

中期為替相場見通し

2019 年 9 月 30 日

みずほ銀行
市場営業部

目次

【見通しの概要】

P.2

◆ ドル/円相場の見通し～ドルの過大評価は 2017 年以来の水準に～

為替市場の概観～REER から見える「G3 通貨 vs. その他通貨」の構図～

P.3

円相場の基礎的需給の現状と展望～崩れない均衡と小さい値幅～

P.4

日米金融政策の現状と展望～9 月乗り切るも日銀の難局は続く～

P.5

米国の通貨政策について～ドル売り介入というリスク～

P.8

メインシナリオへのリスク点検～財政政策というアップサイドリスク～

P.9

◆ ユーロ相場の見通し～出尽くしで追い込まれる ECB～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～

P.12

欧州を中心とするマイナス金利の現状と展望～「羊頭狗肉」化する現状～

P.14

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

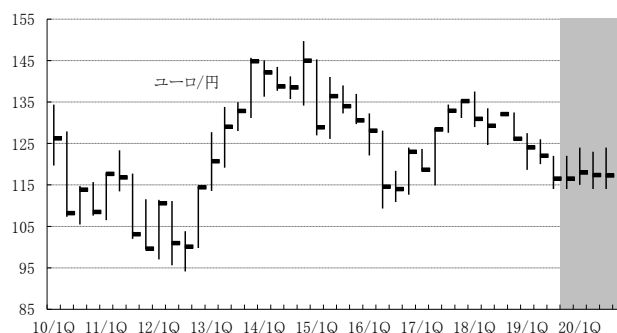
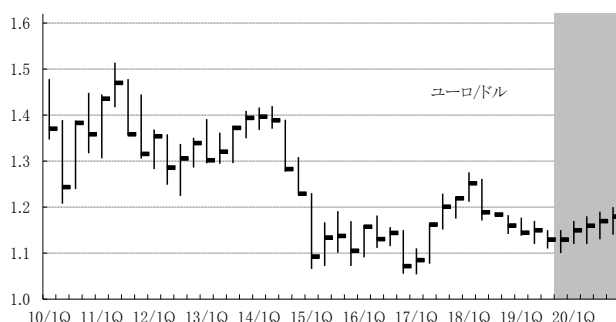
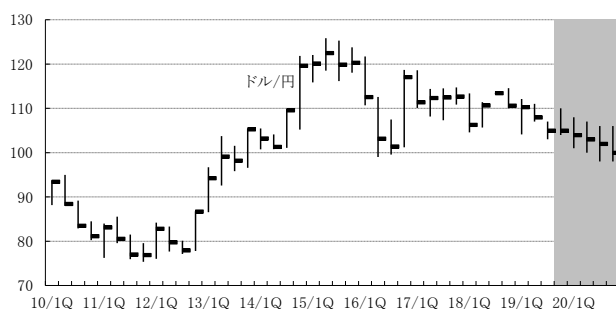
9月のドル/円相場は8月の下げを取り戻した。9月、FRBは2度目の利下げに踏み切ったものの、米中貿易戦争を巡る緊張感が一旦は収束していることを受けて米金利もドルも上昇している。また、FOMC政策メンバーによる金利見通し(ドットチャート)を見るとメンバーの約半数が2020年の利上げ復帰を想定しており、利下げの早期終了で意見集約が進んでいることを窺わせた。しかし、米国の雇用・賃金市場は成熟化しており、先行きは悪化含みで見るのが無難と考えられる。FRBが早期利上げに復帰できると筆者は思わない。また、実質実効為替相場で見ると、ドルの割高感は過去5年間のピークに接近している。現状並みに割高だった2017年には大幅なドル安が進んだことを思い返しておきたい。一方、円安リスクもある。特に米政府は超長期債の発行を検討するなど財政出動に関心を抱いており、これによる景気の上振れは要注意である。中国やドイツの先行きを読み解く上でも財政出動がキーワードになっており、両地域が明確に立ち直ってくるようだと市場のムードが好転し、円安に振れる恐れがある。とはいえ、政治的な動きを中心にノイズは様々想定されつつも、予測期間中に「米金利が上がることは無さそう」という前提は堅いだろう。必然的にドル/円相場の上値は重く、じり安の展開を予想したい。

片や、ユーロ相場は軟調地合いが続いている。FRBの連続利下げにも拘らずドル相場が高止まりしていることからユーロが相対的に押し下げられる地合いである。また、9月にECBは預金ファシリティ金利を▲0.50%に引き下げた。この際、階層化システムも導入したことで複数回の利下げ余地が生まれたと考えられる。マイナス金利が持つ実質的な影響は階層化により骨抜きされるとしても、その「看板」が持つ通貨安効果は侮れず、金融政策の先行きを踏まえればユーロに手を出しにくい投資家は多いだろう。とはいえ、このままドル相場が何の調整も経ずに上昇を続けるという想定にもかなり無理がある。9月のECBは多数のメンバーが反対を押して拡大資産購入プログラム(APP)の再開を決定したが、市場ではこれを「材料で尽くし」と評価する向きが多く、さほどユーロ売りに繋がっていない。利下げ余地が大きいドルの調整(下落)はやはり当面のテーマと考えられ、その受け皿としてユーロが相対的に浮揚するというシナリオはまだ捨てきれないと筆者は考えている。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2019年 1～9月(実績)	10～12月期	2020年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	104.10 ～ 112.40 (107.89)	104 ～ 110 (105)	101 ～ 108 (104)	100 ～ 107 (103)	98 ～ 106 (102)	98 ～ 106 (100)
ユーロ/ドル	1.0904 ～ 1.1570 (1.0937)	1.08 ～ 1.13 (1.11)	1.10 ～ 1.15 (1.13)	1.10 ～ 1.16 (1.14)	1.11 ～ 1.17 (1.15)	1.12 ～ 1.18 (1.16)
ユーロ/円	115.87 ～ 127.50 (117.98)	114 ～ 122 (117)	115 ～ 124 (118)	114 ～ 123 (117)	114 ～ 124 (117)	114 ～ 124 (116)

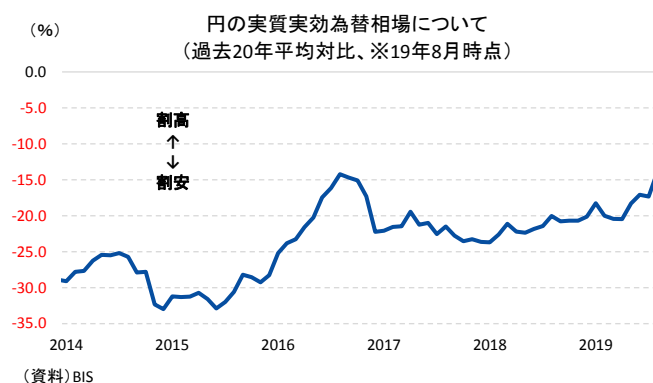
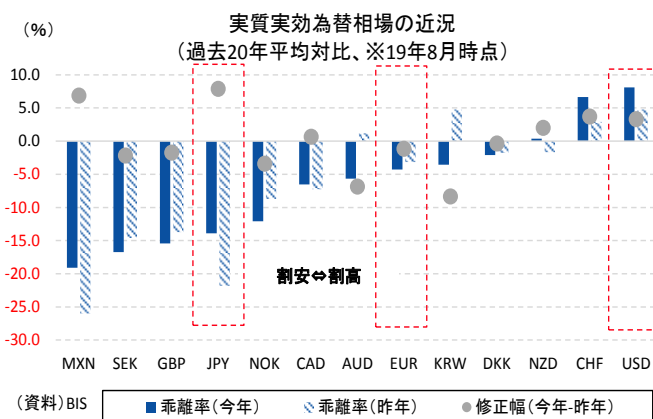
(注) 1. 実績の欄は9月30日までで、カッコ内は9月30日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



◆ ドル/円相場の見通し～ドルの過大評価は 2017 年以来の水準に～ 《為替市場の概観～REER から見える「G3 通貨 vs. その他通貨」の構図～》

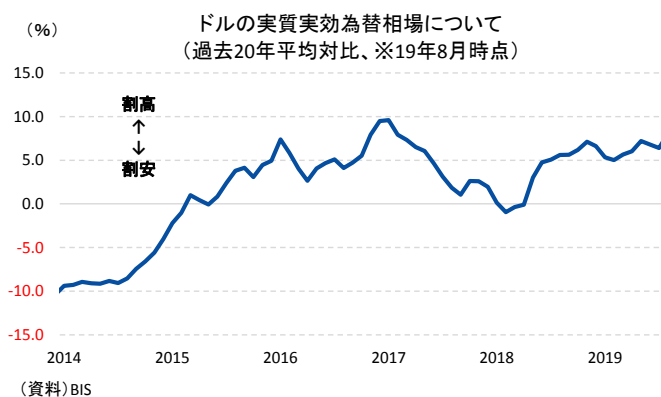
REERで見るG3通貨の現状

本欄では為替市場の全体感を把握するにあたって国際決済銀行（BIS）が月次で公表する実質実効為替相場（REER）の動きに着目している。具体的には各通貨の長期平均（20 年平均）と当該月の水準を比較した上でその乖離率に着目し、今後の修正余地や方向感の勘所としてきた。本稿執筆時点では 8 月末時点の水準が公表されており、これを比較したものが右図（上）である。G3 通貨という目線から過去 1 年を評価すると、①円は依然割安だが、かなり大きな修正が進んでいること、②ドルの割高感が広がっていること、③ユーロの割安感は大して変わっていないこと、などが指摘できる。特に目を引いたのは①だ。円の長期平均からの乖離率は 8 月末時点で▲13.9%と昨年（▲21.8%）から 7.9%ポイントも縮小している。右図（上）で示されるように、過去 1 年の主要通貨の中で最も乖離率の振れ幅が大きかった通貨である。ちなみに▲13.9%は依然、小さくない割安評価ではあるが、過去 5 年間では最も割安感が解消された状況でもある（右図・下）。ドル/円相場において円高・ドル安は限定的なものにとどまってはいるが、REER ベースでの円高はまとまった幅で進んでいるという認識は持ちたい。



ドルの割高感は非常に大きい

ドルについて同様の視点で評価すると+8.1%と昨年（+4.8%）から+3.3%ポイントも拡大している。この間、FRBの金融政策は2回利上げ（昨年9月・12月）して2回利下げ（今年6月・9月）するという急旋回を見せており、直感的にはドルの REER は下落している方が腹落ちするが、むしろ騰勢を強めている。世界の経済・金融情勢が悪化し、全世界的に金利が低下する中で絶対金利水準に旨味があるドル建て資産に世界の運用難民が殺到したという理解が適切だろうか。いずれにせよ REER ベースで円がまとまった幅で高くなっている一方で、ドルも同様に高くなっているというのが過去 1 年間の為替市場で起きたことであり、結果としてドル/円相場の値幅が相

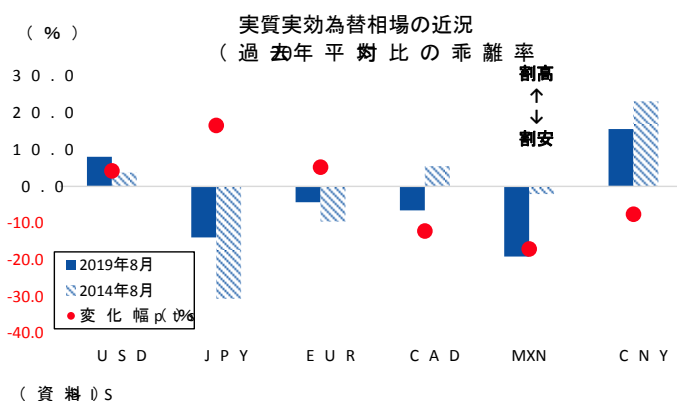


変わらず狭いものになっているのは必然の帰結と言える。なお、+8.1%は過去 5 年間で割高感がピークに近い状況であり、これに近かった 2017 年は大幅にドル安が進んだことは思い返しておきたい。

「G3通貨 vs. その他通貨」の構図

なお、最近 1 年という期間について見ればユーロの REER に大きな動きはない。長期平均からの乖離率で評価すると 8 月末時点では▲4.3%と昨年 (▲3.2%) から▲1.1%ポイント、割安幅が拡大している。拡大資産購入プログラム (APP) の停止まで漕ぎ着けた昨年末から 1 年も経たないうちに利下げと APP 再開を決定したわけだが、この急旋回から抱かれるイメージほどユーロは下落していないとも言える。とはいえ、年初には想定されていなかったドイツのリセッションリスクが浮上する中、ユーロが買われる材料は「ドルが買われ過ぎているから」くらいしか思い当たらないのも事実だろう。

だが、軟調な動きが続いているユーロの REER でも、5 年前から見れば明らかに割安感の修正は進んでいる。これはユーロだけではなく、ドルも円も同様だが、過去 5 年に区切ってみれば G3 通貨の REER は全て上昇している (図)。当然、この裏側ではその他通貨が下落しているわけだが、例えばドルの REER を考察する上で大きなシェアを占めるカナダドルやメキシコペソ、そして人民元などは 5 年前から▲



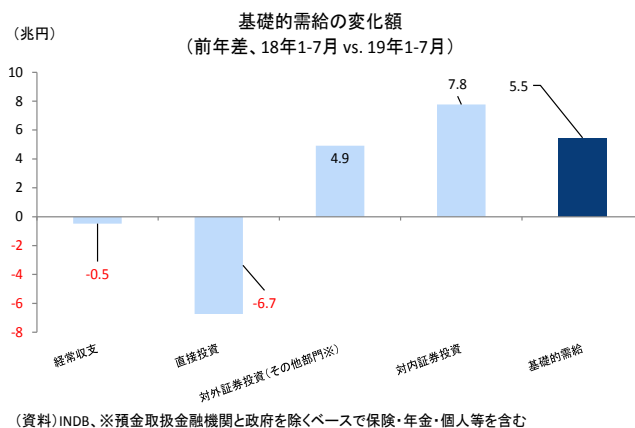
7%~▲17%ポイント程度、割安方向に幅を拡大させていることがわかる。となく G3 通貨間の値動きに注目が集まりやすいが、実効ベースで見れば「全て買われている」という認識は重要であり、だからこそ「G3 通貨 vs. その他通貨」の構図の中でドル/円相場を筆頭とする主要通貨ペアに値幅が出ていないというのが現状の為替相場の概観となる。こうした現状の背景には様々な要因がありそうだが、やはりドルに関しては絶対金利水準の高さが好感されている部分があるだろう。片や、絶対金利水準の低い円やユーロが買われている理由を敢えて考えれば、新興国の金利の方が下げ余地が大きく、とりわけ過去 5 年においてはその動きが為替の動きに強く作用したということかもしれない (円やユーロはもう下がり切っているので低金利を理由に売られにくい)。しかし、その新興国でも金利の下げ余地が使い果たされつつある中、「G3 通貨 vs. その他通貨」の構図が今後 5 年も続くと考えるのは危ういだろう。金利変動が為替変動を説明できる部分が小さくなっていけば、やはり物価尺度で見た調整余地を映し出す REER の「歪み」は重要なヒントを与えてくれるのではないか。円については割安感の、ドルについては割高感の修正余地が残っていることは忘れないでおきたい。

《円相場の基礎的需給の現状と展望～崩れない均衡と小さい値幅～》

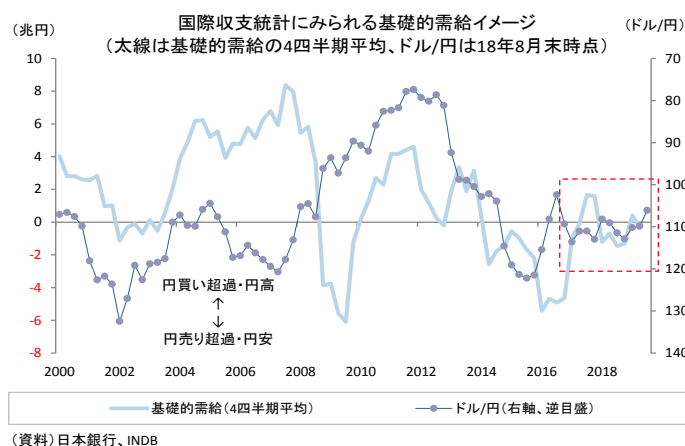
基礎的需給とドル/円相場の振幅

8 月以降のドル/円相場は激動という印象もあるが、実際のところは 106 円を挟んで「±1.50 円」のレンジから脱し切れていない。これは需給環境からも透けて見える事実だ。国際収支統計を元に本欄で見通し策定の指針としている基礎的需給バランスの現状を見ると、最新となる 1~7 月期合計で基礎的需給は約▲2.8 兆円と若干の円売り超過であるものの、近年続いている一種の均衡状態から大きく抜け出せて

いるイメージはない。だが、均衡の中身は徐々に変わってきている。図は各項目について今年1～7月期と前年同期（1～7月期合計）を比較したものである。クロスボーダーM&Aの隆盛を背景に直接投資が円売りをけん引する一方、対外証券投資を通じた円売りは勢いが衰えている（マイナスの資本フローを意味する円売りが減少したので符号はプラスとなる）。FRBがハト派色を強める中、本邦から海外への投資意欲も減退していることだろう。大きな構図として「増える直接投資」と「減る対外証券投資」がぶつかり合う傍らで、債券を中心として対内証券投資が増加し、過去1年では円買いに傾いたという事実がある。2018年まではFRBの正常化プロセスが継続することを前提として対外証券投資も相応に増え続けるという前提があったが、今年からは減少に転じている。直接投資が勢いを維持できているからこそ大きな円買い傾斜にはなっていないが、今後もこのバランスが保たれるか確証は持てない。筆者はFRBを取り巻く政治・経済の状況を考慮すれば「減る対外証券投資」は当面続いて不思議ではないと考えるが、米中貿易摩擦が激化しグローバルなサプライチェーンの行く末が読みづらくなっている中で「増える直接投資」が続くかどうかは怪しいものがあると考えている。



2000年以降に関し、基礎的需給の趨勢とドル/円相場の動きを重ねたものが右図となる。ドル/円相場の振幅が小さくなっている背景に基礎的需給の振幅も小さくなっているという事実があることは無視できないように感じられる。ドル/円相場が方向感を失い始めた2017年前後から基礎的需給の趨勢も均衡付近で推移し始めていた。2019年もこのままいけばドル/円相場のレンジは8.30円と2年連続で史上最小を更新する異常事態になる。その背景としてAI取引の普及や世界経済の安定を指摘する



声など様々だが、単純に「需給が傾いていないから」というだけである可能性もあるのではないかな。

《日米金融政策の現状と展望～9月乗り切るも日銀の難局は続く～》

100円割れ前に日銀が動く必要なし

9月17～19日にかけてはFOMCおよび日銀金融政策決定会合が立て続けに開催された。後者に関しては予想通りの無風ではあったが、敢えて言えば「経済・物価情勢の展望（展望リポート）」を公表する次回10月末の決定会合を前に「経済・物価動向を改めて点検していく」との一文が加えられたことが耳目を集めている。この点、「次回会合以降での追加緩和（恐らくはマイナス金利の深掘り）」が示唆されたという解釈もあるようだが、そもそも経済・物価動向を点検しない会合などあり得ず、深読みは禁物に思われる。7月会合で「躊躇なく」とのフレーズを挿入したことで何らかの前進姿勢を見せねばならないと

いう経緯があり、苦肉の策として付加した一文なのだろう。

日銀の政策反応関数において最重要の変数であるドル/円相場が直近高値圏にある以上、カードの少ない日銀が動く蓋然性はなく、これは10月以降も基本的に変わらない方針のはずである。輸出企業の採算レートは内閣府の『2018年度企業行動に関するアンケート調査』によれば99.80円、企業の想定為替レートは日銀短観6月調査で109.40円である。こうした調査を踏まえれば、当局の目線から見て、「99.80～109.40円」ならば企業部門の収益を過度に心配しなくて良いと思われる。裏を返せば、1ドル100円を割り込んで定着するような地合いになれば、マイナス金利の深掘りは検討されるかもしれない。もっとも、100円を割り込むようなドル安が進んでいる最中でマイナス金利を深掘りしたところで、その潮流が変わるかどうかは別の話として解釈すべきではある。

FRB、2020年の利上げ復帰が半数近く

一方、FOMCは非常に今後が読みづらい事態となりつつある。▲25bpsの利下げ（「2.00～2.25%」→「1.75～2.00%」）やこれに対するトランプ米大統領の悪態（パウエルFRB議長に対し「臆病者」とツイートしている）は想定通りではあったが、政策メンバーの金利見通し（ドットチャート）はかなり割れている。FF金利の年末水準に関する見通し（中央値）は2019年から2022年にかけて「1.875%

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2019	2020	2021	2022	Longer run
Sep-16	2.625%	n.a.	n.a.	n.a.	2.875%
Dec-16	2.875%	n.a.	n.a.	n.a.	3.000%
Mar-17	3.000%	n.a.	n.a.	n.a.	3.000%
Jun-17	2.938%	n.a.	n.a.	n.a.	3.000%
Sep-17	2.688%	2.875%	n.a.	n.a.	2.750%
Dec-17	2.688%	3.063%	n.a.	n.a.	2.750%
Mar-18	2.875%	3.375%	n.a.	n.a.	2.875%
Jun-18	3.125%	3.375%	n.a.	n.a.	2.875%
Sep-18	3.125%	3.375%	3.375%	n.a.	3.000%
Dec-18	2.875%	3.125%	3.125%	n.a.	2.750%
Mar-19	2.375%	2.625%	2.625%	n.a.	2.750%
Jun-19	2.375%	2.125%	2.375%	n.a.	2.500%
Sep-19	1.875%	1.875%	2.125%	2.375%	2.500%

(資料) FRB

→1.875%→2.125%→2.375%」であった(表)。つまり、連続利下げの可能性は視野に入っていない。人数構成に目をやると、2019年末は1.625%（1回利下げ）が7名、1.875%（現状維持）が5名、2.125%（利上げ）が5名で概ね3分割されている。これが2020年末になると1.625%が8名、1.875%が2名、2.125%が6名、2.375%が1名と変わる。要するに、現状のFOMCでは2020年にかけて「利下げはあっても残り1回」という意見集約が進んでおり、今回の「保険的な利下げ」の効果もあって利上げ軌道に復帰できると考えるメンバーも半数近く存在するという解釈になる。今次利下げは「あくまで貿易摩擦を中心とするリスクへの『保険』であって、本丸である米経済は頑健である」という建付けの中で行われているため、連続利下げは正当化できないということだろう（現に2名が利下げに反対票を投じた）。

だが一方、長期的に望ましい政策金利（いわゆる中立金利）の水準は中央値こそ2.50%と前回から不変だが、その分布が明らかに下がっていることも見逃せない。具体的には3.25%が2名から1名へ、3.00%も2名から1名へ減少している一方、2.25%が0名から1名へ、2.00%も0名から1名へ増加している。つまり、目先の利下げ回数については必要性を見込む向きが減りつつも、利上げ復帰後の着地点についてはより低い目線を持つ向きが増えているということになる。今回のドットチャートをタカ派的と決めつけるのは必ずしも正しくない。

QE再開を巡る誤解

また、パウエル議長の会見もドットチャートの内容ほどタカ派色の強いものではなく、バランスを取りに行ったような印象を受けた。会見中では下方リスクが明確になれば連続利下げに至る可能性も示唆さ

れ、資産購入を早期に再稼働させる可能性にも言及があった。米経済を堅調とする一方、「世界景気は減速し続けている。私は7月の会合時より弱まったと思う」などと警戒を怠っていない。

ちなみに資産購入 (QE) の再稼働は最近の短期金融市場の金利急騰を受けたテクニカルな措置というのが正確な理解に近いと考えられる。既報の通り、FRB が想定した以上に短期金融市場の資金需要が逼迫しやすくなっており、言い換えれば、短期金利の上昇が始まる準備預金の水準が想定以上に高かった (言い方を変えればバランスシートの縮小をやり過ぎてしまい金利が上振れてしまった) ことが問題化している。こうした状況に対し、今回会合では超過準備の付利 (IOER) を▲30bps 引き下げて 1.80%へ、翌日物リバースレポ金利 (ON RRP) も▲30bps 引き下げて 1.70%とすることで、FRB を運用先とするインセンティブを低くし、市中で取引される流動性を拡大させ、短期金利の抑制が図られている。これらはひとえに「適正な所用準備の水準」が読みづらくなっている現状への一手である。今後、仮に QE 再開 (による流動性供給) が決断されたとしても、それは景気刺激ではなく、あくまで「準備預金の水準を復元し、短期金利の落ち着きどころを探る」といったテクニカルな文脈で読み解く筋合いにあると考えられる。だが、仮に再開された場合はトランプ大統領の FRB 批判や根強い緩和期待も相まって、「景気刺激策としての QE」という「誤解」を背景に米金利やドルの一段安を招く可能性は高いだろう。実際、それで政治的な歓心が買えるのであれば、FRB としても悪い話ではない。

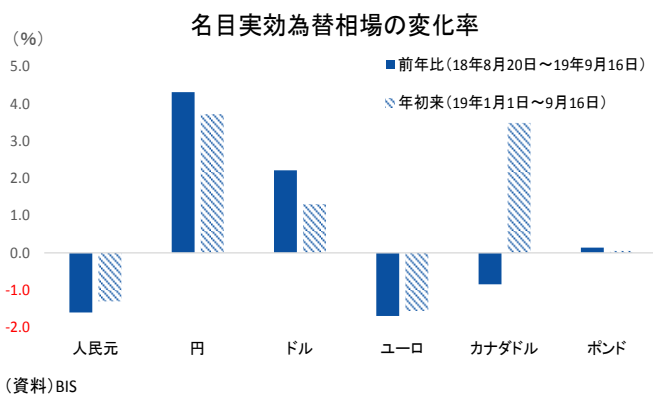
9月は逃げ切ったものの・・・

8月上旬、米中貿易摩擦が混沌とし、1ドル104円台が定着しかかっていた際には9月の日銀会合は欧米緩和に挟撃され修羅場を迎えるという見方が多くあった。しかし、蓋を開けてみれば ECB は材料出尽くしで逆にユーロ買いを招き、FRB も利下げの限定性 (あと 1 回) を示す結果となりドル安は進まなかった。結果的に日銀は次回会合以降の「点検」を誇示するだけで済んだというのが足許の整理になる。1

か月前の悲観を思えば、9月については首尾よく逃げ切ったという印象が抱かれる。

だが、世界的に金融緩和の潮流が続く限り、為替市場では誰かが「通貨高の按分」を引き受けなければならない。既に新興国では昨年に利上げした糊代を使い果たす国も現れており、それら通貨の「売り」に受け皿が必要な状況と見受けられる。現状、名目実効為替相場の動きを見る限り、円・カナダドルそして米ドルがこの役割を果たしていると言えそうである (図)。かかる状況下、円はドルに対して年初来では強含みを見せているものの、達観すれば「円高でありドル高である」という状況が続いており、それゆえに値幅が出ないというのがより正確な理解と考えられる。とはいえ、緩和余地の乏しさや頑健な対外経済部門を理由として、円相場が実効ベースで上昇しやすいという事実は簡単には変わらないだろう。

実際、FRB や ECB はまだ緩和を続ける余力がある。FRB に関しては、ドットチャートをいくら強気に仕立てたところで米中貿易摩擦が完全解決に向かうまでは金利を上げ方向で調整するのは難しく、「あっても残り 1 回で利下げが終わる」という想定はそこまで信じられるものではあるまい。年 4 回利上げた翌年に年 2 回利下げしているくらいなのだから、今想定されている利下げ回数も相応に幅を持って



みるべきと考える。片や、ECB については▲0.50%からの引き下げ余地は乏しいというのが衆目の一致するところだが、10 月 31 日から運用が開始される階層化システムの詳細を元に加重平均されたユーロ圏無担保翌日物平均金利（EONIA）を試算してみると、現在の▲0.45%から▲0.25%へとむしろ上昇するのではないかとの見方もある（実際に試算するとそうなる）。詳しくは後述するが、階層化システムの効用を背に副作用を顧みずに預金ファシリティ金利のさらなる引き下げが検討されても不思議ではない。

こうした中、9 月こそ無事に切り抜けたが、「日銀は何ができるのか」が問われる局面は再び到来するだろう。そうした意味では今後、柔軟に動けるように「点検」を強調した今回の決断は悪くない一手だったとは考えられるものの、元々低い市中金利が災いし▲0.10%の時点でリバーサルレート化していると言われる日銀のマイナス金利が複数回に亘って深掘りされる展開が本当にあるのかは疑わしいと言わざるを得ない。いずれにせよ為替市場の先行きを考える上では緩和余地の乏しさが円買いの動機として使われやすい時間帯が当面続くはずである。

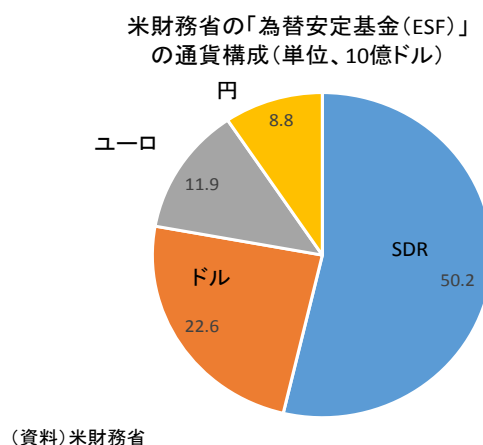
《米国の通貨政策について～ドル売り介入というリスク～》

実力行使を警戒

トランプ大統領の再三に亘る口先介入や FRB のハト派路線への急旋回にもかかわらず、ドル相場の高止まりが続いている。トランプ大統領に至っては 8 月末、「ユーロは対ドルでクレイジーに下落している（The Euro is dropping against the Dollar “like crazy,）」などとツイートし、「ドルは史上最高に高い。良いことのように聞こえるか？米国外に製品を輸出したい製造業者以外にとってはそうだろう」などと皮肉も口にしているが、為替市場の潮流に変化は見られない。もはやトランプ大統領の為替や金融政策に対する相場観は殆ど市場で相手にされていない。かかる状況下、トランプ大統領の性格を察するに「言っただけで分からないなら実力行使」という展開に踏み込んでくるのではないかと不安を抱かざるを得ない。冒頭述べたように、トランプ大統領の FRB 批判や実際の利下げを受けてもドル相場の騰勢は続いている。対ドルで上昇している通貨は円とカナダドルくらいだ。こうした相場の下で米国経済が失速しているという事実も重なる。これを知ったトランプ大統領がドル売り為替介入に関心を持つ可能性はやはり軽視できるものではないように思える。8 月 28 日、ムニューシン米財務長官は「現時点で介入の意向はない。状況は将来変化する可能性があるが、現在は介入を考えていない」と語っているが、そもそも米財務長官が為替介入の意向について弁明しなければならない状況が異例である。しかも「将来変化する可能性がある」以上、楽観はできない。

米国の為替介入は米財務省と FRB が協議した上で実施され、執行はニューヨーク連銀が実施する（ちなみに日本場合は財務省が決定した上で実施され、日本銀行はあくまでこの執行を代理する存在である）。再三報じられているように、米財務省の為替介入の原資は「為替安定化基金（ESF：Exchange Stabilization Fund）」として公開されている。現状では 2019 年 8 月末時点の残高が公表されており、ドル売りの原資となり得る米国債は 226.0 億ドル、IMF の特別引出権

（SDR）は 502 億ドルである。ちなみにドル売りの原資ではなく、単純に外貨売り（・ドル買い）の原



資としてはユーロが 119 億ドル、円が 88 億ドル存在する（前頁図）。ドル売り原資である米国債と SDR の合計は約 730 億ドル（226.0 億ドル+504.9 億ドル）、1 ドル 105 円にして約 7.7 兆円である。なお、2011 年 3 月 18 日、東日本大震災時の超円高を受けて行われた円売りドル買い介入の金額が約 6.9 兆円、史上最高値である 75.25 円をつけた同年 10 月 31 日に至っては 1 日で約 8.1 兆円だった。ESF の規模が介入基金としては極めて少額であることが分かるだろう。

威力はあっても「諸刃の剣」

しかし、基軸通貨国の為替介入はその他の国のそれとは比較にならない。米国がドル売り介入に意欲を見ればそれだけでも破壊力は抜群と考えられ、ESF の原資以上に影響を持つのは間違いない。実際にはドル売り介入に踏み込む以前に「ESF の枠を拡大する」など、その検討をほのめかすだけでも直情的な為替市場は大きくドル安に反応するはずである。そもそも理論的には無限に実施可能なはずの自国通貨売り介入に「枠」が設けられていること自体、本質的には意味が無い。今後を見据えれば、「ESF の基金増額を検討→実際に増額→本当に実施」という 3 段階の時間稼ぎは可能ではないか。本欄では繰り返し述べているが、変動為替相場制は結局のところ、米国の通貨・金融政策の意思に左右される部分が非常に大きい。基軸通貨国が介入という究極の意思表示をした時の威力は推して知るべしである。

一方、ドル安を実現したとしても、それが米国の経済・金融情勢にとって好ましいことなのかどうかは定かではない。直感的にトランプ政権が国際協調を反故にし、単独介入を通じて力づくでドル安誘導を図ればドル建て資産を手放し、為替変動込みで期待収益の高そうな他通貨建ての資産を選択する資本フローが増えるはずである。象徴的には NY ダウ平均株価の急落となって表れる可能性があり、合理的に考えれば殆どあり得ない「諸刃の剣」と考えられる。また、為替政策報告書において「監視リスト」や「為替操作国認定」の判断を下す際、「為替介入の有無」を使用しているのに自らがこれに踏み込んでくるといっても政策的に整合的な判断とは言えない。

もっとも「合理的」や「整合的」はトランプ政権から最も距離が遠いフレーズでもあり、周囲の制止を振り切ってトランプ大統領の感情が先走ってきたという経緯も踏まえれば、やはり現在の為替市場において米国のドル売り介入はテールリスクの 1 つとして念頭に置きたい論点だろう。仮に、ドル売り介入で自国の経済・金融・政治情勢が混沌とした状況に陥った場合でも「FRB がだらしがないから財務省が変わりにやらざるを得なかった。元をただせば FRB が・・・」という主張を展開するトランプ大統領の姿が目には浮かぶようである。

《メインシナリオへのリスク点検～財政政策というアップサイドリスク～》

超長期債の発行と米財政出動

最後にメインシナリオに対するリスク点検を行いたい。変わらず本欄のメインシナリオの骨子は「過去 5 年にわたるドル高の修正」であり、その結果としての円高・ユーロ高である。上述したように、実効ベースで見たドル相場の騰勢は続いており、見通しを大きく変える必然性が感じられない。こうした認識の下、最大のリスクは円安方向のリスクとなるため、これに焦点をあてたリスク点検が重要となる。

主な論点をまとめたものが次頁表だが、前月から基本的に変わっていない。引き続き最も重要なリスクは①であり、これを読む上での情報は交錯している。9 月 11 日、トランプ大統領はツイッター上で FRB

の利下げによって金利負担を押し下げ、「借入期間をかなり長くすることができる」と述べた。この翌日（12日）、ムニューシン米財務長官が、米 CNBC のインタビューで50年物国債について「来年（2020年）の発行をとて真剣に考えている」と述べている。なお、ムニューシン米財務長官は「50年債の発行が成功すれば、100年債も検討」とまで語っており、将来的な財

警戒したい円安リスク

	具体例	象徴的には・・・	可能性
①	想定外の米経済堅調	トランプ政権による経済政策（例えば関税撤廃、減税）など	中～高
②	トランプ政権の保護主義撤退	米中貿易戦争の完全解決（追加関税の完全撤廃など）	低
③	ブレグジット方針の撤回	総選挙からの再国民投票	低～中
④	日銀の追加緩和	マイナス金利深掘り	低
⑤	中国/欧州の再加速	GDPの加速	低～中

（資料）筆者作成

政出動を見据えた資金調達に旺盛な意欲を示している。2020年にも50年債が発行されるのだとすれば、これに付随する（選挙を意識した）財政出動にも当然警戒を要する。仮に米議会との折衝が必要になる減税などの財政刺激策が難しいとすれば、大統領権限の下で乱発されている追加関税が順次取り下げられていくような展開も注視したい。仮に既存の制裁関税が取り下げられた場合、金融市場（とりわけ為替市場）はそれを減税として好感する可能性が相当高い。自作自演（もしくはマッチポンプ）以外何物でもないのだが、金融市場のセンチメントを浮揚させる策としては十二分な効果が期待できるだろう。

また、年初来の金融市場が米中貿易戦争の趨勢に振らされてきたことを思えば②も当然気にはなる。政治的駆け引きの要素が大きく合理的に予想が形成できるようなものではないが、これは9月下旬に動きづきはじめたトランプ大統領に対する弾劾手続き（いわゆるウクライナゲート問題）の行方に依存するだろう。本当に弾劾手続きがスタートすると、トランプ政権の時間と体力の多くがそちらに割かれることになることが予想される。本稿執筆時点では何とも言いがたい状態ではあるが、直ぐに中国との妥協を図れるような雰囲気とは言えないように思われる。いずれにせよ、金融市場は陰に陽に米経済の影響を受けざるを得ず、その好不調で為替市場の動きも規定される。当然、米景気が想定以上に粘り腰を見せてくれば、FRBの利下げも短命なものに終わる可能性があり、実際9月FOMCでもこのシナリオが示されている。本当にそうなるのであれば、米金利も上振れやすくなり、ドル/円相場も自ずとこれになびきやすくなる。円高シナリオにとって最も現実的かつ最大のリスクと考えられるだろう。

中国・欧州という足枷が外れる時

FRBの政策運営に影響を与えるという意味では中国や欧州の経済・金融情勢も重要であり、この点が⑤のリスクとなる。厳密には「中国や欧州の景気減速に底打ち感が見られる中、気をよくしたFRBが再び正常化に手をつけるリスク」とでも言うべきか。現状のFRBと政治（≡トランプ大統領）の関係性を踏まえればこの可能性は決して高くないが、9月に示されたドットチャートでは2020年の利上げ復帰を見込むメンバーが半分近くに及んでいるだけに、海外経済の浮揚に合わせてFRBがタカ派色を強めることは十分に考えられる。減税効果がこれから顕現化し、ここもとの元安が効果を発揮してくれば、中国経済の底打ちと共に世界経済のセンチメントが改善してくる展開はあり得る。

中国が立ち直りを見せてくれば、リセッションの淵にあるドイツを始めユーロ圏も復調の見通しが立つだろう。苦境にあるドイツがいよいよ財政出動に踏み切る兆候もあり、中国との立ち直りも相まってV字回復を果たすかもしれない。だが、本稿執筆時点ではドイツ製造業の立ち直りが予想以上に遅れており、ECBが利下げと量的緩和の双方を同時に強いられるという情勢にある。現実的には「欧州の想定外

の復活」よりも「欧州の想定外の失速」の方を懸念すべき局面だ。しかし、中国が復活する時にはドイツの輸出を通じてユーロ圏経済も復帰しやすいという視点は非常に重要である。今年になってから不安視されている世界経済の減速は中国や欧州の不調が足枷となっていることを衆目の一致するところであり、両地域の復調はそのまま国際金融市場のムードを一変させる可能性がある。これが⑤にまつわる円安リスクである。なお、米国も中国も欧州（ドイツ）も財政政策が契機となり想定外の改善を見せるというアップサイドのリスクが目につく。

禁忌とされたマイナス金利深掘りは日本でも？

国際機関の見通しなどが示すように、今後 1 年について言えば、世界経済は減速が続くというのが基本シナリオである。かかる状況下、かつてほどではないにせよ、円高圧力は慢性的に強いと考えられるが、これを跳ね返すだけの一手を日銀に期待するのは引き続き困難と考えられる。とはいえ、円高となれば「何もしない」というわけにはいかず、緩和を志向する FRB や ECB の動きに日銀も追随せざるを得ない。その効果を期待する向きは多くないが、後述するように、欧州を中心として「準備預金に階層化システムを導入すればマイナス金利は深掘りが可能」という機運が強まってきていることは気にしたい。半ばそれが禁忌とされたはずの日本でも再考の上、決断される可能性は否定できない。市場の大勢が「何をやっても大きな効果は期待できない」と想定しているからこそ「想定外の妙手」が大きな変動をもたらすというシナリオは捨て切れない。例えば、マイナス金利の深掘りとマイナス金利付き資金供給をセットで行う措置などは 100 円割れの円高で初めて検討されるものだと考えられるが、意外にも先んじて動いてきた場合、ドル/円相場を底上げする助けになるのかもしれない。基本的には「リスクシナリオの中のリスクシナリオ」といった程度の位置づけだが、頭の片隅には置きたいところだ。

米国の早期利上げ復帰は非現実的

以上が本欄で警戒する円安リスクだが、当然円高方向にもリスクはあり、筆者は引き続きそちらの方が大きいと感じている。7 月以降、米国によるドル売り為替介入について観測が出ては消えており、実効ベースでのドル高が全く払拭されない以上、トランプ政権が痺れを切らして踏み込んでくる展開はやはり否定できない。また、9 月下旬に入りトランプ大統領の弾劾手続きが動き出しており、これもリスク回避ムードの強まりと共に円買いを招く材料かと思われる。なお、9 月の FOMC では半数近くのメンバーが 2020 年の利上げ軌道への復帰を予見しているようだが、このような思いが実現するとは筆者は思わない。2018 年から 2019 年がそうであったように、再び悲観に引き戻される中で政策金利の予想パスが弱気に振れ、市場の変動を引き起こすのではないかと。少なくとも米国の雇用・賃金市場が成熟化している以上、直ぐに利上げに復帰するというシナリオは現実的ではないというのが筆者の基本認識である。

米国が過去最長の景気拡大に至っている以上、その「歪（ひずみ）」はそこかしこに現れる可能性があると考えた方が良く、政治・経済の現状と展望に照らし、「円安リスクよりも円高リスクの方が高そう」という指摘について異論を持つ向きは少ないだろう。トランプ政権のアイデンティティでもある先鋭的な保護主義が米国内外を不安定化させるという状況は今後 1 年も続くと思われる。そうした状況ではドルも米金利も下がり、ドル/円相場も軟化しやすいのではないだろうか。予測期間中に 100 円割れを臨む展開を視野に入れてきた本欄の基本シナリオは継続である。

◆ ユーロ相場の見通し～出尽くしで追い込まれる ECB～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～》

出尽くし懸念を招いたパッケージ緩和

9月のECB政策理事会は政策金利である主要リファイナンスオペ（MRO）金利を0.00%、市場の上限金利となる限界貸出金利は0.25%に据え置いた一方、市場の下限金利となる預金ファシリティ金利を▲0.40%から▲0.50%に引き下げ、上限金利と下限金利の差であるコリドーは0.75%ポイントに拡大している。利下げは2016年3月以来、3年半ぶりである。また、昨年12月に打ち切った拡大資産購入プログラム（APP）を11月に再開することも決定しており、この点がサプライズであった。

改めて声明文に沿って決定事項を整理すると①預金ファシリティ金利の引き下げ（▲0.40%→▲0.50%）、②APP再開（11月1日以降、月間200億ユーロ、期間は次の利上げが行われる直前まで）、③APPの下で満期償還される有価証券の再投資継続（期間は次の利上げが行われる直前まで）、④ターゲット型長期流動性供給第3弾（TLTRO3）の仕様見直し（貸出基準を全て満たした銀行に対する金利は▲0.50%に設定、期間は2年から3年に延長）、⑤超過準備を抱える銀行に対する階層化システムの導入の5つである。後述するように、パッケージ緩和の可能性が模索されながらも、直前にはECB高官からはAPP再開への反対が相次いでいたことから②はあり得ないと思われていた。なお、APP再開にフォーカスが当たり過ぎているため注目度は下がっているように思われるが、▲0.50%での3年間の資金供給というのも非常に踏み込んだ措置と言える。とはいえ、為替市場ではユーロがさほど売られていない。これには様々な理由があり得るが、②を今回決断したことはサプライズではあるものの、筆者を含め「近いうちにやらざるを得ないだろうが、9月は決めないというだけの話」という予想を持っていた市場参加者が多いのも確かだろう。言い換えれば、②を含めた5つの決定事項は年内に着手することが既定路線だったのであり、その意味で材料出尽くしと受け止める向きが多かったのではないか。実際、会合直後のユーロ相場や域内金利は上昇している。

誤算が重なり過ぎている ECB

昨年来のECBの政策運営は誤算の上に誤算が重なっている。改めて経緯を整理しておくと、昨年6月14日の政策理事会において月間300億ユーロで行われていたAPPが同年9月末で終了し、10～12月期は月間150億ユーロへ減額された後、年内いっぱいでは停止となるという方針が決定された。その際、政策金利に関するフォワードガイダンスは従前の「純資産購入の終了後、長期間（for an extended period of time, and well past the horizon of our net asset purchases）」から「2019年夏以降、出来る限り長く（at least through the summer of 2019）」へ変更された。この解釈としては「2019年9月には利上げがある。7月という可能性も否めない」というものが支配的だった。なお、このフォワードガイダンスは実際に2018年12月13日の政策理事会でAPP停止を決定した時にも使われていた。その後、2019年4月10日の政策理事会ではマイナス金利が金融機関に与えるダメージを和らげるべく軽減策（≡階層化、mitigating measure）を検討するとの声明文が挿入されたという経緯もあった。

これらは過去1年で目立った動きのあった会合をピックアップしただけである。昨年を通じてECBは正常化プロセスを淡々と進めており、とりわけ「2019年9月に利上げ再開」は注目事項とされていた。だが、実際に9月に行われたことは利上げではなく利下げであり、APPも僅か9か月間で再開に引き戻された。APP停止を決断した時、月間購入額は150億ユーロであったから、今回はそれよりも多額のペ

ースで（しかも実質無期限で）再開することになったことになる。また、4月に懸念を表明したように、確かに軽減策としての階層化システムは導入された。だが、4月時点では利下げの話が出ていないにもかかわらず副作用が懸念されていたはずである。「▲0.40%」の時点で副作用に懸念を表明していたのに、半年も経たないうちに深掘りすることになったことにはやはり違和感はある。「▲0.50%で3年間の資金供給を決めたから大丈夫」という思いもあるかもしれないが、右往左往している様子は否めない。

利上げを縛ったフォワードガイダンス

なお、決定事項として整理された上記①～⑤には含まれていないが、今回はフォワードガイダンスも強化されている。元々「少なくとも2020年上半期までは現状かそれ以下に政策金利を据え置く」とされていたものが、「インフレ見通しが（ECBの目標とする）2%未満だがそれ以下という水準に向けて十分に収束してくるまでは現状かそれ以下に政策金利を据え置く」とされている。さらにこのフォワードガイダンスには「そのような収束はインフレ基調の動きにも整合的に反映される（such convergence has been consistently reflected in underlying inflation dynamics）」との一文が付けられた。ドラギECB総裁は会見でも「基調的なインフレ率が上昇していなければならないことについて言及をしたことも重要」とわざわざこの部分について言及している。この一文が加えられたことによってECBは容易に利上げできなくなったという理解が適切だろう。新体制における利上げへの動きは相当縛られたと言える（もっとも今回がそうであったように情勢が変わればあっさり修正してくるのだろう）。FRBも同様だが、過去1年間の欧米中銀の急旋回は中央銀行のアナウンスメントに対する信任を著しく毀損したように思える。

議論の相違はどこにあって、どこになかったのか

今回の決定の見どころは「あれほど反対意見があったのに何故APPの再開が通ったのか」という点にあるのは間違いない。1番手の記者も「会合前、APP再開を中心として非常に多くの反対の声（quite a vocal opposition）があったと思うが、決定された緩和策について、それぞれどれほどの支持があったのか知りたい」といった趣旨の質問を投げかけている。これに対するドラギ総裁の回答は非常に長いものであり、あまり要領を得ない。基本的には政策理事会の議論や基本認識を要約した上で回答しているのだが、記者の質問がやや蔑ろにされている印象も受けた。

会合の要約をした後、ようやくドラギ総裁は質問者の回答へ移る。まず、政策理事会では金融政策ではなく財政政策がメインツールになるべきという見方が全会一致で合意していると述べ、他の記者に対する回答でもこの事実は繰り返し言及されていた。この点は声明文で「In view of the weakening economic outlook and the continued prominence of downside risks, governments with fiscal space should act in an effective and timely manner」と謳われていることから整合的だろう。言外に「金融政策による対応は限界が近い」という思いが見え隠れする場面だった。

また、その他の緩和策（フォワードガイダンスの強化、利下げ、再投資方針の継続そしてTLTROに係る仕様の緩和）については「幅広い合意（a broad agreement）」があったとしている。これは全会一致ではなかった時に使用されるフレーズの定番である。問題のAPPについては「ニュースや通信社、テレビなどで見られたように、多様な見方が交錯した」ことを認めつつ、「しかし、最後は幅広い合意が得られ、投票をとる必要もなかった」と述べている。終始、「多数派の支持を集めたから決定した」と述べられているが、支持層が多数派であることは誰も分かっていたことである。会合前の要人発言を見る限り、

少なくとも全メンバーの3割近く（25名中7名）がAPP再開に反意を表明していた（後述するようにこれは会合後のブルームバーグ報道からも確認できる）。それを短期間に説得して対立を収めたという理解になるのだろうか。それとも決は採っていないが、少数意見として黙殺したということなのだろうか。いずれにせよドラギ総裁の突破力が勝ったという印象が強く抱かれる。

その上でドラギ総裁は議論における主たる相違点はどこにあったのかについて3点挙げている。1点目は「行動する必要性については完全なる合意があったが、見通しの厳格性（severity）については異なった見方があった」としている。具体的には「見通しの悪化は想像以上であり、今回のスタッフ見通しにおける物価や成長率見通しの下方修正はフルアクションを正当化するもの」と考えるメンバーが存在する一方、「悪化については慎重さを持って評価すべき（それほど悪化ではない）」と考えるメンバーも存在したという。2点目は「動くとしても今回であるべきか否か」というタイミングについても相違があったと述べられている。最後の3点目については、やはりAPPの妥当性に関し相違があったと認められている。メンバーによってはAPPに関し、デフレリスクに対処するのみににおいて適切だと考えていたり、金利は十分低いのだから実施する必要はないと考えていたりするという見方があったことが紹介されている。実際のところ、これだけ域内の金利がマイナス圏に水没しているのに、この上でまだ下げる必要があるのかというのは当然の意見だろう。しかし、これらの相違を紹介した後、「それでも政策理事会の大多数はAPPを稼働させることが正当化されると考えた」と締めている。上述したように、恐らく反対派を説得したのではなく黙殺したというのが実態に近いのではないかと推測する。

会合直後、ブルームバーグは事情に詳しい当局者の話としてドイツ、フランス、オランダ、オーストリア、エストニアなどの中銀総裁達がAPP再開に反対したと報じている。その上でドイツ出身のラウテンシュレーガーECB理事、フランス出身のクーレECB理事も反対に回ったという。これだけで最低7名のメンバーが異を唱えたことになる。筆者の記憶する限り、ドイツやオランダだけが反対に回ることがあっても、これほどの分裂を抱えたまま重要な決定に踏み切ったことは初めてである。

先に決めておいた？

冒頭述べた通り、今回の決定については材料出尽くしという印象が強い。階層化システムとマイナス金利付資金供給を組み合わせることでマイナス金利の深掘りがさらに可能になったという見方が妥当と思われる、今後も深掘りが模索される恐れがある。もっとも、これと並行してAPPの拡大も来年以降の主たる政策手段となるはずだ。往時は月間800億ユーロの購入を実施していたことを思えば、今後、規模の拡大は検討される余地が十分にある。だが、そのためには出資金比率に応じた購入や33%ルール（issuer limit）の撤廃などが今度こそ必要になる。それはラガルド新体制への課題として残った格好だ。また、新体制との関わりで言えば「物価の基調が確かに上がってくるまでは利上げしない」そして「利上げをするまでAPPは止めない」というフォワードガイダンスによって新体制は心置きなく緩和を継続できるようになった。この点、「先に決めておいた」という色合いを読む向きも多く、だからこそ材料で尽くし観測を引き起こしてしまったという難しさがある。

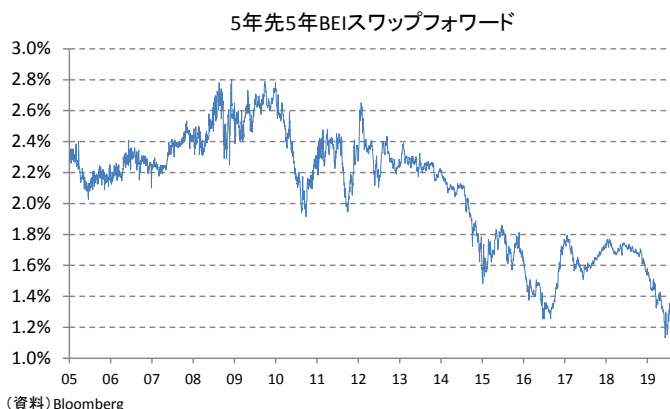
《欧州を中心とするマイナス金利の現状と展望～「羊頭狗肉」化する現状～》

羊頭狗肉の様相を呈するマイナス金利政策の打ち合い

「見かけは立派だが中身はそうでもない」。そうした「立派な外見」と「実際の中身」とが一致しない

状況を表現する「羊頭狗肉」という四字熟語がある。現在、一部の先進国で追求されるマイナス金利政策は羊頭狗肉の様相を呈してきてはいないか。後述するように、マイナス金利を採用する国では導入当初、「そう長くは続けられない」という声が多かった。しかし、現在では「階層化システムを強化することで銀行部門への影響を限定すれば深掘りは可能」という声も増え始めているように見受けられる。

もちろん、マイナス金利政策に捨て難いポジティブな効果が認められるならばそれでも良い。しかし、マイナス金利政策を導入して欧州では丸5年、日本では丸3年経つが、その効用として取り沙汰されるのは不動産を含むリスク資産価格の上昇や金融機関収益の押し下げくらいであり、最終的なゴールであったはずの物価の押し上げについては両地域とも実現していない。ユーロ圏に至っては過去5年間でインフレ期待が完全に腰折れのステージに入



った感もあり (図)、現状の景気に関して言えばドイツを中心として後退の淵に立たされている。片や、金融機関の経営体力がマイナス金利環境の中で衰えていることははっきりしており、「このままシステムックリスクに至っては不味いので軽減策は必要」との判断から階層化システムの検討そして導入に至ったというのが実情だろう。そもそも階層化システムは取引慣行などが国によって異なり、事務的成本が嵩む共通通貨圏では運用が難しいとの理由から一旦却下されていた経緯がある。2016年3月10日の政策理事会でドラギ総裁は階層化システムを導入しなかった理由として(1)金利先安観を演出したくなかったこと、(2)ユーロ圏では複雑で適用しにくいことなどを挙げている。後述するように、当時は(1)が大きな注目を集めたが、実は(2)の論点も触れていた。具体的には「異なる規模、異なる状況、異なる市場環境に置かれた多くの銀行 (many banks of different sizes, different conditions, in totally different market situations)」が存在するユーロ圏では難しいという話だった。今回、階層化システムを導入したことでこれらの理由が脇に置かれたということも忘れてはならない。

かかる状況下、マイナス金利それ自体の意味を検証するステージにあると考えられるが、現状マイナス金利を採用している国では「効果の検証」ではなく「如何にマイナス金利の看板を降ろさずに続けられるか」という「継続の可能性」に焦点が移りつつあるように思える。危機後、ELB (Effective Lower Bound : 事実上の政策金利の下限) が実は負の領域にあるのかもしれないという議論が活発化しているが、ELBが正負どちらの領域にあるのかという議論以前に、効果を顧みずに継続することが目的化している雰囲気には違和感も覚える。マイナス金利政策を継続しながらその免除残高を拡大させることで銀行部門への被弾を軽減することに心を砕く状況に一体何の意味があるのだろうか。経済や物価へのポジティブな効果が認められていないのであれば文字通り、羊頭狗肉であるように感じられる。だが、後述するように、意味が無い訳ではないかもしれない。少なくとも直情的な為替市場ではマイナス金利の深度は小さくない影響力を持ちそうであり、この意味では「通貨政策としてのマイナス金利政策」は継続させる意味があるように思う。しかし、複数の主要国がこれを追求すればいずれ摩擦は不可避ではないか。

階層化導入は連続利下げの号砲？

9月12日、マイナス金利の深掘りと同時に階層化システムの導入を発表した ECB は、「この（階層化システムに関する）決定は銀行部門をベースとする金融政策の波及メカニズムをサポートする一方、金融政策の緩和スタンスを保持し、ひいてはインフレ目標の収斂に寄与する」との声明を出している。裏を返せば、階層化システム抜きにマイナス金利を追求すれば金融仲介機能が毀損し、インフレ目標からも遠ざかるという事実を認めているとも言える。マイナス金利がリバーサルレートに陥る可能性を懸念しつつ、階層化システムを噛ませることでリバーサルレートを引き下げることができる（だからもっと利下げできる）という話である。上述したように 2016 年 3 月、ドラギ総裁は金利先安観を醸成したくないという理由から階層化システムの導入を見送ったと述べた。だとすれば、今回、階層化システムを導入したことで深掘りを正当化する装置が準備されたと読むのが論理的だろう。かかる状況下、預金ファシリティ金利の引き下げが▲0.50%で打ち止めになるとは思えず、あと 2～3 回検討されても不思議ではないと筆者は考えている。

マイナス金利に手慣れている欧州：「2014 年」が節目

注目されやすいのは ECB だが、周知の通り、北欧を中心に欧州ではマイナス金利が導入されてから相応の年月が経過している。それゆえ「次のステップ」を模索する抵抗感も薄らいでいる可能性はある。簡単に歴史を振り返ると（表）、世界初のマイナス金利政策の導入例としては 2009 年 7 月にスウェーデンのリクスバンク（中央銀行）が政策金利であるレポ金利を 0.25%に引き下げると同時に、中銀預金金利（超過準備にかかる金利）を▲0.25%に決定したことが挙げられる。しかし、この際、スウェーデンの銀行部門にはマイナス金利対象となる超過準備残高が殆ど存在せず、世界初と言いつつ実質的な影響は皆無だったと言われる（厳密に言えば、中銀発行証書を通じたオペ金利などがプラスであったため、民間銀行はこれを利用することでマイナス金利が適用される超過準備を保有しないで済む状況があった）。

世界のマイナス金利政策について

	対象金利	水準	スタート時期	階層化	備考
デンマーク	中銀譲渡性預金（CD）金利	-0.75	2012年7月5日	○	免除される中銀預金の限度額を銀行別に設定
スイス	中銀要求払預金金利	-0.75	2014年12月18日	○	所要準備の25倍まで免除
ユーロ圏	預金ファシリティ金利	-0.50	2014年6月5日	○	所要準備の6倍まで免除
スウェーデン	レポ金利	-0.25	2015年2月12日	×（※1）	全額にチャージ
日本	当座預金金利	-0.10	2016年1月29日	○	基礎残高とマクロ加算残高の合計まで免除

（資料）各種資料より筆者。※1: スウェーデンに準備預金制度はない。

（注）スウェーデンは09年7月に中銀預金金利を▲0.25%にしているが、実質的な影響はなかったことで知られる。

実質的なトップバッターはデンマークだと言われることが多い。2012 年 7 月、デンマーク国立銀行は ECB の利下げ（当時は主要リファイナンスオペ金利を 1.00%から 0.75%へ引き下げ）に合わせて、デンマーク国立銀行も政策金利である貸出金利を 0.45%から 0.20%へ引き下げた。その際に政策金利の下限を形成する譲渡性預金（CD）金利を+0.05%から▲0.20%に引き下げている。これが世界初のマイナス金利と認識されることが多い。なお、デンマークのマイナス金利政策は、当座預金残高の一定基準額まではゼロ%が適用され、その基準額を超える部分は強制的に 1 週間物の中銀発行 CD へと振り替えられ、これにマイナス金利が適用される仕組みとなっている。この基準額は、銀行部門全体および個別金融機関

ごとに設定され必要に応じて見直されている。ERM2 の枠組みにあるデンマーククローネは対ユーロ相場をペッグする必要があるため、マイナス金利への突入は ECB の利下げに応じた受動的な措置であり「通貨政策の延長」に生じた措置でもあった。その後、デンマークの政策金利は 2014 年 4 月に一旦 プラスに戻しているが 2014 年 6 月に ECB が同行としては初のマイナス金利を導入すると、やはりこれに歩調に合わせる格好で 2014 年 9 月にマイナス金利の再導入へ舵を切った。今や CD 金利は▲0.75%まで沈んでいる。そしてデンマークのマイナス金利復帰から間もない 2014 年 12 月にはスイス国立銀行 (SNB) が、翌 2015 年 2 月にはスウェーデンが相次いでマイナス金利の導入に踏み切っている。こうして振り返ってみると「2014 年」というのは欧州の金融政策にとっては節目な年だったと言える。

政策金利と同等に大事になった「係数」

世界的にマイナス金利を採用している国は複数存在しても ECB だけは準備預金にフルチャージされる唯一の例であった。これは導入した 2014 年 6 月時点ではまだ量的緩和が実施されておらず域内の準備預金残高が小さかったからできた芸当である。一方、日銀は量的・質的金融緩和 (QQE) を経て準備預金が巨額に膨らんでいたのが階層化システムを検討せざるを得なかったという事情がある (ゆえにリバーサルレートは欧州よりも日本の方が高いと見られるのは当然である)。しかし、2015 年 3 月以降続けられてきた 4 年弱にわたる拡大資産購入プログラム (APP) の結果、ECB のバランスシートは倍以上 (約 2.2 兆ドル→約 4.7 兆ドル) に膨らんだ。これによりマイナス金利の看板を掲げ続けるにしても階層化システムが必要になったというのが実情だろう。今後の ECB ウォッチにおいては政策金利それ自体に加え、階層化システムへの工夫も適宜、検討対象に入ってくる複雑な状況となったと考えられる。

ちなみに 9 月 19 日、金融政策決定会合を開いたスイス国立銀行 (SNB) は政策金利 (3 か月物 LIBOR) を▲0.75%で据え置き、中銀預金金利も▲0.75%で据え置いたが、これまで所要準備の 20 倍相当までとしていたマイナス金利の適用除外残高を 11 月 1 日以降、25 倍相当に変更することを表明している。ジョルダン SNB 総裁は地元メディアに対し、「銀行のための措置ではなく、現在見られている世界的な低金利環境が長期にわたり継続するとの見通しに基づいた措置」と述べている。要するに、マイナス金利が常態化することを見越し、銀行部門がこの状況と共存できるように軽減措置も拡大せざるを得なかったという話だ。今後、マイナス金利を採用している中央銀行ではこうした係数を修正することでマイナス金利の深掘りを志向していく可能性はある。

ECB が 9 月 12 日の政策理事会で導入した 2 層システム (a two-tier system) と称した階層化システムも類似の係数が重要になってくるだろう。ここで言う「2 層」とは「所要準備」と「所要準備を超える部分 (超過準備)」を指しているが、厳密には①所要準備、②所要準備の「6 倍」までの残高、③所要準備の 6 倍を超える残高の 3 層に分けて理解する必要がある (表)。まず、①は政策金利の 1 つである主要リファイナンスオペ (MRO) 金利が適用され、現在はゼロ%である。これは今まで通りだ。②はゼロ%とされ、これが免除層 (The exempt tier) と呼ば

階層化導入後のEONIA試算値(百万ユーロ)、19年9月25日時点

	適用	残高	適用金利
	所要準備	133,215	0%
免除	所要準備の6倍	799,290	0%
非免除	超過準備	460,512	-0.50%
	預金ファシリティ	459,532	-0.50%
	準備残高合計	1,852,549	-
	EONIA加重平均		-0.25%

(資料)ECB、Bloombergから筆者試算

れる。そして③が非免除層（The non-exempt tier）と呼ばれ、「ゼロ%か預金ファシリティ金利のどちらか低い方」が適用される。現在は▲0.50%の預金ファシリティ金利がチャージされることになる。基本的には「6倍」という係数によって免除層（②）や非免除層（③）のサイズが決まり、銀行部門全体の負担も変わってくる。今回の SNB も同様だが、ECB は MRO 金利や預金ファシリティ金利といった伝統的な政策金利は元より、「6倍」という係数（The multiplier）や②にかかる金利も重要なツールとなる時代になったと言える。

こうした事情は日銀も同様である。現在の日銀当座預金は、①基礎残高、②マクロ加算残高、③政策金利残高に分けられ、③にマイナス金利がチャージされる格好となっている。②が大きくなれば③が減るので結果的に銀行部門へのダメージは軽減される。②の多寡を左右するのが「基準比率」である。日銀の国債購入が増えると③だけが一方的に増えてしまうので、基準比率を引き上げることで③の増分を②に付け替えてマイナス金利の影響を緩和することができる。事実、そのような調整が続けられており、マイナス金利の導入当初、ゼロ%であった基準比率は現在 37%まで引き上げられている。「量」を増やす国債購入と、「量」に罰金を科すマイナス金利政策を両立させる要諦がこの基準比率である。

少なくとも各国銀行部門にとってはマイナス金利適用残高を左右する係数（SNB や ECB は所用準備への倍数、日銀は基準比率）が政策金利と並んで重要な数字になってきていることは間違いない。ECB もそうした中央銀行の 1 つとなったことでそのような目線はますます大事になるだろう。

通貨安のための「尊い犠牲」なのか？

こうした羊頭狗肉と揶揄されかねない現状に当局者も葛藤があるはずである。少なくとも「利下げを続けながら利下げの悪影響にも頭を使う」という状況を前にして「マイナス金利を継続しなければならない理由はどこにあるのか」は考えなければおかしい。その理由は様々あるとは思われるが、やはり世界経済が減速している最中に「通貨高圧力に直面するのは困る」という思いはあるだろう。政策効果を二の次にしてヘッドラインに反応しやすい為替市場の気質を考えると、マイナス金利という「看板」は簡単に下げるわけにはいかないという気持ちはあっても不思議ではない。

とりわけユーロ圏のように成長の小さくない部分を外需に依存する経済構造だと、銀行部門に多少の負荷をかけてもマイナス金利を深掘りするインセンティブがある。それはもはや金融政策ではなく通貨政策なのだが明示的にこれを謳わない限り、今後も政策金利を掘り下げていくことはできるだろう。ユーロ圏無担保翌日物平均金利（EONIA）の取引残高が漸減していることも長い目で見ればユーロ圏の市場機能を弱体化させるものと考えられるが、これも通貨安のための「尊い犠牲」といったところだろうか。片や、円安と輸出数量の安定的な関係がほぼ断ち切られている日本はユーロ圏ほど通貨安を追求するインセンティブは本質的に大きくない。だが、もはや円高の回避は社会正義と化している部分もあり、海外経済が悪化し、ただでさえ円が強含みやすい環境を踏まえれば、マイナス金利深掘りに対する抵抗感はますます薄らぎやすい状況にあるように思える。

問題はこうした日欧の状況が極まっていけば、トランプ大統領がますますいきり立つことが目に見えているということかもしれない。9月11日、FRBが2度目の利下げに踏み切る直前のタイミングでトランプ大統領はツイッターに「FRBは政策金利をゼロ%、もしくはそれを下回る水準に引き下げる必要がある<略>他の国がすでにやっていることを認めようとしないのは、ばか正直なジェイ・パウエルとFRBだけ」と投稿している。政策金利がマイナスになることへの関心を抱いているようだ。今後、羊頭狗肉化

したマイナス金利政策の企図するものが通貨安くらいしかないという認識がーその真偽はさておきー金融市場でコンセンサス化してくるようだと、大統領からの語気はますます強まりかねないだろう。米国に限らず、欧州や日本の金融政策で追求できるものが効果の判然としないマイナス金利の深掘りくらいしかなくなっている状況が継続すると、為替市場を通じた各国間の摩擦が起きやすくなるという不安は抱かざるを得ない。

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。