

# FRBの金融政策正常化幕引きの狙いは

米国経済は2014年から15年にかけて、ECBとFRBの金融政策の方向が真逆になったことで大幅なドル高を経験した。今回、FRBが金融政策正常化を実質的に終了させる理由の一つは、これ以上のドル高を阻止したかったからではないか。

## 米国経済の最大のリスクは 世界経済の減速？

米国の中央銀行であるFRBは、3月19日から20日にかけて行われたFOMCで政策金利を据え置くとともに、2017年10月から続けてきた同行のバランスシート縮小を今年9月末に終了することを決定した。

FRBは今年に入ってから利上げの休止を示唆してきたので、経済の先行きに慎重であるかのように感じてしまうが、実際には決してそうではない。パウエルFRB議長は今回のFOMC後の記者会見で、同国経済の先行きは前向きだと述べており、同日公表されたFOMC参加者の実質GDP予測の中央値は、昨年12月時点からわずかに下方に修正されたとはいえ、今年が前年比2.1%増、来年在同1.9%増、2021年が同1.8%増と、長期的な成長率予測の中央値1.9%の近辺にある。同行が重視する食料とエネルギーを除いたPCEデフレーターという物価指数の伸び率の予測の中央値も今年から2021年まですべて、前年比プラス2.0%となっており、3か月前に公表された内容と何一つ変わっていない。

さらには、同議長は今回の記者会見のなかで、現在の政策金利は同国経済を刺激も引き締めもしない中立金利の枠の中にあるとも述べている。経済の見通しもそれほど悪くなく、超緩和的だった政策金利の水準も適正なところまで引き上げることに成功し、バランスシートの縮小も半年後には無事終える。FRBは今回のFOMCで、2013年から取り組み始めた金融政策の正常化の完了に目途をつけ、米国経済の運営も上手くいっているかのような素振りを見せている。

だが、このような捉え方では、パウエル議長が今年の

初めに、段階的な利上げの継続に意欲を見せた昨年未までとは打って変わって、利上げを休止して様子見をする姿勢を鮮明にした真意が見えてこない。

パウエル議長は、今回のFOMC後の記者会見や3月5日に受けた米大手放送局CBSとのインタビュー<sup>1)</sup>のなかで、米国経済を取り巻くリスク要因として、米中の貿易交渉やBrexitの不確実性に加えて、中国とユーロ圏を中心とした世界経済の減速を挙げている。

そのなかでFRBが気にしているのは、実は、ユーロ圏経済の減速そのものではなく、同圏経済の減速によって、同圏の中央銀行であるECBが再び金融緩和に舵を切ることからくるドル高圧力の方に思える。

## 金融政策によるドル高を 自ら幕引きにしたいFRB

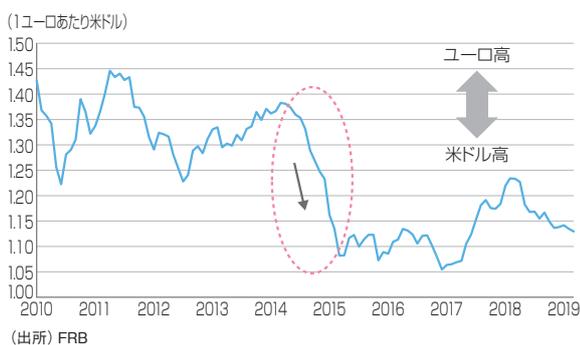
パウエル議長が上述のインタビューでも答えているように、FRBは通貨政策に対する権限を持っていない。だが、これだけ世界の金融市場の統合が進んでしまうと、権限を持つ米財務省が手を下さなくても、金融政策に動きがあれば、それに合わせて国境を跨ぐマネーの流れが自ずと変わる。それが色濃く表れたのが、2014年から15年にかけて進んだドル高/ユーロ安だ（図表1）。

2014年、当時のイエレンFRB議長は金融政策の正常化を進めるべく、米国債などの購入額を段階的に減らすテーパリングを進めていた。FRBはさらに同年9月に、テーパリング終了後の指針として、政策金利の引き上げをある程度進めた後に、バランスシートの縮小を実施するという金融政策正常化の手順を公表した。大まかな方向感としては、当時のFRBは明らかに金融引き締めに向かっていた。

## NOTE

1) CBS Interactive Inc., "Full 60 Minutes interview with Fed Chair Jerome Powell: what is the Federal Reserve Chairman's view on the health of the U.S. economy? A transcript of Scott Pelley's interview with Jerome Powell on "60 Minutes," uploaded on March 10, 2019. <https://www.cbsnews.com/news/full-transcript-60-minutes-interview-with-fed-chair-jerome-powell/>

### 図表1 ユーロ／米ドルレートの推移



一方、当時のECBは、ギリシャを発端としたユーロ危機の余韻が残っていた上に、原油価格の下落からデフレのリスクが強く懸念されていたことから、2014年6月にマイナス金利、翌年3月には量的緩和の導入に追い込まれていた。このようにFRBが目指す方向とECBが目指す方向が真逆になるため、金融政策面からは強いドル高／ユーロ安圧力が生まれる。ところが、当時のFRBはテーパリングを機械的に進めていくことを重視したために、結果的に大幅なドル高を許容せざるを得なかった。さらにこのドル高は、米ドルの通貨価値を目安に動いていた人民元の実質実効為替レートも同時に上昇させ（図表2）、2015年8月の中国政府による一方的な人民元の切り下げといった多くの副作用を生んだ。

米国経済以上にユーロ圏の経済が減速し、ECBが今般発表したように再び金融緩和に向かい始めれば、FRBが目指す金融政策の方向感とECBが進めようとしている金融政策の方向感に再びずれが生じ、ドル高／ユーロ安へのエネルギーとなりかねない。パウエルFRBはもしかすると、2014年から急激にドル高が進んだ前回の経験を踏まえ、金融政策の正常化を休止、もしくは幕引きにするという形でもう一步踏み込むこと

### 図表2 米ドルと人民元の実質実効為替レート



で、ECBに金融政策の方向感を少しでも近づけ、ドル高圧力の封じ込めを図ろうとしたのではないかと。

実質実効為替レートでみた足元の米ドルは、先に述べた金融政策の違いなどが相まって、2000年代初め頃のような高い水準にある。これは、貿易不均衡の是正を強く意識するトランプ大統領の大きな不満の種になっており、同大統領は3月22日に側近のエコノミストをFRB理事に指名するなど、FRBの独立性に挑戦する姿勢を強めている。仮にこのような局面で、FRBが昨年までの見通しに沿って利上げを続ければ、火に油を注ぐだけになるのは誰の目にも明らかだ。

だとすれば、FRBは経済的だけでなく政治的にも、金融政策の正常化を休止、もしくは完了させることで、ドル高のこれ以上の進展を食い止めようとする以外に選択肢がなかったように思われる。

## Writer's Profile



**佐々木 雅也** Masaya Sasaki

未来創発センター 戦略企画室  
上級エコノミスト  
専門はマクロ経済分析  
focus@nri.co.jp