

みずほマーケット・トピック(2020年5月15日)

週末版

内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック: マイナス金利を正当化した ECB 論文~「次の一手」としての深掘りを予見させるものか?~	

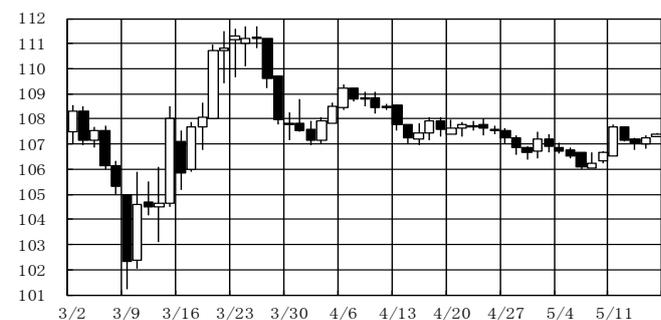
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週前半に高値を付ける展開。週初 11 日 107 円手前でオープンしたドル円は、中国人民銀行がより強力な政策の発表を示唆し、海外市場で円売りが強まり、じり高で推移した。その後も円売り・ドル買いが継続したことから、一時週高値の 107.72 円まで上昇した。12 日は、米中貿易問題の再燃懸念を受けリスクオフの展開となり、上値が重い動きが続いた。海外時間では、原油価格が追加減産の思惑を受けて上昇したことで徐々にドル売りが優勢。米金利が低下し、株式市場は大幅安で引けたことから 107 円台前半まで下落した。13 日、ドル/円じりじりと値を下げる中、海外時間のパウエル FRB 議長の講演で、経済の下方リスクを示唆した発言を受けてドル売りが加速。一時週安値の 106.74 円まで下落した。その後はドルが買われ 107 円台を回復したが、軟調な株式市場の動きを受けて上値の重い展開が続いた。14 日は、WHO が新型コロナウイルスの消滅しない可能性について言及し、リスクオフの動きが進んだ。ドル/円は、一時週安値付近まで下落したが、NY ダウ平均が徐々に回復したことでじり高となった。本日は 107 円台前半で推移している。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半に高値を付ける展開。週初 11 日、1.08 台前半でオープンしたユーロ/ドルは小幅な値動きが続いた後、下落に転じ 1.08 付近での推移となった。12 日は、米中貿易問題の再燃懸念を受けたリスク回避の動きに、1.07 台後半まで下落した。その後は、原油価格の上昇や米金利低下の影響を受けてユーロ/ドルは一時 1.08 台後半までじりじりと値を上げた。13 日は、パウエル議長の講演を控える中、ドル売りが徐々に加速し、講演後も米国の景気後退リスクが指摘されたことでドル売りが更に強まり、一時週高値の 1.0896 まで上昇した。その後はドルが買い戻される展開に反落し、株安を受けたユーロ/円の売りも加わり、1.08 台前半まで下落した。14 日は、トランプ米大統領の中国への失望や強いドルを支持するとの発言を受け、ユーロ/ドルは一時週安値の 1.0775 まで下落した。その後一旦は、1.08 を上抜けるも再度週安値付近まで反落し、上値の重い推移が続いた。本日は 1.08 付近での推移が続いている。

今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		5/8(Fri)	5/11(Mon)	5/12(Tue)	5/13(Wed)	5/14(Thu)
ドル/円	東京9:00	106.38	106.94	107.60	107.18	106.92
	High	106.75	107.76	107.68	107.27	107.37
	Low	106.23	106.34	107.12	106.74	106.78
	NY 17:00	106.65	107.66	107.15	107.05	107.23
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0836	1.0838	1.0810	1.0845	1.0821
	High	1.0876	1.0850	1.0886	1.0896	1.0823
	Low	1.0815	1.0800	1.0785	1.0812	1.0775
	NY 17:00	1.0844	1.0807	1.0849	1.0819	1.0805
ユーロ/円	東京9:00	115.31	115.90	116.29	116.20	115.68
	High	115.74	116.51	116.86	116.40	115.93
	Low	115.05	115.64	115.96	115.70	115.34
	NY 17:00	115.65	116.32	116.23	115.80	115.88
日経平均株価	20,179.09	20,390.66	20,366.48	20,267.05	19,914.78	
TOPIX	1,458.28	1,480.62	1,476.72	1,474.69	1,446.55	
NYダウ工業株30種平均	24,331.32	24,221.99	23,764.78	23,247.97	23,625.34	
NASDAQ	9,121.32	9,192.34	9,002.55	8,863.17	8,943.72	
日本10年債	0.00%	0.01%	-0.01%	0.00%	-0.01%	
米国10年債	0.68%	0.71%	0.67%	0.65%	0.62%	
原油価格(WTI)	26.17	25.08	26.33	25.68	26.15	
金(NY)	1,713.90	1,698.00	1,706.80	1,716.40	1,722.80	

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では 21 日(木)に、FOMC 議事要旨(4 月分)の発表を控える。今週 13 日(水)にパウエルFRB 議長が講演を行ったが、新型コロナウイルスの影響によって米経済は甚大な影響を受けており、景気回復に相応の時間が必要であることが示唆された。具体的な内容としては、新型コロナウイルスによる景気後退について、範囲やスピードが近年で前例がなく、第 2 次世界大戦後などの不況に比べても深刻であると述べた。景気の先行きについては極めて不透明としたうえで、雇用については今後 1 か月にかけて底に向かい、その後は急回復していくとの見方を示した。加えて、景気回復のペースが遅い場合には経済の長期停滞を招く可能性があることを懸念しており、これを回避するためには、追加の政策手段が必要になることにも言及した。ただし、パウエル議長は、現状でのマイナス金利導入については慎重な姿勢を見せた。むしろ米政権と連邦議会による追加の財政出動が有効である点を強調し、トランプ米大統領が FRB に対して、マイナス金利の導入を強く呼びかけている姿勢とは対照的な見解を示した。今回の議事要旨では、上述の内容のほか、4 月 FOMC では、金融緩和を見送ったものの、更なる量的緩和を含めた今後の追加緩和策に関する議論が焦点となりそうだ。
- 本邦では、18 日(月)に 1~3 月期 GDP(速報、季節調整済)の発表を控える。前回の 19 年 10~12 月期の結果は前期比▲1.8%、年率換算で▲7.1%となっており、約 5 年ぶりの下げ幅を記録した。内訳をみると、外需の寄与度が+0.5%であったのに対し、内需の寄与度が▲2.3%となっており、世界的な景気停滞や消費増税後の需要減がうかがえる結果となった。今回の結果についても、国際通貨基金(IMF)が 4 月に世界経済見通しにて日本の経済成長率を新型コロナウイルスの影響で前年比▲5.2%に落ち込むといった予測をはじめ、経済の回復は 21 年を待たねばならないという見方が大勢を占めつつあるようである。なお、ブルームバーグの事前予想では、今回の結果を前期比▲1.1%、年率換算で▲4.5%と更なる悪化を見込んでいる。

	本 邦	海 外
5 月 15 日(金)	・4 月国内企業物価指数	・米 5 月 NY 連銀製造業景気指数 ・米 4 月 鉱工業生産/設備稼働率 ・ユーロ圏 1~3 月期 GDP(速報)
18 日(月)	・1~3 月期 GDP(速報) ・3 月第 3 次産業活動指数	・米 5 月 NAHB 住宅市場指数
19 日(火)	・3 月設備稼働率/鉱工業生産(確報)	・米 4 月住宅建設許可/住宅着工件数 ・英 3 月雇用統計
20 日(水)	—————	・米 4 月 FOMC 議事要旨発表 ・ユーロ圏 3 月経常収支 ・ユーロ圏 4 月 CPI(確報)
21 日(木)	・5 月製造業/サービス業 PMI(速報)	・米 4 月中古住宅販売件数 ・英 5 月製造業/サービス業 PMI(速報)
22 日(金)	・4 月全国 CPI	・ユーロ圏 5 月製造業/サービス業 PMI(速報)

【当面の主要行事日程(2020 年 5 月~)】

ECB 政策理事会 (6 月 4 日、7 月 16 日、9 月 10 日)
 米 FOMC (6 月 9~10 日、7 月 28~29 日、9 月 15~16 日)
 日銀金融政策決定会合 (6 月 15~16 日、7 月 14~15 日、9 月 16~17 日)
 G20 財務相・中央銀行総裁会合(7 月 18~19 日、10 月 15~16 日)

3. マイナス金利を正当化した ECB 論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～

ドイツ違憲判断は今のところ、あくまで法律問題という整理

ECB の金融政策を巡ってはドイツ憲法裁判所が ECB の運営する公的部門購入プログラム (PSPP) の一部について違憲判断を下したことが話題となっている。本欄では繰り返し議論しているように、現状では①パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) が量的緩和の主砲であること、②PSPP におけるドイツ国債の購入割合は控えめであることなどから喫緊の問題にはならないと考えられる。そもそも万が一、3 か月後に ECB が適法性を証明できなかったとしてもドイツ国債が買えなくなるのはドイツ連邦銀行 (ブデスバンク) であって、他の加盟国の中銀がドイツ国債を少しずつ余分に購入すれば良い話である。本件は「加盟国の司法判断」と「EU の司法判断」が対立した時にどのように処理するのが適切かという法律問題であって、経済・金融情勢への影響を懸念する問題ではないだろう。とはいえ、PEPP はあくまで緊急的なツールであって常設が期待できないものであることを思えば、アフターコロナの局面まで見通せば、ECB は厄介な問題を将来にわたって抱え込んでしまったように思えなくもない。

マイナス金利の有効性を説く ECB 論文

ところで ECB は今週 13 日、『Negative rates and the transmission of monetary policy』と題した論文を発表している。当然だが、マイナス金利政策の有効性を主張する内容であり、ここに来て「量」の面で上述のような法律的問題が生じていることを合わせ見れば、「次の一手」としてのマイナス金利深掘りという論点に注目が今後集まってくる可能性があるので簡単に見ておきたい。論文の導入部分では、「マイナス金利がイールドカーブ全般にわたって効果を発揮し、タームプレミアムの押し下げにより資産価格の上昇が実現された後、銀行が貸出を増やすインセンティブにもなる」と端的にマイナス金利のメリットを紹介するところから始まっている。元々、マイナス金利の副作用としては、現金の非負制約 (現金はマイナス金利にならない) を踏まえれば、現金需要への大きなシフトが発生し、銀行収益を劣化させるとの展開が懸念されていた。また、仮に現金を貯蔵する動きが、マイナス金利を受けたポートフォリオリバランス効果 (より期待収益の高い資産クラスへ資金が押し出される動き) を上回れば、政策効果も薄れるとの懸念も当初からあった。しかし、これらの副作用を論文は否定している。例えば、現金へのシフトに関しては「今のところ、そうしたタイプの大規模な流動性漏出 (liquidity “leakages”) の兆候はない。これは決済や貯蓄の手段としての中銀準備預金や民間銀行の普通預金が提供するサービスを放棄するコストに起因するものと考えられる」と指摘し、現状では副作用が抑制されているとの見方を示している。

確かに、貨幣流通高が 2014 年 6 月のマイナス金利導入を境に加速度的に伸びたというデータはなく、それ以前以後では変わっていない

(図)。この点、リテール預金へのマイナス金利は法的問題への懸念 (国による) そして預金流出への懸念もあって基本的に実施されていないのでマイナス金利を嫌気した現金シフトは無くても当然という考え方はあり得る。ユーロ圏の多くの加盟国では法人預金に対してはマイナス金利が合法化されており、その動きは徐々に広がっているが、リテール預金にはそのような動きが



拡がっているわけではない。しかし、リテール預金に明示的なマイナス金利を課すことがなくとも、手数料などを踏まえれば実質的にマイナス金利になっているケースもあるはずだ。にもかかわらず、銀行預金が著しい流出に見舞われているという兆しは見られてないことについて、論文は「名目マイナス金利はリテール預金者の行動をわずかにしか変えていない。これは貨幣錯覚や何らかの行動バイアスの結果と考えられる」と結んでいる。いずれにせよ、マイナス金利があるからと言って銀行から資金逃避が起きるような動きには未だ至っておらず、この意味で副作用は現時点で押さえられていると論文は指摘する。

銀行収益の影響は「無視できる (negligible)」

片や、懸念される金融機関収益に対する影響については「実証的問題(empirical questions)」であるとして、マイナス金利の功罪を両論併記しつつも、結局のところは「問題なし」と結論付けており、議論を呼びそうである。論文は長短金利差を源泉とする銀行収益がマイナス金利によって圧迫されていることは認めつつ、資産価格の押し上げや、(マイナス金利政策によって) マクロ経済が支えられていることによって収益が押し上げられているとポジティブな効果も強調されている。とりわけマクロ経済環境の好転によって銀行が携わる金融仲介の量は増加し、純金利収入 (net interest income) はサポートされたはずと指摘され、低金利環境による借入需要の押し上げ、保有有価証券の含み益増大なども言及があった。

だが、これらのポジティブな効果を指摘する分析は一見して正しそうだが、怪しいものがある。そもそも「マクロ経済環境の好転」がマイナス金利を大前提として起きているものかどうかは断言できまい。常にそうだが、政策は「それをやらなかった時」のシミュレーションができないため、政策を擁護する側は批判する側に比べて圧倒的に有利である。マイナス金利のお陰で景気が安定していたという前提に依存しながらポジティブな効果を謳うことには危うさを感じざるを得ない。

これに対し、マイナス金利導入による長短金利差の消滅 (ひいては銀行収益の圧迫) は紛れもなく因果関係があるものだ。だからこそ「実証的問題 (empirical questions)」と述べ、判断を保留しているのだろうが、最終的に論文として示している結論が「マイナス金利が銀行収益にもたらす影響は中立的なものである。全ての効果を考慮すれば、現状、マイナス金利政策は銀行収益に対して無視できるほどの影響 (a negligible impact) しか持たない」というものであることに関し、異論は少なくあるまい。

「次の一手」は示唆するものか？

こうした論文は「次の一手としてのマイナス金利深掘り」を予見させるが、「さらなる緩和拡大やマイナス金利深掘りの際、金融政策の波及経路を阻害しかねない潜在的要因を注意深く監視すべきである」との一文も見られている。現状から「次の一手」を導くことには一応の慎重さも示している。3月の「悲観の極み」とも言える状況下、FRBの大幅利下げの直後で期待が高まっていた時ですら利下げしなかったことを思えば、引き続きマイナス金利深掘りは有力なオプションではないと予想している。

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。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.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
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)
	リスクシナリオも練り直し～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「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～「抜かざるの宝刀」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入」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(急避されるユーロ～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	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」という連～
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～