

# 国内外経済の動向

## 利下げ観測強まる米国の現在と1998年の利下げ局面

### 【ポイント】

1. 米中貿易摩擦が激しさを増し、世界経済の先行き懸念が高まるなか、1998年の局面になぞらえて、市場ではFRBによる年内複数回の利下げが織り込まれている。
2. 1998年当時と現在の経済環境の類似点として、僅少な長短金利差、低水準にある失業率、物価上昇圧力の弱さが挙げられる。
3. 一方、期待インフレ率や企業の景況感は、当時に比べれば相対的に良好な水準にあり、今後の金融政策の行方を占ううえで、これら指標の動向が注目される。

5月5日のトランプ大統領の中国に対する関税引き上げ表明以降、米中貿易摩擦が再び熱を帯び、世界経済の不確実性が一段と高まるとともに、金融資本市場では米国の利下げ観測が強まっている。本稿では、引き合いに出される1998年の利下げ時と現在の経済環境の類似点などを確認しつつ、足元の状況について整理、考察する。

### 1. エスカレートする貿易摩擦と強まる米国の利下げ観測

5月上旬にトランプ大統領がこれまで留保していた関税の引き上げを表明して以降、米中貿易摩擦問題はエスカレートしている。米国は中国製品2,000億ドル相当に対する追加関税を10%から25%に引き上げ、これに対して、中国は6月1日から米国製品600億ドル相当に対する追加関税を最大で25%に引き上げることで応酬した。さらに、米国は残る約3,000億ドル相当の中国製品に対しての関税引き上げについても検討を進めており、これが発動されれば中国からの輸入品すべてに高関税が課されることとなる。この対象にはスマートフォンなど中国への依存度が高い製品も多く含まれ、米国の企業、家計への影響が格段に大きくなることが懸念されている。IMF（国際通貨基金）は2019年4月時点において、世界経済は2019年後半以降に上向くと見通しを示し、2019年の世界経済の成長率を3.3%、2020年を3.6%と予測したが、世界経済見通しの下振れリスクは大きく、むしろ2020年にかけてさらに落ち込むことさえ懸念される状況にある。

貿易摩擦が激しさを増し、世界経済の先行き懸念が高まるなか、FRB（米連邦準備理事会）が景気下支えのために2019年に複数回の利下げに動くとのシナリオを市場は織り込み始めた。FFレート先物2019年12月限月の推移をみると、足元では1.8%程度まで急低下している

図表1. FFレート先物（2019年12月限月）



(資料) Bloombergより富国生命作成

(図表 1)。現在の FF レートの誘導目標 (2.25~2.50%) の中央値は 2.375% であるため、市場は 2019 年内に 2 回以上の利下げ (1 回当たりの利下げ幅を 25bp とした場合) を織り込んでいることになる。

パウエル FRB 議長の発言も利下げ観測を後押しした。5 月の FOMC (米連邦公開市場委員会) 後の記者会見では、「金融政策は利上げ、利下げのどちらかに動かす必然性はみられない」と述べ、当面は様子見する考えを示していた。しかし、6 月 4 日、シカゴで開催された金融政策を巡る討論会における講演では、「我々は貿易問題がどのようにいつ決着するのか分からない」と通商政策の先行きに懸念を示したうえで、「これらの出来事が米国経済の見通しにどう影響するかを注視し、米国経済の拡大や雇用の力強さ、2% のインフレ率を保つために適切な行動を取るだろう」と述べた。利下げを強く示唆するには至らないまでも、景気の下振れリスクが高まれば、金融緩和への転換も辞さない姿勢が示された。このように最後に利上げを実施した 2018 年 12 月から半年足らずで FRB の金融政策の方向性が 180 度転換する可能性が浮上している。

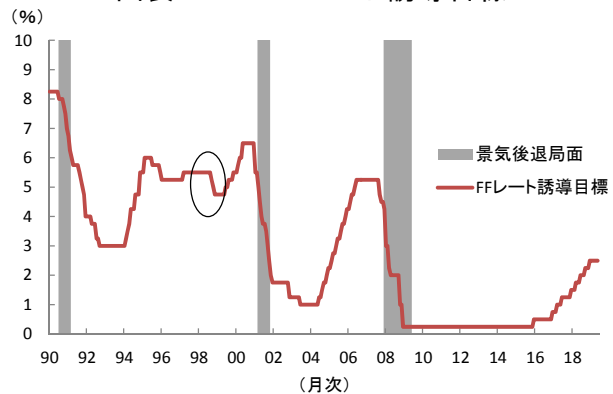
## 2. 1998 年の利下げ局面と現在の類似点

現在の局面は 1998 年の利下げ局面になぞらえられる (図表 2)。シカゴ連銀のエバンス総裁も 2019 年 3 月の講演において、FOMC 参加者が米国経済の見通しと利上げ回数予想を引き下げた現在の状況は、アジア通貨危機や米国の大手ヘッジファンド LTCM 破綻危機が起きた 1997 年から 1998 年に似ていると指摘し、当時の FRB のスタンスをリスク管理姿勢の好例として挙げている。

当時の米国経済は、アジア通貨危機に起因する世界経済の弱さが同国経済を圧迫するリスクに直面していた。当時のグリーンSPAN 議長は 1998 年 9 月の FOMC において、米国経済は底堅く推移しているものの、景気の弱まりを示唆する断片的な情報が増加していると説明したうえで利下げに踏み切り、9 月から 11 月にかけて計 3 回の利下げを実施した。この 1998 年の利下げ実施により、米国経済は景気後退を回避し、IT バブルが崩壊し後退に至る 2001 年 4 月まで拡大を続けた。

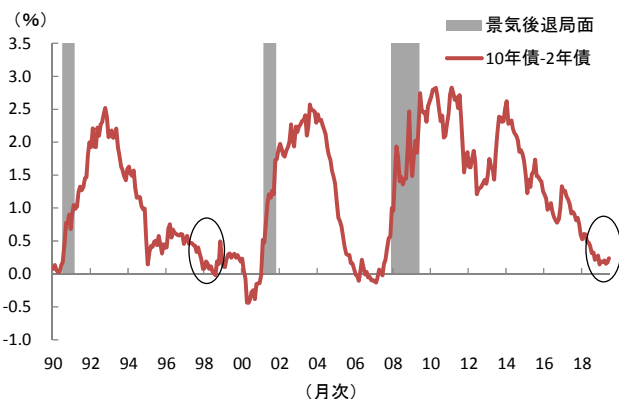
1998 年当時の経済環境と、現在の状況の類似点を確認する。1 つは、イールドカーブのフラット化、すなわち長短金利差が僅少となっている点である (図表 3)。FRB は 2015 年 12 月から 2018 年 12 月までに計 9 回の利上げを実施したが、そ

図表 2. FF レート誘導目標



(資料)FRBより富国生命作成

図表 3. 長短金利差 (10年-2年)



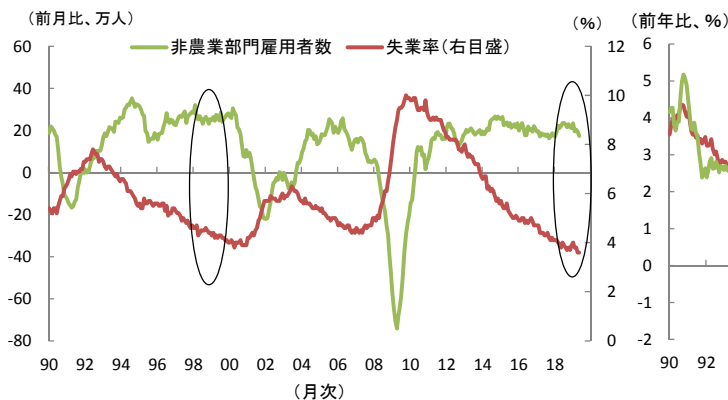
(資料)Bloombergより富国生命作成

の間、長短金利差は縮小を続けた。一方、1998年当時については、アジア通貨危機やLTCM破綻危機などによる先行きの不確実性の高まりから長期金利が低下傾向となるなか、長短金利差がほぼ失われた状況にあった。

次に低水準の失業率が類似点として挙げられる（図表4）。足元5月の失業率は3.6%と49年ぶりの低水準にあり、労働需給は引き締まった環境にある。また、非農業部門雇用者数についても、足元、小売業や製造業の一部にやや弱さがみられるが、6ヵ月移動平均でみると前月比17.5万人増と堅調な伸びを維持している。1998年当時の失業率についても、4%台半ばと歴史的にみれば低水準にあり、雇用者数についても前月比25万人程度の伸びを続けるなど、雇用環境は良好であった。

このように労働需給の引き締まりがみられるなかでも、物価上昇率が低位にとどまっていることも1998年当時と類似している（図表5）。FRBが物価動向を測るうえで重視するPCE（個人消費支出）デフレーターは、1998年年間をとおして前年比0%台後半の極めて低い伸びにとどまり、食料とエネルギーを除くコアPCEデフレーターでも、前年比1%台前半で推移していた。一方、現在は、4月のPCEデフレーターが前年比+1.5%、コアPCEデフレーターが前年比+1.6%と、1998年当時と同様に低インフレが警戒される状況にある。

図表4. 失業率、非農業部門雇用者数



図表5. PCEデフレーター



### 3. 金融政策の先行きを占う期待インフレ率と企業の景況感

足元の米国経済は、依然底堅い成長を続けており、即座に利下げを実施しなければならないほど悪い環境とは思われないが、1998年と同様、世界経済の先行きの不確実性が高まるなかで、予防的な利下げに踏み切る可能性は低くなく、考慮すべきシナリオになっている。仮に利下げに踏み切る場合、早ければ6月のFOMCにおいて何かしら示唆される可能性はあるが、本稿では、金融政策の先行きを占ううえで、期待インフレ率と企業の景況感の動向に注目したい。

足元の物価の弱さは前述したとおりであるが、5月のFOMC議事要旨によれば、多くの参加者が最近のインフレ率の低下は一過性の公算が大きいとみていることが示されている。このため、物価の弱さを理由に直ちに利下げに向かうとは考えにくい、物価見通しに影響を与える期待インフレ率の動向が今後の注目材料といえる。市場が織り込む期待インフレ率の指標となるブレイク・イーブン・インフレ率（10年）について、1998年当時は、

物価への影響が大きい原油価格の下落もあって夏場にかけて 0%台後半まで落ち込んだ（図表 6）。一方、足元のブレイク・イーブン・インフレ率は 1.7%程度と、1998 年当時と比較して相対的に良好な水準にあるものの、2019 年入り後は弱含みで推移しており、今後一段と落ち込めば、政策判断に大きな影響を与えよう。

次に企業の景況感について、まずは FRB が公表する地区連銀経済報告（ページブック）で確認すると、先行きについても「緩慢だが底堅く前向き」な見通しが維持されている。もっとも、貿易と関税は複数の地域で言及があり、なかでもフィラデルフィア連銀からは企業の投資が先送りされているとして不確実性が指摘されたほか、ダラス連銀からは通商を巡る不透明感が企業のセンチメントを圧迫していると報告されるなど、先行きには一定の陰りがあることも示唆されている。

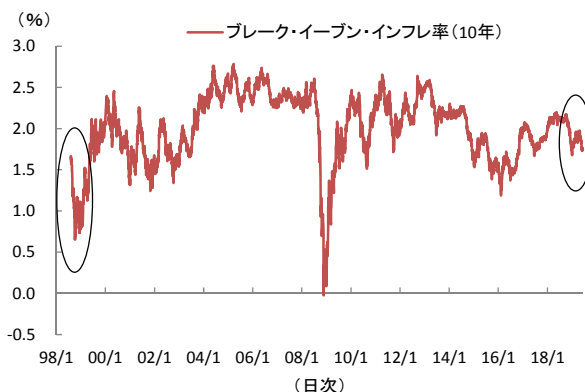
企業のセンチメントを測る代表的な指標として ISM 製造業景況感指数がある。この ISM 製造業景況感指数は 2018 年 8 月の 60.8 をピークに低下傾向にあり、足元 5 月は 52.1 と好不況の節目である 50 へと近づいている（図表 7）。米国と中国の通商協議が難航し、さらに先行き懸念が高まれば、50 を下回ることも視野に入る。1998 年当時の ISM 製造業景況感指数を振り返れば、現在と同様に低下傾向を辿るなか、1998 年 6 月に 50 を割り込み、その 3 ヶ月後に利下げに踏み切っている。今回の局面においても一つの物差しになり得るだろう。

#### 4. おわりに

低金利環境は企業・家計の金利負担の軽減などを通じて需要を押し上げる側面があり、2019 年 6 月で丸 10 年を迎え戦後最長に並ぶ米国の景気拡大局面のさらなる長期化につながる可能性がある。一方、過度な金融緩和は採算性の低い投資やプロジェクトを活発化させる恐れもある。1998 年当時の利下げは景気後退の回避につながったが、その後に生じた IT バブルの下地を作ったとも解釈できる。FRB のスタンス変化とともに、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、オーストラリアで利下げが実施されるなど緩和的な金融政策が広がり、世界的に金利が低下している。目先の景気下支えが期待されるものの、中長期的には世界経済の安定性を脅かす恐れがあり懸念される。

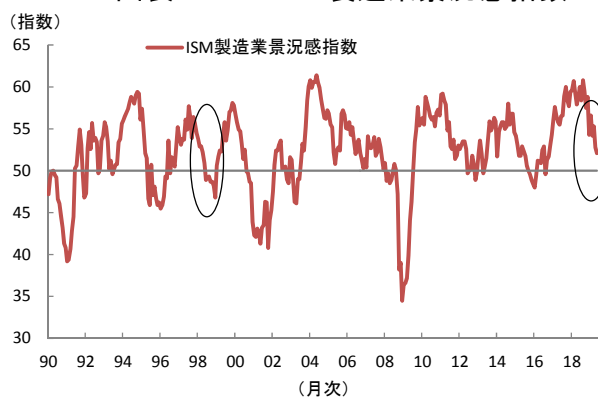
（財務企画部 大野 俊明）

図表 6. ブレイク・イーブン・インフレ率



（資料）Bloombergより富国生命作成

図表 7. ISM 製造業景況感指数



（資料）米供給管理委員会より富国生命作成