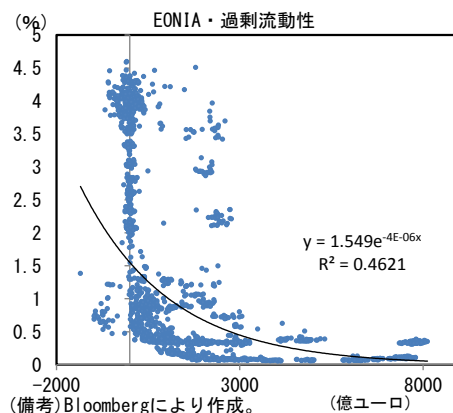
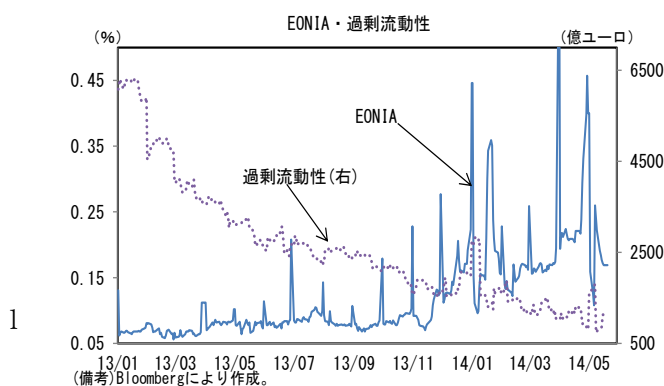


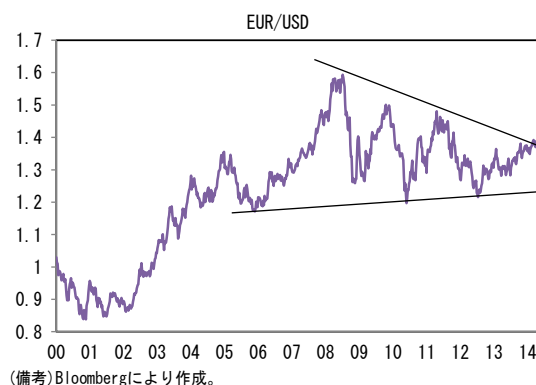
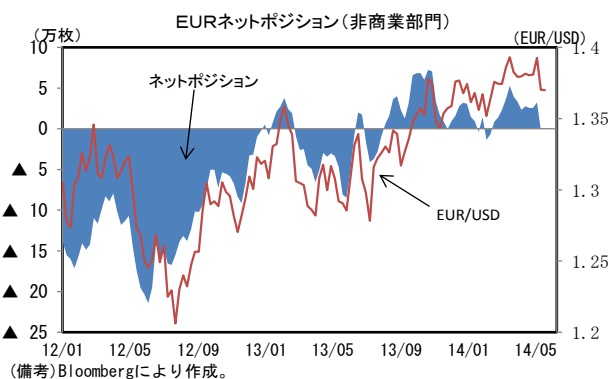
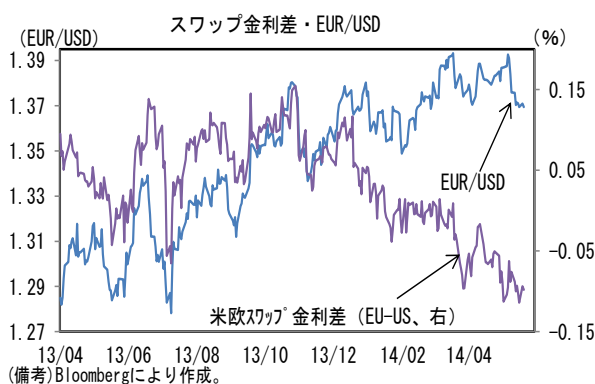
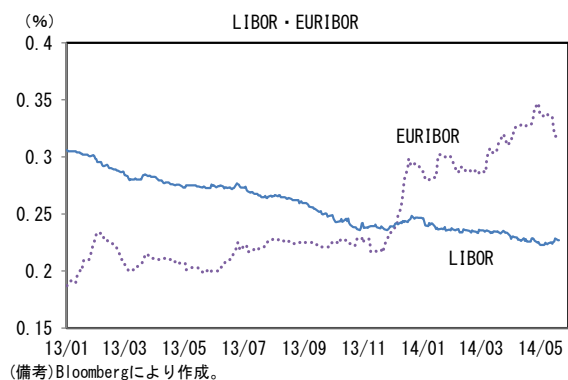
6月理事会でECBは追加緩和の決断を下す見込みだ。主要政策金利を0.15%に引下げたうえで、預金ファシリティ金利を▲0.1%に引き下げる案が有力視（ほぼ確実視）される。いわゆる「マイナス金利」の導入だ。5月14日付けロイター通信は「独連銀は必要であればECBの政策行動を後押しする用意があると明らかにした」と報道しており、ECB内部のコンセンサスも得られている模様。マイナス金利導入の確度はかなり高い。また、ノボトニー・オーストリア中銀総裁は「ユーロ圏の長期化する低インフレには利下げだけでは対処しきれないため、複数の措置を組み合わせる必要がある」、「新たな措置が必要と考えている場合、例えば単に利下げを行うだけでなく、複数の措置を組み合わせることが理にかなう可能性がある」との認識を示しており、何らかの追加オプションが加わることが想定される。追加オプションとして当社欧米担当（田中 理）は、SMPの不胎化中止、固定金利・無制限供給方式オペの延長が盛り込まれると予想しているほか、場合によってはABS購入プログラムや条件付LTROの再開を発表する可能性もあるとしている。この他、ごく一部に本格的な量的緩和（大規模国債購入）の導入を予想する声もあるが、さすがにこのタイミングでは内部でのコンセンサス形成が困難とみられ、実施には至らないだろう。

ここまでを整理すると6月の追加緩和メニューとして①マイナス金利導入、②SMP不胎化の中止、③固定金利・無制限供給方式オペの延長、④ABS購入、⑤条件付LTRO再開、⑦大規模国債購入、以上の7点が候補に挙げられる。①はほぼ確実、②～⑥はそれぞれ「あっても不思議ではないレベル」、⑦は極めて低確率、といったところだ。②～⑥については市場でコンセンサスは形成されていないが、何れかのオプションが発動される見込み。市場では「マイナス金利+α」が織り込まれているとみられ、マイナス金利のみに終わった場合、ユーロに“失望買い”が入る可能性が高い。

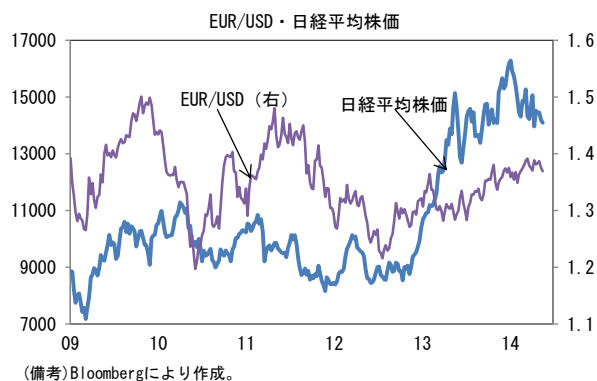
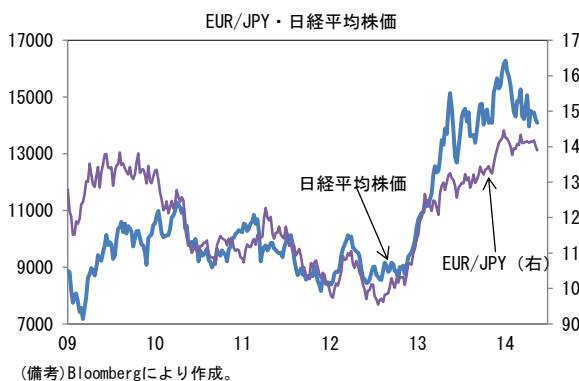
そうしたなか、EUR/USDはECB理事会後の会見でドラギ総裁が追加緩和を示唆する数分（数秒）前に付けた1.40寸前（1.3991）から一時1.36半ばまで下落、その後は米金利低下と主要通貨に対するUSD売りの流れもあり、1.37近傍での推移となっている。短期金融市場では、EURIBOR（3m）が低下しているほか、EONIAも過剰流動性の減少一服などから落ち着きを取り戻している。



EUR/USDの下落を見込む筆者は、EURIBOR (3m) の低下に注目している。昨年11月からEUR/USDと米欧金利差(或いは米独金利差)の乖離が鮮明になっているが、乖離が始まった時期はEURIBOR (3m) とLIBOR (3m) が逆転した時期に概ね一致する。EUR/USDのショートポジションを構築した際のネガティブ・キャリー発生がEURショートポジションの構築を抑制した可能性が濃厚だ。IMMポジションもこの頃からネットロングに転じている。故に、今回ECBが市場の期待を満たす追加緩和策を講じることでEURの調達金利が低下すれば、EUR/USDの下落に繋がる可能性が高いとみる。テクニカル的にも三角持合いの明確な上方ブレイクは回避されるだろう。なお、筆者は14年末のEUR/USDを1.28と予想しているが、現時点で予想に変更はない。年後半にかけてはUSD高主導のEUR/USD下落を見込む。



一方で、EUR/USDの下落が(USD/JPYが不変と仮定した場合) EUR/JPYの下落を通じて日本株の下押し圧力になるとの指摘や懸念もあるが、筆者はその見方に懐疑的だ。確かに2010年から12年にかけてEUR安が進んだ際、日本株はEUR/JPYの下落(USD/JPYも下落)に沿って沈んだ経緯がある。しかしながら、当時のEUR売りは欧州債務危機を受けた逃避的な動きだったことを思い出す必要があるだろう。この点が最重要ポイントだ。仮に今回、筆者の予想どおりにEUR安が進んだとしても、それは“リスクオフのEUR売り”とは異なるため、グローバル投資家のリスク選好が削がれる恐れはない。寧ろ、金融相場的な地合がグローバルマーケットで復活することや欧州経済の回復期待を通じて日本株とUSD/JPYの上昇要因になる可能性が指摘できる。少なくとも、円高・株安要因ではないだろう。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。