

みずほマーケット・トピック(2022年9月6日)

ノルドストリーム 1 の再開延期とユーロ安

昨日の為替市場ではユーロ/ドルが 2002 年以来、約 20 年ぶりに 0.99 を割り込むという動きがみられた。理由は複数挙げられるが、やはり先週 2 日、ロシア国営の天然ガス会社ガスプロムは欧州向けガスパイプライン「ノルドストリーム 1」での供給再開を当面延期すると発表したことが大きいとみられる。表向きは機器不調が理由だが、実際は G7 がロシア産石油の輸入価格に上限設定することを決めたことへの仕返しだろう。いずれにせよ経済・金融情勢に照らせば、ロシアから欧州への天然ガス供給が完全に途絶するという欧州委員会や ECB が警戒していた悪化シナリオが現実に近い。既に域内のインフレ指標は悪化シナリオを超えている。ロシアの挙動を受けて今週 8 日の利上げ幅が +50bp ではなく +75bp になる可能性は高くなったようにも思われる。今冬、ドイツでは企業部門の電力使用に制限が出る可能性もあり、スタグフレーションの様相は一段と強まりそう。今後はドイツの貿易収支が赤字転落する動きなどがユーロ相場に反映されてくる可能性がある。2023 年、最弱通貨の座を円とユーロが争う展開になるか。

～再開しなかったノルドストリーム 1～

昨日の為替市場ではユーロ/ドルが 2002 年以来、約 20 年ぶりに 0.99 を割り込むという動きがみられている。理由は複数挙げられるが、やはり先週 2 日、ロシア国営の天然ガス会社ガスプロムは欧州向けガスパイプライン「ノルドストリーム 1」での供給再開を当面延期すると発表したことが大きいとみられる。もともとガスプロムは送ガス用タービンの定期的な保守・修理を理由に、8 月 31 日から 9 月 2 日までの 3 日間、ノルドストリーム 1 でのガス供給を停止していた。延期の理由はタービンの電気回線接続部分で「油漏れ」が見つかったため言われているが、タービン運転との因果関係は定かではない。表向きはそうした機器不調が理由としても、一連の決定は同日(9月2日)に主要 7 か国(G7)の財務相がロシア産石油の輸入価格に関して今年 12 月以降、上限を設定すると決定したことを受けてのロシア側による対抗措置と指摘する向きが多い。12 月 5 日以降、上限価格を超えるロシア産石油の海上輸送に関しては保険会社による保険サービスの提供が禁じられるため、ロシアにとっては事実上、一定価格以上の原油が禁輸の憂き目に遭うことを意味する。石油が売れなければ戦費は枯渇し、軍事作戦も滞り、实体经济への対応に四苦八苦することになる。上限価格設定は今後、石油に限らず、天然ガスにも至る可能性が報じられており、そうなる前に供給を絞って外交的な駆け引きを試みようとするロシアの思惑が透けて見える。

～近づく欧州の「悪化シナリオ」～

いずれにせよ経済・金融情勢に照らせば、ロシアから欧州への天然ガス供給が完全に途絶するという欧州委員会や ECB が警戒していた悪化シナリオが現実に近いことを意味する(ノルドストリーム 1 はロシアから欧州への天然ガス供給の 4 割程度なので全てではない)。次頁表

は6月時点のECBスタッフ見通しの数字だが、当時想定された悪化シナリオにおける2022年のユーロ圏消費者物価指数(HICP)は+8.0%だった。既に最新8月分(+9.1%)はこれを1%ポイント以上、突破している。今週8日に出てくる数字はさらに悪化している公算が大きい。

ECBスタッフ見通し (2022年6月)

| | 2022年6月見通し | | | 悪化シナリオ | | |
|-------------------|------------|------|------|--------|------|------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| 実質GDP | 2.8 | 2.1 | 2.1 | 1.3 | -1.7 | 3.0 |
| ユーロ圏消費者物価指数(HICP) | 6.8 | 3.5 | 2.1 | 8.0 | 6.4 | 1.9 |

こうした状況に応じてドイツでは使われていない石炭火力発電所の再稼働や、年内廃炉予定の原発3基の利用延長などが検討されている。

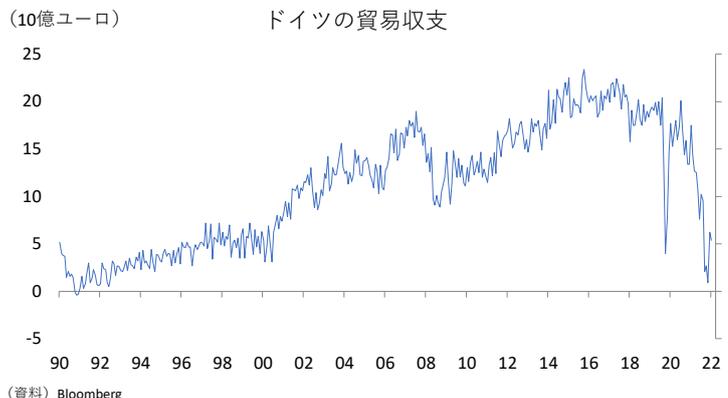
ガス不足が極まってくれば企業部門向けの供給を絞ったうえで家計部門向けに供給するという措置もあり得る。当然、成長率への影響は大きなものになる。4日、ドイツ政府は約650億ユーロ規模のインフレ対策導入を発表しており、家計部門の光熱費負担軽減を図る方針を示している。今夏限定で導入されていた公共交通機関の乗り放題制度も補助額を落とした上で部分的に継続する方針という。「緊縮のドイツ」はエネルギー危機を受けて完全に変わっている。

なお、ガス供給の過不足以前の問題として、供給が不安定化することがガスを筆頭とするエネルギー価格の高止まりを招いている。ロシアから欧州へのエネルギー供給が完全に途絶していても「悪化シナリオ」を超えるペースでHICPが跳ねている現状を踏まえれば、今週発表されるベースシナリオも相当切り下げられて公表されると考えるべきだろう。いずれにせよユーロ売りが進む背景には欧州が際立ってスタグフレーション懸念が色濃いという状況が影響している。

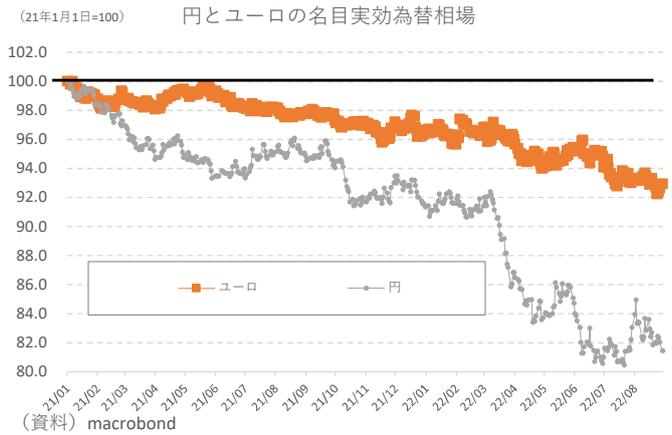
～欧州の最悪シナリオ実現～

ECBの政策運営、具体的には想定される利上げ軌道への影響も不可避だろう。ノルドストリーム1の再開延期によって域内のインフレ見通しは確実に押し上げられる。それ自体が成長率を押し下げる話になるが、もはやヘッドラインのインフレ率上昇は利上げ幅を拡げる話として解釈されやすい。9月2日のロシア決定を受けて、今週8日の利上げ幅が+50bpではなく+75bpになる可能性は高くなったようにも思われる。為替市場の観点からは対円では金利差が意識されるためかユーロ売り一辺倒とはならず、一進一退の状況にある(それほど円の地力は評価が低いのだということが分かる)。一方、対ドルでは広がっている金利差や今後さらに広がるであろう実体経済の格差が注目されやすくなっており、やはり歴史的安値を切り下げる展開が想定される。インフレに関して言えば、米国のピークアウトが見え始めていることもユーロ圏の窮状を浮き彫りにするだろう。

今後はドイツの貿易収支が赤字転落する動きなどがユーロ相場に反映されてくる可能性がある(図)。現状、5月分が速報ベースで一瞬赤字を記録したものの、結局、確報を経て、今のところ赤字転落・定着は避けられている。しかし、本格的な冬到来を前に天然ガス供給が絞られることでエネルギーコストは一段と押し上げられ、貿易収支の赤字



転落も不可避の情勢と見受けられる。エネルギー供給という点については日本も企業部門に節電を要請(罰金付きと言われているので強要とも言える)する案が浮上するなど、難を抱えている状況には間違いない。しかし、「ロシアの胸先三寸次第で事態が決まる」という状況がユーロ圏における問題長期化を予感させ、また金融市場での嫌気を誘っている面もあるように思える。今のところ、最弱通貨の座は圧倒的に円だが、今後1年間かけて、ユーロがこれに迫るような展開になるのかが注目される(図)。



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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|------------|---|
| 2022年9月5日 | 円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～ |
| 2022年9月2日 | 週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～) |
| 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～) |
| 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 | パリイ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 | パリイ割れの背景整理～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～日銀がスク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(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 |