

みずほマーケット・トピック(2020 年 3 月 18 日)

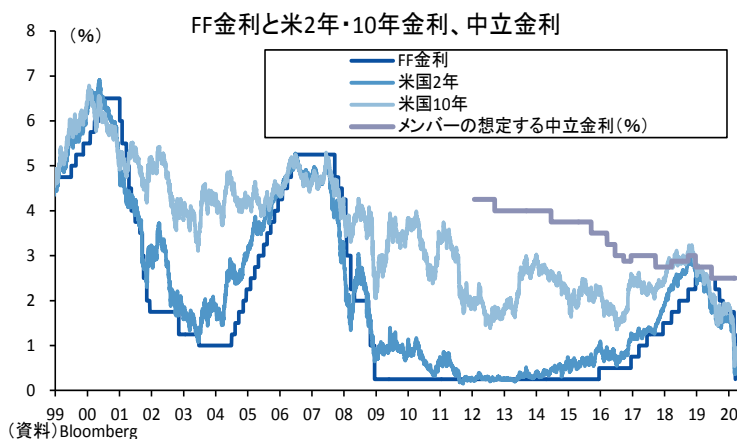
FOMC レビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～

FRB は定例会合をわざわざ 3 日前倒して開催し、▲100bps の利下げと QE 再開を含む包括的な緩和策を決定した。これらが満額回答であることは言うまでもないが、市場からは殆ど評価されなかった。「別にそこまで求めている。不安を煽らないで欲しい」が市場の本音に近いものだろう。パウエル FRB 議長は、議長 3 代にわたって地道に確保した糊代をわずか 2 週間で無為に使ってしまった。「不要不急で自滅」という風情だ。一連の FRB の行動は政治的圧力とコロナショックに狼狽した FRB の象徴と見る向きが多いが、戦略通りの運営だったという見方もある。昨年 7 月、ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁は「糊代に余裕がない時は果敢に動いてリスクを殲滅すべき」という趣旨の講演をしている。この主張は当時、学術的な主張ということで整理されたが、結局はこの主張が重用されているという疑いは強い。だとすれば、コロナショック後の利上げは当分考えられず、「本当にマイナス金利は無いのか」という目線も必要になる。

～苦労して溜めた糊代を一瞬で浪費～

昨日の ECB 政策理事会に続いて、一昨日に急遽前倒しで行われた FOMC についてレビューを行いたい。本欄では 3 月 3 日の緊急利下げの際、不要不急の利下げで自滅した点を大いに悲観したが、またも同じ失敗が繰り返された。既報の通り、FRB は定例会合をわざわざ 3 日前倒して 15 日に開催し、▲100bps の利下げとフォワードガイダンスの強化、そして国債や住宅ローン担保証券(MBS)の買入れ(いわゆる QE)の再開、さらに主要 6 中銀によるドルスワップ強化などから構成される包括的な緩和策を決定した。QE については「今後数か月で国債を少なくとも 5000 億ドル、MBS を 2000 億ドル増やす」ことが表明されている。これが満額回答であることは言うまでもないが、金融市場からは殆ど評価されなかった。市場としては「別にそこまで求めている。不要な不安を煽らないで欲しい」が本音に近いのではないかな。

繰り返しになるが、利下げで新型コロナウイルスが死滅するわけではない。だとすれば、中銀にできることは「時間稼ぎ」に尽きる。時間は利下げを筆頭とする緩和策の小出しで稼げるはずであり、各国中銀にとって定例会合は「極力回って来て欲しくはない」機会という部分もあるだろう。こうした状況で余分な会合を開いてまで大幅利下げしたのだから悪手としか言いようが無い。3 月に入った時、FRB には「1.50～



1.75%」の政策金利があった。下限である「0.00～0.25%」までは 25bps ずつの利下げで 7 枚分のカードがあった。定例会合だけでも、3・4・6・7・9・11・12 月で毎回 25bps ずつ利下げしてようやくゼロ金利に戻るだけの糊代があったのである。

この糊代は議長 3 代にわたって地道に確保したものだ。バーナンキ元 FRB 議長が 2013 年 5 月の議会証言で量的緩和 (QE) の段階的縮小 (テーパリング) を示唆し、イエレン元議長 (任期: 2014 年 2 月 3 日～2018 年 2 月 3 日) が QE の縮小・終了そして利上げの着手に漕ぎ着けた。そしてイエレン元議長が利上げの軌道を確保したところ、パウエル現議長 (2018 年 2 月 4 日～) がそれを引き継いだ。この間、2015 年 12 月から 2018 年 12 月までの間に FRB は 9 回の利上げを行っている (前頁図)。とりわけ 2018 年に入ってから利上げに対する疑問は少なくなかったが、「危機時の糊代がないことはもっと危うい」という糊代論も一理あるものだった。利上げ後期を引き継いだパウエル議長はより糊代論の正当性を感じていたのではないかと察する。しかし、そうして地道に拵げた糊代をこうもあっさり、しかも効果の無い格好で失ってしまったのは驚きとしか言いようがない。不要不急の浪費と言って差し支えない。

～ゼロ金利時こそ素早く動け？～

FRB はこれまでの情報発信においてマイナス金利採用の可能性を「市場機能と金融安定に深刻な悪影響を及ぼす」として一蹴している。だとすれば、3 月 2 度目の臨時会合で「実質的なゼロ金利回帰」と「QE 再開」を決めたことはそのまま手詰まりの状況を意味する。一連の市場混乱は基軸通貨を司る FRB が遂に万策尽きた状態になったことを悲観した結果でもあり、この毀損した心理を完全に戻すのはもはや新型コロナウィルスに対する特効薬開発 (もしくは感染ピークアウト) というヘッドラインしかないという状況にまで追い込まれている。このような袋小路状態を回避するために長い年月をかけ、慎重に糊代を拵げてきたはずではなかったのだろうか。

一連の FRB の決定は殆どの市場参加者にとって失策ということで衆目が一致している。だが、FRB は決して狼狽の末にこうした行動に出たわけではなく、戦略に基づいた行動だったという見方もある。昨年 7 月、ウィリアムズ・ニューヨーク地区連銀総裁が「Living Life Near the ZLB」と題して行った講演¹が今になって思い返される。同講演でウィリアムズ総裁は「ゼロ金利に近い時は景気悪化の兆候 (the first sign of economic distress) が見られたら、迅速に動くことが報われる」と強調している。総じて、「糊代に余裕がある時は静観 (wait and see) し、状況を把握することが有効だが、そうでない時は果断に動いてリスクを殲滅せよ」という趣旨が見て取れる。この講演が▲50bps 利下げの憶測を促すという時間帯が一時見られたが、その直後、これはウィリアムズ総裁による学術的なスピーチであって政策運営に対する意図は特に無いとの声明がニューヨーク連銀より出され事無きを得たということがあった。ニューヨーク連銀総裁の知恵が FRB の政策運営に反映されること自体、さほど不思議なことではなく、一連の決定が上述の学術的なスピーチを戦略として体現したものであった疑いは色濃いただろう (もちろん、単に政治的圧力に屈しただけという可能性もあるが)。

しかし、FRB に限らず、多くの中央銀行は先の金融危機を経て糊代を大きく失っている。だからこそ、果断な行動に出るタイミングとしては、欧米での感染拡大がピークアウトする兆候が報じられ、それでも相場の反転が鈍い時まで引き付けるべきだった。現状のように、連日、新型コロナウィルス

¹ John C. Williams, “Living Life Near the ZLB”, July 18, 2019, Federal Reserve Bank of New York

を巡る陰惨なニュースが更新される中では文字通り、「焼け石に水」、「暖簾に腕押し」、「ぬかに釘」といった風情である。理論的に正しいことと実務的に正しいことは違うということだろう。

～罪深い道連れ利下げ～

また、事は FRB だけでは済まない厄介さがある。FF 金利は世界の資本コストであり、これが下げられることで多くの通貨がこれに追随せざるを得なくなる。金融市場が混乱し、FF 金利が大幅に下がる局面で「FRB 以下の対応」は当該中銀への失望を呼びやすい。その FRB が先陣を切って電撃的に、しかも 2 週間で 2 度も大幅利下げに踏み切ったのだから、必然的にその他の主要国・新興国の中銀も同じ方向に動かざるを得ない。こうして「机上の理論」に導かれた米利下げに付き合わされる中銀が続出したことも今回の FRB の挙動に伴う罪深い部分である。年明け後、まだ 3 か月も経っていないのに、殆どの中銀は利下げを重ねている(下表)。

ちなみに、こうした利下げ圧力の中、ECB や日銀は現状維持で凌ぎきった。ECB の利下げ見送りが失望を買ったことは周知の通りだが、市場期待が常に正しいことを求めているわけではなく、筆者は英断と考えている。その意味で日銀は ECB に感謝する部分もあるかもしれない。ECB が利下げしていたら、日銀に対し同様の期待を抱く向きは勢いを得ていた可能性は高い。日欧ではマイナス金利政策が金融機関の収益環境を劇的に悪化させており、現行の政策金利がリバーサルレートに突っ込んでいる可能性がしばしば議論されている。今後、さらに与信環境の悪化が予想されるが、マイナス金利は悪化する金融機関収益をさらに削ぎ取る政策である。今ほど金融仲介機能の健全性が求められている局面は無いのだから、マイナス金利深掘りなど正当化されるはずがないだろう。なお、ECB は金利減免をふんだんに織り込んだ資金供給策を打ち出しており、マイナス

世界の政策金利

		現在 (%)	直近の政策動向		2020年 累積変更幅	2019年 累積変更幅	2018年 累積変更幅
			日付	決定事項			
エマージングアジア							
中国	預金準備率	12.50	2020/1/6	利下げ	▲50bp	▲150bp	▲250bp
インド	翌日物レポ金利	5.15	2020/2/6	現状維持	0bp	▲135bp	+50bp
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.75	2020/2/20	利下げ	▲25bp	▲100bp	+175bp
韓国	7日物レポ金利	0.75	2020/3/16	利下げ	▲50bp	▲50bp	+25bp
マレーシア	翌日物金利	2.50	2020/3/3	利下げ	▲50bp	▲25bp	+25bp
フィリピン	翌日物金利	3.75	2020/2/6	利下げ	▲25bp	▲75bp	+175bp
タイ	翌日物レポ金利	1.00	2020/2/5	利下げ	▲25bp	▲50bp	+25bp
ベトナム	リファイナンス金利	6.00	2019/9/16	利下げ	0bp	▲25bp	0bp
オセアニア							
オーストラリア	翌日物金利	0.50	2020/3/3	利下げ	▲25bp	▲75bp	0bp
ニュージーランド	翌日物金利	0.25	2020/3/16	利下げ	▲75bp	▲75bp	0bp
中東欧・アフリカ							
ロシア	1週間物レポ金利	6.00	2020/2/7	利下げ	▲25bp	▲150bp	+50bp
南アフリカ	レポ金利	6.25	2020/1/17	利下げ	▲25bp	▲25bp	0bp
トルコ	1週間物レポ金利	10.75	2020/2/19	利下げ	▲125bp	▲1200bp	+1600bp
ラテンアメリカ							
ブラジル	SELIC金利	4.25	2020/2/5	利下げ	▲25bp	▲200bp	▲50bp
メキシコ	翌日物金利	7.00	2020/2/13	利下げ	▲25bp	▲100bp	+100bp

(注) インドネシア中銀は2016年8月19日に政策金利をBIレートから7日物リバースレポレートに変更

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

金利を深掘りするよりも利下げに近い効果が得られるのではないかと推測する²。

～FRB のマイナス金利というリスク～

ここから先の資産価格を読むのは至難の技である。感染拡大の終息をどこに置くかでその軌道は変わらざるを得ない。「ワクチン一発で全戻し」という声もある中、現時点でパスの議論に時間を割くのは危うい。しかし、現在入手可能な情報から、可能性は低いものの、想定すべきリスクはある。それは FRB のマイナス金利政策は本当に無いのかという論点だ。上述のウィリアムズ総裁の講演では「迅速に利下げすること」に加えて、「その金利を長期間、据え置くこと」を推奨している。今後もパウエル議長がウィリアムズ戦略に沿って動くのであれば、コロナショックが落ち着いた後も FF 金利が引き上げられることは当分ないという話になる。ここまでのシナリオは堅いものだろう。

しかし、ウィリアムズ戦略に基づき「次の一手」が検討される可能性はないと言い切れるだろうか。成否や可否は別にして、現状のような混乱が続けば市場がそのトピックを持ち出す可能性は十分ある。多くの市場参加者の虚を突いて全弾打ち尽くした姿勢からすると、リスクシナリオとして取り扱う価値はある。もちろん、緊急利下げの直後のパウエル議長を含め、FRB は終始マイナス金利に反対する立場を表明してきた。だが、ECB も日銀も否定しつつ、導入はある日突然だった。実際、これだけ政策を出し尽くしても結局、市場の雰囲気は根本的には変わっていないのだから、「次の一手」を検討すること自体は自然である。筆者はもう下手に動くべき局面ではなく、金融市場も一時的な閉鎖を検討する次元に入ってきていると考えるが、今月の FRB の挙動を見ていると米金利がマイナス化するという未曾有の事態も完全には否めないように思えてくる。

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

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。

² 詳しくは本欄 2020 年 3 月 17 日号『ECB 政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～』をご参照ください。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
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い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～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(上がりそうにない原油価格～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	ポンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジット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～新型コロナウイルスと減速軌道の米国～
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～「政熱経済」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ポンド相場～政治も金融もポンドの足枷～
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	「株価の虜」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？～