

中期為替相場見通し

2020 年 3 月 31 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～「金利差無き世界」の道標はどこに～

ドル相場の急伸に対する基本認識～「08 年型のドル高」の行方～	P.3
「ドル化する世界」と新興国通貨への不安～どう選別すべきなのか～	P.5
米金融政策の現状と展望～ウィリアムズ戦略の危うさ～	P.7
メインシナリオへのリスク点検～FF 金利マイナス化というリスク～	P.10

◆ ユーロ相場の見通し～「第二のなんでもやる(whatever-it-takes number two)」～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～ラガルド総裁、実質デビュー戦の顛末～	P.12
EU が立ち向かう 3 度目の危機～政治は「非戦の誓い」を思い出せるか～	P.16

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

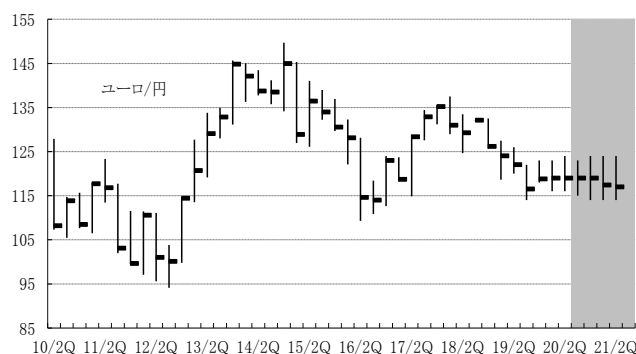
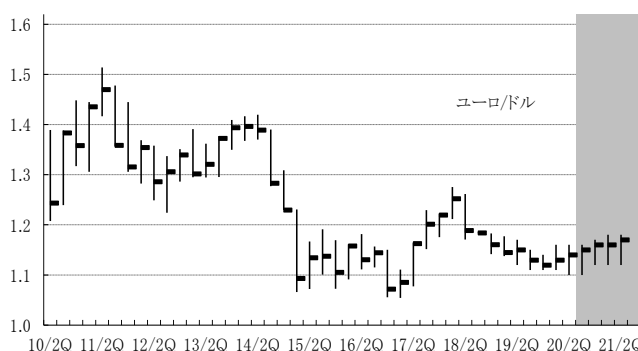
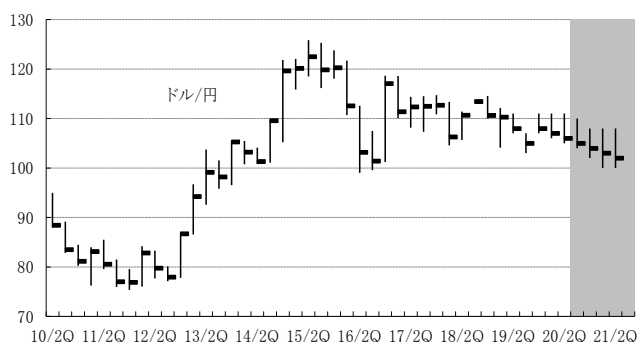
3月のドル/円相場は年初来安値まで急落後、年初来高値付近まで急騰するという乱高下を経験した。新型コロナウイルス感染拡大を契機としてFRBはかつてないほど大掛かりな政策運営に踏み切っている。月に3回の臨時会合、計▲150bpsの利下げ、無制限量的緩和(QE)の再開などを短期的に打ち出す姿勢は過去に類例がないが、市場不安はかえって煽られ、リスクオフムードの高まりとともにドル/円は急落した。その後は「非常時のドル買い」でドル/円は急騰したものの、こうした異常な動きは持続していない。重要なことは、ドル/円相場がいよいよ「金利差なき世界」に突入し、これからの道標をどこに置くべきかを考えるステージに入ったということだろう。それは「令和のドル/円」をどう考えるかということでもある。筆者は「世界最大の対外債権国」というステータスはやはり重要だと考える立場だ。為替は最終的には需給で決まる以上、この論点は無視できない。また、デフレ通貨というステータスも忘れるべきではない。日本が先進国の中で相対的に物価上昇率の低い国である事実は依然、円が上昇する理論的背景を提供するものだろう。未知の危機である。ただでさえ難しい為替予想はさらに混迷を極めるが、こういった時こそ教科書的に支持されるような基礎的な論点を抑え、先を見据えたい。

片や、ユーロ相場も乱高下が続いている。▲0.50%という深いマイナス金利ゆえユーロを買い進めるのは依然として難しくはあるものの、世界最大の経常黒字国(圏)通貨としてやはり大崩れは避けられている印象もある。ユーロ圏自身、まだ欧州安定メカニズム(ESM)やECBのOMTなど、対応余力は残しており、とりわけ今後はESMを巡る欧州政治家たちの対応が耳目を集めそうだ。欧州の統合を守るためにどれほど一致団結して迅速かつ正確に動けるかがユーロ相場の浮沈を左右するだろう。欧州債務危機時と全く同じ光景と言える。ユーロ/ドル相場も、ドル/円相場同様、「金利差なき世界」に突入した。ユーロ圏のマイナス金利幅は日本のそれよりも大きいため、簡単に対ドルでユーロを買い戻す流れにはならないだろうが、巨大な経常黒字に裏付けさせるユーロの需給も軽視できない部分がある。依然としてドル相場が高止まりしていることの危うさ(ドル高の調整不足)も考慮し、ユーロはどちらかと言えば対ドルで堅調推移の可能性が高いと考えたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2020年 1～3月(実績)	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2021年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	101.18 ～ 112.23 (108.53)	105 ～ 111 (106)	104 ～ 110 (105)	102 ～ 108 (104)	100 ～ 108 (103)	100 ～ 108 (102)
ユーロ/ドル	1.0636 ～ 1.1495 (1.1013)	1.08 ～ 1.14 (1.12)	1.08 ～ 1.14 (1.13)	1.10 ～ 1.15 (1.14)	1.10 ～ 1.16 (1.14)	1.10 ～ 1.16 (1.15)
ユーロ/円	116.18 ～ 122.88 (119.57)	116 ～ 124 (119)	115 ～ 123 (119)	114 ～ 124 (119)	114 ～ 124 (117)	114 ～ 124 (117)

(注) 1. 実績の欄は3月31日までで、カッコ内は3月31日の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。



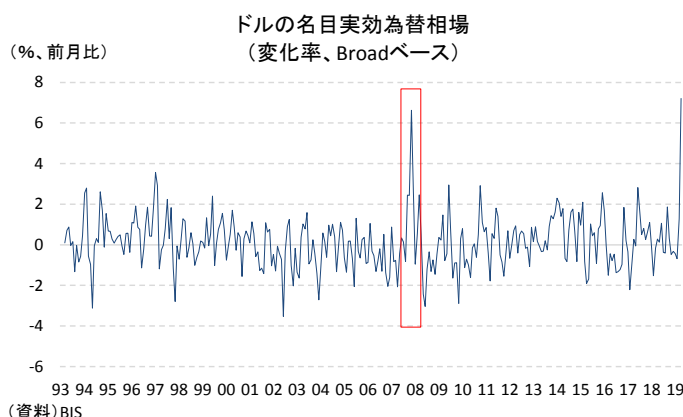
◆ ドル/円相場の見通し～「金利差無き世界」の道標はどこに～

《ドル相場の急伸に対する基本認識～「08 年型のドル高」の行方～》

「08 年型のドル高」

3 月下旬の為替市場ではドル相場が急伸した。月末にかけて落ち着きを取り戻したものの、これまでに経験したことのない急激なドル高であり、「非常時のドル買い」の迫力を見せつける動きであった。危機ムードの進展に伴い市場から流動性が枯渇し（厳密には枯渇することを警戒し）、「とりあえずドル」という取引行動が支配的になっている結果と言える。日銀含む主要 6 中銀によるドル資金供給は 19 日、新たにオーストラリアや韓国、ブラジルなど 9 か国が加わっており、各通貨の対ドルでのベースコスト拡大も本稿執筆時点では反転に向かっているが、一連の動きは目を見張るものがあった。

国際決済銀行（BIS）の公表する名目実効為替相場（NEER）で見ると、1994 年 1 月以降に関し比較可能な Broad（60 か国）ベースで 3 月 23 日時点が 132.56 と史上最高だ。ちなみにこうしたタイプのドル高は初めてではない。2008 年 4 月から 2009 年 3 月までの約 1 年間、すなわちリーマンショックの前後でも類似の現象が起きている。2008 年 10 月のドルの NEER は前月比+6.6%という急騰を経験しており、これが過去最大の伸びだった。しか

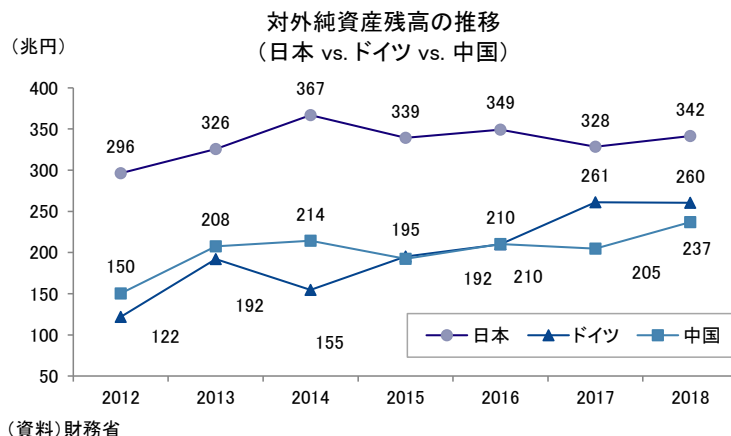


し、今回は+7.2%程度（2 月末と 3 月 23 日時点と比較）とこれを更新している。今回見られた「ドル高の震度」はリーマンショック「級」といって差し支えない。ちなみにドル/円相場に限って言えば、2008 年 3 月から 2008 年 8 月の 5 か月間でドル/円相場は 95 円から 110 円まで押し上げられている。足許で見られている円安・ドル高を過去に例の無い動きであるかのように解説する向きもあるが、今起きている円安は「08 年型のドル高」の裏返しである。当時を振り返れば、2009 年春以降は FRB が怒涛の緩和策を打ち続けたことで激しいドル安に転じた。後述するように FRB がマイナス金利を採用する可能性が排除されない以上、ドル安相場への揺り戻しは警戒する必要がある。実際、本稿執筆時点ではベースコストとの落ち着きと共にドル高が落ち着く動きが見られている。

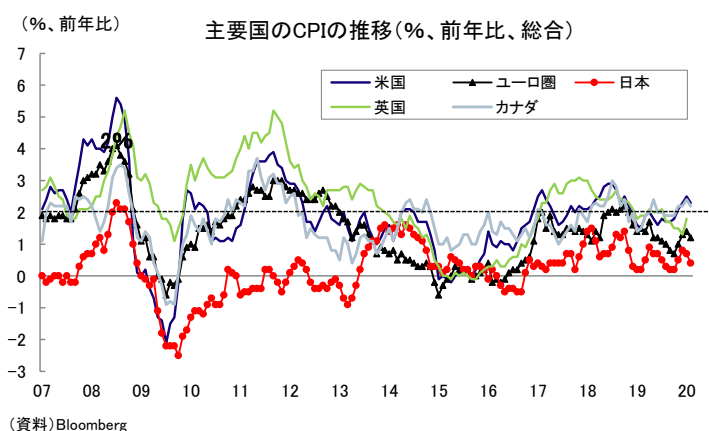
円の 2 大ステータス：「世界最大の対外債権国」と「デフレ通貨」

しかし、勢いは落ちてもドル安が潮流になるのかという不透明感は確かにある。なんといっても現在と当時では「FRB の緩和余地がない」という決定的な違いがある。見通せる将来において、FRB の政策対応はタカ派に転じることはなく、「よくて現状維持、場合により追加緩和」だろう。しかし、仮に FRB がマイナス金利を採用しても、限界的に発生する対米金利差の縮小はわずかなものであり、それが為替市場にもたらす影響も必然的に大きくない可能性がある。対米金利差の縮小という為替予想における最も分かりやすく、パワーのある論点が使えなくなる中、見通し策定の難易度は増している。

かかる状況下、「金利差なき世界」での為替見通しで影響力を持つ変数を考えなければならない。それは日本にとっては「令和のドル/円」をどう考えるかということでもある。筆者は「世界最大の対外債権国」というステータスはやはり重要だと考える立場だ(上図)。そもそも巨額の対外債権と対外債務の差を円高以外の何で説明できるのか。為替は最終的には需給で決まる以上、この論点は無視できない。



次に、デフレ通貨というステータスも忘れてはならない。確かに消費者物価指数 (CPI) は慢性的なマイナス圏での推移を強いられていないので現状はデフレではないのかもしれない。だが、常に「相手のある話」の為替市場では相対的な立ち位置が大事になる。金利同様、物価についても各国間の格差は明らかに消滅傾向にあるが(下図)、日本が先進国の中で相対的に物価上昇率の低い国である事実が残る。それは理論的には通貨価値



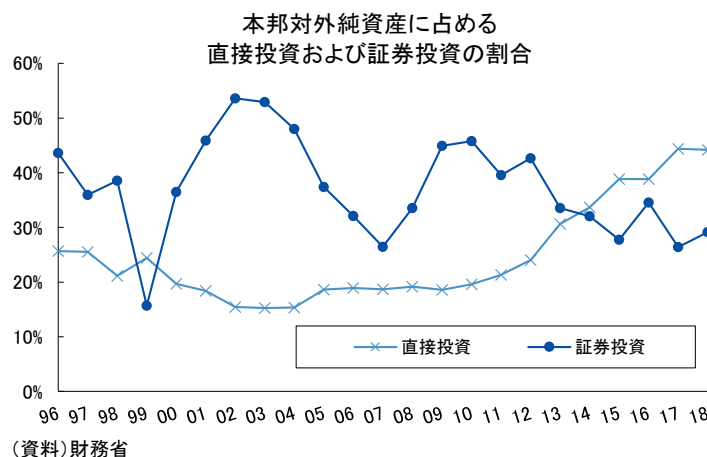
の上昇を正当化する。少なくとも平成を振り返れば、ドル/円の歴史は「円高の歴史」であり、それは「デフレの歴史」であった。円高だったからデフレになったのではない。デフレだったから円高になったというのが理論的に正しい。この論点は平成から令和へ時代が変わっても残るものであり、奇抜な主張ではないだろう。もちろん、対外債権国という巨大な需給やデフレという物価情勢に関する論点は長期的な流れを規定する変数だが、短期的な流れを説明するには向いていない尺度ではある。

しかし、世界的に危機モードが続く中、世界最大の対外債権国通貨でありデフレ通貨である円が一方的に売られ続ける理由には乏しい。日本経済も多数問題を抱えているので円高が腑に落ちないという思いは理解できるものの、円を売る前に売べき通貨はいくらでもあるというのが筆者の基本認識である。繰り返しになるが為替市場は「相手のある話」である。

金利差なき世界で待つ「100～110 円」のレンジ

その上で「かつてほど円高に振れない理由」を検討すべきである。既述の通り、金利ばかりではなく、物価の格差も消滅していることは、もはや為替変動を説明する理論的な変数が 2 つも消失しているということであり、れっきとした「円高に振れない」理由である。このほか需給面でも言及せねばならない理由がある。それは本欄でも繰り返し論じているように、世界最大の対外債権の中身が変わっていると

いう事実だ。2000 年代前半、対外債権の中身は半分以上が有価証券（証券投資）だった。それが今や直接投資に取って代わられている（図）。過去 10 年にわたって本邦の企業部門が旺盛な海外企業買収を繰り返した結果である。危機ムードが高まって外貨建ての有価証券を売却し円貨に戻す投資家はいても、買収した海外企業を売却する企業はそう多くない。その意味で日本経済が抱えている巨大な対外債権は円高を肯定する



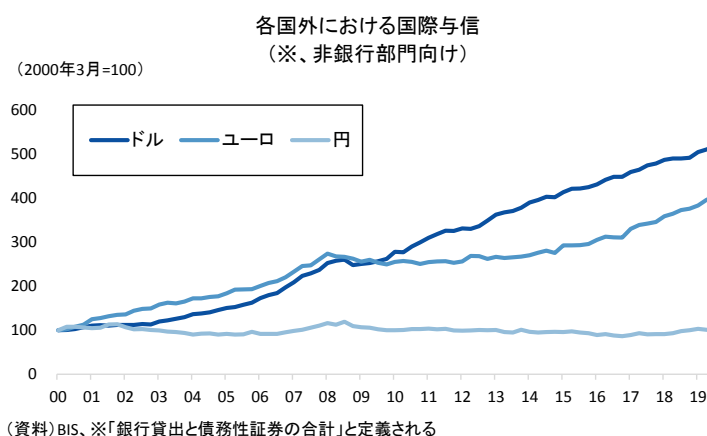
る事実としては残るものの、その小さくない部分が「外貨のまま戻って来ない」という性質のものだという認識を持つべきである。今回のショックに伴ってドル/円相場が 100 円すら割り込まなかったのは「限界的な米金利の低下余地が小さいこと」と「日本の対外資産構造が変わっていること」の 2 点が原因だったのだろう。その 2 点は簡単に変わるものではない。「08 年型のドル高」が当時よりもしつこい可能性はあるものの、一方的にドル/円相場が押し上げられるというシナリオも正当化が難しいと考えたい。

今回、急変動したとはいえ、ドル/円相場は「100～110 円」という大まかなレンジに収まっている。アベノミクス直後に 125.86 円まで一直線に上がった相場や金融危機後に 75.25 円まで一直線に下がった相場のように、力強い潮流は感じられない。当面は「100～110 円」のレンジにおいて、危機ムードが高まれば 100～105 円、楽観ムードが続けば 105～110 円という整理で良いのではないかな。そもそもこれらのレンジはドル/円相場の購買力平価（PPP）と重なることを思えば、「金利差なき世界」でこのレンジが続くこと自体はある意味で自然な結末にも見受けられる。

《「ドル化する世界」と新興国通貨への不安～どう選別すべきなのか～》

「ドル化する世界」の警鐘

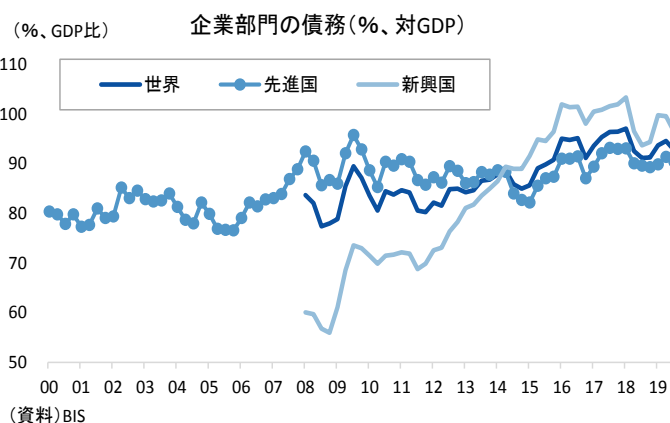
ドル相場は騰勢が落ち着いたとはいえ、依然として高止まりしている。既に報じられているように、こうした局面では新興国からの資本流出を懸念することになる。3 月には、国際金融協会（IIF）による「既に資金流出規模が 2008 年のリーマンショック時の 2 倍に達している」との指摘が報じられている。リーマンショック後、世界はドル建て債務を膨らませてきた。これは未曾有の緩和局面において安くなったドルを



調達しやすい環境があったためである。本欄ではこうした現象を捉え「ドル化した世界」と表現してきた。危機後、ドル建てでの債務はユーロや円のそれと比較して突出した伸びを示してきた（図）。とりわけこうしたドル建て債務に関し、過去 3 年では新興国が債券発行という格好で調達してきたこともやはり BIS のデータからは理解できる事実だ。また、次頁図にも示す通り、これらの債務積み上げは民間部

門の中でも非銀行部門（要するに非金融法人の企業）が中心に進めてきたものであり、対GDP比で見ても明確に増えてきた。常々、「次の危機の芽」になり得る論点として注目されてきたものである。FRBは2018年に年4回利上げして、2019年に3回利下げするという慌ただしい方向転換を行ったが、これに合わせて新興国中銀の政策運営の方向も都度変わってきた。これは偶然ではなく経済規模対比で大きなドル建て債務を背負っている以上、

米国が利下げしている時はドル安・自国通貨高を防ぐために利下げが必要になり、米国が利上げしている時はドル高・自国通貨安による「悪いインフレ」を防ぐために利上げが必要になるという実情があった。文字通り、FRBが世界の中央銀行のように立ち振る舞う状況にあったのである。「ドル化する世界」でドル高が進むと、その裏側で起きる新興国通貨の下落を通じて債務負担増大が懸念されることになる。

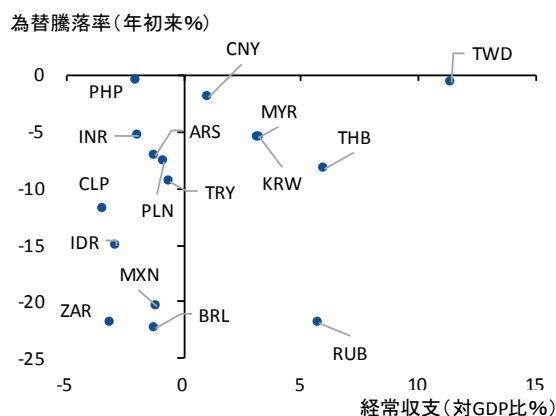


全部駄目だが、「非産油国で経常黒字国通貨」がまし

かかる状況下、新興国通貨はどう選別していくべきか。「ドル化する世界」を前提とすれば、対外債務が多そうな国、端的には経常赤字の国が売られやすいはずである。2017～18年のドル高局面ではアルゼンチンやトルコが波乱の種となったが、結局のところ、これらの国は経常赤字が大きな国であった。よってまずは対外経済部門の頑健性、端的には経常収支状況というのがセオリーになるのだが、現状では原油価格の暴落も重なり、経常収支だけでは選別が難しい状況になっている。

これは経常収支と各通貨の騰落率を1つの図表にプロットしてみるとよく分かる。通常は経常赤字(%、対GDP比)が大きくなるほど下落率が大きくなるような関係性を見て取ることができるが、今回はそうとも言い切れない。例えば新興国の中でも経常黒字が大きい部類(+5.7%、19年、IMF予測)に入るロシアルーブルが▲20%以上下落しており、産油国通貨の苦境を象徴している。産油国ゆえ「経常収支の頑健性」と「通貨の頑健性」がリンクしない例

新興国の経常収支と為替相場



(資料) IMF, Bloomberg 経常収支は19年、為替は今年3月30日までの年初来

はほかにも散見される。経常赤字がGDP比▲1.0%～▲1.2%と比較的抑制されているメキシコペソやブラジルレアルも▲20%前後の暴落となっている。ちなみに、この2通貨は産油国であることに加え、元々政策金利水準が高く、限界的な金利低下余地が大きかったことも災いしていそう。もはやそのような通貨は世界的にも稀であり、それだけファンダフローが流入している通貨でもあった。

一方、非産油国通貨である南アランドも▲20%を超える下落幅であり、やはり「経常収支の頑健性」も重要なテーマになっていることは間違いない。南アフリカの経常赤字はGDP比▲3%以上と大きめであ

る。対照的に台湾ドルは▲0.6%と対ドルではほぼ持ち堪えており、これは GDP 比+11%以上という経常黒字の大きさが寄与した部分があるだろう。とはいえ、東南アジアの経常黒字国（タイバーツ、韓国ウォン、マレーシアリンギット）でも軒並み▲5～▲10%と平時であれば大幅と言える下落となっている。結局、「非常時のドル買い」が席卷している中で経常黒字も大した「お守り」にならないという身も蓋もない状況があると見受けられる。とはいえ、気休め程度ではあるが「非産油国で経常黒字国通貨」の下落率が相対的にましなことでも事実であるため、その上で外貨準備残高も厚い東南アジア通貨は新興国通貨の中では勝ち組になり得るように感じられる。

《米金融政策の現状と展望～ウィリアムズ戦略の危うさ～》

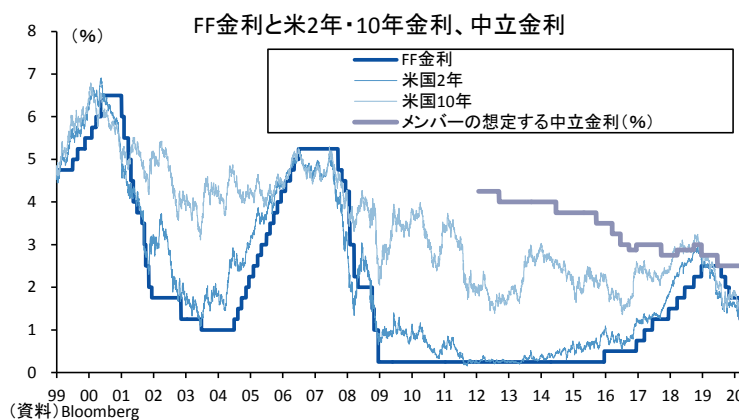
苦勞して溜めた糊代を一瞬で浪費

3月のFRBは迷走を極めた。3月3日、15日と立て続けに臨時会合を開催し、計▲150bpsの利下げに踏み切った。それぞれ▲50bpsと▲100bpsだが、後者に至っては定例会合のわずか3日前の出来事だった。それだけではない。後者の会合では利下げに加え、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提示している。QEについては▲100bpsの利下げと同時に「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」と表明したが、23日に3月3度目となる臨時会合を開催し、「必要なだけ購入する」と無制限に切り替えている。これらが政策として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ず逆に混乱を招いた。市場としては「別にそこまで求めている。不安を煽らないで欲しい」が本音に近いものだったと考えられる。

利下げで新型ウィ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」機会という存在と思われる。にもかかわらず、わざわざ臨時で会合を開いてまで大幅利下げしたのだから失策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6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月と7回あったことを思えば、毎回25bpsずつ利下げしても年末までは時間稼ぎが可能という程度の糊代があった。

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認したところ、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（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、そうして地道に広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。

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月に「実質的なゼロ金利回帰」と「QE再開」まで決めてしまっ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イ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、慎重に糊代を広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、果敢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、新型コロナウイルス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、殆どの新興国

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

中銀は利下げを重ねることになった（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 の利下げ見送りは直後こそ失望を買ったが、システミックリスクが平時まして上昇している今、英断と言えるものだ。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達して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く、マイナス金利深掘りなど正当化されるはずがない。なお、後述するように、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、マイナス金利を深掘りするよりも利下げに近い効果が得られると推測する。

		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	4.40	2020/3/27	利下げ	▲75bp	▲135bp	+50bp
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.50	2020/3/19	利下げ	▲50bp	▲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	3.25	2020/3/19	利下げ	▲75bp	▲75bp	+175bp
タイ	翌日物レポ金利	0.75	2020/3/20	利下げ	▲50bp	▲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	0.25	2020/3/19	利下げ	▲50bp	▲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	5.25	2020/3/19	利下げ	▲125bp	▲25bp	0bp
トルコ	1週間物レポ金利	9.75	2020/3/17	利下げ	▲225bp	▲1200bp	+1600bp
ラテンアメリカ							
ブラジル	SELIC金利	3.75	2020/3/18	利下げ	▲75bp	▲200bp	▲50bp
メキシコ	翌日物金利	6.50	2020/3/20	利下げ	▲75bp	▲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

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は可能性が低いものの、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。筆者はもう中銀が下手に動くべき局面ではないと考えるが、3 月の FRB の挙動を見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。

《メインシナリオへのリスク点検～FF 金利マイナス化というリスク～》

使えなくなったリスクシナリオ

最後にリスクシナリオに係る論点整理を行いたい。周知の通り、新型コロナウイルスの感染拡大によってあらゆる想定外の出来事が実現してしまった。市場参加者が今検討したいのは「円相場にまつわるリスクシナリオ」という矮小化された議論ではなく、「感染拡大が世界をどう変えてしまうのか」というより大きな話であろう。毎月の本欄で見てきたような細かな論点を検討してもあまり意味は無いだろう。

例えば、英国と EU は今年 6 月末までに英国の EU 離脱にまつわる移行期間延長可否を決断する必要がある。本欄では、結果的に延長が決断されず、通商交渉も頓挫することで今年 12 月末に実質的なノーディール離脱になってしまう展開を警戒してきた。だが、現状を踏まえれば、移行期間は無有を言わず延長される可能性が高い。ただでさえ経済・社会が混乱しているところにわざわざ不確定要素を持ち込む必要はない。五輪ですら延期されたのだから、元より延長可能な移行期間を「延長しない」ことは考えにくい。また、英国ではチャールズ皇太子やジョンソン英首相までもが新型コロナウイルスに感染している。もはや離脱交渉は棚上げだろう。移行期間は 2021 年に及ぶというコースに入ると予想する。

それ以外にもトランプ米政権による巨額の財政出動も本欄では警戒してきた。しかし、これも既にコロナショックへの対抗策として約 2 兆ドルの刺激策が可決されている。今後、事態が長引いてくれば、トランプ政権の象徴とも言える保護主義政策が後退に向かい、対中関税の取り下げなども検討される可能性もあるだろう。政策対応に伴うアップサイドリスクとして警戒してきた論点以上のことが一気に実現しているのが現状と言える（もっとも事態を改善させる決定打にはなっていないのだが）。

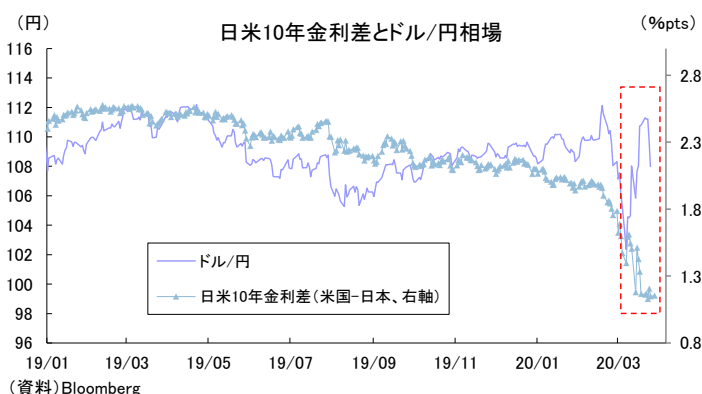
現実的に構えるリスクは「FF 金利のマイナス化」

こうして新型コロナウイルスの感染拡大により「あり得ない」と考えられてきたことが次々と現実化している中、その上でさらに「あり得ない」ことを想定するのは容易ではない。「最悪のリスクシナリオ」はこのまま年単位で新型コロナウイルスの恐怖に怯えながら経済活動が萎縮する状態が続くことである。逆に、「最善のリスクシナリオ」はウィルスの感染拡大が早期に終息し、抑制されていた消費・投資意欲が実体経済を押し上げることである。前者のシナリオであれば、株を筆頭とするリスク資産は徹底的に手放されることになる。後者のシナリオであれば、リスク許容度の改善に応じて 2 月初旬の株価水準などを目指すことになる。中国当局の情報発信が真実とすれば震源地となった武漢における感染拡大が終息しているので、欧米を中心として夏頃までには世界が落ち着きを取り戻すことを期待したいところである。リスクシナリオはこれより長引くのか、それとも短期終息するのかで分岐する。

現状、それ以上の事は論じようがないが、市場参加者として現実的に気にしたい目先のリスクはやはり FRB の挙動だろう。3 月だけで 150bps の利下げと無制限の量的緩和（QE）を決めてしまった今、残さ

れた手札はマイナス金利しかない。もちろん、緊急利下げの直後も含め、パウエル FRB 議長を筆頭として FRB 高官は終始マイナス金利に反対する立場を表明してきた。しかし、ECB も日銀も否定しつつ、導入はある日突然だったことを思えば予断を許さない。過去の本欄でも議論したように、一連の踏み込んだ政策対応はウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁の思いを強く反映したものだと言われている。「残された政策余地が小さいのであれば一気呵成に緩和を強化すべき」という思想が今後も続くのだとすれば、マイナス金利政策の可能性は払拭できない。

仮に FRB がマイナス金利を採用した場合は、今度はその深掘り余地に焦点が当たるはずだ。ドル/円に限らず為替市場は目下、「金利差なき世界」で道標を失っているが、円金利がイールドカーブコントロールで概ねゼロ金利にペッグされていることを思えば、「FF 金利の深掘り余地」に焦点が当たる状況下、日米金利差の逆転という未曾有の事態も目にするかもしれない。もちろん、可能性



は非常に低い話である。だが、ここまでくれば「あり得ないことはあり得ない」という心持ちが必要であり、リスクシナリオの1つとしては価値があるものだろう。FRBやECBそしてイングランド銀行(BOE)がイールドカーブコントロールを行う未来もあながち否定できるものではあるまい。こうした動きは想定外の円高リスクとして留意しておきたいものである。

◆ ユーロ相場の見通し～「第二のなんでもやる(whatever-it-takes number two)」～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～ラガルド総裁、実質デビュー戦の顛末～》

失望の中に見せた胆力

3月12日に開催されたECB政策理事会では流動性供給策と資産購入策の2点を強化した。一方、マイナス金利の深掘りは見送られた。この見送りは直後こそ失望を招いたものの、無理筋な市場期待には最初から付き合わないという姿勢は評価されるものと考えたい。今回はラガルドECB総裁にとって3回目の会合だが、危機対応という意味ではこれがデビュー戦だった。気候変動対策やデジタルユーロなど壮大な話を悠然と語る余裕のあった過去2回と異なり、突然の危機局面に面食らった部分もあったのではないかと察する（それが後に紹介する失言に繋がったのかもしれない）。繰り返しになるが、「マイナス金利深掘りがなかった」ことへの失望をあげつらう向きは少なくない。筆者も①マイナス金利深掘り、②ターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)利用規制緩和、③拡大資産購入プログラム(APP)拡大は全て出てくると事前には予想していた。

しかし、予想していたとはいえ、筆者もECBが利下げすべきだったとは思っていない。マイナス金利の深掘りは「百害あって一理なし」が筆者の基本認識である。しかし、FRB、カナダ銀行、BOEがこぞって(FRBとBOEにいたっては臨時会合で)利下げを敢行していた中、この流れには抗えないという意味での予想であった。むしろこれだけの重圧が吹き荒れる中で不要不急の利下げを蹴ったラガルド総裁および政策理事会の判断は評価に値すると考える。市場期待が必ずしも正しい政策運営を求めているわけではない。恐らく利下げしていても、今度はそれを理由に金融株を中心とした株売りが進んでいたはずだ。ドラギ元総裁であれば、ほぼ間違いなく利下げも含めた「全部出し」で回答したであろうが、ラガルド総裁はこれを曲げなかった。折り目正しいIMFトップとして、また弁護士として立身出世した彼女のキャラクターが出たというところなのだろう。もちろん、「緊急事態なのだから市場期待に沿うべきだった」という見方も一理ある。だが、マイナス金利深掘りは金融システムの健全性を毀損する一手なのだから、現状のような危機的状況で打つべきではない。

市場の悲観的なアクションを問い質した記者もいたが、「市場が分析し、消化するまではもう少しの時間を要する」とラガルド総裁は述べており、最優遇されるケースでは▲75bpsまでの金利減免が与えられる貸出について、現時点では並ぶものはないだろう(I'm not sure that you can actually so much rival with that at the moment)と自信を見せている。誰がどう見ても、▲10bpsの利下げよりもこうした金利減免付きの流動性供給の方が金融機関のリスク許容度を改善する効果が大きいはずである。

TLTRO3の大盤振る舞い

会合での決定事項は具体的には①つなぎ融資(オペ)の追加実施、②ターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の利用条件緩和、③拡大資産購入プログラム(APP)における裁量的な増枠(1200億ユーロ)が決定された。以下、簡単に解説を付しておきたい。

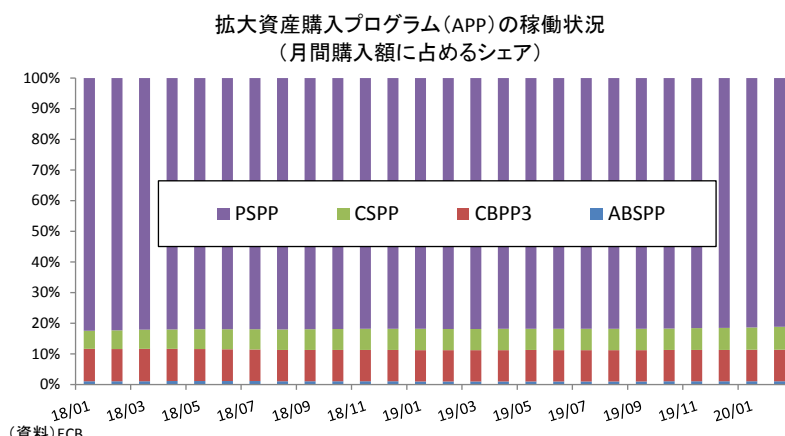
まず、①は次回のTLTRO3入札日(6月24日)までの資金繰りをサポートする措置であり3月18日から毎週実施されている(どの入札に参加しても満期は6月24日)。ここでの適用金利は主要リファイナンスオペ(MRO)金利で現在はゼロ%となる。これは文字通り「つなぎ」であり、流動性供給の本丸は②だ。既存枠組みの利用が奮わないことも、こちらの利用条件は大盤振る舞いされている。適用金利はこれまでのMRO金利から「MRO金利-▲25bps」となり、▲25bpsの減免が必ず享受できる。また、

貸出実績を積み上げた際に得られる優遇措置（いわゆるご褒美）はこれまで最大で預金ファシリティ金利（▲0.50%）であったが、「預金ファシリティ金利－▲25bps」となり、最大で▲75bps までの金利減免が与えられることになった。要するに、ここまでをまとめると「形を変えた利下げ」と見ることも出来るかもしれない。なお、金利減免幅に目が行きがちだが、TLTRO3 として拠出できる最大利用額は TLTRO3 に限らず第一弾から常に「企業向けと家計向け（モーゲージを除く）ローン残高の合計額の 30%」であったが、この係数が 50%まで引き上げられている。「流動性は出す」という強い意思を感じる。

資産購入プログラムの拡充について

景気刺激という意味では③の APP 拡大が目玉となった。1200 億ユーロは 4 月からの 9 か月間の稼働を想定した場合、月間 133 億ユーロなので驚くほどの額ではない。しかし、月単位で使用されるわけではないため、相応の影響をもたらす可能性がある。極端な話、緊張が高まっている足許からの 1~2 か月で全力投下してくる可能性も考えられ、だとすれば 2 か月で各 600 億ユーロずつ、現行の 200 億ユーロが 800 億ユーロへ 4 倍になる計算だ。実際、ウィルスとの闘いは時間軸がわからずとも自然と収束していくのだから、こうした一手は最終的に使わないで済むという意味も踏まえれば、上策かもしれない。しかも、後述するように、この決定とは別に 7500 億ユーロの緊急的な資産購入プログラムも用意されている。上述の 1200 億ユーロが 7500 億ユーロの内数なのか外数なのかは定かではないのだが、どちらにしても非常に大きな数字であることに変わりはない。

なお、今回付加される年間 1200 億ユーロの純資産購入の内訳は不明だ。現時点では民間資産（社債・カバードボンド・資産担保証券）が主軸になるとしか示されていない。元より APP には社債を対象とする企業部門購入プログラム（CSPP）、カバードボンド購入プログラム第三弾（CBPP3）、資産担保証券購入プログラム（ABSPP）と民間資産を



対象とするプログラムが多数揃っている。例えば、現在、CSPP は APP の 7%前後を占めている。国債とは比較にならないがシェアで言えば準主役という位置付けにあり、ここを膨らませていくのは現行路線の延長としてあり得る話だ。

ちなみに、ラガルド総裁が就任総裁以前から気候変動問題への貢献を常々謳ってきたことを思えば、グリーンボンドを購入対象として含むことで自身の「色」を付けてくる可能性はある。但し、これは戦略見直しにおける重要争点の 1 つとなっているはずであり足許の政策運営に取り込むことについてはドイツを筆頭に反対があると察する。もちろん、戦略見直し自体が棚上げにされそうな雰囲気もあるため、確実に新戦略で重用されそうな論点だけに取り込まれる可能性は残るだろう。会見中でも認められている通り、戦略見直しは当面遅延の見込みであり、4 月 1 日に予定されていたパブリックヒアリングも 6 週間ほど後ずれさせるという。普通に考えれば、戦略見直し自体の完了時期も後ずれするはずだ。

資産購入に係る各種制約について

資産購入プログラムの拡充にあたっては、後述するように、定例会合の 1 週間後に決定されたパンデミック緊急購入プログラム (PEPP : Pandemic Emergency Purchase Programme) とセットで評価することになる。資産購入にあたっては既に限界が意識されていた出資金比率 (capital key) や「issue and issuer limits」²の取り扱いが注目されるところであり、実際に定例会合後の会見でも質疑が多かった。この点、3 月 24 日には EU が PEPP についてはこうした制約を受けない (should not apply to PEPP holdings) との法的文書³を公表している。元より「issue and issuer limits」は発行体が債務再編した時に ECB が blocking minority となって円滑な事態收拾を阻害するリスクをなくすためのものだった。しかし、現在これらの制約に抵触しそうな国がドイツなどの健全国であり、実質的にはなくても差し支えない制約になっていた。ちなみに PEPP が決定された時の声明は最後に「直面するリスクに対し適切な政策を打つのに必要な程度、自身で課している制約を修正することを考える」と書いてあった。つまり、3 月 19 日の PEPP 決定時点で「issue or issuer limit」は反故にする算段だったと思われる。

いずれにせよ、これで大手を振って購入額を積むことができる。また、ラガルド総裁は会見で今後は政府債務の発行が増え、結果的に (分母が増えるので) issuer limits に抵触しないで済む可能性等を指摘している。要は「これから財政出動が増えるので ECB が購入できる国債も増える」という理屈だ。また、出資金比率についても、当面は制約から外れることがあっても、APP が手仕舞いされる頃には制約の定めるところに収束する (at the end of the asset purchase programme we will converge towards the capital keys) と述べており、「長い目で見ればセーフ」という立場を示している。疫病危機を抑えるにあたっては、自分で課している制約が障害になるようなことは絶対にないという姿勢が伝わってくる。

痛い失言と火消しインタビュー

総じて、ラガルド総裁の頑張りが見られた包括パッケージであり、十分合格点を与えられる会合であったように筆者は感じているが、残念なシーンもあった。それは以下の質疑に伴う失言である：

- **【記者】**現時点ではイタリアのように激しいアタックを受けている国 (の国債) もあります。もし国債利回りが上昇した場合、ECB は何ができるのでしょうか？特定国を救済するために OMT プログラム (無制限の国債購入プログラム) を稼働させる可能性も選択肢に入るのでしょうか？
- **【ラガルド総裁】**(前略、※柔軟性を持って対応はするという趣旨の後)我々は国債利回りを抑制するためにやるわけではない。それは ECB の機能や使命ではない。そうした問題を処理するための別の政策や別の役者がいる (we are not here to close spreads[1]. This is not the function or the mission of the ECB. There are other tools for that, and there are other actors to actually deal with those issues)

ドラギ前体制ではいくつか記憶に残る発言が知られているが、残念ながらこの発言がラガルド体制において最初に記憶される発言となった感は強い。ラガルド総裁に悪気があったわけではないだろう。そもそも言っていることは正しい。しかし、このような局面では「言って良いこと」と「言って悪いこと」

² 銘柄毎にみて発行残高の 33%の制約が「issue limit」、発行体毎にみて発行残高の 33%の制約が「issuer limit」である。

³ DECISION (EU) 2020/440 OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 24 March 2020 on a temporary pandemic emergency purchase programme (ECB/2020/17)

がある。危機時に「べき論」や「筋論」を前面に押し出してしまうと、悲観や失望、時に恨みしか買わないことは白川元日銀総裁時の日本銀行を思い返せばよく分かる。当然、この発言後、イタリア国債の利回りは急騰した。イタリアの政治・経済・社会の現状を踏まえれば、この発言はしくじったとしか言いようがないだろう。会見後の原稿には注釈がつけられ、CNBC とのインタビューにおける発言が掲載されている。わざわざ国債を購入対象とする PSPP を柔軟に利用するというメッセージが示唆されており、どう考えても火消しと見受けられる。以下、参考までに紹介する：

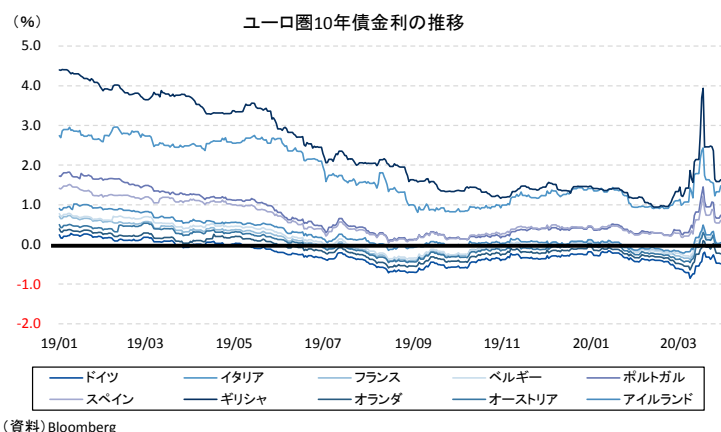
- この苦境において、ユーロ圏が抱えるあらゆる分断 (fragmentation) を回避するように尽くします。国債利回りの上昇 (≒スプレッドの拡大) は新型コロナウイルスの感染拡大が金融政策の波及経路を害していることによるものです。我々は公的部門購入プログラム (PSPP) を含めた拡大資産購入プログラム (APP) の中で柔軟性を活用していくつもりである。本日承認されたパッケージは国債市場の混乱を回避すべく柔軟に活用されるものであり、必要とされる決断や力を行使する用意があります。

早速の「なんでもやる (do-whatever-it-takes)」

今回、筆者が個人的に最も印象に残ったのはある記者が「これはラガルド総裁にとっての “your do-whatever-it-takes moment” ですか？これほど早くやってくると思っていましたか？」と尋ねた場面だ。言うまでもなくドラギ元総裁の名言「なんでもやる (do-whatever-it-takes)」を引用した質問である。これに対し、ラガルド総裁は就任前にドラギ元総裁と話した際、「なんでもやるという状況にならないことを祈る (I would hope that I would never have to do whatever it takes)」と自身が述べたことを述懐している。ラガルド総裁は「“第二のなんでもやる (whatever-it-takes number two)” となったことについて言いたいことはない」と述べた上で、財政当局も含めた一致協力体制の重要性を強調している。これは前ドラギ体制において拡張財政路線が各国で取られないことによって、結果的に ECB に蹴寄せが来たことへの苦言を暗に呈しているのだと思われる。恐らく、それがドラギ元総裁からの伝達事項であり教訓でもあったのではないかと察する。

パンデミック緊急購入プログラム

上述の定例会合の約 1 週間後となる日本時間の 19 日早朝、ECB は緊急電話会議を開催し、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) と称する 7500 億ユーロの資産購入に踏み切ることを決定した。定例会合後、イタリアを中心とする感染拡大がフランスやスペインにも及ぶ中、域内金利が広範に上昇し始めていたことへの措置と見られる。元より財政状態が芳しくないイタリアだけではなくドイツまでもがまとまった幅で金利上昇に直面していたが、発表後、はっきりと金利は反転、急低下している



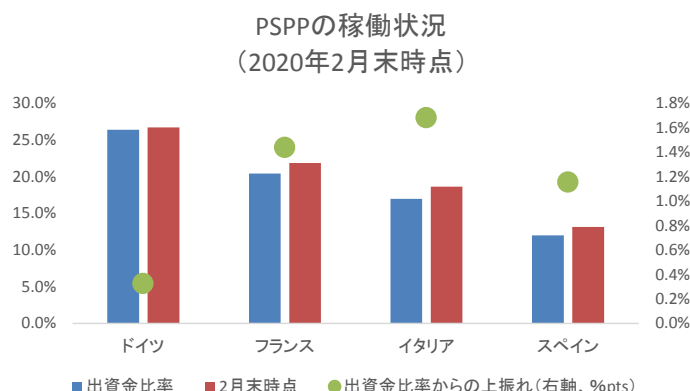
(前頁図)。当初、パンデミックが起きる中で政府部門の財政負担が増し、金利が上がるという非常に不味い連想が働いていたが、こうしたパニック的な動きは **PEPP** や **FRB** の無制限 **QE** を背景に収まっている。上で見たように、定例会合で決定された 1200 億ユーロの増額については「主として民間資産が寄与する」と宣言されていたゆえ、国債利回り上昇には別途処方箋が必要になったという背景が **ECB** にはあるだろう。裏を返せば、上で紹介した定例会合後のラガルド総裁の失言は、その時点での金利情勢はまだ穏やかなものであり、そのような「べき論」を言える余裕があったということでもある。

期間や対象資産について

PEPP の実施期間は 2020 年末までとされているが「政策理事会が新型コロナウイルスの危機局面が収束した判断すれば、年末前に終了する」とされている。これは裏を返せば、感染拡大が続く限り、プログラムが続く可能性をも示唆している。購入対象資産は「拡大資産購入プログラム (APP) で対象とする資産全て」とあるので、国債、社債、地方債、資産担保証券、あらゆる有価証券が対象となる。しかし、既述の通り、民間資産は発表済みの 1200 億ユーロで対応するのだとすれば、基本的には 7500 億ユーロが国債市場へ投入されることになる。発表には「a new temporary asset purchase programme」とあるので先週の 1200 億ユーロは今回の 7500 億ユーロとは別だと思われるが、仮に 1200 億ユーロが 7500 億ユーロの内数だったとしても 6300 億ユーロが国債市場に向かうことになる。どちらにしても十分な巨額である。これを定例会合で発表していたらラガルド総裁の評価も大分変わったと思われる。

なお、これほどの巨額を国債市場に投じるということは当然、「issue or issuer limit」や資本金出資比率からの乖離が気になるところである。既述の通り、3 月 24 日、「issue or issuer limit」に関しては **PEPP** が適用されない方針が **EU** から発表されている。また、**capital key** については従うとされているものの、あくあまで柔軟な運営 (a flexible manner) とされており、資産クラスなどを跨いで購入金額のブレは容認されると述べられている。

例えばイタリア国債の保有残高は出資金比率に照らして既に 1.7%ポイント上振れているが(図)、こうした乖離の拡大は一時的には目を瞑るという覚悟が見受けられる。ちなみに **PEPP** では企業発行の短期債 (CP) 並びに購入除外されていたギリシャ債も対象となる方針や担保基準の緩和も示されている。



《EU が立ち向かう3度目の危機～政治は「非戦の誓い」を思い出せるか～》

欧州債務危機の申し子「ESM」と「抜かずの宝刀」

本稿執筆時点の **ECB** のバランスシートが約 4.7 兆ユーロであることを思えば、7500 億ユーロは 16% に相当する巨額である。しかも、7500 億ユーロを月次で使うとは言っていないので短期的に大規模な **ECB** の市場介入が予想される。その上で、「必要な限り資産購入の規模や構成を強化する用意もある」と宣言されている。定例会合で決定した企業の資金繰り支援と合わせ、**ECB** は全てを出し切ったと言える。

そうなると次に注目されるのは政治の出番である。具体的には欧州委員会や最高意思決定機関である

EU 首脳会議が欧州安定メカニズム (ESM) を始め、如何に財政的な手段を活用できるかに注目は集まる。ESM は債務危機を契機に設立された総額 5000 億ユーロ (現在の能力は 4100 億ユーロ) の恒久的な救済基金だ。ここに支援を要請すると、引き換えに財政再建や構造改革といった「宿題」(いわゆるコンディショナリティ) をこなすことが求められる。言い換えれば、被支援国の財政運営は EU の監視下に置かれることになる。しかし、こうした条件だと利用が難しいので「無条件で使わせて欲しい」というのがイタリアなどからの要望なのだが、EU 首脳会議を経た本稿執筆時点でも合意に至っていない。

ESM は「欧州債務危機の申し子」であり、被支援国の財政運営を教育・指導するという思想が根底にある。しかし、今やドイツですら財政運営の柔軟化を容認するほどの緊急事態であり、欧州委員会からも財政運営に関して例外条項を容認する方針が示されている。かかる状況下、ESM を利用すると緊縮を含む「宿題」を求められるというのは明らかに矛盾するのだが、「ESM を使うなら話は別」というのがドイツ、オランダ、オーストリアなどの健全国のスタンスと見られる。まさに 2009～13 年に散々目にした「いつか来た道」である。恐らく最終的には容認姿勢に変わるであろうが、この初動の遅れがまさに欧州債務危機の再来を見ているような気持ちになる。

健全国も言い分はある：PEPP は OMT の代替手段

もともと、健全国にも言い分はある。というのも、上述したように、既に ECB が 7500 億ユーロ規模の PEPP を展開する中で 33% ルールの撤廃に踏み切っている。繰り返しになるが PEPP は実質的には新型コロナウイルス終息を条件とする無制限の資産購入プログラムであり、これを受けて域内金利ははっきりと下落基調に入っている。政策の経済効果としては、無制限の短中期国債購入を行い、「抜かずの宝刀」として知られる ECB の OMT (Outright Monetary Transaction) と殆ど同じとみられる。

「抜かずの宝刀」として市場が畏怖する OMT があるにもかかわらず、わざわざ PEPP を別に作ったのは OMT を使うには ESM に利用申請をして財政監視を受けなければならないという障害があったからではないかと推測される。PEPP の効用もあって、金融市場は今のところ ESM&OMT の利用まで期待しているわけではないので、わざわざ自分から差し出す必要は感じられない。未知の危機である。これから何が起きるか分からないのだから「カードを温存しておく」という発想も大事にした方がいいだろう。健全国としても PEPP の上に ESM&OMT は過剰だという主張は抱いているはずである。

コロナ債、EU 共通債の処遇は

一部ではコロナ債という耳慣れないフレーズも報じられている。これは 3 月 24 日のユーロ圏財務相会合でラガルド総裁が新型コロナウイルス対策を目的として 1 回限りを条件に求めた特例債らしい。これはブルームバーグが 25 日に 2 名の匿名当局者の話として報じた話なので真偽は定かではないが、翌 26 日にはイタリアやフランスを含む 9 か国の首脳がやはり新型コロナウイルス対策費を大義として EU 共通債の発行を呼びかけたことが明らかにされており。恐らくこれがラガルド総裁の主張していたコロナ債の落としどころになっているようにも読める。なお、9 か国とはイタリア、フランス、スペイン、ポルトガル、アイルランド、ベルギー、ルクセンブルク、スロベニア、ギリシャであり、案の定、ドイツやオランダといったタカ派寄りの国々が入っていない。ちなみに、27 日時点の続報として ESM が「ソーシャル・スタビリティ・ボンド」または「コロナ債」という名称で一時的な債券を発行する可能性があるとも報じられているが、本稿執筆時点では最終案はまだ定かではない。

上で述べたように、ESM&OMT の利用まで踏み込む必要は今のところなさそうに思える。だが、もともと共通債は EU の重要な改革事項の 1 つであるし、今ほど共同体としての結束が試されている局面もない。1 回限りと言わず、危機を契機として将来に繋がる構想を描く動きになればと期待すべき状況であろう。恐らくラガルド総裁は「中銀としてできることは全部やったので政府も協力して欲しい」という思いで声かけをしたのだと思われるが、その願いが全ての加盟国に刺さっているわけではなさそうだ。

ESM の利用条件をどこまで緩和できるか？

結局、政治側に期待された ESM の活用について、今のところ具体的な合意が得られていない。3 月 24 日に公表されたユーログループの声明文では ESM を予防的手段として使用することに対して幅広い支持があったと謳われているが、ESM はあくまで被支援国が手を挙げて使うものだ。「宿題」が必ず付いてくる今の条件では誰も好き好んで使うまい。ESM が発行する債券をどう呼ぶか（コロナ債？）という問題はさておき、債務危機を前提とした設計思想をどこまで修正できるかが今後の見どころである。言い換えれば、「利用条件をどこまで大目に見られるか」だ。もちろん、寛容になり過ぎれば、利用国にとって単なる国債発行と境目がなくなるので、年限は短く設定されることが望ましい。細かな仕様については今後の続報を見極めたいところである。

「第三の危機」で思い返す非戦の誓い

これまで EU は沢山の危機を経験してきた。今直面している疫病危機は債務危機、難民危機に続く第三の危機と言って差し支えない。だが、多くの EU 市民の生命がかかっている今回ほど、統合の真価が問われる危機は過去にはなかった。EU は非戦の誓いから生まれたプロジェクトである。債務危機では財政の出し渋りで揉め、難民危機では流入してくる移民・難民の押し付け合いで揉めた。今回の疫病危機では医療物資の囲い込みを巡って内輪揉めを起こし、これを中国につけ込まれているという見方すら出ている。上で見たように、財政支援を巡る恒例の内輪揉めも健在だ。これではポストコロナの時代を迎えた時に、今よりもさらに反 EU の機運が高まるようなことはないだろうか。第二の離脱国を出さないためにも、加盟国間で禍根を残さない政策対応が今、求められているだろう。

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。