

みずほマーケット・トピック(2016 年 9 月 27 日)

ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理

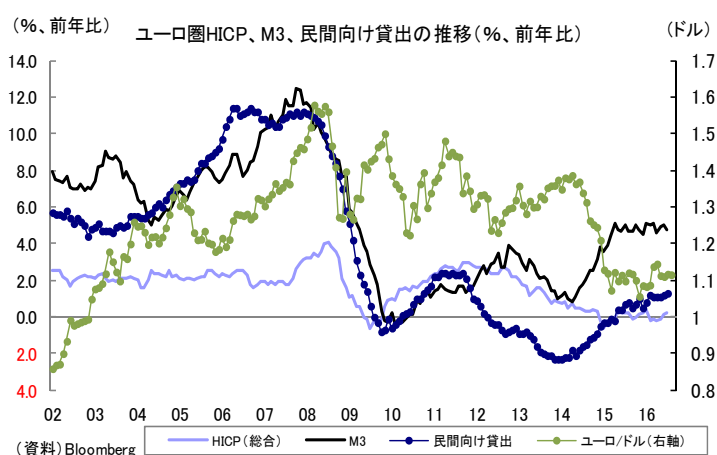
昨日は独大手銀を巡る経営不安問題が円相場を押し上げたが、10 月にかけてはイタリアを中心として再び欧州に注目が集まる展開が到来しそう。現状、ユーロ圏の貨幣量の動きやこれに付随する金融機関の与信活動は良好だが、ECB や市場参加者が特に注目する物価や為替は企図した効果が見られていないのが現状。非標準的政策に関する効果の波及経路は「①非標準的政策(マイナス金利や QE)→②M3(貸出)増加→③HICP 上昇→④ユーロ下落」といったものであったと思われるが、②まで至ったものの、③や④には至っていないのが実状だろう。なお、ユーロ相場に関しては、これほどの金融政策を打ちながらも持続的な低め誘導が叶わない状況を自覚すべき。今後は FRB の挫折に伴ってファンダメンタルズの強さが再評価されてくる可能性が高いと予想。

～欧州金融不安を背景に円高～

昨日の為替市場では円全面高の展開。第 1 回目の米大統領討論会を見守るムードが強まっている中、独最大手銀が同国政府に対し金融支援を要請し、これをメルケル独首相が拒否していると独紙が報じたことを受けてリスク回避ムードが俄かに強まっている。現時点で同行首脳は支援要請自体を否定しているものの、こうした金融機関への懸念が米国にも及んだことで NY ダウ平均も前日比 ▲166.62 ドルと大幅下落し、本日の日経平均株価もこれに連れ安となっている。昨日懸念の発端となった独大手銀を巡っては今年 1～2 月にも不安が高まったが、同行に限らずユーロ圏の金融機関は断続的に経営不安が囁かれており、特に 10 月以降はイタリアの憲法改正を賭けた国民投票及びこれに付随する同国銀行問題が控えている。

～非標準的政策とマネーサプライ、貸出～

こうした状況下、再び欧州に注目が集まる展開が到来しそうだが、現状、ユーロ圏の貨幣量の動きやこれに付随する金融機関の与信活動は良好な状況にある。図示されるように、マイナス金利の導入や資産担保証券(ABS)、カバードボンドの購入などに踏み切った 2014 年を境としてユーロ圏のマネーサプライ(M3)及び民間向け貸出は底打ちし、増勢を維持している。ここにきて M3 の加速は落ち着いて



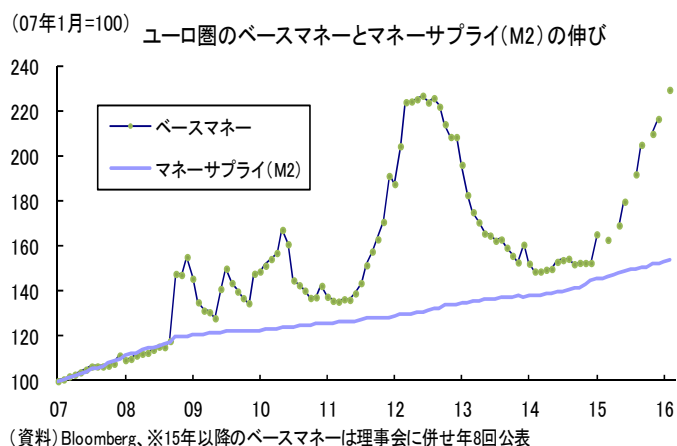
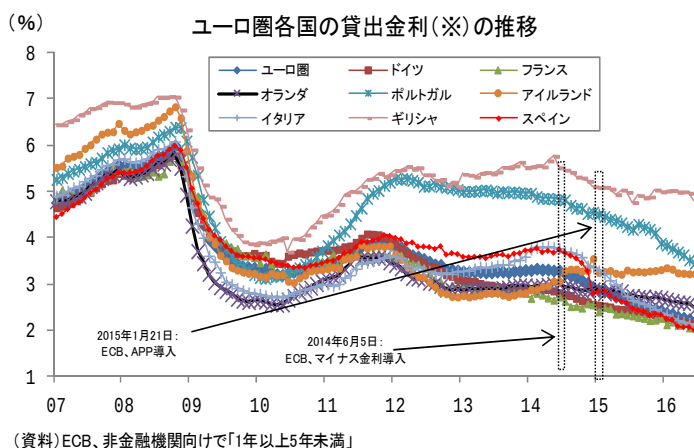
いるが、ECB の参照値である「+4.5%」は依然上回っており、貨幣量やこれに付随する与信の動きに照らせば非標準的金融政策は効果をあげているという評価になりそうである。

～非標準的政策と物価、為替～

しかし、ECB にとって最も重要なユーロ圏消費者物価指数 (HICP) や市場参加者の注目が特に集まる為替に関しては企図した効果が見られていない。前頁図を一瞥すれば分かるように、2012 年から下落傾向にあった HICP は 2015 年以降、ゼロ近傍で横這いとなり、浮揚する様子が全く見られていない (2015 年 1 月～2016 年 7 月の前月比変化率の平均は約 0.0%)。一方、ユーロ/ドル相場に関しても、2015 年以降、それまでのように水準を大きく切り下げようような動きが見られておらず、むしろ 2015 年末から足許にかけては反転上昇している。2015 年と言えば、1 月に国債・政府機関債・国際機関債を対象とする公的部門購入プログラム (PSPP、いわゆる QE) が決定され、3 月からこれが稼働した年であり、HICP は上がり、ユーロ相場は下がるのが想定されていたはずである。物価や為替の動きに照らせば非標準的金融政策は効果をあげていないという評価になるだろう。

～コストとベネフィットが見合っているとは思えず～

要するに、本来、想定された非標準的政策に関する効果の波及経路は「①非標準的政策 (マイナス金利や QE) → ② M3 (貸出) 増加 → ③ HICP 上昇 → ④ ユーロ下落」といったものであったと思われるが、②まで至ったものの、③や④には至っていないのが実状と見受けられる。また、①から②への波及は観測されているが、果たして本当に因果関係が存在するのかは検証が必要である。確かに、欧州債務危機を巡る緊張がピークを迎えていた 2010～2012 年の間に問題となった金融市場の分断化 (fragmentation) 問題は非標準的政策の導入と共に収束している様子があり、例えば、足許にかけて加盟国の貸出金利は、一律低下している (図)。これが貸出の背中を押したことは事実だろう。しかし、投じた政策のコストと、もたらされたベネフィットが見合っているという印象は薄い。 2015 年以降、ユーロ圏



のベースマネーは約+70%増えたが、M2 は約+8%の伸びに止まっており、貨幣乗数は著しく低下している (図)。やはり域内の金融システムはまだ傷んだ状態にあるのだろう。マイナス金利と PSPP の併用によって多くの域内国債利回りをマイナス圏に沈めた結果が現状程度の収穫であり、しかも貸出は増えたと言っても HICP を押し上げるまでには至っていない。 そもそも、ユーロ圏の民間向け貸出は 2012 年 5 月から 2015 年 4 月まで 36 か月連続で前年比を割り込んでいた。その反動が過

去 1 年程度で出ている部分もあるのではないかな。

～持続的な低め誘導が叶わないユーロ相場～

なお、ユーロ相場に関しては、これほどの政策を打ちながらも持続的な低め誘導が叶わない状況がある。この点は、本欄や拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』でも繰り返し論じてきたように、世界最大の経常黒字や高めの実質金利というファンダメンタルズを踏まえれば至極当然の状況と言える。今後は FRB の正常化プロセスが挫折する中で、そうしたファンダメンタルズの強さが再評価され、ユーロ相場は堅調推移を維持するというのが筆者の見立てであり、これを ECB が必死で押さえ込もうとする展開が見られるだろう。しかし、日本の経験を踏まえれば、金融政策で通貨上昇ペースを鈍らせることはできても、FRB によって作られた流れを変えるのは極めて難しいはずである。

いずれにせよ、非標準的政策の効果は逡減していくというのが日本の経験であり、現在見られている M3 や貸出の伸びが止まった時、ドイツを中心として「一体、何の意味があるのか」という議論が勢いづく可能性があるだろう。

国際為替部
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。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年9月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ』に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかにになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信託を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ論議が濃い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(Brexit)にEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7 を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方