

みずほマーケット・トピック(2014年2月3日)

ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか

一連のユーロ圏の重要指標を整理する。最近のユーロ圏では、アンケート主体のソフトデータ(例.PMI や貸出態度調査)では前向きな動きが見られているものの、定量的なハードデータ(例.マネーサプライ統計、インフレ統計)では相変わらず悲惨な動きが続いており、両者の結果には「ねじれ」が生じている。景気の変調をいち早く捉えるソフトデータの改善を軽視するつもりはないが、依然としてマインド改善が実際の行動に影響するには至っていないことは重視すべき。眼前見られているソフトデータとハードデータの「ねじれ」は状況判断を複雑化させているように見えるが、弱いマネーと物価の伸びを理由に追加緩和期待を煽り続け、ユーロ相場の押し下げに執心せざるを得ない ECB の現状に大きな変わりはないと考えたい。

～値持ちしているドル/円相場～

前週末の為替相場では新興国市場への懸念が払拭されない中であって、引き続き円相場が騰勢を強めており、一時、対ドルで101.95円、対ユーロで137.51円をつけている。本欄2014年1月30日号『欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて』でも取り上げたように、新興国市場を巡る重石としては巷で指摘されることの多いFRBの金融正常化(tapering)に加え、欧州系銀行の資産圧縮も懸案であり、年内、類似の混乱が散発する芽はある。但し、円相場が騰勢を強めると言ってもさほど深刻なものではなく、特に、102円台を維持するドル/円の値持ち感には安心できる。

～アンケート主体のソフトデータは明確に改善だが・・・～

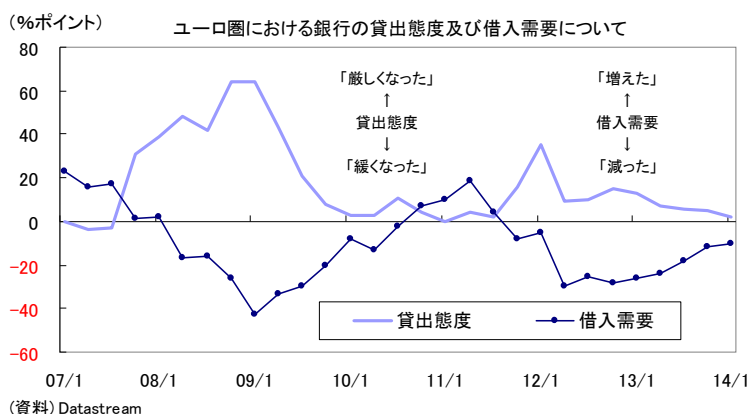
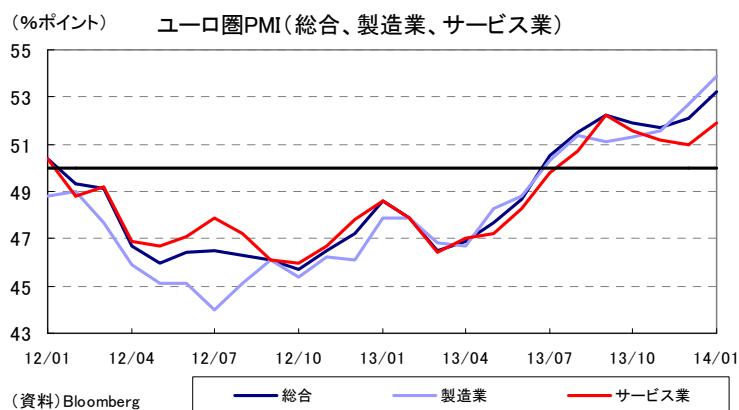
ところで先々週から先週にかけて、ユーロ圏では重要な指標が相次いで発表された。具体的に、本日の本欄では、ユーロ圏1月PMI(総合・製造業・サービス業)、四半期に一度のユーロ圏銀行貸出調査、ユーロ圏12月マネーサプライ統計、ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)の結果を振り返ってみたい。なお、これらを踏まえた上での6日のECB理事会プレビューは明日の本欄で行う。

結論を先に述べておくと、アンケート主体のソフトデータであるPMIや貸出態度調査では前向きな動きが見られているものの、現実として上がってくる定量的なハードデータは相変わらず悲惨であり、結果に「ねじれ」が見られている。これらをどう解釈するかには議論があるだろうが、マネーサプライやそれに合わせて公表される民間向け貸出そしてHICPの動きなどから察するに、ユーロ圏経済及びユーロ圏の金融システム(ユーロシステム)が顕著に改善しているとは到底思えない。

まず、23日(木)にはユーロ圏1月PMIが公表されているが、製造業は52.7から53.9へと上昇し、2011年5月以来の高水準をつけている。サービス業においても51.0から51.9へと改善が見られ、低下基調にある物価情勢とは裏腹に景況感がボトムアウトした様子が分かる。これにより、製造業とサービス業を合わせたユーロ圏の総合景気指数も52.1から53.2へと上昇しており、これは2011年6月以来の高水準となる(次頁図)。これだけを見ると、ユーロ圏の回復の勢いが市場予想を超えて加

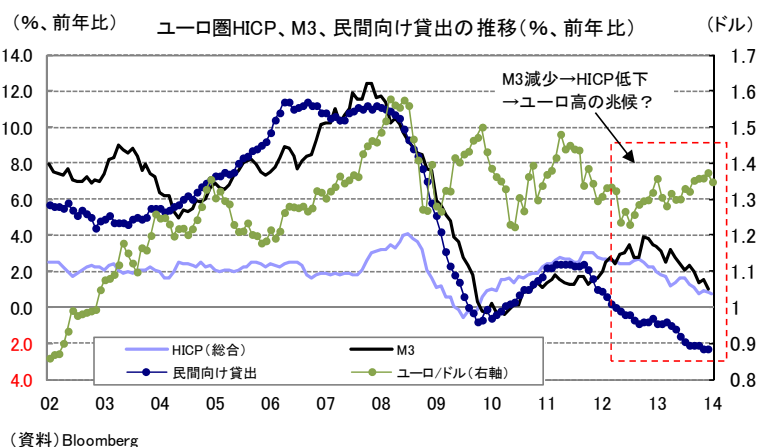
速しているかのような印象を受ける。

また、30日(木)にはECBからユーロ圏銀行貸出調査が公表されている¹。ユーロ圏銀行の企業向け貸出態度(『厳しくなった』『緩くなった』)は前回10月調査(調査期間:2013年9月25日～2013年10月10日)の+5から+2へと低下し、5四半期連続の改善となった。一方、借入需要(『増えた』『減った』)は▲12から▲10へと上昇しており、こちらも5四半期連続の改善となっている。継続的な金融緩和を背景に貸出供給側の能力が改善しつつある中、景気の底打ちに伴って借入需要も最悪期を脱した格好である。しかしながら、貸出態度は辛うじて中立水準が視野に入り、借入需要については依然としてマイナス圏に沈んだままであることから、本当にユーロ圏のユーロシステムが活力を取り戻しているかはまだ判断しかねる(また、こうした調査は、例えば、「厳しくなった」との回答者が「変わっていない」と回答し続けることで、結果は一見改善してしまう)。銀行貸出の活発化はマネーサプライの上振れに繋がり、最終的には物価を持ち上げることが期待される。ユーロ圏が本当に日本化を回避するならば、今回見られたような銀行貸出に係るマインド改善が端緒になり、貸出を持ち上げてくることが期待される。



～現実には厳しい:ハードデータは悪化の一途～

だが、現実には厳しい。貸出調査のようなソフトデータは改善していても、現実を定量的に捉えるハードデータは悪化の一途にある。29日(水)に公表されたユーロ圏の12月マネーサプライ(M3)や12月民間向け貸出は悲惨な動きが続いており、前出のようなマインド改善が実際の行動に影響するには至っていない。ユーロ圏12月M3は前年同月比1.0%増と2010年9月以来の低い伸びに留まり(なお、ECBの参照値は同4.5%増である)、ユーロ圏12月民間向け貸出は



¹ 調査機関は「2013年12月13日～2014年1月9日」で、ユーロ圏内の133行が参加。回答率は100%。

同▲2.3%と20か月連続で前年を割り込んでいる。こうしたマネーの伸び停滞に呼応するようにHICPも押し下げられており、「貸出減少→マネーサプライ減少→インフレ率低下→ユーロ高」の構図はすっかり定着しつつある。正に日本円の経験と被る動きであり、「デフレ通貨は買い」を地で行っているように見受けられる。

～ECBにとって「ねじれ」はあまり関係ない～

要するに、PMIや貸出調査などのアンケートを主体とするソフトデータと、マネーや物価関連統計などのハードデータで結果に「ねじれ」が生まれており、現状分析が複雑化している。では、ソフトデータとハードデータ、どちらの結果を重視すべきか。景気の変調をいち早く捉えるソフトデータを軽視するつもりはないが、例えば、如何に債権者側で「貸したい」、債務者側で「借りたい」という意思表示が芽生えていても、それを裏付ける証拠が乏しい内は慎重な考え方を堅持すべきだと筆者は考える。デフレの淵に立たされた経済ならば、それが然るべき思考回路だろう。

また、詳しくは明日の本欄で議論したいが、そもそもECBの政策運営において、M3やHICPよりも貸出調査やPMIが重視されることはない。眼前見られているソフトデータとハードデータの「ねじれ」は状況判断を複雑化させているようにも見えるが、弱いマネーと物価の伸びを理由に追加緩和期待を煽り続け、ユーロ相場の押し下げに執心するECBの現状に大きな変わりはないはずである。

以 上

国際為替部
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。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計と年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵手のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそう新興国通貨は・・・東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」