

みずほマーケットインサイト	US	2010/3/15
みずほ総合研究所 市場調査部 上席主任研究員・シニアエコノミスト 小野 亮 (03-3591-1219) makoto.ono@mizuho-ri.co.jp	<h2 style="margin: 0;">未だ出口は遙か彼方</h2> <h3 style="margin: 0;">～FRB 予測を用いたテイラー・ルールの推計</h3>	

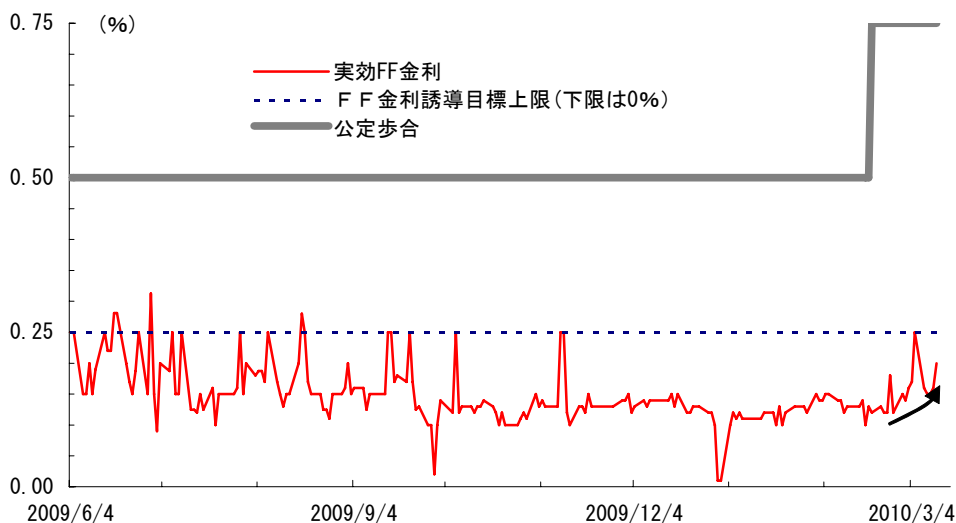
- FRBの経済見通しを用いたテイラー・ルールはFF金利予測にとって単純かつ強力な指針に
- 最適FF金利水準は足元マイナス4%超。2011年末にようやくゼロ近傍
- 3月FOMCが金融政策の時間軸を短縮化すれば、“早過ぎる出口”となる可能性

4月以降、本格化が予想される過剰流動性の吸収(FRBのバランスシートへの釘付け)

連邦準備制度理事会(FRB)は、金融危機に対処するために実施してきた数々の緊急施策(信用緩和策)を終えつつある。4月以降は、タームリバースレポやターム預金ファシリティの導入によって余剰資金をFRBのバランスシートに“釘付け”するという新たな局面を迎える。またすでに再開されている米国財務省による補完的資金調達プログラム(SFP)も、短期国債に対する投資家の強い需要への対応という側面とは別に、FRBに代わって事実上の“売り出し手形オペ”を行なうことで資金吸収を図るといった側面を持ち合わせている。

これらの手段を通じ、短期金融市場の過剰流動性がFRBのバランスシートに釘付けされるにつれて、現在は誘導目標レンジ(0.00%~0.25%)の中央近辺で推移しているフェデラルファンド金利(FF金利)が徐々にレンジ上限に張り付くようになるだろう(図表1)。現在、多額の超過準備を抱えた銀行は、所要準備のための資金調達を必要としていない。一方、実質国有化されているGSE(ファニーメイとフレディマック)は現金等の高い流動性を持つオペレーションを行なっている。

図表1 公定歩合、FF金利誘導目標(レンジ)、実効FF金利



(資料)Bloomberg

一部報道によれば、「例外的な低金利」を「かなりの長期間」にわたって続けるという文言の修正が、3月FOMCの主要議題になる可能性

バーナンキ議長は予測に基づく政策運営を強調。予測ベースのテイラー・ルールによれば足元の“あるべき”政策金利はマイナス4%前後

彼らは準備預金を持っていないため、準備預金金利以下で資金を運用するインセンティブを持つ。こうして短期金融市場における過剰流動性の存在が、FF金利に対するFRBのコントローラビリティを低下させているのである。

過剰流動性の釘付けによってFRBがFF金利に対するコントローラビリティを取り戻す日もそう遠くはないだろう。FRBにとっては、その時点でようやく、真の出口政策である「利上げ」のための用意ができたことになると言える。

一方、ウォールストリート・ジャーナル紙（2010/3/10）によれば、3月16日に開催される連邦公開市場委員会（FOMC）において、金融政策の見通しを示す声明文の文言を修正するかどうか議論されるという。

対象となるのは、「例外的な低金利（exceptionally low）」を「かなりの長期間（for an extended period）」にわたって続けるという文言だ。報道によれば、「極めて緩和的な政策（highly accommodative）」を「しばらくの間（for some time）」続ける、という文言に修正される可能性があるという。将来の利上げに備えて、金融政策の時間軸を短縮化しよう（弱めよう）とする変更である。

こうした修正には前例がある。2003年から2004年にかけての政策転換において、最初の利上げ（2004年6月）の5カ月前に、声明文の一部が、緩和政策の時間軸を弱める表現に修正された（図表2）。そして利上げの1カ月前には、声明文が緩和政策の解除に踏み切ることを示す表現に変更されている。2003年から2004年にかけての政策転換の例に倣い、かつ3月FOMCにおいて上述した時間軸に関する文言の修正が行なわれるとすれば、半年後にあたる今年9月FOMCで、利上げが始まる可能性が示唆される。

しかし、FRBの経済見通しを利用したテイラー・ルールに従えば、こうした文言修正は時期尚早ではないかと思われる。“あるべき”政策金利は足元でマイナス4%前後に達するためだ。

バーナンキ議長は今年1月の学会講演で、FRBの政策運営は彼ら自身の経済見通しに基づいて決定されていると述べた（Bernanke（2010））。そこで本稿では1996年から2008年までのFRBの経済見通しを用いてテイラー・ルールの推計を行っ

図表2 前回の政策転換時における声明文の修正

2003年	6月25日	最後の利下げを実際 「予見し得る将来にわたって、すでに低いインフレ率が、さらに一段と望ましからぬ水準に低下してしまう可能性が圧倒的に大きい」
	8月12日	「緩和的政策をかなりの期間（a considerable period）にわたり維持」
2004年	1月28日	「緩和的政策を解除せずいられる（patient in removing its policy accommodation）」
	5月4日	「ゆっくりとしたペースで（at a pace that is likely to be measured）緩和政策を解除できる」
	6月30日	最初の利上げを実施

（資料）連邦準備制度理事会

た。Orphanides and Wieland (2007) に倣い、F R Bの経済見通しが得られる四半期を対象として当該時点における4四半期後のインフレ見通しと失業見通しを作成、説明変数とした。通常、テイラー・ルール¹の推計では政策金利のラグ項を①「金融政策の慣性」を表す変数として、また②推計式の説明力を高めるために、説明変数に加えることが多い。しかし本稿では、Orphanides and Wieland (2007) と同様、ラグ項を加えずとも高い説明力が得られた。

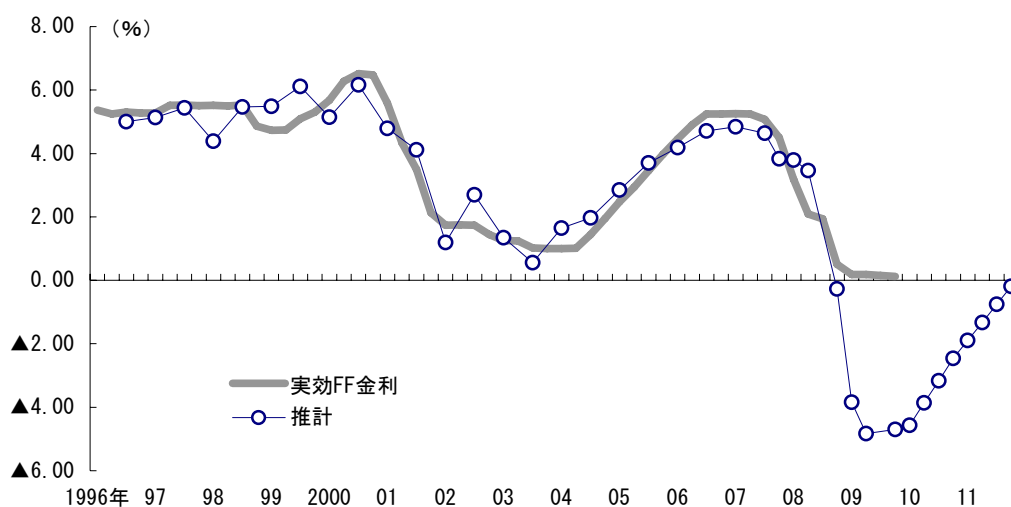
また、一般的なテイラー・ルール²の推計では、説明変数としてGDPギャップが使われるが、F R BによるGDPギャップの見通しは知り得ない。そこで本稿では、Orphanides and Wieland (2007) と同様にGDPギャップの代わりに失業率の見通しを利用した。失業率とNAIRU（インフレを加速させない失業率）との間のギャップと、GDPギャップとの間に見られる関係（オウクンの法則）が安定的である限り、失業率を代理変数に用いても問題は少ないと考えられる。なおサンフランシスコ連邦準備銀行のレポートによれば、2009年入り後、これまでのようなオウクンの法則が成り立っていない可能性があり、その背景には高い労働生産性の伸びがあるという（Daly and Hobijn (2010)）。労働生産性の高まりは均衡実質金利を引き上げる一方、デフレギャップの拡大を通じて低金利政策をサポートする要因にもなる。

今年1月のF R B経済見通しを用いたテイラー・ルールによれば、米国経済がF R Bの見通しに沿って回復しても、“あるべき” F F金利は2010年のみならず、2011年を通じてマイナス圏が続く（図表3）。本稿の推計結果からは「利上げ」という出口は早くても2011年末になりそうだ。

もし、3月FOMCにおいて時間軸を弱めるような文言修正が施されるとすれば、同時に経済見通しが大幅に引き上げられるはずである。2月の雇用統計や小売統計が悪天候にもかかわらず（市場予想と比べて）良好であったことはその材料となる。しかし、テイラー・ルールが指し示す“あるべき” F F金利の水準（例えば2010

「利上げ」という出口が見えるのは2011年末。現時点において、時間軸を短縮するようなFOMC声明文の修正は時期尚早の可能性

図表3 F R B経済見通しを用いたテイラー・ルールが示す F F金利水準



(注) 推計期間：1996年～2008年（F R B見通しが得られる四半期のみ）。
 実効 F F金利 = $8.01 + 1.99 \times \text{インフレ見通し} - 1.60 \times \text{失業率見通し}$
 (1.40) (0.30) (0.20)
 括弧内は標準誤差。決定係数0.88、回帰の標準誤差0.67、DW比1.43。
 (資料) 連邦準備制度理事会、みずほ総合研究所

ただし、信用緩和策の効果を
どう織り込むかによっても
政策金利の見通しが大きく
異なり得る点に注意が必要

年第4四半期でマイナス2.5%近傍)を覆すほど、経済見通しが良化しているとも
思われない。時間軸の短縮化は時期尚早である可能性が指摘できるのである。

最後に、本稿の推計が持つ限界に触れておこう。それはFRBによる信用緩和策
が米国経済に与えた影響を考慮していない点である。

かつてコーン副議長はそうした政策が長期金利を100bp程度押し下げたと発言し
た(Kohn(2009))。FRBのマクロ経済モデル(FRB/USモデル)で用いられて
いる金利の期間構造(米国債10年利回りとFF金利との関係)に従えば、長期
金利を100bp押し下げるとは「政策金利が当期及びその後の4四半期にわたって
6%程度引き下げられるという予想が形成されること」に等しい。これは極端な例
示ではあるが、FRBの利上げのタイミングを読み解く上では、信用緩和策の効果
をFF金利の操作に引きなおすことは極めて重要であり、今後の研究課題である。

参考文献

- Bernanke, Ben S. (2010) "Monetary Policy and the Housing Bubbles," Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, Board of Governors of the Federal Reserve, January 3
- Daly, Mary and Bart Hobiijn (2010) "Okun's Law and the Unemployment Surprise of 2009," *FRBSF Economic Letter*, 2010-7, March 8
- Kohn, Donald L. (2009) "Interactions between Monetary and Fiscal Policy in the Current Situation," At the Conference on Monetary-Fiscal Policy Interactions, Expectations, and Dynamics in the Current Economic Crisis, Princeton University, Princeton, New Jersey, May 23
- Orphanides, Athanasios and Volker Wieland (2007) "Economic Projections and Rules-of-Thumb for Monetary Policy," *CEPR Discussion Papers*, No.6748, October