

## みずほマーケット・トピック(2023年10月13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:日独 GDP 逆転について~「弱い円」が原因としても……~

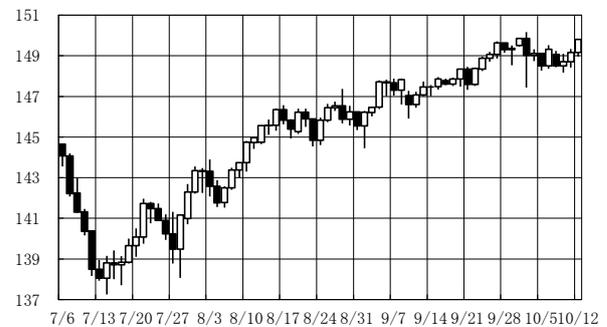
### 1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、週後半にかけてドル買いが強まり、150円を目指す展開となった。週初9日、149.14円でオープンしたドル/円は、本邦休日で材料難の中、149円台前半でレンジ推移。海外時間は、ローガン・ダラス連銀総裁やジェファソン・FRB副議長による追加利上げを不要と示唆するハト派な発言を受け、148円台半ばに下落した。10日、ドル/円は一時週安値となる148.17円に続落も、日本株の堅調推移を横目に148円台後半に反発。海外時間は、149円台に続伸も、ボスティック・アトランタ連銀総裁のハト派な発言を背景に、米金利低下につれて148円台後半に値を戻した。11日、ドル/円は米金利が下げ止まる中、149円付近に上昇。海外時間は、レバノンからイスラエルに向けてミサイル発射との報道を受けリスクオフから円が買われる場面もあったが、米9月生産者物価指数(PPI)の強い結果を背景に、米金利が上昇に転じる流れに合わせ149円台前半に反発した。12日、ドル/円は材料に欠ける中、149円台前半でレンジ推移。海外時間は、米9月消費者物価指数(CPI)の強い結果や、米30年債入札の軟調な結果を受けた米金利上昇を背景に、一時週高値となる149.83円に上昇した。本日のドル/円は、引き続き週高値圏での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、1.06台に乗せるも、週後半には米金利上昇を受け反落した。週初9日、1.0566でオープンしたユーロ/ドルは、中東の政情不安を受けた欧州株下落を横目に弱含むも、FRB高官のハト派な発言を受けほぼ往って来いとなった。10日、ユーロ/ドルは、リスクオフの後退を受けた欧州株と独金利の上昇に合わせ、1.06台に乗せた。11日、ユーロ/ドルは、米9月PPIの公表前後には上下を見せるも、一日を通しては1.06を挟み方向感なく推移した。12日、ユーロ/ドルは独金利上昇につれ一時週高値となる1.0640に上昇も、米9月CPIや米国債入札を受けた米金利上昇が重しとなり、1.05台前半に反落した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.05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)

		今 週				
		前週末 10/6(Fri)	10/9(Mon)	10/10(Tue)	10/11(Wed)	10/12(Thu)
ドル/円	東京9:00	148.49	149.14	148.33	148.62	149.03
	High	149.54	149.23	149.10	149.33	149.83
	Low	148.37	148.44	148.17	148.43	148.96
	NY 17:00	149.30	148.51	148.72	149.17	149.81
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0546	1.0566	1.0580	1.0605	1.0623
	High	1.0600	1.0574	1.0620	1.0635	1.0640
	Low	1.0482	1.0520	1.0555	1.0580	1.0526
	NY 17:00	1.0587	1.0567	1.0606	1.0620	1.0528
ユーロ/円	東京9:00	156.65	157.63	156.92	157.58	158.37
	High	158.25	157.68	157.97	158.42	158.60
	Low	156.64	156.60	156.77	157.57	157.67
	NY 17:00	158.06	156.93	157.73	158.41	157.74
日経平均株価	30,994.67	-	31,746.53	31,936.51	32,494.66	
TOPIX	2,264.08	-	2,312.19	2,307.84	2,342.49	
NYダウ工業株30種平均	33,407.58	33,604.65	33,739.30	33,804.87	33,631.14	
NASDAQ	13,431.34	13,484.24	13,562.84	13,659.68	13,574.22	
日本10年債	0.80%	-	0.77%	0.77%	0.75%	
米国10年債	4.79%	-	4.66%	4.56%	4.70%	
原油価格(WTI)	82.79	86.38	85.97	83.49	82.91	
金(NY)	1,845.20	1,864.30	1,875.30	1,887.30	1,883.00	

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、17日(火)に9月小売売上高が公表予定となっている。前回8月の結果は、+0.6%(前月比、以下同様)と、7月の+0.5%および市場予想の+0.1%を上回った。飲食店・自動車ディーラー・建材店・ガソリンスタンドを除いたコアベースでは、+0.1%と7月の+0.7%からは減速も、市場予想の▲0.1%を上回った。市場予想を上回る前月比の伸びとはいえ、前月までの数値の下方修正もあったのでそこまで強い結果とは断言できないものの、総じて消費はまだ堅調さを維持している。ただし、過剰貯蓄の取り崩しが進む中、10月には学生ローンの支払いが再開することも考慮に入れば、個人消費は今後減速基調になるというのが基本線だろう。個人消費の減速に伴い、実質GDP成長率も伸びを鈍化させていく公算が大きい。なお、9月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、総合ベースでは+0.3%、コアベースでは▲0.1%と見込んでいる。
- 欧州では、18日(水)にユーロ圏9月消費者物価指数(HICP、確報)が公表予定。速報時点での結果は、総合ベースで+4.3%(前年比、以下同様)と8月の+5.2%および市場予想の+4.5%を下回った。また、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も、+4.5%と8月の+5.3%および市場予想の+4.8%を下回った。昨年7~10月は、天然ガス価格高騰などを背景に最もHICPが加速した時期であり、特に昨年10月は+10.6%と統計開始来、最高の伸びを示した。ベース効果により減速感が強まる動きは、10月にかけて続きそうだ。なお、9月分におけるコアの減速は、昨夏ドイツで実施された公共交通料金的大幅引き下げの影響が剥落したことも大きい。今後もコアインフレ率の減速は続きそうだが、8月から9月にかけて見られた段差ほど大きなものにはならないと思われる。
- 本邦では、20日(金)に9月全国消費者物価指数(CPI)が公表予定。コアCPI(生鮮食品除く)に関し、前回8月の結果は+3.1%(前年比、以下同様)と7月から横ばい推移も、市場予想の+3.0%を上回った。政府による価格激変緩和措置の補助率引き下げが、予想以上にガソリン価格を押し上げ、総合ベースでの下落を阻んだ格好だ。また、食料(酒類を除く)およびエネルギーを除いたコアCPIは+4.3%と1981年以来の高水準を記録した5月と7月に並ぶなど、騰勢を維持している。内訳を確認すると、宿泊料(+18.1%)や生鮮食品を除く食料(+9.2%)の上昇が目立った。物価の弱まりが遅れる中、8月の実質賃金は▲2.5%と大きなマイナスを記録しており、日銀が目指す「賃金上昇を伴うかたちでの物価安定目標の達成」を見通せる状況には程遠い。なお、ブルームバーグの事前予想では、9月の結果を総合ベースでは+3.0%、コアベースでは+2.7%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
10月13日(金)	—————	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏8月鉱工業生産</li> <li>・米9月輸出/輸入物価指数</li> <li>・米10月ミンガン大学消費者マインド(速報)</li> </ul>
16日(月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・8月鉱工業生産(確報)</li> <li>・8月設備稼働率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏8月貿易収支</li> <li>・米ニューヨーク連銀製造業景気指数</li> </ul>
17日(火)	—————	<ul style="list-style-type: none"> <li>・独10月ZEW景気期待指数</li> <li>・米9月小売売上高</li> <li>・米9月鉱工業生産</li> <li>・米10月NAHB住宅市場指数</li> </ul>
18日(水)	—————	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏9月消費者物価指数(確報)</li> <li>・米9月建設許可/住宅着工件数</li> <li>・米ページブック公表</li> </ul>
19日(木)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・9月貿易収支</li> <li>・日銀地域経済報告(10月分)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏8月ECB経常収支</li> <li>・米9月中古住宅販売件数</li> </ul>
20日(金)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・9月全国消費者物価指数</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・独9月生産者物価指数</li> </ul>

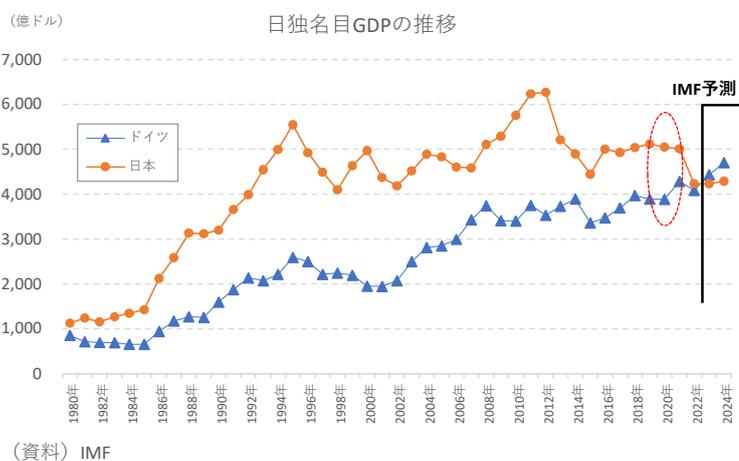
### 【当面の主要行事日程(2023年10月~)】

- ECB 政策理事会 (10月26日、12月14日、1月25日)
- 日銀金融政策決定会合 (10月30~31日、12月18~19日、1月22~23日)
- FOMC (10月31日~11月1日、12月12~13日、1月30~31日)

### 3. 日独 GDP 逆転について～「弱い円」が原因としても……～

#### 遂に日独 GDP 逆転予測へ

今年の初めころから、「2023 年は日独 GDP が逆転する年になる可能性がある」という話題が注目を集めていた。本欄 2023 年 2 月 7 日号『日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～』でもそのテーマを議論した経緯がある。この点、先週公表された IMF 世界経済見通し (WEO) では 2023 年以降、ドル建て名目 GDP の絶対額に関して、遂に日本がドイツに追い抜かれる見通しが示された (図)。今年 4 月時点の WEO では両国



の逆転は予測されていなかったが、執拗な円安などにより状況が変わったと言える。

図示されるように、日本のドル建て名目 GDP は 2021 年から 2022 年にかけて一段切り下がっている (点線丸部分)。言うまでもなく歴史的な円安の結果であり、日独逆転は為替変動を受けた価格効果の結果とも言える。過去 10 年を振り返っても、日独 GDP の差が極端に拡大した時期 (2012 年前後) では円相場が史上最高値を付けていた。ドル建て GDP の比較は多分に為替変動の影響を受ける。こうした過去の経緯を踏まえ、今回の逆転はあくまで市況の乱高下を受けた一過性のスナップショットと考える向きもあるかもしれない。そういった主張もある程度は理解できる。2012 年時点のドル建て名目 GDP に関して言えば、日本はドイツよりも 8 割弱も大きかった。それが 10 年余りで追いつかれ、逆転されるに至ったのである。2012 年時点でこの展開を予測できた者はごく少数だろう。同じこと (再逆転) が今後 10 年で起きるとい主張も一蹴できるものではない。

#### 人口半分の国に抜かれるという屈辱

しかし、「一過性のスナップショット」だったとしても十分大きな出来事ではある。2010 年には日本が中国に抜かれて世界第 3 位の経済大国に転落するということが話題になったが、中国に抜かれるのとドイツに抜かれるのでは意味が全く異なる。経済成長の源泉は①労働力、②資本、③全要素生産性 (TFP) だ。③が容易に変わらない以上、①と②で成長率格差は規定されやすく、人口で圧倒的に勝る国に抜かれること自体、「来るべき時が来た」という側面もある。この点、日本の人口は 1 億 2462 万人であるの対し、中国は 14 億 1140 万人、米国は 3 億 3514 万人と日本より経済規模の大きな国は人口規模も遥かに大きい (人口は 2023 年 10 月の WEO で使用されている前提と同じもの)。これがそのまま①労働力の格差になるのだから、名目 GDP の規模で競うこと自体、中国や米国に勝つのはそもそも難しい。

しかし、ドイツの人口は 8389 万人であり、日本の 7 割弱にとどまる。それほど人口差を持ちながら経済規模で抜かれてしまうという事実は相応にショッキングである。上述の①～③で言えば、近年の日本は①の縮小が低迷の主因と指摘されてきた。それでも人口が多い分、①で優位にあるはずの日本がドイツに抜かれてしまったということはやはり②や③の劣化が著しいという可能性を示唆する。

## 結局、行き着くのは「円安は一時的なのか？」という問い

もちろん、ドル建てで比較している以上、多少の変動は割り引く必要はあるが、「為替要因なのでドイツとの GDP 逆転は問題ない」という話にはならないだろう。第一に、両国の差は確実に詰まってきたという経緯があった。前掲図を見ても分かるように、1990 年代後半以降、日本のドル建て GDP がはつきりと拡大したのは 2008~2012 年の 5 年間に限られており、これはリーマンショック後の超円高局面と完全に符合する。基本的に為替変動がなければ日本の GDP は横ばいが基本であった。一方、ドイツは着実に右肩上がり規模を積み上げてきた。そうして積み重なった「地力の差」に 2022 年以降の歴史的な円安相場が加わったことで、たまたま 2023 年、日本の背中を捉えるに至ったというだけの話だろう。大きな円安がなかったとしても両国の差は徐々に縮小する傾向にあったことは忘れてはならない。

第二に、円安が一時的という保証はないという論点もある。今回の日独 GDP 逆転を「為替の価格効果 (円安) を受けた一時的なもの」という評価は論者によってはあるかもしれないが、それには「円安は一時的」という前提が必用である。しかし、過去の本欄で執拗に論じているように、本当にそうなのだろうか。既にパンデミック直前 (2019 年末) と 2023 年 8 月末で比較した場合、名目実効為替相場 (NEER) で約▲23%、実質実効為替相場 (REER) で約▲30%も下落している。ちなみに同期間の円は対ドルで▲30%以上下落している。これほど下落した通貨は世界でも極めて稀である。少なくとも国際的な準備通貨の目安と見なされる IMF の特別引き出し権 (SDR) 構成通貨 (米ドル、ユーロ、人民元、日本円、英ポンド) では他の追随を許さないほど弱い。その背景は過去の本欄で様々な議論を展開しているので本日は割愛するが、著しく切り下がった水準が円の新常態だとした場合、ドイツを下回る名目 GDP もまた、日本経済の新常態ということになる。日独 GDP 逆転に際して議論すべき論点は数多いが、まず行き着くのは「円安は一時的なのか？」という、目下、一番注目されるテーマにならざるを得ない。

もちろん、過去の本欄<sup>1</sup>でも論じたように、今やドイツも「戻って来た病人 (the sick man returns)」と言われるほど凋落しており、中国やロシアにベットし過ぎたツケを払うという厳しい状況に突入しつつある。それが日本よりも深刻な状況かどうかはさておき、ドイツの長期停滞説を唱える声は強まっている。とすれば、「為替次第では再逆転も・・・」と考える余地は確かに理解もできる。しかし、1 つ言えることは、両者の差は為替変動次第でいつでも入れ替わるものになってしまったということだろう。米中に次ぐ「世界第 3 位の経済大国」というステータスはもう日本の定位置ではなくなっており、その背景に著しく切り下がった円の水準という論点があることを認識すべきだろう。

金融市場部  
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](mailto: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。

<sup>1</sup> 本欄 2023 年 9 月 19 日号『「欧州の病人」は戻って来たのか?』をご参照下さい。

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](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10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMOを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(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・・・)
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	ICEDドルインデックスの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年の円安パブル」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～イ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～