



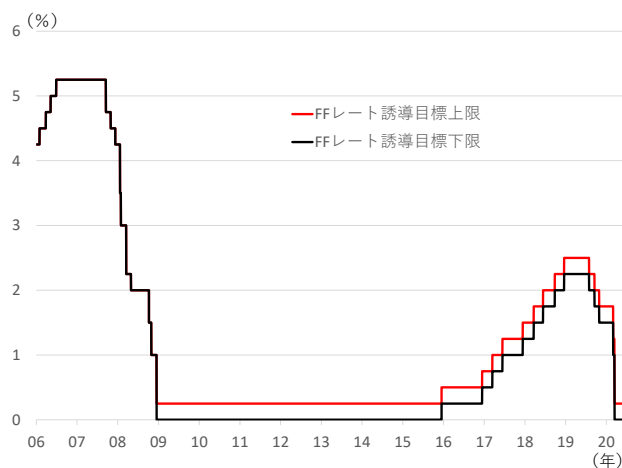
2020年6月15日

## 金融不安警戒モードを維持するFRBとドル円相場

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

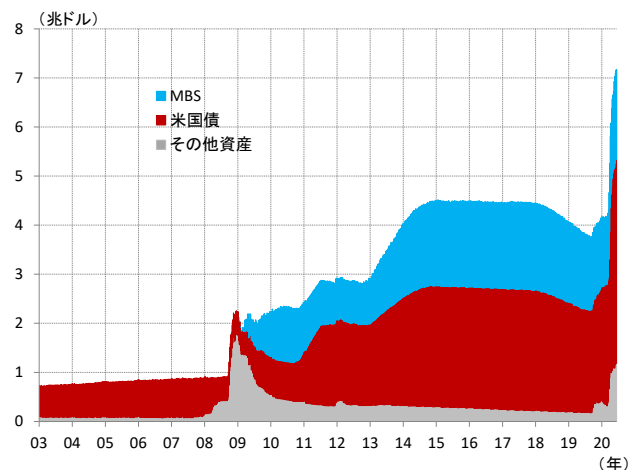
6月9日～10日に注目の米連邦準備理事会（FRB）の金融政策決定会合である連邦公開市場委員会（FOMC）が開催された。既に各種メディアからも結果などについては報道されている通り、FRBは政策金利であるフェデラル・ファンドレート（FF金利）の誘導目標レンジを現状の0.00～0.25%で据え置いた（第1図）。同レンジの先行きを示すフォワードガイダンスも、「経済が最近の一連の事象を乗り越え、雇用の最大化と物価の安定という目標へ向かって順調に進んでいると確信するまで、現状の誘導レンジを維持すると期待する」とこれまでの内容を据え置いた。

第1図:FF金利誘導目標



(資料) Bloomberg

第2図:FRB バランスシート規模と資産サイドの概要の推移



(資料)FRB

量的金融緩和については、米国債と住宅ローン担保証券（MBS）の保有残高の積み上げを、今後数ヵ月はそれぞれ少なくとも足元のペースである毎月約800億ドル、400億ドルずつ実施して行くと具体的な金額を公表した<sup>1</sup>。FRBはコロナショックによる金融

<sup>1</sup> この他、商業不動産担保証券（CMBS）についても、買い取りを足元のペースである毎週2.5億～5億ド

市場の混乱を受けて、3月23日に米国債、MBS、及びCMBSを市場安定に必要なだけ（事実上無制限）購入すると発表していた。FRBによる米国債保有残高の増加ペースは、ピークの3/26～4/1の1週間に約3,600億ドル（＝月間約1兆4,000億ドル）まで加速していたが、直近6/4～6/10の1週間は約160億ドル（＝月間約640億ドル）まで減速している。それでも、2012年9月からFRBが開始した量的金融緩和第3弾（QE3）の際の米国債保有残高の増加ペース（毎月450億ドル）と比べても速いペースになる。FRBのバランスシート規模は、コロナショック直前（2/26）の4兆1,586億ドルから6/10時点で既に7兆1,689億ドルまで未曾有の急拡大を示している（前頁第2図）。

昨年12月以来、半年ぶりにFOMC参加者による米経済見通しやFF金利見通しも公表された<sup>2</sup>。参加者全員の予想中央値でみて、実質GDP成長率（各年第4四半期の前年比）は2020年が▲6.5%、2021年が+5.0%で（第3図）、2020年は直近のIMFの見通しやBloomberg集計の市場予想よりも幾分大きい落ち込みを想定している<sup>3</sup>。FRBも米経済がコロナショック前の水準を回復するのは2022年以降とみていることになる。この結果、FF金利の誘導目標も、2020年及び2021年中は17人の参加者全員が、2022年についても大部分の15人が、現状の0.00%～0.25%と予想（第4図）。現状では事実上のゼロ金利政策が少なくとも2022年まで続く見通しだ。パウエル議長は、今後の新たな緩和手段についても、政策金利のフォワードガイダンスの明確化や量的金融緩和の拡充を指摘すると共に、所謂イールドカーブ・コントロールについても議論したと述べた。

第3図:FRB参加者の経済・FF金利見通し(2020年6月)

	2020	2021	2022	長期
実質GDPの伸び (%)	-6.5	5.0	3.5	1.8
(2019年12月)	2.0	1.9	1.8	1.9
失業率 (%)	9.3	6.5	5.5	4.1
(2019年12月)	3.5	3.6	3.7	4.1
PCEデフレーター (%)	0.8	1.6	1.7	2.0
(2019年12月)	1.9	2.0	2.0	2.0
コアPCEデフレーター (%)	1.0	1.5	1.7	-
(2019年12月)	1.9	2.0	2.0	-
FF金利中央値 (%)	0.125	0.125	0.125	2.500
(2019年12月)	1.625	1.875	2.125	2.500
FF金利加重平均値 (%)	0.125	0.125	0.199	2.492
(2019年12月)	1.684	1.963	2.228	2.539

(注1) GDP成長率、インフレ率は、各年第4四半期の前年比。

(注2) 失業率は各年第4四半期の平均。

(注3) FF金利は各年末時点の予想値。

(資料)FRB

第4図:FOMC参加者のFF金利見通し(2020年6月)

FF金利 誘導目標(%)	2020年末	2021年末	2022年末	長期
3.000				2
2.875				
2.750				1
2.625				
2.500				8
2.375				1
2.250				3
2.125				
2.000				1
1.250				
1.125			1	
1.000				
0.875				
0.750				
0.500				
0.375			1	
0.250				
0.125	17	17	15	
0.000				

(資料)FRB

ゼロ金利政策の長期化や大規模量的金融緩和の継続は、まず以上みたような景気の大

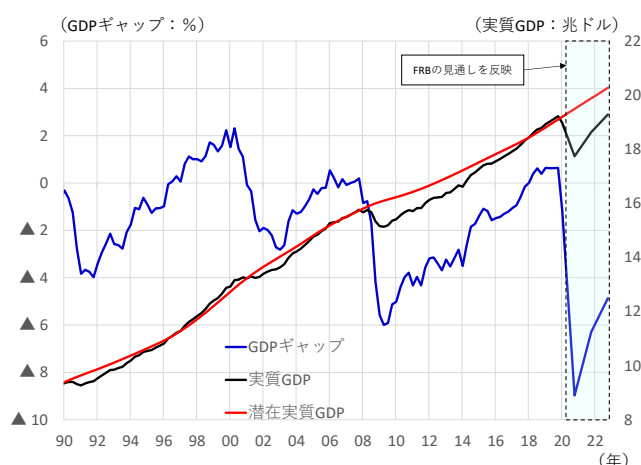
ルずつ実施するとしている。

<sup>2</sup> FRBは従来3、6、9、12月と四半期に一度FOMC参加者の経済見通しとFF金利見通しを公表して来たが、コロナショックで先行き見通しが非常に不透明になった前回3月は、見通しの発表を見送っていた。

<sup>3</sup> 米国経済の成長率は、4月公表のIMF見通しでは2020年を▲5.9%、2021年を+4.7%と予想。Bloomberg集計の市場予想では、2020年を▲5.7%、2021年を+4.0%と予想（但しFRBは各年第4四半期の前年比で厳密には基準が違うことには注意）。

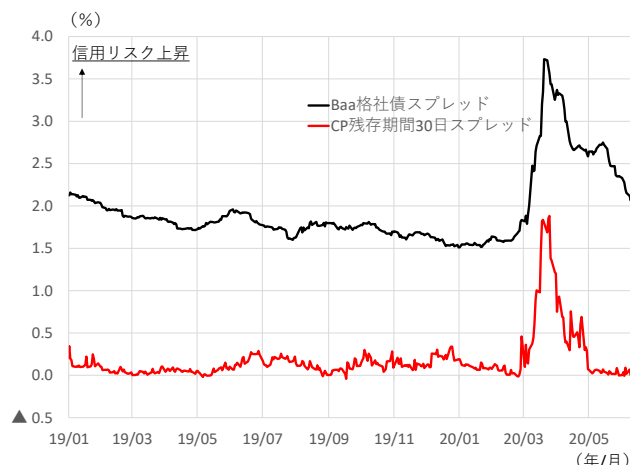
幅な落ち込みがその大きな背景であろう。FRB の現時点での予測に基づけば、米国の GDP ギャップは、2020 年第 4 四半期時点でも約▲9.0%と、リーマンショックの際の水準も下回り悪化することになる（第 5 図）<sup>4</sup>。金融システムにはこれまでのところ大きな問題は発生していないことなどから、今後ある程度の反動増は期待できるとは言え、景気の落ち込みの水準感からはリーマンショック時に匹敵する金融緩和策は十分に想定されよう。また、今回の FOMC 声明文では、大規模な量的金融緩和を継続する直接の理由として、引き続きコロナショック以降指摘して来た、市場の機能維持とそれにより金融政策の効果波及を支援することを挙げた。この点、例えば 2012 年の QE3 発動の際は、長期金利押し下げと、金融環境をより緩和的にすることを理由として挙げていた。今回の FOMC 後の記者会見でもパウエル議長は、金融市場が 3 月にみられた混乱からは改善したとしつつも（第 6 図）、まだこれが当たり前と想定するべきではなく、事態は依然流動的だと述べていた。FRB は今後の情勢によっては、3 月に起きたような市場の混乱へ逆戻りする可能性はまだ払拭されていないとみており、金融不安再発への警戒を解いていないことも、異例の大規模の量的金融緩和を続ける大きな理由の 1 つと考えられよう。

第 5 図:米国 GDP ギャップ



(注)FRB の見通し部分は、発表されている各年の第 4 四半期分のみに基づく。  
(資料) Bloomberg、FRB、CBO

第 6 図::Baa 格社債スプレッドと CP 残存 30 日スプレッド



(注)CP は、短期格付で最上の A-1、P-1、F-1 のもの。  
(資料) Bloomberg

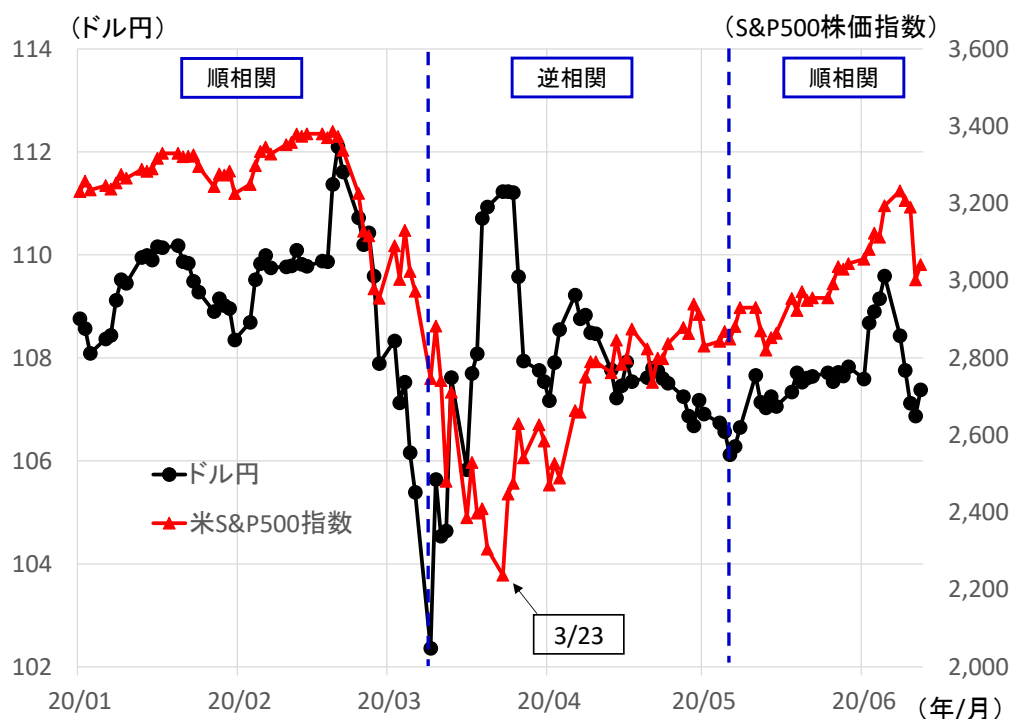
そしてこうした FRB の警戒モードの背景には、予測の参考となる前例もなく、今後の感染第 2 波の有無を含むウイルスの感染動向や、それを受けた景気見通しが極めて不透明であることがあろう。今回の FOMC 参加者の経済見通しも、パウエル議長は多くの参加者にとっていくつかあり得るシナリオのうちの 1 つに過ぎないと述べていた。その上で同議長は、経済指標の推移からは景気は最悪期を脱しつつあるとみられるものの、今後景気がどのような軌道を進んで行くかを予想する上で、向こう数ヶ月に得られるデータから、FOMC 参加者も多くを学ぶだろうと述べ、そうしたデータを待っているとも

<sup>4</sup> 既述の通り、FRB の予想は各年第 4 四半期時点のみ示されており、ここでの GDP ギャップの試算もそれに基づくもの。従って GDP の大幅な落ち込みが予想される 2020 年第 2 四半期時点の GDP ギャップは、瞬間風速ながらより大きく悪化する見込み。

述べていた。市場は経済活動の再開と緩やかな景気の持ち直しを前提としているが、今後数ヶ月の景気動向などの観察から、市場やFRBの景気の見通しも大きく影響を受けるのではないかと。

ドル円相場は、コロナショックによるドルキャッシュへの需要の急増から、3月中旬以降株価が下落するリスク回避的な局面で円よりもドルが買われ（ドル高円安）、その逆としてリスク選好的な局面では円よりもドルが売られる（ドル安円高）動き、つまりドル円相場と株価の逆相関がみられていた（第7図）。しかし、5月13日付IIMAの目「リスク選好回復相場の今後とドル円相場」<sup>5</sup>でも指摘したように、FRBによるドル供給策が次第に効果を発揮してドル不足に対する不安が後退。5月上旬からは株価が上昇するリスク選好的な局面でドルよりも円が売られてドル円相場が上昇するという、従来のドル円相場と株価の順相関が概ね復活している。FRBなどによる大規模な金融緩和の効果と経済活動再開への期待から、5月以降リスク選好の回復と世界的な株価の持ち直しが続く中で、ドル円相場は緩やかなドル高円安が進み、一時109円台までの戻りをみせていた。

第7図：ドル円相場と米S&P500株価指数



(資料) Bloomberg

もっとも、今回のFOMCでFRBが市場予想以上にまだ経済情勢を慎重にみていることが材料視されると共に、折しも行動制限を緩和していた米国テキサス州やカリフォルニア州などでウイルスの感染再拡大の恐れがあるとの報道が重なり、先週は株価や米金利の下落と共にドル円相場は再び円高方向へ推移した。週末には中国の北京で新たな集

<sup>5</sup> [2020年5月13日付IIMAの目「リスク選好回復相場の今後とドル円相場」](#)

団感染が確認された。世界で行動制限が徐々に解除される中、ウイルスの感染第2波が現実のものとなれば、市場のリスク回避色も再び強まり、ドル円相場には下落圧力が強まろう。仮に今後さらに情勢が悪化すれば、ドル円は5月につけた106円絡みの安値を割り込み、105円台への上落も視野に入り得る。いずれにせよ、今後数ヶ月のウイルスの感染動向や景気動向の行方は、景気や金融市場の先行きを考える上でも非常に重要であり注目されよう。

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すよう、宜しくご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。