

中期為替相場見通し

2020 年 6 月 2 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～アフターコロナの世界観をどう作るか～

アフターコロナで進む世界の「日本化」～貯蓄過剰が支配する世界へ～	P.3
アフターコロナで物価はどうなるのか？～貯蓄過剰が支配する世界へ～	P.5
アフターコロナでグローバリゼーションは止まるのか？～三度目の危機～	P.6
アフターコロナで広がる実体経済と金融市場の格差～不可解な株高が継続か～	P.9
米国の経済・金融情勢とFRBの「次の一手」～今後5年が「山」か？～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～元安是正で行き過ぎたドル安も警戒～	P.12

◆ ユーロ相場の見通し～「次の一手」はマイナス金利の深掘りなのか？～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～マイナス金利を正当化したECB論文～	P.14
ECBの資産購入を巡る近況について～怒涛のペースとドイツの違憲判断～	P.15

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

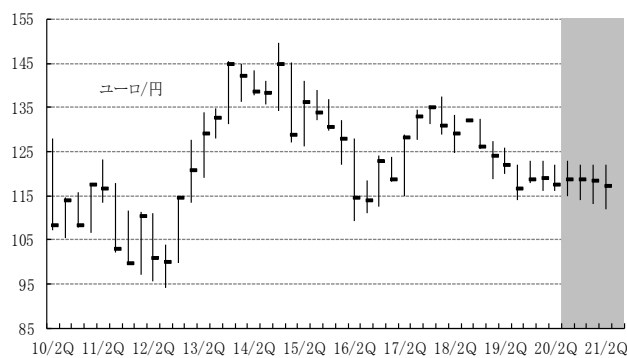
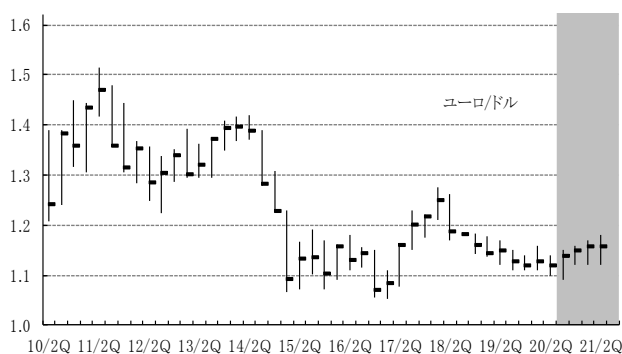
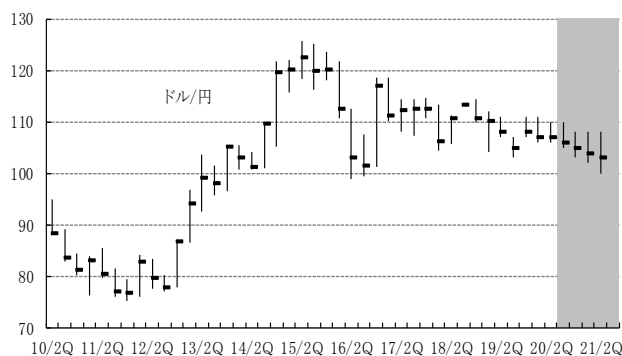
5月のドル/円相場は殆ど動意が見られなかった。金利差をほぼ完全に失ってしまったドル/円相場を動かすものがあるとするれば、未曾有の規模にまで膨らんだ米財政赤字と思われるが、それが材料視されるような雰囲気は未だ感じられない。金利の観点からはFRBがマイナス金利導入に踏み切ればドルを手放す動きも加速しそうだが、「次の一手」候補としてはイールドカーブコントロール(YCC)が注目されている。YCCはその持続性について日銀が実証済みであり、既にFRBが無制限で国債を購入している現状を踏まえれば、現実的な選択肢かもしれない。仮に日米同時にYCCという運営になれば、動かないドル/円相場の地合いをさらに固めることになりかねない。「動かない」が基本になっているドル/円相場において不安材料があるとすれば、香港問題に起因する元安基調の継続だろうか。大統領選挙を前にしたトランプ米大統領がいつまでも元安相場の継続を看過するとは思えない。未曾有の財政赤字を抱えたドル相場がドル安を求める過度な政治介入とぶつかった時、ドル建て資産から大きな資本流出が起きる可能性は想定外の円高リスクとして注視しておきたいものである。

片や、ユーロ相場も動意には乏しい。EU共同基金を巡るヘッドラインが目まぐるしいが、最終決定は6月のEU首脳会議であるため、当面はこの話題でユーロ相場も上下動することだろう。金融政策面では特定加盟国に傾斜した現在の国債購入について、その持続可能性がどこかで問題視される可能性に構えたい。パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の効果は大きい、副作用も相当なものだ。マイナス金利の深掘りについては5月、ECBからその効果を肯定する論文が発表されており、「次の一手」への露払いではないかという見方もなくはない。だが、最近のECBは政策金利の水準を元にして資金供給コストを下げる(マイナス化する)ことで金融機関のリスク許容度を改善するアプローチを軸としている。マイナス金利を深掘りすることでわざわざシステミックな不安定性を招来することは選ばないのではないか。仮にマイナス金利深掘りとなった場合はユーロ売りが進むだろう。引き続き、本欄の為替予想の主軸はドル相場下落であり、今般の財政赤字急拡大を通じて余計にその確度は高まったと考えられる。「ドルの映し鏡」であるユーロも相対的に浮上しやすいだろう。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2020年 1～5月(実績)	6月	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 (107.56)	106 ～ 110 (107)	105 ～ 110 (106)	103 ～ 108 (105)	102 ～ 108 (104)	100 ～ 108 (103)
ユーロ/ドル	1.0636 ～ 1.1495 (1.1131)	1.08 ～ 1.12 (1.10)	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	114.43 ～ 122.88 (119.74)	116 ～ 122 (118)	115 ～ 123 (119)	114 ～ 122 (119)	113 ～ 122 (119)	112 ～ 122 (117)

(注) 1. 実績の欄は6月2日までで、カッコ内は6月2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～アフターコロナの世界観をどう作るか～

《アフターコロナで進む世界の「日本化」～貯蓄過剰が支配する世界へ～》

「アフターコロナで何が変わるか」

5月、先進各国における新型コロナウイルスの感染拡大は程度差を伴いつつピークアウトしている。立ち止まって考える余裕ができた証左と思われるが、ピークアウトと共に「アフターコロナで何が変わるか」という照会を頂くことが増えた。より具体的には「新型コロナウイルスの感染が終息しても世界は元に戻らないのではないか」という問題意識が世間に浮上しており、これが経済・金融情勢をどのように変えていくと思われるのかという照会である。日本政府の専門家会議が打ち上げた「新しい行動様式」という仰々しいフレーズは「もう世界は元には戻らないかも」という不安を余計に駆り立てているのかもしれない（筆者は単なる感染症対策を行動様式と銘打つことに関しては違和感があるが）。

ビフォーコロナでは通商問題を軸に米中関係が悪化の一途を辿っていた。しかし、それが第一段階合意を契機に雪解けの兆候を探り始めたのが今年1月上中旬だった。もう随分昔のことに思われる。コロナショック直前は「米中貿易摩擦の解消」を弾みとして金融市場が盛り上がっていたのである。だが、新型コロナウイルスの発生源を巡って米中は再び対立の度を強めており、今回のショックで世界が負った傷があまりにも深いことも合わせ見れば、再び米中関係は冬の時代に入るように思える。早速、トランプ大統領はウイルス拡大を巡る中国の初動対応の不味さを理由として報復関税の意思を表明している。この辺りは5月に入り加速している元安相場との関連をもって後述したい。

結局、「内部留保の蓄積」は正義だったのか

経済分析の立場から直感的に懸念されるのは「民間部門の消費・投資意欲は簡単に戻らなそう」という未来だ。要は「お金はあまり使わない方が良い」という規範が強まるという懸念である。そもそも相手が目に見えぬ脅威であり「冬場になるとまた本格化するかも」という恐れが根強いことを考えると、ワクチンができるまでは経済活動がアクセルを踏むのは難しいはずであり、成長を駆動する消費・投資意欲はある程度抑制された状態が続くだろう。この懸念が現実化する公算は大きい。

周知の通り、日本企業に関しては元々「内部留保を溜め込み過ぎ」という批判的な論調が長年展開されてきた。一方で賃金が伸びてこない現実には政府・日銀（というよりもアベノミクス）は苦慮してきた。その日本企業に根付く行動規範を如何にして政策的に変容させるのかが2012年以降の黒田日銀、いや安倍政権の命題だったと言える。だが、今回のコロナショックを経て、むしろ「それがあるから助かった」という成功体験に似たものが出来たと考えられ、これまで目指してきた日本企業の行動変容は一段と難しくなった印象がある。もちろん、周知の通り、利益を現預金だけに投下してきたわけではなく、直接投資という形で期待収益を追求してきた面もある。今回、その分は痛手を被るだろう。但し、内部留保、とりわけ現預金の伸びが高かったのも事実であり（後掲図）、これがショックの緩衝材になったとの評価も誤りではない。それはデフレ払拭の障害とも指さされた日本企業の行動原理が今後も根本的に変わるのとは難しくなりそうという話になる。とはいえ、実体経済における行動制約が続く限り企業体力は弱まる。今は大丈夫でもどこかで非線形に経営不安が高まる可能性は否めない。

IS バランスの世界的「日本化」

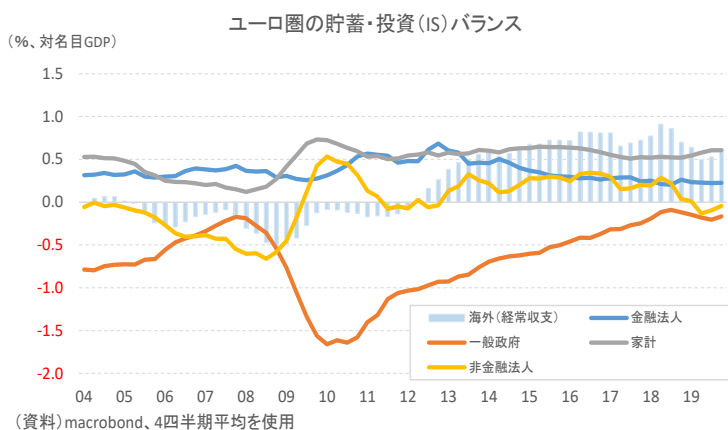
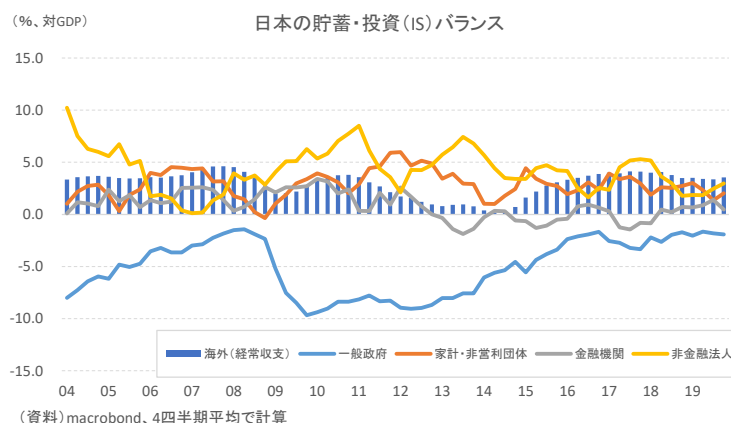
マクロ経済分析において動学的資源配分の要となるのは貯蓄・投資（IS）バランスである。日本の「失われた 20 年」は民間部門（家計部門+企業部門）の貯蓄過剰を政府部門が借り入れる（貯蓄不足になる）という構図が定着してきた（右図上）。金融危機後はユーロ圏でもこの兆候が強まり¹、それに伴って物価の趨勢が衰え、金利も成長率も緩やかにしか動かなくなった。IS バランスで確認される「民間部門の消費・投資意欲の衰退」は日本化を診断する上での最も重要な動きの 1 つである。そうした動きがユーロ圏は元より世界レベルで潮流となり（右図下）、世界経済の成長率が鈍化するというのがアフターコロナにおいて想像されるかなり確度の高い未来ではないかと筆者は考えている。既に各国当局は未曾有の財政出動を行うことについて積極姿勢を示しており、全世界でその額は 8 兆ド

ル（IMF）にも上るとされている。IS バランスから読み解くのであれば民間部門で消滅した消費・投資を 8 兆ドルでどれほど埋められるかが問われている局面である。リーマンショック後を超える財政出動規模を果たして民間部門だけで賄い切れるのかという論点が注目であり、それは（賄いきれないとの視点に立った上で）金利上昇懸念とリンクしてくるわけだが、昨今の中央銀行の動きを見る限り、「金利が上がれば買うだけ」であろう。それゆえ金利上昇が持続し、それが実体経済を脅かす展開は可能性が低いと思われる。これを慢心と言われれば、その通りかもしれない。

「中銀バランスシートの健全性」と「通貨の信認」というテーマ

また、そのような展開は中央銀行が金利上昇を防ぐべく「身代わり地蔵」になっただけでもある。日本が抱える巨額の外貨準備は過去に行われた円売り・ドル買い介入の結果であり、この意味で円高の「身代わり地蔵」だったが、今後は世界で膨らむ中銀のバランスシートが金利上昇の「身代わり地蔵」という風潮が強まっていくのだろうか（日本は既にそうだ、という指摘はもちろんある）。

とすれば、「中銀バランスシートの健全性」と「通貨の信認」もアフターコロナではテーマになる可能性がある。この点、筆者は「バランスシートの健全性」と「通貨の信認」は基本的にさほど強く繋がっていないと考える立場だ。自国通貨高を止めるために多額の為替差損を被り、債務超過の疑いが強まったスイス国立銀行（SNB）の例もある。1970 年代にはドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）もマルク高によって外貨準備が減少し債務超過に陥っている。「通貨の信認」が強過ぎて債務超過に陥った例がある以上、



¹ 拙著「欧州リスク：日本化・円化・日銀化」（東洋経済新報社）をご参照下さい。

中銀が多額の国債を買ったからと言ってそれが「バランスシートの健全性」を損ねる話になるとは限らないし、損ねたからと言って「通貨の信認」が棄損し、当該通貨の下落を想起させるとも限らない。しかし、為替市場は常に直情的であり、その時々テーマが流れを作るという認識は持つ必要がある。「理論的に正しい」と「実務的に正しい」は異なる。とりわけフェアバリューが無いと言われる為替の世界ではその時々テーマにどれだけ市場参加者の心理がなびくかが重要である。その際、恐らく最もターゲットになりやすいのは経済規模対比で中銀バランスシートが膨張している国の通貨だろう。主要国では唯一 GDP 比で 100%を超える規模を誇る日銀そして日本円は槍玉に上がりやすく、本邦市場参加者としては念頭に置いておきたい論点である。

《アフターコロナで物価はどうなるのか？～貯蓄過剰が支配する世界へ～》

デフレが優勢の様子

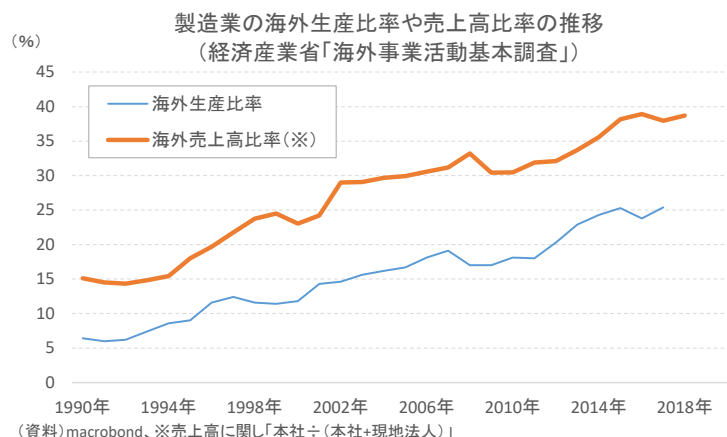
上で述べてきたような「通貨の信認」問題はそのまま「アフターコロナはインフレか？デフレか？」という論点にも及ぶ。仮に、粘着性の強いデフレに陥った日本がにわかにインフレに見舞われるとしたら、円安発、輸入物価経由でコストプッシュ型のインフレが進む展開が一番想像しやすい。片や、需給が逼迫してディマンドプル型のインフレが進む展開は考えにくい。これは日本に限ったことではない。多くの財・サービスの移動が効率化された現代では生産設備や社会インフラが破壊され経済の供給能力に制約が発生するようなことが無い限り、ディマンドプル型のインフレになるようなことは考えにくい。もちろん、コロナショックは「戦時中」との形容が頻繁に持ち出されるように、生産活動が阻害され、各国国境の検閲が厳しくなった結果貿易取引も停滞するなど、供給能力に制約が出ている。物理的な破損こそ生じていないが、それを操る人間が停まっているので実質的には戦時下と同じような物価上昇圧力が発生しやすいように思われる。コストプッシュ型のインフレ不安にも一理はある。

しかし、マスクや消毒液などの医療物資やテレワーク関連の機材（PC、ヘッドセット、ウェブカメラなど）は局所的な物価上昇を見込めても、需要が人工的に削り取られている世界で広くあまねく物価上昇圧力が行き渡るとは考え難い。例えば日本の消費者物価指数に占めるウェイトを見た場合、医療関係だとマスクを含む「保健医療用品・器具」は 0.72%、風邪薬などを含む「医薬品・健康保持用摂取品」は 1.21%、最も大きな診療代などを含む「保険医療サービス」は 2.37%である。「保健医療関連」と最も大きな分類まで視野を拡げてようやく 4.3%に達する。また、パソコン、テレビ、ビデオレコーダーなどを含む「教養娯楽用耐久財」は 0.59%しかない。電化製品という意味では電子レンジや電気炊飯器、冷暖房用器具を含む「家庭用耐久財」でも 1.11%だ。

一方、宿泊料やパック旅行費、習い事の月謝、映画館やテーマパークの入場料を含む入場・観覧・ゲーム代など、恐らく今回のショックで甚大な被害を被ったであろう「教養娯楽サービス」のウェイトは 5.92%と「保健医療関連」の 1.5 倍もある。ちなみに「外食」という分類だけで 5.21%だ。ほかにも不要不急の名の下に、世の中にある財・サービスへの需要が低迷している以上、物価が持続的に上がる筋合いはない。単純に CPI のウェイトだけを見て予想すべきものではないが、既に論じた IS バランスの議論を踏まえても、長期間にわたる需要低迷からデフレを心配する方が、と思われる。マクロで見て民間部門が貯蓄を積み上げる世界では日本化が進みやすい。

脱グローバルや国内回帰が潮流に？

現時点でインフレか、デフレか、を見定めるのは非常に難しい。全ては感染拡大の終息ペースおよび経済活動の再開ペースに依存している。しかし、1つ言えることは、経済活動を停めるほど世界のどこかで何かしらが足りなくなる可能性が出てくるということだ。そこに供給制約を理由にしたインフレの芽はある。例えば、本稿執筆時点の日本ではスマートフォンや PC で不具合が生じて中国から部材が届かないために修理



できないという状況があるという。住宅建築でもトイレを中国で製造するケースが多く新築住宅が建たないというケースもあるという。こうしたケースが日用品の次元で増えてくれば、品不足から価格上昇という現象がそこかしこで出てくる。このような状況が長く続けば、国内で代替生産という動きが出てくるだろう。そもそもコストが安いから海外で作っていたのだとすれば、代替材は価格上昇するはずである。こうした動きがアフターコロナの主流になるかどうかというのは重要な問いかけになる。そのような脱グローバル化の動きが定着することで、多くの財について「国内で賄えた方が良い」という流れが出来てくると物作りの背後にあるコスト構造が大きく変わることになる。過去 10 年余り、海外売上高比率も海外生産比率も上昇一辺倒であり (図)、それが物価抑制にある程度は寄与していたであろうことを考慮すれば、大きなパラダイムシフトの前に我々は立っていると言えるかもしれない。例えば東南アジアで作っていたものをドイツや米国や日本で作るようになれば当然、販売価格は上がるに決まっている。

効率より安全？

それでも、脱グローバル化をしてでも国内で様々な財を賄えた方が国家のリスクマネジメント上適切なのだという判断があれば、そのように法律や規制が再整備される可能性もある。「国として最効率化を目指さないで安全を取る」という選択が各国で取られる世界である。リーマンショック後、金融機関に課された過剰と言えまでの規制を思えば十分考えられる (その偏執的な規制の過剰さは金融業界に身を置く者しか感じていないであろうから、多くの読者には実感がわかないかもしれない)。4 月に公表された IMF の国際金融安定報告 (GFSR) などが指摘するように、そうした厳しい規制があったことで金融機関への不安が今のところ浮上していないという事実が余計にそのような思いを掻き立てる。

仮にインフレシナリオが現実になるとすれば、グローバリゼーションの巻き戻しが世界経済の非効率化を進め、「コスト高の世界」が到来するというコースだろう。メインシナリオとはしないものの、さほど低い可能性とも言えない代物である。

《アフターコロナでグローバリゼーションは止まるのか？～三度目の危機～》

世界が敢えて非効率になる時

上述したように、アフターコロナの世界においては「効率よりも安全」の価値観が国家の法規制や企業

経営の在り方にまで影響を与える結果、脱グローバルや国内回帰が 1 つの潮流になるリスクがある。繰り返しになるが、筆者はアフターコロナの世界では「民間部門の貯蓄過剰」が幅を利かせるため、どちらかと言えばデフレ圧力の方が大きくなる展開をメインシナリオとしている。だが、リーマンショック後、金融機関に課された過剰な規制を思えば、危機前からは想像もつかないほど企業部門が行動変容を求められる可能性はある。端的にはコストアップに目を瞑っても「国内で様々な財を賄えた方が国家のリスクマネジメント上適切」という判断が支配的になり、グローバリゼーションの巻き戻しが世界経済の非効率化を進め、「コスト高の世界」が到来、結果インフレが高進するという可能性もなくはない。

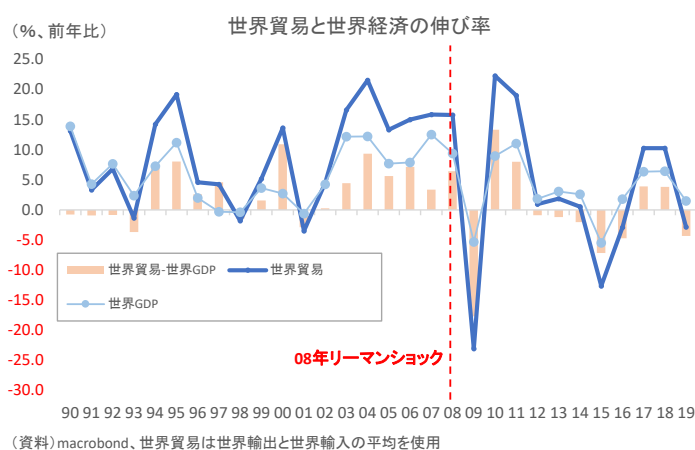
反グローバルは 10 年前から

しかし、コロナショックの衝撃によって記憶が薄れがちだが、より以前からグローバリゼーションの巻き戻しは懸念されていた。恐らく多くの人々がそれを意識し始めたのが英国の EU 離脱やトランプ大統領の当選などの政治的大事件の続いた 2016 年だろう。特に、トランプ大統領は就任前から先鋭化した保護主義姿勢を露わにし、主要貿易相手国に対して矢継ぎ早に関税・非関税障壁を展開しており、反グローバルの象徴のような存在と言って差し支えない。しかし、関連データに目をやれば、グローバリゼーションの巻き戻しは 2016 年以前から進んでいて、それがトランプ政権の政策運営やコロナショックを経て「とどめ」を刺されようとしているという見方が適切なものかもしれない。

ひとくちにグローバリゼーションと言っても定義や説明は難しい²。「国境を超えた消費・投資が活発することで高い経済成長がけん引される動き」とでも言うべきだろうか。「国境を超える」がポイントであるため、モノやカネの移動だけではなくヒトの移動が自由になることもグローバリゼーションの一部になる。本来、グローバリゼーションの圧力から域内加盟国を「保護」する役割を持っていた EU がグローバリゼーションの象徴のように扱われ、忌み嫌われるようになったのは「ボーダーレスにヒト・モノ・カネ・サービスが行き来する」というコンセプトが世界レベルでのグローバリゼーションを良く思わない人々から反感を買ったという背景もある。

以上のように考えた場合、グローバリゼーションの程度を推し量る最もシンプルな方法は貿易取引の動向を追うことだろう。関税・非関税障壁が下がり、技術進歩に応じたコスト低下で大量輸送も可能になり、だからこそ企業は母国以外にも沢山の拠点を構え経営することになった。「貿易取引の活発化が経済成長をけん引する」のだとすれば、グローバリゼーションが上手く回っている局面では世界経済以上に貿易取引が伸びている可能性が高い。

実際そうだった。図に示されるように、リーマンショック（2008 年）以前は前年比変化率に関し、「世界貿易＞世界 GDP」の状況が続いてきた。しかし、リーマンショック後は直後こそ反動から「世界貿易＞世界 GDP」という構図に戻ったが、その後は「世界貿易＜世界 GDP」も多く見られるようになっている。

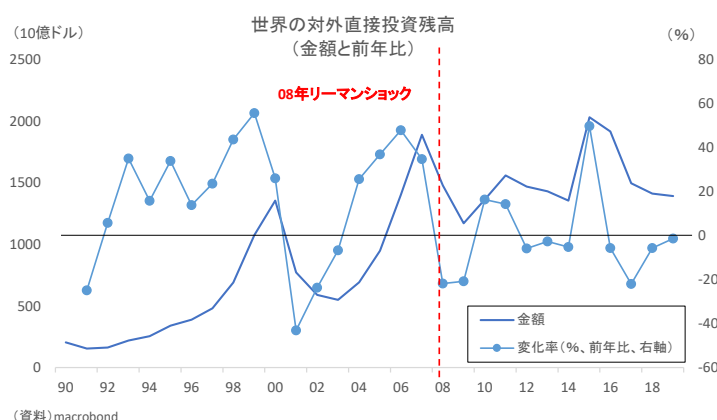


² 根津利三郎『グローバリゼーションは終わったのか?』経済産業研究所、2018 年 4 月 27 日

こうした状況に至った要因は複数あるだろうが、日々報じられているように省力化技術（ロボット化 etc）の進展は地理的に離れた場所に拠点を構えて低賃金労働に依存する必要性を薄めた可能性がある。低賃金労働に依存する体制は故意・過失を問わず知的財産の流出を懸念する種になり得る。中国に限れば、この点が対米摩擦の根幹にあることは周知の通りだ。また、グローバリゼーション局面を経て、「低賃金労働に依存できる海外拠点」も少しずつ変化してきていることは想像に難くない。中国に限らず、高成長を続けてきた東南アジアにおいて賃金上昇圧力が生じるのは当然である。

直接投資もピークアウトの様相

貿易取引以外にもグローバリゼーションが退潮にあった疑いを感じさせるデータはある。グローバリゼーションが隆盛を極めていけば、企業は「海外拠点を構える」という投資行動を積極化するはずである。貿易取引が活発化する局面では多国籍企業が生産や物流そして販売するための拠点を世界各地に構えるために投資していることが想像される。そのような動きは統計上、対外直接投資（FDI）として現れるものだ。2008年



からの2019年の12年間で対外FDI残高が前年比で増えたのは2010年、2011年、2015年の3回しかない（図）。一方、1996年から2007年の12年間でみると前年比で増えなかった年が3回しかない。しかも、この3回は2001～2003年の3年間であり米国同時多発テロの後遺症などもあったと考えられる。前述の貿易取引の趨勢変化と合わせ見れば、やはりグローバリゼーションの流れは金融危機を境として巻き戻しとは言わずとも、歯止めがかかり始めたというのがマクロ的な理解になるように思われる。

今回のコロナショックは金融危機（リーマンショック）、ブレイグジット&トランプ大統領就任に次ぐ「グローバリゼーションに対する第三のショック」と見ることもでき、そのショックが全世界の人命に関わる危機であったことも相まって一段と企業部門の経営姿勢や政府部門の政策姿勢を変容させていく可能性があるのではないかと察する。その動きが極まって、「極力、国内で賄えるものは国内で」となってしまうとそれがインフレ圧力として顕現化する恐れはある。それ以前に今回の教訓を活かして医療関連の戦略物資になりそうなものは輸出管理が敷かれるかもしれない（実際、EUではそのような初動が見られている）。そうすると望む望まないにかかわらず、国内生産を強いられる財もこれからは出てくる可能性がある。こうした動きは、とりわけ製造業の現場における慢性的な人手不足が指摘される日本においては賃金上昇圧力が生じやすい話だが、一方で企業の経営体力を奪いかねない話になる。

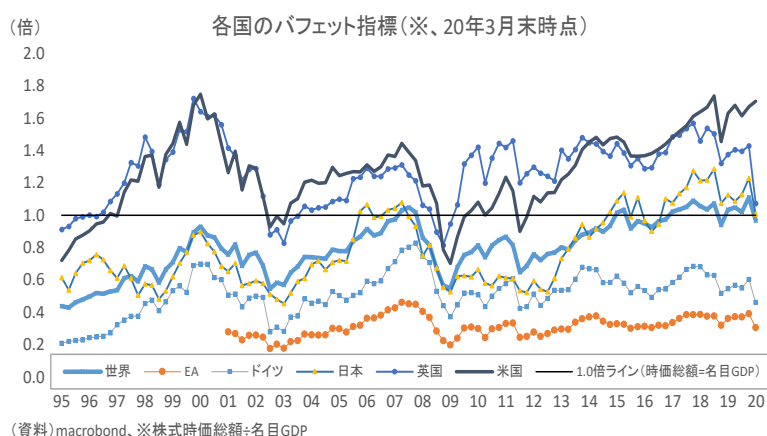
アフターコロナの経済・金融情勢を読み解く最大のキーワードは繰り返し議論している「民間部門の貯蓄過剰」だろう。その上で、より大きな視点としてグローバリゼーションの巻き戻しがもたらす国内回帰という論点も加えると、その貯蓄過剰の使い道について色々な選択肢が想像できるかもしれない。この辺りは次項で議論するような実体経済と乖離した株高などに繋がっていくと筆者は考えている。

《アフターコロナで広がる実体経済と金融市場の格差～不可解な株高が継続か～》

実体経済 vs. 金融経済

以上で見てきたように、アフターコロナの経済・金融情勢においては「民間部門の貯蓄過剰」が定着する一方、政府部門がこれを借り入れて使用する世界に移行する可能性がある。それは即ち、日本が「失われた 20 年」で経験した構造変化である。こうした状況では、政府債務の累積とこれを引き受ける中銀という日本化も進むはずであり、経済停滞の「身代わり地蔵」としての中銀バランスシートという目線が必要になることは上で述べた。本稿執筆時点において、経済規模以上のバランスシートを有するのは日銀だけであるが、現状を見る限り、欧米がこれを猛追してきている現状は周知の通りである。

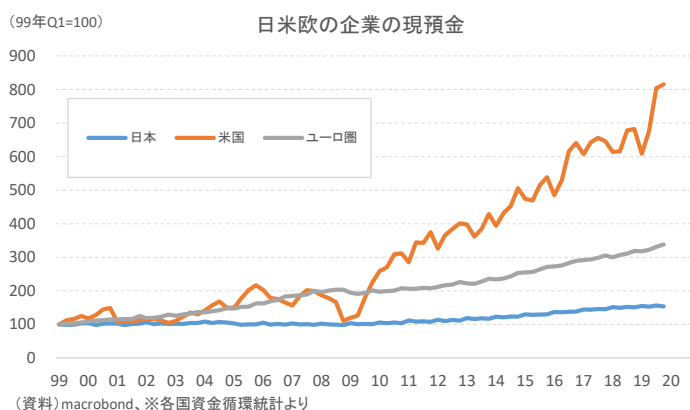
以上のような世界は結局のところ、中銀による過剰流動性が常態となる世界であり、いわゆる金融相場（ラフに言えばカネ余り相場）が出現しやすくなる世界だ。近年、実体経済と比較して金融市場の好調が続いていることに疑義が唱えられてきたが、アフターコロナではそれが当たり前になるのか注目である。この点、マクロ経済と株価の関係を論じる際に、株式時価総額と名目 GDP の比率が簡易的に注目されることがある。同比率は米著名投資家ウォーレン・バフェット氏が重視する投資尺度ゆえバフェット指標と呼ばれることもある。1.0 を超えると過熱感が指摘されることが多い。株式時価総額というストックの計数と GDP というフローの計数を比較することに議論の余地は残るが、現状を掴みやすい指標でもあるため筆者は定期的に観測している。図は今年 3 月末時点の全世界並びに各国の株式時価総額と名目 GDP を使って計算してみたものだ。つまり、コロナショックを受けた大暴落を反映している。



欧州以外は日本も含め 1.0 近辺で推移しており、米国に至っては 1.7 と未だに金融市場の勢いが実体経済に比べて非常に強い。総じて「実体経済が負ったダメージほど金融市場はダメージを負っていない」という印象が抱かれる。本稿執筆時点でも株価は好調であり、明らかに実体経済との格差を感じる。

論理的に繋がる「民間部門の貯蓄過剰」と皮肉な株高

こうした実体経済と金融市場の乖離はアフターコロナの世界では常態なのかもしれない。「民間部門の貯蓄過剰」が定着することと、株高が続くことは論理的に一応繋がる。「民間部門の貯蓄過剰」は企業部門の投資機会が消滅している状態を意味する。だとすれば、自社株買いや増配といった経営判断を取りやすくなるだろう。もしくは、企業買収に投じられる資金が蓄積しているとも考えられ、合併・買収 (M&A) が勢いづくかもしれない。マクロ経済全体で投資機会が減少する以上、これに応じて企業



数が減ることに違和感はないだろう。企業数が減れば競争環境は緩和されるので、新規投資への意欲は一段と衰える可能性もあり、この点からも「民間部門の貯蓄過剰」の悪循環が強固になり得る。ちなみに、日米欧三極において企業部門の現預金は増加の一途を辿っており、アフターコロナの企業において、これらがどういった形式に投じられるのかは重要な論点だろう。なお、企業数の減少によって競争環境が緩和されれば恐らく企業収益は最終的に安定するのでこれも株高に寄与しよう。だが、実体経済で消費・投資が出ているわけではないので、政府・中銀による下支えは継続的に求められる。皮肉な株高である。

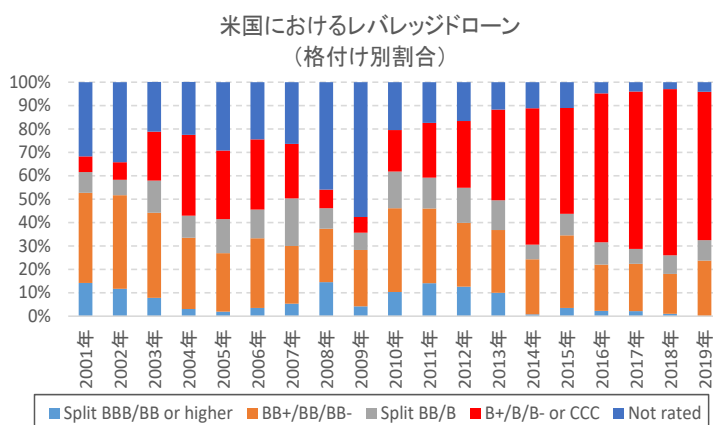
片や、投資家目線に立てば、「民間部門の貯蓄過剰」が定着する世界で金利は（中銀が購入するため）容易には上がらないことが予想される。だから理論的な株価のバリュエーションも高いままであるし、金利の無い世界だからこそ定期的に配当が見込める株を買う誘因が強くなるという面もある。近年、企業収益が悪化する中でも株価が堅調だった背景として、世界から利回りのある商品が消滅した結果、定期的なインカム（配当金）を期待できる株式に投資資金が向かったという指摘があった（いわゆる、「株の債券化」現象である）。同じ理由で不動産の上昇も説明できるし、ハイイールド債市場の活況も説明できるだろう。米国や英国でもマイナス金利政策の導入観測が浮上している中、「買うものが無いから株」という意思決定は取られやすいと推測する。

こうした状況は株価が個別企業の業績ではなくマクロの金融環境に左右されるという世界だ。この点、為替市場が金利という伝統的な道標を失ったのと同様、株式市場も業績という伝統的な道標を失ったという整理になるだろうか。「民間部門の貯蓄過剰」という動学的な構造変化が伝統的な資産市場の在り方を根本的に変えているのだという理解を持ちながら、相場観を形成していく必要がある。

《米国の経済・金融情勢とFRBの「次の一手」～今後5年が「山」か？～》

WEO/GFSRの続報

5月下旬にはIMFから未完の状態が続いていた「世界経済見通し（WEO）」と「国際金融安定報告（GFSR）」について、ようやくチャプター2以降が公表された。とりわけ、GFSRではコロナショック以前から次の「危機の芽」として警戒されてきた企業債務の内情について克明に問題点を指摘している。具体的には低格付け企業に対する貸出（いわゆるレバレッジドローン）の抱える問題点が明らかにされ、今後懸念される論点も示されている。図示さ



れるように、米国におけるレバレッジドローンはB格付けもしくはCCC格付けでの実行が過去10年で急増しており、近年では6～7割を占めるに至っている。また、こうしたデータから容易に推察されるように、クレジット市場では新たに組成された投資適格級格付け資産の半分以上がBBBという事実もあり、市場では従前から危険視されてきた。こうした債務市場はショックに脆弱と考えられ、有事に格付けが即座に投機的等級に引き下げられ、当該企業の資金調達難に直結する恐れがある。こうした点はFRBも今年2月の金融安定報告書で指摘していた。市場が「悲観の極み」に陥った3月はまさにその懸念が

的中したと考えられ、だからこそ各種資産購入に係る FRB の挙動が非常に大胆かつ迅速なものになったのだと考えられる（とはいえ長期戦を見据えれば、政策金利の引き下げペースは性急過ぎたが）。

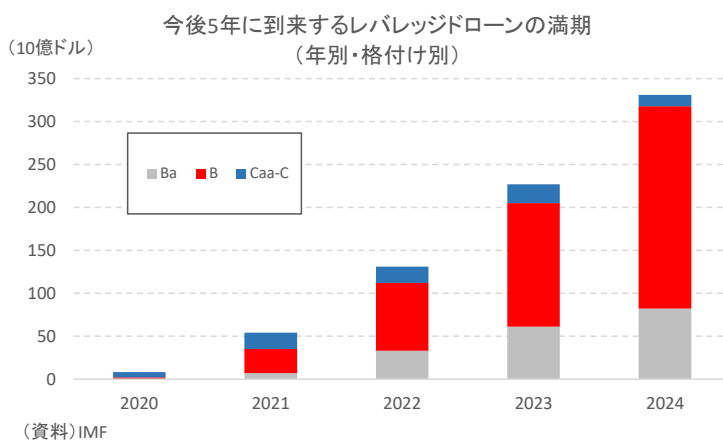
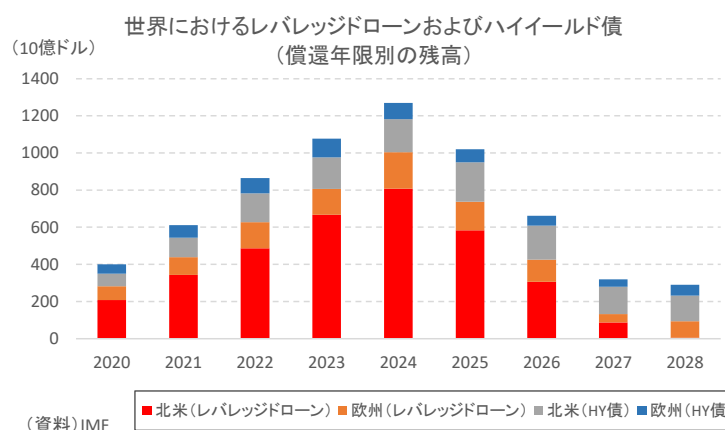
2014 年以降、B 格付けもしくは CCC 格付けでの発行が優に 50% を超えるようになってきているということは、この頃から実体経済対比で流動性が過剰に存在したということだろうか。また、2014 年といえば、ECB がマイナス金利を導入した年でもあり、欧州から金利が消滅したタイミングでもある。米国では実体経済に照らして過剰な緩和環境、米国外では運用難が極まった結果としてレバレッジドローン市場が活況を呈し、近年では行き過ぎたリスクテイクに至ったと考えられる。

今後 5 年が「山」か

以上は危機に至る「過去」の分析に過ぎないが、GFSR では「将来」への懸念として今後数年についての警戒を呼び掛けている。IMF は「短期的に見れば、ハイイールド債やレバレッジドローンの借り換えリスク（refinancing risks）は管理可能である一方、中期的には問題含みであり、今後 5 年間に於いて返済期限を迎えるローンは記録的な額にのぼる」と指摘している。

右図（上）に示されるように、今後 4～5 年（とりわけ 2024 年までの 4 年間）で米国では多額のレバレッジドローンが返済期限を迎える。この際、借り換えに支障が出た場合、債務不履行の頻発などを通じて大幅な損失が生じ、システミックなリスクが生じないかが懸念されることになる。しかも、右図（下）で示すように、その償還の多くが低格付け商品に集中しており、現在のような景気後退局面では予見

される格下げも絡んで、さらに借り換え環境が厳しくなるであろうことに懸念が示されている。



FRB の「次の一手」は YCC か

ここまでの現状と展望を踏まえた上で、米国の金融政策の先行きを検討する必要がある。真つ当に考えれば、上記の企業債務の実情に鑑みれば、今後 5 年ほどは金融政策が引き締めに至ることは難しいと察する。まずはこの期間に「緩和」から「中立」にシフトできるかが課題だろう。リーマンショックを思い返してみたい。2008 年 9 月にショックが発生し、矢継ぎ早に緩和策が実施された後、正常化プロセスへの着手を表明できたのが 4 年 8 か月後の 2013 年 5 月だった（いわゆるバーナンキショックのタイミング）。やはり「大きなショックを受けてから 5 年程度」というのは 1 つの目安ではないか。ちなみに、さらに利上げに転じることができたのは 2015 年 12 月とそれから 2 年 7 か月後だ。ショックから 7 年 3 か

月かかっている。今回のショックがリーマンショック以上とされていることに鑑みれば、「次の一手」として政策金利の引き上げを示唆できるのが 4～5 年先になっても不思議ではない。

現状を踏まえれば、「次の一手」は緩和である。4 月分の FOMC 議事要旨を元にとすると、FOMC では「次の一手」に関し①フォワードガイダンスの明確化（経済指標に条件付ける outcome base や特定の期間に紐づける date base）、②資産購入方針の明確化、そして③中・短期の国債利回りを特定水準にペッグするための国債購入などが検討されている。③は言うまでもなく FRB 版イールドカーブコントロール（YCC）だ。いずれの枠組みが採用されるにしてもマイナス金利のように副作用のリスクを背負ってまで無理して緩和の強度を大きくしていく方向よりも、現行の緩和レベルを長期的に持続するという姿勢が見て取れる。持続性に照らせば、少なくとも日銀の YCC が実証済みである。米国内における低格付け企業の債務状況が依然芳しくなく、今後到来する多額の借り換えを軟着陸させていくのだとすれば、マイナス金利導入によってシステミックなリスクを呼び起こす賭けに出るのではなく、まとまった期間、金利の低位安定を約束する YCC やこれに付随するフォワードガイダンス強化の方が理に適ったメインシナリオということになるだろう。そうなった場合、ドル/円相場に対する含意は「さらに動かなくなる」というものであり、相対的に需給や物価という変動要因の重要性が大きくなると考えられる。

《メインシナリオへのリスク点検～元安是正で行き過ぎたドル安も警戒～》

引き続き感染次第の側面は否めず

最後にリスクシナリオに係る論点整理を行う。前月までの本欄では IMF が提示している 3 つのシナリオを元に円高リスクも分岐するとしてきたが、これは今月も同様である。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。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をしている。さらに言えば、感染警戒が長引くほど一段の需要刺激を要することになるため、ただでさえ巨額になっている米国の財政赤字がさらに膨らむことになり、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と考えている。なお、IMF は 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が、これは「ドルの信認棄損を材料とするドル安相場」の可能性も意識されているだろう。

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ならば年内に 100 円割れ、②や③ならば来年の主戦場が 95～100 円にシフトといったところだろうか。

元安とドル安にまつわるリスク

なお、新型コロナウイルスとは無関係にリスクを検討するとしたら、人民元とドルの関係を気にしたい。5 月 25 日、中国人民銀行（PBoC）は人民元の基準値を 1 ドル＝7.1209 元と 2008 年 2 月以来、約 12 年 3 か月ぶりの安値水準に設定した。人民元の下落基調は今に始まったことではなく、年初からの傾向であり、新型コロナウイルスの震源地として「売られる通貨」という位置付けが続いてきた。現状、感

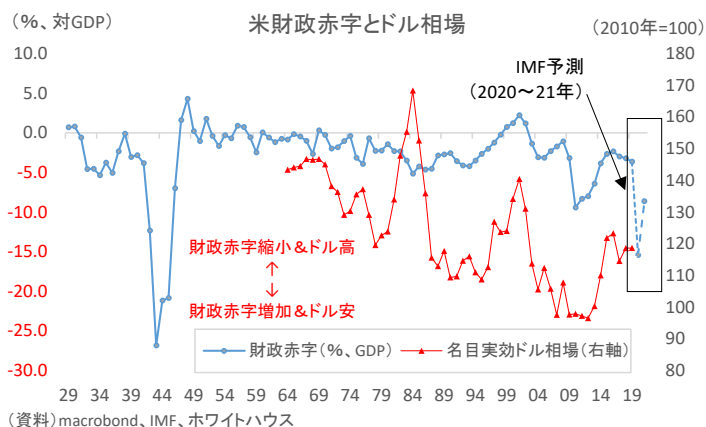
染は一旦収束しているものの、①米中対立の再燃と②中国経済の先行き不透明感が相互連関的に不安を高める中で元安の背中が押されている状況と見受けられる。やはり当面は①が金融市場にもたらすリスクには神経質にならざるを得ない。とりわけ、5月22日に開幕した全国人民代表大会（全人代）において香港による反体制活動を統制する「香港国家安全法」の制定方針が発表されたことで、香港は大混乱に陥っている。「一国二制度」の危機について米国はこれを批判する立場であるため、香港が混乱するほど米中対立が激化するという状況が出来上がっている。これらは当然、人民元を手放す理由になる。

元安は中国にとって実利がある一手なのか？

為替市場参加者として関心が高いのは、こうした元安基調をトランプ政権がどのように捉えるかだ。事によっては急激なドル安・元高に誘導するよう政治的な介入があるかもしれない。もちろん、PBoCからすれば基準値の安値設定は実勢に「追随」しただけという立場を貫くだろう。しかし、米国からすれば「容認」したという解釈に見えるはずである。現在の人民元制度では実勢「追随」なのか、恣意的な「容認」なのかという解釈が常に議論的になりやすいが、大統領選挙を控えたトランプ政権にとって利用しやすい材料であることは否めない。そのまま追加関税や非関税障壁などを通じた対立に発展する可能性はないだろうか。しかし、仮に追加関税が課せられれば、中国はやはり通貨安でその負担を相殺しようとするだろう。この点、米商務省が4月に「追加関税に対して通貨安で相殺した国に対しては追加関税を課す」という新規則を導入していることが頭をよぎる。この規則が実際に運用されたケースはまだないが、選挙を前にトランプ政権が踏み込んでくる可能性は（政権の宣伝もかねて）十二分に考えられる。トランプ政権による追加関税と元安の関係性は複雑に絡み合っており一筋縄ではいかないが、トランプ政権が進み続ける元安を看過するとは思えない。トランプ大統領による元高・ドル安への強い意思表示が相場変動をもたらす可能性はある。

ドル安それ自体にもリスクはある

なお、その際のドル安が制御可能なものでとどまるのか、という不安もある。本欄でも繰り返し述べているように、今年から来年にかけては米財政赤字が膨大に膨らむ。これから発行されることになる大量の米国債を念頭に置いた場合、果たして政治的にドル安を助長することが中長期的に見て適切なのかという問題意識は重要である。図示されるように、今年から来年にかけて GDP 比で▲15%を超える赤字が予想される状況下、政治的にドル安をけん引しなくてもドル相場は崩れやすいように思えてならない。過度な政治介入が米国からの資本流出を後押しし、ドル建て資産の値崩れを招き、急激な円高になるというリスクは1つの可能性として想定したい。元安・ドル高は「中国による誘導」と「これに怒る米国」という二項対立で議論されやすいものの、今次局面においてはドル安それ自体が米国ひいては金融市場にとって望ましくない混乱を招来する可能性もある。



◆ ユーロ相場の見通し～「次の一手」はマイナス金利の深掘りなのか？～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～マイナス金利を正当化した ECB 論文～》

マイナス金利の有効性を説く ECB 論文

5 月は ECB 政策理事会が開催されなかったものの、13 日に『Negative rates and the transmission of monetary policy』と題した論文が発表されている。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」の面でドイツ憲法裁判所が適法性を指摘している現状を踏まえれば、「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。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懸念が懸念されていた。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、現状では副作用は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、リテール預金には広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いないことについて、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はまだ見られておらず、この意味で副作用は現時点で抑制さ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ない。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。

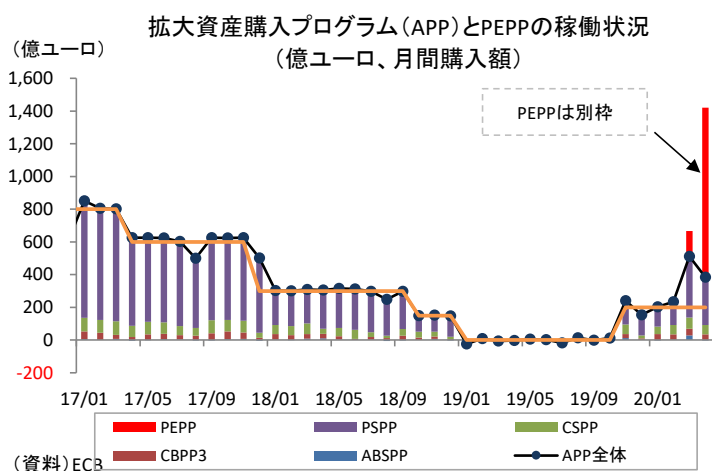
「次の一手」は示唆するものか？

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

《ECBの資産購入を巡る近況について～怒涛のペースとドイツの違憲判断～》

4月の購入実績：「PEPPの8日分≒APPの4月分」

ECBの金融政策運営については目下、資産購入が怒涛のペースで行われている。5月初頭に4月の月間購入実績を公表した。あまり大きく報じられていないのが意外なほど、その規模は大きいものである。改めて現状を確認しておくと、ECBは現在、3本の資産購入プログラムを有している。それは①昨年11月以来で再稼働している拡大資産購入プログラム (APP) の月間 200 億ユーロ、②3月12日の政策理事会でAPPに付加された年内1200億ユーロの購入枠、そして③3月18日の臨時会合で緊急発表されたパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) による年内7500億ユーロの購入枠だ。コロナ対策は②と③であり「年内」に限り8700億ユーロの購入枠が設定されてい

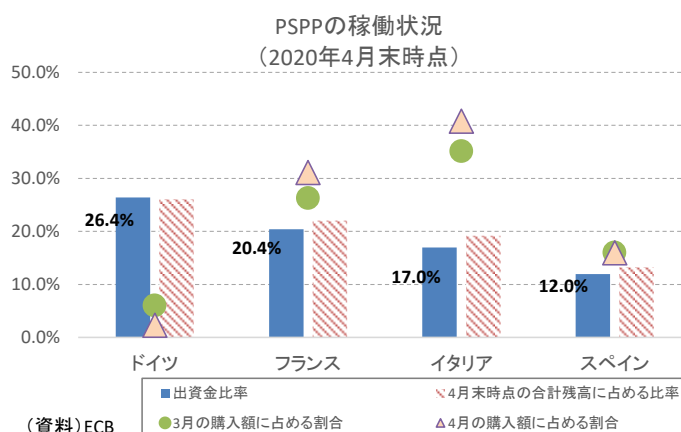


る状況にある。主砲は③、これをサポートする①と②という様相である。

4月、ECBはAPPとして384.9億ユーロ購入した一方、PEPPとしては1033.7億ユーロも購入している。後述する通り、5月5日、ドイツ憲法裁判所はAPPの軸である国債購入プログラムである公的部門購入プログラム（PSPP）に違憲判断を与え物議を醸した。だが、③の圧倒的な購入規模を問題視せずに①や②を違憲判断とするのは率直に違和感がある。もちろん、金額ではなく購入に伴うロジックの問題なのだが、そう割り切れないほどPEPPの規模がAPPを凌駕している。月間で1000億ユーロを超える資産購入はこれまでのECBの歴史でも経験がないものだ。ちなみにAPPを構成する4つのプログラム（国債：PSPP、社債：CSPP、資産担保証券：ABSPP、カバードボンド：CBPP3）は全て前月比で購入額が減少しているが、PEPPだけが増加している。もちろん、PEPPは3月下旬の1週間しか稼働していないので4月いっぱいと比較して増加するのは当然だが、その購入ペースをラフに試算してみると週次で約240億ユーロ、日次で約48億ユーロに及んでいる。つまり、4月のAPP購入額（384.9億ユーロ）はPEPPの8日分にしかない。それほどAPP（≡PSPP）とPEPPでは規模の次元が違う。

猛威を振るう南欧債購入

PSPP（≡国債購入）については4月分に関して国別のデータが明らかになっているが、ECBのバランスシートが一段と南欧化している恐れが窺える。図示されるように、ユーロ圏4大国で見た場合、ドイツ以外の3か国は既に4月末時点の残高（ストック）ベースで出資金比率をオーバーしている。それでも残高ベースで見れば1～2%ポイントの乖離に収まっている。しかし、月間の購入額（フロー）ベースを見ると資本金出資比率はもはやワークしていない。イタリアは3月、

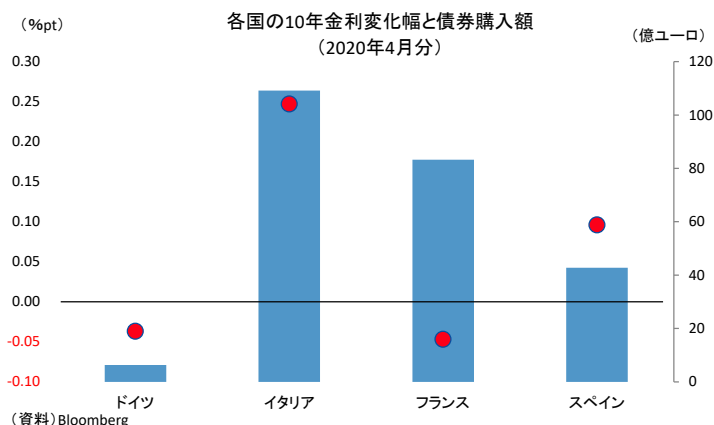


月間購入額のうち35%も占め話題を集めたが4月は40%を超えた（図）。スペインも16%と高止まりだ。本来、ECBが月間で購入すべきイタリアとスペインの国債割合は合計しても29%だが、それが3月は51%、4月は56%である。現状、PSPPについても「APPの枠組みに埋め込まれたあらゆる柔軟性を活用する」と述べているものの、「プログラムを終える時には出資金比率に収斂する」とも述べている。最終的に出資金比率に着地させる作業まで念頭に置けば、現行の運営はとても持続可能とは言えない。

なお、南欧債はここで確認されている額の倍以上買われていても不思議ではない。というのも、APPの3倍弱のペースで購入を進めているPEPPの内訳は明らかにされていない。しかし、イタリアやスペインの国債に投じられた額が相当なものであることは想像に難くない（PEPPは民間部門および公的部門の有価証券でAPPが購入対象とするものであれば全て対象となる）。どう考えてもPSPPの公開データから把握できる以上にECBのバランスシートは南欧化している疑いが強い。

ECB 介入なかりせば・・・

以上に見るように、ECB の現在の資産購入プログラムの主軸はあくまで PEPP である。しかし、5 月にはドイツ憲法裁判所の判断を受け、ECB は 3 か月以内に PSPP の適法性を証明する必要に迫られており、仮にそれができない場合、ドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）は PSPP への参加を取り止め、しかもドイツ国債の売却を始めることになっている。しかし、4 月、ドイツ国債の購入割合は僅か 2% だ。仮にドイツ国債が購入さ



れなくとも全体の規模感に大差はないのが実情である。そもそも APP 増額や PEPP の設定など、一連の危機対応プログラムはイタリアを中心とする「重債務国で感染拡大に悩む国」をサポートする要素が大きかったことを思えば、ドイツ国債が買われなくなることが本質的な危機に直結するわけではない。それよりもこれほどまでにイタリアやスペインの国債を購入したにもかかわらず、両国の 10 年債利回りは 4 月を通じて上昇したことが不気味である (図)。ECB の介入なかりせば、財政を破綻に導きかねないほどの利回りが発生していた可能性が相当に高いと考えられる。

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

ドイツ憲法裁判所が PSPP の一部について下した違憲判断について、筆者はさほど懸念していない。上述してきたように現状では①PEPP が量的緩和の主砲であり、②PSPP におけるドイツ国債の購入割合は控えめであるため、万が一、この違憲判断がブンデスバンクによるドイツ国債購入停止という展開に至っても、実はそれほど大きな問題にはならないのではないかと。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ブン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からだ。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と筆者は考える。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るものではない。そのように考えると、PSPP の適法性に疑義が付き纏い続ける状況は、アフターコロナの ECB の政策運営に影を落とすものであるのは確かかもしれない。

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。