

# 経済・金融 フラッシュ

## 世界各国の金融政策・市場動向 (2020年8月)

トルコで大幅な実質マイナス金利の弊害も

経済研究部 准主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

### 1. 概要:FRBが「長期目標と金融政策戦略」の修正を公表

8月に世界各国<sup>1</sup>で実施された金融政策および、株価・為替の動きは以下の通り。

#### 【8月金融政策】

日付	銀行	通貨	内容
4日	オーストラリア準備銀行	AUD	現行政策の維持
5日	ブラジル中央銀行	BRL	政策金利引下げ[2.25→2.00%]
6日	チェコ国立銀行	CZK	現行政策の維持
6日	インド準備銀行	INR	現行政策の維持
6日	イングランド銀行	GBP	現行政策の維持
13日	メキシコ銀行	MXN	政策金利引下げ[5.0→4.5%]
19日	インドネシア中央銀行	IDR	現行政策の維持
20日	トルコ中央銀行	TRY	現行政策の維持
25日	ハンガリー国立銀行	HUF	現行政策の維持
27日	韓国銀行	KRW	現行政策の維持
27日	連邦準備銀行(FRB)	USD	[臨時投票]「長期目標と金融政策戦略」を修正

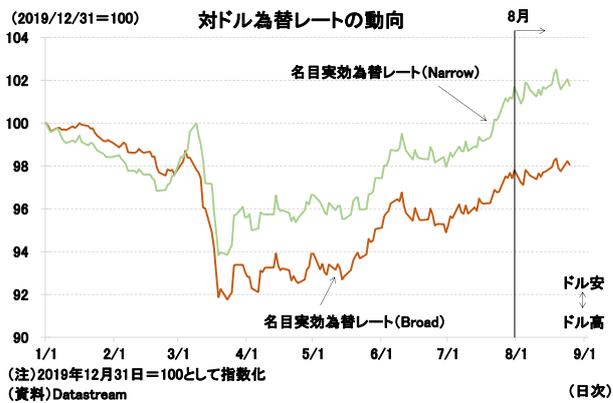
#### 【8月の株価・対ドル為替レートの動き】

- ・米国を中心に先進国株価が上昇をけん引、世界株価指数は最高値を更新した(図表1)
- ・全体的にドルが弱含む状況が続く一方で、一部の新興国では自国通貨安が進んだ(図表2)

(図表1)



(図表2)



<sup>1</sup> 本稿では金融政策はG20について確認する。また、株価・為替についてはMSCI ACWIの指数を構成する49か国・地域について確認する。中国と記載した場合は中国本土を指し香港は除く。また、香港等の地域も含めて「国」と記載する。

## 2. 金融政策:FRBは「長期目標と金融政策戦略」の修正を公表、新興国の一部は継続利下げ

8月の各国の金融政策は、先進国ではFRBが「長期目標と金融政策戦略」の修正に合意したことを発表した。定例のFOMCとは別に、ジャクソンホールで開かれるパウエル議長の講演に合わせる形で修正された。修正内容については、①「物価と雇用の二大責務の記載順を従来の物価→雇用から雇用→物価とし<sup>2</sup>、より雇用を重視する形へ変更」、②「FF金利の下限制約について触れ、目標達成にあらゆる手段を講じる用意がある旨を記載」、③「物価目標について平均2%達成を目指す<sup>3</sup>と記載」、④「雇用最大化と物価安定は、安定した金融システムに依存するとして、金融システムリスクについて記載」であった。FOMCとは別に臨時で合意されたことはサプライズであったが、内容については予想通りだったと言える。

米国ではコロナ禍前には、失業率が歴史的低水準にあり雇用最大化は概ね達成されていたと評価できるだろう。一方でインフレ率は2%に届きにくい状況が続いていた。FRBは良好な雇用環境においてもインフレ率が高まらない環境では拙速に利上げをしないと表明した形になる。過度な緩和姿勢はバブル懸念となるが、低インフレが定着する前に緩和姿勢を強め、安定した物価を達成・維持する方が、結局は日本のように低インフレが定着し、デフレが懸念されることで金融政策の限界や低成長をもたらすことよりも好ましいと判断したとも言える。

一方で、平均2%の考え方（超過を許容する幅や期間）、雇用最大化が達成される前にインフレ率が大きく上昇した場合の考え方など、特に、緩和の出口に関する細かい方針は不透明である。現在はコロナ禍からの回復途中にあり、金融政策の出口までは遠いが、いずれはこうした出口に向けた具体的な方針を明示する必要があるだろう。

新興国は、ブラジルが政策金利を引き下げている。ブラジルでは政策金利を2%として消費者物価（7月：前年同月比+2.31%）を下回る、実質マイナス金利の水準まで引き下げた形になる。なお、大幅な実質マイナス金利となっているトルコ（7月消費者物価：前年同月比+11.76%、政策金利：8.25%）では通貨安が進んでいたために利上げ観測も見られたものの、政策金利は据え置かれ、（低金利を志向する）政権の意向に沿う形となった。一方で、トルコ中銀は8月から資金供給オペの供給量を調整する形（政策金利での資金調達オペ供給量を削減し、より金利の高いオペ供給を増やす形）で、実態的な資金調達コストの高め誘導をはじめている。

米国や欧州の先進各国が実質金利でマイナス1%前後（政策金利0%前後、インフレ率1%前後）の金融環境のため、ブラジルのような若干の実質マイナス金利は、他国と比較して著しく低い水準となっている訳ではないが、トルコほど大幅なマイナスになると資金流出リスクも大きくなる。また、通貨安がさらに輸入物価を上昇させるという悪循環になりかねない。トルコ中銀は資金調達コストの高め誘導をしているが、通貨下落圧力はくすぶりやすい状況といえる。

## 3. 金融市場:株は米国中心に上昇、為替は若干のドル安

MSCI ACWIにおける月間騰落率を見ると、全体では前月比+6.0%、先進国が前月比+6.5%、新興国が前月比+2.4%となった。全体の指数および先進国は、年初来高値を更新したことになる。

<sup>2</sup> 雇用の最大化については、広範囲かつ包括的目標（a broad-based and inclusive goal）と位置づけ、雇用の不足（shortfalls）を評価すると修正している。

<sup>3</sup> インフレ率が2%を下回る期間が続いていれば、しばらくインフレ率が2%を上回るように誘導することも明記している。

7月の株価は、先進国を中心に上昇基調が続き、指数ではウェイトが高い米国株が上昇をけん引した。新興国もおおむね上昇を続けているが、上昇の勢いは先進国と比較してやや鈍ってきているといえる（前掲図表1）。

国別の株価の動きを見ると、今月は前月比で49か国中36か国が上昇し（図表3）、特に先進国は23銘柄中21銘柄とほとんどの国で上昇した（図表4）<sup>4</sup>。水準6月の台湾・デンマーク・ニュージーランドに続き、7月は米国も過去最高値を更新している。米国ではGAFAMに代表される主力ハイテク株が好調に推移しており、これらの銘柄が全体の株価を押し上げている。

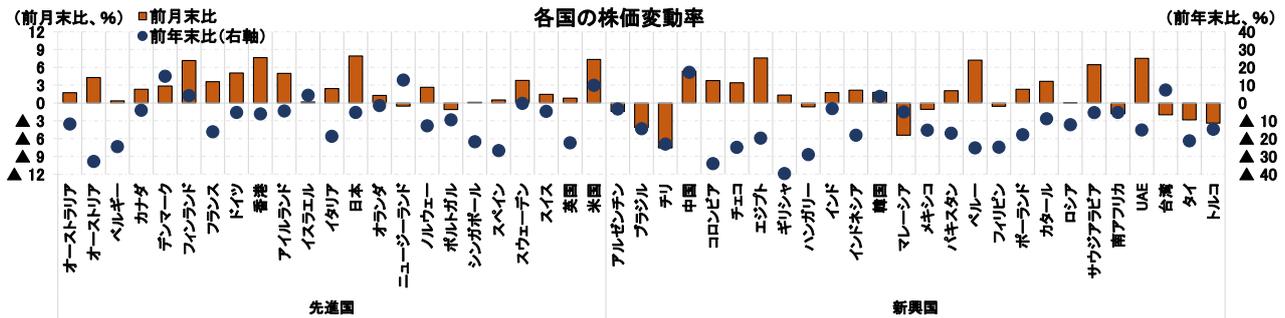
（図表3）

MSCI ACWI構成銘柄の国別騰落数

		前月末比	前年末比
上昇	先進国	21	5
	新興国	15	3
	合計	36	8
下落	先進国	2	18
	新興国	11	23
	合計	13	41

（注）上昇は横ばい含む  
（資料）Bloombergより筆者作成

（図表4）



（注）各国指数は現地通貨ベースのMSCI構成指数、ただし、UAEはサウジ・タワール全株指数  
（資料）Bloomberg

通貨の騰落率に関しては、対ドルの27カ国の貿易ウエイトで加重平均した実効為替レート（Narrow）が+0.1%、60カ国の貿易ウエイトで加重平均した実効為替レート（Broad）が前月比+0.3%となり、わずかだがドル安が進んだ<sup>5</sup>（前掲図表2）。

（図表5）

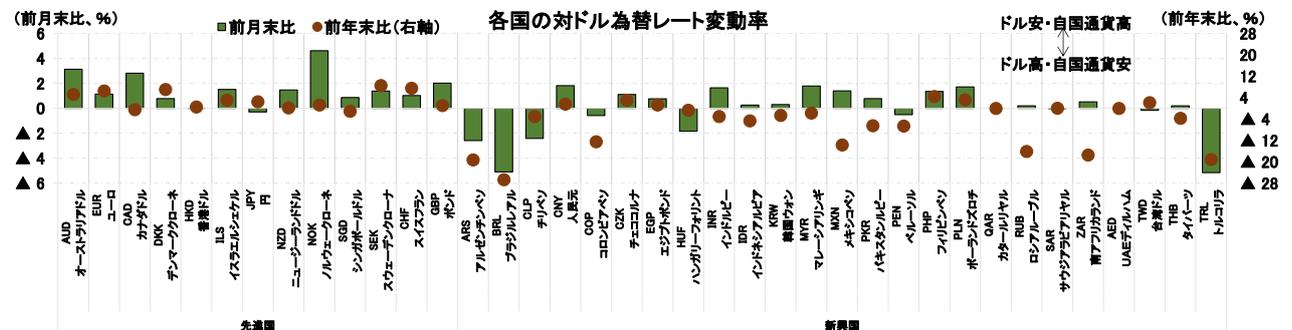
MSCI ACWI構成通貨の通貨別騰落数

対ドル		前月末比	前年末比
上昇 (ドル安)	先進国	12	11
	新興国	16	9
	合計	28	20
下落 (ドル高)	先進国	1	2
	新興国	9	16
	合計	10	18

（注）上昇は横ばい含む、EURは先進国として分類  
（資料）Bloombergより筆者作成

MSCI ACWIの構成通貨別に見ると、今月は38通貨中28通貨が対ドルで上昇（ドル安方向）、特に先進国通貨については円を除くすべての通貨が対ドルで上昇した（図表5・6）。

（図表6）



（注）先進国・新興国はMSCIの分類に沿って分類。ユーロは先進国とした。  
（資料）Datastream

<sup>4</sup> 先進国の中で下落したニュージーランドについては、8月25日以降、サイバー攻撃を受け、4日連続で取引が一時停止された。

<sup>5</sup> 名目実効為替レートは8月25日の前月末比で算出。

先月に引き続き、米実質金利の低下やマネーサプライの増加といった金融環境がドル安圧力として作用している一方で、新興国通貨については、前述の実質マイナス金利となっているブラジルやトルコでは下落が目立っており、実質マイナス金利による通貨安という弊害も見られる<sup>6</sup>。前述の通りブラジルでは実質マイナス金利の幅は小幅にとどまっているが、ボルソナロ大統領（財政支出拡充）と経済相（財政規律重視）が政策対立を深めているという状況も、リアル売りを後押しした。

---

<sup>6</sup> トルコでは、黒海で天然ガス田とみられるエネルギー資源を発見したとの報道を受け一時上昇する場面もあったが、長続きはしなかった。

---

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(参考)

主要国の新型コロナウイルス拡大後の金融政策一覧

国	通貨	政策金利等	預金準備率等	流動性供給/信用供給				量的緩和/信用緩和		外貨供給		
				ターゲット付	拡充 (高頻度・長期化等)	拡充 (担保拡大等)	国債等購入	社債等買入	USD		EUR	
									6中銀	9中銀		
G7	日本銀行	JPY	▲0.10%[政策金利残高] 0%[10年物国債]	-	新たな資金供給手段 (右記と合計90兆円)	民間債務に拡大等 [左記特別オペ]	国債 (無制限増額)	CP・社債(増額、20兆円) ETF(増額、12兆円) J-REIT(増額、1800億円)	6中銀スワップライン (金利引下・長期化)	○		
G7	連邦準備銀行(FRB)	USD	1.50-1.75→0-0.25%	-	-	MMLF[MMF] PDCF[プライマリ・ディーラー] TALF[ABS] PPPLF[給与保証プログラム]	国債(無制限増額) MLF州・地方政府	MBS(無制限増額) PMCCF・SMCCF[社債] CPFF[CP] MSNLF・MSPLF・MSELF [中小企業向け債権]	6中銀間スワップライン締結 9中銀間スワップライン締結 FIMA Repo ファシリティ	○	○	
G7-20	欧州中央銀行(ECB)	EUR	0.00%[主要リファイナンス・オペ] 0.25%[限界貸出ファシリティ] ▲0.50%[預金ファシリティ]	-	TLTRO III LTRO	左記TLTRO IIIの緩和	格付緩和等	PSPF(国債)(増額、計1200億EUR) PEPP(国債)(1.36兆EUR)	CSPP[社債・CP](増額) CBPP3[カバード・ボンド](増額) ABSPP[ABS](増額)	6中銀スワップライン (金利引下・長期化) EURスワップライン締結 (デンマーク・カナダ・ベルギー) EUREP(レポファシリティ)創設	○	○
G20	(ESCB) デンマーク国立銀行	DKK (EURヘッグ)	▲0.75→▲0.6%	-	-	拡大貸出ファシリティ	-	-	-	9中銀スワップライン(300億) EUR(120億→240億)	○	○
G20	(ESCB) スウェーデン国立銀行 (リクスバンク)	SEK	0.75→0.10% [常設貸出ファシリティ金利]	-	低金利貸付制 [5000億DKK]	3M・6M無制限レポ	カバード・ボンド追加等	国債・地方債 (合計5000億SEK)	MBS・カバード・ボンド・社債・CP (合計5000億SEK)	9中銀スワップライン(600億)	○	
G20	(ESCB) チェコ国立銀行	CZK	2.25→0.25%[政策金利] 3.25→1.00%[ロンバート金利] 1.25→0.05%[割引金利]	-	-	高頻度化	-	-	-	-		
G20	(ESCB) ハンガリー国立銀行	HUF	0.90→0.60%[中銀レ・スレート] 0.90→1.85%[O/N担保貸出] 0.90→1.85%[1W担保貸出]	罰則停止(免除)	FGS 貸入 [中小企業向け]	最大5年物導入(無制限)	社債追加等	国債(枠言及なし)	MBS BFGS[社債](拡大)	為替スワップの長期化・高頻度化		
G20	(ESCB) ポーランド国立銀行	PLN	1.5→0.1%	3.5→0.5% 付利引き上げ	非金融機関向け導入	-	-	国債・政府保証債(無制限)	-	-		
G20	オーストラリア準備銀行	AUD	0.75→0.25%[キャシュレット] 0.25%[3年物国債]	-	TFF[中小企業向け] (900億AUD)	高頻度化・長期化等	追加等	短期国債[3年物0.25%目標] (枠言及なし)	-	9中銀スワップライン(600億)	○	
G7	カナダ銀行	CAD	1.75→0.25%	-	-	長期化 STLF・CTRF[常設]等	追加等	GBPP[国債] (最低50億CAD/週、枠言及なし) PMPP[地方短期証券] (発行額の40%目標) PBPP[地方債] (500億CAD)	BAPP[銀行手形](売買規模25%/15%) CMBP[MBS] (週5億CAD目標) CPMP[CP] (過去1年発行の1.25倍) CBPP[社債] (100億CAD)	6中銀スワップライン (金利引下・長期化)	○	
G7	イングランド銀行	GBP	0.75→0.10%	-	TFSME[中小企業向け]	CTRF[常設]	左記に含む	国債(増額、総枠750億GBP) 当座貸越勘定の利用延期	社債(増額) COFF[非金融機関CP]	6中銀スワップライン (金利引下・長期化)	○	
G20	アルゼンチン中央銀行	ARS	40→38%	削減 (融資基準を満たす銀行)	導入(中小企業向け) (LELJO[中銀債]保有上限設定) 左記準備率優遇	-	-	-	-	-		
G20	ブラジル中央銀行	BRL	4.25→2.00%	31→17% 罰則軽減	-	長期化 金融機関債買戻し上限緩和	社債追加等	-	-	9中銀スワップライン(600億) 外貨調達レポ	○	
G20	中国人民銀行	CNY	4.15→3.85%[政策金利] 2.5→2.2%[7Dリ・スレポ] 2.65→2.55%[14Dリ・スレポ] 3.25→2.95%[1Y中期貸出ファシリティ] 0.72→0.35%[超過準備金利]	0.5→1.0%ポイント優遇 (融資基準を満たす銀行) 株式制銀行へは追加優遇	感染症対策企業向け (再貸出、3000億元、終了) 企業再開向け (再貸出、5000億元、終了) 左記準備率優遇	規模拡大	中小企業債権の一時購入 (4000億元)	-	-	-		
	香港金融管理局	HKD (カシノ・ボート)	2.00→0.86%	-	-	-	-	-	-	FIMA Repo ファシリティ活用		
G20	インド準備銀行	INR	5.15→4.0%[政策金利(L&L金利)] 4.90→3.35%[リ・スレポ金利] 5.40→4.25%[MSF金利]	4.0→3.0% 日次残高条件緩和	-	LTRO(3年物導入) MSF[常設]枠拡大	-	-	-	-		
G20	インドネシア中央銀行	IDR	5.0→4.0%[政策金利] 4.25→3.25%[預金ファシリティ] 5.75→4.75%[貸出ファシリティ]	5.0→3.0% (適格銀行) 日次残高条件の緩和 準備金への付利	-	長期化・高頻度化	-	買入実施 発行市場も含む、利息受取も辞退 (法律代行命令の公布)	-	為替スワップの高頻度化 韓国銀行との通貨スワップ締結 外資準備率引き下げ		
G20	韓国銀行	KRW	1.25→0.50%	-	中小企業向け	金額無制限化 参加資格拡大	金融機関債 政府機関債 社債(CBBLF)追加等	買入実施 (枠の言及なし)	政府機関債 MBS (ファンドで買入)	9中銀スワップライン(600億)	○	
G20	メキシコ銀行	MXN	7.0→4.5%	規制預金削減 (3200億MXN→2700億MXN)	中小企業向け	金利引き下げ 長期化	格付緩和 社債追加等	-	-	9中銀スワップライン(600億)	○	
G20	ロシア中央銀行	RUB	6.0→4.25%	-	拡大 (既存1700億+5000億RUB)	長期化	-	-	-	為替スワップ取引の上限引き上げ		
G20	サウジアラビア通貨庁	SAR (USDヘッグ)	2.25→1.0%[レポ] 1.75→0.5%[リ・スレポ]	-	中小企業向け	-	-	-	-	-		
G20	南アフリカ準備銀行	ZAR	6.25→3.50%	-	-	高頻度化・長期化 常設ファシリティ枠拡大	-	国債購入 (枠言及なし)	-	-		
G20	トルコ中央銀行	TRY	10.75→8.25%	-	中小企業向け (外資準備金優遇) 企業向け (流動性優遇)	無制限供給 長期化	ABS・MBS追加等	国債購入 (加速、拡大)	-	USD・EUR・金のスワップ強化 外資準備率引き下げ		

(注)中国とインドネシアは2月以降、他国・地域は主に3月以降の金融政策を記載、各カテゴリーに沿って8月末時点で主な政策と考えられる項目を記載(8月中の主な変更は下線で表示、カテゴリー分けは筆者の見解にもとづく)。  
(資料)各国中銀、報道資料等より筆者記載