

FRBによる「予防的利下げ」の末路

FRBが検討している「予防的利下げ」は、中長期的には株価や不動産価格の資産バブルを引き起こす危険性がある。だが、それ以上に問題なのは、FRBが今回の決断によって、米政界が同行から独立性を奪う大きな隙を与えてしまった点だ。

「予防的利下げ」にとりかかる パウエルFRB

パウエルFRB議長は6月のFOMC後の会見で、早晩利下げを開始するという市場の見立てを追認した¹⁾。

FRBによれば、米国経済そのものはこの時点で堅調さを保っているものの、物価の伸びが2%を下回り続けるなど抑制的なことに加え、世界経済の減速や貿易摩擦の激化が米国経済にも大きな不確実性をもたらしており、追加的な政策の必要性が高まっているという。株式市場はそうしたFRBのハト派的な対応を好感してFOMC当日に大幅に上昇し、債券利回りも顕著な低下を示した。

FRBの今回の行動を支える理屈は、経済そのものは堅調さを保っているものの、外的な要因などで将来の不確実性が高まっているときに先制的に利下げをすることで、経済の拡大を維持しようとする「予防的利下げ」論である。この議論を主導している一人とみられるのが、昨年FRB副議長に就任したリチャード・クラリダ氏である。同副議長は今年4月や6月に、米経済専門メディアのCNBCとのインタビュー²⁾で予防的利下げに言及しており、その実例として1995年や98年の利下げを挙げている。

振り返ってみると、95年の利下げは、米国内でのインフレ懸念が94年までに行われた度重なる利上げで沈静化してきたことに加え、その利上げが引き金となって起きたメキシコの通貨危機が米国内に波及することを恐れたものだった。また、98年の利下げは、アジアやロシアでの通貨危機やそれに伴う米大手ヘッジファンドLTCMの破綻の悪影響が米国の金融市場に広がること

を制するために実施されたものである。

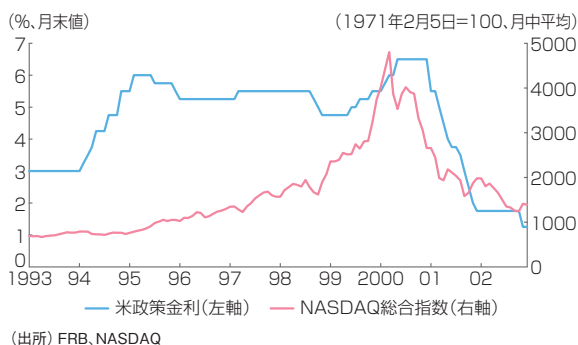
その結果（だけか否かは不明だが）、当時の米国経済はこの2回の外的ショックを乗り越え、2000年まで景気の拡大を続けた。これだけを見ると、この2回の利下げは確かに、何らかの“予防効果”を発揮した可能性があると言える。

資産バブルへの懸念

その一方で、この時の米国株式市場は、グリーンズパンFRB議長（当時）の言葉を借りれば“根拠なき熱狂”が渦巻いていた。それがもたらしたITバブルは2000年に破裂し（図表1）、米国経済はその後結局、景気後退に陥った。バブルや金融危機の歴史的研究に関する著作で有名なキンドルバーガー氏らが指摘するように、ITバブルの原因の一つとして、これら95年、98年の金融緩和を挙げる声は少なくない³⁾。

1985年9月のプラザ合意後の日本でも、急激に進んだ円高のショックを抑えるために金融緩和策が取られた。現在の文脈で言えば、これもまた円高に対抗するための「予防的利下げ」の一種なのかもしれないが、当時

図表1 1993年から2002年までの米政策金利と株価



NOTE

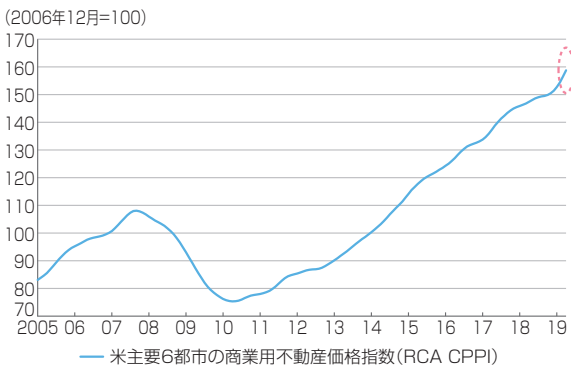
- 1) 米シカゴにある金利先物市場は7月18日時点で、政策金利としてFRBが誘導するFFレートの2021年3月までにおよそ1.1%低下すると見込んでいる。
- 2) CNBC, "CNBC Exclusive: CNBC Transcript: Federal Reserve Vice Chair Richard Clarida Speaks with CNBC's Sara Eisen Today," published April 11, 2019, and "CNBC Exclusive: CNBC Transcript: Fed Vice Chair Richard Clarida Speaks with CNBC's Steve Liesman Today," published June 4, 2019. なお、クラリダ副議長は6月のインタビューで、2回の予防的

利下げのうちの1回を「1988年の秋」と発言しているが、その直後で「ロシアやアジアの(通貨)危機のために」と述べていることから、1998年を単純に言い間違えた可能性が高い。
<https://www.cnbc.com/2019/04/11/cnbc-exclusive-cnbc-transcript-federal-reserve-vice-chair-richard-clarida-speaks-with-cnbc-sara-eisen-today.html>
<https://www.cnbc.com/2019/06/04/cnbc-exclusive-cnbc-transcript-fed-vice-chair-richard-clarida-speaks-with-cnbc-sara-eisen-today.html>

html

- 3) C.P. キンドルバーガー、R.Z. アリバー (2014)『熱狂、恐慌、崩壊 (原著第6版) : 金融恐慌の歴史』高遠裕子訳、日本経済新聞出版社、pp.288-289。
- 4) Warren, Elizabeth, "A Plan For Economic Patriotism," posted on June 4, 2019 on her website.
<https://medium.com/@teamwarren/a-plan-for-economic-patriotism-13b879f4cfc7>

図表2 米主要6都市の商業用不動産価格指数



(注) ここでの米主要6都市とはボストン、シカゴ、ロサンゼルス、ニューヨーク、サンフランシスコ、ワシントンDCを指している
(出所) Real Capital Analytics

も、1987年にブラックマンデーが起きたことなどが相まって必要以上に緩和の期間が長引き、1990年代以降に日本を長らく悩ませる資産バブルの原因となった。

結局のところ、「予防的利下げ」は、その瞬間の混乱を抑制することはできても、その影響がすぐに及びにくい分野に対して金融緩和が必要以上に効いてしまい、別のバブルを作り出す危険性を孕む。現に足元でも、米国の商業用不動産市場では、ニューヨークなどの主要6都市の価格が19年初めを境に急上昇を始めている(図表2)。2019年の初めは、パウエルFRB議長がそれまでの利上げの方針を突然撤回し、近々行われるであろう利下げへの道筋を作り始めた時期と重なる。

政治に隙を見せたFRB

だが、今回の「予防的利下げ」は、資産価格の高騰だけでなく、別の大きな副作用をもたらす危険性がある。

市場の利下げ期待により沿った今回のFRBの急旋回は、実際には、ドル高を嫌うトランプ米大統領の利下げ

要求に応じたこととほぼ同義である。FRBはおそらく、大統領の矛先がこれ以上、自身に向かわないようにするために折れたのだろうが、実際にそのFRBの金融緩和がドル安につながるかどうかは他国の通貨・金融政策に大きく左右される。現にユーロ圏の中央銀行であるECBは、景気減速を受けて金融緩和の状態をより長期化する方向に動いているが、これはユーロ安圧力となって、FRBのドル安誘導の力をその分だけ減することになる。

このように、世界的な景気減速や経済への不確実性を受けて、多くの国や地域が金融緩和に向かえば、FRBのドル安への努力はむなしくも無に帰し、政権側は再び、FRBの“配慮”を期待して利下げ圧力を高めるはずだ。

また、2020年の大統領選で民主党側の有力候補の一人であるエリザベス・ウォーレン上院議員はこの6月に、雇用や国内製造業の促進のためにより積極的に通貨の価値を管理するべき(つまりドル安に誘導するべき)だとの要綱を公表している⁴⁾。民主党が来年の大統領選でどのような通商政策を志向するのかは今後の推移を見守る必要があるが、労働組合を支持基盤の一つとする民主党がトランプ大統領の支持層から票を奪うために、同大統領と同じ保護主義に向かう可能性は否定できない。

だとすれば、FRBは今回の決断によって、金融政策が2020年の大統領選やそれ以降に米政界の政争の具となり、政治側に金融政策の独立性を奪われる“大きな隙”を与えてしまったのかもしれない。

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