

みずほマーケット・トピック(2023 年 7 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: 正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・～

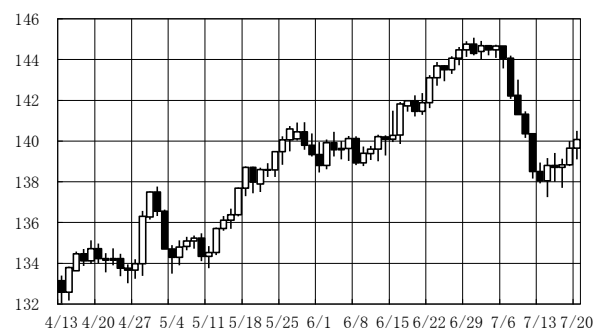
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、日銀に対する政策修正期待の後退が円売り圧力となる中、米金利上昇も相まって140円台に乗せた。週初17日、138.71円でオープンしたドル/円は、本邦休日の中、138円台半ばでじり安推移。海外時間は、米金利動向に合わせ上下も、結局ほぼ往って来いで引けた。18日、ドル/円は軟調な日本株を横目に138円台半ばへ下落。海外時間は、米6月小売売上高が市場予想を下回ると、米金利低下に合わせ一時週安値となる137.69円まで下押しした。その後は米金利反転や植田日銀総裁のハト派な発言を受け、138円台後半を回復した。19日、ドル/円は日本株の堅調推移を受け139円台半ばへ上昇。海外時間は、円売り相場が続き140円手前に続伸も、節目の140円を前に跳ね返され小幅に反落、139円台後半で引けた。20日、ドル/円は日本株の軟調推移や人民元高・ドル安に合わせ139円台前半に下落。海外時間は、米新規失業保険申請件数の強い結果を受け、米金利動向につれるかたちで一時週高値となる140.50円に反転上昇した。本日のドル/円は、ドル買いの一服を受け、140円付近での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、米金利上昇が重石となり、1.12を割り込む展開となった。週初17日、1.1228でオープンしたユーロ/ドルは、欧州株安やナージェル・独連銀総裁のタカ派発言が材料視される中、1.12台前半でレンジ推移。18日、ユーロ/ドルは、米金利低下に合わせ一時週高値となる1.1276に上昇も、クノット・オランダ中銀総裁のハト派な発言や米金利反転を受け1.12台前半に反落した。19日、ユーロ/ドルは英6月消費者物価指数の鈍化を受けた欧州通貨安や米金利上昇を背景に1.11台後半に下落も、独金利上昇に合わせ1.12台を回復して引けた。20日、ユーロ/ドルは堅調な米労働統計を受け、米金利上昇につれ一時週安値となる1.1119に下落した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.11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				
		7/14(Fri)	7/17(Mon)	7/18(Tue)	7/19(Wed)	7/20(Thu)	
ドル/円	東京9:00	138.06	138.71	138.73	139.01	139.65	
	High	139.16	139.40	139.13	139.99	140.50	
	Low	137.25	137.99	137.69	138.77	139.11	
	NY 17:00	138.75	138.70	138.86	139.72	140.07	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1224	1.1228	1.1237	1.1231	1.1205	
	High	1.1244	1.1249	1.1276	1.1240	1.1229	
	Low	1.1205	1.1205	1.1209	1.1174	1.1119	
	NY 17:00	1.1227	1.1238	1.1230	1.1202	1.1130	
ユーロ/円	東京9:00	154.99	155.62	155.94	156.13	156.50	
	High	156.14	156.33	156.12	157.19	156.62	
	Low	154.18	155.12	154.87	155.87	155.90	
	NY 17:00	155.88	155.87	155.93	156.50	155.90	
日経平均株価		32,391.26	-	32,493.89	32,896.03	32,490.52	
TOPIX		2,239.10	-	2,252.28	2,278.97	2,260.90	
NYダウ工業株30種平均		34,509.03	34,585.35	34,951.93	35,061.21	35,225.18	
NASDAQ		14,113.70	14,244.95	14,353.64	14,358.02	14,063.31	
日本10年債		0.48%	-	0.48%	0.46%	0.46%	
米国10年債		3.83%	3.81%	3.79%	3.75%	3.86%	
原油価格(WTI)		75.42	74.08	75.66	75.29	75.65	
金(NY)		1,964.40	1,956.40	1,980.80	1,980.80	1,970.90	

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、25日(火)～26日(水)にFOMCが開催される。6月会合では、政策金利の据え置きを決定。声明文では、「今会合で目標レンジを据え置くことで、委員会は追加情報とその金融政策への含意の見極めが可能になる」との文言が追加され、据え置きの理由を説明。ただ、「追加策がどの程度必要か決定する際には、これまでの金融引き締め効果の累積的な効果や経済や物価に時間差で与える影響を考慮する」との文言に変化はなく、データ次第で追加利上げを行う姿勢は堅持。実際、新たに更新されたドットチャートでは追加利上げの必要性を強く訴える内容となった。23年末における政策金利の見通し(中央値)は5.625%と、前回(3月)対比で+0.5%ポイント引き上げられた。パウエルFRB議長も会見で「ほぼすべてのメンバーが、さらなる利上げが必要と考えている」と追加利上げの必要性を強く示唆しており、今回会合での+25bpの利上げは堅い。もっとも、7月上旬に公表された各種米インフレ指標は軒並み弱い結果となり、市場では7月FOMCでの利上げをもって利上げサイクルの終了を見込む向きが優勢だ。
- 欧州では、27日(木)にECB政策理事会が開催される。6月会合では、各種政策金利を+25bp引き上げた。声明文では、「インフレ率の目標回帰のために、政策金利を十分に抑制的な水準に導き、必要な限りその水準を維持」との記載に変化はなく、データ次第の金融政策運営を示唆。ただ、3月会合以降は次回会合での利上げ予告を撤回したが、6月には実質的に利上げ予告の発言もあった。ラガルドECB総裁は「ベースライン予測に大きな変化がない限り、7月会合で利上げを続ける可能性が非常に高い」と述べた。同時に、「我々はまだやるべきことがある」としており、7月が最後の利上げになる確証もない。
- 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。前回6月会合では、イールドカーブ・コントロール(YCC)を軸とした大規模金融緩和政策の現状維持を決定。YCCに関しては、「市場機能に関する指標は、かなり改善している」と指摘。ただ、インフレ期待や海外金利次第では再び市場機能が低下する可能性があるとし、副作用対応の是非はYCC継続のメリットと副作用の双方を比較判断するとした。今回会合においては、債券市場機能の改善がみられていること、実質賃金の下落が続いていることもあり、現状維持が見込まれる。他方、新たに更新される展望レポートにおいては、足許の物価動向を踏まえ、インフレ見通しの上方修正が予想される。

	本 邦	海 外
7月21日(金)	・6月消費者物価指数	
24日(月)	・7月製造業/サービス業PMI(速報)	・ユーロ圏7月製造業/サービス業PMI(速報) ・米7月製造業/サービス業PMI(速報)
25日(火)		・独7月IFO企業景況感指数 ・米5月FHFA住宅価格指数 ・米7月コンファレンスボード消費者信頼感 ・米FOMC(26日まで)
26日(水)	・6月企業向けサービス価格指数 ・5月景気動向指数(確報)	・米6月新築住宅販売件数 ・米パウエルFRB議長会見
27日(木)	・日銀金融政策決定会合(28日まで)	・独8月GfK消費者信頼感 ・ユーロ圏ECB政策理事会 ・米4～6月期GDP(速報)
28日(金)	・6月東京消費者物価指数 ・植田日銀総裁会見	・ユーロ圏7月消費者信頼感(確報) ・独7月消費者物価指数(速報) ・米4～6月期雇用コスト指数 ・米6月個人所得/支出 ・米6月個人消費支出デフレーター ・米7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7月～)】

FOMC(7月25～26日、9月19～20日、10月31日～11月1日)

ECB政策理事会(7月27日、9月14日、10月26日)

日銀金融政策決定会合(7月27～28日、9月21～22日、10月30～31日)

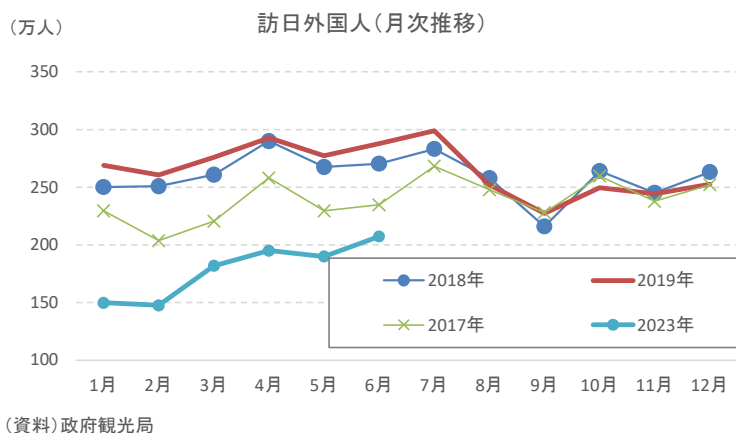
ジャクソンホール経済シンポジウム(8月24～26日)

3. 正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか……～

射程に入ったコロナ前の水準

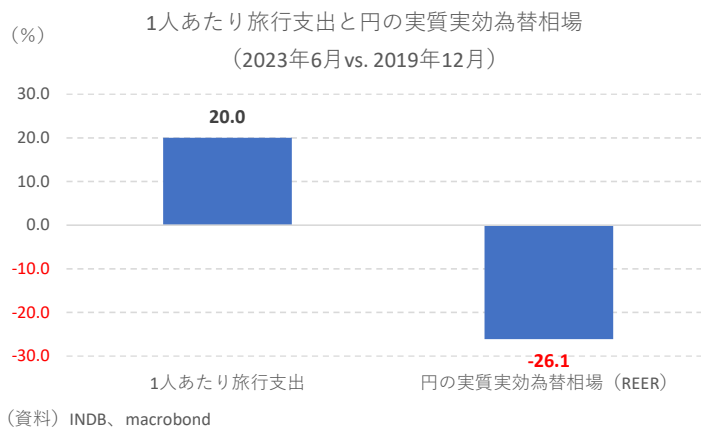
日本政府観光局（JNTO）は7月19日、6月分の訪日外客数が207万3300人と2020年2月以降で初の200万人の万台を回復したことを発表した。これはコロナ前（2019年7月）に対して▲28%の水準だが、裏を返せば7割強の水準まで回復が進んでいることになる。なお、2023年上半期（1～6月）は1071万2000人だった。1000万人の万台に寄せ、コロナ前（2019年上半期、約1663万人）対比で約6割といったイメージである。まだ道半ばである

ものの、インバウンド需要の3割を有する中国が2割強に抑えられた状態でここまで回復していることを踏まえれば、ほぼ正常化しているという評価も大げさではない。未だ規制がかかっている中国からの訪日団体旅行や一部回復が遅れている航空便などが復元すれば、コロナ以前の水準は十分射程に入っていると言える。なお、JNTOによれば国際線定期便に関しては、2023年夏ダイヤ時点でコロナ禍前の約6割の運航便数にとどまっているとされ、需要があってもこれを受け入れるだけのキャパシティが航空業界にはないという点も今後は重要になるだろう。



「量」はさておき「金額」は正常化

日本経済への影響という観点に立てば、訪日外客数という「量」より、彼らがどれほどお金を使ってくれたのかという「金額」の議論の方が重要である。この点、観光庁が同日発表した訪日外国人消費動向調査によると2023年4～6月期の消費額は1兆2052億円と2019年4～6月期と比較して95.1%となっており、ほぼ正常化が完了している。過去の本欄でも議論したが、訪日外客数という「量」が正常化しなくても1人あたり



消費額がコロナ以前を超えてくれば全体のインバウンド消費額（＝量×金額）は大きく伸びる。そこで1人あたり消費額を見ると、2023年4～6月期は約20.4万円で、2019年4～6月期の約15.5万円や2019年10～12月末の約17.4万円を超えている。これは、ひとえに円安の結果である。図示するように、コロナ前と比較して1人あたり旅行支出は+20%増えているが、円の実質実効為替相場は▲26%下落している。外国人が財布から出す外貨建ての金額は同じでも、円の名目為替相場が対主要通貨で暴落しているため、円建て消費額は膨らみやすくなる。尚且つ日本の物価は主要国対比で安いため、外国人はこれまで通りの外貨建ての金額を出しても得られる満足感（効用）は恐らく大きいはずだ。そういった外国人は恐

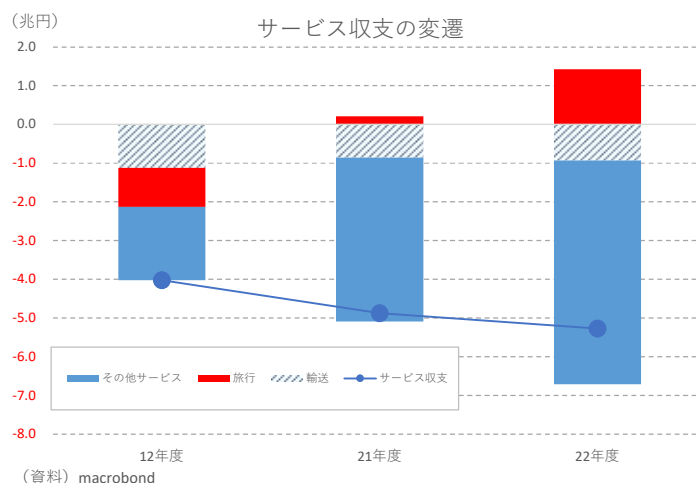
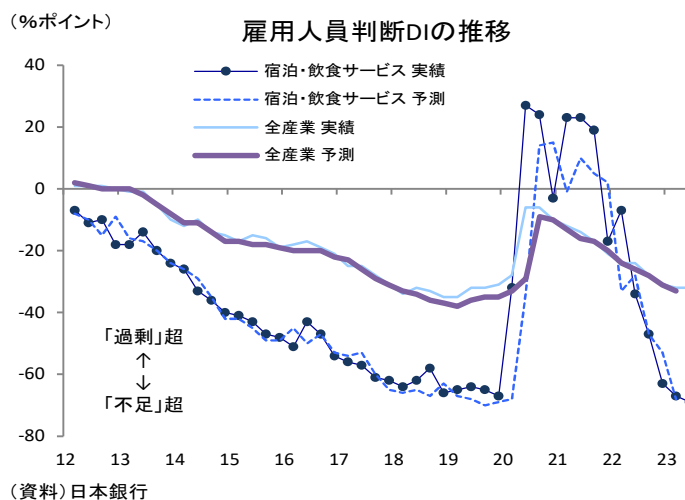
らくリピーターとして日本に訪れるようになる。

「労働集約的な産業」で稼いだ外貨は海外サービス消費に消える

こうしたインバウンド需要の途中経過は上述したような JNTO の各種計数から評価することになるが、究極的には国際収支統計上の旅行収支で確認することになる。本欄では再三言及しているように、インバウンド需要がピークだった 2019 年は年間訪日外客数 3200 万人で旅行収支黒字は約+2.7 兆円だった。当面、日本が目指すのはこの「旅行収支黒字+2.7 兆円」という数字になるだろう。しかし、現段階でもインバウンド需要増大がもたらす観光地からの不平不満は目に見えるようになってきており、オーバーツーリズム（観光公害）というフレーズも頻出している。また、人手不足も極まっており、短観における宿泊・飲食サービス業の人手不足感は未踏の領域に入りつつある（図）。

憂うべきは、そうした宿泊や飲食といった労働集約的な産業が稼いだ外貨はクラウドサービスやネット広告、動画・音楽配信サービスなどのデジタルサービス、もしくは海外で展開される研究開発サービスなど、必ずしも人手を必要としない資本集約的な産業に流れているという日本の実情だろう。そうした分野への支払が記録されるその他サービス収支は 2022 年に約▲5.8 兆円に達している。実に 2019 年の旅行収支黒字の 2 倍だ。地域に軋轢を生み肉体労働で必死に稼いだ外貨が日常生活の基盤となる（頭脳労働から生まれた）海外由来のサービスの支払いに流れるという構図は果たしてどこまで持続可能なのか。少なくとも、その他サービス収支赤字は今後増えることはあっても減ることは無いだろう。旅行収支黒字は日本が能動的に稼ぐことができる唯一の外貨であり、その重要性に疑いは無い。だが、それをもってしても外貨が漏れ出る「穴」を塞ぐことは全くできていないのが日本の直面している現実であり、そうした需給構造の変化がしつこい円安相場の根底にあるように筆者は考えている。

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。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドリンデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005－07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(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～)
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～ベ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～円安見直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	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/円相場見直しへの影響
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～