

みずほマーケット・トピック (2017 年 12 月 26 日)

ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差

2018 年のユーロ相場にも快進撃を期待できるのかどうかは一義的にはやはり ECB のスタンス次第。そして、それは物価やその背後にある与信動向を通じて判断することになる。現在、ECB スタッフ見通しでは 2018～19 年のユーロ圏消費者物価指数 (HICP) に関し、「+1.4%→+1.5%→+1.7%」と示されており、見通せる将来において+2%到達はない。物価環境に照らせば、今後 3 年のうちに踏み込んだ引き締めに至ることはなさそうというのが直感的な理解になりそうである。一方、域内の与信環境は極めて良好であり、M3 の動きなどを見ても、緩和の規模を縮小する程度の措置は正当化されそう。しかし、国別に見ていくと、「ドイツの強い資金需要と堅調な物価」と「イタリアの弱い資金需要と鈍い物価」というコントラストが見えてくる。1 本の金融政策で 19 か国の経済を制御することの難しさは、ECB が誕生して以来、常に構造的な問題とされていた論点だが、大規模な金融緩和からの脱却を軌道に乗せていこうとする 2018 年においては一段と浮き彫りになってくる公算が大きい。しかし、政策運営は弱気に流れるだろう。

～来年のユーロにも快進撃を期待すべきか～

昨日の為替市場も海外勢がクリスマス休暇に入らる中で小動き。新規材料にも乏しくドル/円相場は 113 円台前半で横這いが続いた。このままいけばドル/円相場は史上 3 番目に低い変動率(高値と安値の変化率)で年を終えそうである。一方、本欄では繰り返し述べてきたように、為替市場全体ではドル売りの年であり、その裏側には強烈なユーロ買いがあった。春先におけるマクロン仏大統領の勝利が反 EU ムードを退け、年央からの ECB の正常化で一気に見直し買いが進んだ格好である。その後、ECB 高官によるユーロ高けん制や各国における政治リスク(マクロン支持率急落、ドイツ極右台頭、カタルーニャ州独立騒動など)が意識され騰勢は落ち着いているものの、依然として堅調推移であることは論を待たない。

2018 年のユーロ相場にも快進撃を期待できるのかどうかは一義的にはやはり ECB のスタンス次第ということになりそうだが、基本的にそれは物価やその背後にある与信動向を見ることで判

ECBのスタッフ見通し(2017年12月)

(%)

	2016	2017	2018	2019	2020
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2017年9月)	0.2	1.5~1.5 (1.4~1.6)	0.9~1.9 (0.6~1.8)	0.7~2.3 (0.7~2.3)	0.8~2.6 (0.7~2.3)
実質GDP (前回:2017年9月)	1.8	2.3~2.5 (2.1~2.3)	1.7~2.9 (1.0~2.6)	0.9~2.9 (0.6~2.8)	0.6~2.8 (0.6~2.8)

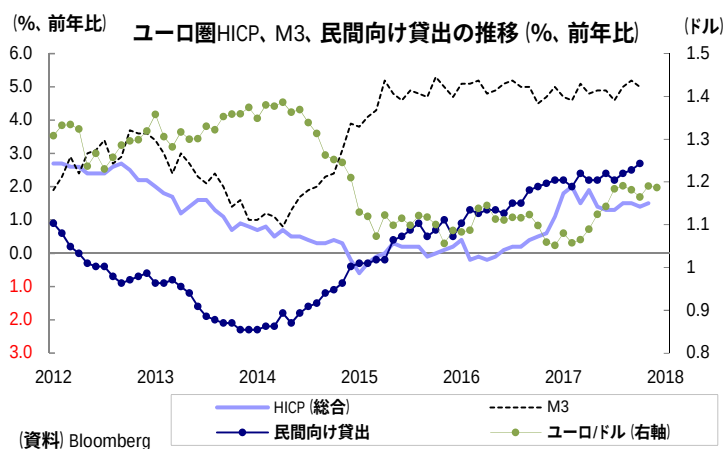
(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2017年が1.13、2018～19年が1.17。

断することになる。現在、ECB スタッフ見通しでは 2018～19 年のユーロ圏消費者物価指数 (HICP) に関し、「+1.4%→+1.5%→+1.7%」と示されており、見通せる将来において+2%到達はない(図)。12 月政策理事会後のドラギ ECB 総裁は+1.7%が目標に照らして十分ではなく、一時的にオーバーシュートすることも許容されるとすら述べているゆえ、物価環境に照らせば、今後 3 年間で踏み込

んだ引き締めは考えにくいというのが直感的な理解になりそうである。

～ユーロ圏の HICP、M3、貸出～

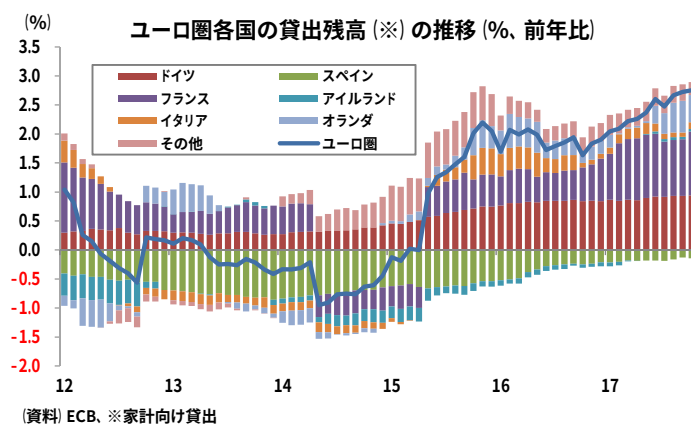
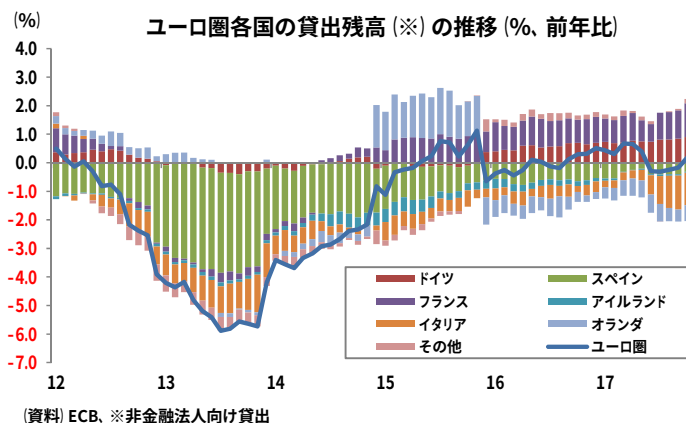
ごく基本的な議論としては、物価が上がる前段階で賃金の上昇や資金需要の逼迫が確認できるはずである。この点、賃金については未だに鈍い動きが各国で続いており、これは隆盛を極めるドイツ経済においても同様である。しかし、与信環境に関しては 2014 年を「底」として明確に上向いており、ユーロ圏全体のマネーサプライ(M3)も 2015 年以降は常時、前年比+5%付近で増加し、民間向



け貸出も堅調な伸びを続けている。2017 年に入ってからユーロ相場の急騰は民間向け貸出やM3、これに応じた物価の堅調と平仄が合っていたようにも見受けられる。もちろん、物価上昇は長期的に見れば購買力平価(PPP)の上では通貨減価を示唆するものだが、与信と物価がはっきりと改善する中で緩和規模を縮小させる程度の措置は正当化されるものではあった(実態としては一部国債の購入が技術的困難に差し掛かっていたことが縮小の主因であったにせよ)。

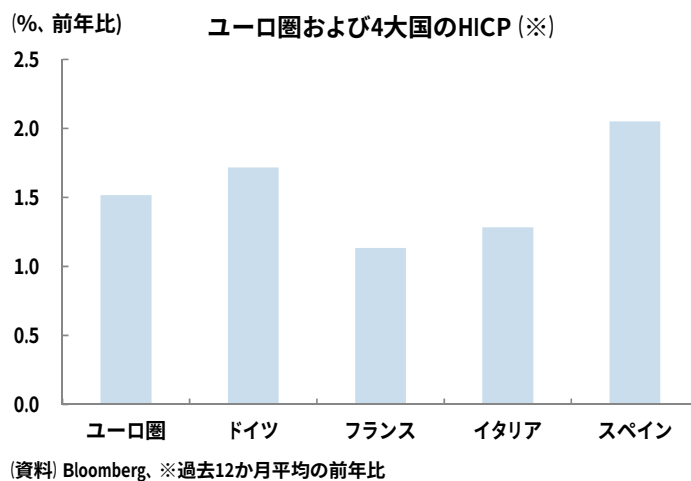
～国別の与信環境に見るコントラスト～

しかし、好調な与信環境を国別に見ると少し違った事実も見えてくる。右図(上)は非金融法人向け貸出残高について主要加盟国別の伸びを見たものである。2014年に底打ちし、2015年に前年増加に転じた背景はスペインやイタリアにおける与信環境の減少幅が縮小したことによるものであり、その上でフランスやオランダといった国での増加が寄与していた。2016年以降はフランスに加え、ドイツがはっきりと増加に寄与しているが、2017年以降はイタリアの減少幅が拡大しており、ユーロ圏全体では非金融法人向けの貸出が伸び悩む格好となっている。右図(下)は家計向け貸出残高について同じく主要加盟国別の伸びを見たものだが、やはりドイツとフランスの伸びに依存する構図は変わっていない。イタリアにおいても2015～2016年半ば



までは増勢を維持してきたが、2017 年に入ってからには殆どその伸びを消してしまっている。

上述を踏まえると、資金需要という視点からは、ユーロ圏 4 大国のうち 3 位のイタリアと 4 位のスペインの資金需要が芳しいものではない一方、1 位のドイツと 2 位のフランスのそれは堅調という状況であり、ユーロ圏全体としての仕上がりも堅調という格好になっている。こうした加盟国間の温度差は理論的には各国の物価格差に繋がってくる可能性がある。この点、政策運営の指針になる HICP を見ると、過去 12 か月平均でフランスは +1.1%、イタリアは +1.3% だが、ドイツは



+1.7%、スペインは +2.1% である(図)。総合すると「ドイツの強い資金需要と堅調な物価」と「イタリアの弱い資金需要と鈍い物価」というコントラストが見えてくる。もちろん、表向きはユーロ圏全体の仕上がりを尊重するというのが ECB の基本スタンスとなろうが、かといってバイトマン独連銀総裁が主張するような明確な購入終了期日を設定する緩和撤退は今のイタリアには受け入れられないだろう。

1 本の金融政策で 19 か国の経済を制御することの難しさは、ECB が誕生してから常に構造的な問題とされていた論点だが、大規模な金融緩和からの脱却を軌道に乗せていこうとする 2018 年においては一段と浮き彫りになってくる公算が大きい。結果的に、運営は弱きに流れられると思われ、それはユーロ圏の金利上昇を抑制し、ユーロを買いにくい地合いを醸成すると考えたい。

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12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版 (円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版 (「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版 (欧米中銀の金合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版 (円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版 (FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版 (内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版 (ECB政策理事会議事要旨 (9月7日開催分) ～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数 (MCI) に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2017年7月分)
2017年8月18日	週末版 (ECB政策理事会議事要旨 (7月20日開催分) ～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～
2017年8月4日	週末版 (ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版 (メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～