

みずほマーケット・トピック(2014年2月25日)

佳境を迎える ECB の情報収集～プレ・プレビュー～

今週は欧州委員会の冬季経済予測、ユーロ圏1月マネーサプライ(M3)、ユーロ圏2月景況感指数、28日にユーロ圏1月失業率、2月消費者物価指数(HICP)とユーロ圏の重要指標が相次ぐ。2月理事会で「一段の情報収集の必要性」を理由に緩和を見送ったドラギ ECB 総裁からすれば、今週は情報収集が佳境に入る週。2月に入ってから足許(2月25日)までに公表されている指標を整理してみると、明らかに悪い内容が優勢となっており、もちろん本丸は HICP や M3、失業率といった指標だが、現時点では追加緩和を期待せざるを得ない情勢。なお、過剰流動性の退潮にも拘わらず EONIA は落ち着いているが、積み期間の終盤であることを差し引いて考えるべき。

～今週佳境を迎えるECBの「情報収集」～

今週は今晚(25日、日本時間21時45分)に欧州委員会から冬季経済予測、27日にユーロ圏1月マネーサプライ(M3)、ユーロ圏2月景況感指数(欧州委員会)、28日にユーロ圏1月失業率、2月消費者物価指数(速報値、HICP)が相次いで発表される。2月6日のECB理事会後会見において、ドラギ ECB 総裁は「本日行動しないと決定したのは、状況の複雑さや一段の情報収集の必要性と関係がある」、「3月会合時には初めて2016年の見通しが含まれ、それは我々の分析・情報における極めて重要な変化となる」¹と述べており、今週は「一段の情報収集」が佳境を迎える週になると考えて間違いない。28日に同時発表される1月失業率と2月HICPをもって、来週3月6日(木)のECB理事会に対する市場予測が固まるだろう。

それゆえ、本欄でも理事会への最終的なレビューは週明けに行うが、とりあえず2月に入ってから足許(2月25日)までに公表されている指標を整理してみたい(その意味でPre-Preview的な位置づけである)。結論から言えば、ここまでは悪い内容が優勢である(表)。5日に公表されたユーロ圏12月小売売上高指数は市場予想(前月比0.9%上昇)に反し、同▲1.6%と大幅に悪化し、12日に公表されたユーロ圏12月鉱工業生産も市場予想(同▲0.3%)を上回る悪化(同▲0.7%)となった。また、20日に公表されたユーロ圏2月製造業景気指数(PMI)も53.0と横這いの市場予想に対し、前月の54.0から悪化し、21日のユーロ圏2月消費者信頼感も改善予想(▲11.7→▲11.0)を覆して悪化(▲11.7→▲12.7)している。一方、14日に公表された昨年10~12月期GDPは前期比0.3%増と市場予想(同0.2%増)を

2014年2月1日～25日までの主要なユーロ圏経済指標

発表対象期間	指標	市場予想比
12月	生産者物価指数(PPI)	-
12月	小売売上高指数	×
12月	鉱工業生産	×
10~12月期	GDP	○
2月	PMI製造業	×
2月	消費者信頼感	×
2月	Ifo企業景況感指数	○
1月	マネーサプライ(M3)	?
1月	失業率	?
2月	消費者物価指数(HICP)	?

(資料)Bloomberg

○: 市場予想以上、×: 市場予想以下、-: 市場予想通り

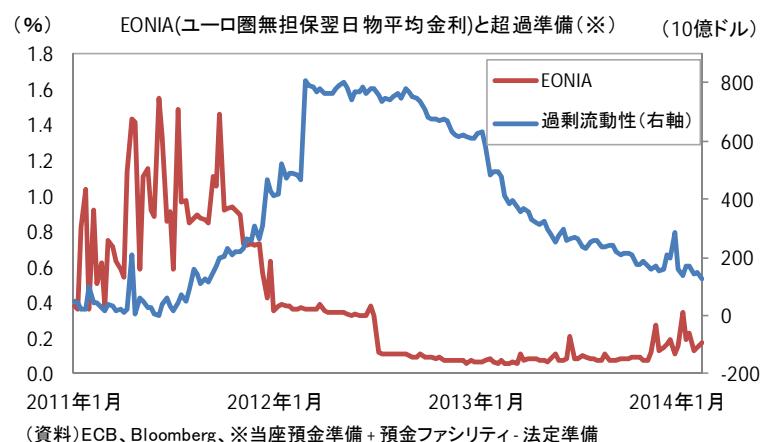
¹ 本欄2014年2月7日号『ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～』をご参照下さい。

やや上回り、昨日(24日)に公表された独2月Ifo企業景況感指数は事前予想に反して前月比で上昇し、2011年7月以来の高水準を更新した。しかし、2月以降で目立って良好な指標と言えばその程度であり、本丸は27日以降に公表されるM3、失業率、HICPであるにしても、ここまで悪い内容が優勢との判断から追加緩和を予想せざるを得ない状況にある。

ここで、ドラギ総裁は2月6日の理事会後会見で①3月にはスタッフ見通しが更新されること、②資産査定(AQR)の影響で銀行行動にゆがみが出ていると思われる所以、年明け以降の統計を見たいということ、③新興国の混乱を見極めたいこと、④ユーロ圏10~12ヶ月期GDPを見極めたいこと、の4つを追加緩和見送りの理由に挙げていたことが思い出される。特に④でGDPを名指ししていることからすれば、10~12ヶ月期GDPが予想比改善となったことは、他の指標に比べて重く見られる可能性はある。だが、②は、主として27日発表のM3、特に合わせて発表される民間向け貸出の帰趨が重要になってきそうであり、依然として予断は許さない状況と考えるべきだろう。

～EONIAと過剰流動性も注視～

また、指標面以外でもウォッチしておかなければならぬ計数としては過剰流動性(※当座預金+預金ファシリティ+法定準備)とユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)の関係があろう。1月ECB理事会でドラギ総裁は行動に至る2つのシナリオとして「短期金融市場の正当化されない引き締まり」と「インフレの中長期見通し悪化」を挙げており、前者は経済指標ではなくEONIAの推



移から評価する必要がある。過剰流動性は先週21日(金)時点で1200億ユーロ台まで落ち込んでおり、2011年12月に36か月物長期流動性供給(LTRO)が実施されるよりも前の水準にある。こうした流動性の退潮にも拘わらず、EONIAの動きは落ち着いており、かつてドラギ総裁が指摘したように過剰流動性とEONIAに安定的な関係は見いだせない。但し、所要準備の積み期間(当月のECB理事会の翌週の水曜～翌月のECB理事会の翌週の火曜)の終わりにEONIAが低下し、積み期間の初めに上昇する最近の傾向を踏まえると、現状をもってECBが「短期金融市場の正当化されない引き締まり」に安堵感を覚えると考へるのも危険だろう。現状までの各種指標を踏まる限り、3月のECB理事会が「手ぶら」という訳にはいかなそうである。

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に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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混沌度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
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
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トジャーナルなどについて
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ペーカアウトへの布石～
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	燃料だけではない「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～プ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單一清算基金(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	ユーロ圏労働ストriketから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスマ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月雇用統計や年内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難感などについて～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	ハ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	欧洲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「歓喜のユーロ高」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の場か
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(「懲かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債務回り～)
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？～