

みずほマーケット・トピック(2020年3月3日)

## 各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて

昨日は東京時間には日銀が、欧州時間には ECB やイングランド銀行(BOE)が当面の下押し圧力に対し行動を起こす意思を表明し、その後には主要 7 か国(G7)財務相が本日(3日)にも電話会談を行う見込みが報じられた。FRB・日銀・ECB・BOE そして G7 と順当にバトンが繋がる様子は市場心理を大いに改善させ、NY ダウ平均株価の上げ幅は 1 日としては史上最大に。しかし、米 10 年金利の 1.20%割れが定着する中でドル相場は下落は止まらず、ドル/円は 108 円付近、ユーロ/ドルは 1.11 付近で推移している。これらの政府・中銀による言動は適切であり必要なことだが、金融緩和や財政出動で感染拡大が止まるわけではない。対症療法であることを市場は分かっているのだろう。長過ぎたドル高局面だけに、まとまった幅・期間で調整しても元々不思議ではなく、今回のコロナショックがその契機となった疑いもある。また、各国の政策発動余地にばらつきがある以上、08 年 10 月のような協調利下げはそもそも難しい環境がある。

### ～順当に繋がれたバトン～

依然、新型コロナウイルスの感染拡大が市場心理を規定する状況が続いている。昨日は東京時間には日銀が、欧州時間には ECB やイングランド銀行(BOE)が当面の下押し圧力に対し行動を起こす意思を表明し、その後には主要 7 か国(G7)財務相が本日(3日)にも電話会談を行い、経済的な影響への対応策を協議することが報じられた。先週の FRB から日銀、ECB、BOE そして G7 と順当にバトンが繋がる様子は市場心理を改善させ、NY ダウ平均株価は前日比+1293.96ドルと 1 日としては史上最大の上げ幅を更新している。しかし、米 10 年金利の 1.20%割れが定着する中でドル相場は下落は止まらず、ドル/円は 108 円付近、ユーロ/ドルは 1.11 付近で推移している。

これらの政府・中銀による言動は正しいものだが、後述するように、金融緩和や財政出動で感染拡大が止まるわけではなく、対症療法であり気休めとしてのアクションであることは誰もが分かっている。一連の勇ましい協調的な意思表示も感染拡大を巡るネガティブな報道一発で吹き飛ばす恐れがあることは念頭に置かねばならず、神経質な局面が続かざるを得ない。

### ～利下げか、流動性供給か～

日米欧中銀から示された声明は似て非なるものであった。昨日午前には発表された黒田日銀総裁による「総裁談話」は以下のようなシンプルなものであった：

- 最近の内外金融資本市場では、新型コロナウイルス感染症の拡大により経済の先行きに対する不透明感が強まるもとで、不安定な動きが続いている。日本銀行としては、今後の動向を注視しつつ、適切な金融市場調節や資産買入れの実施を通じて、潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努めていく方針である。

実施の意図が示されているのは「適切な金融市場調節や資産買入れの実施」であり、利下げではない。よって次回会合(3月19日)での緩和予告と解釈すべきではないだろうが、これを大きく好感した為替市場や株式市場にそのような理屈が通じるかどうかは怪しいものがある。意図せずとも「何かしなくてはならない」という地合いができてしまったように感じられる。日銀の政策反応関数において最も重要な為替市場(≒ドル/円相場)が不安定化する中、3月19日まで座して待つのは非現実的との判断は元々あったかもしれないが、やはり日米欧三極で歩調を合わせることが意識されたのだろう。週初までの円高の勢いを放置すれば105円台に切り込んでくる展開も十分考えられた。そうなってしまうえば元の水準に戻すのは相当難渋する。時宜を捉えた一手だったとは評価できる。

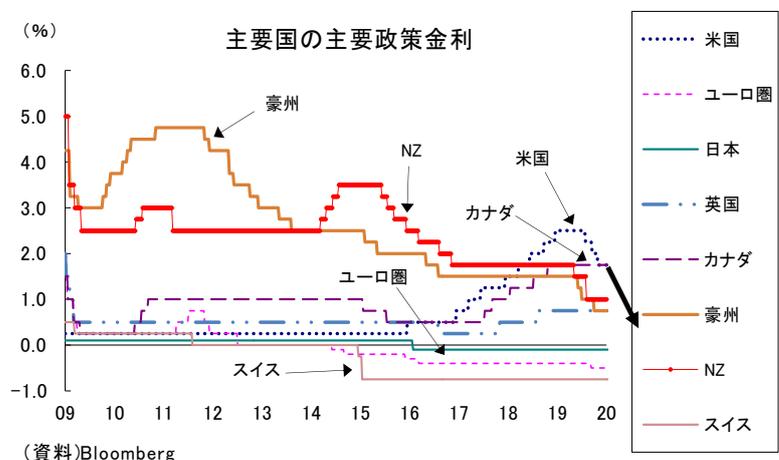
一方、2月28日にはFRBが「We will use our tools and act as appropriate to support the economy」と緊急声明を出している。FRBの声明からは「経済を支えるための金融緩和(≒利下げ)」への意欲が透けて見えるのに対し、日銀の総裁談話が示す「次の一手」はあくまで流動性供給という差異が見て取れる。もっとも、25bpsずつとして、まだ7回の利下げが可能なFRBと、もはや政策金利が下限に達した疑いのある日銀ではこうした差異は自然である。今月17~18日のFOMCに関しては▲25bpsの利下げは既定路線であり、焦点はそれが▲50bpsになり得るかどうかである。仮に▲50bpsとなれば、昨年7月以降、6回の会合で5回分(25bps×5=125bps)の利下げに踏み切ったことになり、もはや利下げにまつわる「予防」の大義は忘却の彼方だろう。

また、ECBは「We stand ready to take appropriate and targeted measures, as necessary and commensurate with the underlying risks」との声明文を公表し、利下げや流動性供給を含めた多様な手段の可能性を示唆している。日銀同様、ECBも追加利下げは困難と見受けられるため、昨年11月に再稼動したばかりの拡大資産購入プログラム(APP)の量(月200億ユーロ)を拡大したり、TLTRO3の利用基準を緩めたりといった手は考えられる(ドイツはまず反対するだろう)。

さらに、BOEは「all necessary steps are taken to protect financial and monetary stability」とシステミックリスクの抑制を全面に出していた印象であり、これはどちらかと言えば流動性供給の可能性を感じさせ、日銀と似た印象が抱かれる。いずれにせよ、名目金利という点で言えば、欧州や日本は殆ど余地がないことで共通しているため、流動性供給や資産購入の拡大(本質的に両者は一緒の話だが)など、複数手段を組み合わせながら市場期待に対峙するしかないだろう。

～08年9月より日銀の仲間は多い～

本日中にはG7財務相・中銀総裁による電話会談の可能性が報じられているため、次に想定されるアクションはリーマンショック直後や東日本大震災直後のような主要国の政府・中銀による協調行動である。とはいえ、既述の通り、もはや中銀によって政策金利の水準に差が出てきているため、一律に同じ対応に動くことはできない。政策金利水準で言えば、米国



とカナダの 1.75%を除けば五十歩百歩というのが現状だ。「協調利下げ」は難しく、資産購入への考え方も異なることから、行動の迅速性を重視するならば「協調声明」が最適な落とし所だろう。

リーマンショック直後となる 2008 年 10 月 8 日には FRB と ECB を筆頭とする欧米主要 6 中銀が協調利下げを実施する最中、日銀だけがこれに参加せず、流動性供給拡大などで足並みを揃えるということがあった。この際、内外金利差縮小が意識された上にリスクオフムードに押された円キャリー取引の巻き戻しも相まって、急激に円相場が上昇するということがあった。しかし、今回は少なくとも利下げという最も分かりやすいアクションに関しては、糊代の小さい「仲間」が沢山いるので日銀だけが取り残されて円高ということは考えにくいだろう。

### ～政府に望まれるのは的を絞った対応～

協調行動は金融政策(中銀)に限らず、政府の財政出動への期待も大きい。ECB は声明文の中で「的を絞った手段(targeted measures)」というフレーズを使っていたが、これはむしろ政府の財政出動に期待される論点となる。各国によってダメージの深い経済主体や部門が異なるため対応も多岐にわたってくるはずだ。既に日本では一斉休校に伴う保護者休業への助成金や売り上げ急減に直面している中小企業への借入保証などが報じられているが、今後も飲食・宿泊などを中心に観光産業の軸を担ってきた業種への手当てが発表されそうである。また、個人消費が半強制的に停止に追い込まれている以上、ここに手を打つ必要もあるだろう。最も手っ取り早い政策として 6 月で終了するキャッシュレス還元措置の延長など是有り得る。ちなみに、こうしたマクロ経済の特定セクターへの措置という意味では日銀が成長基盤強化や被災地金融機関の支援といった名目で既に有している資金供給が今後、形を変えて(疫病対策オペとして?)活用される可能性がある。

### ～協調しても米金利やドルに復調の兆し見られず～

もともと、政府・中銀の刺激策で新型コロナウイルスの感染拡大が止まる道理はなく、あくまで対症療法の域を出るものではない。確かに、資産価格の急落を放置すれば陰に陽に実体経済も影響を受けることは確実であり、不可逆的な傷を負う前に手を打つこと自体は正しい。しかし同時に、感染拡大ペースの減速が視認されるまでは想定外のヘッドラインに怯えながら、先週見たような大きな価格変動に怯える日々が続かざるを得ないだろう。為替市場を展望する立場からは、理由はどうあれ、最も利下げ余地のある FRB が漫然とカードを切られ、これに付随して米金利が(他国と比較して)相対的に低下、足かけ 6 年に及ぼうとしているドル高局面がいよいよ巻き戻されるという順序でシナリオを練りたいところである。一連の政策協調姿勢を受けて株価こそ大きく戻っているが、米金利やドルにはやはり復調の兆しが見られない。長過ぎたドル高局面だけに、まとまった幅・期間で調整しても元々不思議ではなく、コロナショックがその契機となった疑いがある。

市場営業部  
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](mailto: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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(回避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか?
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと…～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそでない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレジデントQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか?～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに?～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か?～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか?～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株値の廣」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか?～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか?～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期?～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか?
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切れるも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)