



2019年8月5日

FRBの「予防的利下げ」で予防できるもの、予防できないもの

公益財団法人 国際通貨研究所
 経済調査部長・チーフエコノミスト 石丸康宏

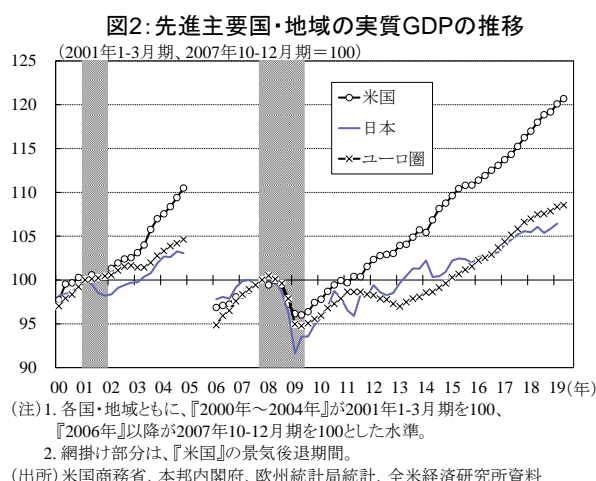
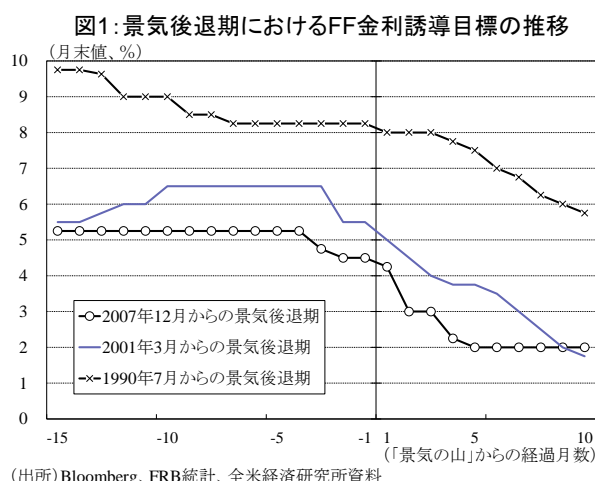
米国FRB（連邦準備理事会）は、先週7月30-31日にFOMC（連邦公開市場委員会）の定例会合を開き、政策金利であるFF金利の誘導目標レンジを従前の「2.25～2.5%」から「2～2.25%」へ▲0.25%ポイント引き下げることを取り決めたと発表した。利下げはリーマン・ショック後の2008年12月（経済・金融情勢の緊迫が続く中、Fedも同月16日に「1%」から「0～0.25%」への政策金利引き下げ＝「ゼロ金利政策」採用を決定）以来、実に10年と7ヵ月半ぶりのこととなる。また、昨年12月19日の利上げ決定（「2～2.25%」→「2.25～2.5%」）からは7ヵ月程での方向転換。利上げを止め利下げに至るまでの日数は1998年以降で最短、前回2007-2008年時の半分、というスピード感だ。

今回の利下げについては、「予防的」措置というのが衆目の一致するところである。FOMC後に発表の声明文をみると、「労働市場は今なお強く、経済活動は緩やかな速度で伸び続けている」が現状の評価、「経済活動の持続的な拡大、労働市場の力強い状態（の継続）」が先行きのメインシナリオ（最も確度の高い見通し）、として示されている。こうした中で利下げを必要とする、或いは正当化するとすれば、「先行きのメインシナリオに対する不確実性の残存」（FOMC声明文）、「グローバル経済の成長鈍化や貿易・通商政策の不確実性から来る下振れリスクへ備えての保険」（パウエルFRB議長）しかないとも言えよう（インフレ、インフレ期待が抑えられていることも別途、前提としてあるが）。

それはさておき、今般の「予防的利下げ」が具体的に狙うのは、先ずは米国経済が急失速し景気後退（リセッション）に陥ることの未然防止だろう。近年の実績を確認すると、Fedによる利下げの開始は、1990年以降で合計3度あったリセッションに全て先行（図1）。1989年6月、2001年1月、2007年9月を起点とする利下げ局面は、順にリセッションの1年以上前、2ヵ月前、3ヵ月前に始まって、リセッション入り＝景気の山（ピーク）を付けたタイミングでは既に複数回の利下げが実施された格好となっている。ただ、裏を返せば、利下げ局面のスタート後にリセッションは確と生じているわけで、結果的にはそれを回避し得なかったということでもある。景気後退期に重ならなかった1995-1996年時や1998年時のような例外も在るにせよ、リセッションの阻止そのものに関しては、必ずしも「予防的利下げ」に多くを期待できるところではなさそうだ。

では、如何なる予防効果であれば望み得るのか。結論を先取りするならば、前述の通り景気後退に陥るのは止められないとして、“その深刻化や長期化を防ぐこと”となろう。この点、(同じ目線で比較し得る) 先進主要国・地域の実質 GDP 成長率につき、ここ2回の世界的な経済・金融危機/ショック時を(米国景気の山である) 2001年1-3月期および2007年10-12月期を100として辿り直すと、米国の落ち込みは日本やユーロ圏より限定的で、そこからの回復も相対的に早かった様子が窺われる(図2)。勿論、どこを基準にするかで形は違ってくるものだが、実質 GDP 成長率をそのまま見比べても、例えばリーマン・ショック後の最低値は米国の前期比年率▲8.4%(2008年10-12月期)に対し、日本が同▲17.9%(2009年1-3月期)、ユーロ圏が同▲11.4%(同)。さらに、米国経済は2009年7-9月期以降、連続しての同マイナス成長を一度も記録していない(日本は2010年10-12月期~2011年4-6月期、ユーロ圏は2011年10-12月期~2013年1-3月期などが該当)。いずれにしても、米国のリセッションは浅め、短めという帰結になる。二つの局面とも、Fedは日銀やECB(欧州中央銀行)に先んじて利下げに着手しており(ITバブル崩壊を含めて、米国が震源地であったことも影響している可能性がある)、これがリセッション下で景気のスパイラル的な悪化に歯止めを掛け、また、経済全般の早期の立ち直りを促した一因、所によっては主因になったと評価できる。

改めて、今次の「予防的利下げ」であるが、仮に向こう数ヶ月にわたって緩和が続けられるとしても、米国経済のリセッション・リスクは中々、低減しそうにない。むしろ、現在の景気循環上の立ち位置(即ち、2009年6月を谷とする景気拡大は11年目に入り、全米経済研究所資料にて確認し得る1854年以降で最長という状況)を考えると、早晚リスクの顕現を免れないと見ておく(覚悟しておく)のが妥当か。あとは、過去と比べ明らかに限られる利下げ余地(少なくとも1989年以降、5%を切る政策金利水準からの利下げ開始は皆無)、従来のようなリセッション時の景気底支え、速やかな不況脱出と好況への誘導を巧く実現できるかが、注目ポイントとなる。



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。