

## FRB に救われる日銀

～今秋以降の利下げが自律的成長シナリオを支える図式～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 首席エコノミスト 熊野 英生 (TEL: 03-5221-5223)

6月の会合は現状維持だった。それでも緩和を意識した言葉があったように感じた。本音は緩和について示唆したいが、トランプ大統領が恐ろしく、身動きできない。そうした中、日銀が期待するのは、FRBが7月末から利下げをしそうなことである。それはそれで課題はありそうだ。

## 本当は緩和をアナウンスしたいのか？

6月19・20日に日銀の決定会合が開かれて、その後、定例会見が行われた。そこでは、米欧中銀が緩和を示唆していることに反応して、日銀がどうするのかについて質問が集中した。

黒田総裁は、追加緩和を明言することはなかった。「リスクは高まるが、メインシナリオは狂っていない」と表面上は強気を貫いた。しかし、必要ならば「躊躇なく緩和する」という言葉が徐々に聞かれた。また、緩和するときの対応についても、いくつかのオプションを組み合わせたという、より具体的な発言があった。こうした雰囲気からすると、日銀も本当のところは、緩和のアナウンスをしたいが、諸事情からそれができないのだという意図が透けて見える。

## 動く FRB

日本経済にとって、米利下げは多大な恩恵をもたらす。6月19日のFOMCでは、米経済の不確実性に対して、次回7月31日にも利下げに踏み切る構えをみせた。今回発表されたFOMCメンバーのドットチャートでは、2019年内に2回の利下げを予想させる内容が示された。市場の観測では、7月に続き、9月と12月の併せて3回の利下げを織り込む展開になっている。

こうした動きは、まだ個人消費が勢いのある米経済に対しては、株価上昇などを通じて大きなプラス効果をもたらすだろう。それが、米経済には需要増による輸入拡大、つまり日本などからの輸出増へとつながる。米中貿易戦争による悪影響を大きく減殺する意味で、日本経済へのプラス効果もまた大きい。

反面、利下げ＝ドル安・円高という副作用を不安視する人も多いだろう。FOMCを受けて、その直後、ドル円レートは108円台から107円台へと円高になった。しかし、米経済はそれによってより高成長するのならば、しばらくすればドル円レートは円安方向に戻していくだろう。企業の想定レートの108円台からは、それほど円高にならないというのが筆者の見方である。

## 身動きできない日銀

それに対して、救われているのは日銀である。FOMCとほぼ同じタイミングでECBのドラギ総裁は、「あらゆる手段を用いる」と緩和に向けた姿勢をみせる。するとすぐさま、トランプ大統領が通貨安誘導だと批判する。日銀はその様子を見て、心底恐ろしく感じたことだろう。自分達も縛られていると思える。日米TAG交渉の決着を前に、為替条項を加えられたくはないと、政府・日銀は願っている。だから、身動きができない日銀は、自分自身ではなくFRBの緩和の恩恵に期待するところが大きなので

ある。

日本のファンダメンタルズも、2019年の1～3月は急激に生産面からの悪化が進んだが、4～6月にはそのペースが落ち着いた。7～9月には、消費税率引上げの前の駆け込み需要が控えている。

そう考えると、7月にFRBが利下げすることが、10月以降に日本経済が消費税ショックに見舞われた時の下支えに寄与してくれそうだ。ピンポイントで、米利下げはこのタイミングに丁度良い押し上げの材料となる。

### 火種として残るもの

残された問題として、トランプ大統領の巻き起こす不確実性はある。FRBの利下げが、米経済の需要拡大を促すとすれば、不可避免的に米貿易赤字は拡大する。FRBは完全雇用下で緩和するのだから、供給拡大よりも需要拡大が上回って、それが輸入増を際立たせると十分に知っているはずだ。これは、経済メカニズムの基本であるが、トランプ大統領にはよく理解されていない。さらに、トランプ大統領は、ドル高を牽制するのだから、余計に輸入増の方向に向かっていく。

このことは、先々、日米あるいは米中の貿易摩擦を激化させる圧力になろう。FRBはその原理を全く理解していない訳ではない。FOMCのメンバーにも、ここにきてハト派に傾いた人々がいる反面、従来からの据え置きを考えている人も依然として多かった。FRBもまた深く悩んでいるのだろう。