

みずほマーケット・トピック(2022年8月23日)

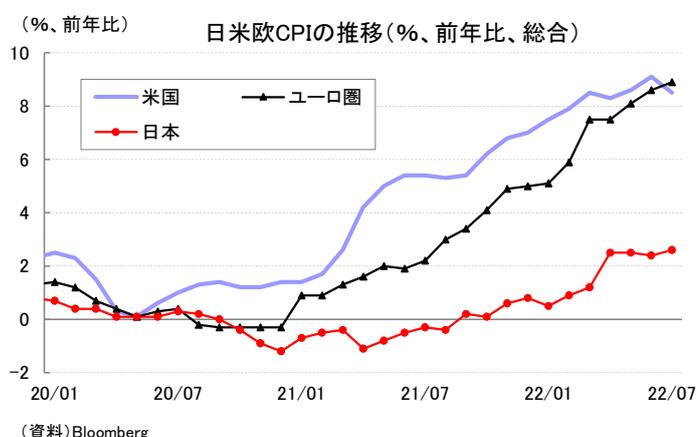
パリティ割れと欧州のインフレ動向について

ユーロ相場は「1ユーロ=1ドル」のパリティを割り込み、年初来安値を更新。ノルドストリーム1停止に伴い、ドイツを筆頭とする域内のインフレ懸念が一段と高まっており、これに伴い域内経済への懸念も浮上している。ドイツに関しては2桁インフレ、景気後退を独連銀が警告する状況に。ロシアからのエネルギー供給が滞っているところにライン川の水位低下で石炭輸送も困難化している。ここ最近、「米国のインフレ情勢はピークアウトしているように見えるが、ユーロ圏も同様の理解で良いか」という照会を受けるが、ユーロ圏のインフレ情勢は予断を許さない。既に直近のインフレ指標で両者は逆転している。市場ベースのインフレ期待も目先騰勢を強め、雇用・賃金情勢は逼迫している。物価面だけで言えば、ECBがタカ派姿勢を緩める状況には全くない。ノルド1やライン川問題の行方がどうなるのか全く読めず、状況が極まればドイツひいては域内のインフレリスクは高まり、貿易収支も悪化するだろう。世界最強の実需環境こそユーロ相場の拠り所だったはずだが、これが崩れるとなれば話が大幅変ってくる。また、痛むユーロ圏の実体経済を前に、果たしてECBがタカ派を貫けるかも注目。

～パリティ割れと欧州のインフレ動向～

昨日の為替市場ではユーロ相場が急落、対ドルでははっきりと「1ユーロ=1ドル」のパリティを割り込み、年初来安値を更新した。ノルドストリーム1停止に伴い、ドイツを筆頭とする域内のインフレ懸念が一段と高まり、域内経済への懸念も現実味を帯びている。とりわけドイツに関しては、昨日、ドイツ連銀が今秋のインフレ率10%到達、それに伴う同国の景気後退を警告する報告書を公表した。ドイツの貿易赤字という近年では考えられない事態にも直面しており、警告は現実味を持って受け止める必要がある。その上、ライン川の水位低下により石炭輸送までも困難化している。

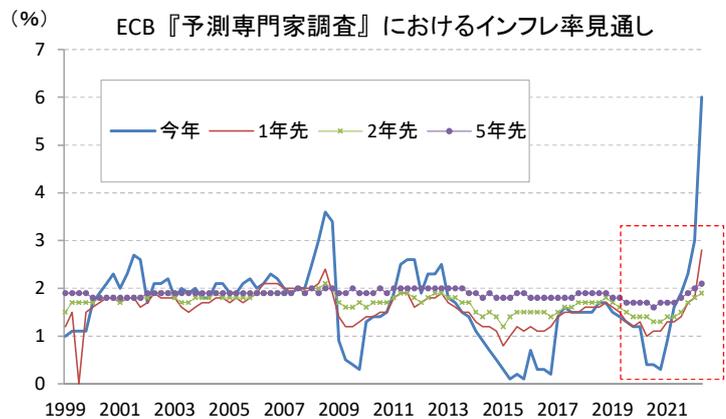
ここ最近、「米国のインフレ情勢はピークアウトしているように見えるが、ユーロ圏も同様の理解で良いか」という照会を受けることがある。結論から言えば、ユーロ圏のインフレ情勢はまだ予断を許さない筆者は考えている。既報の通り、米国のインフレ率は消費者物価指数(CPI)や個人消費支出(PCE)デフレーターがコアベースで既に折り返しており、直近7月分では総合ベースの減速も話題になった(図)。7月分CPI総合ベース(前年比)を見ると、ユーロ圏は+8.9%と米国の+8.5%を上回っている。両者の逆転は2020年4月以来、27か月ぶりの



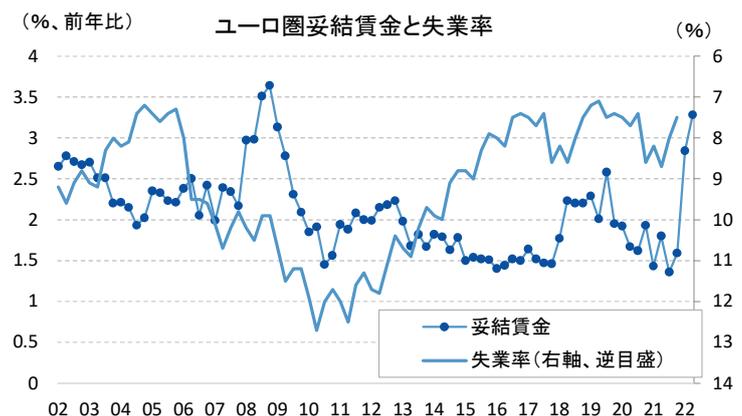
出来事だ。目先のユーロ圏消費者物価指数(HICP)を見ても、ロシアによるノルドストリーム 1 稼働停止やライン川水位低下といった供給制約が不意に発生するスクシナリオが目立つだけに、インフレ率の欧米逆転ひいては拡大が秋以降のテーマになる可能性がある。

～調査ベースのインフレ期待は急騰、賃金も上昇中～

インフレ期待や雇用・賃金情勢を見ても警戒が解けない状況が窺える。ECBが伝統的にウォッチする市場ベースのインフレ期待である5年先5年物インフレスワップフォワード(5年先5年物BEI)はピークアウトしている一方、調査ベースのインフレ期待ではインフレ圧力が弱まる兆しがなく、むしろ加速している。ECBが四半期に一度公表する予測専門家調査(SPF: Survey of Professional Forecaster)に示されるインフレ期待は年内および1年後のインフレ期待に関し、調査開始以降で経験したことのない上振れを見せている(右図・上)。実際、域内労働市場の逼迫は続いており、これと整合的にサービス物価や将来のサービス物価を規定する妥結賃金も急騰している。物価面だけを見ればECBとしてタカ派姿勢を緩める状況にはなく、むしろ利上げペースの加速が謳われても不思議ではない。ラガルド体制下の情報発信は5月のブログや



(資料)ECB



(資料)Macrobond、※妥結外賃金もあるので実際の労働コストの伸びとは差異が出る

6月の緊急政策理事会など不規則さが増しており、制御できないインフレ状況を前に今後同様の突発的な情報発信はあり得る(※なお、ラガルド総裁は今年のジャクソンホール会議は欠席予定)。

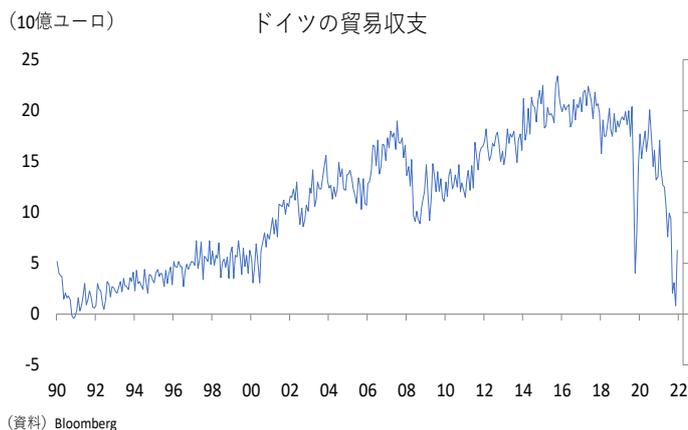
～パリティ割れと欧州のインフレ動向～

今後、ユーロ相場がさらに崩れる可能性は否定できない。上で言及しているように、ロシアによるノルドストリーム 1 稼働停止が急遽決定し、それがどこまで持続するのか見当が付かない。その上でライン川の水位低下に伴う航行不能問題もある。ただでさえ水位の低下している現状に加え、例年では9～10月に下がるという季節性がある。いずれも既に逼迫しているエネルギー事情を悪化させるものであり、高価なスポット価格で天然ガスを逐次購入するなどの対症療法にドイツは追い込まれることになる。そのような状況に至った場合、ユーロ相場の観点からは真っ先にドイツ貿易収支の動向が注目される。5月貿易収支は速報値ベースで約31年ぶりの赤字に転落したことが話題になった。その後、▲10億ユーロの赤字から+8億ユーロへの黒字への修正されているので、厳密に

はドイツ貿易収支の赤字転落は回避されている状況にあるが、かなりきわどい状況にあるのは間違いない。ノルドストリーム1も稼働せず、ライン川も航行不能になり、原発の利用延長も渋るとなれば、貿易赤字への転化そして拡大は必至だろう。

ユーロ相場の観点からさらに気になるのが、そこまでドイツひいては域内経済がスタグフレーションの様相を呈した時、ECB がタカ派姿勢を崩さずに保てるか

ある。もちろん、インフレが上離れするような状況でタカ派姿勢を崩すというのにはあり得ず、リスクシナリオだが、既に+50bp という軌道に乗っている利上げ幅を+25bp に戻すなどの政策運営も「腰が引けている」として市場はユーロ売りで反応するだろう。本来、そうした金利面での劣後や、政治にまつわる混乱などが浮上しても、「世界最強の実需環境があるからユーロ相場は底割れは回避できる」というのが筆者の基本認識だった。しかし、その実需環境が根底から変わろうとしている今、ECB がタカ派色を薄めれば、対米金利差という観点がよりクローズアップされ、ユーロが手放されやすくなる恐れがある。



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

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。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4~6月期GDP~形ばかりの「コロナ前」回復~
2022年8月15日	独経済は不況の淵に~ライン川の水位低下~
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか?
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか~歴史的な大相場は調整も非常に大きい~)
2022年7月29日	週末版(米4~6月期GDPの読み方~リセッション判断は尚早~)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか?
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて~前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ~)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリテ割れの背景整理~歴史に学ぶ教訓~
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(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~)
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ピング構想~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(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(円安相場は終わりのないか?~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月会合に~)
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デフレー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~「三步進んで二歩下がる」~
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~