

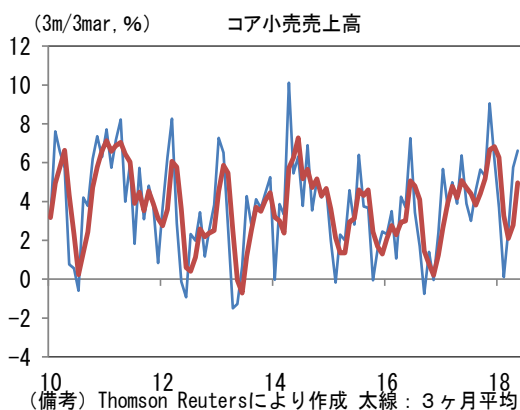
JPYの仲間が減る ～EURは、もはや調達通貨でない～

2018年6月15日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ E C B 理事会では政策金利の据え置きが決定された（詳細は後述）。
- ・ 5月米小売売上高は前月比+0.8%と市場予想を大幅に上回った。ガソリン（+2.0%）、自動車（+0.5%）が強く伸びたが、それらを除いたベースでも+0.8%と強さは変わらない。そこから建材等を除いたコア小売売上高は+0.5%と市場予想を上振れ、4月分も0.2%pt上方修正された。3ヶ月前比年率は+6.6%、同3ヶ月平均は+5.0%へとモメンタム加速。この指標は振れが大きく、過去分の下方向修正も頻発することから速報段階の数値を以って消費を評価することは控えたいが、それでも消費が息を吹き返しつつあるのは事実だろう。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ 前日の米国株は上昇。NYダウは下落もS&P500とNASDAQは上昇。E C Bの決定を受けて欧州株が上昇した流れを引き継いだほか、強めの米小売統計も好感された。WT I原油は66.89^d (+0.25^d)で引け。
- ・ 前日のG10通貨は欧州通貨が軟調に推移する下でUSDが全面高。E C B理事会では①年内の資産購入縮小・停止が決定されると同時に②政策金利は「現在の水準に少なくとも2019年夏までとどまる」とのフォワードガイダンスが加わった。為替市場では②がハト派と解釈されEURを中心に欧州通貨が下落。リスク選好の流れが強まる下でJPYも小幅ながら売られ、USD/JPYは110後半へと上伸。EUR/USDは1.16を割れた。
- ・ 前日の米10年金利は2.935% (▲3.1bp)で引け。E C Bの決定を受けた欧州金利の低下に追随。欧州債市場（10年）はドイツ（0.426%、▲5.6bp）、フランス、イタリア、スペインが何れも金利低下。対独スプレッドは概ね横ばい。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・ 日本株はE C Bのハト派メッセージを好感する形で高寄り後、もみ合い（10:00）。

< # E C B # 初回利上げは19年「秋」以降 # 9月は秋？ # JPYの仲間が減る # 調達通貨 >

- ・ 上述のとおりE C B理事会では政策金利の据え置きが全会一致で決定された。注目されていた資産購入の

縮小・停止については、事前にある程度予想されていたとおりに（7月ではなく）今回の理事会で新たな方針が発表され、資産購入は10月以降に150億ユーロへ減額した上で年内に終了する計画が示された。他方、筆者を含め市場関係者の驚きを誘ったのは「政策金利は現在の水準に少なくとも2019年夏までとどまる」とのフォワードガイダンス。

- ・ E C Bはこれまで「長期（extended period of time）かつ資産買い入れ終了後も相当な期間（well past）維持する」として、資産購入の終了後も相当な期間が経過しない限り利上げはしない、とのガイダンスを示してきたが、この「相当な期間」の解釈については「少なくとも数四半期であり、数年ではない」といった E C B 高官（≡ドラギ総裁）の見解が金融市場で意識され「年内の資産購入終了から2四半期経過後」といった連想で19年6月の利上げ観測が生じていた。今回の文言変更は、こうした利上げ観測を明確に否定し、E C Bが利上げを急いでいないことを金融市場にアピールする狙いがあったとみられる。

【4月】The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present levels for an extended period of time, and well past the horizon of the net asset purchases.

【6月】The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present levels at least through the summer of 2019 and in any case for as long as necessary to ensure that the evolution of inflation remains aligned with the current expectations of a sustained adjustment path.（下線は筆者）

- ・ 記者会見での焦点は「夏」の定義であった。記者からの「夏にかけて、というのは9月という意味か」という質問に対し、ドラギ総裁は「9月という意味であれば、実際にそう書いていただろう。われわれが言いたいのは、経済が好調を呈すると同時に不透明性が増す中で今回の決定を下しており、『夏にかけて』というのは意図的に時期を特定しないということだ」として明言を避けた。
- ・ これまで19年6月の利上げを予想していた市場関係者は、今回の結果を受けて2019年9月以降（特に19年4Q）に利上げ時期を後ろ倒しするとみられるが、今後、その予想の確度はインフレ率の動向に左右さよよう。仮にE C Bの予想に沿って2019年にインフレ率が高まっていけば、2回目の利上げ、すなわちマイナス金利の撤回が金融市場のメインテーマとなる可能性もある。
- ・ 最期にE C Bの引き締め方向への政策転換がUSD/JPYに与える影響を考えておきたい。今回のE C Bの決定が直接的にUSD/JPYに影響を与える可能性は低いものの、今後、E C Bの利上げが確度を高める局面で意識すべきは「JPYの仲間が減る」ことであろう。「マイナス金利かつ今後も利上げが予想されていない」という調達通貨の条件を満たす通貨はEUR、SEKが既にこれに該当しなくなり、現在残されているのはJPYとCHFのみである。このことはリスクオフ時の逃避先がJPYとCHFに集中することを意味することから、今後、米国の長短金利差逆転などによって金融市場のリスクオフが誘発されれば、そうした局面で「円独歩高」というかつての構図が復活する可能性がある。