

MRI ECONOMIC REVIEW

2019年12月9日
株式会社三菱総合研究所
政策・経済研究センター
谷口 豪

米国FRBによる利下げの政策効果とその副作用

ポイント

- 10年ぶりの利下げの背景には米中対立といった不確実性と米国を悩ます低インフレが存在
- 利下げの効果はIS曲線のスティープ化により限定的と予想、副作用の深刻化には注意が必要
- 今後は、金融政策の采配や副作用に加え、FRBが政治からの独立性を維持できるかに注目

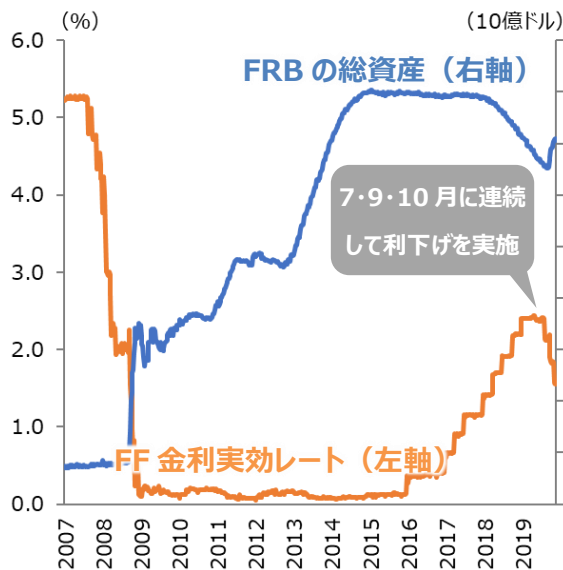
(1) FRBが10年ぶりの利下げへと踏み切った経緯

米国の連邦準備制度理事会（以下、FRB）は、2019年7月末日（現地時間）に、約10年ぶりの政策金利の引き下げへと踏み切り、加えて、資産縮小も、当初の予定から2カ月前倒しで7月末に終了した。その後、9月および10月の連邦公開市場委員会（以下、FOMC）においても一段の利下げが決定され、FRBによる金融政策は、「引き締め」から「緩和」へ舵が切られた（図表1）。一連の政策判断の背景には、①米中対立をはじめとするさまざまな不確実性の存在、②米国のインフレ率とその見通しの停滞、がある（図表2）。

現在、米国景気が大きく下振れする要因となりうる、さまざまな不確実性が存在する。その代表格が

図表1

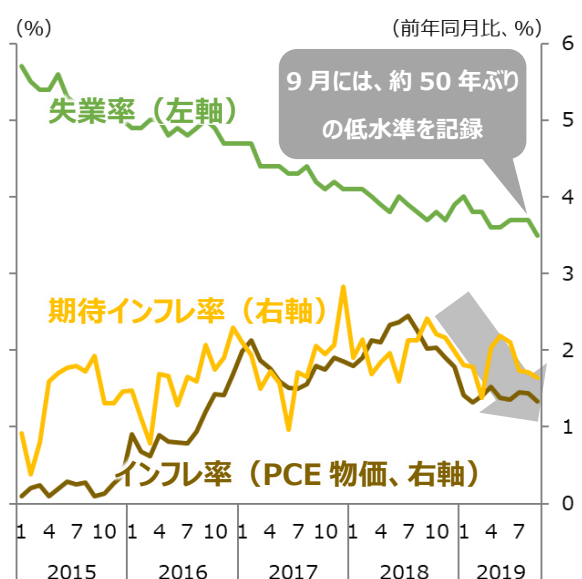
FRBは7月に約10年ぶりの利下げを実行
FF金利実効レートとFRBの資産規模



出所：Federal Reserve Economic Data より三菱総合研究所作成

図表2

失業率が50年ぶりの低水準も、物価とその見通しは停滞
失業率とインフレ率・期待インフレ率



出所：Federal Reserve Economic Data およびクリーブランド連銀より三菱総合研究所作成

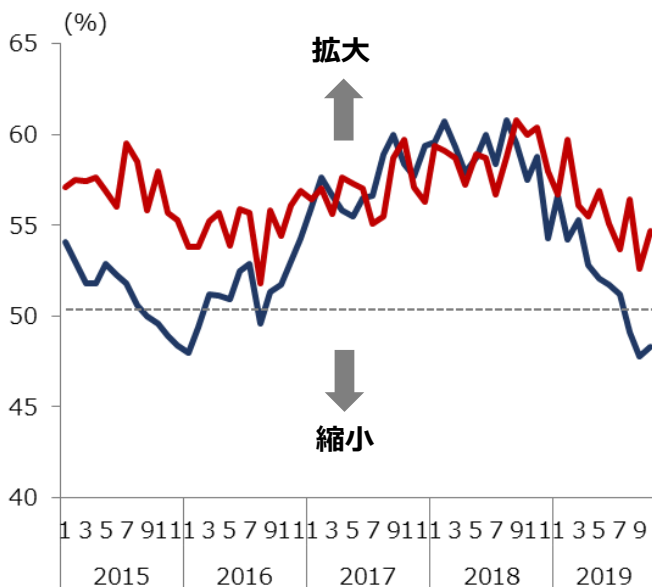
米中間の通商対立である。米国による対中制裁の対象は、当初、340億ドル程度であったが、現在では3600億ドル程度（米国が中国から輸入している製品の約70%に相当）まで拡大した。対する中国も、約70%の米国製品に報復関税を課すこととなった。こうした両国の対立激化は、輸出入品の価格上昇や、不確実性の上昇を通じて、明らかに米国景気への重石になっている。特に、8月の製造業のISM景況感は約3年ぶりに50を割り、活動縮小を示す結果となった（図表3）。米国は、さらなる関税措置の検討も行っており、これが実行された場合には景気が大幅に下振れする可能性もある。

米中間の通商対立は、米国の物価動向にも影響を及ぼしている。米国のインフレ率とその見通しは、米中間の関係悪化に伴う世界経済の減速懸念を背景に、2018年末から2019年始にかけて急減速した。その後も、両国による新たな関税措置の発動や通商協議の難航に伴うマインド悪化などが影響し、低位での推移が続いている¹。米国のフィリップス曲線を推計し、物価上昇率の実績値と1995～2007年平均値の乖離を要因分解すると（図表4）、2019年入り後は、家計の期待インフレの低下や政策要因による押し下げ幅が拡大している²。

FRBによる一連の利下げは、米景気の減速が懸念される中で、先述の不確実性が最悪なシナリオをたどった場合でも、景気の落ち込みを最小限にとどめるために行われた保険的な利下げであった。

図表3

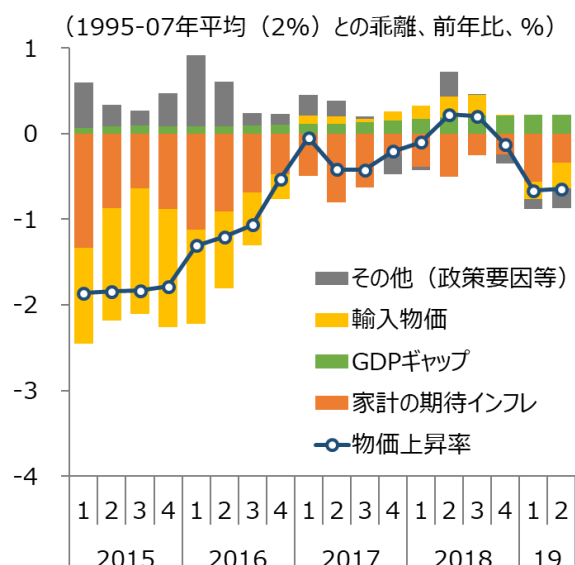
製造業の景況感は3年ぶりに活動縮小 ISM景況指数



出所：全米供給管理協会より三菱総合研究所作成

図表4

米国物価は、期待インフレ低下と政策要因が押下げ 米国物価の要因分解



注：上図の政策要因とは、金融政策の動向ではなく、米中間の通商対立などの政治的要因をまとめたもの。

出所：米国商務省、議会予算局（CBO）、クリーブランド連銀より三菱総合研究所作成

¹ 米国のインフレ率の停滞に関して、FRBは一時的な影響によるとの見方を示している。パウエルFRB議長は、5月のFOMC後の記者会見において、昨今の物価動向は、①2018年末の株値下落に伴う資産管理手数料の下振れ、②原油安による航空運賃の低下、③2019年3月に衣料品の物価指数の作成方法変更、といった特殊要因による可能性を示唆した。

² 物価上昇率を1年先期待インフレ率、物価上昇率（1期前）、GDPギャップ、輸入物価上昇率で回帰したパラメータを用いて試算。期待インフレ率と物価上昇率（1期前）のパラメータは、和が1となるように制約をかけて推計した。1年先期待インフレ率は、クリーブランド連銀公表のものを用いた。

(2) FRB による利下げの政策効果

上記のように、7月以降に行われた3回の利下げは、景気の失速リスクに対する保険的な側面が強く、その効果はより長期的なスパンで評価されるべきである。しかし、利下げによる景気の下支え効果は想定よりも小さい可能性がある。その理由として、「IS 曲線のスティーブ化」を挙げる。

IS 曲線とは、縦軸に利子率、横軸に国民所得をとり、財市場の均衡条件を表す方程式のことだ。通常、IS 曲線は右下がりの形状をしている。これは、財市場の均衡条件の下では、利子率が低いときには GDP が高くなり、利子率が高いときには GDP が低くなる必要があることを意味する。昨今、この IS 曲線がスティーブ化している（立ち上がっている）という主張が、サマーズ元米国財務長官などによってなされている。それは、利子率低下による GDP の押し上げ効果が限定的になっていることを意味する。

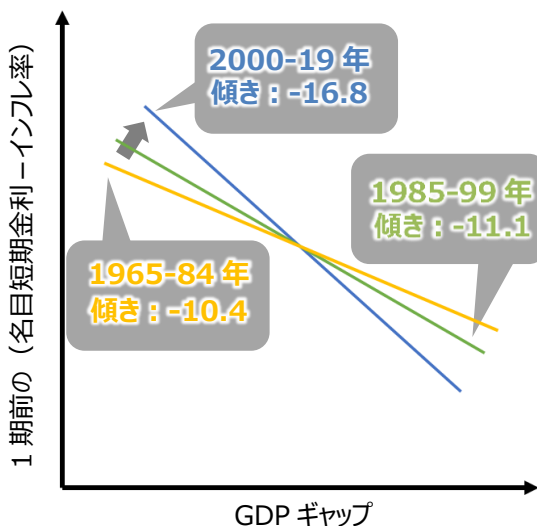
ここで、実際に米国の IS 曲線が立ち上がっているのかを検証するために、本稿では、下記の IS 曲線を推定した。具体的には、データセットを年代ごとに分け、下記の方程式を推定した³。 y_t は t 期の GDP ギャップ、 i_t は t 期の名目の短期金利、 π_t は t 期のインフレ率を表す⁴。

$$y_t = \alpha_1 y_{t-1} + \alpha_2 y_{t-2} + \beta (i_{t-1} - \pi_{t-1}) + \varepsilon_t$$

推定結果に基づけば、米国の IS 曲線は、2000 年代以降、スティーブ化している（推定結果の詳細は、補論を参考）。具体的には、インフレ率が一定である場合、金利低下に伴う GDP の押し上げ効果は、1965 年から 1984 年に比べて、約 3 分の 2 にまで低下している（図表 5）。このような状況下では、中央銀行

図表 5

直近 20 年間の IS 曲線は、過去に比べ、立ち上がっている（スティーブ化している）年代別の IS 曲線の傾き

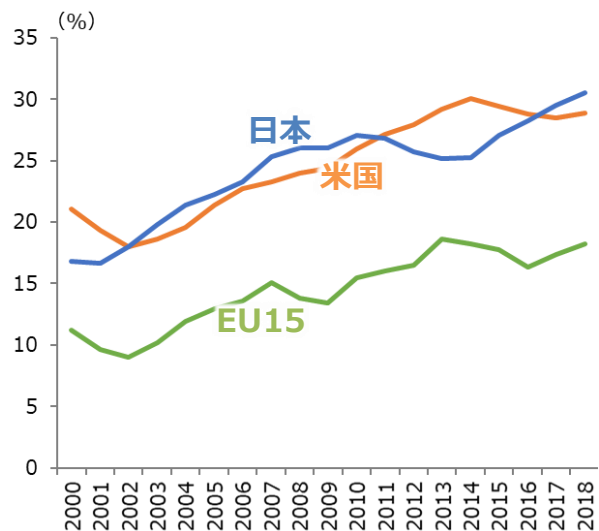


注：IS 曲線の傾きは上記推定式における β の逆数。

出所：Federal Reserve Economic Data、OECD より三菱総合研究所作成

図表 6

企業の内部留保比率は、世界的に増加傾向
主要国（地域）の内部留保比率



注 1：内部留保比率は、利益剰余金/総資産で算出。

注 2：金融業と不動産業は除く。

出所：Osiris より三菱総合研究所作成

³ この推定式は、Fuhrer and Moore (1995)、Rudebusch and Svensson (1999) といった実証研究において用いられている、バックワード・ルッキング型 IS 曲線の単純形である。

⁴ 本稿では、名目の短期金利として、実効 FF 金利のものを、インフレ率として GDP デフレーター上昇率を用いた。各データは、全て四半期ベース。

が積極的な利下げを行っても、景気刺激効果は限界的なものにとどまる可能性がある。

米国の IS 曲線がスティープ化している背景には、さまざまな要因があると考えられる。その中でも、企業による内部留保の増加が大きく影響していると考えられる。内部留保は日本企業のみならず世界各国において増加傾向にある（図表 6）。米国の内部留保比率は、日本のそれとほぼ同水準上昇で推移している。内部留保は、そのすべてが、企業内に蓄えられていくのではなく、基本的には生産設備の増強など設備投資に振り分けられる。企業が、銀行から借り入れではなく、内部留保を元手に投資を行うようになったため、金利の低下で企業による設備投資を刺激することが難しくなっている可能性がある。

(3) FRB による利下げがもたらし得る副作用

FRB による一連の利下げは、景気を下支える効果が薄いだけでなく、さまざまな副作用をもたらすと予想する。こうした副作用は、将来的に米国経済・世界経済への重石となる可能性がある。

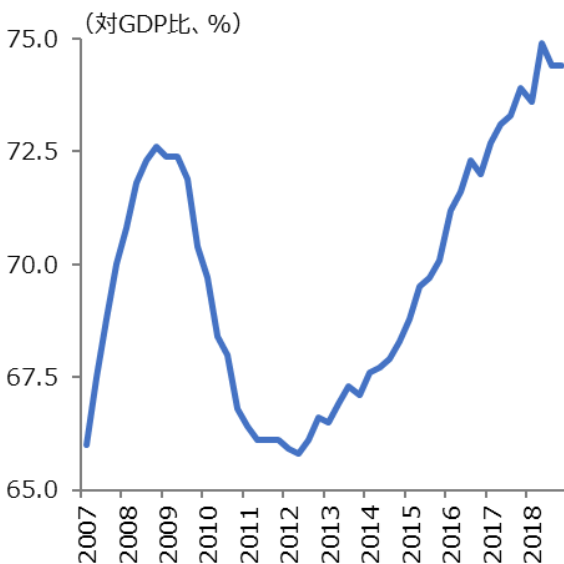
① 企業債務の一段の悪化

まず、企業債務のさらなる増加が懸念される。これまで長期にわたって続いた低金利も影響し、米国の企業債務は現在、高水準にある（図表 7）。なかでも、レバレッジド・ローンと呼ばれる、信用力の低い企業向け融資の残高が急増してきた。背景には、米銀によるレバレッジド・ローンの貸出基準の緩和がある。さらには、レバレッジド・ローン市場の一部は、財務制限条項⁵を持たない、もしくは緩和したローンになっている。後者は、コベナンツライト・ローンと呼ばれ、昨今増加傾向にある融資形態だ。

また、レバレッジド・ローンに加えて、足元で高んでいるのが、低格付けの社債である。米社債の利

図表 7

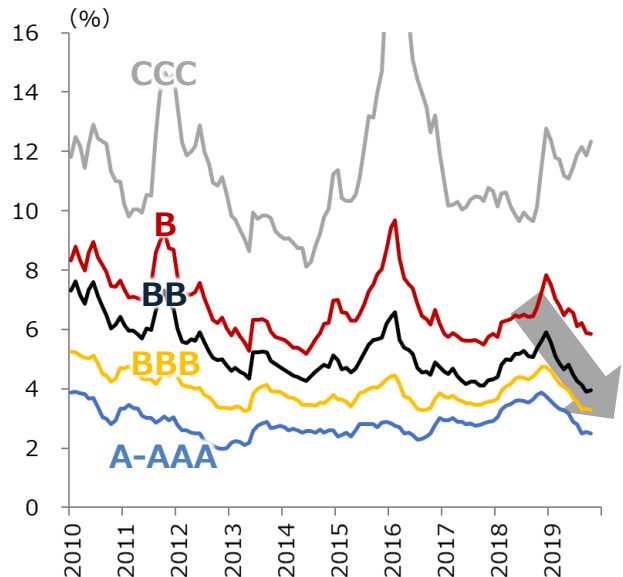
企業債務の対 GDP 比率は、過去最高水準まで上昇
企業債務の対 GDP 比率



出所：国際決済銀行より三菱総合研究所作成

図表 8

高利回りを求めてリスクの高い債券への投資が拡大
米社債格付け別の実効利回り



注：データは ICE BofAML US Effective Yield。

出所：Federal Reserve Economic Data より三菱総合研究所作成

⁵ 財務制限条項とは、投資家を保護するための条項であり、借入企業の財務状況が悪化した時に、ローンの償還を強制するといった効力を持つ。

回りを格付け別にみると、2018 年末以降、投機的格付けとされるダブル B 以下の社債の利回りも軒並み低下している（図表 8）。歴史的な低金利が続くなか、高い利回りを求めて、リスクの高い債券への投資が拡大していることが伺える。

レバレッジド・ローンや低格付け社債の増加が、先述の内部留保の増加と矛盾すると思われるかもしれないが、それぞれの手段を用いる主体やその使い道は両者で異なる。前者で資金調達を行っているのは、信用力の低い企業に限られるが、内部留保で資金を調達しているのは財務状況が良い企業であろう。また、内部留保が設備投資や研究開発に向けられている一方、国際通貨基金（IMF）によれば、レバレッジド・ローンによって調達された資金の多くは、ローンの借り換えや M&A に使われている⁶。低格付け社債の発行体も、基本的には財務体質が悪い企業であるため、その使い道は、借り換えや債務の返済に充てられているとみられる。

こうした企業債務の増加は、企業の債務返済負担を高め、経済活動の重石となるだけでなく、景気悪化時には金融システムを不安定化させるリスクとなりかねない。

② 世界的な金融緩和と通貨安誘導

世界最大の資産を抱える FRB の金融政策は、世界各国の中央銀行による政策判断にも影響を及ぼす。例えば、日本やユーロ圏では、米国が利下げした場合に、米国との金利差縮小に伴い、通貨高が進行し、輸出が下押しされかねない。輸出の悪化が景気を下振れさせる場合、各国の中央銀行は、金融緩和的な方向に動かざるを得なくなる可能性もある。

実際に、今年に入り FRB による利下げ観測が強まって以降、さまざまな国において、中央銀行が政策

図表 9

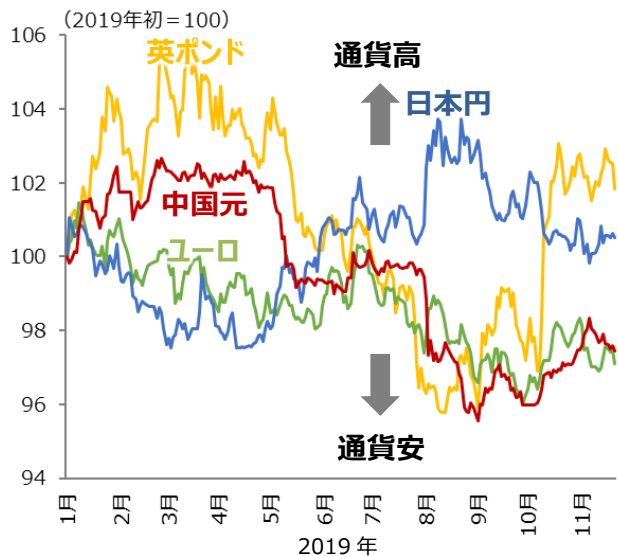
FRB の利下げ観測が強まって以降、利下げが相次ぐ
主要な中央銀行による政策金利引き下げに関する動き

国（地域）	日付	前回の利下げから
インド	2月7日	1年半ぶり
ニュージーランド	5月8日	2年半ぶり
フィリピン	5月9日	6年半ぶり
オーストラリア	6月4日	2年9カ月ぶり
インドネシア	7月18日	1年10カ月ぶり
韓国	7月18日	3年ぶり
ブラジル	7月31日	1年4カ月ぶり
タイ	8月7日	4年4カ月ぶり
メキシコ	8月15日	5年2カ月ぶり
ユーロ圏	9月12日	3年半ぶり
オランダ	9月12日	3年半ぶり

出所：各種資料より三菱総合研究所作成

図表 10

FRB による利下げ観測に伴い主要通貨の多くが下落
主要通貨の対ドル為替レート



注：ポンドの10月頃の急上昇は、英国のEU離脱交渉を巡り、英国とEUとの間で合意に達したことが背景にあるとみられる。
出所：Federal Reserve Economic Data より三菱総合研究所作成

⁶ International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report”, April 2019

金利の引き下げを決定した（図表 9）。欧州中央銀行は、9月に、主要な政策金利である預金金利を3年半ぶりに引き下げた。加えて、昨年12月に終了していた量的緩和も再開し、毎月200億ユーロのユーロ圏債券の買い入れを行うことを決定した。また、日本銀行は、政策金利の引き下げにまでは至っていないものの、10月に、フォワード・ガイダンスの一部を変更するなど、金融緩和的手段の準備に入っているとみられる。また、中央銀行による相次ぐ利下げや政策転換を受け、主要な通貨の多くが、対ドル為替レートで下落している（図表 10）。

IMFは、こうした状況に対し、「通貨安誘導による貿易収支の改善は限定的である一方、国際金融システムの秩序を害し、むしろ各国経済に悪影響が出かねない」と警鐘を鳴らしている。

（4）まとめと今後の注目点

以上のように、米国FRBによる一連の利下げは、IS曲線のスティープ化によって、景気下支え効果が限定的にとどまる可能性が高い。加えて、今回の政策判断は、効果が限定的であるだけでなく、将来的に世界経済への重石になりかねないさまざまな副作用をもたらし得る。第1に、米国における企業債務の増加には注意が必要だ。企業債務の増加は、景気の振幅を拡大させ、金融市場を不安定化させる火種になることが懸念される。第2に、世界的な通貨安誘導だ。FRBによる利下げ観測が強まって以降、既に多くの中央銀行で政策金利の引き下げや、フォワード・ガイダンスの変更が行われており、その動きが始まっていると言っても過言ではない。

第3に、上記の副作用に加え、FRBの独立性維持に関する懸念である。FRBのパウエル議長は、7月以降の利下げ判断に関して、トランプ大統領が直接的な影響を及ぼしたとの見方は否定している。ただし、今後も同機関が「政治からの独立性」を保てるかは、空席のFRB理事2席に、どのような人物が就任するかにも左右される。大統領と親密な人物が理事に就任すれば、政策判断に政治的意向が反映される恐れがある。

最後の注目点として、FRBによる政策手段の再検討がある。FRBは、2019年に金融政策に関わるカンファレンスを全米各地で開催し、金融政策における政策手段や市場とのコミュニケーションのあり方などについて、専門家のみならず一般市民からも広く意見を収集した。これらカンファレンスにおける議論を受けての結論は2020年前半に出される予定であるが、特に注目されるのは、物価目標の新手法に関する検討である。現在、FRBが採用している物価目標の手法は「柔軟なインフレ目標 (flexible inflation targeting)」と呼ばれるものだ。これは、FF金利を調整し、インフレ率を可能な限り2%付近で維持することを目標としている。しかし、物価目標の設定（2012年1月）以降も、実際のインフレ率はほぼ目標値を下回って推移しており、FF金利を引き上げづらい状況が続いている。このような状況を受け、FRBでは主に「平均インフレ率目標 (average inflation targeting)」と「物価水準目標 (price level targeting)」という2つの手法が検討されている。両手法とも、持続的な低インフレを回避するために、物価基調が弱い時期があった場合には、インフレ率が一定期間にわたって目標を上回ることを許容するというものだ。

今後は、FRBによる金融政策の采配や、その副作用のみならず、中央銀行としての独立性の維持や、金融政策における新手法検討の行方にも注目していきたい。

補論：IS 曲線の推定方法

ここでは、本稿 P.3 において記載した IS 曲線の推定について、詳述する。まず、推定に用いたデータは下記のとおりである（図表 11）。

図表 11

推定に用いたデータとその出所

変数名	用いたデータ	出所
GDPギャップ	$\frac{(\text{実質GDP} - \text{実質潜在GDP})}{\text{実質潜在GDP}} \times 100$	実質GDPは米国経済分析局、 実質潜在GDPは米国議会予算局
名目の短期金利	実効FF金利	FRB
インフレ率	GDPデフレーターの前年同期比上昇率	米国経済分析局

注：データは全て四半期ベース。
出所：三菱総合研究所

推定にあたっては、上記のデータを①1965～1984年、②1985～1999年、③2000～2019年第2四半期に分割し、それぞれについて最小二乗法（OLS）を用いて、パラメータを推定した。推定されたパラメータと調整済みR²は以下の通りである（図表 12）。推定式では、説明変数に FF 金利を、被説明変数に GDP ギャップを用いているため、実際の IS 曲線の傾きは、1 期前の（FF 金利－インフレ率）に対する回帰係数（上図の赤枠内の数値）の逆数となる。

図表 12

IS 曲線の推定結果

	1965～1984年	1985～1999年	2000～2019年
定数項	0.187	0.398	-0.083
1期前のGDPギャップ	1.200***	1.169***	1.249***
2期前のGDPギャップ	-0.286**	-0.143	-0.289*
1期前の（FF金利－インフレ率）	-0.097*	-0.090*	-0.060
調整済みR ²	0.896	0.920	0.916

注：回帰係数右上についているアスタリスクは、***：p値<0.001、**：p値<0.01、*：p値<0.05を表す。
出所：三菱総合研究所

参考文献

- [1] Fuhrer, J. and G. Moore (1995), *Monetary Policy Trade-Offs and the Correlation Between Nominal Interest Rates and Real Output*, American Economic Review, 85, 219-239.
- [2] Rudebusch, G. and L. Svensson, (1999), *Policy Rules for Inflation Targeting*, in: J. Taylor (ed.), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press for NBER
- [3] Charles, G. and B. Hofmann (2003), *The IS Curve and the Transmission of Monetary Policy: Is there a Puzzle ?*, Applied Economics, Taylor & Francis Journals, 37(1), 29-36
- [4] International Monetary Fund (2019), *Chapter 1: Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle*, Global Financial Stability Report April 2019, 1-59
- [5] カール・E・ウォルシュ. (2019), 低金利環境のもとでのインフレ目標政策とその代替的な政策運営枠組み, 金融研究, 38(4), 47-83

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所

〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目 10 番 3 号

【内容に関するお問い合わせ】

政策・経済研究センター 谷口豪

電話:03-6858-2717 メール:go_taniguchi@mri.co.jp

【報道機関からのお問い合わせ】

広報部

電話:03-6705-6000 メール:media@mri.co.jp