

みずほマーケット・トピック(2014 年 6 月 2 日)

ECB 理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～

今週 5 日の ECB 理事会では政策金利である主要リファイナンスオペ(MRO)金利の引き下げは既定路線としてプラスアルファをどう読むかが重要になる。筆者は、このアルファに関し、①「利下げ+固定金利・無制限資金供給の延長」か、それより一歩進んだ②「利下げ+固定金利・無制限資金供給の延長+SMP 非不胎化」を予想。市場コンセンサスであるマイナス金利導入に関しては、期待される効果に比べてデメリットが大き過ぎるように思え、筆者は予想しかねる。ユーロ相場への影響に着目すれば、マイナス金利が最大の効果を発揮するのは間違いないが、もはやそれは金融政策ではなく通貨政策だろう。また、6 月理事会は確かに重要なイベントだが、ECB にとって本当に重要なことは、長きに亘るかもしれない「デysinフレとの戦い」を視野に入れた、「持続可能な緩和路線」を確保することである。マイナス金利には一発限りの奇策という面もある。

～膨らんだ市場期待を超えられるか～

今週 5 日(木)の ECB 理事会で追加緩和が決定されることに疑いは無い¹。5 月理事会の記者会見でドラギ ECB 総裁は「理事会は次回会合でアクションを採ることに違和感はない」と述べ、その後もメルシュ ECB 理事が複数の緩和策導入を匂わせている。また、先週 25～27 日に開催された ECB フォーラムにおいてもドラギ総裁は「低インフレ局面が過度に長期化するリスクを認識している」と述べ、改めて政策対応の必要性を示唆しており、理事会を前にして、もはや焦点は緩和の有無ではなく「膨らんだ市場期待を超えられるか」という非常に難易度の高いテーマになってしまった感が強い。望むらくはサプライズ利下げに踏み切った昨年 11 月のような急襲がベストであったが、それだけユーロ高への焦燥感が勝ってしまったのだろう(「次の一手」の選択肢は次頁表)。

結論から言えば、ECB は政策金利である主要リファイナンスオペ(MRO)金利を 0.25%から 0.10%へ引き下げるだろう。ただ、もちろんこれだけであれば市場は強烈なユーロ買いで応戦することが予想されるため、「利下げ+アルファ」のアルファ部分をどう読むかが重要になる。どのような結果になるにせよ、ユーロ相場は上下どちらかに大きく振らされることになるだろう。

～サプライズ対応は SMP 非不胎化か～

このアルファの中身に関し、筆者は固定金利・無制限資金供給の延長、そしてサプライズがあるとすれば証券市場プログラム(SMP)の不胎化停止(非不胎化)が有り得ると考えている。つまり、①「利下げ+固定金利・無制限資金供給延長」か、それより一歩進んだ②「利下げ+固定金利・無制限資金供給延長+SMP 非不胎化」を予想している。多くの市場参加者が期待し、ECB 高官も仄めかすマイナス金利導入に関しては、後述するように、期待される効果に比べてデメリットが大き過ぎ

¹ なお、ECB の金融政策とユーロ高に関しては日経ヴェリタス 2014 年 5 月 25 日号及び 6 月 1 日号の『プロが解説: ECB の次の一手とユーロ相場(上)・(下)』に寄稿させて頂いておりますので、ご参照下さい。

るように思え、筆者は予想しかねる。後述する理由にも拘わらず、マイナス金利導入が決定されるのだとしたら、ECBはユーロ/ドルが1.30台にあること自体、受け入れられないということなのだろう。ユーロ相場に与える影響を重視するのであれば、マイナス金利は非常に魅力的な選択肢であり、仮に導入されれば、ユーロ/ドルはこれまでの取引レンジ「1.35～1.40」から「1.30～1.35」へシフトダウンするだろう。しかし、もはやそれは金融政策ではなく通貨政策である。

ECB、考えられる「次の一手」について

	手段	目的	具体的手段・関連発言等	問題点	可能性
①	利下げ	(a) EONIA押し下げ、(b) 貸出増、(c) ユーロ高是正、(d) 36M-LTRO未返済銀行の利払い軽減	・0.25%から0.10%への引き下げ。	・利下げ程度で為替市場を説得できるとは思えず。 ・「金融市場の分断化」が存在する以上、EONIA押し下げ効果は限定的。	○
②	LTRO				
	使途条件付き	(a) 問題行の資本不足穴埋め、(b) EONIA押し下げ、(c) 貸出増、(d) ユーロ高是正	・調達コストを高くすることで、キャリー取引防止？ ・バイトマン独連銀総裁「それ(キャリー取引回避)にはコスト調整によってこうしたキャリー取引の妙味をなくすやり方が最も簡単かつ直接的だ」	・利用したいと思う金融機関は恐らく少ない。	○
	使途条件なし	(a) 問題行の資本不足穴埋め、(b) EONIA押し下げ、(c) 貸出増、(d) ユーロ高対策 (e) 15年2月の36M-LTROの償還対策	・主要リファイナンスオペ金利(政策金利)で固定金利 & 無制限に供給。	・理事会の支持率が高いとは言えない(ドラギ、バイトマンが反対)。 ・モラルハザードとの批判。 ・貸出に回る可能性は非常に低い。	○
③	量的緩和(QE)	(a) EONIA押し下げ、(b) 貸出増、(c) ユーロ高是正	・資産担保証券(ABS)や国債が対象か。ECBはかねてから「ABS市場を育てる」意思を表明している。 ・銀行債権、CP、株式、外債という候補も？	・「何を」、「どれだけ」、買うつもりなのか。「量」を稼ぐにはやはり国債も対象に。 ・ECBによる国債購入を禁止するリスボン条約123条との兼ね合い。 ・マイナス金利との両立は技術的な困難さも伴う。	○～△
④	証券市場プログラム(SMP)不胎化の中止	(a) EONIA押し下げ、(b) 貸出増、(c) ユーロ高是正	・SMPで購入した証券保有残高の定期預金オペによる吸収を中止。(※5月16日時点の保有残高は1674億ユーロ)	・「SMPで購入された債券の満期は概ね1年未満と短く、流動性供給措置としても相対的にメリットが限られている」(14年3月理事会後のドラギ会見)	○～△
⑤	フォワードガイダンス強化	(a) EONIA押し下げ、(b) 貸出増、(c) ユーロ高是正	・FRBのように金利予想を出すか、もしくはインフレ率のターゲットを出すか。	・効果は大して期待できない。既存の時間軸もさほど奏功せず。	△
⑥	法定準備率引き下げ	(a) EONIA押し下げ、(b) 貸出増、(c) ユーロ高是正	・1.0%から0.75%又は0.50%へ引き下げ。 ・現状の法定準備は1000億ユーロ程度。	・既に超過準備は大きいので、法定準備率引き下げに応じて資金を動かす誘因は小さい。 ・11年12月に2%から1%へ引き下げており、金融システムの安全性を考えれば望ましくない。	△
⑦	マイナス金利	(a) EONIA押し下げ、(b) 貸出増、(c) ユーロ高是正	・メルシュECB専務理事「マイナス金利は手段の1つである」(14年5月15日) ・預金ファシリティ及び超過準備に付く金利をマイナス化。	・QEとは両立せず。 QEを選ばないのであれば、導入は有り得る。 ・マイナス金利適用は明らかに通貨安誘導。対外的に説明付くか？ ・デンマークでは逆に貸出金利が上昇。	△～×
⑧	為替介入	(a) ユーロ高是正	・ユーロ売り為替介入 ・「為替介入は為替レートを下げるために有効なツールだと思うか？」との記者質問に「もちろん、議論はあった」と回答(14年5月理事会後のドラギ会見)	・13年12月理事会でドラギ総裁は「単独介入はG20合意で考慮されていない」と一蹴。 ・そもそも米国や日本は許さない。	×

(資料) ECBなどから筆者作成、なお「目的」における「ユーロ高是正」はECBの建前上、「ディスインフレ是正(またはデフレ防止)」と表現される筋合いにある。

～マイナス金利を予想したくない5つの理由～

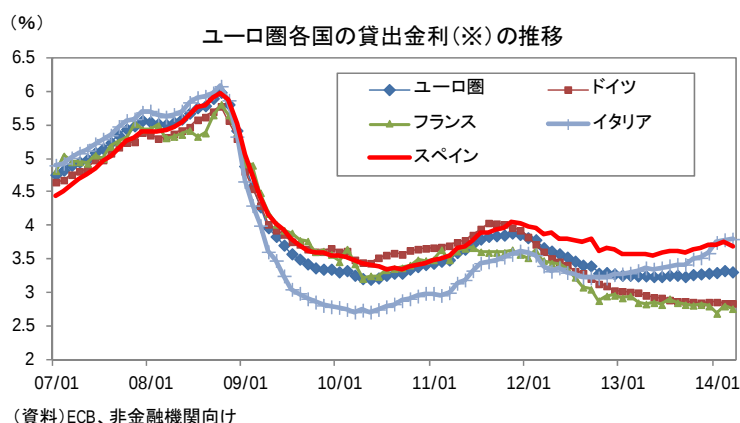
一連の ECB 高官発言を踏まえ、海外勢を中心にマイナス金利を予想する声が多く、もはやそれはコンセンサスになっているが、筆者はどうしてもそれが合理的な選択肢とは思えない。なお、マイナス金利とは正確には預金ファシリティ金利のマイナス化(ゼロ%→▲0.05%？▲0.10%？)だが、これだけだと預金ファシリティから通常の準備預金に資金が逃避するだけであるため、同時に法定準備を超える準備預金(超過準備)の一定部分に関し、預金ファシリティと同等のマイナス金利を課す

ことになるだろう。要するにマイナス金利導入と同時に、超過準備の上限が設定されるはずである。

筆者がマイナス金利の予想に前向きになれない理由は 5 つある。それぞれ、①効果が限られていること、②その割には副作用が大きい(恐れがある)こと、③ユーロ相場はもはや ECB の想定範囲内に収まってきていること、④量的緩和 (QE) の導入を難しくすること、⑤世界最大の経常黒字を抱える中央銀行として相応しい政策とは思えないこと、などが考えられる。

まず①に関し、5 月 23 日時点で預金ファシリティ残高は 238 億ユーロである。後述するような、あらゆるデメリットを被ってまでこの程度の流動性を活用したいと思うだろうか。本気でマイナス金利を使って実体経済へ流動性が滲み出すことを狙うのであれば、上述した超過準備の上限ラインをかなり低い位置に設定することが必要になるだろう。だが、大規模な準備預金に対して罰金を科すことで EONIA (ユーロ圏無担保翌日物平均金利) 市場が機能不全に陥る可能性もある。2000 年代にゼロ金利を採用した日本では短期金融市場が機能不全に陥った。未だ金融システムの健全性が盤石とは言えないユーロ圏において、有事の調達市場であるマネーマーケットを壊してしまうリスクを冒してまで、突飛な政策を行う必要があるのだろうか。

仮に、マイナス金利導入が決定される場合、その建前は貸出促進ということになるだろう(本音はユーロ安だが)。しかし、「超過準備に罰金を取られるから貸出を増やす」という発想に至る金融機関が多いとは思えない。論理的に考えれば、預金ファシリティや超過準備に罰金を科したとしても、それに極力近い安全資産が代替運用先になるはずであり、それは恐らく



自国国債になるだろう。預金ファシリティや準備預金を豊富に抱える国はドイツ、フランス、ベルギー、オーストリアといったコア国ないしセミコア国であり、マイナス金利は結局それらの国の国債金利が一段と押し下げただけではないだろうか。「金融市場の分断化」現象において貸出金利が高止まりしているのはあくまで周縁国だが(図)、そのような国は元より準備預金を潤沢に抱えているわけではなく、それ故にマイナス金利導入によって国債金利が押し下げられる筋合いは全くない。

なお、上述したようなマネーマーケットの機能不全(例えば EONIA のマイナス転化)は②の副作用の議論に繋がってくる。本欄でも繰り返し指摘してきたように、2012 年 7 月にマイナス金利を採用したデンマークでは、導入後半年間は貸出金利が上昇するということがあった。目下、民間向け貸出の回復が急務のユーロ圏において、同様のことが起これば現状に駄目を押すような格好になってしまうだろう。そうならない確信が ECB にあるのだろうか。

また、③も重要である。本稿執筆時点のユーロ/ドル相場は 1.36 付近と 3 月に発表された ECB スタッフ見通しの想定為替レートとほぼ一致している。ちなみに今週発表される ECB スタッフ見通しの想定為替レートは 5 月最後の 2 週間の平均が用いられると思われるが、これも 1.36 台半ばと想定為替レートから殆ど変っていない。ユーロ高経由のデフレ圧力増大を懸案事項とする ECB からすれば、マイナス金利という劇薬を使うほど現状のユーロ相場が高いものではないだろう。言い方

を変えれば、来るべき一段のユーロ高局面に備え、マイナス金利というカードは温存したいのではない。ただ、現状の 1.36 付近がマイナス金利織り込み済みの水準であることを踏まえると、マイナス金利を導入しなかった場合、再び 1.39 付近まで戻る可能性はある。しかし、それでも歴史的に見ればやや高い程度水準であり、マイナス金利のカードを切るほど高い水準とは思えない。

本欄では④を重く見ている。平たく言えばマイナス金利が「準備預金を減らす政策」だとすれば、QE は「準備預金を増やす政策」であり、そのベクトルは真逆を向いている。今回マイナス金利が導入されれば、将来的な QE 導入の芽が摘まれてしまうというリスクを ECB や今の海外市場参加者はどのように捉えているのだろうか。もちろん、預金ファシリティ金利を▲0.05%にした後、何の副作用もなく▲0.10%、▲0.15%とマイナス幅を拡げていけるのならば QE を選択肢から消しても構わないかもしれない。だが、それが難しいのであれば柔軟な調整が可能な QE を現段階で完全に排除してしまうのは早計ではないかと思われる。

最後に⑤である。仮に本当に ECB がマイナス金利を導入した場合、「世界最大の経常黒字を稼ぐ通貨圏の中央銀行がさも堂々と通貨の低位誘導を行うことが道理として許されるのか」という論点は浮上せざるを得ない。そもそも、金融緩和という安易な手段で通貨安に誘導することは本来必要であった経常黒字の調整を遅らせるだけで、結局は需給面からのユーロ高圧力を残存させるだけではないだろうか。通貨高の元(もと)を断ちたいのであれば、むしろ経常黒字を減らす政策が必要になるはずである。

以上①～⑤の理由を踏まえる限り、マイナス金利政策を今回導入するメリットは決して大きくないというのが筆者の考えであり、筋道立てて考えればやはり予想することには抵抗がある。繰り返しになるが、こうした現状認識を踏まえても導入に踏み切るのだとすれば、ユーロ/ドルのさらなる低位誘導を ECB が強く望んでいるということを意味しよう。

～SMP 非不胎化は QE へのファーストステップに～

一部では、マイナス金利と SMP 非不胎化や長期流動性供給 (LTRO) などのセットを予想する声もあるようだが、筆者はそうは思わない。上述したように、政策のベクトルとしてマイナス金利と流動性供給策は真逆を向いており、セットで打ち出すには相応しくない政策である。そもそも EONIA 押し下げを企図して流動性を供給したいのであれば、利下げと固定金利・無制限資金供給の延長で様子を見れば間に合うはずであるし、急押しするにせよ SMP 非不胎化で十分だろう。それでもマイナス金利に拘るのであれば、(しつこいようだが)それは通貨政策との誹りを免れない。

固定金利・無制限資金供給の延長に関しては、現在、①「主要リファイナンスオペ (MRO、7 日物)」、②「1 か月物 LTRO」、③「3 か月物 LTRO」の 3 本が存在しており、①は 2015 年 7 月 7 日まで、②&③は 2015 年 6 月末までとなっている。これを 2016 年 6 月末又は 12 月末まで延長するという手は有り得るだろう。また、SMP 非不胎化は事実上の QE であり、今後同様のスキームを導入するにあたってのファーストステップとしても無難な対応なのではないかと思われる (リスボン条約との兼ね合いは別にして)。

～重要なことは「持続可能な緩和路線」の確保～

6 月理事会は確かに重要なイベントだが、ECB にとって本当に重要なことは、長きに亘るかもしれな

い「デイスインフレとの戦い」を視野に入れた、「持続可能な緩和路線」を確保することである。上述したようにマイナス金利の幅を連続的に広げていくことができない以上、マイナス金利のような奇策は一発限りで終わる。片や、QE であればその規模や買い入れ対象資産、ペース等を修正することで多様な時間稼ぎが可能になる。「ECB だけ QE をやっていないからユーロ高」という乱暴な理屈は為替市場では支持を得やすいものであり、一度 QE の可能性を口走っていることも考えると、どこかで ECB が QE 期待に付き纏われる局面が来ても不思議ではない。その際にマイナス金利政策は撤回し、むしろ預金ファシリティ金利を引き上げることにもなりかねない。それは中央銀行として非常に無様な立ち回りであり、信認を確保するうえでも決して望ましいことではない。

以 上

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見える円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株市相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて