

みずほマーケット・トピック(2014年3月28日)

週末版

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:ユーロ圏 M3 や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～	

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

- ・今週のドル/円相場は動意に乏しい展開。週初24日に102円台前半でオープンしたドル/円は、アジア株が底堅さをみせる中で日経平均株価が上昇する動きにドル/円は一時週高値となる102.65円をつけるも、材料難で上値は限定的。25日は、三谷・年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)理事長が国内債保有比率の低下を示唆する発言を行ったことで円売りが強まる場面もみられたが、米経済指標の強弱入り混じる結果に、ドル/円は基本的には102円台前半で揉み合った。26日は、オバマ大統領がロシアに対する追加制裁を示唆したことで米株が軟化する動きに、ドル/円は102円割れまで下落。27日には日経平均株価の軟調推移を背景に、ドル/円は一時週安値となる101.71円をつけるも、配当権利取得分による再投資の噂から日経平均株価が持ち直すと102円台前半を回復した。しかしその後発表された米2月中古住宅販売仮契約が市場予想を下回る結果となるとドル/円の上値は重く、本日にかけては102円台前半で動意を欠いている。
- ・今週のユーロ/ドル相場は下落する展開。週初24日に1.38台前半でオープンしたユーロ/ドルは、独3月製造業PMIの弱い結果に弱含む場面が見られるも、米金利低下を受けたドル売りが目立つ中でショートカバーを誘発し、ストップを巻き込み一時週高値となる1.3877まで上昇した。25日は、バイマン独連銀総裁が量的緩和(QE)は一般論として論外ではないと発言したことやドラギECB総裁も追加の金融政策措置を取る用意があると述べたことなどを受けてユーロ/ドルは1.37台半ばまで下落。その後は直ぐに1.38台前半まで値を戻したが、26日もECBの追加緩和観測が継続する中でユーロ/ドルは1.37台後半までじり安の展開となった。翌27日にかけてもユーロ売り優勢地合いが続き、発表されたユーロ圏2月民間向け貸出の弱い結果も相俟って、ユーロ/ドルは一時週安値となる1.3728まで値を下げた。本日にかけても、ユーロ/ドルは1.37台前半の安値圏で動意に乏しく推移している。

今週のおもな金融市場動向

		前週末	今 週			
		3/21(Fri)	3/24(Mon)	3/25(Tue)	3/26(Wed)	3/27(Thu)
ドル/円	東京9:00	102.40	102.27	102.24	102.31	101.91
	High	102.45	102.65	102.49	102.48	102.43
	Low	102.01	102.08	102.10	101.87	101.71
	NY 17:00	102.27	102.24	102.26	102.05	102.17
ユーロ/ドル	東京9:00	1.3779	1.3797	1.3836	1.3820	1.3785
	High	1.3810	1.3877	1.3848	1.3827	1.3797
	Low	1.3766	1.3760	1.3749	1.3776	1.3728
	NY 17:00	1.3793	1.3839	1.3826	1.3781	1.3740
ユーロ/円	東京9:00	141.09	141.10	141.45	141.38	140.48
	High	141.29	141.89	141.60	141.50	141.04
	Low	140.43	140.72	140.70	140.50	140.19
	NY 17:00	141.06	141.47	141.38	140.64	140.34
日経平均株価	-	14,475.30	14,423.19	14,477.16	14,622.89	
TOPIX	-	1,163.04	1,163.70	1,172.07	1,176.90	
NYダウ工業株30種平均	16,302.77	16,276.69	16,367.88	16,268.99	16,264.23	
NASDAQ	4,276.79	4,226.39	4,234.27	4,173.58	4,151.23	
日本10年債	-	0.62%	0.61%	0.63%	0.63%	
米国10年債	2.74%	2.73%	2.75%	2.69%	2.68%	
原油価格(WTI)	99.46	99.60	99.21	100.26	101.32	
金(NY)	1,336.00	1,311.10	1,311.40	1,303.40	1,291.40	

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1日(火)に3月ISM製造業景況指数、2日(水)に3月ADP雇用統計、3日(木)に3月ISM非製造業景況指数、4日(金)には3月雇用統計が発表となる。3月雇用統計は非農業部門雇用者数で前月比19.0万人増と、前月よりも良好な結果が見込まれている。関連指標はNY、フィラデルフィア、リッチモンド連銀で発表された3月製造業景況指数の雇用DIが総じて低調となった一方、週次の失業保険統計やカンファレンスボードの消費者信頼感指数は改善するなど強弱まちまちとなっている。ただ、悪天候による下押し圧力が剥落すると見られる3月分が、足許のトレンド(3か月移動平均で12.9万人増/月)を大きく下回るとは考えにくく、FRBのスタンスを考えれば、やはり良好な結果を受けての早期利上げ観測の盛り上がりを警戒するべきだろう。この他、要人発言では31日(月)にイエレンFRB議長の講演が予定されている。地域再投資法に関するカンファレンスの基調講演であり、金融政策への踏み込んだ発言は期待できないが、住宅市場や労働市場など、米経済の評価に関するヒントが得られる可能性はあろう。
- 本邦では1日(火)に日銀短観3月調査が発表となる。業況判断DIについては消費増税前の駆け込み需要を背景に大企業/中小企業、製造業/非製造業ともに前回12月調査時点の予測を上回る上昇が予想されている。ただ今回は消費増税後の景気の落ち込み度合いを占う上で現況判断よりも予測調査が注目を集めると思われる。3月ロイター短観の6月予測によれば非製造業、特に小売業を中心に大幅なDI悪化が見込まれている。ただ製造業では素材や機械、電子機械など外需の持ち直しを背景にDIが上昇している業種も見られ、こうした動きがどこまで広がるかが鍵となる。このほか、96.78円まで上昇してきた国内企業の想定為替レート、設備投資計画等も注目される。
- 欧州では3日(木)にECB理事会が開催される。前回3月6日の会合では、事前に期待を煽った割には、政策金利が据え置かれ、追加緩和に関する示唆もなかった。こうした経緯を踏まえる限り、4月に緩和へ踏み込む筋合いにはないだろう。3月下旬に入り、バイトマン独連銀総裁やリイカネン・フィンランド中銀総裁といった代表的なタカ派メンバーが追加緩和を示唆するような発言を行っているのは気掛かりだが、3月理事会の前向きな雰囲気からすれば、少なくとも4月緩和は唐突に過ぎるだろう。なお、ユーロ高と金融政策の関係では、ドラギ総裁は「ユーロの水準は物価安定のために重要」と、ユーロ高をけん制してはいるものの、前回の現状維持決定後につけた1.39台を突破し、安定的に1.40台を確保するような展開にならない限り、通貨高を理由にした追加緩和には至らないだろう(1.39程度までの上昇は前回の現状維持決定により予想された水準のはずである)。再びのゼロ回答となった場合、ユーロは一時的に買われる可能性が高いが、翌日に米雇用統計の発表を控えていることもあり、一方的な動きとはなり難いだろう。

	本 邦	海 外
3月28日(金)	-----	・米2月個人所得・消費 ・米3月ミシガン大学消費者マインド指数(確報)
31日(月)	・2月鉱工業生産(速報) ・2月新設住宅着工	・米3月シカゴ購買部協会景況指数
4月1日(火)	・日銀短観(3月調査) ・3月自動車販売台数 ・3月マネタリーベース	・米3月ISM製造業景況指数 ・米2月建設支出
2日(水)	-----	・米3月ADP雇用統計 ・米2月製造業新規受注
3日(木)	-----	・米2月貿易収支 ・米3月ISM非製造業景況指数 ・ECB理事会(フランクフルト)
4日(金)	-----	・米3月雇用統計

【当面の主要行事日程(2014年4月～)】

- 日銀金融政策決定会合(4月7～8日、4月30日、5月20～21日)
- G20財務相・中央銀行総裁会議(4月11日、ワシントンD.C)
- IMF世銀年次総会(4月11～13日、ワシントン)
- 米FOMC(4月29～30日、6月17～18日、7月29～30日)
- 欧州中銀理事会(5月8日、6月5日、7月3日)

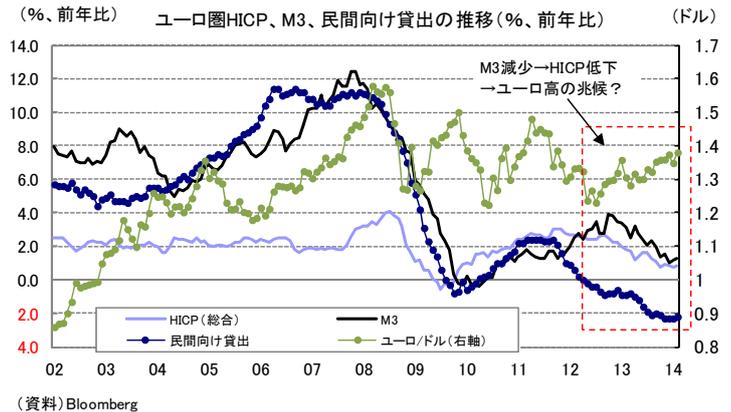
3. ユーロ圏 M3 や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～

動意に欠ける中で目立つユーロ相場の軟化

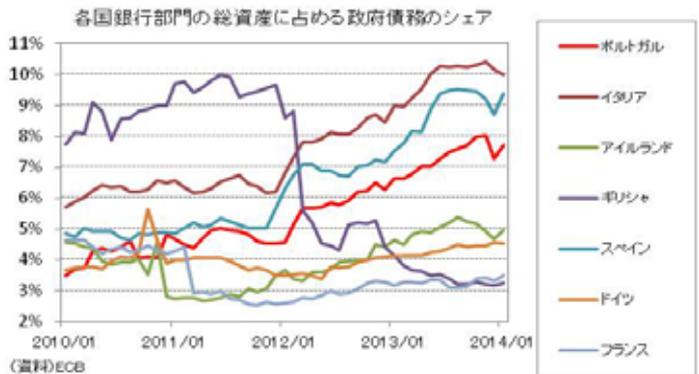
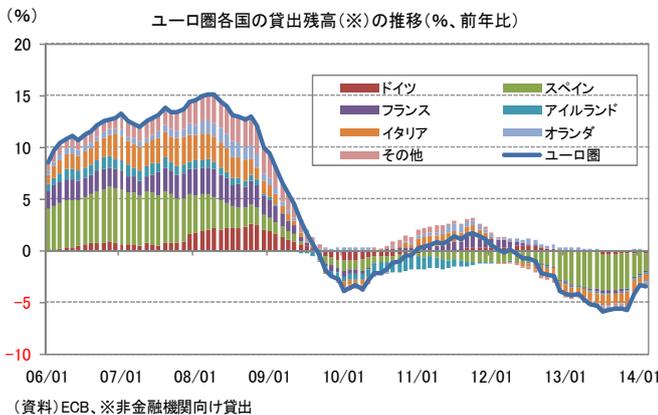
昨日の為替市場も小動きの展開。材料に乏しい中、市場の視線は来週4月3日(木)のECB理事会及び4日(金)の米3月雇用統計に送られており、動意に欠ける相場が続いている。敢えて言えば、後述するような当局者発言からECBの追加緩和観測が強まることでユーロ相場の軟化が目立っているが、他に取り沙汰するものがないからそうになっているだけのようにも感じる。3月に緩和しなかったものが4月に緩和される道理は今のところ筆者は感じていない。最終的なプレビューは週明け31日(月)の3月消費者物価指数(HICP)の速報値まで待ちたい。

民間向け貸出は 22 か月連続で前年比割れ

なお、昨晩はそのECB理事会を読むうえで重要な材料となるユーロ圏2月マネーサプライ統計(M3)ならびに民間向け貸出が公表されている。2月のM3は前年同月比1.3%増となり、2か月連続で伸びが加速したことになるが、そもそも昨年12月に▲0.5ポイントも減速していたことを踏まえればさほど前向きに捉えられるものではない(11月:1.5%、12月:1.0%、1月:1.2%、2月:1.3%)。参照値とする「4.5%」から大きな乖離がある状態は放置されたままであり、追加緩和が示唆される状況も不変である。だが、3月理事会では「悪くない経済指標」に対し殊更前向きな評価を与えたがるようなムードも感じたため、少なくとも今回のM3が追加緩和の判断材料となることはないだろう。一方、併せて公表されたユーロ圏2月民間向け貸出は前年同月比▲2.2%と22か月連続で前年を割り込んでおり、ユーロシステムの抱える与信機能の低下は依然として深刻な状況と言える。後述するように、ECBはこのような動きを一過性のものと考えている節があるが、果たして本当にかどうか今後の焦点となってきそうである。



貸出減少は本当に今年までなのか？



非金融機関向け貸出について、国別にみると(図)、最悪期からは脱しているものの、ドイツを含む殆どの国で前年を割り込む動きが続いていることが分かる。スペインを筆頭とする被支援国の貸出減少は国際支援を受け入れる対価として求められたデレバレッジの結果と整理するにしても、ドイツやフランスといったコア国の貸出減少には別の評価が必要になるはずだ。恐らく資産査定(AQR)やストレステストの余波の影響というのがECBの想定する回答と思われるが、本当にそれが唯一最大の要因というのであれば貸出減少は年内で解消、来年以降は徐々に復元していくことが期待される。そうなってくれば物価も上昇し、日本化の嫌疑は大分晴れるだろう。今後、貸出減少がECBの問題意識の最上位に位置付けられ、それに対して追加緩和が打たれるためには、あと1年程度、現状の冴えない貸出環境が続く必要がありそうである。なお、貸出が伸びない裏側では、銀行部門の総資産における国債保有比率が徐々に高まっているのが現状であり(図)、日本の金融システムとの類似点が見出せる。

4月3日理事会に向けて…:1つめの関門は突破

4月3日のECB理事会プレビューに関しては31日(月)のユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の結果を踏まえ改めて行いたい、2月にあれだけ前振りして現状維持を貫いた3月の経験を踏まえれば、4月に動く筋合いはないだろう。ただ、3月下旬に入って、相次いでタカ派のECBメンバーから緩和を促すような発言が漏れ聞こえているのは気掛かりではある。具体的には、25日(火)にはタカ派筆頭のバイトマン独連銀総裁が「量的緩和(QE)は一般論として論外だということではない(25日、ブルームバーグ)」と述べ、バイトマン総裁に並ぶタカ派のリイカネン・フィンランド中銀総裁からも「資産購入もECBの選択肢の1つで、ECBの規則に反しない」、「中銀のマイナス預金金利はもはや物議を醸す問題ではない(共に26日、ブルームバーグ)」とQEやマイナス金利を援護射撃するかのよう発言が聞かれている。

これらの発言は確かに要注意だが、現段階での拡大解釈には慎重でありたい。特に、バイトマン総裁については同じインタビューの中で「周辺国債だけでなくドイツとフランスの国債も購入するとしても、それで財政ファイナンスの問題が自動的に解決されるわけではない」、「意図する効果について特定したら次に、コストおよび副作用に照らして検証する必要がある」と述べており、ヘッドラインから得られる印象とは異なり、QEにGoサインを出しているわけではない。いずれにせよ、まずは月末恒例の3大重要指標(HICP、M3&民間向け貸出、失業率)に関し、1つめの関門は突破し、現状維持に傾いたと考えられ、残る2つの指標を待って、予想を固めたい。

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.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
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～
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	混迷度を深める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と円相場～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～外銀本支店動向は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で見ると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カーブ効果を論める時なのか?
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」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～「期待に動きかける」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