



「予防的利下げ」で米国景気は回復するのか？

研究員 古金 義洋

1. 米国景気の拡大テンポは鈍化し、足踏み状態に

4～6月の米国の経済成長率は年率2.1%と堅調な数字となった。一方、景気一致指数や景気先行指数の上昇テンポは鈍化している。一致指数、先行指数の前年比は7月時点でそれぞれ1.8%、1.6%と2%を割り込んでいる(図1参照)。米国景気は足踏み状態にあると言える。

過去においても景気拡大期の終盤で景気拡大テンポが鈍化し、景気足踏み状態になるケースが多かった(ここでの「足踏み状態」は現在の状態と同等の、景気先行指数が前年比2%割れの状態と定義した)。その際、物価上昇率の高止まりなどから金融緩和への転換が遅れ、景気は結局、リセッション入りしてしまうこともあったが、そうではなく、早めの

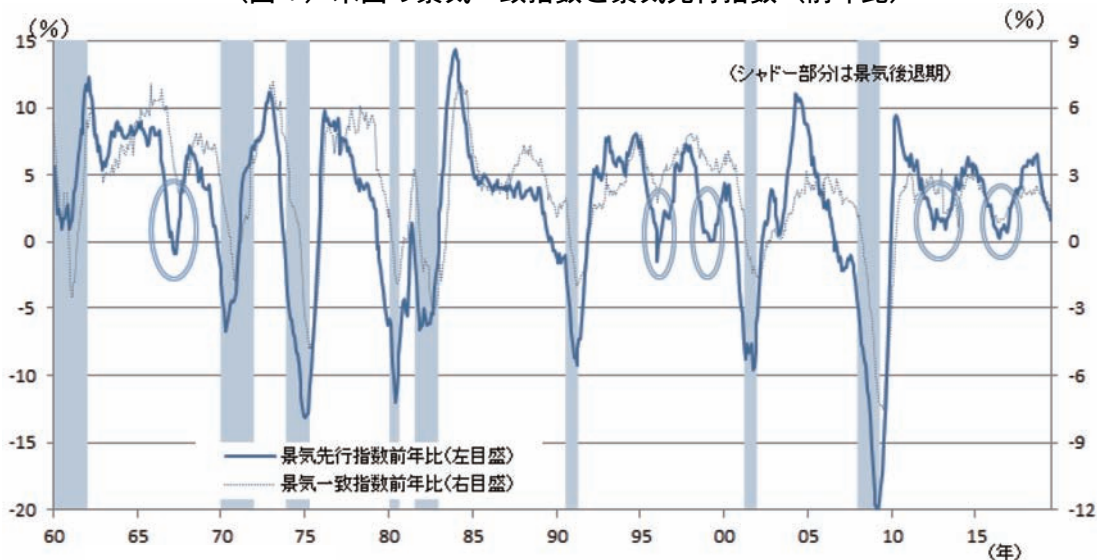
金融緩和などにより、景気が足踏み状態から脱し、再び拡大したこともあった。

今回は物価安定下で7月から「予防的利下げ」が実施されている。早めの政策転換で、景気は年後半以降、持ち直すとの予想もあるが、どうなのか。

1960年代以降の米国の景気循環のなかで、景気が足踏み状態を迎えたあと、リセッションに突入することなく、足踏み状態から脱し、再び拡大した例としては、1966年、1995年、1998年、2012年、2016年がある(図1の丸部分)。

これらの5つの事例では、景気がリセッション入りすることなく、足踏み状態から脱することができたが、それぞれどのように景気が立ち直ったのかを、個別にみていくことにしよう。

(図1) 米国の景気一致指数と景気先行指数(前年比)



(出所) 米コンファレンスボード



2. 米国景気が足踏み状態から脱した過去の5つのケース

<1966年のケース>

景気は1965年末以降の金融引き締めの効果で66年11月頃から67年6月頃にかけて、足踏み状態となり、加速していたインフレも小休止した。景気減速とインフレ小休止に伴って金融政策は緩和に転換され、T B 3 か月物金利は66年9月をピークに67年5月にかけて低下(5.3%→3.5%)した。この結果、景気は足踏み状態を脱した。

ただ、この時期の金融政策は緩和志向が強すぎた。その後の米国経済は、軍需景気で67年秋以降インフレ率が再び高まり、67年後半以降、再び金融引き締めが強化され、69年12月に米国経済はリセッションに突入した。

<1995年のケース>

1994年からの金融引き締めで1995年10月頃から96年5月頃にかけて景気は足踏み状態となった。これに対応した最初の利下げは95年7月とかなり早め(景気が足踏み状態になる3か月前)で、96年1月にかけて3度(0.75%)の利下げが実施された。

景気減速の主因だった利上げが打ち止めとなり、逆に、早めの金融緩和が実施されたことで、景気は足踏み状態を脱した。

<1998年のケース>

1997年7月のタイバーツの切り下げを発端に、アジアから金融・通貨危機が世界に伝染し、1998年8月のロシアのデフォルト、同9月のLTCM(ロングタームキャピタルマネジメント)破綻で、米国にも危機が飛び火した。米国内での金融危機を予防するため1998年9月、10月、11月に3度(0.75%)の緊急利下

げが実施された。結果的に、実体経済への影響は最小限にとどまった。

<2012年のケース>

リーマンショック後の景気回復は弱々しく、2011~12年の欧州債務危機の影響もあって、景気は2012年5月頃から13年5月頃にかけて、足踏み状態となった。こうした状況に対応して、12年9月に量的金融緩和第3弾(Q E 3)が実施され、それが効を奏し、景気は足踏み状態から脱した。

<2016年のケース>

中国景気減速(人民元ショック)、原油価格急落と15年12月のリーマンショック後の最初の利上げの影響で16年1月頃から12月頃にかけて景気は足踏み状態となった。その後1年間、F F金利は0.25~0.5%で据え置かれた。中国景気持ち直しと原油価格反発、トランプ政権の財政出動策への期待などから17年には世界経済は回復した。

これら5つのケースのうち、今回と比較の対象とすべき「景気拡大局面の終盤における利上げのために景気が足踏み状態に陥り、その後の早めの予防的利下げで景気が足踏み状態から脱する」というケースの典型的な例を挙げるとすれば、1966年、1995年の2つだろう。

1998年のケースは金融危機を防ぐための緊急利下げであり、今回の予防的利下げとはかなり性格を異にする。また、2012年のケースでは、ゼロ金利政策下で、景気の弱さに対応するために量的金融緩和が行われたが、これも今回の予防的利下げとは比べにくい。

さらに、2016年のケースでは、2015年末の



0.25%の利上げが景気を足踏み状態にした要因の一つであったことは事実だが、当時の米景気は、どちらかと言えば、それ以外の要因である中国景気動向や原油価格の動向に左右され、実際、「予防的利下げ」ではなく、中国景気の落ち着きと原油価格反発が景気を再浮上させた。

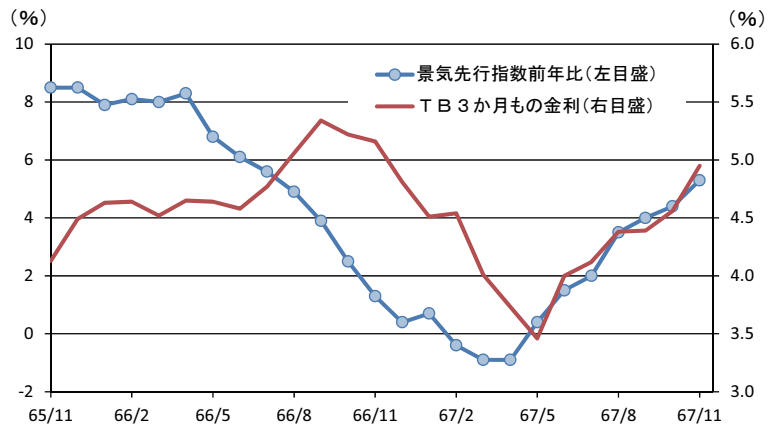
3. 景気の足踏み状態は当面続き、追加利下げへ

そこで、1966年、1995年のケースからどういうことが読み取れるか、また、今回の予防的利下げの効果をみるうえで参考にすべきことは何か（図2～4参照）。

第1に、1966年、1995年のケースでは、景気が足踏み状態（先行指数の前年比の2%割れ）に入る前の段階で、より早めに実施されていたという点だ。1966年の場合、景気足踏み状態入り（先行指数の前年比2%割れ）の1か月前、1995年のケースでは同3か月前に利下げが実施された。

これに対して、今回は景気先行指数の前年比2%割れが19年6月で、利下げが7月と、利下げのタイミングは1か月後だ。今回の予防的利下げは、この2回に比べると、利下げ実施のタイミングは必ずしも早いとは言えない。

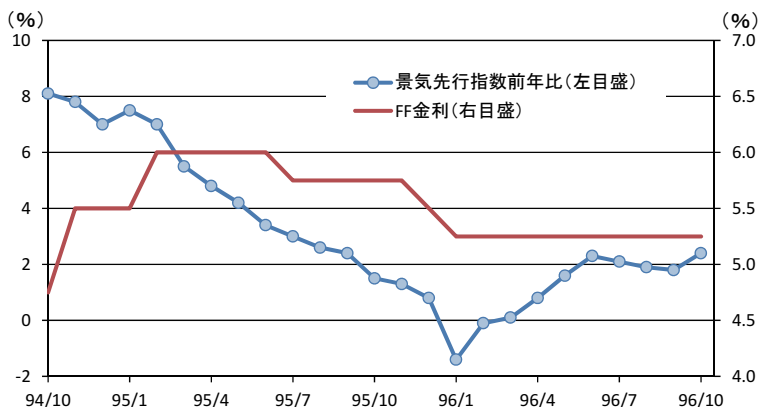
（図2）1966年当時の景気先行指数と金利



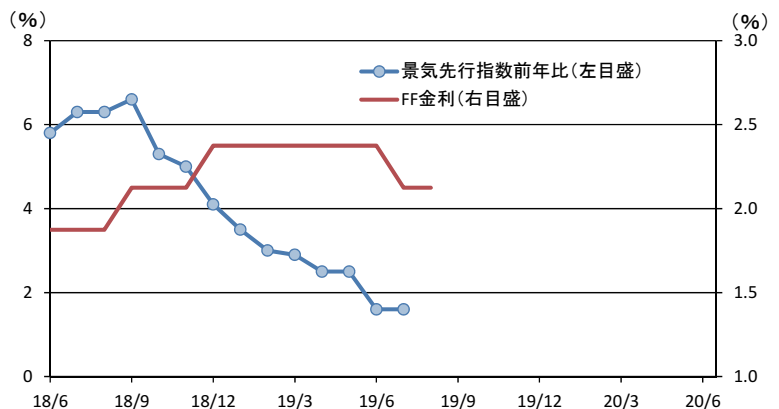
（注）図3、図4ともに「景気先行指数前年比2%割れ」の時期の前後1年の動きを表示

（出所）図3、図4ともに米コンファレンスボード

（図3）1995年当時の景気先行指数と金利



（図4）最近の景気先行指数と金利





物価上昇率の高止まりで金融緩和政策への転換が遅れ、リセッション入りとなった過去の多くのケース同様、景気持ち直しのための利下げとしては、すでに手遅れになっている可能性がある。

第2に、金融緩和の効果が出てくるには時間がかかるのが普通で、1966年、1995年のケースでも最初の利下げのあと、約半年程度、先行指数の前年比の低下傾向が続いた。この経験からみて、今回も予防的利下げの効果がでてくるのは、来年以降になる可能性がある。

この先も追加利下げの可能性が高いが、当面、景気の足踏み状態は続くと思われる。予防的利下げが成功するか、それとも手遅れでリセッション入りとなるか、については、来年にならないと見極めがつかないのではないかとと思われる。

第3に、1966年、1995年のケースでは、それ以前の利上げ以外、景気の足を引っ張る要因は少なかった。このため、予防的利下げにより高めの金利が修正されたことで、景気への逆風はなくなり、景気は足踏み状態から脱した。とくに1966年のケースでは、今回とは正反対で、ベトナム戦争による軍需が景気を押し上げていた。この2回に比べると、今回は米中貿易摩擦の逆風が大きい。

その逆風が消えないとすれば、「予防的利下げ」の景気押し上げ効果は米中貿易摩擦の逆風によって打ち消されてしまうおそれがある。景気を再び浮揚させるためには、かなりの幅、少なくとも1995年並みの0.75%の利下げが必要になるとと思われる。