



IIMAの目 公益財団法人 国際通貨研究所

2019年4月1日

米 FOMC ショックと新年度の円相場

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員 武田 紀久子

「米 FRB のハト派への豹変」は、波乱含みであった今年第 1 四半期のグローバル金融情勢の中でも、最も重要な出来事の 1 つであろう。パウエル議長が“The US economy is in a good place”と繰り返す通り、米国経済は現在、総じて「良好な状態」にある。にも関わらず、FRB は今年 1 月、それまで整齐と進めてきた正常化の停止を示唆し、その後も断続的な情報発信を行って、政策運営スタンスのハト派（景気配慮型）転換を鮮明にしていった。決定打となったのが、3 月 19、20 日の FOMC であり、「①2019 年内の利上げ見送り（図表 1 (5)）、②B/S 縮小の同年 9 月停止、③経済見通しの下方修正（図表 1 (1) (2) (3)）」という 3 機軸を打ち出し、「ハト化」を更に強く印象付けている。FRB がコミュニケーション上のキーワードとして使う patient（辛抱強く）という言葉とは裏腹に、昨年 12 月の利上げ実施から僅か 3 ヶ月程度の短い期間で、すなわち、極めて impatient（性急）に政策運営の舵を切り返し、「緩和へも動ける態勢作り」とでも言うべき対応を行っている。

<図表 1 FOMC 参加者による経済、及び政策金利見通し（中央値）>

| | 公表時期 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 中長期 (%) |
|---------------------------|----------|-------|-------|-------|---------|
| (1)実質GDP成長率 (Q4/Q4) | 2018年12月 | 2.3 | 2.0 | 1.8 | 1.9 |
| | 2019年03月 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.9 |
| (2)失業率 (第4四半期平均) | 2018年12月 | 3.5 | 3.6 | 3.8 | 4.4 |
| | 2019年03月 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.3 |
| (3)PCEデフレーター (Q4/Q4) | 2018年12月 | 1.9 | 2.1 | 2.1 | 2.0 |
| | 2019年03月 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| (4)コアPCEデフレーター (Q4/Q4) | 2018年12月 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | — |
| | 2019年03月 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | — |
| (5)政策金利 | 2018年12月 | 2.875 | 3.125 | 3.125 | 2.750 |
| | 2019年03月 | 2.375 | 2.625 | 2.625 | 2.750 |

(出所 米 FRB より IIMA 作成)

「3 月 FOMC ショック」を受けて、それ以前から低下傾向にあった主要国の金利動向は、低下に一段と弾みが付いている。米 10 年国債利回りは 2017 年 12 月以来となる 2.3% 台へ急低下したほか、ECB が 3 月理事会でハト派スタンスを深化させてもプラス圏に留まっていた独 10 年国債利回りが、2016 年 10 月以来となるマイナス圏へ水準を切り

下げている。同様に、日本の10年国債利回りのマイナス幅も拡大する展開となった。もっとも、より多くの注目と警戒を集めているのが、米国債市場での長短利回りの逆転現象である。教科書的・歴史的にはこれが「景気後退の到来」を予兆するため¹、金融市場では、景気減速懸念が一気に強まり、3月ミーティング直後には、株価急落や対円でのドル安が進むなど、「FOMC ショック」が拡散する展開となった。

こうしたFRBの政策運営と金利環境が、2019年度の円相場に与える影響について、次の3点を挙げておきたい。

まず、FRBが正常化を停止し、緩和へも動ける態勢作りに動いた、という点を素直に受け止めれば、それは金融政策運営格差・金利格差の縮小を通じ、対円でのドル高進行を抑制する要因になる、と言える。前頁掲載の図表1にある通り、FOMC参加メンバーの政策金利見通しは、2019年が現状維持、すなわち「利上げなし」であり、続く2020年は「利上げ1回」、そして2021年は再び「利上げなし」が展望されている。2015年以降続いてきた利上げ局面が終了するとの見通しが3月FOMCで明確に示された事実は、少なくともそれ単体としてみた場合、この先のドル上昇力を削ぐ要因と認識すべきであろう。

<図表2 ドル・インデックス (DXY) の推移>



(出所 Thomson Reuters より IIMA 作成)

2点目は、FRBが進めている「金融政策運営の枠組み再検証」²との関連である。FRBが豹変した理由が一体何であったのかについては判然としないが、背景の1つとして、FRBが2020年上期に公表を予定している「政策フレームワークの見直し」が影響している可能性がある。これを主導しているクラリダ副議長の講演等を参考にすれば、FRBは2%の物価目標について、一時的にこれを達成できれば良しとするのではなく、景気後退期も含めた一定期間の平均インフレ率が2%になるように運営を行う「平均インフレ目標」の採用を検討している模様である。FRBのハト化の背景に「2%目標」そのものの捉え方の変更があるのならば、次の利上げを検討する条件として、インフレ率が相当期間2%を上回って推移するのを待つ必要が生じる。これは、米国で低金利が長期化

¹ 国際金融トピックス No.326 [「最近の『ドル円相場』と『金利差』の関係について」](#) 参照

² 金融政策の枠組みの再検証を行うことは2018年11月15日に公表された。戦略(strategy)や手法(tool)、そして、コミュニケーション等の見直しを検討し、結果は2020年上期に公表される見直しとなっている。

するという金利差の意味でも、或いは、物価の上振れが容認されるという購買力平価理論の観点でも、本質的、或いは長期的なドル安要因と言えるだろう。

3点目は、今回のFOMCショックが、グローバルに伝播し、リスク回避的な投資行動を引き起こしている点である。筆者は、上述のドル安要因を認識しつつも、今回「FRBの豹変」によって、すんなりドル安円高局面入りするとは考えていない。FRBの豹変ぶりは、現時点で確認できる金融市場の動揺や実体経済の減速度合いに照らして、確かに必要以上に踏み込んでいる印象は強く、市場では「FRBは一般に知られていない何らかの情報を得ている」「トランプ大統領の政治圧力に屈している」「パウエル議長は市場とのコミュニケーションに失敗している」等の疑念や不信が少なからずある。ところが、こうした不安感、今のところ、米国に向かうのではなく、むしろグローバルへ拡散し、経済金融の基礎的条件がより脆弱な新興国通貨や欧州通貨に対する下落圧力を強めている。減速を兆しているとはいえ、グローバルには相対優位にある米国の経済状況や、絶対的な金利水準の高さに対する信頼は厚い。リスク警戒ムードが続けば、ドルは円と同様に“逃避先”として、これら通貨に対する堅調推移が続く可能性がある。ドル円相場がその後、110円前後の水準でひとまず安定化していることから明らかな通り、少なくとも短期的には、対ドルでの円高進行はさほど大きいものにはならない、と思われる。

2018年度のドル円相場は約10円程度³の狭い取引レンジに留まり、歴史的にも異例の“膠着相場”が2年以上も続いている。今回のFOMCショックを以ってしても、この価格帯（104-114円）を突き破ることは想定し難く、ドル円相場に対する現時点での示唆としては、「114円の壁が確認された＝114円を上抜けるようなドル高円安進行の可能性が後退した」ということに留まりそうだ。一方、今の日本にとって、更なる円高進行は、①中国経済減速の影響等により輸出・生産で予想以上のダメージを受けている日本企業の業績不安に追い打ちをかけること、②日銀に追加緩和を迫る触発剤になってしまうこと、及び、③物価に対する下方圧力を高めること等の諸事情から、避けたい事態である。その意味で、FOMCショックをこのまま静かにやり過ごせるかどうか、やや緊張感の高い年度初めと言えよう。

以上

当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、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

³ 2018年度のドル円相場の取引レンジは10.45円（104.10-114.55円）であった。