

第2部

金融政策と市場の1年間の動き

みずほ総合研究所 市場調査部

上席主任エコノミスト 野口 雄裕

主任エコノミスト 井上 淳

主任研究員 長谷川 直也

主任エコノミスト 川田 速人

エコノミスト 小野寺 莉乃

エコノミスト 矢澤 広崇

武田 英子

第1章 新型コロナウイルスと世界経済

○世界経済はリーマン・ショック時以上の下振れ

・グローバルな新型コロナウイルスの感染拡大

2020年の世界経済は、新型コロナウイルスの感染拡大によりリーマン・ショック時を上回る落ち込みとなりそうだ。中国の武漢市を震源地とする新型コロナウイルスは、その後、欧州や米国、新興国へとグローバルに拡大した。世界の感染者数は3,000万人を超えている。

国際通貨基金(IMF)が10月に発表した世界経済見通しでは、2020年の世界経済見通しは▲4.4%とされている。リーマン・ショックが起きた2009年の世界経済の成長率が前年比▲0.1%だったことを踏まえると、世界経済はリーマン・ショック時よりも大きく下振れることになる。みずほ総合研究所の世界経済見通し(9/8)では、2020年の世界経済成長率を▲4.6%と予想している(図表1-1)。ワクチン開発への期待が高まっているが、その普及には時間を要し、2021年中の新型コロナウイルスの感染終息は困難と想定している。

金融市場の1年の動きを振り返るにあたり、まず、新型コロナウイルスの世界経済への影響を見ていくこととしたい。

図表 1-1 世界経済見通し (2020年9月)

	2017 暦年	2018	2019	(前年比、%)	
				2020 (見通し)	2021
世界実質GDP成長率	3.9	3.6	2.9	▲ 4.6	4.7
予測対象地域計	4.0	4.0	3.2	▲ 4.7	5.1
日米欧	2.4	2.2	1.6	▲ 6.9	3.7
米国	2.3	3.0	2.2	▲ 5.0	2.7
ユーロ圏	2.6	1.9	1.3	▲ 9.1	5.1
英国	1.9	1.4	1.5	▲ 10.8	6.8
日本	2.2	0.3	0.7	▲ 5.7	2.1
アジア	6.3	6.1	5.2	▲ 2.2	6.9
中国	6.9	6.7	6.1	1.3	7.0
NIEs	3.4	2.9	1.7	▲ 2.3	2.9
ASEAN5	5.4	5.3	4.8	▲ 3.7	5.4
インド	6.6	6.8	4.9	▲ 9.8	9.8
オーストラリア	2.5	2.8	1.8	▲ 4.2	2.9
ブラジル	1.3	1.3	1.1	▲ 7.5	2.7
メキシコ	2.1	2.2	▲ 0.3	▲ 11.1	2.5
ロシア	1.8	2.5	1.3	▲ 4.6	2.9
日本(年度)	1.9	0.3	0.0	▲ 6.0	3.4

(注) 網掛けは予測値。予測対象地域計はIMFによるGDPシェア(購買力平価ベース)により計算。
(出所) IMF、各国統計より、みずほ総合研究所作成

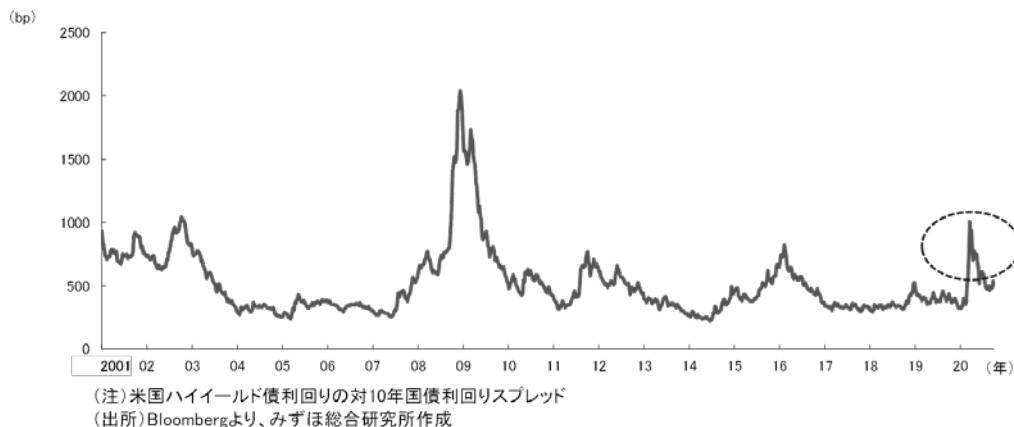
・感染拡大防止策と経済活動への影響

新型コロナウイルスの拡大に対し、欧米で行われた対応策がロックダウンである。ロックダウンとは、感染症拡大を防止するため、都市部において人々の外出や移動を制限する措置である。人の移動が止まれば、外食や娯楽などサービス消費を中心に個人消費が急減することになる。また、感染を抑制するため工場の稼働が低下したことにより生産活動も落ち込むこととなった。航空業界は移動制限により大きな打撃を受けている。国際航空運送協会 (IATA) は、世界の航空会社の大量破綻を回避するためには2,000億ドルが必要になるとの見通しを発表した(4/17)。一方、移動制限が行われても食料品など必需品に対する需要は大きく減少していない。スーパーなどでは売り上げが増加する動きもみられる。

・資金繰り確保に動く企業

急激に需要が減少する中、企業は資金繰りの確保に動いた。収益性の高い企業であっても、収入が途切れれば資金繰り破綻を起こすリスクが高まる。航空会社は、航空機を飛ばさない場合も、リース料など維持管理費を支払う必要がある。キャッシュアウトが続き企業の内部留保が枯渇すれば、資金繰り破綻の可能性が高まる。こうした懸念が高まる中、金融市場では信用力の低い社債(ハイイールド債)の利回りが大きく上昇した(図表1-2)。

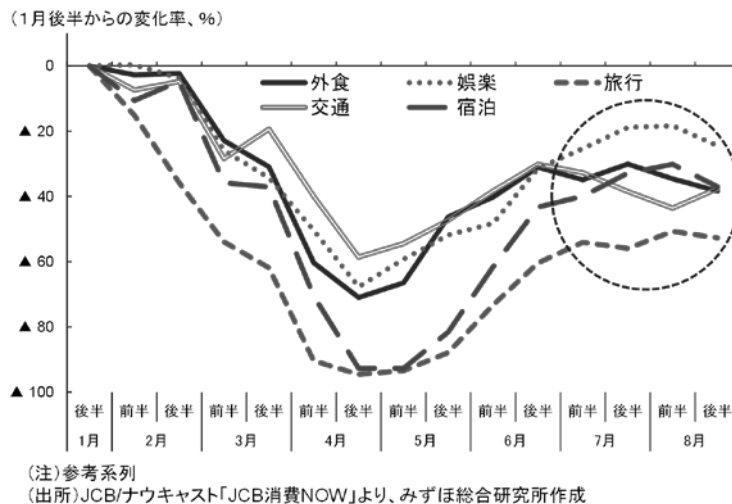
図表 1-2 ハイイールド債スプレッドの推移 (米国)



このような状況下、各国政府が最優先で行った対応が企業の資金繰り支援である。企業が資金繰りに窮し破綻すれば、金融機関の不良債権が増加し、リーマン・ショックのような金融ショックにつながるリスクが高まる。日本では、政府が政府系金融機関などを通じ、企業に実質無担保・無利子での貸出を拡大した。同様の取り組みは欧米でも行われており、企業の倒産は今のところり

リーマン・ショック時よりも抑制されている。日銀短観における企業の資金繰り判断調査でも、多くの企業で資金繰りがリーマン・ショック時ほど悪化していないとの判断が示されている。ただし、宿泊・飲食サービスなど一部の業種ではリーマン・ショック時よりも資金繰り判断が悪化している。

図表 1-3 業種別消費指数（日本）



今回のコロナショックは、過去の危機に比べ、業種ごとに影響の度合いが大きく異なるという特徴がある。リーマン・ショック時には、米国発の世界的金融不安が生じ、全世界的に需要が冷え込んだため、輸出が大幅に下振れし、製造業全般の業績が悪化した。これを受け雇用・所得環境が悪化し、個人消費等内需も下振れした結果、ほぼすべての業種で収益が圧迫された。一方、今回の新型コロナウイルス感染拡大に対しては、感染予防策として移動制限や人と人との接触制限が行われた。その結果、宿泊業、旅行業等の観光関連産業や飲食サービス業等、非製造業のなかでも対面サービスを伴う業種に大きな影響が出ている(図表 1-3)。非製造業のなかでも非対面サービスの多い情報通信業や、生活必需的性質を持つ飲食料点小売業等は、テレワーク需要や巣ごもり消費による押し上げもあり逆にプラスの影響が出ている。コロナショックにも関わらず金融市場では株価が底堅く推移しているが、その要因として、アップルやグーグルなど情報通信関連の株価上昇が考えられる。

・雇用情勢の悪化と格差の拡大

資金繰り支援とともに、雇用情勢の悪化への対応も重要性を増した。企業業績の下振れは、失業者の増加や所得減を通じて個人消費の下振れにつながるリスクを高める。各国政府は、企業の資金繰り支援と同時に、雇用維持策や失業者への支援を強化した(図表 1-4)。

図表 1-4 各国の主な財政政策対応

地域	政策対応
米国	・失業保険の給付額拡大・給付期間延長や、個人への現金給付 ・中小企業や航空業などへの資金調達支援
EU	・時短勤務に伴う賃金減少分の補填などを通じた雇用対策 ・中小企業を主な対象とする信用保証などを通じた資金調達支援
日本	・個人事業主や中小・小規模事業者等への実質無利子・無担保の融資 ・中小・小規模事業者等への新たな給付金、納税等の猶予、休業等による収入減少世帯への新たな給付金

(出所)日銀金融システムレポートより、みずほ総合研究所作成

米国では企業のレイオフによる失業者の増加に対し、追加失業給付や現金給付措置が行われた。こうした措置により可処分所得が大幅に増加し、消費が下支えされている。また、中小企業向けの貸出支援制度(Paycheck Protection Program (PPP))は、雇用維持の目的に沿った一定の条件を満たすことにより返済が免除され、実質的に給付に近い形になる制度となっている。米国の失業率は一時10%を上回ったものの、こうした措置により低下に転じている。一方、雇用環境の悪化についても業種毎の差が大きい点が懸念材料である。米商務省の調査によると、在宅勤務が困難な業種ほど雇用が悪化している。余暇・宿泊業、職種では接客を含むサービス、製造や建設といった業種が代表的な例である。このような業種の労働者は、低学歴労働者や、アフリカ系・ヒスパニック系等の人種的マイノリティが多くなっており、ウイルスの影響が長期化することによる格差の拡大が懸念される。

こうした懸念は日本においても高まっている。日本では特別定額給付金が支給されているが、家計の2020年9月までに予想される所得減少額(1-3月は実際の減少額、サーベイデータより)と、各家計に支給される給付金額を比較すると、約5割の家計はそもそも所得が減少していない。また、約2割の家計は所得減少を給付金でカバー(所得減少額<給付金)できている。しかしながら、約3割の家計は、給付金でカバーされず可処分所得が減少している。この3割の家計に入る確率(給付金受給後も所得がマイナスとなる確率)を、性・年齢・職業などをコントロールした上で、属性別に確認すると、自営業やパート、所得水準が低い家計(第I階級)のほか、飲食・

宿泊・娯楽業などの業種で確率が高くなっている。格差の拡大を放置すれば、将来の日本の成長率を押し下げる要因となりかねず、政府による対応が引き続き求められることとなるだろう。失業率の上昇は現状限定的となっているが、新型コロナウイルスの影響長期化による失業率上昇が懸念される。

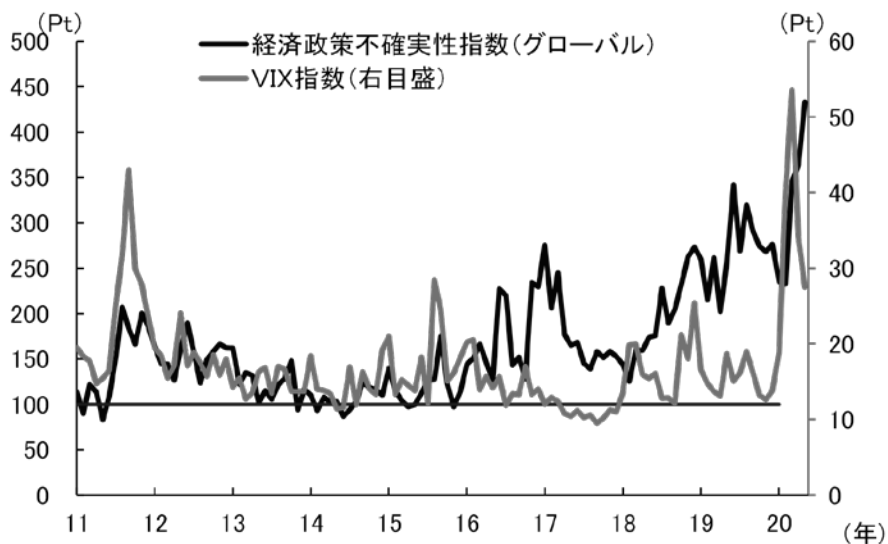
○不確実性高まる世界経済

・世界経済は緩慢な回復

世界経済は4～6月期に過去最悪の落ち込みとなったが、その後は底打ちし、回復方向で推移している。しかしながら、治療薬・ワクチンの開発が進まない中、感染再拡大を巡る不確実性が家計・企業の活動を抑制する状況が続いており、経済活動の回復は緩やかなものとなっている(図表1-5)。各国で共通してみられる現象として、個人消費は外食・旅行・娯楽などサービス消費を中心に伸び悩んでいる。また、設備投資については、先行きの不確実性から企業が内部留保の拡大を重視する中、緩やかな増加にとどまっている。

世界経済の回復が各国で行われている財政出動に支えられている点には留意が必要だ。現状では危機対応との認識のもと、財政出動による大幅な財政の悪化は許容せざるを得ないとの見方がある。ただし、新型コロナウイルスの感染拡大が落ち着いてくれば、財政緊縮を求める声が強まり、景気の下押し要因となる可能性がある。

図表 1-5 不確実性指数



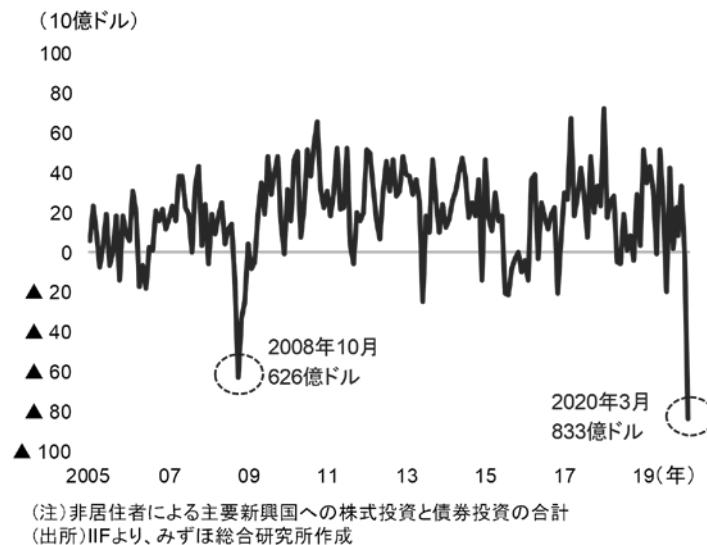
(資料) Economic Policy Uncertainty, Bloombergより、みずほ総合研究所作成

・経済ショックに脆弱な新興国

新型コロナウイルスは、当初は先進国、その後はインドやブラジルなどで感染が拡大している。新興国は先進国に比べ医療体制が整っていない国が多く、感染拡大を招きやすい。また、経済の資源輸出に対する依存度が高い中南米や、観光への依存度が高いアジア各国は経済の下振れに対し脆弱だ。

新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、新興国からの資金流出は一時リーマン・ショック時を上回る規模になった(図表 1-6)。特に、外貨建て債務依存度が高い国は、通貨安が債務返済負担の増大を招きやすく注意が必要だ。アルゼンチンやトルコなどは外貨建て債務比率が高く通貨安が進んでいる。政府債務が自国通貨建て中心の国でも、非居住者の国債保有比率が高い南アフリカは資金流出に対し脆弱だ。新型コロナウイルスへの対応のため各国で財政出動が行われているが、財政悪化による格下げなどで、先進国ほど強力な対応は行われていない。今後も新興国の状況には注視する必要がある。

図表 1-6 新興国からの資金フロー



・米中対立の激化

新型コロナウイルスに加え、米中対立の激化が世界経済の不確実性を高めている。これまでトランプ政権は貿易不均衡の解消を狙い中国に対する関税引き上げなどの取り組みを進めてきたが、新型コロナウイルスの発生源が中国であったことや、大統領選を控えていることもあり、対立は一層激化することとなった。対立の中身も貿易から技術(輸出管理、投資、政府調達)、金融、価値(人権、民主主義)、安全保障等の領域へと拡大しており、今後とも市場の懸念材料となるだろう。雇用情勢の悪化に伴う格差の拡大は、対外的な強硬姿勢を高める要因となるため注意が必要だ。

以上のように新型コロナウイルスにより経済が下振れる中、次頁以降では、まず日米欧の金融政策の取り組みを振り返る。次に金融市場の動きを債券市場、株式市場、為替市場、最後にコモディティの順に見ていくこととしたい。

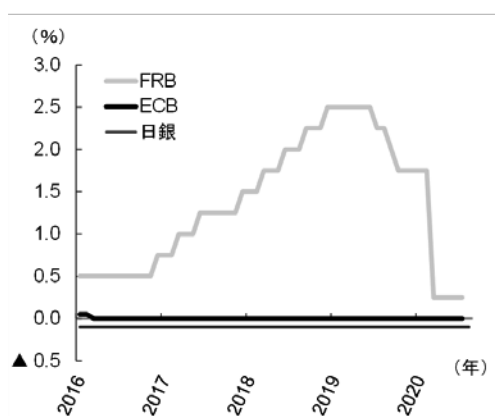
第2章 金融政策

○日米ユーロ圏の新型コロナウイルス対応

新型コロナウイルスの感染拡大によって、2020年、世界各国は経済成長率の下振れ、金融市場の不安定化、企業の資金繰り悪化に見舞われた。このような状況下、日銀、FRB、ECBは、図表2-2「各国中銀のバランスシートの推移」に示したように、大規模な金融緩和を実施した。2008年の国際金融危機当時と比較すると、日・米・ユーロ圏の政策金利は低水準にあったことから、政策金利の引き下げは米国のみにとどまり、日本やユーロ圏はマイナス金利政策を維持することとなった。

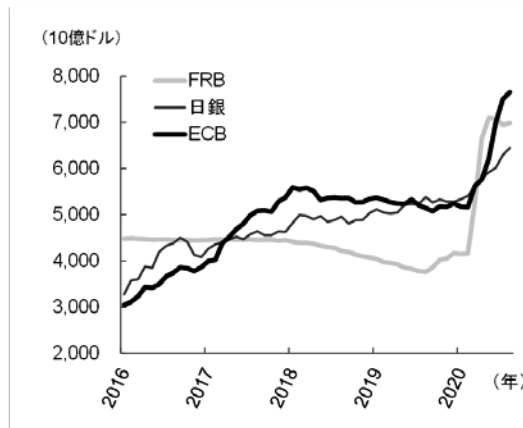
日米ユーロ圏の中銀が新型コロナウイルス対応として実施した金融緩和策の軸となったのは、流動性供給支援策と企業の資金繰り支援策、資産買入れ拡大であった。具体的には、金融機関への資金供給オペレーションの拡大や、世界的な米ドル資金需要の高まりに対応した中銀間スワップ協定の締結、大規模な国債買入れ策(量的緩和政策)、その他CPや社債などの資産買入れが拡充された。国債買入れの拡大は、政府の財政拡大をサポートすることとなり、財政・金融政策のポリシーミックスが経済の下支えに大きな効果を発揮した。以下、米国、ユーロ圏、日本について中銀の金融緩和策を見ていきたい。

図表 2-1 各国中銀の政策金利の推移



(注)FRB は FF 金利の上限、ECB は主要ファイナンスオペ金利
(出所)Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表 2-2 各国中銀のバランスシートの推移



(出所)Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

○米国:FRB は再びゼロ金利政策を導入

2月28日、パウエルFRB議長は緊急声明で、「我々は、我々の手段を活用し、適切に行動し、経済を支える」と表明した。「適切に行動」という表現は、2019年の利下げを示唆する際にも使用されており、市場参加者の間では3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)での利下げが確実視された。3月3日に開催された緊急のFOMC会合においては、利下げに加え、市場機能の安定化のための流動性供給・企業等の資金繰り支援を柱に、次々と大規模な金融緩和策が打ち出された。

・2度の緊急利下げ

3月3日の緊急利下げで、FRBはFF金利の誘導目標を0.5%引き下げ、「1.00~1.25%」とした。しかし、短期金利の上昇やクレジットスプレッドの拡大が続いたため、3月15日の臨時のFOMC会合では、更に1%引き下げ、「0~0.25%」とした。FRBは、「米国経済が(新型コロナウイルスの広がりという)最近のイベントを乗り切り、かつ、最大限の雇用と物価安定に向けた経路に戻る」との自信が得られるまで「実質ゼロ金利政策維持すると表明した。

・市場機能の安定化のための流動性供給の手段:資産買入れとドル供給

FRBは市場機能の安定化のための流動性供給として、資金供給オペレーションの拡大を通じた金融機関への流動性供給に加え、資産買入れや海外中銀へのドル供給を行った。

資産買入れ策については、米国債5,000億ドル、エージェンシーMBSについては2,000億ドルを上限に買入れ、保有債券の償還分を全額再投資することとした。国債の買入れ対象については、従来購入対象としていた短期債(T-bill)に加え、発行残高の満期構成にほぼ一致するように、クーポン債やインフレ連動債、変動利付債の全年限が対象とされた。また、購入対象としてエージェンシーCMBSを加えた。その後、3月23日の会合では、国債・MBSの買入れ上限を撤廃し、「円滑な市場機能を支援し、金融政策の効果的波及に必要なだけ」購入すると発表した。3月には約8,400億ドルの購入が行われたが、4月以降は減少し、6月の会合で「今後数カ月にわたって少なくとも現在のペースでの購入を維持する」と表明して以降、月800億ドル程度での購入を継続している。

海外中銀へのドル供給としては、まずカナダ中銀、BOE、日銀、ECB、スイス中銀に対して、スワップレートを0.25%引き下げたうえで、「OISスプレッド+0.25%」で供給することとした。また、新たに9カ国の中銀との間にドルスワップ協定を締結した。オーストラリア、ブラジル、韓国、メキシコ、シンガポール、スウェーデンは最大600億ドル、デンマーク、ノルウェー、ニュージーランドは300億ドルの規模となった。これらのドル供給に加え、「FIMAレポファンリティ」を暫定的に設置し、海外中銀等が保有する米国債をドル資金と交換できるようにした。

・企業等の資金繰り支援の手段:ファシリティの設置

企業等の資金繰り支援としては、伝統的な金融政策手段である公定歩合(連銀貸出金利)の引き下げや預金準備率の引き下げに加え、連銀法 13 条 3 項に基づく各種ファシリティの設置が行われた。通常の連銀貸出で対象となるのは銀行のみだが、連銀法 13 条 3 項を発動すれば、銀行以外の金融機関や企業、ファンドなどに対して融資の形を通じた流動性支援を行うことが可能となる。ファシリティの種類は大きく分けて、連銀が貸出を行うもの、SPV(特定目的会社)を通じて資産購入を行うもの、中小企業支援を目的としたものがある。それぞれの詳細は、次頁の図表 2-3「企業等の資金繰り支援のためのファシリティ」のとおりである。

図表 2-3 企業等の資金繰り支援のためのファシリティ

連銀による貸出を行うファシリティ	PDCF	プライマリーディーラー向け貸出ファシリティ (Primary Dealer Credit Facility) ・最長90日物の資金を連銀貸出金利で融資 ・公開市場操作の適格担保(米国債、エージェンシー債、エージェンシーMBS)に加え、ストリップ債、投資適格社債、国際機関債、CP、地方債、MBS、ABS、株式(除くETF、単位型投資信託、投資信託、ワラント)も担保に	
	MMLF	MMFに対する流動性支援ファシリティ (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) ・銀行がMMFから買い取った証券(米国債、エージェンシー債、高格付けのCP/ABCP)を担保として、ボストン連銀が銀行に購入資金相当を融資 ・貸付金利: 米国債とエージェンシー債が担保の場合⇒連銀貸出金利 CP/ABCPが担保の場合⇒「連銀貸出金利+1%」	
SPVを通じ資産購入を行うファシリティ	CPFF	CP/ABCP 発行体の資金繰りを目的とするCP買入れファシリティ (Commercial Paper Funding Facility) ・SPVが、プライマリーディーラーを通じてCP/ABCPを買い取り ・買取価格: A1/P1/F1格付のCP/ABCP⇒「3カ月物OIS+1.1%」 A2/P2/F2格付のCP/ABCP⇒「3カ月物OIS+2%」 ・NY連銀がSPVに必要資金を融資 ・損失に備え、米国財務省が為替安定基金(ESF)を使って100億ドルのエクイティを供与 ・適格資産として非課税CPも追加(3/23)	
	PMCCF	プライマリー市場社債買入れファシリティ (Primary Market Corporate Credit Facility) ・大企業への直接融資や社債の直接引き受けを行うSPVを設立 ・NY連銀がSPVに必要資金を融資	・購入する社債や社債ETFは投資適格債(BBB-/Baa3の格付け以上) ・3月22日時点で投資適格(BBB-/Baa3)であれば、その後格付けがBB-/Ba3に下がっても購入対象とする ・損失に備え、米国財務省はそれぞれのSPVに対して100億ドルずつのエクイティを供与 ・別途法律によって財政支援を受ける大企業は対象外
	SMCCF	セカンダリー市場社債買入れファシリティ (Secondary Market Corporate Credit Facility) ・大企業が発行した社債や社債ETFをセカンダリー市場で購入するSPVを設立 ・NY連銀がSPVに必要資金を融資	
	TALF	ターム物資産担保保証証券貸付ファシリティ (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) ・ABS(資産担保証券)投資家に対する流動性支援 ・新規もしくは最近組成された消費者及び中小企業向けローンを担保とするABSをSPVが購入 ・NY連銀がSPVに対して購入資金を融資 ・損失に備え、米国財務省がSPVに対して100億ドルのエクイティを供与 ・購入対象となるABSの担保資産は、自動車ローン・リース債権、学生ローン、クレジットカード債権(消費者及び企業とも)、設備ローン、フロアプランローン(在庫担保ローン)、保険料ファイナンスローン、SBA保証中小企業向けローン、サービシング債権。最高格付けのCMBSやCLOも対象	
	MLF	州・地方政府向け流動性ファシリティ (Municipal Liquidity Facility) ・州・地方自治体が発行した債券を直接購入するSPVを設立 ・そのSPVに総枠5,000億ドルの資金を融資 ・米国財務省がSPVに対し、350億ドルのエクイティを供与	
中小企業の支援を目的としたファシリティ	PPPLF	給与保護プログラム流動性ファシリティ (Paycheck Protection Program Liquidity Facility) ・政府の給与保護プログラム(PPP)に対応している金融機関に対し、中小企業向けのPPP融資を担保に融資	
	MSLP	中小企業向け貸出債権買入れプログラム (Main Street Lending Program) ・中小企業ローンを買取るSPVを設立し、そのSPVに総枠6,000億ドル融資 ・米国財務省がSPVに対し、750億ドルのエクイティを供与	

(出所) FRB より、みずほ総合研究所作成

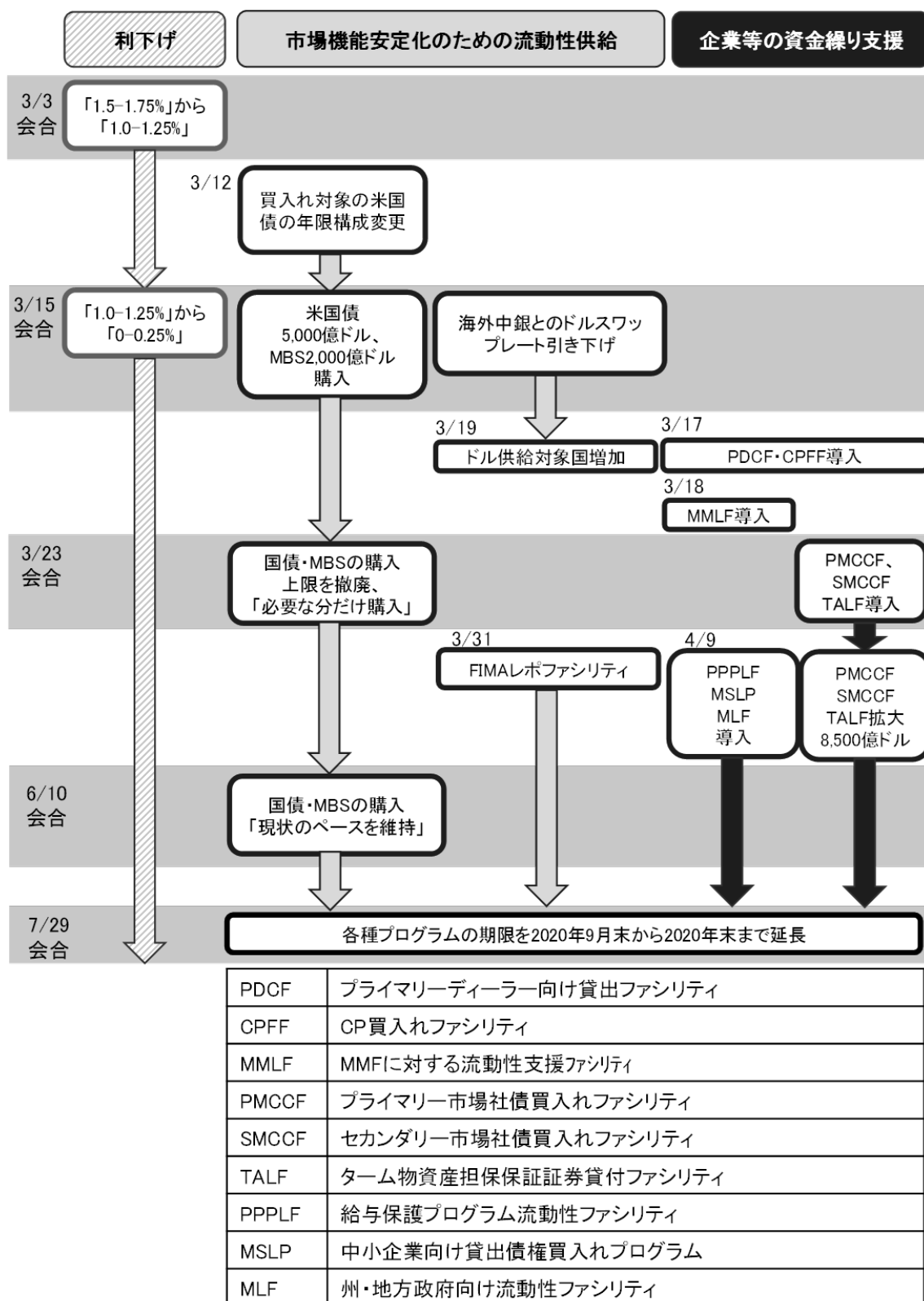
このように、FRB が利下げ、流動性供給、企業の資金繰り支援という大規模な金融緩和策を早期に実行したため、金融市場の動揺は徐々に収まり、金利は安定推移し、株価も回復に向かった。7月29日の会合では、ファシリティの期限を2020年9月末から2020年12月末へ延長することも決定された。

・新たな金融政策の戦略と金融緩和長期化

8月27日に、ジャクソンホールでパウエル議長は新たな金融政策の戦略を発表した。雇用については、数値目標を設定せず、「完全雇用からの下振れ度合い」に焦点を当てる政策方針が示された。インフレや他の問題を生じさせない限り、失業率が自然失業率を下回ってもただちに金融政策の引き締めを行うとは限らないことを意味しており、これまでの政策から大きな転換となる。また、インフレについては、これまではインフレ率2%が目標とされていたが、今後は一定期間での平均インフレ率2%達成が目標となる。その際、インフレ率が一時的に2%を超えることが容認される。さらに、引き続き金利政策が主たる手段ではあるが、それだけでなくすべての手段を使って完全雇用と物価安定を目指すことを示し、金融安定性が重要であるとの位置づけも明確化した。

こうした新たな戦略を踏まえて、9月のFOMC会合ではフォワードガイダンスが修正され、利上げは「労働市場が完全雇用に達する」「インフレ率が2%となる」「しばらくの間、インフレ率が2%を緩やかに上回る」という3条件が揃ったときに行うとした。FOMC委員による四半期経済予測では、2023年までに「しばらくの間、インフレ率が2%を緩やかに上回る」見通しは示されず、新たなフォワードガイダンスのもとでは、少なくとも2023年までは利上げを想定していないことが示された。今後の追加金融緩和策については、FRBはマイナス金利政策の導入には否定的であり、イーールドカーブ・コントロール／ターゲットについても将来の選択肢としては残すものの、現時点ではメットが少ないと早期導入には否定的であるため、資産買入れが有力な手段となる。資産買入れについては、9月のFOMC会合で「現在のペースでの購入を維持する」方針を維持したものの、声明文では資産買入れの役割について、「市場機能の円滑化」に加えて「緩和的金融コンディションの支援」を明示した。今後、経済状況に応じて資産買入れペースの拡大や満期構成の変更といった追加緩和が行われる可能性がある。

図表 2-4 FRB の新型コロナ対応



(出所) FRB より、みずほ総合研究所作成

○ユーロ圏:流動性供給と資産買入れを拡大

3月2日、ラガルド ECB 総裁は緊急声明で、「我々は、潜在的なリスクに対し、必要に応じ、適切かつ的を絞った措置をとる用意がある」と表明した。ECB は新型コロナウイルス感染拡大への対応として、政策金利(預金ファシリティ金利)の引き下げは行わず、企業の資金繰り支援を目的とした流動性供給と資産買入れの拡大の2つの政策を柱に、金融緩和策を打ち出した。

・第一の柱～企業の資金繰り支援を目的とした流動性供給～

企業の資金繰り支援を目的とした流動性供給策は、期間3年の貸出条件付き長期資金供給オペ(TLTROⅢ)の要件緩和と、パンデミック緊急長期リファイナンスオペ(PELTRO)の導入が中心である。これらのほか、TLTRO の要件緩和が適用される2020年6月までのつなぎ融資として、期間3カ月の長期リファイナンスオペ(LTRO)も実施された。ECB は2019年から TLTROⅢを実施しているが、3月の政策理事会でその適用金利を0.25%引き下げ(適用金利は現在 ▲0.25%)、中小企業向け貸し出しを増やした金融機関には「預金ファシリティ金利マイナス0.25%」(適用金利は現在▲0.75%)で資金調達できるよう制度変更を実施した(2020年6月～2021年6月まで)。4月にはそれぞれに適用する金利をさらに0.25%引き下げた。PELTRO については、TLTROⅢと異なり貸出による調達金利の優遇条件は付されていないが、「主要リファイナンスオペ(現在は0%)マイナス0.25%」(適用金利は現在▲0.25%)での資金調達が可能である。PELTRO は2020年5月19日から2021年7～9月まで全7回実施され、返済期日は2021年9月までとなっている。

これらのオペを円滑に実施するため、ECB はリファイナンスオペ参加に必要な担保の緩和策も実施した(2021年9月末まで)。政府保証付き企業向けローンなどの一部の信用債権を適格担保として受け入れることや、信用リスク評価における内部モデルの使用許可などを通じて適格担保が拡充された。また、適格要件の緩和として、国内信用債権の最低必要額の撤廃や無担保債権の受け入れ額拡大(2.5%→10%)、ギリシャ社債のオペ担保受け入れを実施した。さらに、担保となる債権のヘアカット率を引き下げ、格下げによる担保不足に備え、4月7日時点で適格担保(BBB-)であった市場性資産はその後格下げされてもオペの対象とした。

・第二の柱～資産買入れ～

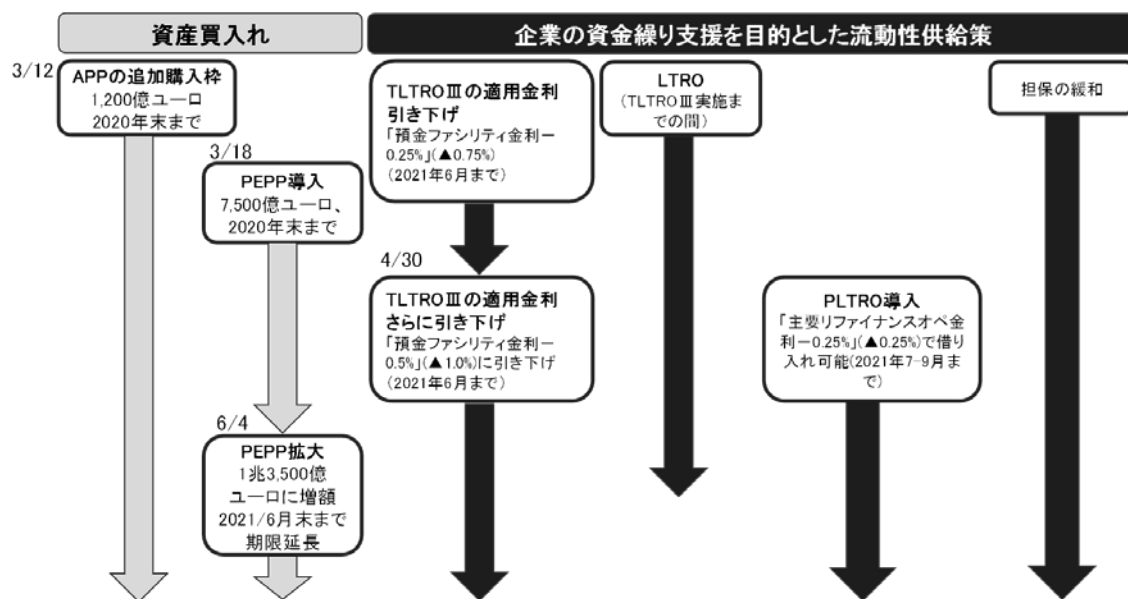
資産買入れについては、総額1,200億ユーロの資産購入プログラム(APP)の拡大(以下、「拡大APP」と、総額7,500億ユーロのパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)が、2020年12月末までの時限措置として開始された。購入対象については、拡大APPとPEPPでは、非金融企業のCPが新たな購入対象として加わった。また、これまでAPPでは購入対象外とされてきたギリシャ国

債については、PEPP では購入が可能となった。なお、拡大 APP と PEPP では、毎月の資産購入額が決められていないうえ、資産購入には一銘柄、発行体当たりの購入上限額も定められていない。さらに国別の購入割合についても、通常の APP で求められる ECB への各国の資本拠出割合（キャピタルキー）からの一時的な乖離が認められているなど、資産購入プログラムの運用における柔軟性の高さが特徴である。

PEPP については、6 月の理事会で購入枠が 1 兆 3,500 億ユーロに大幅に増額され、期限も 6 か月延長され、「少なくとも 2021 年 6 月末、コロナ危機が収束したと判断されるまで」となった。また、再投資も少なくとも 2022 年末まで継続すると明確化された。

ユーロ圏は、ECB の政策や、EU 各国の財政政策や、巨額の EU 復興基金によって徐々に経済が回復している。しかし、依然として新型コロナの不確実性が高い状況は変わりなく、追加緩和が必要となる可能性もある。

図表 2-5 ECB の新型コロナ対応



(出所) ECB より、みずほ総合研究所作成

○日本:「3本の柱」によるコロナ対応を強化

パウエル議長の緊急声明に続き、3月2日に「今後の市場動向を注視しつつ、適切な金融市場調節や資産買入れの実施を通じて、潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努めていく方針」とする黒田日銀総裁の談話が発表された。その後、日銀は3月18、19日開催予定だった金融政策決定会合を前倒しで16日に実施し、「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化」を発表した。日銀は、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や

家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、「企業の資金繰り支援」、「金融市場安定のための円・外貨供給」、「ETF・J-REITの積極的な買入れ」の「3本柱」による金融緩和策を打ち出した。

・第一の柱～企業の資金繰り支援～

企業の資金繰り支援については、総枠120兆円の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」が導入された。このプログラムは、①市場規模の25%に相当する約20兆円を上限とするCP・社債等買入れと、②金融機関の企業等への貸出を促すための資金供給手段である「新型コロナ対応金融支援特別オペ」から構成される。まず①のCP・社債等買入れについては、3月の会合で既存の購入枠（CPは約2.2兆円、社債は約3.2兆円）にそれぞれ1兆円の追加購入枠が設けられ（2020年9月末まで）、5月の会合で追加購入枠がそれぞれ7.5兆円に増額され、購入枠の総枠は約20兆円となった。期限も2021年3月末までに延長された。さらに一発行体あたりの買入れ残高の上限の引き上げ（CP等は1,000億円から5,000億円、社債は1,000億円から3,000億円）や、一発行体の総発行残高に占める日銀の保有割合の上限の引き上げ（CP等は25%から50%、社債等は25%から30%）、買入れ対象とする社債等の残存期間の延長（「1年以上3年以下」から、「1年以上5年以下」）等の買入れ条件の緩和も実施された。②の「新型コロナ対応金融支援特別オペ」は、民間金融機関が行う新型コロナ対応融資を有利な条件でバックファイナンスするもので、日銀によれば、その規模は最大約100兆円になり得るとされる。3月の会合では、約8兆円の民間企業債務を担保に、民間金融機関に対し、最長1年の資金を金利ゼロ%で供給するオペレーションが導入された（2020年9月末まで）。その際、オペ利用残高の2倍の金額が日銀当座預金の「マクロ加算残高」に加算されることとなったが、これは同オペの利用により、マイナス金利が適用される「政策金利残高」が増加しないよう、民間金融機関に配慮した措置となっている。4月の会合では、同オペの対象担保範囲を、家計債務を含めた民間債務全般へと拡大（約23兆円へ拡大）し、オペ対象先に新たに系統金融機関が加えられた。さらに、中小企業等への資金繰り支援を促進するため、同オペの利用残高に相当する日銀当座預金へ+0.1%の付利が行われることとなった。5月の会合では、緊急経済対策における無利子・無担保融資を中心とする適格融資（約30兆円）を資金供給の対象とする新たな資金供給手段が加えられ、期限も2021年3月まで延長された。

・第二の柱：金融市場安定のための円・外貨供給

金融市場安定のための円・外貨供給として、日銀は円貨および外貨について、これまで以上に潤沢かつ弾力的に供給できる枠組みを用意した。円貨については、債券市場の安定を維持し、ワールドカーブ全体を低位で安定させる観点から、これまでの年間80兆円という金額めどを撤廃

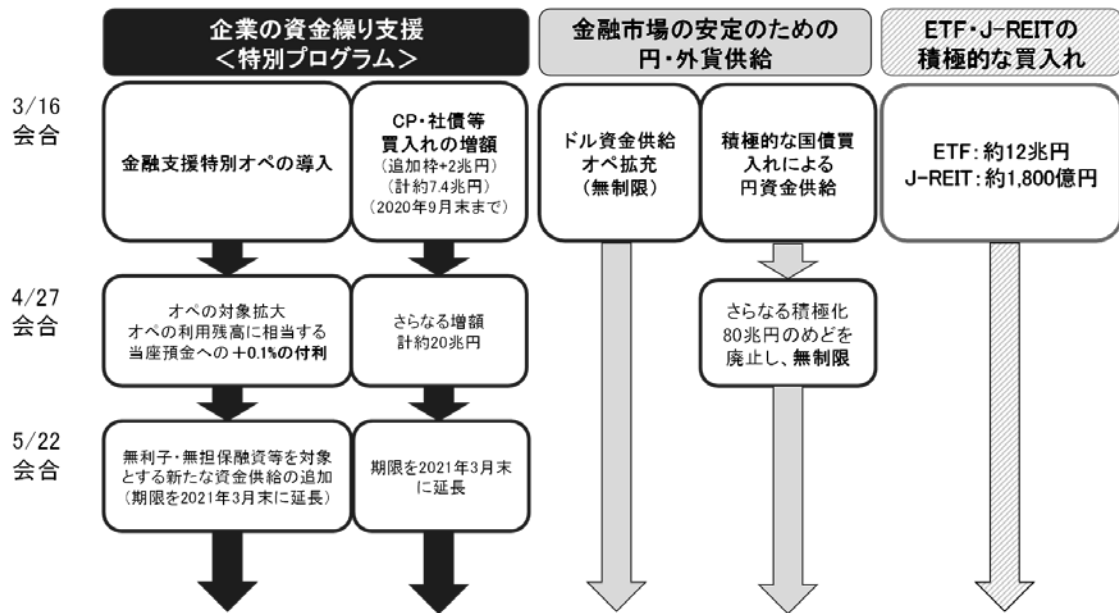
し、上限を設けずに、必要な金額の国債を買い入れることを明確にした。外貨については、各国中央銀行と協調し、米ドル資金供給オペについて、貸付金利を0.25%引き下げて「OIS+0.25%」とし、1週間物に加え3カ月物を週次で実施するなど、多額のドル資金を供給した。

・第三の柱:ETF、J-REITの購入

ETF、J-REITの購入については、購入枠を既存のものから倍増させ、ETFは年間12兆円、J-REITは年間1,800億円を上限に積極的に買入れを実施することとした。

これらの新型コロナ対応を迅速に行ったことにより、内外の金融資本市場は、経済の不透明感が強いもとの、依然、神経質な状況にあるものの、ひと頃の緊張は緩和している。また、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されていると言える。新型コロナ対応の期限は2021年3月末となっているが、当面緩和的な政策が続いていくだろう。

図表 2-6 日銀の新型コロナ対応



(出所) 日銀より、みずほ総合研究所作成

第3章 債券市場

○日米欧の国債金利の推移

2020年の日米欧債券市場は、中東における米国とイランの軍事衝突への懸念が高まる波乱の幕開けとなった。その後はパンデミックという未曾有の感染症リスクに振り回される形で、世界の株価が急落するなか、株式・債券のボラティリティが大幅に上昇し、一時は国債市場の流動性・機能度が大きく後退する局面もあった。しかしながら、市場機能の改善に向けた各国中銀による国債買入れ策を中心とした大規模な金融緩和策が功を奏し、市場は徐々に落ち着きを取り戻した。その後は、金融緩和姿勢の継続による低金利環境を受けて、ゴールドロック相場が再び形成されつつあるなかで、日米欧の国債利回りは低位安定的な動きを示している。以下、2020年以降の日米欧債券市場の動きを振り返ることとしたい。

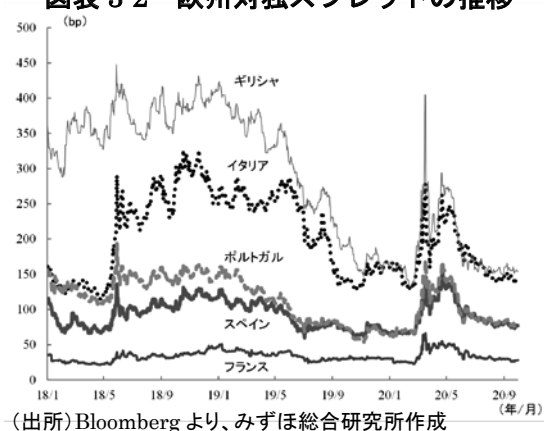
・地政学リスクの顕在化と未曾有の感染症リスクの発生

年初にかけての債券市場では、米国とイランの軍事的対立への懸念が高まるなか、投資家のリスク回避姿勢の強まりにより日米欧の国債利回りは軒並み低下したものの、両国の本格的な軍事衝突が回避され、中東情勢を巡る過度な警戒感が後退すると低下幅は縮小した(図表3-1)。その後は、新型コロナウイルス(COVID-19)の感染拡大に伴う世界経済への下押し懸念が徐々に意識され始め、2月にかけては米経済指標の改善や中国による景気下支え策への期待を背景としたリスク選好の動きもあり、日米欧の国債利回りは上昇する場面も見られたが、新型コロナウイルスの感染拡大による経済への影響を巡る懸念は根強く、金利は上下にもみ合った後で、再び低下した。

図表 3-1 日米欧国債利回りの推移



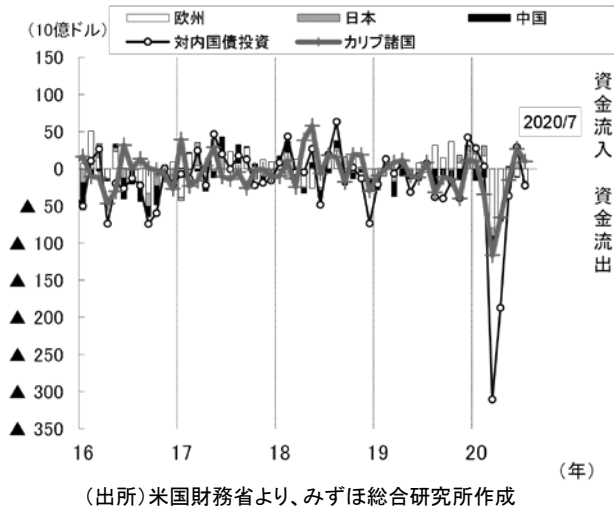
図表 3-2 欧州対独スプレッドの推移



・新型コロナウイルス感染拡大の影響で一時米国債売りの動き

3月に入ると日米欧の国債金利を取り巻く状況は一変した。3月3日および15日の2度にわたって米連邦準備制度(FRB)による政策金利の緊急利下げが実施され、2008年の金融危機以来となる実質ゼロ金利政策に踏み切ったことを皮切りに、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うリスク回避姿勢の強まり、OPEC プラスにおける原油の協調減産拡大協議の不成立による原油価格の急落等から、世界の株価の下落が一段と進み、日米欧の国債利回りは揃って低下した。安全資産とみなされている米10年債の利回りは一時0.5%半ばの水準まで低下を見せ、独10年債利回りも▲0.8%台半ばの水準まで急低下した。こうしたなか、ウイルス感染の影響が大きかったイタリアなど南欧国債の対独スプレッドは急拡大した(図表3-2)。欧米金利の低下を受けて、日本10年債利回りも▲0.15%を下回る水準まで低下した。もともと、3月中旬に入ると、株価がなお下落を続けるもとでも、日米欧金利は一転して軒並み急騰し、米国債市場では過去にない規模での多額の資金流出が生じた(図表3-3)。また、こうした資金流出に伴う大幅な国債需給の緩みを反映して、米国債市場のボラティリティを示すMOVE指数は急上昇した(図表3-4)。先行き不透明感の急激な高まりから現金確保の動きが強まったことが、安全資産と呼ばれてきた金や米国債が大きく売られた要因と考えられる。

図表3-3 米国対内証券投資(国債、主体別)



図表3-4 MOVE指数の推移



・各国政府・中銀の協調対応で徐々に落ち着きを取り戻す金融市場

3月下旬にかけては、米国の大型経済対策への期待が高まる一方、FRBの量的緩和の再開決定や新たな資金供給策の発表等もあり、米金利はもみ合う展開を見せた。欧州でも感染拡大に伴う欧州経済の停滞に対応するため、ユーロ圏各国が財政出動へ動くとの期待が高まる中、独国債利回りは上昇したが、感染拡大に伴うリスク回避の動きもあり上昇幅は縮小した。また、欧州中央銀

行(ECB)によるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)が導入されたことで南欧国債の対独スプレッドは縮小に転じた。日本においても大型経済対策に伴う国債増発懸念がくすぶるなか、円金利は上昇したが、日銀の国債買入れ姿勢の強化を受けて上昇幅は縮小した。

4月に入ると、欧米での新型コロナウイルスの感染拡大がピークアウトしつつあるとの見方からリスク回避姿勢が後退し、欧米金利は上昇したが、欧米ともに経済指標の大幅悪化が見られたことや、ECBによるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の規模拡大への期待から金利は再び低下した。感染拡大を巡る報道につられて欧米金利は上下に揺れ動いたが、円金利は日銀の中長期ゾーンを中心とした国債買入れ姿勢の強化に加えて、イールドカーブ・コントロールのもとで、ゼロ%近傍での推移が続いた。5月には経済活動の再開による景気回復期待等から米金利は上昇したが、通商問題や安全保障、香港の民主化を巡る米中間対立への警戒感等からもみ合いの動きとなった。欧州では、ドイツ連邦憲法裁判所がECBの量的緩和策の一部が違憲との判断を示し、金融政策運営を巡る不透明感が意識されるなか、独金利は上昇した。また、独仏がEU復興基金の創設を提案したことで、一時拡大傾向にあった南欧国債の対独スプレッドは縮小に転じた。6月以降は新型コロナウイルス感染第2波への懸念や、米金融緩和策の長期化観測等から欧米金利に低下圧力が強まった。

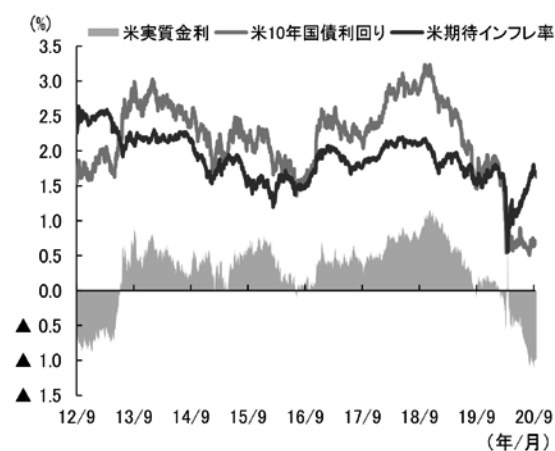
・低金利環境を受けて形成されるゴルディロックス相場

その後7月、8月にかけては、経済指標の改善や新型コロナワクチン開発の実用化期待が高まる一方、米中对立の激化や世界各地での感染拡大第2波を巡る報道等を受けて、欧米金利は狭いレンジでもみ合う動きとなった。名目金利の低下および期待インフレ率の上昇によって、米実質金利は▲1%を下回る水準まで低下し、欧州債務危機以来の過去最低水準となった(図表3-5)。円金利はイールドカーブ・コントロールが引き続き機能したことで、ゼロ%近傍での推移が続いた。

○日米欧の国債市場の需給の動き

新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済・金融市場の影響を緩和する観点から、日米欧各国は過去にない規模での財政政策を発動することで対応しており、これに伴って各国政府は大規模な国債増発を余儀な

図表 3-5 米実質金利の推移



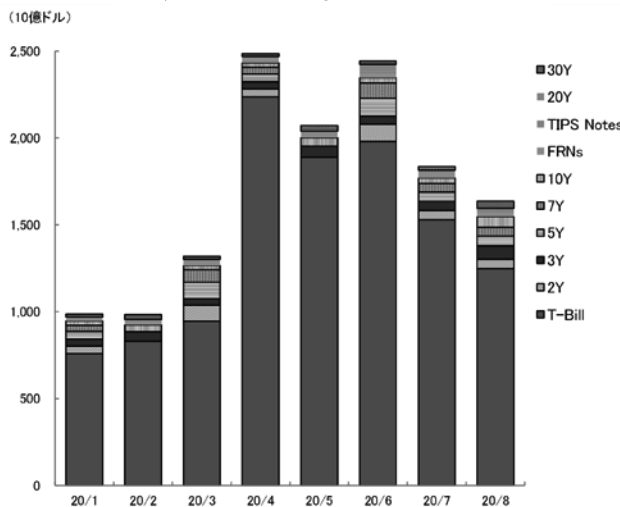
(注) 期待インフレ率は、ブレイク・イーブン・インフレ率(10年)
(出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

くされた。また、各国中銀は金融緩和姿勢を強めることで、国債買入れを増額しており、国債市場の流動性・機能度の改善に大きく寄与した。

・米国:短期債中心に国債を増発

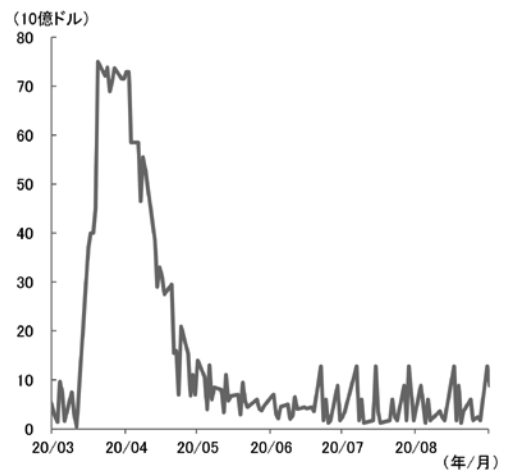
米国では、2020年3月6日の第1弾の緊急経済対策を皮切りに、その後も立て続けに財政政策を打ち出したことに伴って、大量の国債増発を行った(図表3-6)。米金融政策としては、3月23日の緊急FOMCにて資産購入を当面无制限とする措置を行い、その後も米国債を月間800億ドル、住宅ローン担保証券(MBS)も同400億ドルのペースで買入れる方針とした(図表3-7)。米国債の発行年限別に見ると財務省短期証券(T-Bill)を中心に発行しており、FRBによる国債買入れ策の効果も相まって、コロナ対応による国債増発のなかでも米長期金利の金利上昇圧力は限定的となったものと考えられる。格付け機関のフィッチが、財政悪化を理由に、米国債の格付けの見通しを「安定的」から「ネガティブ(弱含み)」に引き下げたが、格付けは最上級のAAAで据え置きとなっており、格付け見直し変更に伴う米国債市場への影響は限定的となった。

図表 3-6 米国債発行の推移



(出所) sifma より、みずほ総合研究所作成

図表 3-7 FRBの米国債買入れの推移



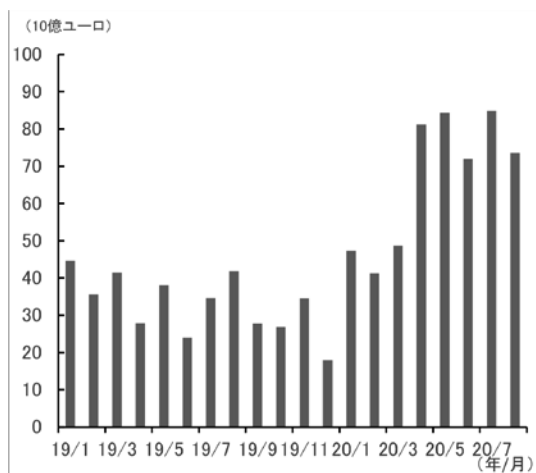
(出所) NY 連銀より、みずほ総合研究所作成

・欧州:欧州復興基金創設に合意

欧州では、2019年までの6年間にわたり新規国債発行をゼロに抑えてきたドイツでさえも、新型コロナウイルスという未曾有のパンデミックに対処するために7年ぶりとなる新規国債の発行を行う事態となった(図表3-8)。ドイツでは基本法(憲法)で均衡財政が定められており、新規の国債発行は名目GDPの0.35%以内の抑制されるように義務付けられている。ただし、自然災害や国が制

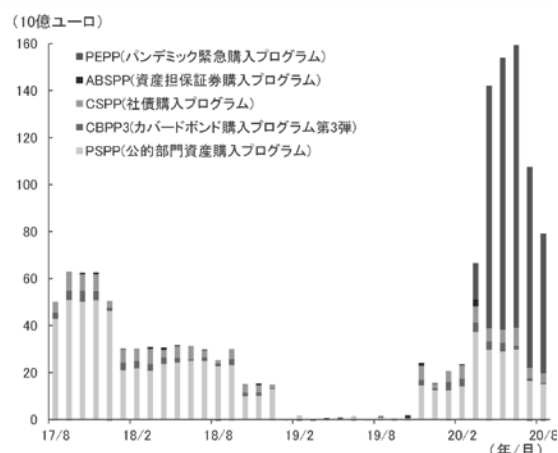
御できないような緊急事態の場合には例外が認められており、独メルケル政権はこの規定を適用した。また、画期的な取り組みとして、EU 首脳は 2020 年 7 月 21 日に欧州復興基金の創設について合意した。あくまでも危機対応としての一時的な措置だが、EU で初となる、加盟国を財政移転によって支援することが域内で合意されたことは、EU 結束の深化に対する大きな一歩と言える。基金の元手を EU 委員会が資本市場から調達するというスキームもかつてないものとなった。欧州金融政策については、ECB は国債の無制限買入れ策までは導入しなかったものの、3 月 18 日の ECB 政策理事会にて、通常の加盟国債購入のスキームとは別にパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) を 7,500 億ユーロの規模で導入し、必要に応じて増額する姿勢を見せた(図表 3-9)。そして、6 月 3 日の政策理事会ではパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の購入規模を 1 兆 3,500 億ユーロまで拡大することを決定しており、ECB のこうした金融緩和姿勢の強化が、結果として EU 加盟国の国債利回りの上昇を抑制することに寄与したと考えられる。

図表 3-8 独国債発行の推移



(出所) ECB より、みずほ総合研究所作成

図表 3-9 ECB の加盟国債買入れの



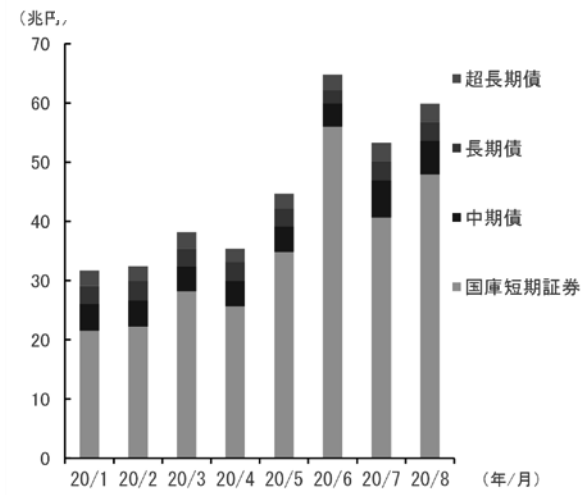
(出所) ECB より、みずほ総合研究所作成

・日本: 日銀は国債買入れを無制限に行うスタンスを示す

日本では、政府の緊急経済対策に伴って大幅な国債発行増となり、第 2 次補正予算を経て 2020 年度当初発行計画と比較して約 100 兆円程度増発となった(図表 3-10)。国債需給の悪化に伴う金利上昇が意識される場面はあったものの、2020 年 4 月 27 日の日銀金融政策決定会合で国債購入の無制限買入れを行うスタンスが示され、日銀による国債買入れの拡大が期待されたほか、実際に日銀が国債買入オペを増額したことで需給が良化し、その後の国債入札も各年限で堅調な結果となったことで、懸念されていた金利上昇は見られなかった(図表 3-11)。金利上昇圧力が限定的となった背景には、10 年国債利回りがゼロ%程度で推移するよう、上限を設けずに必

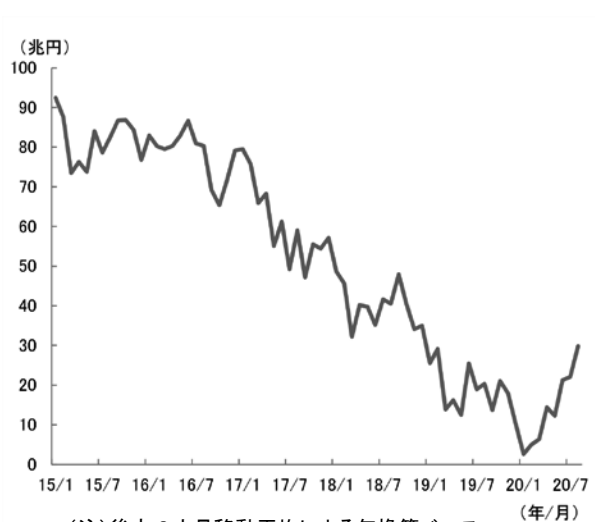
要な金額の国債を買入れることで長短金利を操作する日銀のイールドカーブ・コントロールが、金利上昇局面でその本領を発揮していたと言える。なお、財政悪化やマクロ経済の下振れリスクを理由として、格付け機関のS&Pは日本国債格付け見通しを「ポジティブ」から「安定的」に変更(格付けは「A+」に据え置き)、フィッチも国債格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ(弱含み)」に変更した(格付けは「A」に据え置き)。格付け見通しは変更となったものの、円債市場への影響は限定的となっている。

図表 3-10 国債発行額の推移



(出所)日銀より、みずほ総合研究所作成

図表 3-11 日銀の国債買入れ額の推移



(注)後方3カ月移動平均による年換算ベース

(出所)日銀より、みずほ総合研究所作成

○新興国の財政ファイナンスの動き

新型コロナウイルスの脅威は百年に一度の危機と言われるように、世界の経済・金融市場を大きく動揺させた。そうしたコロナ禍にあっても、日米欧中銀による積極的な金融政策が功を奏したことで、徐々に落ち着きを取り戻したと考えられる。その一方、金融緩和策として国債買入れが進んだことによって各国中銀のバランスシートは肥大化の一途を辿っている。こうした中銀の対応を一部では財政ファイナンスであるとして批判する声も出ている。

・国際的にタブー視をされる財政ファイナンス

財政ファイナンスは、国債のマネタイゼーション(国債の貨幣化)とも呼ばれ、政府が発行する国債を中央銀行が直接引き受けることであり、主要各国では中央銀行による国債引受けが制度的に禁止されている。米国では連邦準備法 14 条(b)(1)により、連邦準備銀行は国債を市場からのみ、購入することが定められており、欧州では EU 機能条約第 123 条により ECB および加盟中央銀行

は、政府への信用供与、国債の直接買取りが禁止されている。また、日本では日銀が金融調節の結果として保有している国債のうち、償還期限が到来したものについての借換え対応を除いては、財政法第5条により、原則として日銀に国債を引受けさせてはならないとしている。

一般的に財政ファイナンスの議論が持ち出される場合、中銀の政策に対する批判的文脈のなかで用いられることが多い。2020年6月の日銀金融政策決定会合後の記者会見で、財政ファイナンスに関する質問を受けた際に黒田日銀総裁は、日銀を含めた中銀の国債買入れは金融政策の観点から独立の主体として行うものであり、財政ファイナンスには当たらないとの姿勢を強調した。しかし重要なのは、財政ファイナンスに該当するかの議論ではなく、慢性的となった国債買入れ策が経済・金融市場に与える影響や、中長期的な財政・金融政策の持続可能性についての検証であろう。

財政ファイナンスが禁じ手である背景には、中銀の国債直接引受けにより政府への資金供与を始めると、政府の財政節度を失わせ、ひいては中央銀行通貨の増発に歯止めが掛からなくなり、悪性のインフレーションを引き起こす可能性があることへの懸念がある。悪性のインフレーション、すなわちハイパーインフレーションが発生した過去の事例を紐解けば、戦争等による供給能力の喪失、国家体制の崩壊、マクロ経済管理の失敗といった要素が原因となり、そこに対外債務問題や中銀通貨の乱発が加わることで生じてきた経緯がある。日米欧といった先進各国は、近年においてインフレよりもむしろデフレーションが問題視されており、インフレリスクは懸念とされてこなかったが、ひとたびインフレ圧力が生じた際には中銀が独立性をもって毅然と対処することが求められるよう。

・新興国の財政ファイナンスの動き

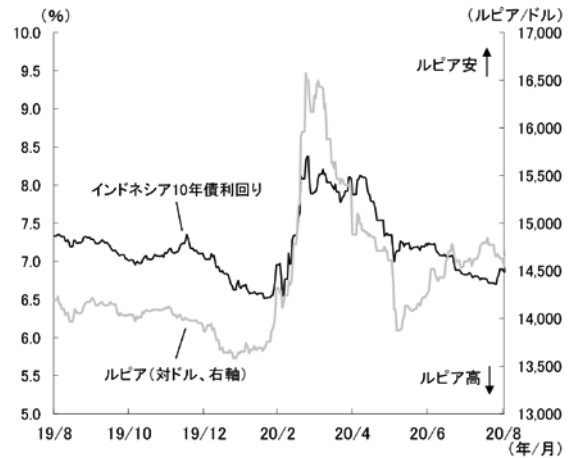
インフレリスクが乏しい先進国である日米欧各国に対して、新興国での財政ファイナンスとなると話は変わってくる。コロナ対応における新興国の財政・金融政策の一体化を巡る動きとしてはインドネシア、フィリピンやミャンマーといった各国中銀が既に国債の直接引き受けに動いている。その中でも特に話題となったのはインドネシア中銀による財政ファイナンスの動きである。インドネシアでは、2020年4月16日および7月7日に発表されたスリ・ムルヤニ財務相とペリー・ワリジョ中銀総裁の共同政令に基づき、新型コロナウイルスの対策として拡大する財政赤字の負担について中銀と政府で分担することで合意した。これにより、インドネシア中銀は政府が発行する約990兆ルピアのうち、約575兆ルピアをプライマリー市場で直接引き受けることになった(図表3-12)。このうち約398兆ルピアは、コロナ禍で特に影響を受けた医療分野や社会保障への財政支援に充当される方針である。

図表 3-12 インドネシア国債の中銀直接引受け

金額	引受け主体	方法	用途
約575兆 ルピア	インドネシア 中銀	直接引受け	<ul style="list-style-type: none"> うち約398兆ルピアは医療・社会保障に充当 残りはその他項目
約415兆 ルピア	金融市場	通常入札	その他項目

(出所)インドネシア中銀より、みずほ総合研究所作成

図表 3-13 インドネシア国債利回り・ルピア推移



(出所)Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

国際的にタブー視をされている財政ファイナンスを行ったにも関わらず、足元のインドネシア国債利回りや通貨ルピアに目立った動きは見られない(図表 3-13)。この背景には、2020年3月末にジョコ大統領が政令での時限的なインドネシアの財政赤字上限を超える財政拡大の容認や中銀による国債直接引受けを認めて以降、一定程度の時間が経過するなかで、市場参加者の理解の醸成が相応に進んだことが関係したものと考えられる。特に、中銀直接引受けの内容が、①時限的な引き受けに留まること、②用途をコロナ対策に限定すること、の2点についての賛同が得られたことが金融市場に対して大きな混乱を生じさせなかった理由であると見られる。

インドネシア政府の財政規律の緩みや、インフレ懸念等、国債のマネタイゼーションがもたらす副作用には今後も注意が必要だが、ルピアや国債利回りの反応は限定的となっており、むしろ、コロナ禍問題に対処するための政府の資金調達に目処が立ったことで安心感が得られたとの見方もある。ただし、国債引受けに関する出口戦略が不透明であり、市場参加者のなかには、中銀は今後もこうした直接引受けのスキームを継続させる可能性があるかと懸念する声もあることから、予断を許さない。

先進国とは異なり、新興国はマクロ経済や政府・中銀への信認が盤石とは言い切れないことから、インドネシアのような財政ファイナンスの動きは注意深く見る必要がある。特に中銀の独立性が担保されないことで、新興国に生じやすいインフレリスクへの対処がおろそかになる場合が想定されることから、インドネシア中銀の金融政策が独立性を担保されたものとなるか否かは、今後の論点となるだろう。

第4章 株式市場

○年初からの動向～コロナショックによる急落も、急上昇

・コロナショック前とコロナショック時

2020年の株式市場は、新型コロナウイルス感染症(COVID-19)に左右される展開となり、①コロナショック前(年初～2月中旬)、②コロナショック時(2月下旬～3月中旬)、③コロナショック後(3月下旬以降)の3つの局面に大きく分けられよう。

まず、コロナショック前は、昨今の不確実性要素であった米中協議の進展や2019年末から発生していた中国での新型コロナウイルス感染症の終息期待から、株式市場は堅調に推移した。この間、ダウ平均株価(2月12日:29,551.42ドル)と独DAX指数(2月17日:13,744.21Pt)などが史上最高値を更新したほか、日経平均株価も一時2万4,000円を上抜けた(図表4-1)。

図表4-1 2020年の日米独株価指数の推移



(出所) Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

しかし、2月下旬以降、当初の早期終息の見込みが外れ、新型コロナウイルス感染症が中国に留まらず世界的に拡大すると、各国政府は移動制限等の感染拡大防止策を実施した。国内外への移動制限が経済活動を停滞させるという懸念が台頭し、金融市場はリスク回避の動きから、株価は急落した。

・コロナショック後の急回復

新型コロナウイルス感染拡大によって急落した株価であったが、世界的な景気後退が懸念されるなか各国政府・中央銀行が相次いで積極的な財政・金融政策を打ち出したことで、株式市場は徐々に落ち着きを取り戻した。加えて、ロックダウン(都市封鎖)等の感染拡大防止策は企業業績

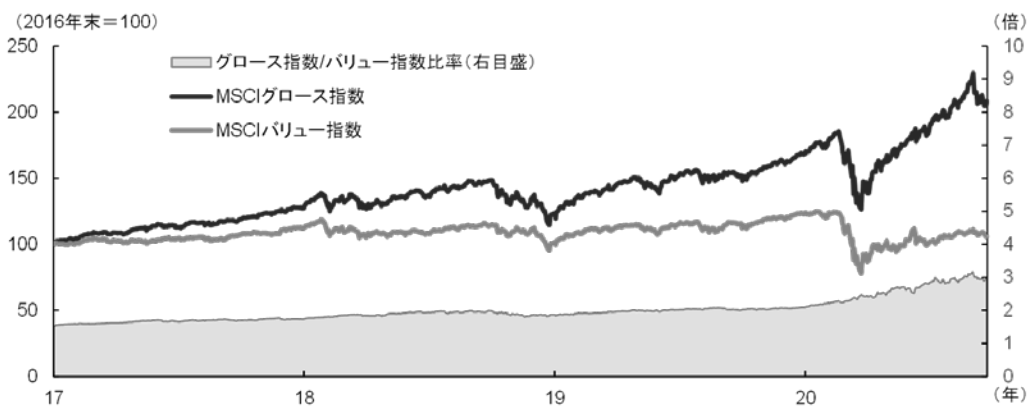
の重石となったものの、感染収束に伴う世界経済の早期回復期待が織り込まれ、3月末以降、株価は早いペースで回復した。特に米国株は、米追加経済対策やワクチン開発進展から経済活動の早期正常化期待が台頭し、8月にはS&P500指数がコロナショック前に記録した史上最高値(2月19日)を更新した(8月18日)ほか、ダウ平均も一時29,000ドルを上抜けた(9月2日)。一方、日本株については、6月以降回復ペースに陰りが見えている。日経平均株価は22,000～23,000円台でのレンジ相場で推移しており、経済活動の再開に伴う新規感染者数の増加や企業業績の緩慢な回復が重石となっているようだ。

・米国株動向

米国株がコロナショック後に急上昇した背景には、3つの要因が考えられる。1点目は、米国経済が5月をボトムとして急ピッチで回復したことだ。2点目は、コロナショックは接触を伴うサービス業(宿泊業、飲食サービス業など)の中小企業に与える影響は甚大なものとなったが、大企業が多い株式市場に与える影響は比較的軽微であったことだ。そして、3点目はコロナショックによって、ウィズコロナを見越した投資家のグロース株への選好が加速したことだ。

グロース株への選好が加速したことは、MSCIのグロース指数/バリュウ指数比率が2020年3月以降、過去最高水準にあることから確認できる(図表4-2)。もちろん、コロナショックによる景気停滞を受けて景気敏感株が多いバリュウ株の下落が押し上げに寄与した側面もある。しかし、コロナショックによって、DX(デジタル・トランスフォーメーション)が加速し、在宅勤務やeコマース、遠隔医療の拡大など非接触型サービスに関わる分野などの成長が見込まれ、そうした銘柄に投資家が集中したことがグロース指数の伸びを拡大させた。事実、MSCIのグロース指数は情報技術とヘルスケア、一般消費財セクターが7割超を占めており、コロナ禍でも成長が見込まれるセクターへ

図表 4-2 MSCI グロース指数・バリュウ指数(米国)の推移



(出所) Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

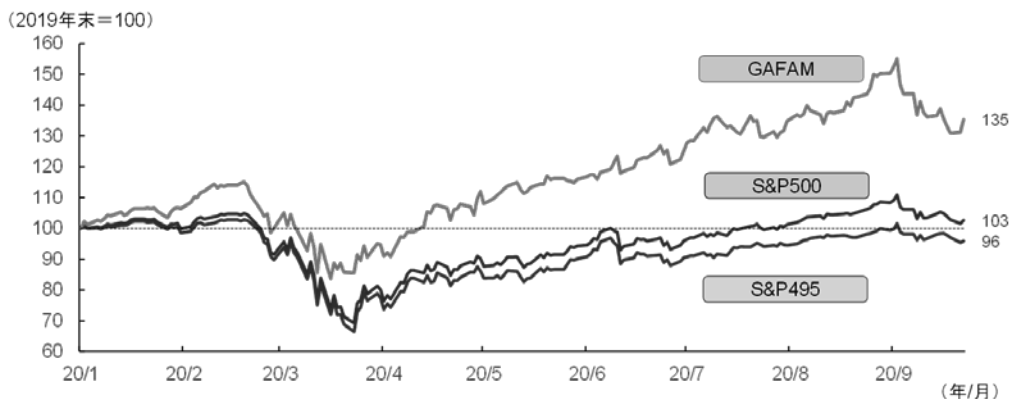
の投資家の選好が進んでいる証左がグロース指数/バリュウ指数比率の急上昇に表れていると言えよう。

また、コロナショック後においても、株式市場をけん引しているのは GAFAM (Google、Apple、Facebook、Amazon、Microsoft) などの IT 大手である。GAFAM は年初来で +40% 近い上昇を記録しており、これら 5 社だけで S&P500 指数を 6%Pt 程度押し上げており、当該 5 社を除く S&P500 指数は年初来の水準を下回っている (図表 4-3)。GAFAM は 4~6 月期の決算も好調と、コロナ禍においても高い収益力を持つことを示した格好だが、こうした銘柄がコロナショック後の米国株の上昇をもたらしている。

・日本株動向

日本株はコロナショック時、海外投資家を中心にリスクオフの動きから TOPIX 指数は一時 PBR (株価純資産倍率) が 0.87 倍と解散価値を下回った。こうした株価急落を受けて、日本銀行 (以下、日銀) は ETF 買入れ目標額を年間 6 兆円から 12 兆円に引き上げ (3 月 16 日)、1 日当たり過去最高額である 2 千億円規模の ETF 買入れを連日実施することで株式市場の安定を図った。特に、ETF 買入れは、当日の前場終値が前日終値を一定程度下回る際など株価の下落率が大いに行われることが知られており、株価下落時には ETF 買入れが行われるという思惑が働くことも日本株を下支えしている (図表 4-4)。コロナショック時には、こうした日銀による ETF 買入れが株価を下支えたほか、日本は欧米諸国と異なり、厳格なロックダウンを実施しなかったにも関わらず、新

図表 4-3 S&P500 指数と GAFAM 指数 (試算値) の推移



(注) GAFAM は Google、Apple、Facebook、Amazon、Microsoft の時価総額加重平均、S&P495 は S&P500 構成銘柄のうち、上記 5 社を除く時価総額加重平均 (試算値)

(出所) Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

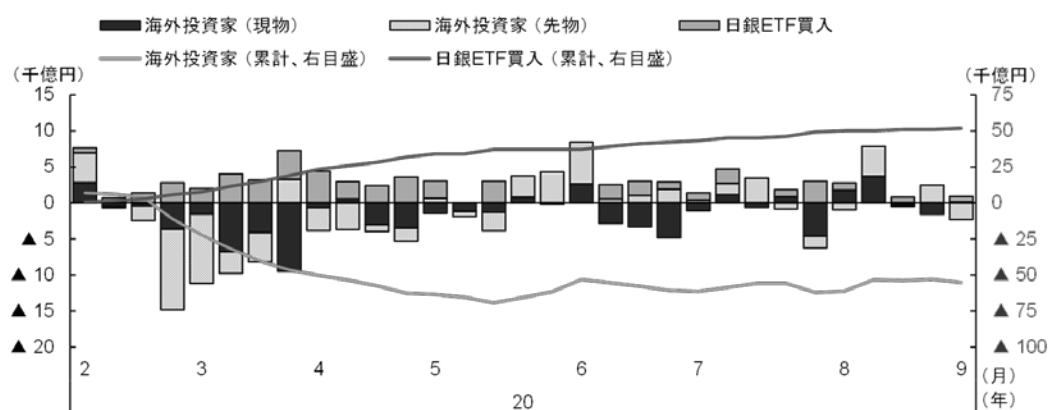
型コロナウイルス感染拡大を一定程度食い止めることができたことから、3月末以降、日本株は回復基調となった。もっとも、コロナショック時から足元(9月)まで海外投資家の売り越しが続いているが、その分を日銀がETF買入れを行うことで補っており、実体経済よりも株価が堅調に推移している可能性もある(図表4-5)。

図表4-4 日銀ETF買入れ

		ETF買入れ(日数)		割合(%)
		有	無	
総数		343	734	31.8
条件1	前日終値対比の当日の前場終値の下落率が0.5%以上	234	1	99.6
条件2	前日終値対比の当日の前場終値の下落率が0.25%以上~0.5%未満かつ前日までの2営業日以上続落	26	2	92.9

(注) 2016年4月1日から2020年8月31日時点
 (出所) Bloomberg、日本銀行より、みずほ総合研究所作成

図表4-5 海外投資家売買状況および日銀ETF買入れ(累計)



(注) 海外投資家の現物は2市場一部・二部合計、先物は日経平均225・TOPIX合計
 (出所) Refinitiv、日本銀行、日本取引所グループより、みずほ総合研究所作成

また、8月28日に安倍晋三首相の辞任表明を受けて、日経平均株価は一時600円超下落した。安倍政権は海外投資家を中心に経済優先の長期安定政権として評価されており、安倍首相在任期間中の日経平均株価は2倍以上になった。しかし、近年では海外投資家の安倍政権に対する期待値は低下しており、海外投資家の買い越し額は2015年の21兆円をピークに減少傾向で推移していたこともあって、安倍首相辞任による株価への影響は限定的となった(図表4-6)。加えて、新政権を担うのはこれまで安倍政権で官房長官を務めた菅義偉氏であり、現行の財政拡

大・金融緩和路線の継続が見込まれることも、日本株の安心材料となっているようだ。

図表 4-6 安倍政権下の日経平均株価と海外投資家売買状況



(注) 海外投資家の買越額は、現物（2市場一部・二部合計）と先物（日経225+TOPIX）合計。2012年第4週からの2020年8月第4週までの累計

(出所) Refinitiv、日本取引所グループより、みずほ総合研究所作成

○「コロナ・バブル」は本当か

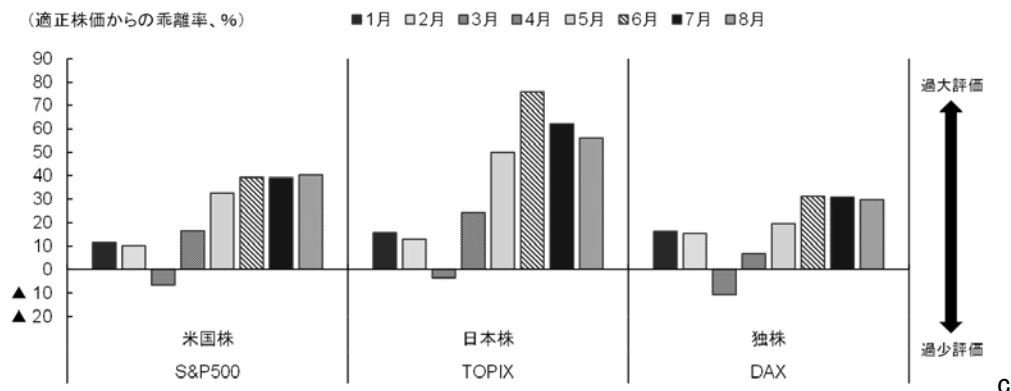
・実体経済対比で堅調な株価は「バブル」なのか

米国・日本の株価はコロナショック時の底値から、それぞれ S&P500 指数で 45%、TOPIX 指数で 33% 上昇している（9 月 23 日時点）。こうした実体経済対比で堅調な株価に対して、ファンダメンタルズからの乖離、「コロナ・バブル」が懸念されている。4～6 月期の実質 GDP は米国で前期比年率▲31.7%（1～3 月期：同▲5.0%）、日本で同▲28.1%（1～3 月期：同▲2.3%）と過去最大級のマイナスとなっていることを踏まえれば、株式市場が景気の先行きを反映するとしてもファンダメンタルズ対比「行き過ぎ」と判断され得ない状況だ。

実際、IMF は 6 月の GFSR (Global Financial Stability Report) において、日米株などの株価上昇に対して、「実体経済と比べて過大評価されており、割高感がある」と警戒感を示している。IMF がこうした実体経済との乖離を主張する定量的な根拠となっているのは、予想 EPS（12 カ月先加重平均 EPS）及びその標準偏差、長短金利を用いたバリュエーション・モデルだ。IMF のバリュエーション・モデルをみずほ総合研究所で再現すると、米国株（S&P500 指数）・日本株（TOPIX 指数）について、4 月以降実際の株価が適正株価を大きく上振れしていることが分かる（図表 4-7）。乖離が拡大した要因は、いずれの株価についても、予想企業収益がロックダウン等の経済活動の停滞を受けて大きく低下したことに加えて、収益予想を行うアナリストの間でも新型コロナウイルスという未知の感染症が企業収益に与える影響について計りかねており、企業収益に対する不確実性が大きかったことが寄与している。

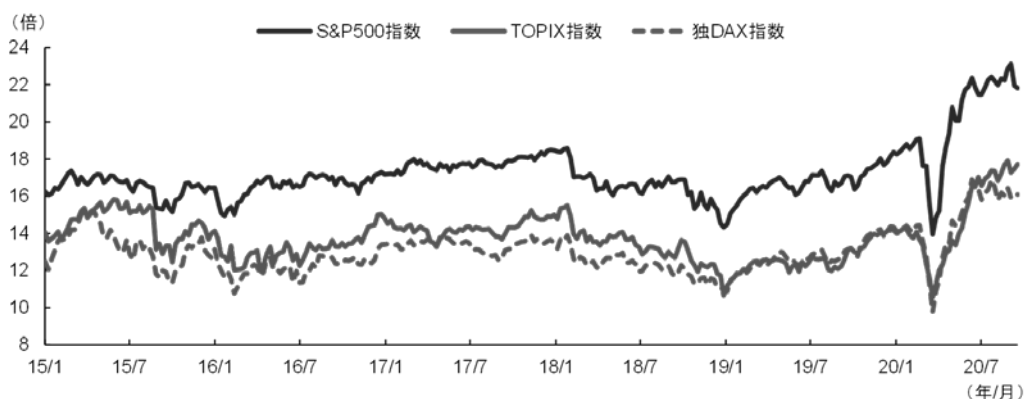
直近の9月においてもこうした傾向は変わらず、バリュエーションの評価指標となる予想PER(12カ月先加重平均)は、米国株を筆頭に高止まりが続いている(図表4-8)。

図表4-7 IMFのバリュエーション・モデル(日米独株価)



(注) IMFのGFSR (October 2019) を基に試算。株価のバリュエーションを企業業績要因、リスク・プレミアム要因、タームプレミアム及び金利要因で評価
(出所) Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

図表4-8 日米独株の予想PER



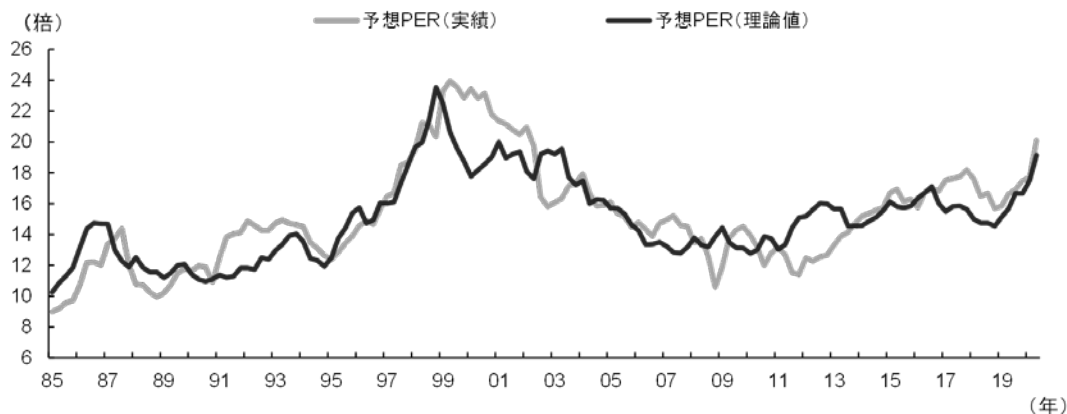
(注) 予想PERは12カ月先予想ベース
(出所) Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

・低金利環境が高PERを下支え

こうした高PERの背景には、先述したウィズコロナを見越した投資家のグロース指数への選好が加速していることがある。一般に、グロース株はバリュー株と比較してPERが高い傾向にある。そのため、投資家のグロース指数への選好が高まると、指数全体のPERも高まることになる。加えて、コロナショックを受けた大規模な金融緩和による低金利環境も高PERを下支えしている。グロース株投資は将来の企業収益を見込んだ投資であり、金融緩和による低金利は割引率を低下させ、グロース株選好を推し進める要因となる。

また、PERの理論値は、「株式益回り(PERの逆数) = 無リスク資産利子率 - 期待成長率 + リスク・プレミアム」で表される。実際に、米国株について上式に基づいて推計を行うと、2020年7~9月期の理論値は19倍(なお、2019年10~12月期は17倍)と、低金利が高PERを下支えしている構図は定量的にも確認できる(図表4-9)。

図表4-9 予想PERの理論値(米国株)



(注) 予想PERは12カ月先予想ベース。四半期平均値
(出所) Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

つまり、高PERは低金利環境とグロース株選好の高まりの相乗効果によってもたらされているといえよう。もっとも、日本株については、低金利環境は米国と共通だが、米国ほどの高PERには至っていない。こうしたPERの差異は、日本の期待成長率が米国よりも低いことが挙げられる。加えて、米国株(S&P500指数)では、情報技術やコミュニケーション・サービス、ヘルスケアといったコロナ禍でも成長が見込まれるセクターのウェイトが高い一方、日本株(TOPIX指数)ではこれらセクターのウェイトが低いことも、日米株間のPERの差につながっていると考えられる(図表4-10)

図表4-10 米日株のセクター別時価総額シェア

セクター名	時価総額シェア		2019年末からの変化幅	
	S&P500	TOPIX	S&P500	TOPIX
情報技術	27.0	12.3	6.63	0.15
コミュニケーション・サービス	14.9	11.8	2.23	1.07
ヘルスケア	12.9	10.2	0.93	1.16
一般消費財・サービス	11.6	18.6	2.64	▲ 1.08
金融	9.3	8.6	▲ 2.33	▲ 1.55
資本財・サービス	7.6	20.0	▲ 0.11	▲ 1.15
生活必需品	7.3	8.9	0.33	0.09
公益事業	2.6	1.3	▲ 0.22	▲ 0.13
不動産	2.4	2.1	▲ 0.10	▲ 0.51
素材	2.3	5.6	0.03	▲ 0.37
エネルギー	2.1	0.6	▲ 1.52	▲ 0.20

(注) セクターはGICS分類。時価総額シェアは、8月末時点
(出所) Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

第5章 為替相場

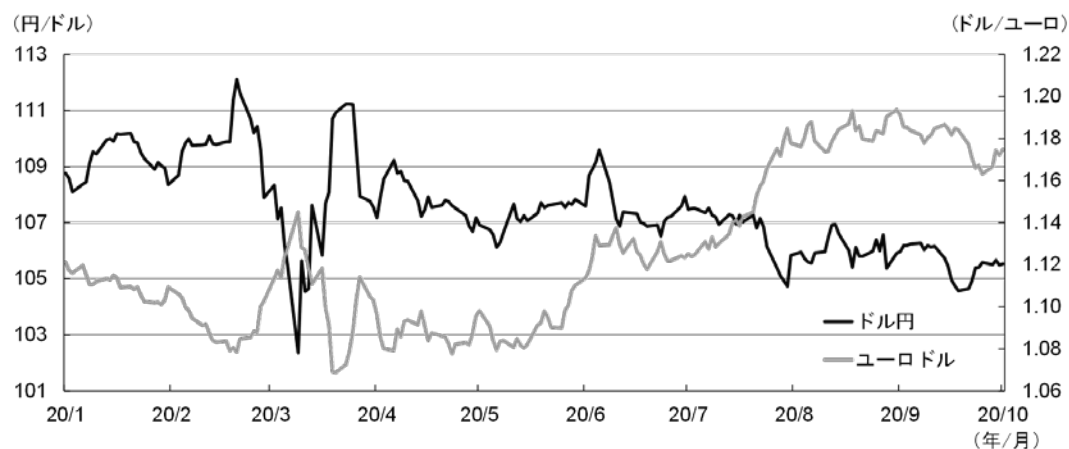
○ドル円相場:年初はコロナショックで混乱。緩やかな円高進行も下値は堅い

・新型コロナウイルスの蔓延で混乱した年初

新型コロナウイルスの感染拡大によって、2020年のドル円相場は年初から乱高下する展開となった(図表5-1)。1月下旬、中国湖北省で新型コロナウイルスの感染が拡大しはじめると、中国経済の減速懸念から円高が進行した。その後、厳格な都市封鎖によって中国での感染拡大が一服したことから、金融市場に楽観的な見方が広がり、一時は1ドル=112.22円(2/20)まで円安が進んだ。しかし、2月下旬になって新型コロナウイルスの感染が世界各地に拡大し始めるとリスク回避の動きから再び円高に戻した。感染拡大による景気下振れを懸念したFRB(米連邦準備制度理事会)が臨時のFOMC(連邦公開市場委員会)で0.5%の利下げ(3/3)を決めると、ドル安の流れはさらに加速し、3月上旬には2月の円安水準から約10円以上円高の1ドル=101.19円(3/9)まで円高ドル安が進んだ。

欧米での感染が深刻化するなか、こうしたリスク回避的な円高地合いは継続するという見方もあったが、3月中旬には一転、企業による手元資金確保の動きが強まってドルは急騰した。当該期間において、ドル需要のひっ迫度合いを示すドル円ベーススワップを見ると、そのマイナス幅は急拡大しており、ドル需要の急激な高まりがうかがえる(図表5-2・左図)。この動きに対しFRBは、追加で1%の利下げを行ったほか(3/17)、新興国中銀とのドルスワップ協定締結(3/19)等、矢継ぎ早に対策を打った。しかし、月末のドル需要も相まってドル高は止まらず、一時1ドル=111円71銭(3/24)まで、今度は約10円もの円安が進んだ。

図表5-1 2020年のドル円・ユーロドル相場



(注) 値はNY終値ベース

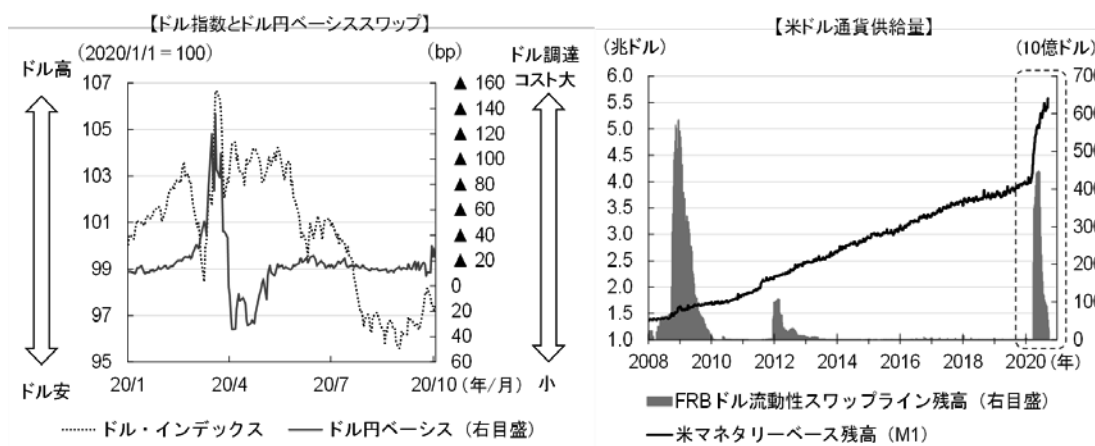
(出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

・ドル需要一服後は膠着感が継続

3月末の需要が一服し、既述の対策によってドル供給(図表5-2・右図)も潤沢となった4月以降、ドル円相場は1ドル=106~108円の狭いレンジで推移した。しかし、FRBによる2度の利下げを受けて、金利面からのドル安円高圧力は高まったはずである。さらに、感染再拡大に対する懸念はリスク回避の円高圧力として4月以降も残存した。これらの状況に鑑みると、ドル円相場は一段のドル安円高に向かっても不思議ではなかった。

そうした状況にもかかわらず、下値の堅いドル円相場が続いた理由として、円にかかる需給要因が円高に歯止めをかけてきた可能性が考えられる。国際収支統計を用いて、円にかかる需給項目をみると(図表5-3)、資金流出要因が資金流入要因を上回っており、円安圧力のかかりやすい構造となっていたことがわかる。内訳をみると、経常黒字の縮小と対外投資の底堅さが寄与しており、4~6月期の経常黒字は貿易・サービス収支の赤字転化に伴って縮小していた。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済活動の停滞、ならびに渡航制限によるインバウンド需要の蒸発で財・サービスともに輸出が低迷したためだ。経常黒字は、輸出や対外投資による収益の一部が自国通貨に交換されることから、一般に自国通貨高圧力とされる。2020年は、この経常黒字に由来する円高圧力が縮小していたと考えられる。一方、コロナ禍で企業収益が傷むなかでも直接投資は基調として底堅い推移が続いており、対外証券投資についても高水準を維持している。これらの対外投資に伴う外貨買い・円売り取引が、円高抑制に作用した可能性も指摘されよう。

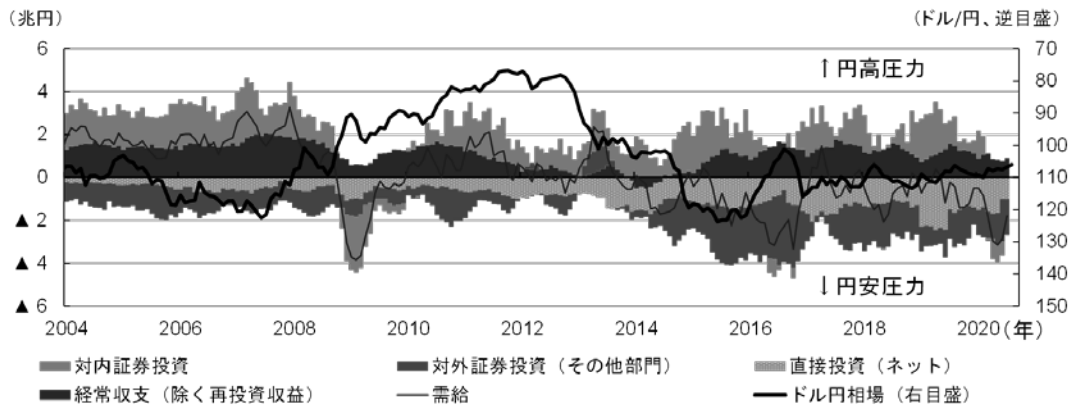
図表5-2 ドル円ベースとドル通貨供給量



(注) 1.ドル円ベーススワップ=円資金を元手にドルを調達(通貨スワップ)する際の上乗せ金利。マイナス幅が大きいくほど、円でのドル調達時の上乗せ金利が高く、ドル需要が強いことを示す
 2. M1=現金通貨+預金通貨、米国内への流通量、ドル流動性スワップライン=海外中銀へのドル流通量(出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

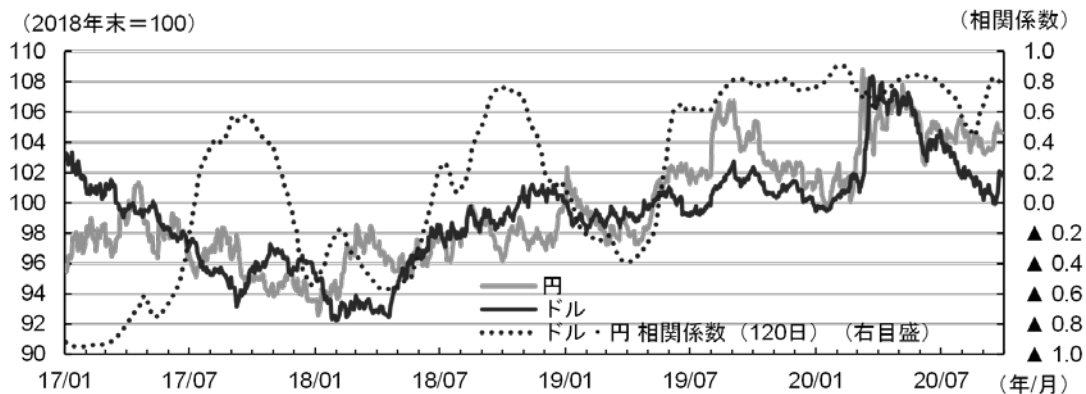
加えて、相対的安全通貨とみなされるドルおよび円が他通貨に対して双方買われる傾向にあることも、ドル円の動意を欠いた一因と考えられる。実際に、2通貨の名目実効為替レートについて相関を見ると、比較的高い正の相関で推移している(図表5-4)。コロナ禍で各国中銀が政策金利を引き下げるなか、円金利の相対的な低さを利用した円キャリー取引の妙味は薄れており、リスク回避で一方向的な円の買い戻しが進みにくいことも背景にあったと考えられる。

図表5-3 円にかかる需給項目 (国際収支・月次)



(注) ドル円相場を除き、後方6か月移動平均。対外証券投資(その他部門)は銀行・政府部門を除くベース。
 需給=経常収支(除く再投資収益)+対内証券投資-直接投資(ネット)-対外証券投資(その他部門)
 (出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表5-4 ドル・円の名目実効為替レートと相関係数



(注) 名目実効為替レートは BIS Nominal Effective Exchange Rate (Broad)
 (出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

○不確実性の高い環境下で円高急進リスクには引き続き留意

・感染再拡大深刻化に伴うFRBのさらなる緩和強化はドル安円高要因

年初に混乱が生じたものの、その後のドル円相場は、もみ合う展開が続いた。各国中銀が当面緩和姿勢を維持すると見込まれることや、既述の需給要因、ドル・円取引の特徴に鑑みると、不確実性の高い状況が続くなかでも、ドル円相場のもみ合いは当面続く可能性がある。

その一方で、急激な円高進行の引き金となりうるリスクが残存している点には留意が必要である。感染拡大が深刻化し、欧米諸国等で再び厳しい経済活動制限が敷かれる局面に至れば、FRBはより強力な金融緩和策の導入に踏み切る可能性がある。具体的には、資産買入れ規模の拡大等が考えられよう。こうした施策が導入されれば、米長期金利は一段と低下し、ドル安円高圧力となる。

・地政学リスクにも要注意。リスク回避の円高は年初対比生じやすい

円高進行リスクは、新型コロナウイルスの感染拡大に限らない。通商合意第一弾への署名等、昨年末から一旦の歩み寄りが見られた米中関係であったが、総領事館の閉鎖等、今夏において再び対立が激化している。コロナ禍で両国経済の足取りが重いなか、さらなるエスカレーションは想定し難いものの、緊張感の高まる南シナ海や台湾海峡での軍事衝突等が生じた場合、リスク回避の円高が急激に進行する可能性は高い。そのほかにも、米イラン関係等、中東をめぐる地政学リスクや、新興国のデフォルトリスクに起因した円高の可能性にも要注意だ。

3月のコロナショックでは、ドル需要のひっ迫がリスク回避の円高に歯止めをかけた。しかし、FRBは3月に導入したドル供給枠組みを現在も維持しているため、次なるリスク回避の円高急進が手元資金確保のためのドル需要に阻まれる可能性は低いだろう。「企業行動に関するアンケート調査」(内閣府、2019年度)によれば、輸出企業(全産業平均値)の採算ドル円レートは、上場企業は1ドル=100.2円、中堅中小企業が106.2円となっている。1ドル=100円割れが視野に入るような円高が進展すれば、コロナ禍で低迷する本邦輸出企業の収益に追い打ちをかける要因ともなりえるため、引き続き留意が必要だ。

○ユーロドル相場：EU復興基金を契機にユーロ高進展

・EU復興基金合意に向けた期待の高まりがユーロドルを押し上げ

新型コロナウイルス感染拡大による混乱の最中、EUの復興基金設立合意という歴史的な転換点を端緒に、ユーロドル相場は堅調に推移した。(図表5-1)

年初のユーロドル相場は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うFRBの利下げや、既述のドル

需要の高まり等に振らされ、ドル円同様乱高下する展開となった。都市封鎖によるユーロ経済の活動停滞が続くなか、ドル供給安定後のユーロドル相場は1.09ドルを挟んで上値の重い展開が続いていた。

それを脱する契機となったのが、EU復興基金である。5月末、ECB(欧州中央銀行)の2021年度中期予算において正式に提案されたEU復興基金は、補助金と融資を組み合わせた7,500億ユーロ規模の加盟国支援策である。こうした施策がユーロ圏経済を下支えするとの期待感が高まったことから、6月以降ユーロ高が加速し始めた。財源や規模等について、加盟国間で対立が生じ、実際の合意に向けた議論は難航したものの、5日間にもわたるマラソン協議の末、7月23日には正式な設立合意が成された。

期待によって押し上げられた相場は、実際の合意という事実を確認すると同時に一服するかとみられた。しかし、合意形成後のユーロドルはさらなる高値を目指し、9月には約2年5カ月ぶりの水準となる1.2011ドル(9/1)をつけた。

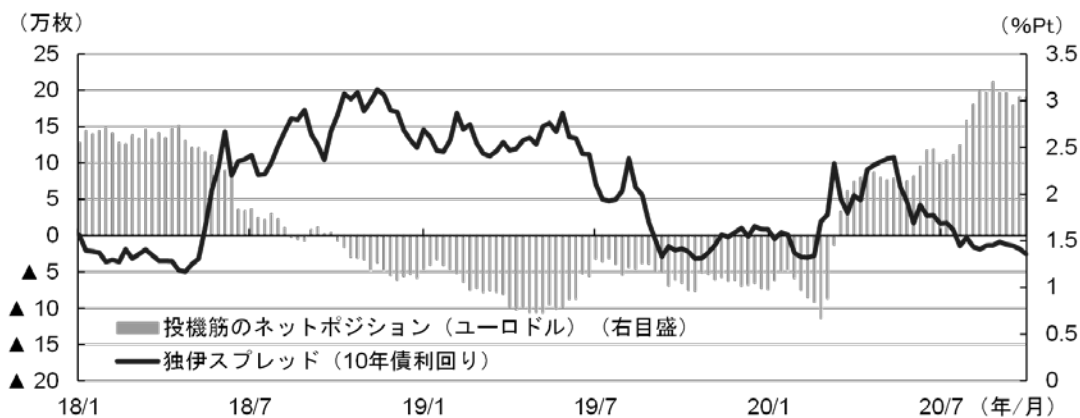
・EU復興基金を契機に広がったユーロ圏経済への安心感はユーロ堅調の一因

こうしたユーロ堅調の背景として、いくつかの要因が指摘できる。一つは、EU復興基金の合意を契機としてユーロ圏経済への期待感が醸成されたことだ。これまでEUは、財政スタンスの違いや地域間格差を理由に対立が続いてきた。今回のEU復興基金についても、財政余力に乏しいイタリア等の南欧地域に対する支援について、儉約4か国(オランダ・スウェーデン・デンマーク・オーストリア)等、保守的な財政政策を執る北欧諸国が難色を示し、議論が難航した。そのなかで、相対的に財政に慎重なドイツが舵を取って合意に漕ぎつけたことは、EUが欧州の経済的・政治的統合に向けて前進したと市場の目には映ったようだ。

実際に対ドルでの投机筋のユーロネットポジション(図表5-5)を見てみると、8月はデータ取得可能な1999年3月末以来過去最大の水準まで積み上がっている。財政基盤の堅固なドイツと脆弱なイタリアとの金利差についても(図表5-5)、感染拡大前に肉薄する水準まで縮小し安定的に推移しており、EU復興基金の設立合意が南欧諸国の破綻などの不安材料を払拭し、ユーロ圏経済を下支えするとの見方を市場に広げたことがみてとれる。

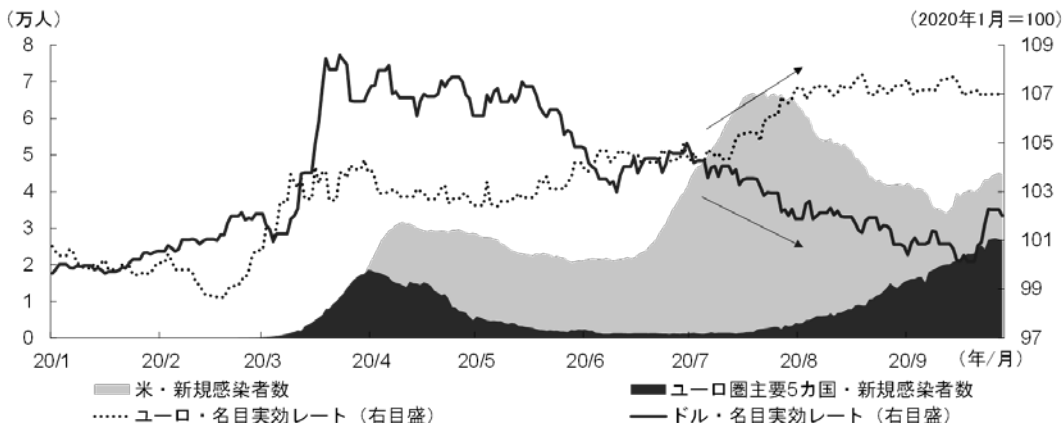
金利面から見ても、FRBの利下げを受けて米独金利差が急激に縮小しているため、ドル安ユーロ高圧力が高まっていた。金利差縮小およびEU復興基金発の期待感によるユーロ高地合いのなか、6月中頃から都市封鎖を解除した米国で感染が急速に再拡大した一方、ユーロ圏の感染者数が最悪期対比で低位に抑えられていたことも、ユーロ買い材料として意識された(図表5-6)。

図表 5-5 ユーロの対ドル投機筋ネットポジションと独伊 10 年債スプレッド



(注) ネットポジションは、シカゴ I M M 通貨先物非商業部門ネットポジション
(出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表 5-6 米独感染者数とドル・ユーロの名目実効為替レート



(注) 新規感染者数は後方 7 日移動平均。ユーロ圏主要 5 カ国は独・仏・伊・西・蘭の合計値
(出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

○先行き一段のユーロ高進展は見込み難い

・復興基金合意は歴史的的局面も、ユーロ圏経済の課題は未だ山積

以上見てきたように、2020 年前半のユーロドル相場は、EU 復興基金合意を契機に上昇基調となり、足元でも堅調な動きが続いている。しかし、今後一段のユーロ高が進行するとは考えにくい。

EU 復興基金の設立合意は確かに歴史的な場面であった。しかし、今回の連携はあくまで新型コロナウイルスという未曾有の危機に対応するための緊急措置のもとで成されたという事実には留意すべきだ。復興基金が設立されたからといって、地域間の経済格差や財政スタンスが恒久的に変わったわけではない。コロナ禍から経済が持ち直しに向かうなかで、こうした課題が再び表出し、

金融・財政政策の舵取りをめぐる対立が再燃する可能性は高い。

以降の経済持ち直しも鈍い動きにとどまる公算だ。ワクチン普及等により新型コロナウイルスへの不安が払拭されない限りにおいて、感染再拡大懸念と経済正常化との綱引きが続くという状況はユーロ圏経済も例外でない。ファンダメンタルズから見てユーロが一方的に買われる展開は続きにくいだろう。

・輸出競争力の低下、物価上昇の阻害を嫌気し、一段のユーロ高にはけん制も

そもそも、通貨高の進行は輸出依存度の高い地域にとって価格競争力を削ぐ要因となる。ユーロ圏は輸出依存度が約50%（2019年度）と高水準にあることから、通貨高には警戒感がある。加えて、通貨高は物価下落要因となるため、ECBのマンデートたる2%の物価目標達成を阻害する懸念がある。9月ECB理事会（9/10）ではユーロ高について「注視する」旨が示された。ECBのレーン理事は「最近のユーロ高はインフレ見通しを鈍らせている」（9/11）と発言している。ユーロ圏経済回復の要である輸出と物価の持ち直しを阻害しうることから、今後2018年2月以来となる1.25台ドルを目指すような局面では、何らかのけん制が成されユーロ高に歯止めがかかる可能性が高いだろう。

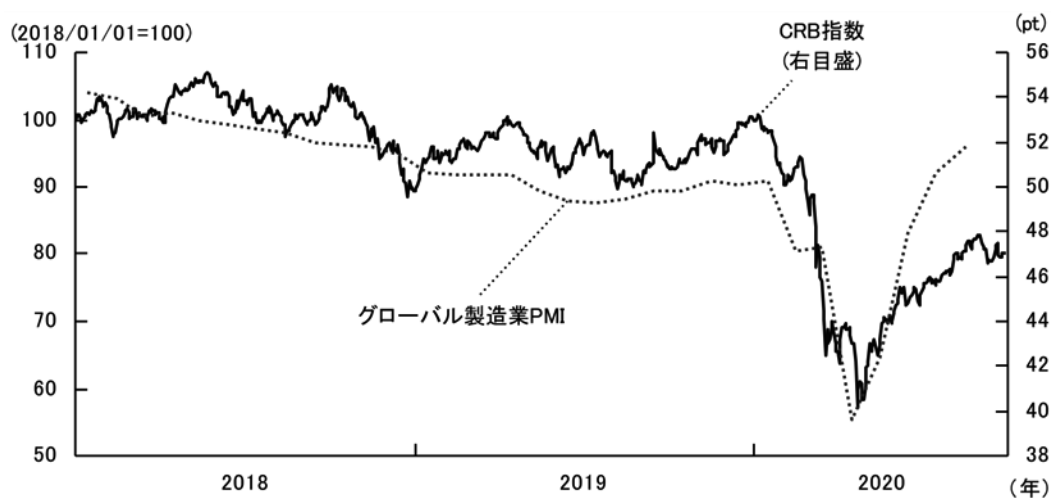
第6章 国際商品市況

○コロナショックの影響

・景気の減速懸念のなかで始まった2020年

2020年初の国際商品市場は、前年から続く世界経済の減速が相場の重要な材料となっていた。日本とユーロ圏では景気動向の主要指標である製造業PMIが2019年中からすでに景気判断の境目となる50を下回る情勢となっており、中国でも同指数は50前後の推移が続いていたためである。主要4地域のうち米国だけは製造業PMIが50超を維持していたものの、OECDが公表する景気先行指数は他の3地域と同様に低下傾向を示し、世界経済の減速を示唆していた。米軍がイラクでイラン軍の司令官を殺害したため、年初は原油相場の高騰が懸念される局面もあったが、国際商品市況は世界経済の減速観測のもとで総じて上値の重い展開が予想される状況にあった（図表6-1）。

図表 6-1 CRB 指数とグローバル製造業 PMI



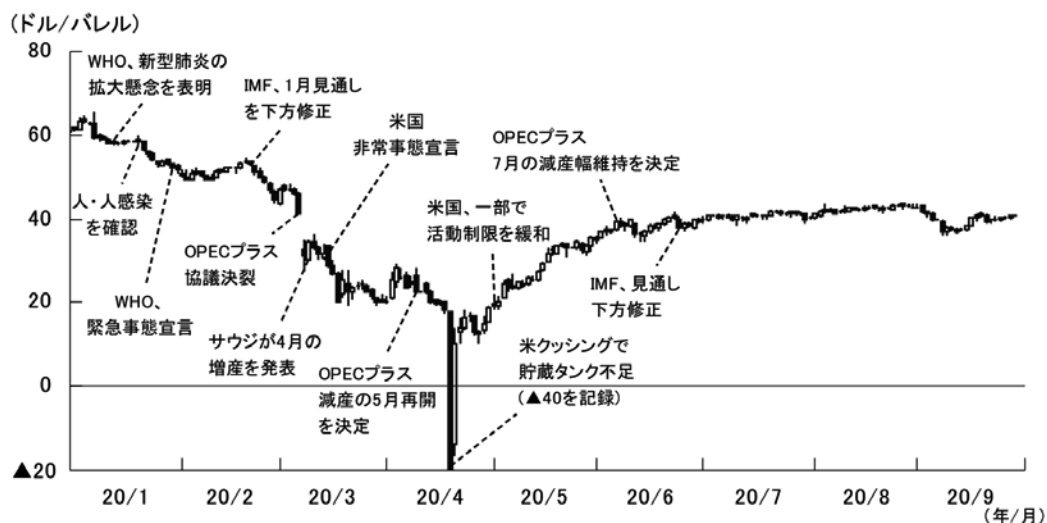
(出所)Merkit、Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

・状況を一変させたコロナショック

実際には、新型コロナウイルス(COVID-19)の世界的な感染拡大の影響によって、各国は事前に予想された以上の景気の落ち込みを経験した。影響は金融市場にも及び、米国ではS&P500株価指数が1カ月間で3割以上下落するほどであった。商品市況も同様に影響を受けたが、なかでも影響が大きかったのが原油相場であった。

新型コロナウイルスの感染については、最初に広まった中国において、すでに2019年に感染の報告がなされていたことが後に分かっている。しかし、世界に広く認識されたのはWHOが新型コロナウイルスの拡大に懸念を表明した2020年1月であった。1月の原油相場は、その直前にイランが司令官を殺害された報復としてイラク駐留の米軍をミサイル攻撃したことから急騰しており、その後、米国が反撃しない意向を示したことで値を戻す(下落する)展開となっていたが、新型コロナウイルスの人から人への感染が確認されると原油相場は下落基調を強めた。一時は米国とイランの関係悪化で1バレル=65ドルまで上昇していたWTI原油先物だが、WHOによる緊急事態宣言の直後には50ドルを割る水準まで急落した(図表6-2)。

図表 6-2 原油相場の推移



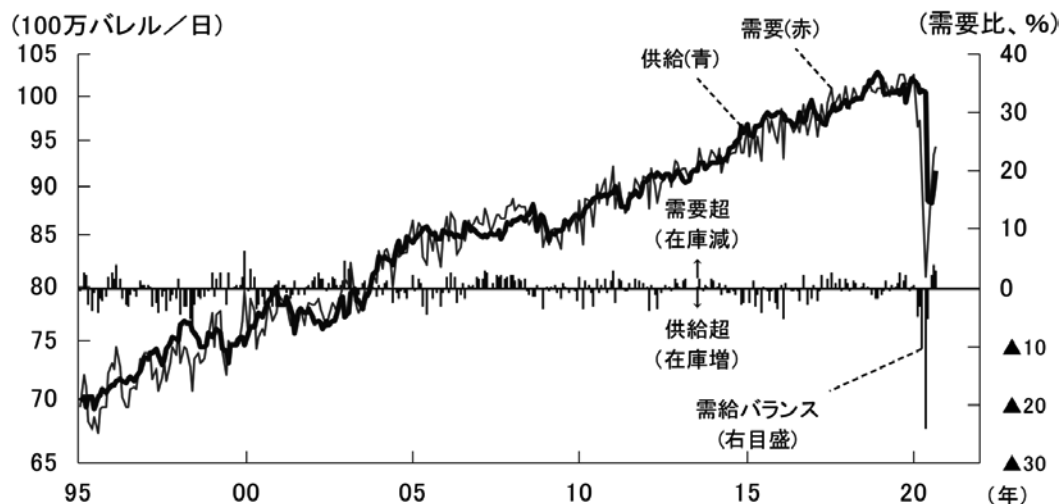
(出所)Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

・マイナス価格をつけた原油先物

新型コロナウイルスをきっかけに下落し始めた原油相場は、3月になると20ドル台の推移が続き、しばしば20ドルを下回る局面もあった。そして、4月はさらに水準を下げ、米国では4月下旬にWTI原油先物価格がマイナス価格を記録した(図表6-2)。米国オクラホマ州のクッシングにおいて原油在庫が急速に積み上がり、貯蔵するタンクが不足したことが原因であった。現物決済ができない市場参加者は費用を支払ってでも先物を売却せざるを得ず、史上初となるマイナス価格での取引が行われた。

WTI原油先物価格がマイナスをつけた4月は、世界各地で都市封鎖、いわゆるロックダウンが実施されており、1~3月期からマイナス成長となっていた日米欧はさらに大規模な経済活動の停止を強いられていた。米国エネルギー省の統計では、経済活動の縮小による需要減で、4月は世界全体の原油消費量の4分の1近い規模の超過供給が発生したとされる(図表6-3)。

図表 6-3 世界全体の石油需給



(出所)EIA より、みずほ総合研究所作成

○期待と不安が交錯する回復過程

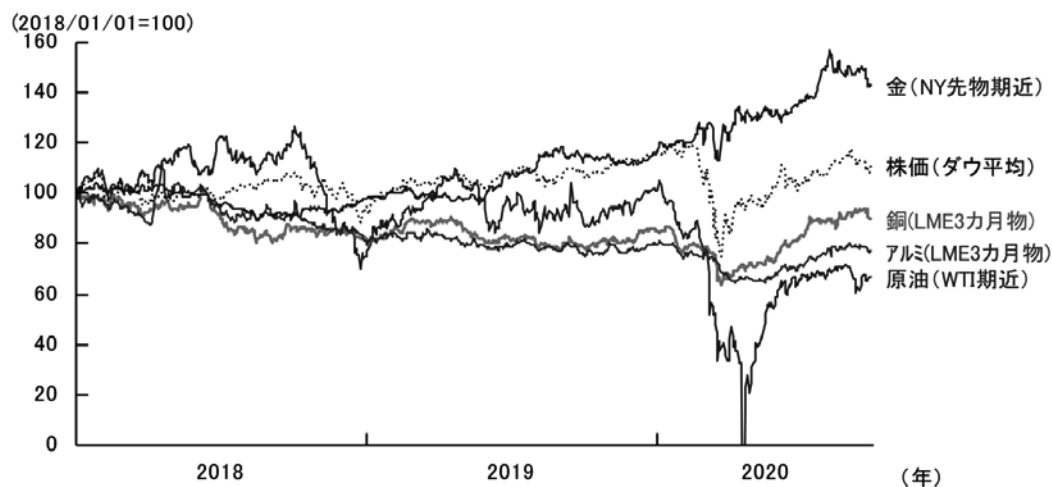
・ロックダウンからの回復

過去に例のない規模の供給超過が発生した原油市場だったが、経済活動が再開されると原油需要も幾分持ち直し、夏場を迎えるころには1バレル＝40ドル台まで値を戻した。原油需要は秋口になっても落ち込み前の水準には戻らなかったが、OPECとそれに協調したロシアなど産油国(OPECプラス)が大規模な減産を続けたことから5月までに積み上がった大量の原油在庫は徐々に減少し、需給面から原油相場の下落に歯止めをかけた。商品市場では銅やアルミニウムといったベースメタルの先物相場も、ロックダウンの緩和とともに同じ時期に持ち直した。

・金融緩和による下支え

商品市況が持ち直した最大の要因は、ロックダウンの解除であったと考えられるが、各国が矢継ぎ早に打ち出した金融緩和も株式の場合と同様にプラスに作用したと推察される。ただし、ベースメタルの価格と、金融緩和の恩恵を受けた株式相場とのトレンドの違いには留意する必要がある。銅相場は、2020年の夏場にかけてコロナショック前の水準を上回る回復を見せたが、世界経済の減速が懸念され始めた2018年からの推移をみると、米国株の推移とはトレンドに開きがある(図表6-4)。資金の流入先として株式はベースメタルより金融緩和の恩恵を受けやすく、一方ベースメタルなどの商品市況は実体経済の動向をより色濃く反映していたと考えられる。そして、そうした商品市況のなかでも回復の遅れが特に顕著だったのが原油相場であった。また、その反対に株式と同様に金融緩和の影響が強く出ていたのが金相場であったと考えられる。

図表 6-4 国際商品市況と株式相場



(出所)Refinitivより、みずほ総合研究所作成

・原油相場の低迷と金相場の上昇

原油相場は5月以降上昇に転じ、6月には超過供給も解消した。需給面からは原油相場が上昇基調で推移する局面にあるとみなすことができたが、実際の原油相場(WTI)は40ドルを越えたあたりから上昇テンポがペースダウンした。需給バランスが改善したとはいえ、それが協調減産を前提にした改善であったことが影響していたと考えられる。原油需要についても、コロナ前の水準に戻るのには2021年後半になるという見方が市場マインドの好転を妨げた可能性が高い。新型コロナウイルスと共存し経済活動を続ける、いわゆるウィズコロナを模索する動きが世界の主流となったことで、夏場以降は回復を予想する見方が一般的になっていたが、再び需要が弱含むことへの懸念を払拭するにはなおも時間を要した。

その一方で、上昇基調で推移したのが金相場である。コロナショックが発生した際にも、急落した株価や原油相場とは対照的に、金は安全資産として選好され、価格の落ち込みも一時的なものにとどまった。そして、金融緩和や景気回復への期待を背景に商品市況や金融相場が回復過程に入ってから、金相場は上昇トレンドを維持した。コロナ前までは株価や原油相場が上昇する局面において金相場の上昇は頭打ちとなり、またその逆の局面では金相場の上昇ペースが速まるといった関係にあったが、コロナショックからの回復過程では株式や商品先物が買われるのと同時に金も買われた。

・コロナ終息の不確実性

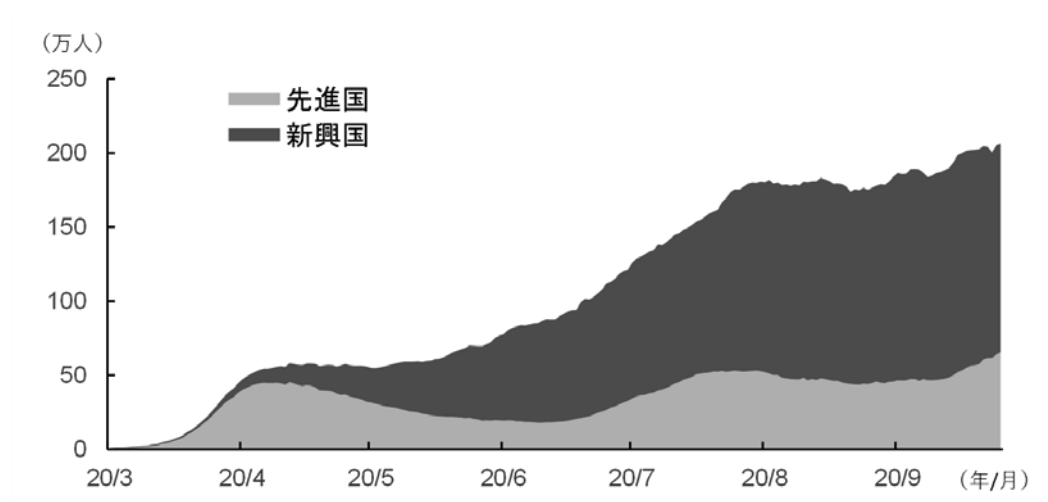
原油相場については、需要の回復ペースが緩慢なことに加え、国際エネルギー機関(IEA)などから過剰在庫の解消に1年以上かかるとの予測が出されたことも、相場の回復を抑える要因となっ

た。また、そうした予測の不確実性がこれまで以上に高いことが、市場のセンチメントをさらに慎重なものにした。そして、その最大の要因は新型コロナウイルスの感染拡大であった。

先進国では新型コロナウイルスの感染が一旦は終息に向かったが、夏場以降に再び感染者が増加するなど、感染の波が繰り返し発生し、ブラジルやインドなどの新興国に至っては先進国を上回る規模の感染者が発生した(図表 6-5)。各国はワクチン開発を急いだが、一般市民に普及するのは2021年になるとの見方が当初より支配的であり、出口の見えない不透明感が回復過程に入った原油相場の重石となったのは間違いない。そして、原油相場は株式よりも落ち込みが大きかっただけでなく、落ち込みからの回復についても、コロナ前の水準を回復するのに時間を要する展開となった。

しかし、金については、そうした先行き不安が買い材料となり、金相場の上昇トレンドが形成された。金相場と商品市況はともに夏場から上昇にしたが、原油相場(WTI)が1バレル=40ドル前後で上値を抑えられたのとは異なり、金相場は8月に1トロイオンス=2,000ドルを超え、最高値を更新した。同じコロナショックからの回復過程でも、不確実性の影響の違いが両者の水準の差となって表れた。

図表 6-5 新型コロナウイルスの新規感染者数



(注)7 日移動平均

(出所) Johns Hopkins University より、みずほ総合研究所作成

○政策要因の影響

・金融緩和の長期化と金相場

金相場が上昇基調にある背景には、金融緩和による低金利環境の影響も大きいと考えられる。実際、実質金利と金相場の間には相関が認められ、実質金利のマイナス化、もしくはマイナス化する

るような経済情勢が金相場の押し上げに寄与している可能性が高い(図表 6-6)。例えば、実質金利がマイナスになったことで、通常であれば債券に向かう資金の一部が金市場に流入した可能性がある。また、ドル安になると金相場が上昇するという傾向からは、ドル安の一因である米国の低金利が金相場を押し上げる構造になっていたと考えることもできる。

2020年の金相場の上昇は、コロナショックによる不確実性の高まりだけではなく、対応策として実施された金融緩和によって一段と加速した面があり、こうした金高構造は、FRBが金融緩和を2023年まで継続する方針を出していることから長期化する可能性がある。

図表 6-6 金相場と実質金利



(注) 実質金利は、米国の物価連動国債利回り(10年国債)

(出所) Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

・米中对立の影響を受ける穀物相場

2020年は8月に大豆相場(先物価格)が上昇し、その影響から小麦やトウモロコシも先物価格が押し上げられた(図表 6-7)。夏場に米国中西部で高温と乾燥が懸念されたことが一因になったと考えられる。ただし、米国農務省が公表している穀物等農産品の需給予想では、大豆、小麦、トウモロコシのいずれも、需給バランスの顕著なひっ迫は見込まれていなかった。小麦については、アルゼンチンの乾燥懸念や、バッタの大量発生によるインドの減産懸念なども影響したが、世界全体の小麦の在庫率は上昇が予想されるなど、需給のひっ迫が懸念される状況では必ずしもなかった。

図表 6-7 大豆相場の推移



(出所)Refinitiv より、みずほ総合研究所作成

ただし、この間に投機筋は先物ポジションの買い持ち高を増やしており、投機が価格の上昇を主導したのは間違いない。8月は米国の大豆輸出が大幅な伸びを記録していることから、中国の買い付け状況を材料にした投機が大豆相場を押し上げた可能性がある。過去の推移からすれば大豆相場の今夏の上昇は高騰とまでは言えないものの、今後も米中関係が商品市場に影響を与える可能性があることを示唆する例として留意する必要がある。

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。