

## みずほマーケット・トピック(2023年11月10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:23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～	

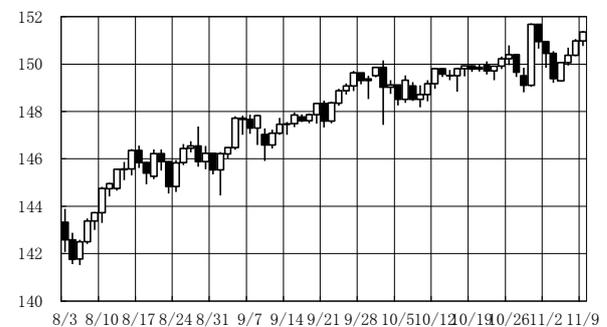
### 1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、続伸し年初来高値更新を窺う推移となった。週初6日、149.45円でオープンしたドル/円は、日株の堅調推移を横目に149円台半ばでじり高。海外時間は、植田日銀総裁のハト派な発言や米金利反発を受け、150円台に乗せた。7日、ドル/円はドル買い相場の継続で150円台半ばへじり高。海外時間は150円台後半に続伸してスタートも、引けにかけては米金利低下が重しとなる中、150円台半ばで上値の重い推移となった。8日、ドル/円は米金利反発を背景に150円台後半へじり高。海外時間は、米金利が低下する環境下でも円全面安となり、一時151円台に乗せた。9日、ドル/円は米金利上昇や日株の堅調推移を背景に151円台に復帰。海外時間は、米30年債入札の軟調な結果を受け米金利が続伸する中、パウエルFRB議長による「追加利上げをためらうことはない」などのタカ派な発言も材料視され、一時週高値となる151.39円まで上値を伸ばした。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、独金利低下が重しとなり下落した。週初6日、1.0729でオープンしたユーロ/ドルは、独9月製造業受注の良好な結果が好感され1.07台半ばに上昇したものの、米金利上昇を背景に1.07台前半に反落した。7日、ユーロ/ドルは独9月鉱工業生産の軟調な結果が重しとなり1.06台後半に続落も、引けにかけては米金利低下を受け1.07台を回復した。8日、ユーロ/ドルは独金利低下を背景に一時週安値となる1.0660に下落も、欧州株高や米金利続落が好感され、1.07台に反発した。9日、ユーロ/ドルは複数のECB高官による早期の利下げ開始を強く否定するタカ派な発言を受け1.07台前半に乗せる場面もあったが、米金利上昇が重しとなる中で、再度週安値に反落した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.06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)

		今 週				
		11/3(Fri)	11/6(Mon)	11/7(Tue)	11/8(Wed)	11/9(Thu)
ドル/円	東京9:00	150.50	149.45	149.97	150.41	150.85
	High	150.51	150.08	150.68	151.05	151.39
	Low	149.18	149.28	149.95	150.35	150.77
	NY 17:00	149.37	150.07	150.43	150.97	151.35
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0616	1.0729	1.0718	1.0696	1.0712
	High	1.0746	1.0756	1.0720	1.0716	1.0726
	Low	1.0616	1.0717	1.0665	1.0660	1.0660
	NY 17:00	1.0730	1.0717	1.0700	1.0710	1.0668
ユーロ/円	東京9:00	159.70	160.38	160.81	160.87	161.57
	High	160.38	160.97	161.02	161.71	161.79
	Low	159.70	160.20	160.49	160.73	161.39
	NY 17:00	160.32	160.82	160.95	161.72	161.45
日経平均株価	-	32,708.48	32,271.82	32,166.48	32,646.46	
TOPIX	-	2,360.46	2,332.91	2,305.95	2,335.12	
NYダウ工業株30種平均	34,061.32	34,095.86	34,152.60	34,112.27	33,891.94	
NASDAQ	13,478.28	13,518.78	13,639.86	13,650.41	13,521.45	
日本10年債	-	0.87%	0.88%	0.85%	0.84%	
米国10年債	4.58%	4.65%	4.57%	4.49%	4.63%	
原油価格(WTI)	80.51	80.82	77.37	75.33	75.74	
金(NY)	1,999.20	1,988.60	1,973.50	1,957.80	1,969.80	

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、14日(火)に10月消費者物価指数(CPI)が公表予定となっている。9月の結果は+3.7%(前年比、以下同様)と8月から横ばいだったものの、市場予想の+3.6%を小幅に上回った。一方、食料品とエネルギー価格を除いたコアベースでは+4.1%と市場予想に一致し、8月の+4.3%から鈍化した。足許の資源価格再上昇が反映される格好で、非コア項目ではエネルギー価格の下落幅縮小が目立った。もっとも、食料価格は順調に伸びが減速している。他方、コア項目では財、サービスいずれも減速が確認された。FRBが重視する住宅を除いたコアサービス価格も、ブルームバーグの試算によれば+3.91%と8月の+4.05%から順調に鈍化した。ただ、コアを前月比年率で確認すると、9月に+3.9%と3か月連続で加速しており、+2.0%目標に適う伸びにはまだ距離があるのが実情だ。かかる中、11月FOMCでは、パウエルFRB議長は「十分に景気抑制的な水準に達したかは自信がない」と吐露しており、利上げ含みの姿勢は後退させつつも維持している。物価情勢に鑑みれば、簡単に利上げ停止宣言を発するわけにはいかないだろう。なお、10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+3.3%、コアベースで+4.1%と見込んでいる。
- 本邦では、15日(水)に7~9月期GDP(速報)が公表予定。4~6月期の結果(確報)は前期比+1.2%、前期比年率+4.8%と、1~3月期の前期比+0.8%、前期比年率+3.2%から成長ペースを加速させた。もっとも、詳細を見ていくと、これは外需にけん引された格好であり、むしろ内需の弱さが際立つ結果と判断できる。民間最終消費(前期比、寄与度、以下同様)は、1~3月期の+0.3%から▲0.4%と5四半期ぶりにマイナスに転じるなど、内需の弱さが鮮明だ。一方で、輸出が比較的好調だったことも相まって、純輸出は1~3月期の▲0.3%から+1.8%へ反転した。これは、11四半期ぶりの成長幅となっている。住宅や設備投資含め、国内需要の軟調さは1~3月期の強い伸びの反動が出た側面も相当にあり、ペントアップ需要の明確な腰折れとまでは弱気にみる必要はないだろうが、景気回復が力強さに欠けていることは事実だ。実質賃金の下押しが家計を圧迫し、消費の重しとなっている可能性が非常に高いだろう。7~9月期に関しては、消費者の暮らし向きが圧迫される中で民間最終消費は低い伸びにとどまる一方、ベース効果の影響から純輸出は大幅に伸びが鈍化、もしくはマイナス寄与への転落が見込まれる中、全体としても1年ぶりのマイナス成長へ転落する可能性が指摘されている状況だ。なお、ブルームバーグの事前予想では、7~9月期の結果に関し前期比で▲0.1%、前期比年率で▲0.4%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
11月10日(金)	—————	・米11月ミシガン大学消費者マインド(速報)
13日(月)	・10月国内企業物価指数 ・10月工作機械受注(速報)	・独9月経常収支
14日(火)	—————	・独11月ZEW景気期待指数 ・ユーロ圏7~9月期GDP(改定値) ・米10月NFIB中小企業楽観視数 ・米10月消費者物価指数
15日(水)	・7~9月期GDP(速報) ・9月鉱工業生産(確報) ・9月設備稼働率	・ユーロ圏9月鉱工業生産 ・ユーロ圏9月貿易収支 ・米10月小売売上高 ・米10月生産者物価指数 ・米11月ニューヨーク連銀製造業景気指数
16日(木)	・10月貿易収支 ・9月コア機械受注	・米10月輸出/輸入物価指数 ・米10月鉱工業生産 ・米10月設備稼働率 ・米11月NHAB住宅市場指数
17日(金)	—————	・ユーロ圏10月消費者物価指数(確報) ・米10月建設許可/住宅着工件数

### 【当面の主要行事日程(2023年11月~)】

FOMC(12月12~13日、1月30~31日、3月19日~3月20日)

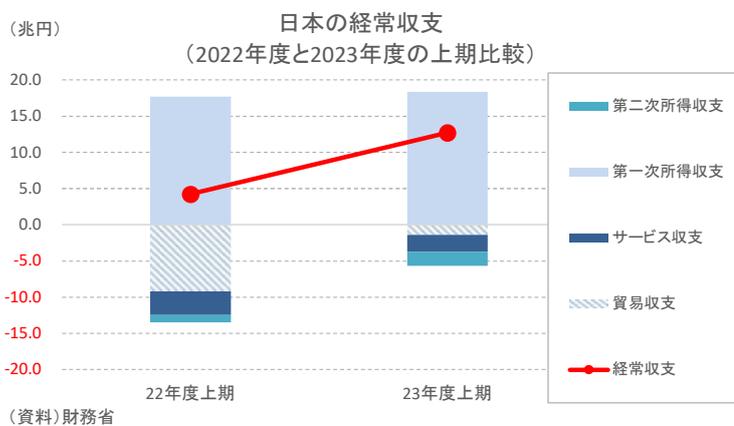
ECB政策理事会(12月14日、1月25日、3月7日)

日銀金融政策決定会合(12月18~19日、1月22~23日、3月18~19日)

### 3. 23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～

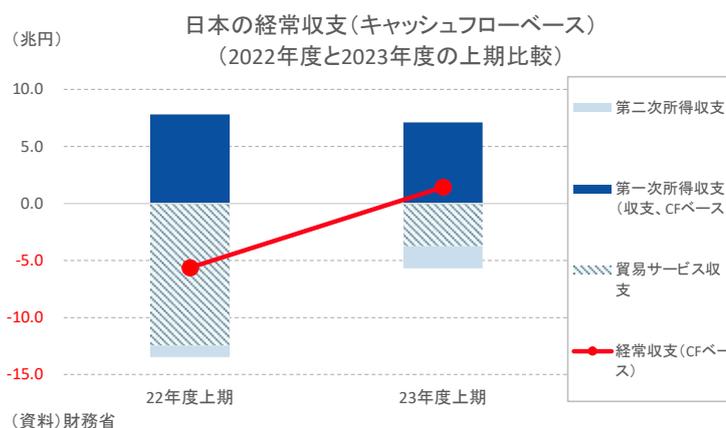
#### キャッシュフローベースでの黒字は10分の1

昨日、財務省が発表した2023年度上期（4～9月）の国際収支統計（速報値）は経常収支が+12兆7064億円と黒字幅に関して「前年同期から3倍」となり、それが「年度の半期ベースで過去最大」であることがヘッドラインで取りざたされた。2023年度上期の国際収支統計のポイントを3つ挙げるとすれば①貿易収支赤字の縮小、②旅行収支黒字の拡大、③その他サービス収支赤字の拡大であり、



①と②の影響が、③の影響を上回る局面だったと言える。まず①について言えば、貿易収支赤字は▲1兆4052億円と前年同期（▲9兆1814億円）から+7兆7762億円と大幅に改善しており、②も旅行収支黒字（+1兆6497億円）が前年同期（+1102億円）から+1兆5394億円と実に10倍以上の黒字に膨らんでいる（もっとも鎖国状態からの急回復を過大評価すべきではない）。片や、③については、その他サービス収支赤字が▲3兆7235億円と前年同期（▲2兆8887億円）から▲8348億円の拡大を見せている。

総合すると2023年度上期の経常収支黒字拡大は基本的に貿易赤字縮小と同義であり、その主因は言うまでもなく原油価格の下落（前年同期比▲25.3%の1バレル83.52ドル）であった。そうした市況要因は確かに大きなものだが、構造的な事実を含むわけではなく、過度に大騒ぎすべきでもない。なお、本欄で試算し、毎月確認しているキャッシュフロー（CF）ベースの経常収支は2023年度上期で約+1.5兆円と黒

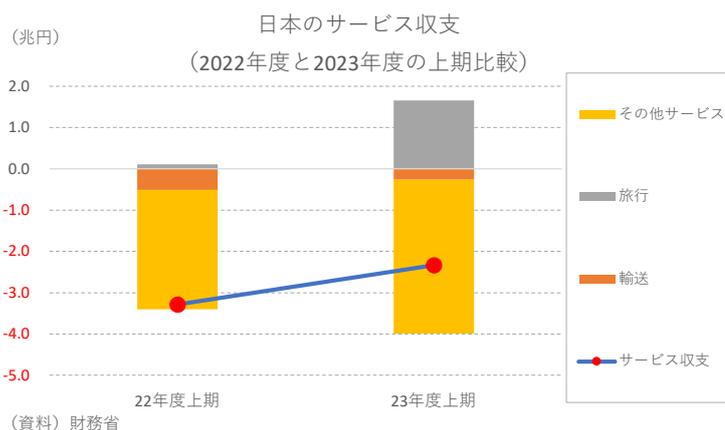


字であった。前年同期が▲5.6兆円だったことを考えると円相場の需給環境は間違いなく改善はしている。とはいえ、CFベースで見れば、統計上は約+12.7兆円あった経常黒字が10分の1程度に圧縮されてしまう事実はやはり円相場の中期見通しを検討する上では忘れてはならない(図)。ちなみに1～9月合計でCFベース経常収支を計算すると▲2兆2211億円と▲6兆8125億円からは大幅に改善しているものの、依然として赤字が確認され、年初来の円安地合いと平仄が合うようにも思える。

#### その他サービス収支赤字は過去最大

引き続きサービス収支赤字が大きいことも注目に値する。インバウンド需要の猛烈な回復を背景に旅行収支黒字が拡大し、サービス収支赤字が縮小（▲3兆2884億円→▲2兆3347億円）していることに目が奪われがちだが、サービス収支全体を規定するその他サービス収支赤字も非常に大きな水準を記録

している。上述したように経常収支黒字は「年度の半期ベースで過去最大」を記録しているが、その他サービス収支赤字も「年度の半期ベースで過去最大」である。これまでその他サービス収支赤字は(年度半期ベースで)1度も▲3兆円台をつけたことがなかったが、▲3兆7235億円と▲4兆円に迫っている。原油価格など商品市況に依りやすい貿易収支や海外景気動向にも影響される旅行収支に比べて、巨大プラ



ットフォーマーへの支払などに規定されるその他サービス収支赤字は基本的に今後も増勢が見込まれる。これは経常収支黒字の水準を切り下げる要因として、ひいては円安要因として懸念すべき動きだ。

もちろん、旅行収支黒字も過去最高ペースで積み上げられており、+1兆6497億円の黒字はやはり「年度の半期ベースで過去最大」である。だが、日銀短観などから読み取れる宿泊・飲食サービス産業における強烈な人手不足を踏まえれば、もはや日本にはインバウンドの需要があっても供給を持続するのは難しい局面に入ってきているとも読める。まとめると旅行収支黒字が得られる外貨は天井に近い一方、デジタルサービスなどを中心として支払が増えているその他サービス収支赤字の拡大余地はまだ大きいというのが日本のサービス収支が直面する状況ではないだろうか。

言い換えると、観光のような労働集約的な産業でいくら外貨をかき集めても、プラットフォームサービスのような資本集約的な産業から得られる外貨の払いが止まる目途が立っていないのが今の日本である。引き続き、これを調整する相場現象として中長期的な円安は不安視される。

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/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広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	FOMC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	ICE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	イン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るとつもりか
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～遥か遠くの内利下げ～
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～)