

利上げ長期化、欧州は「対米国比」脆弱性

内需・貿易収支・銀行などに不安、ドルを下支え

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/12/19 (月)

12月の米欧・中銀会合では揃って利上げ長期化が示唆されたが、欧州は「対米国比」で脆弱性が懸念される。来年のインフレ率見通しは米国 3.1%に対し、欧州は 6.3%と高く、物価高持続と利上げ強化による内需下振れが懸念されるほか、欧州では対ロシア制裁の長期化などによる資源輸入コスト高止まりと中国依存脱却に伴う輸出制約により、貿易収支も悪化持続の警戒が根強い。さらに欧州は内需減速の中でのマイナス金利終了などで銀行に不安が残り、為替相場ではユーロ高・ドル安の抑制を通じてドル/円でもドルの下支え要因となる。

物価予想は欧州高め、物価打撃と利上げ強化懸念

「ユーロ圏の一部の銀行は不安定な市場での資金調達が困難になり、ECB による貸出条件付き長期資金供給オペ(TLTRO)の返済に苦慮する可能性がある」――。

欧州銀行監督機構(EBA)は12月9日、銀行リスクに関する報告書でこのような警戒感を示している。ECBも11月、金融システムの安定に関する報告書で、「銀行の保有資産は劣化の兆しが出始めており、引当金の積み増しが必要になりうる」、「(ウクライナ戦争影響や資源高、物価高、先行き景気不安などにより)ユーロ圏の金融安定に対するリスクが高まっている」と警鐘を発している。

それでも12月15日のECB理事会ではインフレ退治が優先され、0.5%の利上げが決定された。メンバーの3分の1余りが0.75%の利上げを支持したと報じられるなどタカ派色が強く、ラガルド総裁は「0.5%のペースが一定期間続くことを見込むべき」、「まだ先へ進まなければならない。これは長期戦だ」と利上げ長期化をアピールした。

その前日の14日、米FRBもFOMCで利上げ長期戦の覚悟を示している。しかし、FRBは「米国の金融システムの安定性に対する自信が強く、それが5-6月以降の利上げペース加速や今後の利上げ継続姿勢の一因となっている」(米国系の資産運用会社幹部)。その点で米欧の中銀による同じ利上げ長期化でも、金融・銀行面では欧州に「相対的な脆弱性」が懸念される。為替相場では来年にかけて、ユーロ高・ドル安の抑制を通じてドル/円でもドルの下支え要因となりなりやすい。

短期的にもユーロ/ドルについては、11月以降のユーロ高・ドル安に一服兆候が見られ始めた。週足テクニカルでは12月15日時点レートで、2021年7月以降の長期重要上値抵抗線である60週移動平均線1.0665ドル前後、一目均衡表の先行スパン・雲下

限1.0761ドル前後などに接近してきたところで、ユーロが上げ渋りとなっている(15日のユーロ高値は1.0735ドル前後)。こうしたユーロの上値抵抗線で一旦のユーロ高(ドル安)一服となれば、ドル/円でも11月以降におけるドル安・円高の一服や、一旦のドル反発が注目されやすい。

米欧比較では銀行面以外でも12月の中銀会合では来年のインフレ率(総合)見通しについて、FRBは3.1%に対し、ECBは6.3%と高めの予想が示された。来年の欧州では米国との相対比較で、高物価の持続と利上げ強化、こうした両要因による内需の悪化が懸念される。

さらに貿易収支面で欧州は、来年にかけても対ロシア制裁の長期化による資源輸入コストの高止まりと、中国依存の脱却(安保要因など)に伴う輸出制約が見込まれる。内需打撃と同時に貿易取引面でも、逆風の持続が警戒されやすい。IMFの最新経済見通しによると、ユーロ圏の「経常収支・対GDP比」は来年予測が+1.4%となっている。今年の見込み+1.0%からはやや持ち直すものの、直近最高である2017年の+3.2%からは半減以下が続き、過去比では経常需給面でユーロ高の抑制要因となりやすい。

欧州で緩和終了、景気は悪化で銀行圧迫

外需依存度の高い欧州での外需制約は、内需に底力のある米国との相対比較で、同じ利上げ継続でも「ドル高に対する米国の打たれ強さ」と「ユーロ高に対する欧州の脆弱性」につながる。現状からユーロ高・ドル安に振れても、ユーロの上値余地には限界がある。とくに脆弱さを抱える南欧諸国の場合、現状からのユーロ一段高はECB引き締めと二重での打撃となっていく。

欧州の金融・銀行面でいえばECBは今年7月、銀行が中央銀行に預ける際の金利(中銀預金金利)をマイナスからゼロに引き上げ、2014年に導入したマイナス金利政策を8年ぶりに終了させた。続く12月15日の理事会では、来年3月から量的引き締め(QT)の開始も決めている。来年にかけては利上げ強化などで欧州の内需と与信環境は一段の悪化が警戒される一方、マイナス金利の終了やQTによる流動性の減少で銀行の下支えバッファは減退することもあり、欧州では潜在的に金融不安が警戒される。

こうした要因の前段階として、欧州では低成長入りや高齢化などにより、銀行業は構造的な長期低迷が続いている。欧州の代表的な株価指数・ストックス欧州(株)600指数では、銀行業指数が15日時点で年初来-6.4%と低迷している。日本では「長期金

利の一定上昇による利ざや復活や、マイナス金利の是正は銀行株にプラスなる」と言われているが、欧州では今年、こうした正常化が進んだものの、銀行株の反発は限定的で構造要因が重石となったままだ。

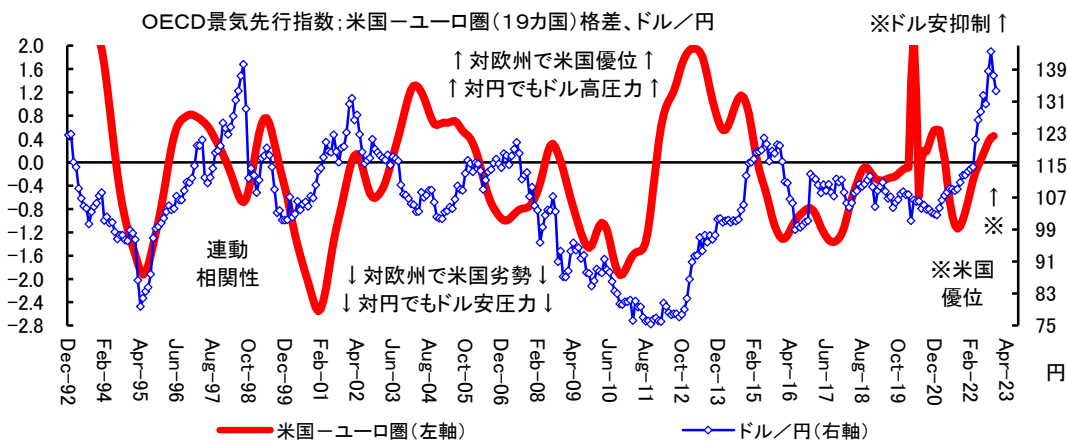
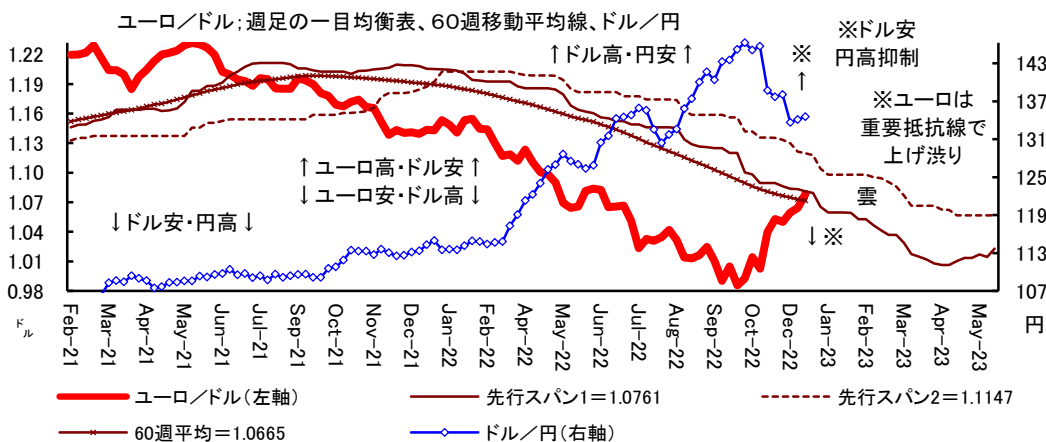
同指数の銀行業指数は10月以降、世界的なリスク選好の中で反発の場面もあった。しかし、足元では月足テクニカルで2015年以降の強力な長期上値抵抗線であり、長期スパンでの上限「切り下がり」ラインである一目均衡表の先行スパン・雲上限や100カ月移動平均線といったトレンドラインに接近したところで、上げ渋りや反落が見られ始めている。

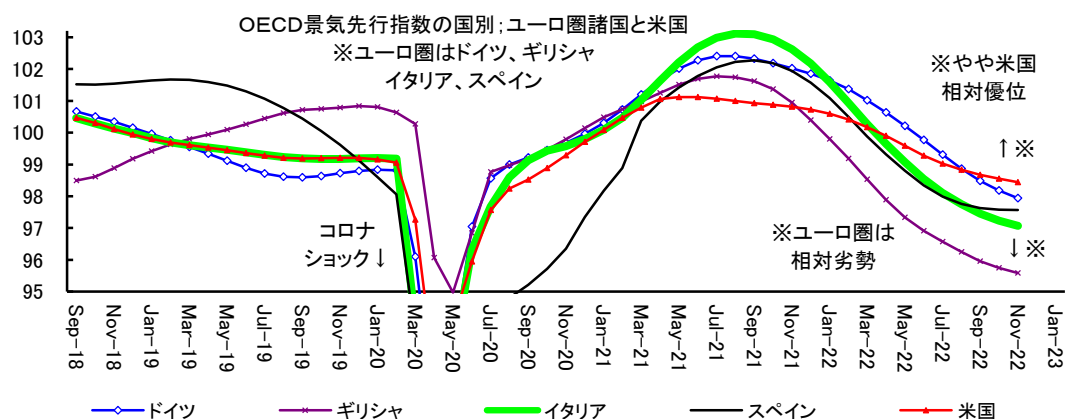
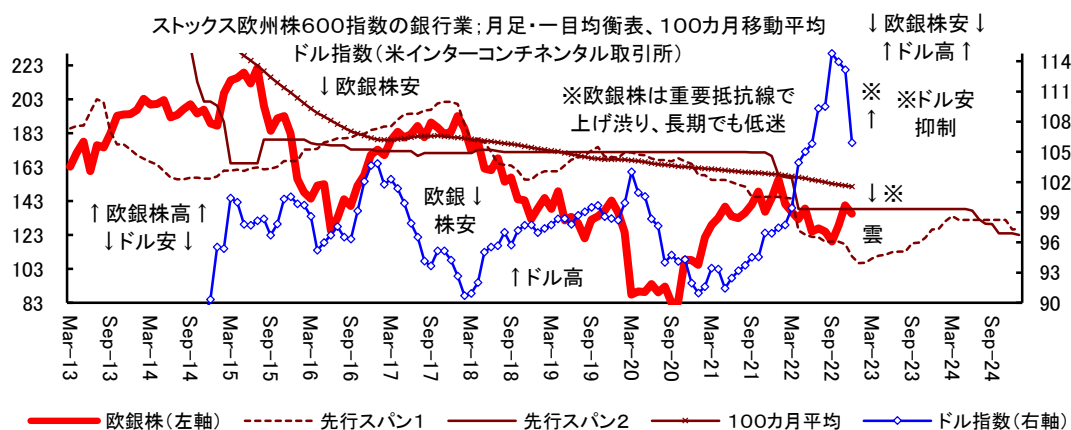
各国のGDP統計などに半年程度の先行性があるOECD景気先行指数でも、「米欧比較での先行きの欧州の脆弱性」を示唆する形でユーロ圏諸国の劣勢が目立ち始めた。最新11月の地域別では米国が98.44に対し、ユーロ圏(19カ国)は97.99となっている。

米国での利上げ先行と引き締め加速にもかかわらず、「米国ーユーロ圏」は+0.45の米国優位となっている。

最近では2021年5月から今年5月にかけて米国劣勢のマイナスが続いてきたが、11月は2021年2月以来、約21カ月ぶりとなる米国優位のプラス幅となってきた。1990年代以降の長期実績として、同格差での米国優位は経済ファンダメンタルズ面でドル高要因となり、対欧州での潜在的なドル高圧力がドル/円でもドル高へと伝播してきた実績を有している。

その他、11月は米国の98.44に対し、ユーロ圏ではギリシャが95.58、イタリアが97.07、スペインが97.56と下振れが目立ち始めた。それぞれコロナ危機直後である2020年5月前後以来の低水準に再悪化となっており、早くも「世界景気悪化やECB利上げに対する南欧諸国の脆弱性」が示唆されつつある。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。