

みずほマーケット・トピック(2022年9月9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 政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑む ECB～

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145円に迫る展開。5日、140円台半ばでオープンしたドル/円は先週末の米8月雇用統計の結果にサポートされて堅調な推移。その後は米国休場で小幅な値動きとなった。6日、ドル/円は米長期金利上昇を受けて、ドル買いが加速。米10年債利回りが一時約3か月ぶりの高水準を記録したことや米8月ISM非製造業景気指数が予想を上回ったことも相まって24年ぶりの高値水準を更新し、143円台を記録した。7日、ドル/円は更に騰勢を強め、日米の金利差を意識した取引が継続。海外時間には一時週高値の144.99円を記録し145円に迫るも、世界景気減速懸念から米金利上昇も一服し、ドル売り優勢となって144円付近まで下落した。8日、前日の大幅続伸の流れを引き継ぎ買いが先行し144円台半ばまで上昇するも財務省・日銀・金融庁の3者会合実施の報道から急速な円安へのけん制が意識される中、じり安となった。海外時間ではパウエルFRB議長が討論会にてインフレ抑制に向け強く行動することを示唆すると米金利が上昇しドル買いが強まりドル円も144円台まで値を戻した。本日のドル/円は143円台後半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は前週に続きパリティ(1ユーロ=1ドル)割れし、年初来安値も更新した。週初5日、0.99台でオープンしたユーロ/ドルは、前週末にノルドストリーム1の稼働再開が延期されたことにより、エネルギー供給問題が再燃。ユーロ圏8月PMIの下方修正をはじめ経済指標が軟調に終わったことも意識され、一時0.99を割り込んだ。6日、前日の流れが継続しユーロが手放される一方で、米金利上昇を受けたドル買いが優勢となり、ユーロ/ドルは前日の安値を更新する0.9864をつけ、約20年ぶりの水準まで落ち込んだ。7日、ユーロ/ドルは米金利上昇が一服したことやユーロ/円の上昇が下支えとなって次第に値を戻す展開。翌日にECB政策理事会を控え、ECBがインフレ抑制のために利上げ幅を拡大する予想も強まり、終盤にかけてユーロ/ドルは1.00を回復した。8日、ECB政策理事会の結果待ちで材料難の中、ユーロ/ドルは1.00を挟んで小動き。政策理事会にて75bpの利上げが発表され、一時週高値の1.0030まで上昇したが、域内の景気減速懸念は根強く、0.99台前半まで反落した。本日のユーロ/ドルは1.00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)

ドル/円相場の動向

		前週末	今 週			
		9/2(Fri)	9/5(Mon)	9/6(Tue)	9/7(Wed)	9/8(Thu)
ドル/円	東京9:00	140.10	140.53	140.41	143.17	144.10
	High	140.80	140.65	143.08	144.99	144.55
	Low	139.88	140.05	140.25	142.75	143.33
	NY 17:00	140.13	140.56	142.79	143.77	144.11
ユーロ/ドル	東京9:00	0.9952	0.9910	0.9952	0.9898	0.9998
	High	1.0033	0.9955	0.9987	1.0011	1.0030
	Low	0.9941	0.9876	0.9864	0.9875	0.9931
	NY 17:00	0.9957	0.9925	0.9907	1.0008	0.9999
ユーロ/円	東京9:00	139.36	139.36	139.67	141.68	144.06
	High	140.75	139.62	141.73	144.01	144.33
	Low	139.32	138.70	139.65	141.37	143.18
	NY 17:00	139.61	139.58	141.39	143.85	144.07
日経平均株価		27,650.84	27,619.61	27,626.51	27,430.30	28,065.28
TOPIX		1,930.17	1,928.79	1,926.58	1,915.65	1,957.62
NYダウ工業株30種平均		31,318.44	31,318.44	31,145.30	31,581.28	31,774.52
NASDAQ		11,630.86	11,630.86	11,544.91	11,791.90	11,862.13
日本10年債		0.24%	0.24%	0.24%	0.25%	0.25%
米国10年債		3.19%	3.19%	3.35%	3.26%	3.32%
原油価格(WTI)		86.87	86.87	86.88	81.94	83.54
金(NY)		1,712.19	1,710.40	1,702.14	1,718.37	1,708.46



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、13日(火)に8月消費者物価指数(CPI)の公表を予定している。前回7月の結果は前年同月比+8.5%と6月(同+9.1%)から減速したことが注目を集め、市場において一時はインフレのピークアウトとともにFRBのタカ派傾斜にも歯止めがかかるといった観測も生まれた。しかしながら、先月下旬に開催されたジャクソンホール経済シンポジウムにおいてパウエルFRB議長が改めてタカ派路線を継続する旨の情報発信を実施したことで、インフレ抑制がFRBの最大の使命であることが市場で再認識される格好となった。7月CPIの内訳をみると先述の通り、数字は自体は弱まったがコアベースでは前年比+5.9%と6月から横ばいの推移が続いた。8月雇用統計の結果をみても米国の労働市場において労働供給不足が確認されており、サービス価格の上昇による二次的なインフレが引き起こる可能性は引き続き警戒される地合いにある。9月以降のFRBの利上げ継続も既定路線となる中、利上げの終点を予想する上で引き続きCPIの動向は引き続き最重要の指標となる。なお、8月消費者物価指数の結果についてブルームバーグの事前予想では、同+8.1%となっている。

また、16日(金)に9月ミシガン大学消費者マインド(速報)が発表される。8月の結果は58.2と2か月連続で改善し、7月の51.5から大幅に改善した。現在の景況感と先行き期待についても良性化しており、特に先行き期待については7月から+10.7ポイントと大きく改善した。要因としては、ガソリン価格の下落によって短期的にインフレ懸念が後退したことが指摘された。こうした状況を受けて、1年先のインフレ期待は4月に+5.4%のピークを記録して以降、緩やかながら減少傾向にあり、8月は+4.9%となった。5年～10年先のインフレ期待については+2.9%と+3.0%付近での推移が継続した。もっとも先述の通り、サービス価格にはピークアウトの兆候が見られていないことやジャクソンホール経済シンポジウムで米国の金融政策の正常化が継続することが既定路線となったことで金利先高観が強まることも考えられ、再度消費者心理が冷え込む可能性も想定される。インフレ期待についてはFRBが注視しており、今後の金融政策を予想する上で重要な指標の1つとなる。なお、9月の結果についてブルームバーグの事前予想ではミシガン大学消費者マインドを59.3と見込んでいる。

	本 邦	海 外
9月9日(金)	—————	・米7月卸売在庫(確報)
12日(月)	・8月工作機械受注(速報)	—————
13日(火)	・8月国内企業物価指数	・ユーロ圏9月ZEW景気期待指数 ・米8月消費者物価指数
14日(水)	・7月鉱工業生産(確報) ・7月設備稼働率	・ユーロ圏7月鉱工業生産 ・英8月消費者物価指数 ・米8月財政収支 ・米8月生産者物価指数
15日(木)	・8月貿易収支 ・7月第3次産業活動指数	・ユーロ圏7月貿易収支 ・英BOE金融政策会合 ・米9月NY連銀製造業景気指数 ・米8月小売売上高 ・米8月輸出/輸入物価指数 ・米8月鉱工業生産
16日(金)	—————	・ユーロ圏8月消費者物価指数(確報) ・米9月米ミシガン大学消費者マインド(速報)

【当面の主要行事日程(2022年9月～)】

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)

ECB政策理事会(10月27日、12月15日、2月2日)

3. ECB 政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑む ECB～

2022 年のインフレは既に悪化シナリオが実現

ECB は昨日の政策理事会で預金ファシリティ金利を現行のゼロ%から+0.75%へ、+75bp 引き上げることを決定した。+75bp の利上げ幅は ECB としては史上初である。改定されたスタッフ見通しはユーロ圏消費者物価指数 (HICP) の 2022/2023/2024 年見通しに関し、6 月の+6.8% /+3.5%/+2.1%が+8.1%/+5.5%/+2.3%へ全般

ECBスタッフ見通し (2022年9月)

	2022年9月見通し			悪化シナリオ		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
実質GDP	3.1	0.9	1.9	2.8	-0.9	1.9
ユーロ圏消費者物価指数	8.1	5.5	2.3	8.4	6.9	2.7

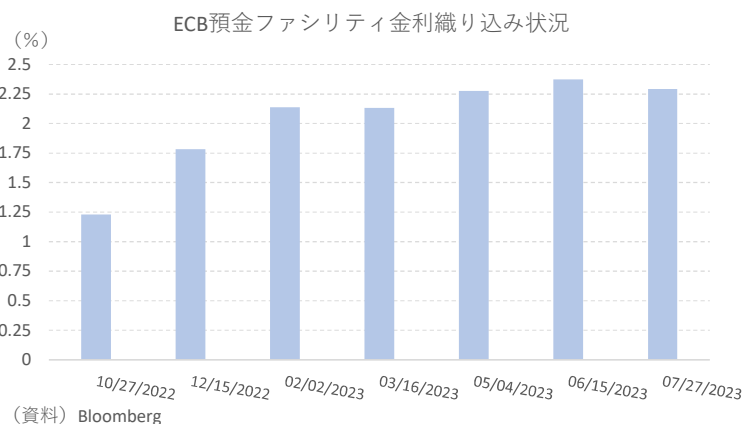
(資料) ECB、2022年9月

的に引き上げられている。2024 年に 2%台前半に収束するとの見通しは変わっていないが、2022 年の +8.1%は 6 月時点の悪化シナリオ (+8.0%) よりも悪い。2022 年に限って言えば、HICP は悪化シナリオが実現したという言い方にもなる。今回も悪化シナリオは併記されており、ロシア産天然ガスおよび石油の供給途絶 (代替エネルギー供給の改善が見込めないことも含む)、商品価格のさらなる上昇、外需の悪化、資金調達環境の悪化などが想定されている。ここでは HICP の見通しが+8.4%/+6.9%/+2.7%へ上方修正されるが、実際のところ、HICP に関してはベースシナリオとの差が非常に大きいわけではない。但し、悪化シナリオでは実質 GDP 成長率見通しに関し、2023 年が▲0.9%とリセッションに陥ることになる。これは明確にスタグフレーションの展開と言える。

残り利上げ回数「2 回より多く 5 回より少ない」

記者からは「+50bp や+100bp を求める声はなかったのか」と確認する質問が上がっているものの、ラガルド ECB 総裁は「異なる見方はあったし、徹底的に議論したけれども、結果は満場一致だった」と明言している。引き続きエネルギー主導のインフレであると述べつつも、「インフレ圧力が財全般、とりわけ供給不足よりも需要超過が強いサービス分野に及んでいる」ことに懸念を示している。サービスはそのまま賃金インフレに直結するため、今回のような決断に至ったということだろう。なお、ECB がビハインドザカーブに陥っているのではないかと批判に関しては、昨年 12 月から正常化プロセスに着手していることを引き合いに否定して見せた。その上でインフレとの闘いに関し「まだ先は長い (we have more journey to cover going forward)」と述べている。もっとも、昨年来から今年初頭にかけてラガルド総裁は 2022 年中の利上げについて「very unlikely (殆どありそうにない)」とその可能性を一蹴してきたわけで、想定外の事態に見舞われて路線の修正を強いられている側面は間違いなくあるだろう。そもそも春の段階で利上げ着手は早くても 9 月と言われていた。7 月・9 月で計+125bp の利上げはビハインドザカーブの可能性を指摘されても致し方ない面がある。

なお、注目される今後の利上げ軌道に関しては声明文に「over the next several meetings we expect



to raise interest rates further」と記載されており、今後数回（several）の利上げが約束されている。当然、これが具体的に何回を指すのかが注目されるがラガルド総裁はこの点に関して「恐らく 2 回より多いが 5 回より少ない（it's probably more than two, including this one, but it's probably also going to be less than five）」と述べている。これが仮に 4 回だとした場合、10 月・12 月・1 月・2 月といったイメージになるだろうか。2023 年 1～3 月期の利上げ終了がコンセンサスになりつつある FRB と類似の状況と言えそうである。市場予想の織り込みは 2023 年 3 月末で 2.00%には到達している見込みである（前頁図）。ちなみに利上げの終点としての中立金利の水準を尋ねる質問も見られたが、「ゼロ金利でないことは確か。我々は間違いなくそこ（中立金利）へ向かっている」と全く要領を得ない回答にとどめている。

ユーロ安も利上げの一因に

また、声明文の経済分析においては

「The depreciation of the euro has also added to the build-up of inflationary pressures」とユーロ安がインフレ圧力に直結していることに言及がある。会見でもラガルド総裁は年初来のユーロ相場が名目実効（NEER）ベースで▲4%、対ドルで▲12%下落していることに言及しており、これがラグを伴ってインフレに寄与してくる論点に触れている。その影響がどの程度



度なのか現時点で分りかねるとラガルド総裁は述べているが、「後日、文書で明らかになる（it will be available in the documentation that will be published later on）」とも述べており、詳細を待ちたい。現状のユーロ安は金利差もさることながら、先進国の中でもとりわけ実体経済見通しが悪いという事実

に依存していそうである。ベースシナリオでも 2023 年の成長率が 1%を割り込む見通しになっている中、為替市場において経済の地力を評価してユーロを買い戻す流れは当面、予想が難しい状況にあるように見受けられる。なお、NEER で見れば、確かにユーロは下落傾向にあるものの、歴史的に見て非常に安いという状況ではない。対ドル以外の通貨に対してはまだ大崩れしているとは言えない状況である。

発足後初めてスタグフレーションに挑む ECB

日米欧三極においてユーロ圏が最もスタグフレーションに近い状況にあることは間違いない。もはや「景気浮揚を取るか、物価抑制を取るか」という平時に抱かれる悩みは ECB の胸中になく、コストプッシュと分かっているヘッドラインのインフレ率上振れに合わせて行動をとらざるを得ない状況と言える。この際、既述の通り、ユーロ高への転換も企図されるところではあるが、FRB の利上げ路線が続く限りにおいて、少なくとも ECB が重視する対ドルでのユーロ相場を押し上げるのは難しい局面が続くはずである。この点、所詮は米国次第となってしまう円と類似の構造にある（利上げできるだけ円よりは通貨防衛力があると評価できるが）。

今後の政策運営はドイツ経済次第と言わざるを得ない。既に報じられている通り、ドイツにおけるガス供給が本格的に不足する場合、一般家庭のほか、病院や消防や警察、そして学校やスーパーなど最低限の

経済主体に対してガス供給が優先される配給制が敷かれることになる。それは即ち、政治的に不要不急と判断とされた経済主体に行動制限がかかるパンデミック時の都市封鎖に近い状況である。それでもガスが足りなければガスやその代替材としてのエネルギーの価格も押し上げられ、HICP は下がらないだろう。本格的なスタグフレーションは悪化シナリオの位置づけであるものの、3 か月前と比較してその可能性は相当に上昇してしまっているとの印象は拭えない。

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9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
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
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～落ち着いたラガルド流～)
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～落ち着いたラガルド流～)
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～ルーブルにも負ける円～