

みずほマーケット・トピック(2022 年 8 月 26 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: 劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～

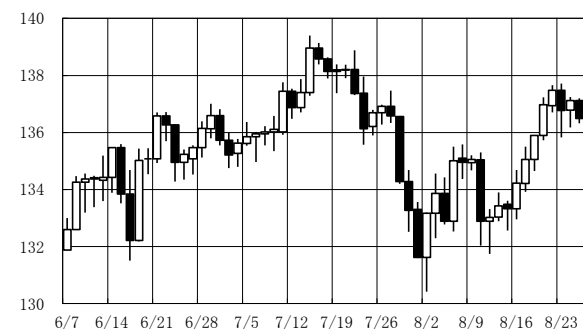
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円は週半ばに急落も、底堅く推移した。週初22日、137.05円付近でオープンしたドル/円は株式市場の冴えない動きや米金利低下を受け136円台後半まで下落。その後は米7月シカゴ連銀全米活動指数の力強い結果や米長期金利が上昇に転じ137円台半ばまで急伸。23日、ドル/円は一時週高値の137.70円をつけた後、しばらくは137円台で揉み合いも、米8月製造業・サービス業PMIの市場予想を下回る結果に一時週安値の135.82円まで急落。その後は低下していた米金利が上昇に転じ、136円台後半まで回復した。24日、ドル/円は株式市場の軟調推移にリスク回避の円買いが強まり136円台前半までじりじりと下落。その後は週末にジャクソンホール経済シンポジウムを控えたポジション調整の動きや米金利上昇からドル買い優勢となり137円台前半まで反発した。25日、ドル/円はイベント前で様子見ムードが広がる中、米金利の動向や米新規失業保険申請件数など良好な米経済指標の結果に売り買いが交錯し、136円台後半を中心に方向感に欠く動きとなった。本日のドル/円は136.70円付近での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は再びパリティ(1ユーロ=1ドル)割れし、年初来安値を更新した。週初22日、1.0035付近でオープンしたユーロ/ドルは一時週高値の1.0050まで上昇もナール独連銀総裁によるインフレ悪化を懸念した発言やロシアの国営ガス企業のガス供給停止を背景に欧州の景気減速懸念が高まり、0.99台前半まで急落、再びパリティ割れとなった。23日、ユーロ/ドルは上値の重い展開が継続し、年初来安値を更新し0.9901をつけた。売り一巡後はユーロ圏8月製造業PMIの市場予想を上回る結果や米経済指標の冴えない結果にドル売りが加速し、1.00台前半まで急伸。ただ、その後は直ぐに0.99台後半まで値を崩した。24日、ユーロ/ドルは米金利上昇によるドル買いにじり安の展開で一時前日の安値圏付近まで下落。その後はポジション調整の動きから一時的にユーロ買いが強まり1.00ちょうどをつけるも、上値が重い値動きが継続した。25日、ユーロ/ドルは一時パリティを回復するも、欧州の景気後退懸念やECB政策理事会議事要旨の内容を受けて0.99台半ばまで反落した。本日のユーロ/ドルは0.9970付近での取引となっている。

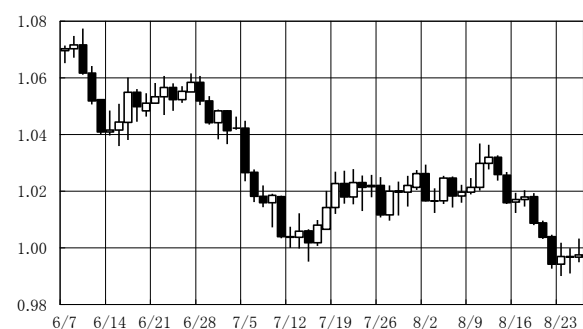
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		8/19(Fri)	8/22(Mon)	8/23(Tue)	8/24(Wed)	8/25(Thu)
ドル/円	東京9:00	135.83	137.06	137.59	136.75	137.11
	High	137.22	137.65	137.70	137.23	137.20
	Low	135.72	136.70	135.82	136.18	136.32
	NY 17:00	137.02	137.53	136.75	137.12	136.48
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0091	1.0033	0.9935	0.9966	0.9967
	High	1.0095	1.0050	1.0018	1.0000	1.0033
	Low	1.0032	0.9927	0.9901	0.9910	0.9949
	NY 17:00	1.0040	0.9943	0.9967	0.9970	0.9972
ユーロ/円	東京9:00	137.15	137.57	136.79	136.35	136.70
	High	137.95	137.90	137.04	136.78	136.98
	Low	137.00	136.40	135.75	135.53	136.02
	NY 17:00	137.45	136.70	136.37	136.76	136.12
日経平均株価		28,930.33	28,794.50	28,452.75	28,313.47	28,479.01
TOPIX		1,994.52	1,992.59	1,971.44	1,967.18	1,976.60
NYダウ工業株30種平均		33,706.74	33,063.61	32,909.59	32,969.23	33,291.78
NASDAQ		12,705.22	12,381.57	12,381.30	12,431.53	12,639.27
日本10年債		0.20%	0.22%	0.21%	0.22%	0.23%
米国10年債		2.97%	3.02%	3.06%	3.11%	3.03%
原油価格(WTI)		90.44	90.36	93.74	94.89	92.52
金(NY)		1,762.90	1,748.40	1,761.20	1,761.50	1,771.40

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、1日(木)に8月ISM製造業景気指数が発表される。7月の結果は52.8となり、6月から僅かに悪化したものの、市場予想は上回った。内訳をみると、新規受注指数と受注残指数が軟調に推移しており、新規受注指数については2か月連続で50を割り込んだ。一方、物流状況を示す入荷遅延指数は55.2と減少傾向が続いており、供給制約が最悪期を脱していることを示唆する結果となったほか、在庫指数は57.3と1984年ぶりの高水準を記録しており、供給制約のための在庫の積み増し以外にも意図しない在庫増が含まれている可能性が指摘された。雇用指数は49.9と前月から+2.6ポイント改善したものの、引き続き50を下回る結果となった。これは企業の解雇ではなく、働き手が確保できない状況を反映しているものと見られる。業種別では18のうち11業種での業況改善が報告されており、業種毎にややばらつきが出ている。なお、ブルームバーグの予想では、8月の結果を52.0としている。この他の経済指標では2日(金)に8月雇用統計の発表を控えている。
- 欧州では31日(水)に8月消費者物価指数(HICP、速報)の発表を控える。前回7月の結果は前年比+8.9%と統計開始以来で最大の伸び率を更新した。項目別ではやはりエネルギー価格の上昇が前年比+39.6%と目を引く内容となっている。足許におい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リスクシナリオもあり、早期にインフレが収束するといった見通しはもはや楽観的とも見られる。今週公表された7月のECB政策理事会議事要旨においてもインフレ圧力の強まりを認めるとともにインフレ期待が加速している点が指摘されている。また、域内労働市場を見ても逼迫は続いており、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点も無視できない。今後の金融政策についても、ECBはインフレ抑制に対する働きかけを強める必要性を強めており、物価面だけを見れば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予想される状況となっている。なお、ブルームバーグの事前予想では8月の結果を前年比+8.8%としている。また、1日(木)には、ユーロ圏7月失業率が公表予定。6月の結果は6.6%と引き続き過去最低水準を維持した。引き続きサービス部門の消費回復が労働需要を喚起している。今回の結果についても、ブルームバーグでは6.6%と横ばいの推移が予想されている。

	本 邦	海 外
8月26日(金)	・8月東京CPI	・米8月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米7月個人消費
29日(月)	・6月景気動向指数(確報)	・米8月ダラス連銀製造業活動指数
30日(火)	・7月失業率/有効求人倍率	・ユーロ圏8月消費者信頼感指数(確報) ・米8月コンファレンスボード消費者信頼感指数
31日(水)	・7月鉱工業生産(速報) ・7月住宅着工件数 ・7月小売売上高	・ユーロ圏8月消費者物価指数
9月1日(木)	・4~6月期設備投資 ・8月製造業PMI(確報)	・ユーロ圏7月失業率 ・ユーロ圏8月製造業PMI(確報) ・米8月ISM製造業景気指数
2日(金)	・—————	・ユーロ圏7月生産者物価指数 ・米8月雇用統計 ・米7月耐久財受注(確報)

【当面の主要行事日程(2022年9月~)】

ECB政策理事会(9月8日、10月27日、12月15日)

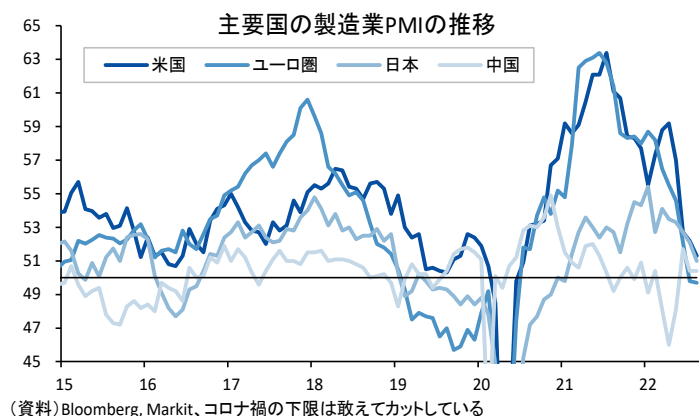
FOMC(9月20日~21日、11月1~2日、12月13~14日)

日銀金融政策決定会合(9月21~22日、10月27~28日、12月19~20日)

3. 劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～

劣化する欧州経済

ユーロ圏のリセッションリスクを問われることが増えている。簡易な判断基準として PMI に目をやれば、8 月時点で製造業で拡大・縮小の分かれ目となる **50** を 2 か月連続で割り込んでいる。米国や日本が 50 以上で安定していることを踏まえると、やはりユーロ圏の実体経済は相対的に大きな痛みを抱えているように見える。失速が話題になる中国ですらまだ **50** 割れには至っていない（図）。今週の本欄 8 月 23 日号『パ



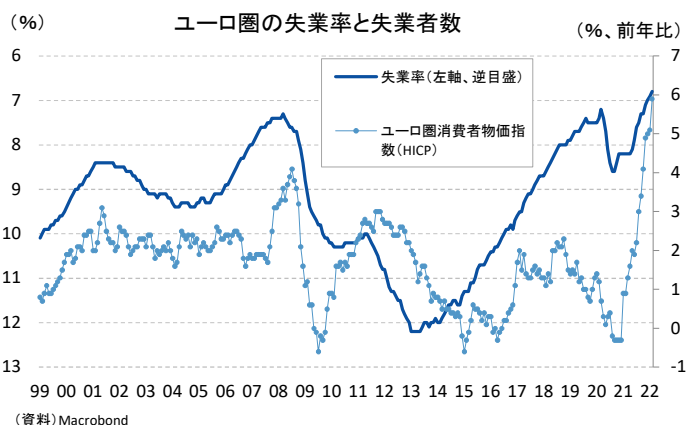
リティ割れと欧州のインフレ動向について』でも議論したように、ピークアウトの兆しが窺える米国に対し、ユーロ圏のインフレはまだ予断を許さない状況にあるのが原因だろう。

ユーロ圏のインフレが落ち着きを見せないのは、周知の通り、エネルギー供給への懸念が慢性的に強いという事実に尽きる。ロシアからの天然ガス供給が不安定化していることは元々だが、ノルドストリーム1が断続的な稼働・不稼働を繰り返しており「どの程度不安定なのか」も読めない状況にある。これに加えて足許ではライン川水位低下に伴って天然ガスを代替すべき石炭の輸送にも支障が出ている。先週は久しぶりの降雨で水位が回復しており、最悪を脱却したとの見方も出ているが、石炭火力発電の先行きは文字通り「天のみぞ知る」という状況にある。もちろん、ライン川は自動車部品や化学品も輸送しており、航行不能となればドイツを筆頭とするユーロ圏経済全体が様々な供給制約と物価上昇に直面する。

ドイツ経済のリセッションリスク

ドイツと言えば、先週 20 日、ナゲル独連銀総裁が独紙に対するインタビューで「ライン川の水位がさらに低下し供給制約が悪化したり、天然ガス供給が止まったりしたら、ドイツ経済に何が起きるか」と尋ねられ「上半期のドイツ経済は難しい状況にもかかわらず相応に上手くやってきており、このままいけば **2022 年は 2% をやや下回るくらいだと見込まれる**。しかし、仮に水位問題など、さらなる供給制約 (further supply problems) が加わった場合、下半期の見通しはさらに悪化する。エネルギー危機が強まれば、冬には景気後退がありそう (likely)」と述べている。エネルギー供給という論点に限れば、ユーロ圏経済は資源国である米国は元より、電力不足が案じられる日本よりも深刻な状況にある。

もっとも、域内のインフレ圧力は既にエネルギー関連を超えてサービス物価にもはっきり波及しており、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) におけるサービス物価の伸びは統計開始以来のピークを毎月更新している。サービス物価は賃金上昇の結果を映じていると考えて差し支えない。上述のインタビューでナゲル



ル総裁は「賃金上昇スパイラル (a wage-price spiral) を懸念しているか」と率直な質問も受けているが、これに対しナゲル総裁は「現時点で最重視すべき事項は、我々がそれ（賃金上昇スパイラル）に直面しているかどうか」と述べ、「一般物価の上昇が高賃金への需要のトリガーになるのであって、その逆はない」との見方を示し、まずはインフレ期待が 2% でアンカーされていることの決定的な重要性に言及している。こうした発言に続けナゲル総裁は「ECB はこれに対応できる」と回答しているため、現時点で賃金上昇を伴う制御不能なインフレ状態に入ったとは判断していないようだが、前頁図に示すように、失業率はユーロ圏発足後の最低水準を毎月更新しており、雇用・賃金情勢の逼迫は確かである。これに合わせてサービス物価、ひいては HICP 全体が押し上げられているという考え方はできる。

総じて、インフレがピークアウトする兆しが見えず、むしろ加速の材料が散見される（ナゲル総裁は秋にかけて+10%への加速を警告している）。「不況下の物価高」、すなわちスタグフレーションが定着するリスクが最も高そうに見えるのが今のユーロ圏と言えるだろう。過去の本欄でも論じたように、そうした高コストなエネルギー構造が「鉄壁の需給（世界最大の経常・貿易黒字）環境」というユーロ圏最大の強みを崩しつつある。ユーロ相場におけるパリティ割れ定着は素直にユーロ圏のこうした八方塞がりの状況を反映したものではないかと思われる。また、為替市場全体でのユーロ売り・ドル買いが進むことで、ドル/円相場が支えられる状況にあるようにも見える。

いずれにせよユーロ相場が反転のきっかけを掴むにはエネルギー供給にまつわる懸念が顕著に解消することが必要と思われるが、これから厳冬に向かうことを考えると、積極的にユーロを買い進めるのは難しいというのが実情だろう。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
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
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	パリティ割れの背景整理～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～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
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バ化構想～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 (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～