

みずほマーケット・トピック(2017 年 1 月 19 日)

改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECB は慢心せず～

四半期に一度のユーロ圏銀行貸出態度調査は与信環境の改善を示唆する内容。企業から見た欧州銀行の貸出態度は「厳しくなった」との回答の割合が「緩くなった」との回答の割合を上回り、+3.4%ポイントと13 四半期ぶりの高水準を記録している。銀行側の貸出供給が厳格化する一方、企業側の借入需要も旺盛な動きが見られており、借入需要が「増えた」との回答の割合が「減った」との回答の割合を大きく上回っている。貸出態度は 2015 年以降に厳格化の傾向にあり、借入需要は 2014 年以降に膨らみ始めている。これを ECB の金融政策運営に当て嵌めれば、マイナス金利導入(2014 年 6 月)や拡大資産購入プログラム(APP、2015 年 1 月)が奏功したようにも見受けられる(因果関係は不明だが)。また、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)も堅調な動きを示しており、現時点では貨幣数量(与信)と物価、為替の間で想定されるべき理論的な動きが発生しているようにも見える。とはいえ、ECB がテーパリングに代表されるような引き締め路線を検討し始めるにはその持続性を疑わざるを得ないというのが現状。

～ 戻りは丁寧に売りを推奨 ～

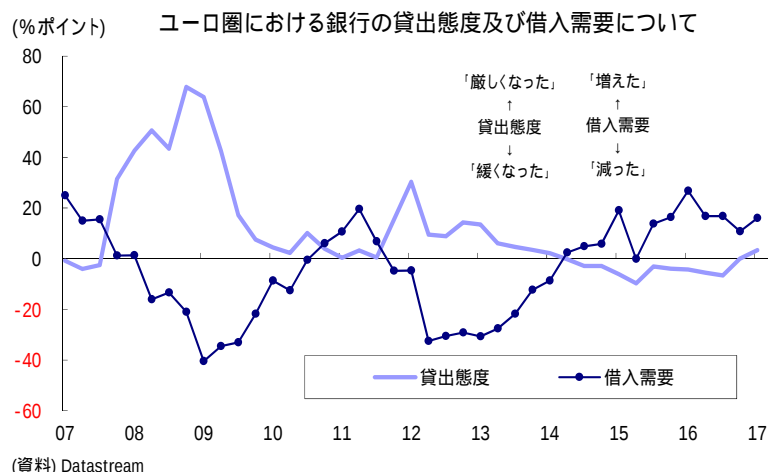
昨日の為替市場ではドルが買い戻される展開。米経済の底堅い状況を示唆する地区連銀経済報告(ベージュブック)やイエレン FRB 議長講演を手掛かりにドルが買い戻されているが、年明け後 3 週間で約▲3.5%も下落している動きを踏まえれば自律反発の域を出ないものだろう。また、明晩に控えたトランプ次期大統領の就任演説を前に従前のポジションを整理する動きが優勢となるのは自然である。引き続き筆者は大統領が誰であろうと過去 2 年半で約+30%も上昇した相場はそもそも調整が不可避と考えており、そこへトランプ政権の通貨・通商政策も加味すれば、尚のこと、ドル相場には強気になれない。ドル相場の戻りは丁寧に売っていくスタンスが最終的に報われるだろう。

～ ユーロ圏銀行貸出態度調査について ～

ところで tonight には ECB 理事会が開催される。プレビューに関しては本欄 2017 年 1 月 16 日号『ECB 理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～』で議論した通りであり、現状維持を予想したい。こうした予想を補強する材料として、一昨日には四半期に一度のユーロ圏銀行貸出態度調査(2016 年 10～12 月期分)そして昨日にはユーロ圏 12 月消費者物価指数(HICP)の確報値が発表されているので、その内容を整理しておきたい。結論から言えば、両者共に堅調な結果である。

まず、今回発表されたユーロ圏銀行貸出態度調査の対象期間は 2016 年 12 月 7～27 日であり、金融市場が最もトランプラリーに沸いていた時期と一致する。企業から見た欧州銀行の貸出態度は「厳しくなった」との回答の割合が「緩くなった」との回答の割合を上回り、+3.4%ポイントを記録している。これは 2013 年 7～9 月期分の調査(発表は同年 10 月)以来、13 四半期ぶりの高い水準である。銀行側の貸出供給が厳格化する一方で、企業側の借入需要も旺盛な動きが見られており、

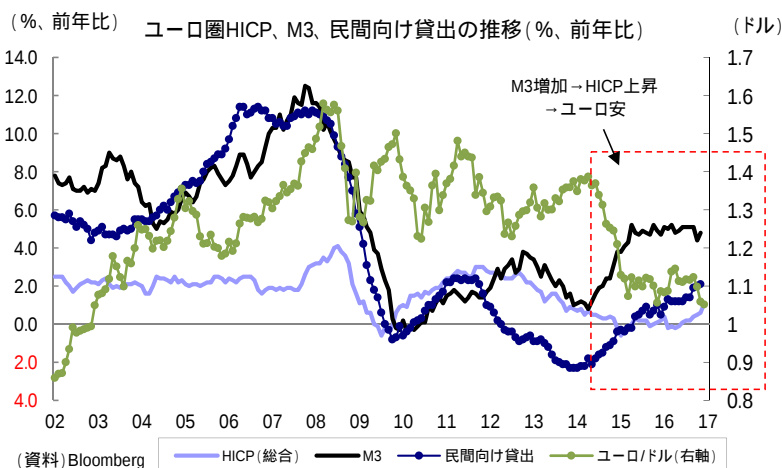
借入需要が「増えた」との回答の割合が「減った」との回答の割合を上回り、+16.1%ポイントとなっている。図に示されるように、貸出態度は2015年以降に厳格化の傾向にあり、借入需要は2014年以降に膨らみ始めている。これをECBの金融政策運営に当て嵌めればマイナス金利導入(2014年6月)や拡大資産購入プログラム(APP、2015年1月)が奏功したようにも見受けられる。



だが、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か月連続で前年実績を割り込んでいたという経緯もあり、反動の域を出ないという見方にも相応の説得力はある。

～与信、物価、為替の現状～

また、ユーロ圏12月HICPの確報値は、速報値と変わらず、ヘッドラインとなる総合ベースが前年比+1.1%、コアベースでは同+0.9%であった。2015年以降、貸出増加と平仄を合わせるようにマネーサプライ(M3)がECBの参照値とする前年比+4.5%を超えて増加する動きが続いており、これに応じてHICPの底打ちやユーロ相場の下落が見られている(図)。



要するに、貨幣数量(与信)と物価、為替の間で想定されるべき理論的な動き(貨幣数量増加→物価上昇→為替レート下落)が発生しているようにも見受けられる。もちろん、これは偶然そのような動きが重なっているだけという可能性もあり、実際問題としてユーロ安の主因は恐らくFRBの正常化への固執である。また、HICPの底打ちは原油価格の底打ちに主導されたものだろう。貸出に関しても、既に述べたように、これまでの反動の域を出ない調整だとすれば、持続的な動きかは疑わしい。

過去のECBの政策運営を振り返ると、物価を含む各種計数が顕著に改善してくると、これを基調と捉え、拙速な引き締めに踏み切るといった悪癖があった。例えばリーマンショック直前の2008年7月や欧州債務危機を巡る緊張がピークに達していた2011年4月や7月の利上げなどはまだ記憶に新しい市場参加者も多いだろう。しかし、既述の本欄でも議論したように、前回12月のECB理事会議事要旨を踏まえれば、理事会はHICPの浮揚を原油価格底打ちに伴う一過性の動きと整理しており、慢心する様子はない。また、議事要旨にも書かれていたように、基調として注目されるコアベースのHICPが加速してくるような様子は窺えない。一部で囁かれているような量的緩和の積

極的な縮小(テーパリング)といった決断を心配する必要は当面無いだろう。

また、本欄や『中期為替相場見通し』では何度も論じているように、筆者は FRB の正常化プロセス自体に懐疑的であり、2017 年の利上げも引き続き 1 回程度に終わることを想定している。現状の市場予想はこれよりも強気だが、今後、米金利高・ドル高の影響が米経済指標に顕在化してくることを受けて、年 3 回利上げ見通しも腰折れしてくる公算が大きいと思われる。また、冒頭述べたように、トランプ政権がドル高継続を容認し続ける可能性は極めて低いだろう。こうした想定に立ち、筆者は 2017 年のユーロ相場はドル安の裏返しとして早ければ春先以降に底打ちし、世界最大の経常黒字というファンダメンタルズに見合った堅調な地合いに戻ることを想定している。足許では与信や物価に関する計数が回復しているものの、ECB がテーパリングに代表されるような引き締め路線を検討し始めるにはその持続性を疑わざるを得ないというのが現状である。他ならぬ ECB 自身が今のところはその状況を良く分かっていそうであり、当面の金融政策運営は良くて現状維持、場合により緩和が基本スタンスとなるだろう。その際は先般 600 億ユーロに引き下げられたばかりの APP における月間購入額が再び膨らむ可能性などが考えられる。

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/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
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のバロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。'現実味'は帯びたが'現実化'はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見直し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガ/ミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプ/ミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミクス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見直しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米が為替政策報告書を受けて～ドル高急避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の濫発主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
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
	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直し～)
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йна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～注目はバロメーター修正の「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年上半期～
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)