

みずほマーケット・トピック(2022年9月2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: ECB 政策理事会プレビュー～50bp か 75bp か～

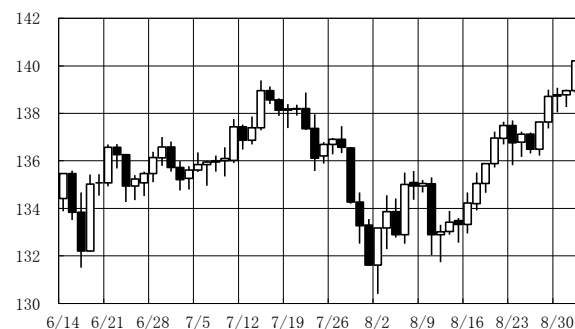
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円は週後半にかけて急上昇、約24年ぶりに140円を突破した。週初29日、138.20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137.61円をつけたが、先週末のパウエルFRB議長講演の内容が意識されドル買いの流れが継続して139円付近を堅調に推移した。30日、ドル/円はポジション調整の動きや米金利低下に伴うドル売りに138円台前半までじり安の展開。米国時間に入り、米8月コンファレンスボード消費者信頼感指数の力強い結果や米長期金利の反転上昇に139円台を回復した。31日、ドル/円は月末による輸出企業のドル売りや日経平均株価の冴えない動きにリスク回避の円買い散見され138円台前半まで値を崩した。海外時間では米8月ADP雇用統計が市場予想を下回る結果となるも、相場への影響は限定的。米長期金利上昇が支援材料となり前日の高値水準まで値を戻した。1日、ドル/円は139.30円付近を中心に揉み合いとなったが、米国時間に入り米新規失業保険申請件数や米8月ISM製造業景気指数の良好な結果や米長期金利上昇を受けて約24年ぶりの高値となる140.23円まで急伸。本日のドル/円も140円付近での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は上値の重い展開。週初29日、0.9940付近でオープンしたユーロ/ドルは先週末のドル買いの流れが継続して値を下げるも、海外時間ではフォンデアライエン欧州委員長による電力価格押し下げを目的とした緊急措置発言が伝わるとユーロ買いが加速しパリティ(1ユーロ=1ドル)を回復、1.00台前半まで反発した。30日、ユーロ/ドルは1.00ちょうどを挟んでの推移だったが、米金利の動向を横目に1.00台前半ばまで上昇するも、その後は追加材料に欠け伸び悩んだ。31日、ユーロ/ドルはユーロ圏8月消費者物価指数の強い結果からECB政策理事会での大幅利上げ観測が高まり一時週高値の1.0079まで急伸。その後は米金利上昇によるドル買いが優勢で1.00台前半ばまで軟化した。1日、ユーロ/ドルはユーロ圏の景気後退懸念が燦る中、上値重く推移。複数の米経済指標の良好な結果や米長期金利上昇を背景にドル買いが加速し、一時週安値の0.9910まで急落した。本日のユーロ/ドルは0.99台前半ばでの取引となっている。

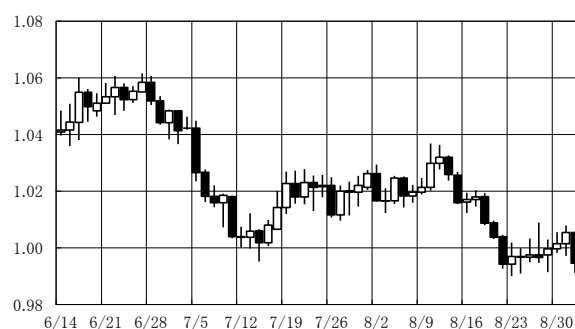
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		8/26(Fri)	8/29(Mon)	8/30(Tue)	8/31(Wed)	9/1(Thu)
ドル/円	東京9:00	136.55	138.18	138.67	138.78	139.34
	High	137.75	139.00	139.08	139.00	140.23
	Low	136.19	137.61	138.05	138.27	139.00
	NY 17:00	137.67	138.74	138.81	138.96	140.20
ユーロ/ドル	東京9:00	0.9971	0.9939	1.0011	1.0022	1.0037
	High	1.0090	1.0029	1.0055	1.0079	1.0054
	Low	0.9947	0.9915	0.9982	0.9972	0.9910
	NY 17:00	0.9965	0.9997	1.0016	1.0053	0.9946
ユーロ/円	東京9:00	136.15	137.32	138.72	139.02	139.78
	High	137.94	138.97	139.19	139.71	140.00
	Low	136.15	137.02	138.28	138.30	138.95
	NY 17:00	137.05	138.69	139.03	139.69	139.42
日経平均株価		28,641.38	27,878.96	28,195.58	28,091.53	27,661.47
TOPIX		1,979.59	1,944.10	1,968.38	1,963.16	1,935.49
NYダウ工業株30種平均		32,283.40	32,098.99	31,790.87	31,510.43	31,656.42
NASDAQ		12,141.71	12,017.67	11,883.14	11,816.20	11,785.13
日本10年債		0.22%	0.24%	0.22%	0.22%	0.24%
米国10年債		3.03%	3.11%	3.11%	3.20%	3.26%
原油価格(WTI)		93.06	97.01	91.64	89.55	86.61
金(NY)		1,749.80	1,749.70	1,736.30	1,726.20	1,709.30

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、本日 2 日(金)に 8 月雇用統計が発表される。前回 7 月の非農業部門雇用者数は+52.8 万人(前月比、以下同様)と市場予想(+25.0 万人)を大幅に上回る結果となった。市場予想では 6 月の+38.4 万人からの減速を見込んでいたがむしろ加速した。民間部門雇用者数は+47.1 万人、政府部門雇用者数は+5.7 万人の結果となった。民間部門雇用者数に関する内訳は、民間サービス部門が+40.2 万人と 5 月の+35.3 万人からやや加速した。医療部門や専門サービス部門をはじめ引き続き多くの業種で改善が確認された。財部門は+6.9 万人とこちらも伸びが加速。製造業、建設業、鉱業で満遍なく増加が確認された。失業率は 3.5%と 6 月から更に減少し、20 年 2 月のコロナ前の水準を回復。一方で、労働参加率(労働力人口÷生産年齢人口)については、62.1%と小幅に悪化しており、労働需要に対し供給が不足していることが引き続き確認された。こうした状況と整合的に賃金水準は上昇しており、平均時給は+0.5%、前年比では+5.2%と強い数字を記録した。なお 8 月の結果について、ブルームバーグの事前予想では、非農業部門雇用者増加数を 29.8 万人と見込んでいる。失業率については、3.5%で労働参加率について 62.2%の予想となっている。
- 欧州では 8 日(木)に ECB 政策理事会が開催される。今回合の最大の注目点はインフレに対する対応方針であろう。今週公表された 8 月ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は前年比+9.1%と 7 月から更に加速した。ウクライナ危機の長期化による天然ガス供給停止懸念のほかライン川の水位低下により石炭供給の制約が強まり、域内のエネルギー問題が深刻化しつつある。エネルギー危機は同時に域内経済の回復にも水を差すことも予想され、ECB が最悪シナリオとして提示したスタグフレーションに陥る可能性も出て来ている。かかる中、複数の政策理事会メンバーはインフレ抑制に対し、利上げを躊躇すべきではないとして前回 7 月会合を上回る 75bps の利上げを主張している。また、ECB は南北分断化問題に本腰を入れる必要性も高まっている。過剰な利上げが域内経済のオーバーキルを招いた場合には南部をはじめ経済脆弱国の金利水準が急騰することも考えられる。パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の再投資の状況として健全国の資産を売って脆弱国の資産を買うといった動きが目立っており、足許の ECB の資産保有状況に対し、それを縛る出資金比率からの逸脱を指摘する声も出そうな状況だ。

	本 邦	海 外
9 月 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)
5 日(月)	・8 月非製造業 PMI(確報)	・ユーロ圏 8 月非製造業 PMI(確報) ・ユーロ圏 9 月センチックス投資家信頼感指数 ・ユーロ圏 7 月小売売上高
6 日(火)	・7 月家計支出	・米 8 月 ISM 非製造業景気指数
7 日(水)	・7 月景気動向指数(速報)	・ユーロ圏 4~6 月期 GDP(確報) ・米 7 月貿易収支
8 日(木)	・4~6 月期 GDP(確報) ・7 月貿易収支	・ユーロ圏 ECB 政策理事会
9 日(金)	—————	・米 7 月卸売在庫(確報)

【当面の主要行事日程(2022 年 9 月～)】

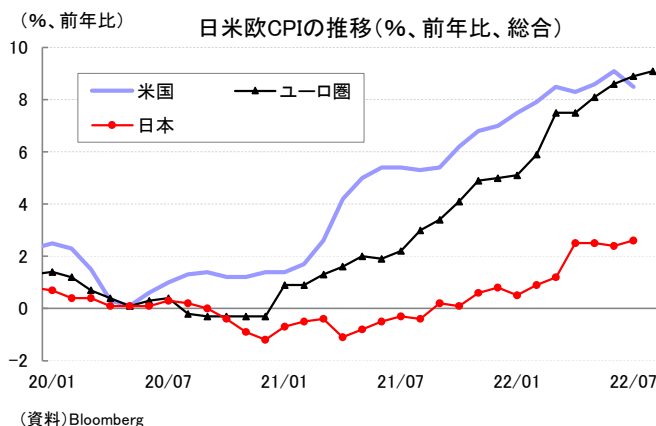
ECB 政策理事会(9 月 8 日、10 月 27 日、12 月 15 日)

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. ECB 政策理事会プレビュー～50bp か 75bp か～ スタグフレーション覚悟のアクセルへ

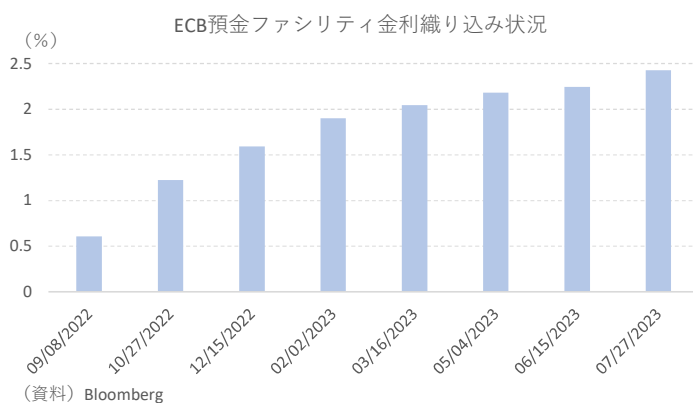
昨日の為替市場ではドル/円相場が遂に 140 円台を突破した。様々な要因が考えられるものの、今月は内外金利差に着目した解説は多くなるだろう。とりわけスイス国立銀行 (SNB) の利上げは「世界で唯一のマイナス金利通貨」という円の特異な立ち位置を浮き彫りにするだろう。この点、来週 8 日の ECB 政策理事会における利上げが「+50bp なのか、+75bp なのか」という点に照会が増えているため 1 週間を切ったタイミングでプレビューしておきたい。



既に観測報道が出ている通り、預金ファシリティ金利を現行のゼロから+75bp へ引き上げる可能性は相応に高まっていると言える。確かに、実体経済情勢が日米と比較して明らかに劣化する域内情勢を踏まえれば前回同様+50bp という可能性も残る。だが、8 月 31 日に公表されたユーロ圏 8 月消費者物価指数 (HICP) の総合ベースが前年比+9.1%とまたも過去最高を塗り替えたこと、ロシアからの天然ガス供給が再び停止されたままであること、秋口にかけてのライン川の運用に不透明感が漂っていることなどを踏まえ、域内の抱えるインフレのアップサイドリスクが強く意識され、利上げ幅を引き上げてくる可能性は否定できない。既にユーロ圏のインフレ情勢はピークアウトが指摘される米国のそれと比べても強い勢いが見受けられる (図)。スタグフレーション覚悟でアクセルを踏む可能性は十分考えられる。既に一部のタカ派メンバーから 9 月会合に関し「少なくとも+50bp の利上げが必要」との発言が見られている。多くの国がインフレの悩みを共有しているため、意見集約は進みやすいのではないかと。

欧米金利差は顕著に縮まらず

今回の利上げがインフレ抑制を企図したものとした場合、最大の意図は「域内経済失速による物価上昇圧力の減退」が ECB の実現したい経路だろう。過去の本欄でも再三議論している通り、域内の雇用・賃金情勢が逼迫しており、これにサービス物価が連行してついでにきている雰囲気がある。もはや、ある程度の内需縮小は狙って引き起こす必要はある。オーバーキルでも構わないという思いがあるならば、+50bp よりも+75bp がすんなり

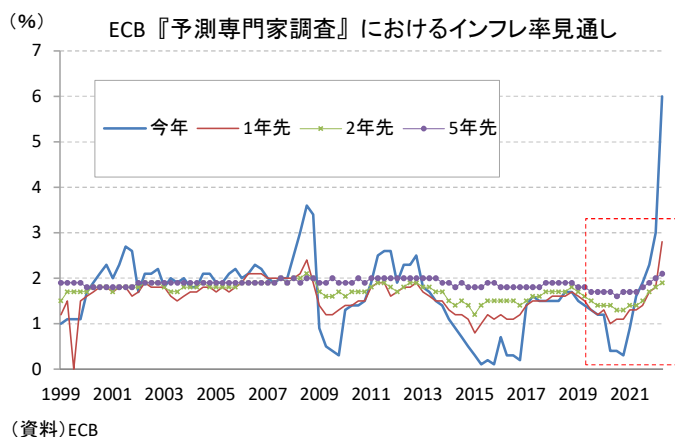


選ばれるだろう。なお、利上げの最大の意図が内需縮小にあるとして、これと併せて「ユーロ安抑制による輸入物価上昇圧力の減退」も ECB の望むところだろう。この点については実現が難しそうな雰囲気はある。ECB 預金ファシリティ金利に関する織り込み状況を見ると、現状、9 月 8 日会合における 75bp の織り込みは 20%弱といったイメージ止まるが、天然ガスパイプラインの先行きやライン川の水位はもち

ろん、基礎的な経済指標の変化次第で織り込みはもっと早く進むだろう。その後、+25～+50bp ペースで利上げが行われたのち、2023 年半ばには 2.5% に到達するというのが市場の織り込みとなっている。しかし、同時期の FF 金利の織り込みが 3.7% なので欧米金利差という観点からユーロ売り・ドル買いが優勢の地合いは今後 1 年ほど変わることはないように見受けられる。もっとも、冒頭述べたように、インフレを取り巻く情勢は既にユーロ圏の方が米国よりも深刻であり、利上げ期間が長期に及ぶ可能性もある。その際、為替市場の状況次第ではユーロ買い優勢に評価が傾いている可能性もある。

+75bp 利上げはもはや安全策に？

以上のような事態を踏まえ、インフレ期待が跳ねているかと言えば、むしろ市場ベースのインフレ期待はピークアウトしている。現在、ECB が伝統的に注目する 5 年先 5 年物インフレスワップフォワードはピークの 2.50% から 2.10% 台まで下がっている。しかし、ECB が四半期に一度公表する専門家調査 (SPF) で示すような調査ベースのインフレ期待は足許で上離れしており、こうした動きが賃金インフレの兆候と判断される可能性も



ある。そうなれば利上げ幅はやはり+50bp ではなく+75bp だろう。既に HICP の動きが ECB の想定を凌駕する動きで常態化していることに鑑みても、インフレ期待が統計で補足できる以上のペースと幅をもって勢いを持ってしまっている可能性は疑われる。域内が予測不能なインフレ押し上げ要因を複数抱えてしまっている現状を踏まえると、来週 8 日の政策理事会では+75bp の利上げを安全策のように選択してくる可能性はやはり払しょくできない。

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29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣後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～)
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～ユーロ安でて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」のブレーキが重要～)
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～株値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