大、1.07台半ばに続落した。25日、ユーロ/ドルは独1～3月期GDP（確報）が予想に反しマイナス成長となったことに加え、堅調な米経済指標も合わさり米独金利差は拡大、一時2か月ぶりの安値となる1.0708まで下押した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.07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			
		5/19(Fri)	5/22(Mon)	5/23(Tue)	5/24(Wed)	5/25(Thu)
ドル/円	東京9:00	138.64	137.72	138.66	138.60	139.28
	High	138.74	138.67	138.91	139.48	140.23
	Low	137.44	137.50	138.25	138.24	138.83
	NY 17:00	137.93	138.59	138.60	139.48	140.03
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0776	1.0823	1.0812	1.0771	1.0755
	High	1.0828	1.0831	1.0820	1.0801	1.0756
	Low	1.0760	1.0795	1.0761	1.0748	1.0708
	NY 17:00	1.0807	1.0814	1.0766	1.0750	1.0726
ユーロ/円	東京9:00	149.40	149.05	149.81	149.10	149.80
	High	149.77	149.91	150.00	149.93	150.29
	Low	148.72	148.87	149.13	148.86	149.32
	NY 17:00	149.05	149.83	149.25	149.90	150.24
日経平均株価		30,808.35	31,086.82	30,957.77	30,682.68	30,801.13
TOPIX		2,161.69	2,175.90	2,161.49	2,152.40	2,146.15
NYダウ工業株30種平均		33,426.63	33,286.58	33,055.51	32,799.92	32,764.65
NASDAQ		12,657.90	12,720.78	12,560.25	12,484.16	12,698.09
日本10年債		0.40%	0.38%	0.39%	0.41%	0.42%
米国10年債		3.68%	3.72%	3.70%	3.74%	3.82%
原油価格(WTI)		71.69	72.05	72.91	74.34	71.83
金(NY)		1,981.60	1,977.20	1,974.50	1,964.60	1,943.70

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、6 月 1 日(木)に 5 月 ISM 製造業景気指数が公表予定となっている。前回 4 月の結果は 47.1 と 3 月の 46.3 から上昇、市場予想の 46.8 も上回ったが、6 か月連続で 50 割れを記録するなど全体としては軟調な結果だった。内訳を確認すると、入荷遅延と在庫が低下した一方で、雇用と新規受注、生産が上昇に寄与した。景況感に底打ちの兆しはあるが、金融引き締め下での需要抑制効果に伴い依然縮小領域を彷徨っているというのが現状だろう。実際、18 対象業種のうち活動拡大を示したのは 5 業種に限られた。なお、ブルームバーグの事前予想では、5 月の結果に関し 47.0 と見込んでいる。

また、2 日(金)には 5 月雇用統計が公表予定。前回 4 月は非農業部門雇用者数が+25.3 万人(前月比、以下同様)と 3 月(修正後:16.5 万人)及び市場予想の+18.5 万人を上回る結果だった。民間サービス部門が+19.7 万人と増勢を維持し、医療、専門サービス、余暇・娯楽などで伸びが見られた。加えて、民間財部門も雇用者増に転じた。一方で、政府部門は雇用者増こそ継続も伸びは鈍化。また、失業率は 3.4%と、市場予想の 3.6%及び 3 月の 3.5%を下回った。加えて、労働参加率(労働力人口÷生産年齢人口)は、62.6%と前月からほぼ横ばい推移、20 年 3 月以来の水準を維持した。一方、平均時給は+0.5%と、市場予想及び 3 月の+0.3%を上回った。全体として、労働需給ひっ迫の継続や賃金上昇圧力の粘着性が確認できる結果だ。なお、5 月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、非農業部門雇用者数を+18.0 万人、失業率を 3.5%、平均時給を+0.3%と見込んでいる。

・ 欧州では、1 日(木)に 5 月ユーロ圏消費者物価指数(HICP、速報)が公表予定となっている。前回 4 月の結果(確報)は+7.0%(前年比、以下同様)と 6 か月ぶりに伸びが加速したが、その幅は+0.1%ポイントにとどまった。一方で、エネルギー、食料品、アルコール、タバコを除いたコアベースでは+5.6%と過去最高水準圏で推移しており、騰勢を維持。内訳を寄与度ベースで確認すると、エネルギーは前月に続きほぼ伸びが確認されなかったが、サービスは+2.2%と過去最高を更新している。すでにインフレの主役はエネルギーから賃金に移ったとみてよい。無論コアが 5 か月ぶりに伸びが鈍化に転じたことは朗報だが、これが続く保証もない。かかる中、ECB は 5 月政策理事会で利上げ幅を+25bp に縮小させたが、コアインフレの騰勢が続く以上、利上げは継続するというのが基本線だ。なお、ブルームバーグの事前予想では、5 月の結果に関し総合ベースで+6.4%、コアベースで+5.5%と見込んでいる。

	本　　邦	海　　外
5 月 26 日(金)	・4 月企業向けサービス価格指数	・米 4 月個人所得/支出 ・米 4 月個人消費支出デフレーター ・米 4 月耐久財受注 (速報) ・米 5 月ミシガン大学消費者マインド (確報)
29 日(月)	・3 月景気動向指数 (確報)	――――――――――
30 日(火)	・4 月失業率/有効求人倍率	・ユーロ圏 5 月消費者信頼感 (確報) ・米 3 月 FHFA 住宅価格指数 ・米 5 月コンファレンスボード消費者信頼感
31 日(水)	・4 月小売売上高 ・4 月鉱工業生産 (速報)	・独 5 月消費者物価指数 (速報) ・米 4 月 JOLT 求人件数 ・米ベージュブック公表
6 月 1 日(木)	・1～3 月期設備投資 ・5 月製造業 PMI (確報)	・ユーロ圏 5 月製造業 PMI (確報) ・ユーロ圏 5 月消費者物価指数 (速報) ・米 5 月 ADP 雇用統計 ・米 5 月製造業 PMI (確報) ・米 5 月 ISM 製造業景気指数
2 日(金)	――――――――――	・米 5 月雇用統計

【当面の主要行事日程(2023 年 6 月～)】

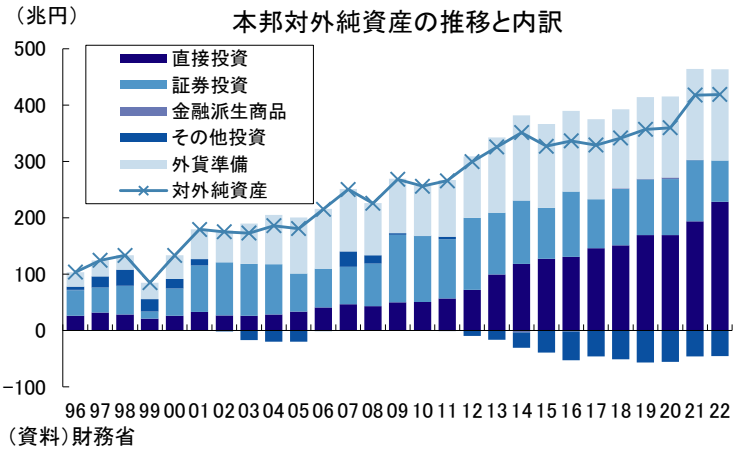
FOMC (6 月 13～14 日、7 月 25～26 日、9 月 19～20 日)
ECB 政策理事会 (6 月 15 日、7 月 27 日、9 月 14 日)
日銀金融政策決定会合 (6 月 15～16 日、7 月 27～28 日、9 月 21～22 日)

3. 32 年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～

海外有価証券の評価損を円安で吸収

今朝、財務省から『本邦対外資産負債残高の状況（2022 年末時点）』が公表されている。昨年来、「弱い円」ひいては円の信認という論点に注目が集まっていることを思えば、同統計で毎年確認される「世界最大の対外純資産国」というステータスが「安全資産としての円」の拠り所になっているのは間違いない。本欄では毎年、公表直後にその読み方をレビューしている。巨大な対外純資産は「国内における投資機会の乏しさ」の証左であり、必ずしも前向きな話ではない。しかし、政治・経済の弱体化が指摘される日本の円について、未だ安全資産と見なす向きがあるのも巨大な対外純資産の存在ゆえである。

具体的に数字を見ると、日本の企業や政府、個人が海外に持つ資産から負債を引いた対外純資産残高は前年比+7204 億円の 418 兆 6285 億円と 5 年連続で増加している（以下特に断らない限り前年比で議論）。これで 32 年連続、「世界最大の対外純資産国」のステータスを維持したことになる。なお、あれほどの円安が進んだにもかかわらず+7200 億円程度しか増えていないのは対外証券投資の価格変動が極めて大きなものだったからだ。具体的に数字を見ると今回、対外証券投資残高全体で約▲49 兆円の減少を記録している。これを数量（取引フロー）要因と価格要因に要因分解すると、まず純粋に数量（取引フロー）要因で約▲23 兆円減少している。問題は価格要因で、為替要因（為替相場の変動）で約+47 兆円も増加している一方、その他調整（資産価格の変動）で▲73 兆円減少している。欧米中銀の大幅利上げが顕著になる中、株式・債券ともに大きく値を崩す年になったことは周知の通りであり、それがそのまま対外証券投資残高の変動に表れている。もっとも、歴史的な円安により価格下落の 6 割強が相殺されたという見方も可能であり、今後、円安が進んでも「世界最大の対外純資産国」というステータスはそう簡単に崩れないであろうことを予感させる。

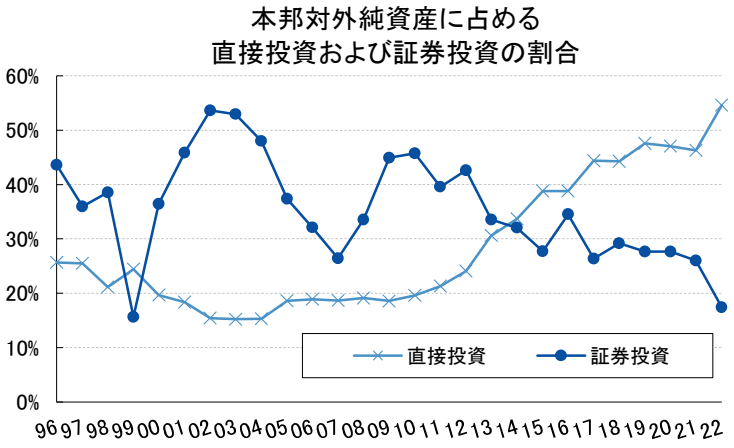


今回の発表でドル/円相場が+14.8%、ユーロ/円相場が+8.1%上昇したことになっている。日本が対外資産（ネットではなくグロス）として保有する証券投資残高は 531 兆円で、そのうち約 53%（282 兆円）がドル、約 12%（65 兆円）がユーロであることが分かっている。ということは、円安・ドル高が 10%進めば証券投資残高（グロス）が 50 兆円強（≒531 兆円×0.1）が増える。2023 年の対外純資産もこの経路で押し上げられるのではないだろうか。フローである経常収支の黒字が縮小傾向にある以上、今後は円が弱くなることでしか対外純資産が大きく増えない状況に至っているようにも見える。裏を返せば、今後大きく円高に振れるようなことがあった場合、経常黒字がかつてほど稼げなくなっていることを踏まえれば、日本の対外純資産は減少する公算が大きいように見受けられる。

対外直接投資比率は過去最大に

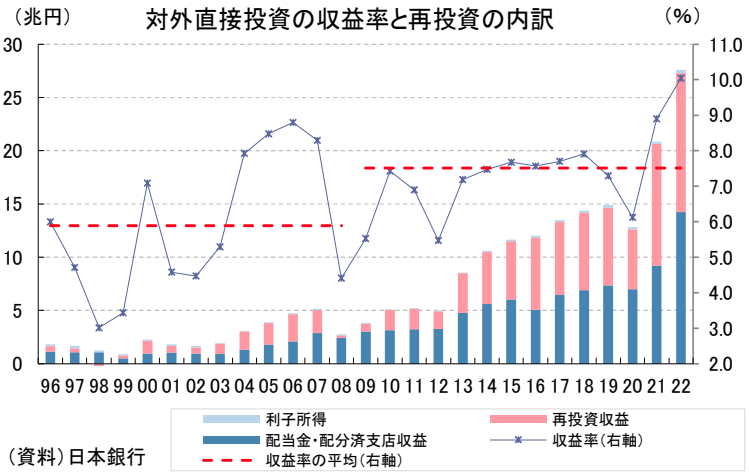
対外純資産残高を保有資産別に見ると、最大項目が直接投資の 54.6%で、これは統計開始以来で最高となる。一方、証券投資が 17.5%と 1999 年以来、23 年ぶりの低い比率となっている。結果、直接投資

と証券投資の比率は 37.1%ポイントと経験の無い水準まで乖離している。本欄では執拗に論じている点だが、このような対外経済部門の動きを踏まえれば、やはり断続的に生じている円安は構造的な現象なのだと考えるのが妥当ではないだろうか。対外証券投資であればリスクオフムードの高まりに応じてレパトリ（本国回帰）が期待されるものの、対外直接投資はそうはいかない。投資家が危機を感じて海外有価証券を売る（外貨売り・円買いする）ことはあっても、事業法人が買収した海外企業を売るには相応の議論と時間を要するはずである。日本の対外純資産が世界最大であることは 32 年間変わらぬ事実であるとしても、その中で「売られたまま戻ってこない円」の割合は確実に上昇している。それがしつこい円安地合いの正体でもあるように思える。



（資料）財務省

もちろん、厳密に言えば、直接投資から生じる収益（以下直接投資収益）の中でも配当金・配分済支店収益などは外貨売り・円買いの経常的なフローとして期待はできる。しかし、過去 27 年間、直接投資の収益率は上昇傾向が認められるものの、その中における再投資収益の割合がじわじわ増えていることが分かる。直接投資それ自体の収益率は上昇傾向にあることから、今後も「証券投資より直接投資」という傾向は続くだろう。それは日本と諸外国の成長率格差を考えれば当然でもある。しかし、そうであればこそ直接投資収益を日本に戻す意味は薄れる。直接投資収益における再投資比率は 1996 年から 2009 年までの 14 年間で平均 31.8%であったが、2010 年から 2022 年までの 13 年間で平均 45.9%まで上昇している（計算期間は遡及可能な時系列である 27 年間を 14 年間と 13 年間に分けただけ）。



（資料）日本銀行

実際、筆者が海外で事業法人の方々のお話を伺っても、こうした再投資比率の上昇は実感に合う。「対外純資産は増えても、戻ってくる円の割合は低下しつつある」というのが実際のところであり、だからこそ需給面の事情に照らせば円安が進みやすいというのが円相場の実情ではないだろうか。

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に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.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
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ペントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年4月分）
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版（米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～）
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版（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～）
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リゼーション（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	ひっ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「基調的なインフレ率」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～