

## みずほマーケット・トピック(2022年7月15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: ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～

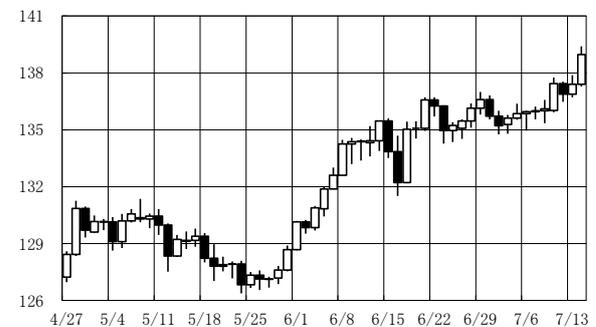
### 1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は連日高値を更新し、139円台まで上値を伸ばす展開。週初11日、136.30円付近でオープンしたドル/円は、シドニー時間に一時週安値の135.99円をつけた後、先週末発表の米6月雇用統計の良好な結果や参院選の結果を背景に政権安定への期待感からリスク選好地合いとなりドル買いが加速、137円台後半まで上昇した。12日、ドル/円は株安を受けてリスク回避の円買いの動きが強まり、136円台半ばまでじり安の展開となって前日の高値圏から値を落とした。13日、ドル/円はやや相場材料に欠けた中で137円台前半での揉み合いが継続。海外時間に米6月消費者物価指数の結果が市場予想を上回ったことで137円台後半まで急伸し、一時週初つけた高値をわずかに更新した。14日、ドル/円は前日の米6月消費者物価指数が約40年ぶりの高水準になったことを受けて、市場でのFRBによる利上げ幅拡大の観測が加速し、米国時間に一時週高値となる139.38円まで急伸、高値圏を切り上げた。本日のドル/円も高値圏を維持し、139円手前付近での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は大幅に続落し、約20年ぶりにパリティ(ユーロ/ドル=1.00)を割り込んだ。週初11日、1.0165でオープンしたユーロ/ドルは各国中銀の金融引き締めによる景気鈍化懸念に加え、ユーロ圏でのエネルギー供給問題が強まったことから1.00台前半まで急落、先週つけた約20年ぶりの安値を更新した。12日、ユーロ/ドルは欧州経済の先行き不透明感や独7月ZEW景況感指数の冴えない結果が重しとなりじり安の展開。一時、パリティに迫る勢いで下値を切り下げた。その後は米金利低下に伴うドル売りやポジション調整の動きに支援され1.00台半ばまで反発した。13日、ユーロ/ドルは米インフレ指標の強い結果にユーロ売りが加速し、0.9998をつけ、約20年ぶりにパリティを割り込んだ。その後は米長期金利の急低下にドル売りが優勢となり、1.00台半ばまで持ち直した。14日、ユーロ/ドルは欧州経済の先行き不透明感が高まる中、米国の利上げ幅拡大の観測が強まり、再びパリティ割れの0.9952まで急落、安値を更新した。本日のユーロ/ドルも1.0025付近での上値の重い取引となっている。

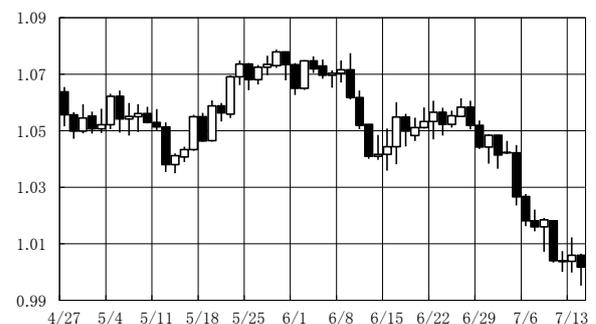
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		7/8(Fri)	7/11(Mon)	7/12(Tue)	7/13(Wed)	7/14(Thu)
ドル/円	東京9:00	135.95	136.31	137.44	136.75	137.64
	High	136.56	137.75	137.53	137.87	139.38
	Low	135.33	135.99	136.47	136.69	137.36
	NY 17:00	136.13	137.42	136.88	137.44	138.94
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0169	1.0165	1.0046	1.0030	1.0034
	High	1.0191	1.0183	1.0074	1.0122	1.0066
	Low	1.0072	1.0034	1.0001	0.9998	0.9952
	NY 17:00	1.0186	1.0041	1.0036	1.0059	1.0023
ユーロ/円	東京9:00	138.24	138.55	137.90	137.26	138.12
	High	138.69	139.15	138.08	138.77	139.75
	Low	136.88	137.91	137.03	137.15	137.99
	NY 17:00	138.60	138.02	137.38	138.23	139.23
日経平均株価	26,517.19	26,812.30	26,336.66	26,478.77	26,643.39	
TOPIX	1,887.43	1,914.66	1,883.30	1,888.85	1,893.13	
NYダウ工業株30種平均	31,338.15	31,173.84	30,981.33	30,772.79	30,630.17	
NASDAQ	11,635.31	11,372.60	11,264.73	11,247.58	11,251.19	
日本10年債	0.24%	0.24%	0.24%	0.23%	0.23%	
米国10年債	3.08%	2.99%	2.97%	2.93%	2.96%	
原油価格(WTI)	104.79	104.09	95.84	96.30	95.78	
金(NY)	1,742.30	1,731.70	1,724.80	1,735.50	1,705.80	

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、20日(水)に6月中古住宅販売件数の発表を控える。5月中古住宅販売件数(季節調整値、年換算)は前月比▲3.4%と4か月連続で減少し、件数ベースでも541万件と約2年ぶりの低水準に落ち込んだ。在庫月数(在庫件数÷販売件数)は2.6か月と4月の2.2か月から増加したが、依然タイトな状況が続く。一方、金利上昇に引っ張られるかたちで住宅ローンの金利の騰勢が目立っており、これが消費意欲を減退させていることは大いに考えられる。これに加えて中古住宅価格の中央値は前年同月比で+14.8%上昇しており、金利負担と価格高騰の両面から需要を抑える展開となりそうだ。なお、6月の結果に関してブルームバーグの事前予想では前月比▲0.2%の540万件としている。
- 欧州では21日(木)にECB政策理事会が予定されている。前回6月会合はAPPの早期終了、7月の利上げ実施、7~9月期中のマイナス金利終了など、ラガルド総裁がブログで公表した内容を追認することとなった。片や、ユーロ圏経済はロシアのユーロ圏への天然ガス供給停止の懸念が高まり、景気減速の可能性が高まるなどECBが想定した悪化シナリオの軌道に乗りつつある状況である。とは言っても、インフレが引き続き騰勢を強めている以上、ECBは正常化に着手することとなるだろう。今後ECBの政策運営は景気後退、インフレ高進のほか、域内格差を配慮した上で市場分断化に同時に対応することが要求される。特に市場分断化については先月開催の臨時政策理事会にてナゲル独連銀総裁が対応案に反対していたとの報道も出ており、その動向にも注目が集まりそうだ。ユーロが対ドルでパリティ割れを記録し、この点に関するラガルド総裁の発言も関心度が高いポイントとなる。
- 本邦では20日(水)~21日(木)に日銀金融政策決定会合が開催予定。前回6月会合では大規模緩和の現状維持を賛成多数で決めた。その後公表された「主な意見」では消費者物価上昇率が前年比+2%に達したが、エネルギーや食料品価格の上昇や輸入価格上昇に伴う一過性要因であるとした。こうした中で、2%の物価安定目標を達成するまで金融緩和を維持するべきとの意見が優勢であり、この前提では今回も現状維持の結果となる可能性が高い。また今回は「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」が更新されるが、足許のインフレ動向を踏まえ、22年度の生鮮食品を除く消費者物価指数の見通しが引き上げられると予想されている。先週の参議院選ではインフレ対応が大きな争点となったが、依然として金融政策方面から具体的な対応が打たれる見込みは低そうである。

	本 邦	海 外
7月15日(金)	・5月第三次産業活動指数	・ユーロ圏5月貿易収支 ・米7月NY連銀製造業景気指数 ・米6月小売売上高 ・米6月輸出/輸入物価指数 ・米6月鉱工業生産 ・米6月ミシガン大学消費者マインド(速報)
18日(月)	—————	—————
19日(火)	—————	・ユーロ圏6月消費者物価指数(確報) ・米6月住宅着工件数
20日(水)	・日銀金融政策決定会合(21日まで)	・ユーロ圏5月経常収支 ・ユーロ圏7月消費者信頼感指数(速報) ・米6月中古住宅販売件数
21日(木)	・6月貿易収支 ・黒田日銀総裁会見	・ユーロ圏ECB政策理事会 ・米7月フィラデルフィア連銀景況指数
22日(金)	・6月全国CPI ・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)

### 【当面の主要行事日程(2022年7月~)】

日銀金融政策決定会合(7月20~21日、9月21~22日、10月27~28日)  
 ECB政策理事会(7月21日、9月8日、10月27日)  
 FOMC(7月26~27日、9月20日~21日、11月1~2日)

### 3. ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこざるインフレ抑制～

#### ユーロ圏、2023年の傷跡深し

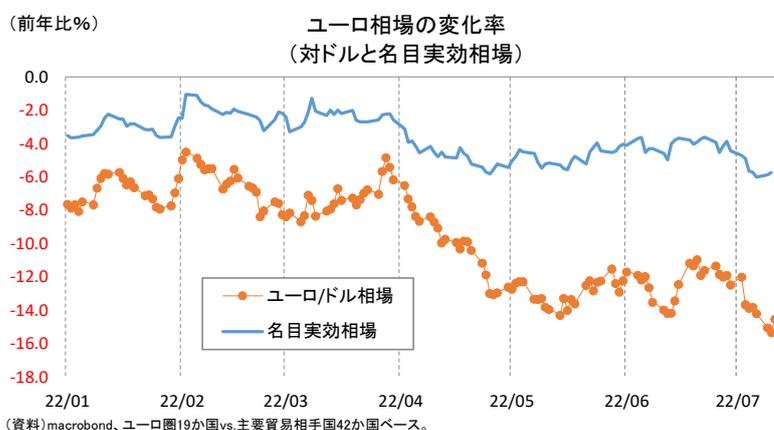
昨日は欧州委員会が夏季経済見通しを公表しており、ユーロ圏の実質 GDP 成長率に関し、2022 年は +2.6%と、下方修正された前回 5 月分 (2.7%) からさらに引き下げられている。2 月の冬季見通し、5 月の春期見通し、そして今回の夏季見通しを経て「+4.0%→+2.7%→+2.5%」と年初時点からは▲1.5%ポイントも切り下げられたことになる。2023 年に関して同様の軌道を見ると「+2.8%→+2.3%→1.4%」となっており、年初時点からは▲1.4%ポイントの切下げ幅となっている。

春期見通しからの段差で言えば、2023 年の傷が深くなっていることが印象的である。ひとえにインフレが想定以上に長引くことにより金引き締めが度合いが高まること、これに付随して(インフレもあいまって)消費・投資意欲が抑制されることの結果である。ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) の見通しに目をやれば、2022 年が+7.6% (前回は 6.1%)、2023 年は+4.0% (+2.7%) と大幅に予想が引き上げられている。予測ではピークが今年 7～9 月期で+8.4%とされ、2023 年末には+3%を割り込んでくることになっている。米国同様、まずは「インフレは 7～9 月期がピーク」との想定が本当に的中するかが年内の焦点となる。それが確認できる 10 月以降の金融政策運営を見なければ、2023 年の経済・物価情勢に関しては何も言えないというのが実情だろう。真っ当に考えれば、秋口は欧米共にベース効果剥落が見込める時期であり、こうした予想が最も説得力はある。

#### ユーロ相場の想定は崩れ始めている印象

周知の通り、ユーロ圏の経済・物価情勢を見通す上ではユーロ相場の動静もここに来て重要になりつつある。20 年ぶりのパリティ割れからは早々に復帰しているものの、軟調地合いが継続していることには変わりなく、それ自体がインフレリスクを高める一因になり得る。この点、今回の欧州委員会予測ではユーロ/ドル相場の予測に関し、「2021 年：1.18、2022 年：1.06、2023 年：1.05」が想定として置かれている。また、ユーロの名目実効相場 (NEER) に関しては「2021 年：+1.2%、2022 年：▲3.9%、2023 年：▲0.4%」と想定されている。2022 年の現状に目をやれば、本稿執筆時点でユーロ/ドルは平均 1.09、NEER は平均▲3.6%で推移しており、「ユーロ安は想定範囲内」と言い張ることはできる。もっとも、昨日発表の予測なので範囲内に収まるように修正している面もあるだろう。予測作業においてこの種の想定はギリギリまで修正可能にしているはずである (筆者は欧州委員会で当該作業に携わっていた)。

しかし、ユーロ/ドル相場にしても、NEER にしても、売りが加速したのは今年 4 月以降である。年初来 6 か月のうち前半 3 か月は安定していたが、後半 3 か月は下げ足を速めており、7 月に入ってからはかなり性急なペースである (図)。この構図が続けば、ユーロ安によってインフレ予測がぶれる可能性も出てくるだろう。7 月 13 日、ビルロワドガロー仏中銀総裁はフランス国内のラジオインタビューでユーロ安に関して「輸出企業の後押しになるため経済活動には朗報だが、残



念なことにインフレをやや押し上げる」、「インフレに意味を持つため注視している」と述べている。為替市場の安定を明示的に政策目的とはできないものの、政策反応関数において重要な変数になりつつあるのは間違いない。

## ECB にとってのユーロ安の影響

過去の本欄でも何度か紹介しているが、ECB が 2007 年 8 月に発表したワーキングペーパー『The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the Euro area』では、1%のユーロ高は 1 年後（4 四半期後）のユーロ圏消費者物価指数（HICP）を 0.07%ポイント押し下げるとの試算が示されている。また、2014 年 3 月 6 日の理事会後の記者会見においてドラギ元 ECB 総裁が「実効（NEER）ベースで 10%のユーロ高はインフレ率を 0.4~0.5%ポイント下押しする」と述べたこともあった。雑駁なイメージとして NEER が 1%変化すれば 0.05%ポイント程度、1 年後の HICP を動かす計算になる。

この点、今年 4 月以降の NEER（日次）について前年比変化率を見ると平均▲12%程度である。上記試算に沿って考えれば、1 年後の 2023 年 4~6 月期の HICP はユーロ安効果だけで+0.5~0.6%ポイント押し上げられることになる。もっと言えば、直近の NEER は▲15%程度のペースで下がっているため、このユーロ安を放置すれば HICP の制御を困難にする状況に直結する。7 月 21 日の政策理事会は+25bp の利上げと、分断化対応を企図した再投資柔軟化や新枠組み発表がメインシナリオとなるが、ラガルド ECB 総裁会見でユーロ安とインフレの関係にどのような言及があるのかも見どころの 1 つと言える。

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](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.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
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～))
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分) FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分) 週末版(円安相場は終わりなのか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか?
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分) 表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月合会に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分) 「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか?～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか?
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分) 円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治ヘアラームを鳴らすか?