

みずほマーケット・トピック(2020 年 1 月 9 日)

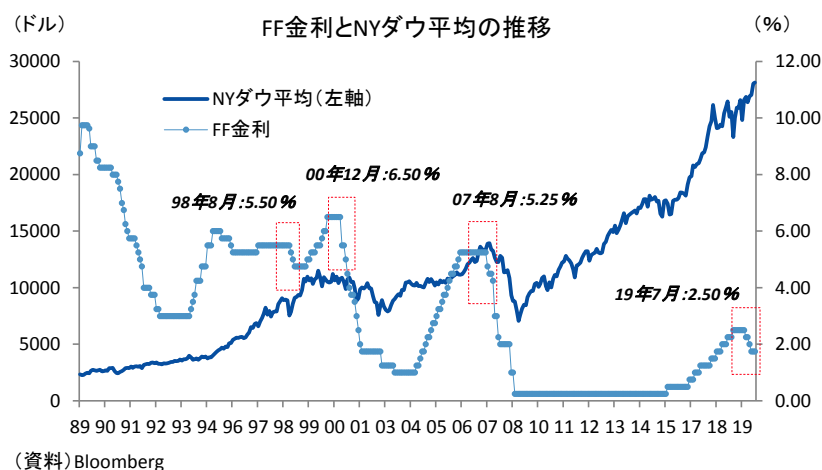
予防的利下げの成否～「98 年型利下げ」と「99 年型利上げ」～

2020 年の相場を展望する上で、昨年 FRB が実施した「予防的利下げ」の成否を総括することは重要。頻繁に引き合いに出されるように、2019 年の政策運営は 1998 年から 2001 年にかけてのそれと比較されることが多い。当時の経験を元に予防的利下げの功罪を整理すれば、「功」は景気後退の防止、「罪」は資産価格の高騰(端的にはバブル)だった。ゆえに 1998～99 年の経験を今次局面の参考にすると、「2020 年は 1999 年のようにバブルを懸念して利上げ軌道に復帰するかどうか」が 1 つの問題意識に。これは要するに「98 年型利下げ」に「99 年型利上げ」が追随するかという問いである。しかし、当時とは異なり、現在の米国の家計部門はバランスシート調整の途上にあり、債務を積極的に膨らませる過程にはない。企業部門の債務は膨らんでいるのでこれをどう評価するか次第ではあるが、物価や賃金の伸びが鈍いことも踏まえれば、利上げ復帰のハードルは相応に高いだろう。むしろ、2019 年の利下げが予防的意図を孕んだ「98 年型利下げ」ではなく、単なる利下げ局面の始まりだったという結末も否めない。

～予防的利下げの総括：1998～99 年との比較～

年初の金融市場は地政学リスク

のヘッドラインに埋もれて FRB の金融政策運営に関する議論がすっかり失せているが、今年の相場展望を行う上で、昨年実施された 3 回の「予防的利下げ」が果たして成功裏に終わったと考えるべきかという問いは重要である。極端な話、成功だと考えるならば、今年は利上げに復帰できるという話も出てくるだろう。この点、頻繁に引き合いに



出されるように、2019 年の政策運営はアジア通貨危機(1997 年)や LTCM 危機(1998 年)を受けた 1998 年の利下げと比較されることが多い。当時の利下げは、グリーンSPAN 元 FRB 議長の下、1998 年 9～11 月の 3 か月間で 75bps (25bps×3 回)が行われ、翌 1999 年 6 月から再び利上げ軌道に復帰している。これが景気後退を防いだ一方、いわゆる 2000～01 年の IT バブルの生成と崩壊に繋がったことは良く知られている。より詳細に振り返ると、FF 金利は 1998 年 9～11 月の 3 か月間で 5.50%から 4.75%まで下げられたが、翌 1999 年 6 月から利上げ軌道に復帰し 2001 年 1 月までに 6.50%まで引き上げられた。この過程で起きたのが IT バブル崩壊であった。

こうした 1998～99 年の経験を元に予防的利下げの功罪を整理すれば、「功」は景気後退の防止、

「罪」は資産価格の高騰(端的にはバブル)だったということになるだろうか。ゆえに 1998～99 年の経験を今次局面の参考にすると、「2020 年は 1999 年のようにバブルを懸念して利上げ軌道に復帰するかどうか」が 1 つの問題意識になるはずである。予防的利下げの成否は、この資産価格の調整をショックなく制御できるか否かにかかっているだろう。

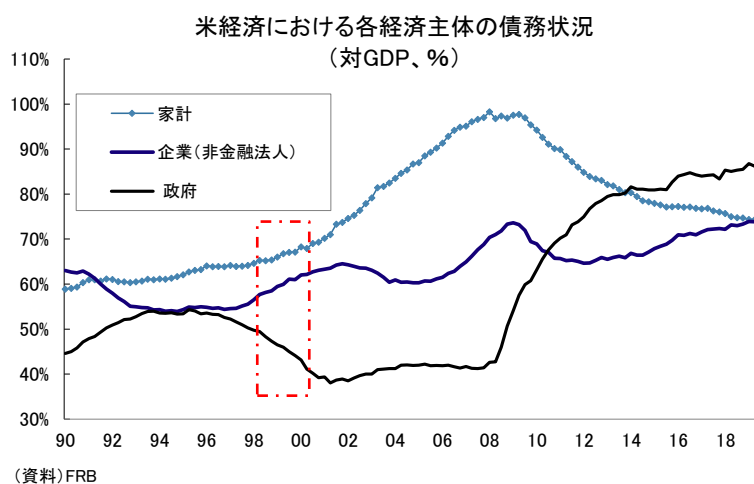
ちなみに、昨年 3 月、エバンス・シカゴ連銀総裁は当時(1998～99 年)の政策運営を高く評価した上で現状が酷似しているとの指摘をしている(同総裁は当時、シカゴ連銀スタッフの 1 人として FOMC に参加していた)。クラリダ FRB 副議長も同様の主張を展開していたことで知られる。2019 年に行われた予防的利下げの後、主要株価指数が騰勢を強めているため、1998～99 年のように、利上げ軌道に復帰する芽がないわけではない。後述するように当時はその株価の騰勢がそのまま IT バブルの生成・崩壊ということになったことを思えば、尚のこと、その思いは強まる。

～「98 年型利下げ」に「99 年型利上げ」が続くか？～

為替予想の観点からは、上述した「罪」の部分、即ち資産価格の高騰が問題視された上で FRB が利上げが踏み切り、各通貨の対米金利差が拡大するかどうかが重要になる。換言すれば、2019 年に実施された「98 年型利下げ」に対して、2020 年は「99 年型利上げ」が実施されるかどうかが焦点になる。この点、「99 年型利上げ」への移行は困難というのが筆者の基本認識である。理由は幾つか挙げられるが、やはり最も重要な論点は米国経済が不均衡を抱えていないということだ。

中央銀行が株価を代表される資産バブルを懸念する際、そのバブルの「燃料」がどこにあるかが焦点になる。言い換えれば、どの経済主体(家計・企業・政府)が不均衡(端的には借金)を膨らませ、不健全な市況が実現しているのかが注目される。不均衡が維持できず破裂し、燃料を積み上げてきた経済主体が深手を負った時、その修復(いわゆるバランスシート調整)の結果としての不況が始まる。日本のバブル崩壊はそれが企業部門であり、米国では家計部門(の住宅ローン)だった。

図に示されるように、2007 年までに見られた米家計部門における債務の伸びや水準は凄まじいものがあり、この正常化に大変な痛みと時間を要したというのが過去 10 年の経緯である。図中、点線赤の四角で囲った部分が利下げと利上げを経験した 1998～99 年だが、当時は家計・企業の両部門が債務を膨らませる局面にあったことが分かる。しかし、現状では企業部門が既往ピークの債務状況にある一方、家計部門が未だにサブプライム危機後から続くバランスシート調整の途上にある。企業部門の債務状況に懸念を抱かざるを得ないが、米経済の 60%を個人消費が占める事実を踏まえ、「家計部門がバランスシート調整の途上にある中で利上げを行えるか」という問いかけが必要になる。景気拡大局面が今月で 127 か月目に入っているにも拘わらず依然賃金や物価に上昇が見られないことを思えば、2020 年中に「99 年型利上げ」を期待するのは難しいというのが筆者の基本認識



である。むしろ各種の地政学リスクや成長が伸び切ってる米国経済の状況を思えば、「99 年型利上げ」どころか、追加利下げが行われることで 2019 年の利下げが予防的意図を孕んだ「98 年型利下げ」ではなく、単なる利下げ局面の始まりだったという結末の方が可能性が高いくらいではないか。

昨年の本欄¹では予防的利下げについて「『景気は必ず循環する』という前提に立てば、今回は 2～3 回の利下げによってソフトパッチで乗り切ったとしても、『98 年型の利下げ』がそうであったように景気過熱を招く結果、後のバブルの生成・崩壊そして深いリセッションを招来するという可能性も視野に入れねばなるまい」と懸念を示したが、その思いは今も殆ど変わっていない。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

¹ 本欄 2019 年 6 月 24 日号『利下げ期待とドル/円相場の関係～「98 年型利下げ」としても～』をご参照下さい。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替相場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替相場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の虜」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の模様に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～債券/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経緯～
2019年8月21日	ドイツのIS/バランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は半分変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～