

みずほマーケット・トピック(2020 年 5 月 14 日)

不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音

市場はパウエル FRB 議長の弱気発言を嫌気しているが、講演の最後に「追加的な財政サポートはコストがかかるものの、長期に亘る経済的ダメージを回避し、より力強い回復を展望する上では価値あるコストである」と述べた部分が重要。金融政策ではなく財政政策に期待すべきと公に述べたことは「次の一手」への過剰な期待をけん制するものだ。一方、トランプ米大統領が再びマイナス金利導入の要請に語気を強めており、当面の注目論点となることは不可避の情勢。こうしたマイナス金利への執着は是正されないドル高を意識したものである可能性も。コロナショックの最中で注目されないが 4 月 6 日に施行された米商務省の規則との関連が気になり。今後は財務省が認定しなくとも商務省が認定することで実質的な為替操作国のレッテルが貼られる可能性があり、一段と対ドル相場に米国の政治的意図が意識される状況となっている。

～不安を吐露したパウエル議長～

昨日の金融市場ではパウエル FRB 議長の弱気発言を受けて株価が大きく値を下げ、NY ダウ平均株価は前日比▲516 ドルと続落した。ピーターソン国際経済研究所で行われた講演において先行きのダウンサイドリスクや不透明感の大きさが強調されたことが材料視された格好だが、既知の事実だったように思われる。元より実体に照らして株価を筆頭とした金融市場が楽観に傾斜し過ぎていたところ、これを撒き戻すきっかけが議長発言になったという解釈が妥当であろう。ウィルスがいつ制御可能になるのか、ソーシャルディスタンスを解除したら再拡大が来るのか、正常な消費・投資活動(normal spending)が戻ってくるにはどれくらいかかるのか、ワクチンはいつできるのかといった自問をした上でパウエル議長は「答えは現時点では分からない(unknowable)ものであり、考えられる幅広い結果に対して政策を用意しておく必要がある」と率直な意見を述べている。確かに、ある程度事態が収束する中での不安を吐露した格好であり、株価の動きは頷けるものもある。

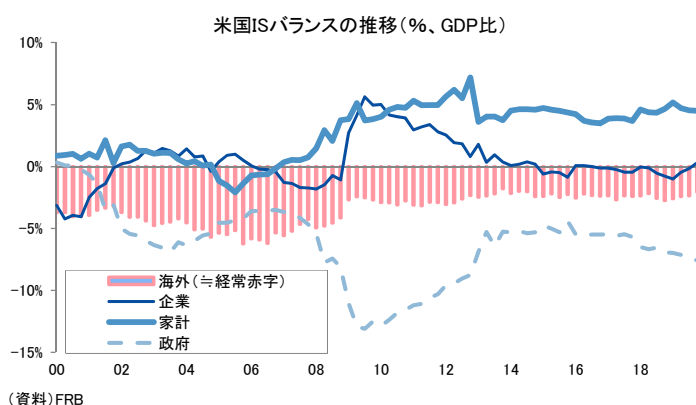
～米国の IS バランスも日本化不安～

そのほか議長発言から目新しい論点を汲み取るのは難しいが、講演の最後に「追加的な財政サポートはコストがかかるものの、長期に亘る経済的ダメージを回避し、より力強い回復を展望する上では価値あるコストである」と述べていることがやはり重要だろう。マイナス金利導入の有無が耳目を集める中、これを否定しつつ市場期待を繋ぎ、实体经济を支えるにはもはや現行政策の持続を謳いつつ財政の役割を強調し続けるしかない。これは ECB でも強調されている論点であり、もはやグローバルな認識になっていると考えて良い。

先週の本欄ではアフターコロナの経済・金融情勢を貯蓄・投資(IS)バランスの観点から議論したが、これと大いに関係がある。同欄では「民間部門の消費・投資意欲の衰退」という格好で企業部門および家計部門の貯蓄過剰状態が続く一方、これを政府部門が借り入れて(貯蓄不足になって)

経済を支える「IS バランスの日本化」傾向が欧米、ひいては世界全体で進むのではないかと指摘した。既にユーロ圏の IS バランスは民間部門全体が貯蓄過剰に陥っており、「IS バランスの日本化」は半ば完了している。米国についても金融危機後は家計部門が貯蓄過剰に陥っており、その状況は未だに変わっていない。企業部門は断続的に貯蓄不足となり実体経済を支えているが、コロナショックの

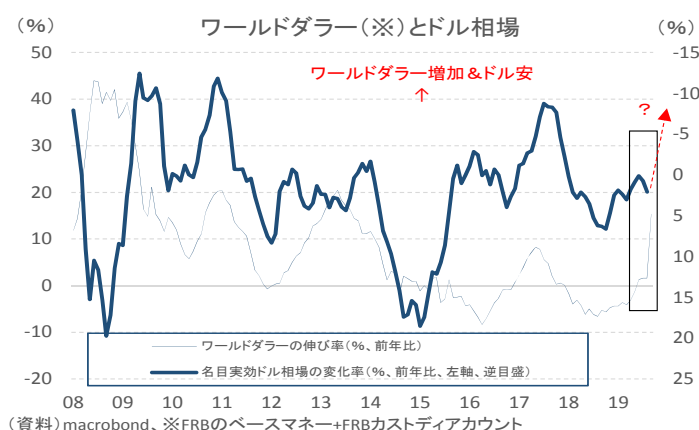
第二波、第三波を警戒する心理が支配的となれば、企業部門も貯蓄過剰となる可能性は視野に入る。それだけ消費・投資と貯蓄をマッチングさせる金利(自然利子率)が低下する世界が近づくということであり、マイナス金利導入観測は全く根拠がない話ではない。



～大統領のマイナス金利要請の意図は～

既報の通り、トランプ米大統領が執拗にマイナス金利導入を要請していることもあり、当面は「FRB がマイナス金利を導入するか否か」が金融市場における注目論点の 1 つとならざるを得ない。トランプ大統領は 13 日、記者団に対し「私はマイナス金利の信奉者だ」と述べ、日本やユーロ圏(ドイツ)が「マイナス金利の恩恵を受けている限り」、FRB も政策金利をマイナスにすべきだと述べている。こうした論調はもはや口癖のようなものであり、真に受けるべきではないという見方もある。実際、昨年来、この手の発言は繰り返されてきた。だが、マイナス金利までの距離感が相応にあった昨年までと、あと 1 回(25bps)利下げすればマイナス金利になる現在とは受け止め方も変わってこよう。

そもそもこのマイナス金利への執着は一向に是正されないドル高を意識したものである可能性もある。過去の本欄でも議論したように、これほどの量的緩和と財政出動が行われればドル高になるという方が直感的に無理があり、ワールドダラーとドル相場の関係からそうした印象はやはり抱かれる(図)。この点、コロナショックに関心が集中する中で材料視されなかったが今年 2 月 3 日、米商務省から為替に関する重要な公告が出されている。それは通貨安



誘導が認定された国からの輸入品に対しては(その通貨安で米国が不利になった分)相殺関税を課すとの規則だ。これは外国政府による為替操作を特定企業への補助金とみなして、同企業からの輸入に相殺関税を課するというロジックだ。この規則が 4 月 6 日から施行されている。同規則によれば、米商務省は実質実効為替レート(REER)と、その均衡為替レートを比較して「切り下げ」の有無を判断するとしており、それが特定企業に利益がもたらされたかを判断するという。仮に商務省に

より判断された場合、「通貨安で得をした」分については相殺関税で応戦するという話である。

ここまで見ると、米財務省「為替政策報告書」における為替操作国認定との重複感がどうしても気になるところだろう。商務省は企業というミクロ、財務省は通貨政策としてマクロを相手にしているという違いはありそうだが、結局落としどころは追加関税であり相手国にとっては同じである。この点、商務省は「財務省の手続きとは目的も法的根拠も異なり、商務省は議会から国内産業を救済するための権限が与えられている」¹と強調している。いずれにせよ、今後は財務省が認定しなくとも商務省が認定することで実質的な為替操作国のレッテルが貼られる可能性があるということであり、一段と対ドル相場に米国の政治的意図が意識される時代になったと考えられる。

こうした動きを踏まえた上で、トランプ大統領のマイナス金利要請やこれに呼応する市場期待の変遷を読み解く必要があり、少なくとも 1 年前と比較すればマイナス金利の足音は現実感を持って受け止められるものになっているように感じられる。仮にそうなった場合は、ユーロがマイナス金利導入と共に下落の一途を辿ることになった経緯を今一度思い返したいところである。

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

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。

¹ JETRO『米商務省、為替操作に対する相殺関税適用にかかる最終規則を発表、4月6日施行』2020年2月7日

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6月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
	リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かすの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～
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？
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
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	債券相場の現状と展望～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～政治も金融もボンドの足枷～
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～「タカ派の利下げ」から「ハト派の現状維持」～
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