



市川レポート

もしもFRBがマイナス金利を導入したらドル円の反応は？

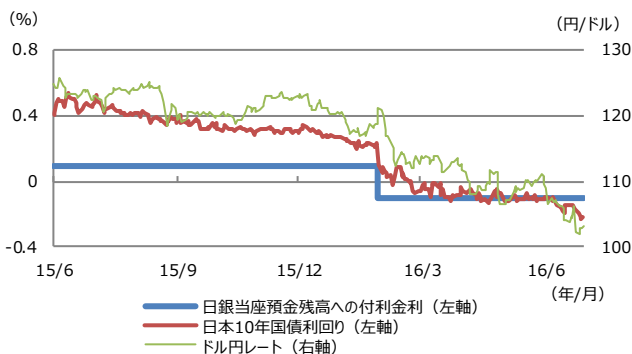
- FRBのあらゆる手段を講じる方針を受けFF金利先物市場は年内のマイナス金利導入を織り込む。
- 日本のマイナス金利導入時にはドル安・円高が進行、ただしこれは海外要因によるところが大きい。
- 米経済悪化でマイナス金利導入なら大幅なドル安・円高に、しかしその状況に至る可能性は低い。

FRBのあらゆる手段を講じる方針を受けFF金利先物市場は年内のマイナス金利導入を織り込む

米連邦準備制度理事会（FRB）は3月15日、臨時の米連邦公開市場委員会（FOMC）を開催し、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を年1.00%～1.25%から年0.00%～0.25%に引き下げることを選択しました。その後もFRBは新たな流動性支援制度の導入を矢継ぎ早に発表し、パウエル議長からは、米経済を支えるため「あらゆる手段を講じる」との方針が、繰り返し表明されています。

こうしたなか、市場には、FRBによるマイナス金利政策採用の可能性を探り始める動きがみられます。例えば、フェデラルファンド（FF）金利先物市場では、わずかながら、年内0.1回程度の利下げ（すなわちマイナス金利水準への突入）が織り込まれています。そこで今回のレポートでは、仮にFRBがマイナス金利政策を採用した場合、ドル円相場はどのような反応を示すかについて、考えてみます。

【図表1：日銀のマイナス金利政策とドル円相場】



(注) データは2015年6月1日から2016年6月30日。日銀当座預金残高への付利金利について2016年1月28日以前は超過準備預金残高、2016年1月29日以降は政策金利残高への付利金利。

(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：長期金利を低位におさえる主な金融政策】

	日銀	FRB
国債 買い入れ 方針	上限を設けず必要な金額の長期国債の買い入れを行う。	国債などの購入を円滑な市場機能を支えるために必要なだけ続ける。
フォワード ガイダンス	政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定。	経済が足元の状況を乗り切り、最大雇用と物価安定の目標達成に向け軌道に乗ったと自信が持てるまで、現在の目標レンジを維持。
イールドカーブ コントロールの 採用	済	未済

(出所) 日銀とFRBの資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成



日本のマイナス金利導入時にはドル安・円高が進行、ただしこれは海外要因によるところが大きい

マイナス金利政策の長期金利への影響については、日本のケースが参考になると思われます。日銀は、2016年1月29日に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定しました。日本10年国債利回りの動きをみると、2015年12月18日に量的・質的金融緩和を補完するための諸措置が導入されたことなどもあり、マイナス金利導入前から低下傾向が鮮明でした（図表1）。

なお、米国では、FRBが2015年12月16日のFOMCで利上げを決定し、ゼロ金利を解除しました。このような状況では一般に、ドル高・円安方向の動きが予想されますが、実際は図表1の通り、ドル安・円高が進行しました。これは当時、中国景気への懸念の強まりと原油安が進むなか、米国が利上げに転じたことで、世界の金融市場に動揺が広がったことが強く影響したとみられます。

米経済悪化でマイナス金利導入なら大幅なドル安・円高に、しかしその状況に至る可能性は低い

当然ながら、ドル円相場の方向性は日米金融政策だけで決まるものではなく、その時の世界的な経済・金融環境に大きく左右されます。FRBがマイナス金利を決定する状況では、米国で新型コロナウイルスの2次感染が拡大し、景気に強い下押し圧力が生じていることが予想されます。この場合、FRBのマイナス金利決定前に、米長期金利が低下し、ドル円は1ドル＝100円～105円のレンジに入り、100円超の円高シナリオも想定されます。

パウエル議長は5月13日のビデオ講演で、マイナス金利は現時点で検討の対象ではないと述べており、FRBの次の一手は、マイナス金利よりも、4月のFOMCで限定的に話し合われたイールドカーブ・コントロールの可能性が高いと思われます。なお、現時点で日米ともに長期金利を低位におさえる政策を採用しているため（図表2）、ドル円は日米長期金利に反応しにくくなっており、しばらくは105円～110円での推移が見込まれます。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了承下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会