



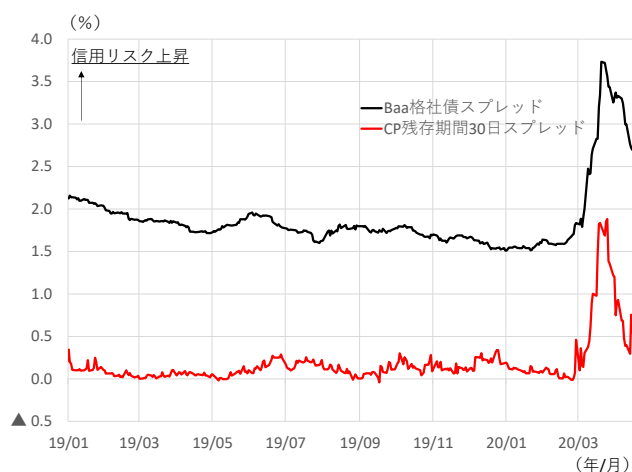
2020年4月17日

ドル資金不足への警戒が残る為替市場

公益財団法人 国際通貨研究所
 経済調査部 上席研究員 橋本 将司

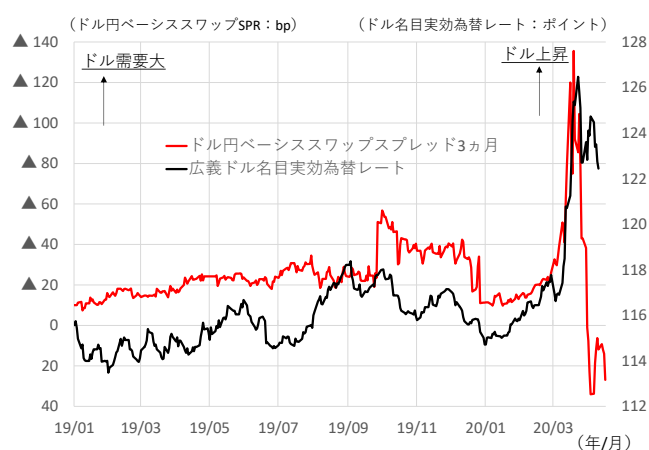
ドル円相場は、2月から3月にかけて短期間に一時112円台のドル高円安から、101円台のドル安円高まで久しぶりの乱高下をみせたが、4月に入り107円～109円台での小動きに落ち着いて来ている。この間、3月以降米欧主要金融当局が、相次いで緊急利下げや量的緩和の再開などを実施（後掲第5図）。特に3月23日には米FRBが必要なだけ米国債を購入するという、事実上無制限の量的金融緩和策を発表した。世界の多くの株式市場は2月中旬から急落していたが、この3月23日前後を目途に一旦底打ちしており、それ以降戻りを試す動きが続いている。米国の信用リスクに対する市場の評価を表すBaa格付け社債と米国債の спреッドも、3月には一時2008年のリーマンショック時に次ぐ水準まで上昇していたが、足元は相応に縮小（第1図）。短期のドル資金の需給動向を反映する面がある米国の残存期間30日のCP（短期格付けで最上のA-1、P-1、F-1格）の利回りとも米国債とのスプレッドも、同様に縮小した（第1図）。

第1図: Baa格社債スプレッドとCP残存30日スプレッド



(資料) Bloomberg

第2図: ドル円ベーススワップスプレッドとドル名目実効為替レート



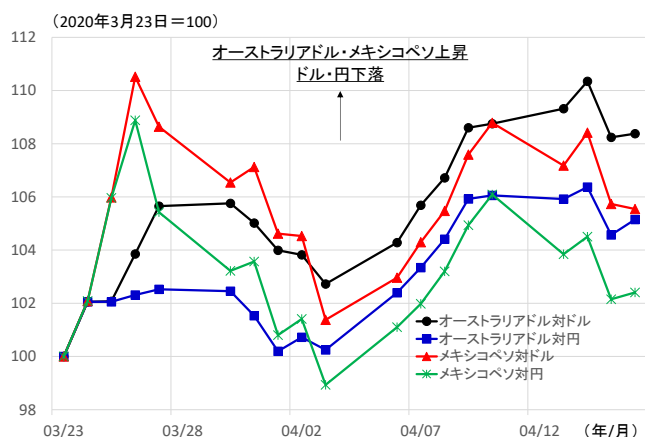
(資料) Bloomberg

通貨スワップ市場でも、ドルの調達側に対して求められるプレミアムであるドル円ベーススワップ・スプレッド（3ヵ月物）が、ドル不足を示すマイナスからドル余剰を示すプラスへ転換（第2図）。世界経済急減速とデフォルト急増などを意識した信用リ

スクを警戒する動きから、急速に高まっていたドルのキャッシュへの選好の高まりも一服して来た。各国当局による対応策が、金融市場におけるパニック的な動きを一先ず鎮静化し始めたと言えよう。

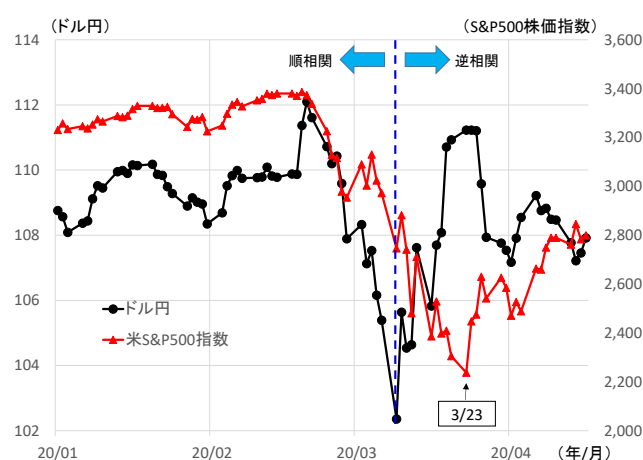
為替市場でも、3月上旬からのドルキャッシュへの選好の高まりが浸透し、3月下旬までドルが全面高となる動きがみられていた。しかし、3月下旬以降はやはりこうしたドル高が緩和してドルが反落。それ以降、細かいリスク選好・回避方向への振れを含みつつ、大局的にはリスク選好が回復する動きがみられている。安全通貨とみなされやすいドルや円に対して、オーストラリア・ドルやメキシコ・ペソなど、一部の資源国通貨、新興国通貨などが上昇する推移が続いて来た（第3図）。

第3図:3/23~4/16のオーストラリア・ドルとメキシコ・ペソ



(資料) Bloomberg

第4図:ドル円相場と米 S&P500 株価指数(2020年初~)



(資料) Bloomberg

もっとも、こうしたリスク選好回復局面では、通常最も安全通貨とみなされやすい円はドルに対して下落、つまりドル高円安に進み易いが、この間(3/23以降)むしろドル安円高となっている。第4図は、ドル円相場と米 S&P500 株価指数をみたものだが、3月上旬までは S&P500 株価指数が上昇(下落)するリスク選好(回避)局面ではドル円が上昇(下落)するという順相関がみられて来た。一方、3月上旬以降市場でドル資金不足が急速に意識されると、米 S&P500 株価指数が上昇(下落)する局面でむしろドル円相場が下落(上昇)する傾向(逆相関)がみられている。その結果、冒頭で指摘した足元ドル円相場が 107 円~109 円で膠着していることにもつながっている。つまりリスク選好・回避局面におけるドルと円の立ち位置が限界的に逆転していると言える。リスク選好的な局面では本来円が最も弱含み易いが、足元はドルが円と同等かそれ以上に弱含み易く、ドル円相場が膠着感を強める一因になっていると言えよう。

こうした現象の背景には、為替市場において、まだドル資金不足を意識した相場形成が残っていることがあると思われる。4月14日に公表された IMF の最新の見通しでは、2020年の世界経済成長率は▲3.0%と大幅に減速し、リーマンショック翌年の2009年(▲0.1%)を下回り、世界大恐慌以来の落ち込みになるとしている。景気の急激な落ち込みが現実に来た場合、再びドル資金不足問題が浮上して来るのではとの警戒感が

残っているとも考えられる。

もっとも、既述の通り FRB による未曾有の金融緩和とドル供給策などにより通貨スワップ市場では、既にドル不足が解消されているのも事実だ。こうした状況が次第に為替市場にも浸透するに連れて、従来みられていたような、リスク選好（回避）局面で円が最も下落（上昇）し易い通貨という序列が回復するとみている。今後 IMF が予測するような世界景気の悪化が顕在化するのであれば、市場のリスクセンチメントもこのまま改善が続くとは考え難い。市場が再びリスク回避的な地合いに転じる局面では、ドル高と円高の綱引きにおいて次第に円高が優勢になって来るのではないかとみている。

第 5 図：3 月以降の主要中銀による金融緩和措置

日時	中央銀行名	措置
3月3日	オーストラリア準備銀行 (RBA)	・政策金利を0.25%引き下げ (0.75%→0.5%)。
	米連邦準備理事会 (FRB)	・政策金利レンジを0.5%緊急利下げ (1.5%～1.75%→1.0%～1.25%)
3月4日	カナダ中銀	・政策金利を0.5%利下げ (1.75%→1.25%)。
3月11日	イングランド銀行 (BOE)	・政策金利を0.5%緊急利下げ (0.75%→0.25%)。 ・中小企業向け貸出にインセンティブを持たせた。銀行向け資金供給スキーム導入。 ・今年末までの総額1,200億ユーロ分の民間資産などの購入。
3月12日	欧州中央銀行 (ECB)	・貸出条件付長期資金供給オペ第3弾 (TLTRO3) の条件緩和。 ・長期資金供給オペ (LTRO) を条件緩和の上再開。
3月13日	カナダ中銀	・政策金利を0.5%緊急利下げ (1.25%→0.75%)。
	主要6中銀	・米ドルスワップ取極を通じたドル流動性の供給を拡充するための協調行動を公表。
3月15日	米連邦準備理事会 (FRB)	・政策金利レンジを1.0%緊急利下げ (1.0%～1.25%→0%～0.25%)。 ・FRB が今後数か月間で、米国債、住宅ローン担保証券 (MBS) をそれぞれ少なくとも5,000億ドル、2,000億ドルずつ購入。 ・公定歩合を1.5%引き下げ (1.75%→0.25%)。 ・銀行に対する預金準備率を0%へ引き下げ。
3月16日	日本銀行	・新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入 (2020年9月末まで)。 ・CPと社債等の購入枠のそれぞれ1兆円ずつの追加設定 (2020年9月末まで)。 ・ETFとJ-REITの年間買入ペースを当面増加 (6兆円→12兆円、900億円→1,800億円)。
3月17日	米連邦準備理事会 (FRB)	・米国債プライマリーディーラー向けに貸出ファシリティを設定 (PDCF)。 ・要件を満たしたCPを発行者から買い取るファシリティを設定 (CPFF)。
3月18日	欧州中央銀行 (ECB)	・7,500億ユーロの公的・民間部門の資産を購入する新たな措置を導入。
	米連邦準備理事会 (FRB)	・MMF向けの貸出ファシリティを設定 (MMLF)。
3月19日	オーストラリア準備銀行 (RBA)	・政策金利を0.25%緊急利下げ (0.5%→0.25%)。 ・オーストラリア国債3年物金利の誘導目標を0.25%近辺に設定。 ・銀行に対して企業向け貸出を支援する貸出ファシリティを設定。 ・銀行がRBAに保有する決済預金の利率を0.1%に設定 (銀行の負担軽減)。
3月19日	イングランド銀行 (BOE)	・政策金利を0.15%緊急利下げ (0.25%→0.10%)。 ・英国債と社債の買い入れ枠を2,000億ポンド増額 (4,450億ポンド→6,450億ポンド)。
	米連邦準備理事会 (FRB)	・日銀など既存の5主要中央銀行に加え、追加でオーストラリア準備銀行 (RBA) など9つの中央銀行とドルスワップ取極を締結。
3月23日	米連邦準備理事会 (FRB)	・FRB が米国債と住宅ローン担保証券 (MBS) を市場安定に必要なだけ (= 無制限に) 購入することを表明。 ・エージェンシー商業不動産ローン担保証券 (CMBS) も買い入れ証券の対象とする。 ・発行市場からの社債買い取りプログラム (PMCCF)、流通市場からの社債買い取りプログラム (SMCCF) を設定。 ・オートローンやクレジットカードローンなどを含む資産担保証券 (ABS) を対象とした買い取りプログラム (TALF) を設定。 ・MMLFとCPFFの対象を拡充。
3月27日	カナダ中銀	・政策金利を0.5%緊急利下げ (0.75%→0.25%)。 ・CP買取プログラム (CPPP) を設定 ・カナダ国債買い取りプログラムを設定 (1週間あたり最低50億カナダドルを購入)。
3月31日	米連邦準備理事会 (FRB)	・NY連銀に預金口座を持つ海外の中央銀行・当局に対して暫定的なドル資金供給レボファシリティを設定。
4月9日	米連邦準備理事会 (FRB)	・最大2.3兆ドルの資金供給プログラムを設定。その内訳は以下の通り。 ・給与保護プログラム (PPP) に基づく金融機関の貸出に資金を供給。 ・Main Street Lending Program (MSLP) による中小・中堅企業向け貸出に対して、最大6,000億ドルの資金を供給。 ・PMCCF、SMCCF、TALFの規模と対象を拡大 (規模は合計8,500億ドル)。 ・地方政府向けの資金供給プログラムを設定 (最大5,000億ドル)。
4月15日	カナダ中銀	・地方政府債買い取りプログラムを設定 (500億カナダドル)。 ・投資適格社債買い取りプログラムを設定 (100億カナダドル)。 ・タームレボファシリティを24か月まで許容。

(資料) 各中銀公表資料

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すよう、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おります。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。