

みずほマーケット・トピック(2023 年 11 月 17 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: 本邦 10 月貿易統計を受けて～繰り返される 23 年と同じ言説～	

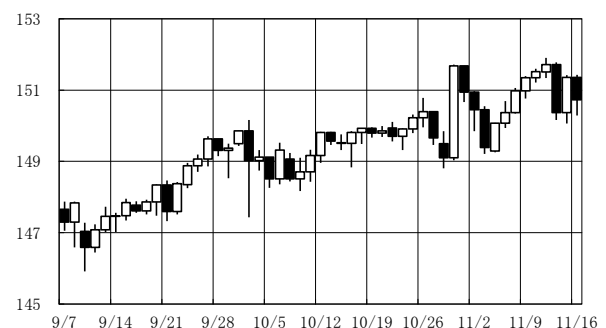
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、米インフレ統計の鈍化を受け下落後、やや水準を戻した。週初13日、151.47円でオープンしたドル/円は、アジア通貨が売られる流れを受け151円台後半でじり高。海外時間は、米金利上昇を背景に一時週高値となる151.92円に上伸した後、介入警戒感から神経質な値動きとなった。14日、ドル/円は151円台後半で小動き。海外時間は、米10月消費者物価指数(CPI)が市場予想を下振れ、米金利が急低下する流れに合わせ、150円台前半に下落した。15日、ドル/円は日本株の堅調推移を横目に150円台後半へ上昇。海外時間は、米10月生産者物価指数(PPI)の弱い結果が材料視され一時週安値となる150.05円に下落も、米金利が上昇に転じる流れに合わせ151円台前半に反転上昇した。16日、ドル/円は材料に欠ける展開の中、151円台前半で方向感なく推移。海外時間は、米新規失業保険申請件数の弱い結果を受けた米金利低下に合わせ、一時150円台前半に下落した。本日のドル/円は、ドル売りの一服を受け150円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、米インフレ統計の鈍化を受け上昇した。週初13日、1.0690でオープンしたユーロ/ドルは、材料に欠ける中、米独金利差縮小を受け1.07付近へじり高となった。14日、ユーロ/ドルは独11月ZEW景気期待指数の良好な結果や、米10月CPIの弱い結果を受けた米独金利差縮小を背景に、1.08台後半に上昇した。15日、ユーロ/ドルは米10月PPIの軟調な結果に合わせ1.08台後半に上昇する場面もあったが、ドルの買い戻しが広がる中、1.08台半ばに反落した。16日、ユーロ/ドルは米労働指標の悪化を受けた米金利低下を背景に一時週高値となる1.0895へ上昇も、その後は失速し1.08台半ばに往って来いとなった。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.08台半ばでの取引となっている。

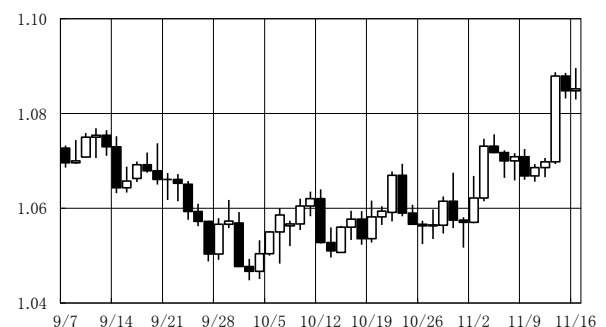
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		11/10(Fri)	11/13(Mon)	11/14(Tue)	11/15(Wed)	11/16(Thu)	
ドル/円	東京9:00	151.34	151.47	151.63	150.48	151.22	
	High	151.60	151.92	151.85	151.43	151.43	
	Low	151.23	151.20	150.17	150.05	150.29	
	NY 17:00	151.54	151.71	150.37	151.38	150.74	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0667	1.0690	1.0702	1.0878	1.0855	
	High	1.0692	1.0706	1.0887	1.0886	1.0895	
	Low	1.0657	1.0666	1.0694	1.0832	1.0830	
	NY 17:00	1.0687	1.0698	1.0879	1.0846	1.0853	
ユーロ/円	東京9:00	161.38	161.93	162.32	163.73	164.16	
	High	161.94	162.37	163.79	164.17	164.31	
	Low	161.38	161.55	162.24	163.09	163.27	
	NY 17:00	161.88	162.36	163.56	164.15	163.55	
日経平均株価		32,568.11	32,585.11	32,695.93	33,519.70	33,424.41	
TOPIX		2,336.72	2,336.62	2,345.29	2,373.22	2,368.62	
NYダウ工業株30種平均		34,283.10	34,337.87	34,827.70	34,991.21	34,945.47	
NASDAQ		13,798.11	13,767.74	14,094.38	14,103.84	14,113.67	
日本10年債		0.85%	0.87%	0.85%	0.79%	0.79%	
米国10年債		4.64%	4.64%	4.45%	4.54%	4.44%	
原油価格(WTI)		77.17	78.26	78.26	76.66	72.90	
金(NY)		1,937.70	1,950.20	1,966.50	1,964.30	1,987.30	

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、21日(火)にFOMC議事要旨(11月会合分)が公表予定。会合では、政策金利の据え置きを決定。パウエルFRB議長は「これまでの進展を考慮し、FOMCは慎重に進んでいる」と利上げ見送りを説明した。ただ、「FOMCが十分に景気抑制的な水準に達したかは自信がない」「FOMCが問うのは追加利上げの是非」と述べており、利上げの終了宣言は否定、データ次第で追加利上げを匂わせるなどタカ派なスタンスは維持。ただ、「長期債利回りの上昇に注意を払っている」「(9月時点のドットチャートで示唆されたあと年内1回の追加利上げ)は計画ではなく、予測は時間とともに変化する」とも語っており、次回12月会合での利上げ再開に対し前のめりといったわけではない。利下げに関しては、「考えも話もしていない」と眼中にないことを示唆。現実問題として、デフインフレは進んではいるが、+2.0%目標への回帰を見通せる状況にはなく、米景気も今後失速に向かう可能性が高いものの、それがどれほどの規模になるかは不透明だ。少なくとも、見通せる将来において利下げを確信できる材料はない。
- 欧州では、23日(木)にユーロ圏11月製造業/非製造業PMI(速報)が公表予定。10月の結果(確報)は、製造業が43.1、非製造業が47.8とそれぞれ9月から低下した。なお、製造業は16か月連続で、非製造業は3か月連続で拡大/縮小の目安となる50を下回っており、他の主要国と比べても悪化が著しい。これらを合わせたコンポジットPMIは、10月に46.5と9月からさらに低下し、5か月連続で中立水準割れを記録している。域内経済は、7～9月期に▲0.1%(前期比、改定値)と市場予想に反してマイナス成長に転落したが、PMIの軟調なトレンドが今後も続くようであれば、テクニカルリセッションを覚悟する必要があるようだ。
- 本邦では、24日(金)に10月全国消費者物価指数(CPI)が発表される。コアCPI(生鮮食品除く)に関し、前回9月の結果は+2.8%(前年比、以下同様)と8月の+3.1%からは低下も、市場予想の+2.7%を上回った。政府の物価高対策に伴う電気ガス代下落により、13か月ぶりに+3.0%を下回った格好だ。内訳を確認すると、生鮮食品を除く食料(+9.2%→+8.8%)や生鮮食品を除く財(+4.1%→+3.5%)など、食料や財ではデフインフレが広がっている。一方、サービスは+2.0%と8月から変わらず高止まりしており、インバウンド需要や、賃上げの影響が大きそうだ。また、食料(酒類を除く)およびエネルギーを除いたコアコアCPIは+4.2%と8月の+4.3%から小幅に伸びが鈍化も、市場予想の+4.1%を上振れた。なお、コアCPIの先行指標となる東京コアCPIは10月に予想外に加速しているだけに、全国の結果も上振れへの警戒感が根強い。なお、ブルームバーグの事前予想では、10月の結果を総合ベースでは+3.4%、コアベースでは+3.0%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
11月17日(金)	_____	・ユーロ圏9月ECB経常収支 ・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
20日(月)	_____	・独10月生産者物価指数
21日(火)	_____	・米10月中古住宅販売件数 ・米FOMC議事要旨(11月会合分)
22日(水)	_____	・米10月耐久財受注(速報) ・米11月ミシガン大学消費者マインド(確報)
23日(木)	_____	・ユーロ圏11月消費者信頼感(速報) ・ユーロ圏11月製造業/非製造業PMI(速報)
24日(金)	・10月消費者物価指数 ・11月製造業/非製造業PMI(速報) ・9月景気動向指数(確報)	・独7～9月期GDP(確報) ・独11月IFO企業景況感指数 ・米11月製造業/非製造業PMI(速報)

【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. 本邦 10 月貿易統計を受けて～繰り返される 23 年と同じ言説～

輸入金額は底打ち

財務省が昨日発表した本邦 10 月貿易統計

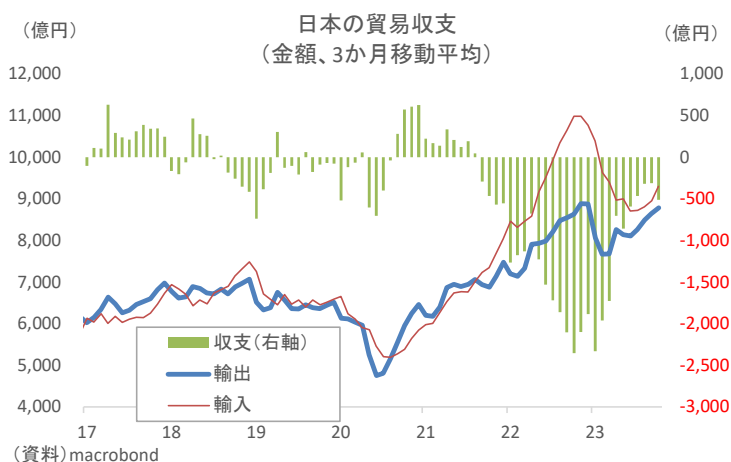
は▲6625 億円と 2 か月ぶりの赤字だった。

前年比で見た資源価格下落が輸入の急減をもたらし、輸出が微増を続けることで収支の改善傾向が続くという構図が続いている。

しかし、そうであっても相応の赤字が残るところに、貿易赤字国・日本の定着を感じる。

ちなみに季節調整済みで見た場合、輸出は前月比▲1.2%、輸入は同▲0.7%と「輸入以上に輸出が減少する」という構図で貿易赤字が拡大している。

これは夏場以降、円安・原油高が勢いづいた結果、輸入が下げ渋ったことが一因である。目先、原油価格は落ち着き始めているものの、円安はむしろ加速しているため、この構図は続きやすいと思われる。3 か月平均で輸出入を見ても、輸入金額の縮小は明らかに底打ちしている。輸出の伸びも年初の水準に漸く戻すイメージだ。



年初 10 か月間の貿易赤字は約▲8.6 兆円

これで年初 10 か月間の貿易赤字は約▲8.6 兆円に達した。このまま 2023 年が終わったとしても貿易赤字としては 2013 年（▲11.5 兆円）に次ぐ史上 4 番目の大きさだ（図）。

多くの市場参加者にとって予想外と言われている今年の円安だが、需給環境を見れば必然の帰結だったのではないかと言うのが筆者の立場だ。

因果関係として「円安→輸入増→貿易赤字増」なのか、「貿易赤字増→円安→輸入増」なのかを問われることも多いが、両方正しいと言わざるを得ない。歴史的には資源輸入国である日本は原油価格上昇と共に貿易収支を悪化させてきた経緯がある。

しかし、それが原因で円安が引き起こされているという事態までは議論が及んでこなかった。これは日本の歴史上、「円安になれば輸出数量が増え、貿易収支の悪化が限定される（もしくは逆に改善も期待できる）」という時代が長かったからだと思われる。表中で言えば、2013～14 年がまさに大きな貿易赤字と大幅な円安が併存した局面だったが、この頃は「アベノミクス（≒異次元緩和）で円安になっている」という理解が流布されており、貿易赤字に円安の原因を求める議論は無かった。しかし、こうして歴史を振り返ってみると、貿易赤字それ自体が円安相場を加速させる側面はやはり否めないように思える。ごく当たり前の話だが、意外と議論されてこなかった論点に思える

日本の貿易赤字（過去1～5位）とドル/円相場

	貿易収支 (兆円)	円の対ドル変化 率(前年比)	円の下 落率とし て...
2022年	-20.0	-13.9	6位
2014年	-12.8	-13.7	7位
2013年	-11.5	-21.4	2位
2012年	-6.9	-12.8	9位
2015年	-2.8	-0.4	22位
2023年(10月まで)	-8.6	-3.3	

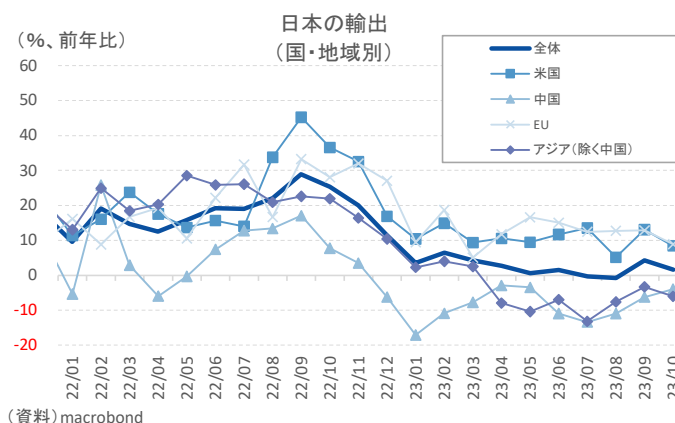
（資料）財務省、Bloomberg、※73年以降を対象。

繰り返される言説

2024 年は「FRB の利下げ」有無を巡って為替を筆頭とする資産価格が変動を強いられる年になるだろう。もっとも 1 年前の 2023 年の今頃も同じことが言われていた。実際のところ、日米金利差の拡大・縮小がドル/円相場の方向感を規定するのは間違いない。しかし、水準感まで規定するかどうか言われると疑問符が付く。冒頭確認したように、貿易赤字が拡大している背景には資源価格上昇や円安によって輸入が膨らんでいるという事実以外に輸出

が伸び悩んでいるという事実もある。これは中国向け輸出が伸び悩んでいることなどに起因する。日本の世界向け輸出の 2 割弱を占める中国向け輸出は現状、11 か月連続で前年実績を割り込んでおり、これは cyclical（景気循環的）な側面もあるだろうが、デリスキングの機運に乗った structural（構造的）な側面もありそうである。輸出面からの貿易収支悪化がある程度持続性を持つものだとなれば、日本の貿易収支は一段と為替や資源価格に依存する脆弱性が大きくなっていることも意味する。

今後、「2024 年の貿易収支は 2023 年のそれよりも改善する」という期待は強まってくることが予想され、それが円高見通しの支えにもなっていく可能性が高い。しかし、1 年前の今頃も「2023 年の貿易収支は 2022 年のそれよりも改善する」と言われ、円高予想が席卷していた。確かに、貿易収支は改善した。しかし、数兆円単位で記録する貿易赤字を抱えている以上、「円を売りたい人の方が大分多い」という客観的な状況は何ら変わっていない。それでは円安地合いは根本的に変わらないはずである。



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

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11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(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～)
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	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