

中期為替相場見通し

2020 年 5 月 1 日

みずほ銀行
市場営業部・金融市場部

目次

【見通しの概要】 P.2

◆ ドル/円相場の見通し～「ドルの信認」はテーマとなるか？～

「金利差なき世界」の道標～「大きな絵(big picture)」で见たい局面～	P.3
「市場環境の変化について～「超リスクオフ」から「普通のリスクオフ」へ～	P.6
米国の財政・金融政策の現状と展望～拡張財政とドルの信認～	P.8
コロナショックに対する IMF の基本認識～「世界経済見通し」と「国際金融安定報告書」～	P.10
本邦金融政策の現状と展望～将来を見据えた露払い～	P.14
メインシナリオへのリスク点検～分岐する 3 つのシナリオ～	P.16

◆ ユーロ相場の見通し～「ドルの映し鏡」の状況が続くユーロ～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～形骸化する政策金利～	P.18
---------------------------	------

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

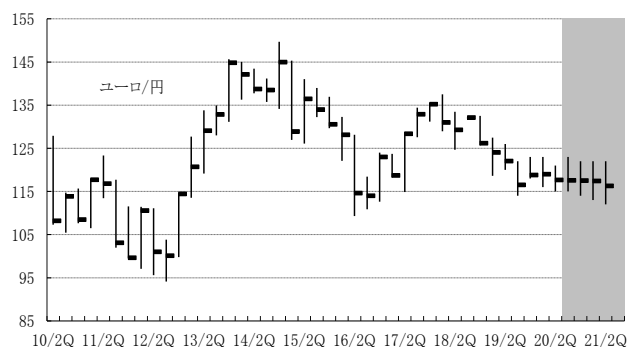
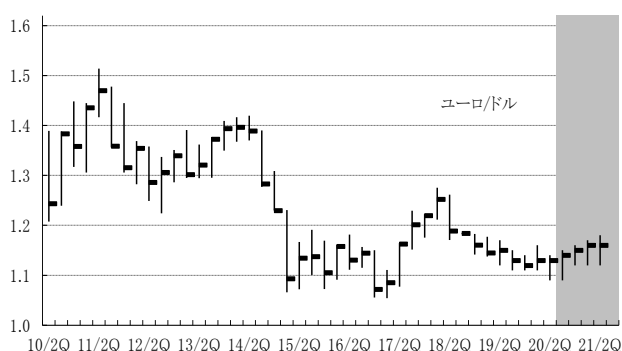
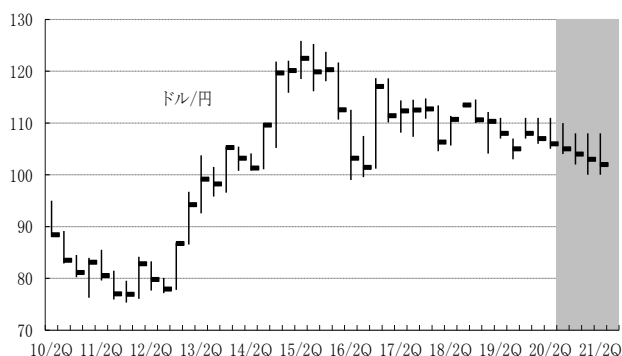
4月のドル/円相場は3月の「超リスクオフ」から「普通のリスクオフ」にムードが移り変わったことでドル買いが後退し、やはり円高が進んだ。ここから先はファンダメンタルズに忠実な予想を心掛けたいが、為替市場はいよいよ「金利差なき世界」の様相を強めており、需給や物価といったその他の基本的要因に目を向けることの重要性が相対的に増しているように感じられる。どちらの尺度に照らしても円が対ドルで上昇するというのが理論的な示唆だ。このほか巨額の財政出動を背景に「ドルの信認」という論点が目立つ可能性も念頭に置きたい。ドル相場と米政府債務残高や財政収支の間にはある程度安定した関係が見出せる。2019年から2020年にかけてGDP比で▲3.6%だった財政赤字が▲15.4%へ4倍以上に膨らんだことに伴ってドル相場がこれから下落しても全く不思議ではないと思われる。同じ文脈でワールドダラーの激増もドル売りを焚き付ける一因になるかもしれない。IMFでも分析に難渋する状況下、リスクシナリオを想定するのは非常に難しいが、やはり感染終息をどこかのタイミングで見積もるか次第で景色が変わってくる。IMFの提示する3つのリスクシナリオに沿って相場見通しを当て嵌めるならば、いずれのケースにおいてもドル/円相場が100円を割り込む展開を視野に入るだろう。

片や、ユーロ相場は軟調さが見られるものの、動意には乏しい。未曾有の資産購入によって域内利回りの上昇は抑制され、パニックは回避されているが、やはり▲0.50%という深いマイナス金利を備えるユーロが積極的に選ばれる雰囲気は未だ感じられない。IMF予測などを見ても、今回のコロナショックの傷痕が最も深そうなのが欧州だ。世界最大の経常黒字国（圏）通貨である以上、大崩れはないだろうが、あまりにもネガティブな材料が多過ぎるという印象は残る。とりわけ財政支援を巡ってEUとしての政治決断ができないという「お家芸」がまたも勃発しており、日米三極において財政対応が最も劣後している。域内利回りが十分に低下してこないのは、こうした政治決定を巡る不透明感が嫌気されているからだろう。ECBは責務の範囲内で手を尽くしているだけになんとも惜しい状況である。とはいえ、為替市場において「高金利通貨としてのドル」の地位が失われる中、ユーロは「ドルの映し鏡」として相対的に浮上しやすいというのが最もありそうな展開だと考えている。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2020年 1～4月（実績）	5～6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 (107.20)	105 ～ 111 (106)	104 ～ 110 (105)	102 ～ 108 (104)	100 ～ 108 (103)	100 ～ 108 (102)
ユーロ/ドル	1.0636 ～ 1.1495 (1.0944)	1.07 ～ 1.12 (1.11)	1.07 ～ 1.13 (1.12)	1.10 ～ 1.14 (1.13)	1.10 ～ 1.15 (1.14)	1.10 ～ 1.16 (1.14)
ユーロ/円	115.45 ～ 122.88 (117.32)	115 ～ 121 (118)	115 ～ 123 (118)	114 ～ 122 (118)	113 ～ 122 (117)	112 ～ 122 (116)

(注) 1. 実績の欄は5月1日までの、カッコ内は5月1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～「ドルの信認」はテーマとなるか？～

《「金利差なき世界」の道標～「大きな絵(big picture)」で见たい局面～》

「金利差なき世界」の道標

4月の金融市場もコロナショックの動向に右往左往する展開が続き、とりわけ月末にかけては原油価格の動向が市場心理を揺さぶる時間帯が長めに続いた。こうした中で株価は大きく動揺するなど動意づいたが、為替市場は極めて静かな状況が続いている。過去3か月弱、金融市場は激烈な相場を経験しているが、ドル/円相場は概ね100～110円という近年の大まかなレンジに収まっている。これはドル/円相場に限らず、ユーロ/ドル相場でも同じようなことが指摘できる。やはり各国間の政策金利差が殆ど消滅した世界において為替は動意を失うというのが1つのもっともらしい答えなのだろうか。

もちろん、金利だけが為替の変動要因ではなく、他にも需給や物価、その他ニュースフローも無視できない影響力を持つ。また、米国がマイナス金利を採用する可能性まで視野に入れば、金利が完全に説明力を失ったとまでは言えない。「金利差なき世界」においては、今まで以上に金利以外の要因を見つめる重要性が相対的に増すだろうが、万が一、FRBがマイナス金利を導入し、深掘りを進めていけば、どこかで転換点(tipping point)に差し掛かりドル売りが始まるという可能性もある。その意味で金利の重要性は相応に残っていると言える。

とはいえ、図示されるように、現時点では日米金利差とドル/円相場の間に安定した関係は無い。マイナス金利深掘りでドルが売られるとしても、「1bpsで〇円程度」という線形関係を前提にした思考回路ではなく、マイナス金利導入というイベントが堰を切ったようにドル売りを誘発するかどうかというトリガーとして注目することになる。金利「差」という観点から水準を推測するような状況ではなく、限界的な変化幅

が小さくなる中で価格形成に与える影響が小さくなるは致し方ない。しかし、例えばマイナス金利となったドルをリザーブプレーヤー（外貨準備の運用主体）がこれまで通り持ち続けるかという疑問は別途生じるはずだ。世界の外貨準備におけるユーロ比率が際立って低下したのは欧州債務危機を通じた単一通貨圏瓦解への懸念もさることながら、2014年6月にECBがマイナス金利を導入したことがトリガーになったという見方もある。ECBが四半期に一度公表する「ユーロ圏投資ファンド調査」で域内投資ファンドの域内資産・域外資産保有比率（域内資産残高÷域外資産残高）が顕著に低下し始めたのはやはりその頃からであった。それでもこの非常時にドルを手放す主体はそうそう出てこないという考え方はあ

為替市場の基本的な変動要因

①金利【短期】

- 政策金利、国債金利

②需給【短～中期】

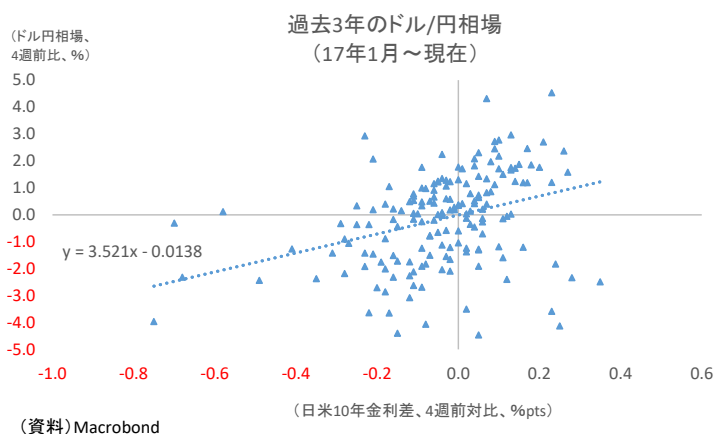
- 貿易・経常収支、対外債権・債務

③物価【長期～超長期】

- CPI、PPIetc

④その他【短期】

- 各種ニュースフロー（地政学リスク含む）

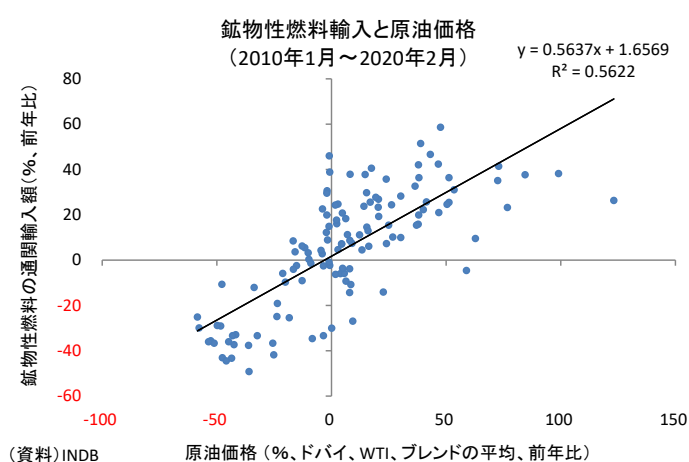


るが、金利という観点から為替市場を展望するにあたっては「マイナス金利導入がトリガーを引くドル離れ」という極端な展開は頭の片隅には置いておきたい。その上で金利差というシンプルで分かりやすい理屈で相場を説明する局面は当分戻って来ないと考えた方が良いのではないかとと思われる。

需給は円高方向を示唆、原油急落の影響も

金利に並んで重要な為替の変動要因は需給と物価である。この点については過去の本欄でも繰り返し議論を重ねてきた。まず、需給は円高・ドル安を示唆している。ストック面では「世界最大の対外債権国」というステータスが変わらず、これをもたらすフロー面での「経常収支黒字国」というステータスも当面は第一次所得収支を基軸として盤石である。こうした事実はこれまで何度も論じてきたので今回は詳述しない。重要なことは世界最大の対外債権と対外債務の「差」を円高以外の何で説明するというのか、ということだ。この事実は今後数年、簡単に変わらないだろう。

また、これまでとは異なった視点として、原油価格急落の影響がどのように出てくるのかという視点も重要になる。というのも、日本の輸入において全体の 4 分の 1 が鉱物性燃料であり、鉱物性燃料は当然、原油価格に大いに左右されるという実情がある。ラフな試算だが、原油価格 1% の変化は鉱物性燃料の輸入額を 0.5% 程度変化させる (図)。例えば本稿執筆時点で原油価格は年初の 1 バレル 60 ドル付近から 19 ドル付近まで▲70% 近く下落していることを思えば、鉱物性燃料の輸入額は▲35% 以上落ち込むことになる。鉱物性燃料の構成比 (25%) を踏まえると輸入額全体を▲8.8% 押し下げる効果がある。これに加え貿易取引が途絶していることを背景に鉱物性燃料だけではなくあらゆる財の輸入が減少すると思われ、輸入額は全体としてさらに減少する見込みである。もっとも、同じ理屈で輸出も減少すると思われるため、貿易収支全体への影響は非常に読みづらいが、多くの貿易財が数量要因で減少を余儀なくされるのは想定範囲内としても、



鉱物性燃料は数量要因のみならず価格要因でも劇的な影響を受ける。当面の貿易収支に関し輸入急減を通じた黒字方向への転換という可能性は念頭に置きたい。

物価も円高方向

最後に物価だが、これも円高圧力を感じさせる。各国間の物価格差は明らかに前回の金融危機以降で縮小している (次頁図)。この意味で金利格差に次いで物価格差も消滅する時代に入っていると言え、為替相場を考える上での重要な決定要因の 1 つがまたも失われつつあるという印象を抱く。とはいえ、日本が依然として「相対的にデフレ気味の国」であることに変わりはない。為替は相手がある話であり、理論的には物価上昇率が劣る部分は将来的な通貨高で清算することになる。もちろん、そうした考えから導

かれる購買力平価（PPP）は物価の種類に応じて多様であり、スポット価格も PPP に居る時間が最も短いため、PPP に全幅の信頼を寄せるのは正しくない。しかし、あらゆる物価を用いて PPP を計算しても、ドル/円相場の 110 円以上というのはさほど有力な節目が無い。国際機関やシンクタンクの算出する PPP、一般的な物価指標（消費者物価指数や生産者物価指数など）から導かれる PPP などやはり 110 円未満、とりわけ 105 円未満に多いという印象が相変わらず強い（図）。

日々の為替取引が物価尺度に応じて行われるわけではないが、過去 30 年余りを振り返ればドル/円の歴史は「円高の歴史」であり、「デフレの歴史」でもあったことは尊重したい。一抹の不安としては、コロナショック後の世界ではグローバル化が退潮気味になり、一物一価の法則が必ずしも徹底されない世界が到来する可能性がある。これは PPP に収斂する過程を阻害するものだろう。

突如、「金利差なき世界」が到来した上に「非常時のドル買い」も重なったこともあって為替市場はこの上なく読みが難しい状況に直面している。しかもその「非常時のドル買い」にしても、米国内で緩やかにしか低下しない LIBOR を横目に、米国外では対ドルでのベースコストに関し、円やユーロがプレミアム（つまりドル余剰）に転じるなど、現状を正確に把握するにあたって複眼的な視座が要求される状況である。こうした混沌とした状況を前提にすると、まずは一旦目を離し、大きな絵（big picture）で足許を把握してから、中長期の予想を立てることが最終的に報われると筆者は考えている。仮にその通りの展開とならなかったとしても、正確な現状把握に基づく予想は「何故そうならなかったのか」を後から反省するのに大いに役立つものだ。日々の感染者数の推移や政府の動きは極めて重要であり、これが価格形成に影響力を有するのは致し方ないが、最も分かりやすい道標である金利差を失った今、「木を見て森を見ず」とならないように心掛けたい。



ドル/円相場に関する色々な節目

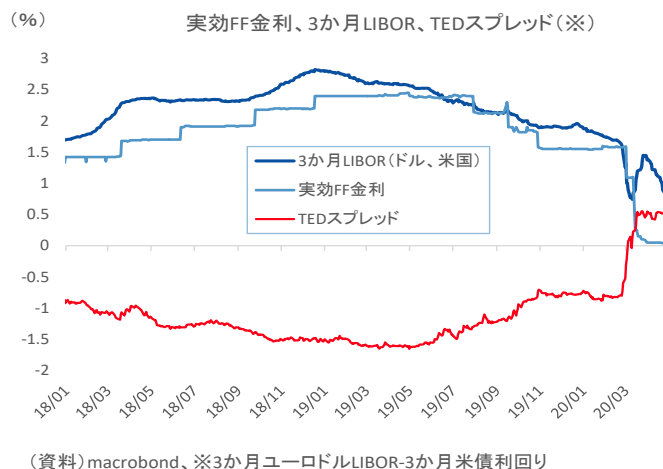
円相場	評価基準
55.1	購買力平価(輸出物価、73年基準、2020年3月)
71.4	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2020年3月)
71.1	購買力平価(輸出物価、80年基準、2020年3月)
75.5	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の中間、73年基準、2018年11月)
90.0	購買力平価(企業物価、80年基準、2020年3月)
95.9	購買力平価(企業物価、73年基準、2020年3月)
96.7	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
98.9	購買力平価(消費者物価、80年基準、2020年3月)
99.8	19年3月時点の採算レート(内閣府「2018年度企業行動に関するアンケート調査」)
101.4	購買力平価(世界銀行、2018年)
103.0	購買力平価(OECD、2019年、GDPベース)
107.3	2020年5月1日時点のレート
108.0	想定為替レート(日銀短観、2020年3月調査、通年)
110.4	日本経済研究センター試算の均衡レート(19年10～12月期)
111.2	19年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2018年度企業行動に関するアンケート調査」)
121.2	購買力平価(消費者物価、73年基準、2020年3月)
132.7	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
159.0	工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2016年度調査)
260.9	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2016年度調査)

(資料)各種資料より筆者作成。※1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。

《市場環境の変化について～「超リスクオフ」から「普通のリスクオフ」へ～》

「超リスクオフ」から「普通のリスクオフ」へ

3月中旬～下旬にかけて高止まりが注目されてきたロンドン銀行間取引金利（LIBOR）が4月に入ってからようやく低下し始めた。3月に直面した苛烈な悲観相場はひとえに LIBOR や TED スプレッド（3 か月ユーロドル LIBOR-3 か月米債利回り）の上昇などに象徴される金融機関同士の相互不信の中で起きたことであり、FF金利を大幅に下げても改善されなかった（図）。また、この際、ベースコスト上昇などに現れる「ドル調達難」も発生していた。

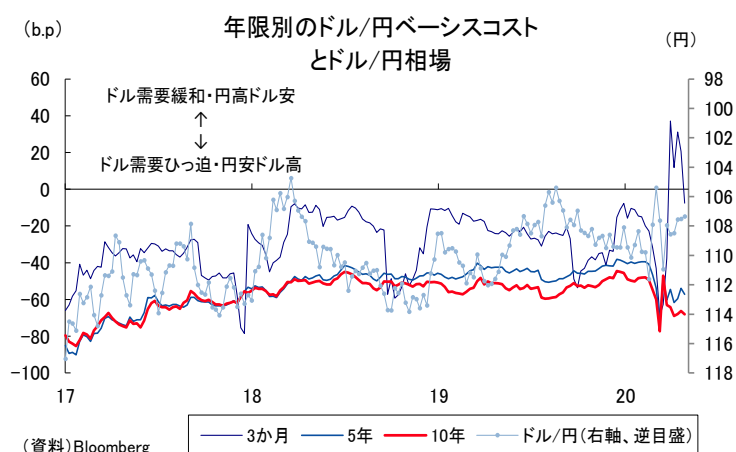


ドルが調達できなければ金融機関は様々な決済ができず、破綻に追い込まれる取引主体も出てくる可能性がある。企業部門でも外貨不足から輸入に対応できず、貿易取引ひいては実体経済の停滞を招く展開が懸念される。3月半ばに見られた資産価格の暴落や結果としての相互不信の高まりはドル欲しさに手元資産を売却するという市場行動の結果でもあったと考えられる。安全通貨と言われていた円が売られたばかりか、米国債や日本国債、ドイツ国債といった安全資産の代表格のような金融資産まで手放されたのは「ドル調達難」と無関係ではない（よって「円は安全資産ではなくなった」は極めて枝葉末節の議論であり全体が見えていない）。ちなみに金融機関が実態としてドル不足に陥っていたというよりも、「これからそうなるのではないか」との恐怖感が自己実現的にドル調達難とその結果としての相互不信を招いたという意味で、医療物資や食料などの買い溜めに走る動きと酷似している。

迅速かつ大規模で使い勝手の良いドル調達スキームの提供は非常時に最も求められる中銀政策の1つとして市場では周知されている。後述するベースコストの大幅改善に加え、LIBORの低下も見られ始めているという事実は、金融市場がドル調達難に根差した「超リスクオフ」とも言える状況から「普通のリスクオフ」と言える状況に変遷していく過程として注目すべきものだ。

決死のドル供給

念のため、ドル調達難に対してFRBが迅速に動いてきたことを簡単に整理しておく。3月3日、FRBは臨時FOMCを開催して50bpsの利下げに踏み切り、同16日にも2度目の臨時FOMCを開催してゼロ金利政策への回帰と量的緩和政策（QE）の再稼働を決定した（23日には3度目の臨時FOMCが開催されQEは無制限になった）。また、同日には主要6中銀による、ドル資金供給策の拡充が決定され、市場の緊張緩和とい

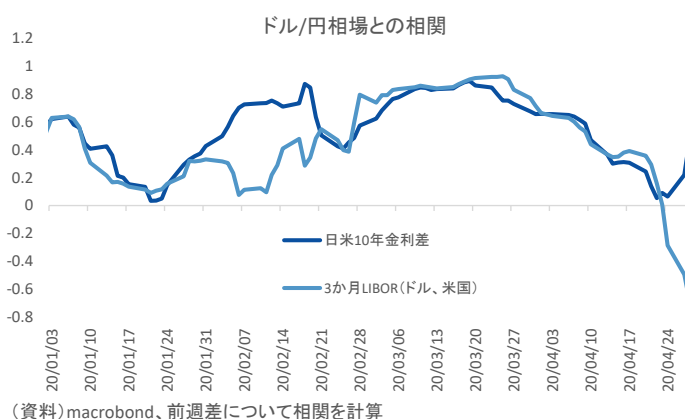


う観点からはこれが最も好感されるものだった。この決定でドルスワップ協定の適用金利が「OIS+0.50%」から「OIS+0.25%」へ引き下げられ、流動性の供給期間も既存の1週間物に加え3か月物（84日物）が加わった。さらに、1週間物は週1回だったものが毎日の実施に切り替わっている。ちなみに19日にはこうした措置はブラジル、デンマーク、メキシコ、ノルウェー、ニュージーランド、シンガポール、スウェーデンなど9か国に拡げられている。

こうしたドルスワップ協定の強化を通じて FRB 以外の中銀はより好条件でドルを獲得し、これを所管の国内銀行部門に供給することができるようになった。ユーロも円も対ドルでプレミアム（すなわちドルが余っている）を見る状況にまで改善している（前頁図、足許では再びややディスカウントに振れている）。この意味で「海外におけるドル調達難」は解消されている。こうした状況に遅れて LIBOR が下がり始めていることで、ようやく「普通のリスクオフ」に近づいているのが現状であるように思われる。

「普通のリスクオフ」では円買い優勢に

ドル調達難や相互不信の解消という論点は為替市場を展望する上でも重要である。「超リスクオフ」の局面ではドル調達が難しくなることから為替市場でも自国通貨を手放してドルを買いに行こうとする動きが出やすかったと考えられる。事実、安全通貨である円やスイスフランも下落し、例えば円は3月24日に対ドルで111.70円をつける展開が見られた。これはLIBORが騰勢を強めていた時期と重なる



（最も高かったのが3月24日を含む23日週だ）。図はドル/円相場と日米10年金利差、3か月LIBORの相関を見たものだ。3月を境にしてドル/円相場とLIBORの相関が高まっているが、これは短期金融市場における相互不信の高まりとその背後にあるドル調達難が相まってドル需給がひっ迫し、円安・ドル高が進んでいた局面と整合的である。日米10年金利差との相関はそれ以前から相応にあったが、3月に入ってから相関の度を強めたという意味ではLIBORが目につく。景気が良好でFRBも順当な利上げサイクルに入っている時もドル/円相場とLIBORの相関は高まるが、今回はLIBORの上昇と高止まりが「超リスクオフのドル買い」と併存している状況である。4月入り後、LIBORが落ち着き始めてから相関は大きく低下し、その一方で日米10年金利差との正の相関が戻りつつある。これはドル/円相場にとって「平時の姿」に近づいているということではないか。あくまでラフなイメージに過ぎないが、相場の雰囲気を読む参考になるだろう。

上述したように米国外のドル調達難は解消しており、注目点はLIBORの継続的な低下が金融機関同士の相互不信解消を示すことになるかどうかに移る。この段階に及べば「超リスクオフのドル買い」は完全に鳴りを潜め、「普通のリスクオフ」の下で米金利低下に応じたドル/円相場の水準調整（円高・ドル安）が進むというのが基本的な考え方となる。

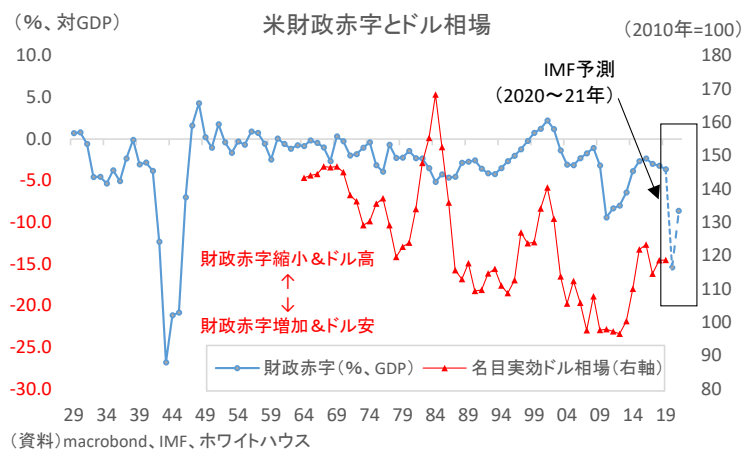
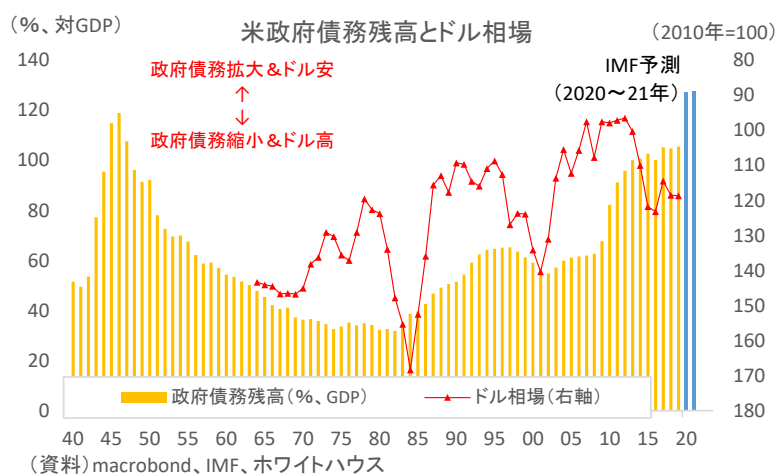
《米国の財政・金融政策の現状と展望～拡張財政とドルの信認～》

拡張財政とドルの信認

世界各国はコロナショックに対抗すべく形振り構わず金融・財政政策を集中投下している。4月開催された G20 財務相・中央銀行総裁会議においてゲオルギエバ IMF 専務理事が言及したように、財政政策で言えば約 8 兆ドル規模の対策が全世界で講じられている。これは世界 GDP（約 80 兆ドル）の 10% 相当であり、文字通り経験の無い規模である。また、その 4 分の 1 以上が米国の経済対策（2 兆ドル強）に由来していることも注目される事実だ。こうした措置は資産価格の先行きに如何なる影響を持つだろうか。世界中でいよいよ金利が消滅していることを踏まえれば、ショックが終息した後、株式を筆頭とするリスク資産価格に資金が流れることは容易に想像がつく。では為替市場におけるドルの立ち位置はどのように変わってくるのか。政府債務とドルの信認という定期的に注目されるテーマをこのタイミングで考察しておくことは非常に重要である。

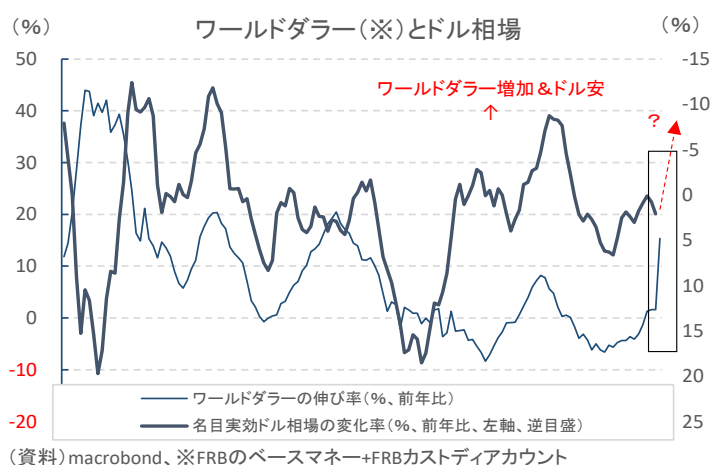
過去 6 年にわたってドル高が続いてきたのは、金利が消滅する世の中にあっても米金利だけは相対的に水準が維持されてきたからである。だが、その米金利も 3 月の怒涛の利下げによって全て吐き出してしまった。コロナショックを受けた有事が続いている状況下ではドル需要は相応に残存するかもしれない。しかし、ポストコロナの金融市場では膨張した米政府債務に焦点が集まる可能性もある。市場のテーマは急に変わるものであり、今から考えても早過ぎることはない。既に為替スワップ市場では一連のドル資金供給オペが奏功し、ドルが対ユーロ、対円でプレミアム（すなわちドルが余っている状態）に転化している。ドル調達難とドル高をリンクさせて議論が進んでいたのはもう一昔前の話だ。現在、米国について報じられる拡張財政の規模と IMF 世界経済見通しで示されている予測値などを合わせて試算すると 2020～

2021 年の米国の政府債務残高は名目 GDP 比で 130% に迫る勢いである。これは 120% 弱まで積み上がっていた第二次世界大戦直後（1945 年）を優に超える水準である（図・上）。ドル相場と政府債務残高の間にはある程度安定した関係が見出せるが、これはフローの財政収支との間で見るとさらに軌を一にしているようにも見える。少なくとも 2019 年から 2020 年にかけて GDP 比で ▲3.6% だった赤字が ▲15.4% へ 4 倍以上に膨らんだことに伴ってドル相場がこれから下落しても全く不思議ではない（図・下）。



ワールドダラーの示唆する方向感ドル安

また、危機時の財政・金融政策対応とドルの信認というテーマでは、リーマンショック直後にワールドダラーという概念がしばしば耳目を集めた。これはFRBのベースマネーとFRBの管理するカストディ勘定の残高合計である。ここでカストディ勘定とは「FRBが保管・管理する海外投資家が保有する米国有価証券の残高（Custody Holdings, Securities in Custody for Foreign & International Accounts）」である。あくまでイメージに過ぎないが、このワ



ールドダラーが「米国内外に流通するドルの総量」を測る計数として用いられている。直感的にはワールドダラーとドル相場には負の相関が予想されるところであり、実際にそうだったように見える(図)。FRBの無制限量的緩和を背景としてワールドダラーはベースマネーと共に急増しており、前掲図の米財政赤字の動きと合わせ見れば、3月に見られたような「非常時のドル買い」が再発するケースを除けば、当面のドル相場が上昇する展開は考えにくいという印象が抱かれる。

もちろん、理論的にはベースマネーが増えたからといって、貨幣供給量（マネースtock）が増えるとは限らず、それゆえにドル下落も予想する筋合いにはないものだが、直情的な為替市場でこうした論点材料視される展開は十分警戒する価値がある。

穏当なドル安は世界経済にとって正義

最後に強調しておきたい点だが、筆者は米国の拡張財政路線の結果としてドルの信認が棄損し、ドル安になったとしてもそれ自体が悪いことだとは思わない。「信認が棄損」というフレーズはネガティブな印象が持たれやすいが、それでも米国政府がこれほど迅速かつ大胆に動かなかった場合、事態はより深刻化していたはずだ。そうなればドルの信認以前に世界経済の信認が問われる展開になっただろう。また、「過度なドル安」が「非ドル通貨の大幅上昇」を意味する以上、各国の通貨当局がそのようなドル安をいつまでも放置するはずがない。為替介入なのか、金融緩和なのか、それとも資本規制なのかは国ごとに異なるだろうが、自国通貨高（・ドル安）に対して何らかの処置は採られるはずだ。とすれば、ドルの信認に疑義が生じるリスクを冒してでも米国政府・中央銀行（FRB）は動くべきであったし、実際に動いた。FRBの利下げペースは市場で評価されていないが、ドル資金供給に関する果敢な動きは高く評価されている。世界におけるドルの総量が膨張するに従い、穏当なドル安が進む可能性は高いと筆者は考える。

一方で、それが暴落という展開に至り、しかもそれが定着するような事態は米国以外の通貨当局が容認しないだろう。どの国も過度な通貨高は回避したいものだ。本欄でも繰り返し述べているように、世界中がドル建て債務を積み上げた「ドル化した世界」においてはむしろ、ドル高が継続的に続く展開の方が対外債務の返済可能性という論点に注目が集まり、市場を不安定にさせる懸念がある。目先の危機脱却を考えた時、多少なりともドルの信認が棄損しても、米国政府が果敢な対応をしてくれた方が世界経済にとって正義と言えるのが実情である。

FRB は決定から実行のステージへ

一方、金融政策に関し、4月のFOMCは現状維持を決定した。3月に臨時会合を3回、計▲150bpsの利下げに無制限国債購入、ジャンク債まで含めた社債購入などを決定していることを思えば現状維持は当然だ。今後は「決定」から「実行」のステージに入ってくると考えられる。これは声明文の冒頭が3月の「The Federal Reserve is committed to use its full range of tools to support the U.S. economy in this challenging time and thereby promote its maximum employment and price stability goals」から「The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy in this challenging time, thereby promoting its maximum employment and price stability goals」へ、進行形の表現に修正されていることから察しがつく。これまでに用意された広範な政策ツールを「今まさに使っている」というのがFRBの基本姿勢だろう。

本稿執筆時点では徐々に経済活動の再開が模索されるなど、コロナ後を見据えた薄日が米国でも差し込み始めているようだが、感染第二波、第三波のリスクまで見据えるのであれば、これ以上動くのは得策ではない。後述するように、IMFが想定する最悪のシナリオまで視野に入れるのであれば2021年も同じような状況が続くことになってしまう。そこまでの事態に至った時、FRBができることはフォワードガイダンスの強化は脇に置くとして、株式の購入やマイナス金利の導入といった禁忌とされてきたものしかないだろう。いずれにせよ為替市場においてはドルを手放す理由に相当しそうなものばかりであり、コロナショックが長引くほど、円高リスクが高まるという雑駁な理解で差し支えないと考えられる。

《コロナショックに対するIMFの基本認識～「世界経済見通し」と「国際金融安定報告書」～》

「The Great Lockdown」

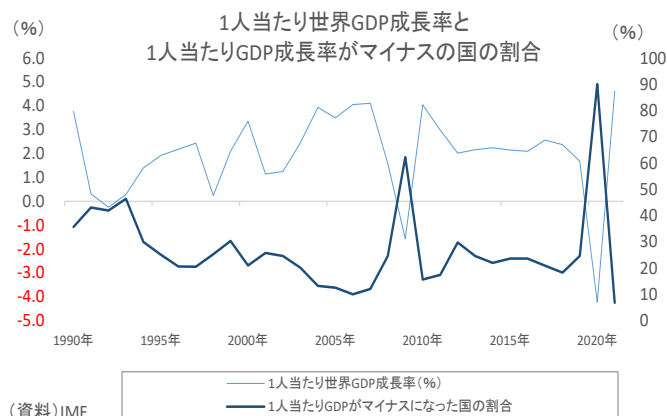
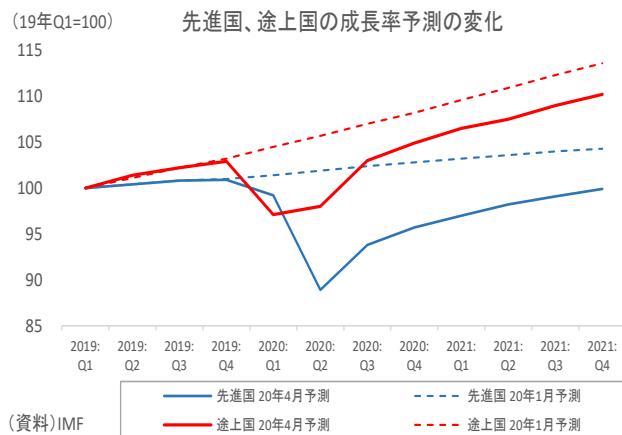
4月、IMFは定例の「世界経済見通し（WEO）」と「国際金融安定報告書（GFSR）」を公表している。しかし、共に今回はフルバージョンが5月にならないと明らかにならず、公開されたのは第1章だけである。しかし、その内容は非常に示唆に富んでいたため簡単に紹介しておきたい。相場の今後を見通す上では極めて大事な情報を含んでいると考えられる。

フルバージョンは発表されていなくともWEOの第1章のタイトル「The Great Lockdown」が現状を全て物語るには十分であろう。ヘッドラインで大々的に取り上げられているように示された予測値は2020年については▲3.0%と1月見通しから▲6.3%ポイントという極めて大きな下方修正になった。数字の仕上がりとしてはリーマンショックを超え、世界大恐慌以来の悪化となることをゲオルギエバ IMF専務理事も強調している。なお、シナリオは年内に感染が封じ込められることをベースとしており、2021年は+6%とV字回復の軌道を描くことを想定している。感染終息時期を含め希望的観測という声もあるだろうが、こうしたシナリオを描くこと自体は不可抗力である。

世界の90%がマイナス成長を経験

先進国および途上国を取り巻く経済情勢がコロナショック前後で如何に断絶してしまったのかを明示するのが次頁図（左）である。これは今回の予測と4月予測について各地域の予測変化を表したものだ。通常、景気循環に突然「溝」や「谷」が発生することはないが、ここでははっきりとそれを視認できる。GDPがこのような軌道を描くのは需給両面から経済を窒息させる戦争くらいだろう。なお、既にコロナショックをリーマンショック以上の危機として評価する向きも珍しくなくなっているが、両者の違いを

鮮明に映し出すのがマイナス成長に陥った国の割合の高さだ（図・右）。リーマンショックの際は世界の60%程度の国がマイナスになったが、今次危機は90%程度の国がマイナスを経験することになる。つまり全世界レベルで経済が縮小するのが2020年であり、コロナショックの実相ということになる。



「2020年に▲3%」から分岐する3つのストレスシナリオ

冒頭述べたように、今回の見通しは2020年後半にかけて感染が終息し、2021年にV字を描くという前提であるが、元凶が未知のウィルスである以上、見通しにも複数シナリオの提示が必要となっている。巷では「▲3%は楽観的に過ぎる」との解釈も目立つが、報告書中の「Scenario Box. Alternative Evolutions in the Fight against COVID-19」では分岐するシナリオもしっかり提示されている。具体的には①2020年において感染抑制策のためにかかる時間が（ベースシナリオ対比）約50%伸びること、②2021年においてマイルドな（ベースシナリオ対比で3分の2程度の）感染拡大の第二波が到来すること、③2020年の感染抑制策に時間が掛かった上に2021年も感染拡大の第二波が到来すること、といった3つの代替シナリオを提示している。いずれのシナリオにおいても各国国債の利回り上昇から金融環境が引き締められ、政策当局が一段の対応を迫られることが想定されている。結果、生産性の上昇率が抑制され、失業率も上昇することが警戒されるとの分析が披露されている。

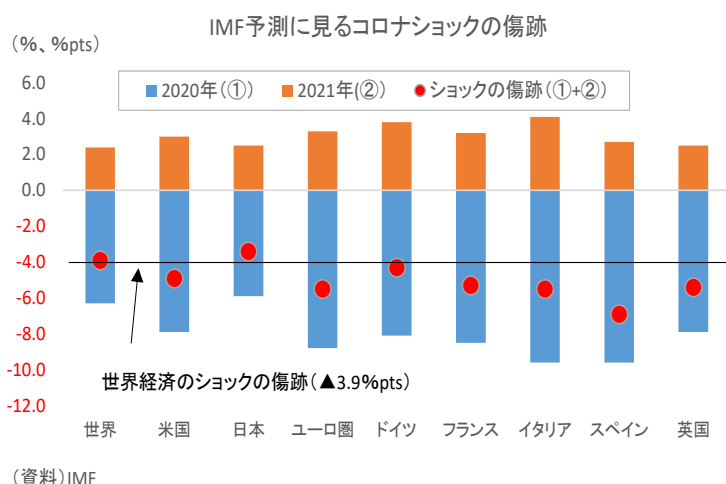
それぞれベースシナリオ対比で①は2020年について▲3%下振れ、②は2021年について▲5%下振れ、③は2021年について▲8%下振れと提示されている。シナリオの方向感や水準感が感染封じ込めの具合によって規定される以上、このように多面的なシナリオを提示するのは合理的である。ちなみに、これらの代替シナリオでは新興国の方が財政余地の乏しさなどから下支え策に限界もあり、傷跡が大きくなるという言及もあった。こうしたボックス欄以外の本文でも感染拡大が長期化すれば「金融システムのバックストップとしての中銀の限界が試され、これを支える政府の債務負担も増す」との懸念が示されており、特に早い段階で殆どのカードを注ぎ込んでしまった欧米中銀への懸念が見え隠れする。

IMFは決して楽観的な見通しを抱いているわけではなく、「ウィルス感染拡大が年後半に終息」という前提の下でありそんなストーリーを主軸に語っているだけであり、それ以外のシナリオを見ていないわけではない。そもそも、例えば③のシナリオをメインとした場合、それはそれで議論を醸すはずだ。例えば2021年も感染拡大を引きずるというシナリオがベースに示されてしまった場合、東京五輪を中心として多くのステークホルダーの判断に影響を与えることまで視野に入れねばなるまい。

「コロナショックの傷跡」は欧州に深い

世界の経済予測のメルクマールとも言える IMF の世界経済見通しが年内終息を前提に成長率の想定を作っている以上、程度の差こそあれ、市場参加者もそのシナリオに乗るしかない。だが、悲観色の濃い今回見通しにおいても国・地域別ごとには相応の差が見て取れ、日米欧三極の中ではやはり欧州の相対的なダメージの大きさが目立つ。2020 年と 2021 年の成長率について 1 月見通しからの修正幅を比較すると世界が▲6.3%ポイント/+2.4%ポイント、米国が▲7.9%ポイント/+3.0%ポイント、日本が▲5.9%ポイント/+2.5%ポイント、ユーロ圏が▲8.8%ポイント/+3.3%ポイント、英国が▲7.9%ポイント/+2.5%ポイントとなっており、やはり欧州の落ち込みは相対的に大きめである。ユーロ圏を国別に見ると、ドイツが▲8.1%ポイント/+3.8%ポイント、フランスが▲8.5%ポイント/+3.2%ポイント、イタリアが▲9.6%ポイント/+4.1%ポイント、スペインが▲9.6%ポイント/+2.7%ポイントとやはり明らかに大きい。なお、日本については消費増税により 19 年 10～12 月期に大きな落ち込みを経験しており、その反動も含まれているので単純比較が難しいことは承知の上であるが、ここでは脇に置きたい。

この点、2020 年につける谷が深い分、2021 年につける山も高くなるので、両年を合計した数字を「コロナショックの傷跡」として見なすことで、今次ショックを経た各国の立ち位置を見やすくていいかもしれない。これを横並びで比較したものが右図だ。世界経済の負う傷跡は▲3.9%ポイントだが、これより軽傷は日本（▲3.4%ポイント）だけである。繰り返しになるが、上述した増税ショックの反動がなければ日本もそれ以上の傷跡になっていた



た疑いは強い。片や、欧州とりわけユーロ圏の傷跡は深い。想像通りであるが、イタリアやスペインといった感染拡大が深刻でしかも政府部門の財政余力に余裕がなさそうな国の落ち込みはとりわけ大きい。ポストコロナの世界では恐らく未曾有の政策対応の副作用でバブルに似た経済・金融情勢が到来するのではないかと察する。そうした状況下、各国は緩和措置を果敢に撒き戻そうという姿勢を見せるだろうが、欧州は世界のそうした動きに劣後する可能性が高いのではないかと考える。本欄では繰り返し議論しているように、ECB は原理原則を反故にした上で特定国の国債に入れ込んでしまっている。その措置を抜き取る作業も相当な慎重さが必要になってくるだろう。こうしたユーロ圏に関する現状と展望を踏まえると、常に「相手がある話」の為替市場においてユーロを敬遠する動きに繋がるのではないかと考える。

リーマンショック時と比較した良い点・悪い点

一方、GFSR では金融市場における資本フロー動向に着目し、各国・地域、資産への影響を分析している。ここではリーマンショック時と比較した際の良い点と悪い点について言及されていた論点を列挙してみたい。結論から言えば、良い点としては金融システムの頑健性、悪い点としては資金逃避のスピードが挙げられている。まず、良い点だが、IMF は金融システムの頑健性について前向きな評価を与えている。コロナショックは既に深刻な傷跡を経済・金融面でもたらしているが、不幸中の幸いは大手金融機関

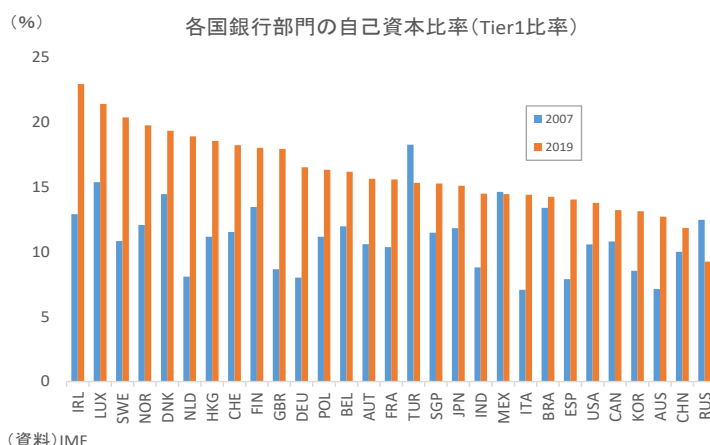
の破たんに伴うシステミックリスクが抑制されていることだろう。リーマンショック時は流動性制約や保有資産の損失拡大を通じて金融機関の経営が悪化し、事態が一段と深刻化した。この点、自己資本比率（Tier 1 capital ratios）について 2007 年末と 2019 年末を比較すると、大手金融機関は軒並み損失に対するバッファを積み上げており、衝撃耐性を強めている。

GFSR では Tier 1 capital ratios の平均について、2007 年末対比で 400bps 以上の

改善（上昇）が見られていると指摘している（図）。周知の通り、リーマンショック（やその前振れとなったサブプライムショック）を受けて銀行監督は著しく強化され、多くの各種規制が敷かれてきた。過去 10 余年で金融機関は収益性の代償に頑健性を手に入れたのであり、その恩恵が今発揮されているという事実について GFSR は前向きな評価を与えている。

もっとも、コロナショックを受けた景気低迷とこれに伴う与信環境の悪化はこれから到来するという見方もある。この点、GFSR でも「経済活動の緊急停止が長引くほど、家計や企業に対する与信環境の悪化に直面しやすくなる」との懸念が示されている。とりわけ今後著しい評価減が想定される商業用不動産への融資は相対的に商業銀行が多く抱えていることも指摘されている。商業用不動産にまつわる債務に関し、北米では 53.9%、欧州では 69.4%、アジア太平洋では 70.1%が商業銀行に集中しているという。ストック面で充実した自己資本があるとはいえ、フロー面である収益性が過去よりも低下していることを踏まえれば、損失を吸収するための利益にも乏しいという懸念もある。

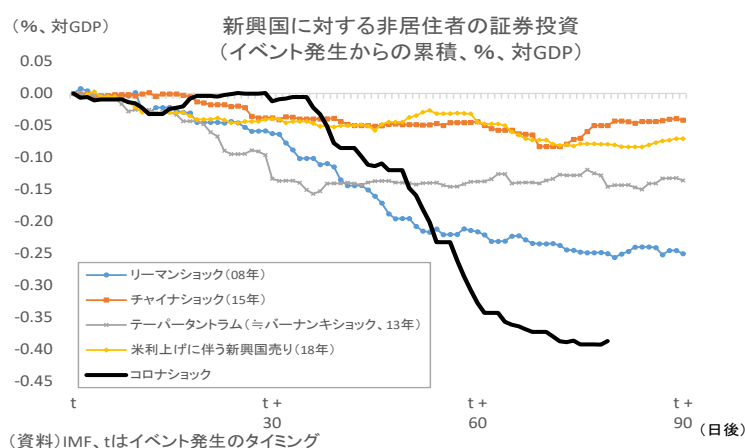
総じて GFSR が最も気にするテーマであるシステミックリスクという点に関しては、「現時点では健闘しているが、今後の状況次第では不安もある」という書きぶりであり、決して楽観的ではない。



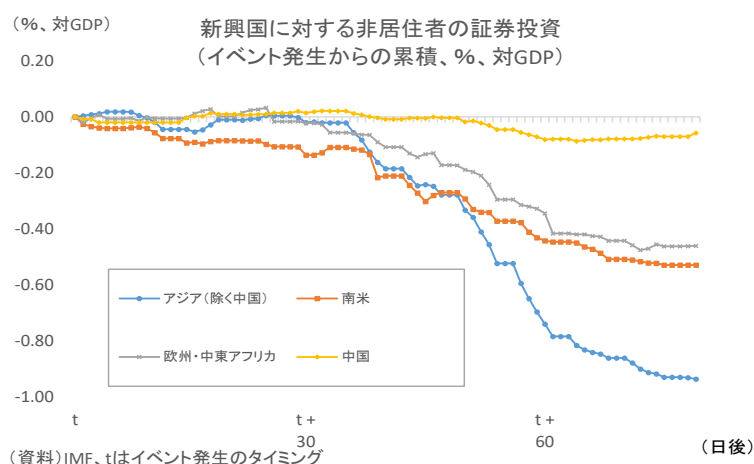
悪い点：資金逃避のスピード。リーマンショックの 1.5 倍

片や、悪い点は資本逃避のスピードだ。

新興国からの資本逃避に関し、コロナショックはリーマンショック以上のスピードを伴っている。右図は主な危機発生からの証券投資（株や債券への投資）の累積的な規模を対 GDP 比で追ったものだ。コロナショックはリーマンショックの 1.5 倍程度のスピードで資本逃避が進んでいたことが分かる。なお、2013 年、新興国を大混乱に突き落としたテーパータントラム（バーナンキショック）と比較すると 3 倍程度である。未曾有のショックといって差し支えない。



ちなみにこれを国別・商品別に見ると、地域ではアジア（除く中国）、商品では株式からの資本逃避が際立っている（図）。これは高い成長率の織り込みが進んでいたことの反動というのが IMF の見方だ。GFSR は国際金融における脆弱性を国別・セクター別に定期ウォッチしているが、国別には中国やその他新興国、セクター別には非金融法人企業部門および政府部門の脆弱性がリーマンショック時と比較しても大きいと指摘している。とりわ



け、後述するように、「ドル化した世界」というフレーズと共に懸念されてきた新興国の対外債務状況を踏まえると、苛烈な資本逃避が新興国の当該部門をどの程度揺さぶり、国際金融市場全体に波及していくのかが 1 つの注目点となる。現時点では各国の形振り構わない金融・財政政策もあって混乱は起きていない。だが、上述した金融システムへの影響と同様で、それも経済活動停止期間の長さ次第である。「今は大丈夫だが、今後は何とも言えない」という程度の物言いにならざるを得ない。悲観的に言えば、コロナショックはまだ始まったばかりという認識にもなる。

とはいえ、これまで漠然と「リーマンショック以上ではないか」と言われてきた懸念が、WEO や GFSR の現状分析を通じて、定量的な事実の裏付けと共に確認され始めているのは分析者にとって興味深いものである。上述したように、新興国からの資本逃避についてはリーマンショック以上の震度が視認されており、その上で過去 10 年間に於いて国際金融市場が「ドル化した世界」という疾患を抱えたことを踏まえると、これから起き得る「新興国発の債務危機」は懸念される筋合いにあるだろう。現時点における IMF のメッセージは（未だ WEO および GFSR 共にフルバージョンの発表が控えられているものの）、「コロナショックは瞬間風速としてはリーマンショック以上の衝撃を持っている。今後については感染拡大次第」ということを示したに留まるが、報告書で掲載される多様なデータはヘッドラインからだけでは分からない重要な情報を明確に示唆しており、一読推奨である。

《本邦金融政策の現状と展望～将来を見据えた露払い～》

日銀：「無制限」という名の露払い

4 月の日銀金融政策決定会合は、①CP・社債等買入れの増額、②新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充、③国債のさらなる積極的な買入れの 3 点を軸とする緩和策の強化を決定した。企業金融と国債購入量の 2 方面から緩和を展開したことは下馬評通りであった。

既報の通り、ヘッドライン上は③が取り沙汰されてきた。ここでは「年間 80 兆円のめど」が撤廃され、これを無制限と強弁する態勢に変わった。この決定の意味は 2 つある。1 つは無制限を打ち出す FRB に劣後していないとのポーズ、もう 1 つは将来の出口を見据えた露払いである。当然、本質的な意味は後者にある。元々年間の国債購入は従前まで 10 兆円程度だった。すなわち何もしなくても 70 兆円へ「量」の急拡大が可能な状態だったにもかかわらず、わざわざ「80 兆円」の表記を削除して拡大をアピールしたことになる。上述のように、「FRB に伍するというポーズ」という意味において、このアピールには十

分な意味がある。しかし、この決定の真意はリフレ志向の強い審議議員への配慮として残されていた形だけの表記をこの機に乗じてようやく葬り去ることができたという部分にある。もちろん、表記の存在だけで邪魔にならないのであればこの非常時に無理して触る必要も無い訳だが、声明文で 1 円でも増額することになっていれば当然、マネタリーベース残高の前年比を減少に転じさせるわけにはいかない。つまり出口戦略まで見据えるのであれば、いつかは「80 兆円」の撤去作業はしなければならなかった。今回、コロナショックに乗じてそれを可能にしたのは事務方の絶妙な戦術であったと評価できよう。

「一線を越えた」との不安も

そもそも 3 月臨時会合では「一層潤沢な資金供給の実施」と銘打って国債購入量の拡大方針を確認していたので③は追加緩和というよりも予告の実現と捉えるべきかもしれない。「政府の緊急経済対策により国債発行が増加することの影響も踏まえ、債券市場の安定を維持し、イールドカーブ全体を低位で安定させる観点から、当面、長期国債、短期国債ともに、更に積極的な買入れを行う」との一文が表す通り、政府・日銀が一体となって緊急事態に対処する姿勢を鮮明化している。当然のことながら、これを財政従属の一步と捉える批判は今後噴出が不可避だろうが、この非常時にそれを言っても詮無き事という風情が強いのが実情である。しかし、今回、この表現について「一線を越えたのではないか」という不安が出ていることは念頭に置いておきたい。

日銀版 TLTRO3

残る企業金融周りの①と②は重要だが、①の CP/社債購入の強化（購入対象年限の長期化、購入枠拡大、日銀保有割合上限の引き上げ）は大企業向けの措置であり、喫緊の課題である中小企業金融への対応としては②の新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充が要諦と考えられる。もちろん、①についてもクレジットスプレッドがさほど拡大しているわけでもない状況下、わざわざ日銀が最長 5 年という年限にまで踏み込んで信用コストを潰しにかかることが適切なのかという批判はある。しかし、あくまで今年 9 月末までの時限措置という整理もあり、時流も踏まえれば致し方なしといった雰囲気強い。予定通り、時限措置で終了できることを期待するしかない状況と言える。

一方、②に関しては対象担保が民間債務とされ従来の企業部門だけではなく家計部門の債務も含まれるようになったこと、対象金融機関に系統機関が追加されたこと、そして同オペ利用残高相当に関しては当座預金へ+0.1%を付利することの 3 点が修正されている。なお、貸出実績に応じて金融機関に「ご褒美」を与えるのは ECB のターゲット型長期流動性供給第三弾（TLTRO3）と同じである。この意味で日銀版 TLTRO3 であり、世界の中央銀行が日銀化する中であって、珍しく日銀が ECB 化したと言える政策かもしれない。本来は金融仲介機能の棄損を案じマイナス金利の引き上げで対応したいところ、それでは市場が動揺しかねないために資金供給の仕様を工夫することで手心を加えるという動きが主流になってきているように思われる。

いよいよ「終わった感」のある 2%目標、もはや願望も無し

黒田体制における展望レポートはどのような逆境にあっても予測期間後半には消費者物価指数（CPI）が+2%に収斂してくることから「願望レポート」と揶揄されてきた。しかし、今回の展望レポートから

はもはや願望の装いすら感じない。CPI について政策委員の大勢見通し¹を取ると、2020 年度が▲0.7%～▲0.3%、2021 年度が 0.0%～+0.7%、2022 年度が+0.4%～+1.0%と 2 年後にようやく 1.0%台に復帰する構図である。もっとも、実質 GDP 成長率に目をやれば、2020 年が▲5.0%～▲3.0%と壊滅的な仕上がりになっている以上、これと整合的な物価見通しを作らざるを得なくなっているという事情はある。タイミングからして今回の見通しは政府の大規模経済対策の浮揚効果を織り込んでいると思われるが、それを勘案しても尚、「願望」を語るのが難しいというところに深刻さが見て取れる。しかも、物価見通しについて言えば、原油価格が未曾有の急落となったこともあり、ある意味でようやく本音で見通しを出せる大義も整ったという状況ではないかと察する。上述の「80 兆円」削除も同様だが、どさくさに紛れて正常化方向に舵が切られている雰囲気もある。

なお、こうした経済・物価に対する基本認識を踏まえ、昨年来、急場を凌ぐために使われてきた「政策金利については、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」との表現が、「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」と短くなっている。黒田総裁も会見で述べたように、もはやモメンタムは損なわれてしまったということであり、だからこそ追加緩和に踏み切ったという解釈になるだろう。

日銀に優しくなった「令和のドル/円相場」

一連の政策は②新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充を除けば、欧米中銀に伍しているということをアピールするためのポーズであり、実質的な意味はさほど大きいものではなかったように感じられる。過去の本欄でも議論したように、日銀は問題対応のフロントランナーであり、これは経済規模対比の緩和状況を見れば一目瞭然である。それでも「海外がやっているから」という一種の同調圧力が無視できない中で、大して必要のない CP・社債の購入強化やいずれは出口政策時に必要となる 80 兆円表記削除に踏み切ったというのが今回の総括である。国債購入量の上限撤廃という派手なヘッドラインが踊り、一時的にでも市場に好感されたことは日銀としてもしてやったりという会合だったのではないかと考えられる。なお、政策対応に苦慮しなくて済んでいるのは、ひとえに為替市場において過度な円高が進まなくなっていることの結果でも、この点で「令和のドル/円相場」は平成と異なり、日銀に優しくなっているということかもしれない。

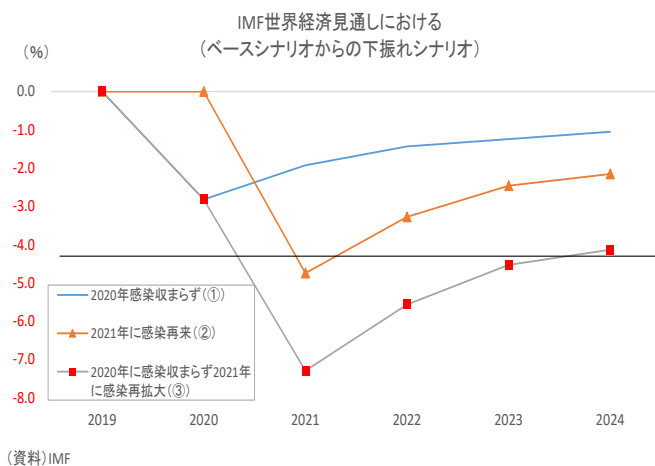
《メインシナリオへのリスク点検～分岐する 3 つのシナリオ～》

IMF のリスクシナリオに沿って考える

最後にリスクシナリオに係る論点整理を行いたい。IMF ですら定例レポート（WEO や GFSR）の公表を遅らせる状況であり、正直リスク要因の列挙とその市場への影響は想定が困難である。こうした

¹ 今回は先行きの不確実性が従来以上に大きいことから「中央値」ではなく「大勢見通し」とされている。今回の展望レポートでは、各政策委員が「最大 1.0%ポイントのレンジ の範囲内で見通し（上限値・下限値の 2 つの値）」を作成している。「大勢見通し」とは 9 名の政策委員の見通し値（上限値・下限値）のうち上から 2 個、下から 2 個、計 4 個の値を除いて幅で示したもの、とされている。

状況下、今筆者ができることは、上述の WEO に関する項でも議論したように、「感染拡大が長引く期間」を分けて経済の下振れパターンを複数想定し、これを為替見通しに当て嵌めることだろう。P.11 で議論したように、IMF は①2020 年において感染抑制策のためにかかる時間が（ベースシナリオ対比）約 50% 伸びること、②2021 年においてマイルドな（ベースシナリオ対比で 3 分の 2 程度の）感染拡大の第二波が到来すること、③2020 年の感染抑制策に時間が掛かった上に 2021 年も感染



拡大の第二波が到来すること、といった 3 つの代替シナリオを提示している。いずれのシナリオでも各国国債の利回り上昇から金融環境が引き締まり、政策当局が一段の対応を迫られることが想定されている。それぞれベースシナリオ対比で①は 2020 年について▲3%下振れ、②は 2021 年について▲5%下振れ、③は 2021 年について▲8%下振れと提示され、これを図で示したものが上図だ。

ドル/円相場を見通す観点からは、これら①、②、③の順に FRB がマイナス金利に踏み込まざるを得なくなる可能性が高まり、同時に円高リスクも大きくなるという理解になるだろう。さらに言えば、経済活動の停止期間が長引くことで一段の需要刺激を要することになるため、既に第二次世界大戦以来の財政赤字を記録している米国がさらにその度を強めることになることまで予想できる。となれば、一段と「ドルの信認」がドル売りのテーマとして使用される可能性も高まるだろう。なお、IMF が WEO の中で「金融システムのバックストップとしての中銀の限界が試され、これを支える政府の債務負担も増す」との懸念を示しているのは、究極のところ、「ドルの信認棄損を材料とするドル安相場」の可能性も含んでいるようにも思える。これらのシナリオに具体的な水準を当て込むのは難しいが、ドル/円相場に関し、①ならば年内 100 円割れ、②ならば来年の主戦場が 95～100 円にシフトするイメージだろうか。最悪ケースである③ならば 95 円を割り込むことまで想定すべきという印象も抱かれる。

◆ ユーロ相場の見通し～「ドルの映し鏡」の状況が続くユーロ～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～形骸化する政策金利～》

半ば形骸化する政策金利

4月のECB政策理事会は流動性供給策の新設および利用条件緩和を決断したが、一部で期待されたパンデミック緊急プログラム（PEPP）の積み増しは見送られた。新設された流動性供給策の名称はパンデミック緊急長期流動性供給プログラム（PELTRO）であり、適用金利は「主要リファイナンスオペ金利（現在ゼロ%）+▲25bps」とされている。5月から12月までで7月を除く毎月、計7回の入札が予定されている。最長16か月、最短8か月のプログラムである。この上でターゲット型長期流動性供給第三弾（TLTRO3）も最大の利益減免幅が従来の「預金ファシリティ金利（▲0.50%）+▲25bps」から「預金ファシリティ金利（▲0.50%）+▲50bps」と緩和されている。即ち、所定の貸出実績を満たした金融機関には最大で100bpsの金利減免が行われる。こうしたマイナス金利付き資金供給の充実は既存の政策金利の形骸化とも見受けられる。いや、マイナス金利付き資金供給の基準金利となるため形骸化とは言いい切れないが、少なくとも従来とは使途が異なってきていると考えて良いだろう。実際、記者会見でも「PELTROが実質的には利下げのように機能するであろうことを踏まえると、なぜ利下げをしなかったのか教えて欲しい」という疑問を持つ記者も現れている。ラガルドECB総裁は各種流動性供給策や担保政策の緩和と組み合わせて効果的な政策を打っているのであって、利下げの代替のように解釈されることをけん制したが、恐らくはマイナス金利の深掘りに伴う副作用を危惧しているのだろう。

PEPPとOMTに係る期待は根強く

今回は事前報道においてPEPP拡大に関する観測が出ていた。今回は「We are, therefore, fully prepared to increase the size of the PEPP and adjust its composition, by as much as necessary and for as long as needed」と含みを持たせつつも、現状維持とされている。3月に行われた怒涛の購入ペースが続けば、拡大資産購入プログラム（APP）もPEPPも2020年末を待たずに使い切るという事実が指摘される中、拡大観測が出ることも自体は的外れではない。しかし、3月の購入ペースが継続するという想定は現時点では悲観的過ぎるものであり、一部の国で外出制限が解除される状況において切るカードではないのは明らかである。相変わらず無制限の短中期債購入を可能とするOMTの可能性を問う記者もいたが、ラガルドECB総裁は「OMTは特定の加盟国の財政・構造政策を背景にユーロ圏崩壊リスクが自己実現的（self-fulfilling）に高まっているケース」に使用するものであり、現在はそうではないとして否定している。確かに現在起きている危機は特定の加盟国ではなく全加盟国、いや全世界に起きているものなのでOMTが想定するケースではないだろうが、市場の一部ではPEPP増額もなく、OMT稼働の示唆もないことに失望した様子もあった。ラガルド総裁がはっきりと「The best tool that we have in our toolbox is indeed the Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP」と述べていることもあって、今後の資産購入に係る一手はやはりPEPPの拡大が基本線なのだろう。

PEPPとOMTに係る期待は根強く

なお、今回目を引いた質問の一つとして「多くのエコノミストは公式にイーールドカーブコントロール政策を導入すべきだと主張しているがどう思うか。政府債務の利回りをコントロールすることはECBの役割だと思うか」といったものがあった。これに対し、ラガルド総裁は「物価目標到達と政策効果の波及

経路確保という観点に照らし、出来ることをやっている」と述べるに留まり、当然言質は与えていない。しかし、同時にあらゆる柔軟性を駆使する姿勢も示しており、可能性自体は排除していない。過去の本欄でも議論した通り、筆者は月末月初ないし政策理事会といった分かりやすいタイミングを基点として各国の利回り変動幅を固定化するという政策はあり得ると考えている。総裁会見においてこれを尋ねる記者が出てきているということは、近い将来、市場予想の中心として ECB 版 YCC が浮上してくる可能性は十分考えられるだろう。冒頭述べた通り、「もう利下げできない」という問題意識があるなら尚更、そのような可能性を予想するのが妥当である。

ジャンク債の取り扱いについて

なお、FRB の決定以降、ジャンク債の購入可否も採り得る手段の 1 つとして耳目を集めている。この点についても当然、検討したのかどうかといった質問が出ている。既に ECB は 4 月 7 日時点で適格担保要件を満たしていれば、資金供給時の担保として認める方針を 22 日の緊急政策理事会で承認している。これはイタリア国債など、懸念国の国債が格下げされた際にパニックが生じないための処方箋だ。28 日には英格付け会社フィッチ・レーティングスによってイタリアの信用格付けが「BBB-」に引き下げられ、ジャンク債寸前という状況にまで追い込まれていることを踏まえれば、賢明な措置であったと言える。

しかし、会見では担保要件としてではなく資産購入時の要件として認められないかという質問が出た。この点、APP においてはそのような議論は全く交わされていないとした一方、PEPP においては元々ギリシャ国債も購入しており、waiver (免除) 規定があると返答している。これが民間社債に関するジャンク債購入も可能だという事実を示しているのか回答からだけでは判断できないが、柔軟性を強調する姿勢から察するに、今は不可能でも今後は可能になるという含みは感じられた。PEPP は購入金額だけしか開示されない時限プログラムだけに、何が買われていても驚きはない。別の記者からは「ユーロ圏で新規国債発行が急増するのは 7~9 月期とみられているが、PEPP の規模維持にあたって問題はないか」といった趣旨の質問が見られている。この点、ラガルド総裁は PEPP について「one huge component of our purchase programme capacity」だと述べ、物価目標達成と政策波及経路確保のためであれば、資産クラスや管轄権限そして時間を越えて (across classes of assets, across jurisdictions, across time)、ECB が市場に介入することができると述べている。展開次第では社債市場においてもジャンク債に手がつけられる可能性は否定できないように感じられる。

ユーロ相場は 4 月を通じて大きな変動が見られていないが、既に政策金利のマイナス幅が圧倒的に大きく、にもかかわらず「次の一手」がどう考えても緩和であることを踏まえると、ダウンサイドリスクが大きいように感じられる。しかし、そうしたファンダメンタルズは昨年から大して変わっているわけでもない。結局、ユーロは「ドルの映し鏡」でしかなく、「高金利通貨であったドル」が投資妙味を喪失する中で敵失に乗じて強含みやすいというのが一番ありそうな展開ではないかと筆者は考えている。

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。