

みずほマーケット・トピック(2023 年 11 月 24 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: 貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～	

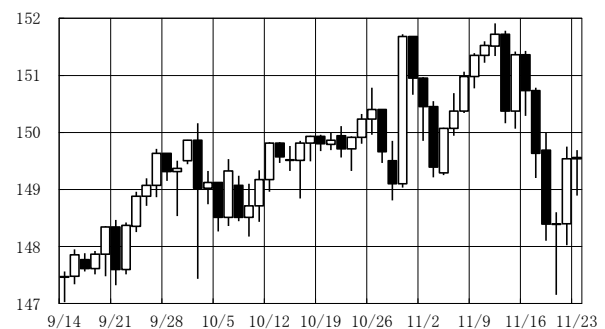
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は、米金利低下を受け週初に下落も、その後は水準を戻した。週初20日、149.97円でオープンしたドル/円は、中国人民元買い・ドル売りが波及し、149円台前半へ下落。海外時間は、米20年国債入札の堅調な結果などを受けた米金利低下を背景に、148円台前半に続落した。21日、ドル/円は米金利続落を受け、一時147円台前半に下押し。海外時間は、約2か月ぶりの安値となる147.16円に下落してスタートも、ドルの買い戻しや、ややタカ派な内容となったFOMC議事要旨(11月会合分)を受け、148円台半ばに水準を戻した。22日、ドル/円は米金利上昇を横目に149円付近に上昇。海外時間は、米失業保険申請件数の強い結果や、米11月ミシガン大学調査(確報)における期待インフレ率の上方修正を受け、米金利が上昇する流れに合わせ149円台後半に続伸した。23日、ドル/円はドル売り相場の中、149円付近にじり安。海外時間は、欧州金利上昇を受けユーロやポンドが買われる流れに合わせ、149円台後半に往って来いとなった。本日のドル/円は、引き続き149円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドルは、1.09を挟んでレンジ推移となった。週初20日、1.0905でオープンしたユーロ/ドルは、米独金利差縮小を背景に、1.09台半ばにじり高。21日、ユーロ/ドルはドル売り相場の継続を受け、一時週高値となる1.0965に続伸も、ドルの買い戻しの流れに合わせ、1.09台前半に反落した。22日、ユーロ/ドルは米経済指標の強い結果を受けた米金利上昇が重しとなり、一時週安値となる1.0853に下落した。23日、ユーロ/ドルはユーロ圏11月製造業/非製造業PMI(速報)の良好な結果が好感され、独金利上昇に合わせ1.09台前半に上昇した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.09台前半での取引となっている。

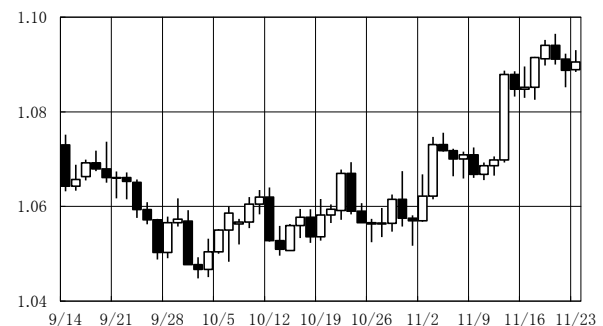
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		11/17(Fri)	11/20(Mon)	11/21(Tue)	11/22(Wed)	11/23(Thu)
ドル/円	東京9:00	150.70	149.97	148.40	148.13	149.46
	High	150.77	149.99	148.60	149.75	149.69
	Low	149.20	148.10	147.16	148.03	148.89
	NY 17:00	149.61	148.40	148.39	149.54	149.56
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0854	1.0905	1.0944	1.0917	1.0888
	High	1.0920	1.0952	1.0965	1.0923	1.0931
	Low	1.0825	1.0898	1.0900	1.0853	1.0884
	NY 17:00	1.0914	1.0941	1.0912	1.0888	1.0906
ユーロ/円	東京9:00	163.55	163.54	162.35	161.70	162.62
	High	163.56	163.54	162.39	162.92	163.16
	Low	162.19	161.80	161.27	161.62	162.46
	NY 17:00	163.29	162.38	161.94	162.90	163.08
日経平均株価		33,585.20	33,388.03	33,354.14	33,451.83	-
TOPIX		2,391.05	2,372.60	2,367.79	2,378.19	-
NYダウ工業株30種平均		34,947.28	35,151.04	35,088.29	35,273.03	-
NASDAQ		14,125.48	14,284.53	14,199.98	14,265.86	-
日本10年債		0.75%	0.74%	0.69%	0.73%	-
米国10年債		4.44%	4.42%	4.40%	4.41%	-
原油価格(WTI)		76.04	77.83	77.77	77.10	-
金(NY)		1,984.70	1,980.30	2,001.60	1,992.80	-

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、30日(木)に10月個人消費支出(PCE)デフレーターが公表される。9月の総合ベースの結果は、+3.4%(前年比、以下同様)と8月および市場予想と一致した。他方、コアベースでは+3.7%と市場予想と一致し、8月の+3.8%から小幅に伸びが鈍化した。ベース効果も相まって前年比では加速を免れたが、前月比ではそれぞれ+0.4%、+0.3%と高い伸びを記録しており、特にコアベースの伸びは4か月ぶりの高水準となった。いずれも、FRBの掲げる+2.0%目標に適う内容とはなっていないのが現状だろう。かかる中、PCEデフレーターに先立ち公表された10月消費者物価指数(CPI)においては、総合/コアベースいずれも市場予想を下回っており、統計公表後には24年の利下げ予測が加速した経緯がある。もっとも、その後のFRB高官による発言でも早期利下げ期待をけん制する姿勢に変化はなく、FRBは「タカ派な現状維持」を続ける公算が大きい。なお、ブルームバーグの事前予想では、10月の結果に関し総合ベースで+3.1%、コアベースで+3.5%と見込んでいる。

その他、12月1日(金)に11月ISM製造業景気指数が発表予定。10月の結果は、46.7と9月および市場予想の49.0を下回った。なお、12か月連続で50割れを記録している。項目別には、入荷遅延以外の4指数がヘッドラインの悪化に寄与した。中でも、雇用指数と新規受注指数の低下が顕著で、企業コメントにおいても、レイオフの増加や景気減速を示唆するものが目立った。かかる中、18対象業種のうち活動拡大を示したのは2業種に限られている。なお、11月の結果に関し、ブルームバーグの事前予想では47.7と見込んでいる。
- 欧州では、30日(木)にユーロ圏11月消費者物価指数(HICP、速報)が公表予定。10月の結果(確報)は総合ベースで+2.9%(前年比、以下同様)と9月の+4.3%から大きく減速。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は+4.2%と9月の+4.5%から減速した。前年同月の資源価格高騰の影響で、エネルギー価格(▲4.6%→▲11.2%)が大きく下落幅を拡大させ、総合ベースの減速に寄与した。他方で、サービス価格(+4.7%→+4.6%)は高止まりが続き、この背景にある人件費高騰は収まっていないことが示唆される結果となった。

	本 邦	海 外
11月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)
27日(月)	・10月企業向けサービス価格指数 ・10月工作機械受注(確報)	・米10月新築住宅販売件数
28日(火)	—————	・独12月GfK消費者信頼感 ・米9月FHFA住宅価格指数 ・米11月コンファレンスボード消費者信頼感
29日(水)	—————	・ユーロ圏11月消費者信頼感(確報) ・独11月消費者物価指数(速報) ・米10月卸売在庫(速報) ・米7～9月期GDP(改定値) ・米ページブック公表
30日(木)	・10月小売売上高 ・10月鉱工業生産(速報) ・11月消費者態度指数	・ユーロ圏11月消費者物価指数(速報) ・ユーロ圏10月失業率 ・米10月個人所得/支出 ・米10月個人消費支出デフレーター ・米10月中古住宅販売仮契約
12月1日(金)	・11月失業率/有効求人倍率 ・7～9月期設備投資 ・11月製造業PMI(確報)	・ユーロ圏11月製造業PMI(確報) ・米11月製造業PMI(確報) ・米11月ISM製造業景気指数

【当面の主要行事日程(2023年12月～)】

FOMC(12月12～13日、1月30～31日、3月19日～3月20日)

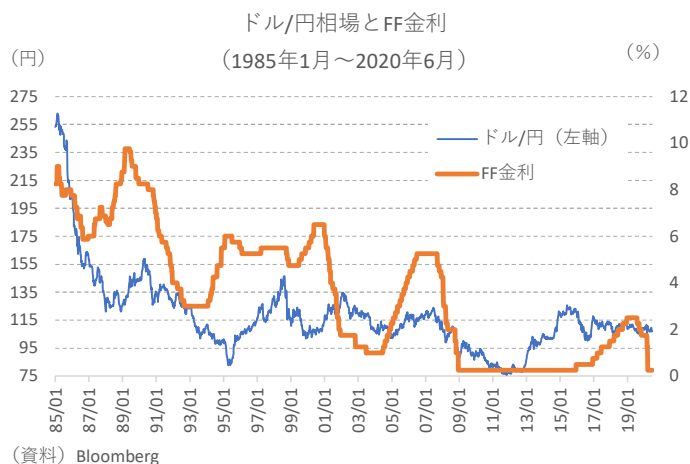
ECB政策理事会(12月14日、1月25日、3月7日)

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. 貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～

米利下げと円高の歴史

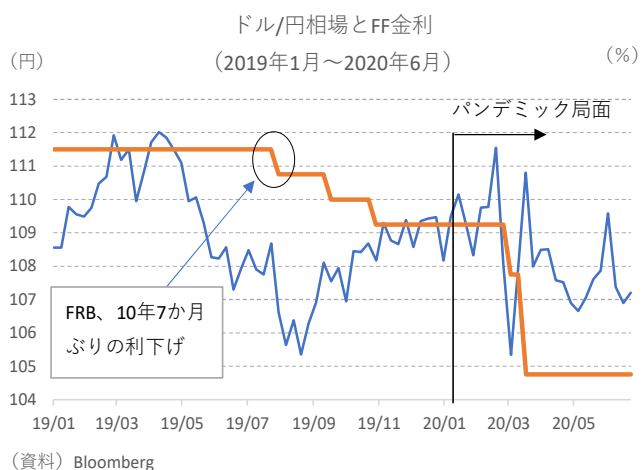
2024 年の円相場見通しは FRB の利下げ時期とこれに伴う米金利低下を当て込んだ円高予想が支配的になりそうである。それは 1 年前にも見た光景だが、利上げ開始から丸 2 年が経過し、「今度こそはリセッションとそれに伴う利下げ」を信じて疑わない市場参加者はますます増えているように感じられる。だが、過去の本欄でも繰り返し論じてきたように、真の問題は「利下げが到来したとして、どこまで円高が進むのか」だ。FRB の利下げに応じて円高予想が流行しやすいのは過去の



の経験に基づくもので、これまで 100% そうだったとは言えないものの、傾向的には否めないのも事実だ（図）。周知の通り、1985 年のプラザ合意以降、日本は世界的な貿易黒字大国だった。例えば米利上げ局面において金利差が拡大し、投機的取引が円売り・ドル買いに傾いていても、貿易黒字に裏付けられた実需は常に円買い・ドル売りを正当化していたのが日本経済の歴史である。これは 2010 年頃まではそうだった。その後、米利下げ局面が到来すれば、投機の円売りは巻き戻されて円買いに転じるが、実需は元々円買いなので投機・実需の両面からヒステリックな円高が演出されやすくなる。非常にラフだが、これが為替市場において円安よりも円高の方が高いボラティリティを誇ってきた理由だと筆者は考えている。

貿易赤字国として迎える利下げ

これに対し、今や日本の貿易収支は基本的には赤字、パンデミック前を振り返っても「良くて均衡」くらいのイメージにとどまっていた。もうヒステリックな円高を後押しするような実需環境は日本には無い。このような実需環境を抱えながら米利下げ局面を迎えた経験が日本には殆ど無い。「殆ど」と付けるのは 2019 年 7 月末の FOMC で 10 年 7 か月ぶりの利下げが決断された際、日本は貿易赤字国だったという経験があるためだ。その際のドル/円相場は翌 8 月こそ円高・ドル安に振れたものの、直ぐに円安・ドル高に戻っている（下図・左）。その後、パンデミックが到来し、FRB は一気にゼロ金利まで引き下げ



日本の貿易赤字とFRBの政策運営

	日本の貿易赤字 (単位:100万円)	FRBの局面	備考
2011年	-2,565	現状維持	
2012年	-6,941	現状維持	
2013年	-11,468	現状維持	
2014年	-12,816	現状維持	
2015年	-2,792	利上げ	12月FOMCで9年半ぶり利上げ
2018年	-1,225	利上げ	
2019年	-1,668	利下げ	7月FOMCで10年7か月ぶり利下げ
2021年	-1,784	現状維持	
2022年	-20,330	利上げ	

(資料) 財務省、FRBから筆者作成

たが、これによって円高・ドル安が進んだという印象はやはりない。パンデミック局面は平時と比較できないとしても、2019年8～12月において、それほど円高が進まなかったことは2024年を展望する上で参考になる情報だと筆者は思っている。

なお、前頁図（下・右）にも示すように、1985年以降、日本が暦年で貿易赤字に陥っていたのは11回で、そのすべてが2011年以降に起きた話だ。その背景にリーマンショック後の超円高や東日本大震災を受けた電源構成の変化などを受けた日本企業の海外生産移管があった可能性は非常に高い（そもそも電源構成の変化は輸入金額の押し上げにも寄与している）。昨年9月に刊行した拙著『「強い円」はどこへ行ったのか』でも強調し、日々の本欄でも繰り返し述べている点だが、2011年前後、円相場は構造的な分岐点を通過したのではないかというのが筆者の仮説である。2023年の失敗を踏まえ、1年前に踏み込んだ円高予想を展開していた向きも恐らく「それほど円高には戻らない」というトーンが増えてくると察する。しかし、「思ったほど円高にならない」というのはもう10年前から起きている話であり、去年や今年に始まったものではない。パンデミックと戦争が重なったことでインフレが焚きつけられ、内外金利差が極端に開き、資源価格も高止まりする中で元々抱えていた円安になりやすい構造が浮き彫りになったのが過去1～2年であり、これからは「過度な円安」が「穏当な円安」になる程度の認識で良いのではないか。もはや「通貨高は当たり前ではない」という思いを念頭に、2024年以降の見通しを検討したい。

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21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(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～)
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年上半年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年上半年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～