

利下げ休止はFRB、救われる日銀

～円高リスクより円安軌道へ～

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)

FOMCは年内3回目の利下げを決めたが、利下げ休止をアナウンスしたことで円高は進まなかった。これを受けて日銀は翌日の会合は現状維持とした。やはり円高にならないければ、日銀は痛みを伴った大きなマイナス金利の深掘りを温存する。日銀は、緩和発動のトリガーに指を向け、景気後退リスクが遠ざかるのを待っている。

米利下げでも円高にならない

10月30・31日のFOMCでは、7月と9月に続いて年内3回目の利下げを決定した。政策金利のレンジは1.50%～1.75%まで下がった。パウエル議長は記者会見で、利下げを休止して様子見するとしているので、このまま2020年内も一応現状の緩和的な金利水準が続くことになる。そうした先行きの見方から、長期金利は下がらず、ドル円レートも円高予想に歯止めがかかる。米中貿易協議がうまく進む間は、利下げ休止を続けられるという見方が背後にあるからだ。

このことに救われたのは日銀である。円高になれば、躊躇せずに利下げする。円高リスクが遠のいている間は、現状維持。これが日銀の行動原理である。9月のときもそうだが、今も利下げしてもその効果は乏しいとみているからだ。今回、日銀はフォワード・ガイダンスこそ修正したが、政策金利はそのままだから現状維持ということになる。

ECBをみるとよい。退任したドラギ総裁は、9月にマイナス金利を深掘りした。それでも、もうそれ以上の追加的な利下げは難しいと思われる。日銀が9月に利下げをしていたとしても、ECBと同じだとみられていただろう。

円高が進みにくい要因は、目下のところFRBの政策金利が2020年には据え置かれるとみられているからだ。現状の利下げは予防的なもので、先々の米経済を安定成長させる。先手を打って利下げしたことが、かえって2020年の金利据え置きを予想を強くするのだ。

米経済と大統領の不安をどうみるか

人によっては、米経済は未だ薄氷を踏むように不安定という人もいる。7-9月のGDPは好感されたが、9月の小売売上高は、前月比の伸びが鈍かった。未だ製造業の悪化も下げ止まらないという見方もある。

しかし、FRBの利下げ効果はタイムラグをもって効いてくるものだ。11月中旬から始まるクリスマス商戦の行方の方が気になる。NYダウが堅調であることは、個人消費を今後も支えていく要因になるだろう。

また、米中協議も一発逆転で決裂するリスクが否定できないという不確実性を重視する人もいるだろう。2019年の4・5月の協議は、すでに合意文書が出来上がったところから事態が暗転した。そのトラウマが、すべては不確実だと考えさせる。この思考法は、2019年秋というタイミングがトランプ大統領にとって重要だという点を見落している。2020年秋に大統領選挙を控えて、トランプ大統領は

何としても協議の成果が欲しい。クリスマス商戦の手前であるという認識があって、トランプ大統領本人が協議をまとめたがっている。「トランプ大統領は何をやるかわからない」と不安視するよりも、あの大統領だからこそ、今回は成果を欲しがっていると見る方が正しいと思う。

日銀にとっての正念場

円高という条件以外に、日銀が利下げする可能性はあるという見方は成り立つだろうか。例えば、消費増税の反動減に対応するケースである。政府の経済対策と歩調を合わせて、利下げという可能性はどうか。安倍首相が、黒田総裁に暗にそのメッセージを送ると、日銀は動くだろう。

今のところ、黒田総裁は増税の影響を軽微とみていて、金融政策での対応は全く考えていない。11・12月になると、月次の経済指標の発表をみて「それなりに増税の影響は大きかった」と民間エコノミスト達が口々に弱気シナリオを唱えるだろう。本来は2020年前半まで評価を下すことはできないが、元々弱気派の人は過剰反応するに違いない。黒田総裁はその風向きに流されずに耐えられるかどうか問われる。

2020年に入ると、今度は東京五輪の経済効果の方が話題となり、増税の後遺症は一旦は人々の関心事から遠のくだろう。経済対策の関心もキャッシュレス還元のような時限的対応の次をどうするかに移っていくだろう。反動減対応の後処置という議論になっていくと、そこに日銀の利下げを加えるのは筋が違うという話になる。

このように考えると、黒田総裁は2020年初まで約3ヶ月間が厳しい正念場となる。そこまでは、「躊躇なく追加緩和する」という臨戦体制を敷いて、利下げを辞さない姿勢をアピールする。

日銀は逃げ切れるか

多くの人は、この局面で日銀は追加緩和をせずに逃げ切れないだろうとみている。筆者も完全に日銀は逃げ切れるという自信はない。予想として、逃げ切るつもりだと考えている立場だ。10月31日に修正されたフォワード・ガイダンスには「モメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間」という条件が挿入されている。ここにはどうにか逃げ切りたいという日銀の気持ちがにじんでいる。

日銀は、イールドカーブ・コントロールを採用してから、長期金利が低下するときは短期金利をより引き下げなくては逆イールド化するリスクを負ってしまった。海外経済が悪化して、米欧長期金利が下がると、マイナス金利を深掘りする対応を迫られる。短期金利を下げると、金融機関の収益に打撃を与える矛盾が生じた。これが今のように金縛りに陥る理由である。

では、この矛盾から脱出するにはどうなればよいか。それは、海外経済が良くなり、米欧長期金利が上がることである。モメンタムが上向きに戻ることを指す。2020年になって、海外経済が好転すると、黒田総裁は「輸出環境が改善して、景気後退リスクが遠のいた」と景気認識を改めることで、「躊躇なく追加緩和する」モードをオフにすることができる。これは出口戦略ではなく、再びフォワード・ガイダンスを修正して、政策スタンスをニュートラルに戻すアナウンスである。外部環境が変われば、「躊躇なく緩和」の発言をしたことは嘘を言ったことにはならず済む。従来 of 強力な緩和を止めることでもないので、方針変更のハードルは低い。

ポイントは、やはりFRBの政策姿勢である。今は2020年は政策金利を据え置き、2021年になって利下げをゆっくり始める方針である。これが、2019年12月あるいは2020年3月のタイミングで上方修正されると、日銀にとって少しずつ外部環境が変わってきたことになる。つまり、日銀が「躊躇なく追加緩和」のモードを切り替えるのは、FRBの政策スタンスの変化を待つことになるのだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。