

APIR Commentary No.36

CQM 予測 (1 月 2 日) は連銀の迅速な政策金利の 引き上げを示唆

結局はフォワードガイダンスに縛られる金融政策

連銀エコノミストの誰もが“金融政策はデータ次第 (data-dependent)”とか“金融政策は経済がどのように進展しているのかによる (how the economy evolves)”と言う。すなわち、金融政策は現状の景気動向次第という当然のことを言っている。しかし、彼らの現状の景気判断は FOMC 声明にみるようにほとんどの場合“景気は緩やかなペースで拡大している (with moderate pace)”という曖昧なものになっている。すなわち、恣意的な操作の全くない Data-dependent な CQM 予測に見るような、数値とトレンドで現状の景気動向を常に表すツールは連銀にはない。それ故、連銀エコノミスト達は、1 年、2 年先の景気状況を想定してのフォワードガイダンスに縛られる金融政策を考えざるを得ない。従って、彼らの間の金融政策の考え方の相違も大きくなる。

図表 1 は連銀がゼロ金利政策を維持するためにこれまで導入してきたフォワードガイダンスの変化を示したものである。これだけ、フォワードガイダンスが変化してきたと言うことは、如何に連銀エコノミスト達の 1 年、2 年先の景気見通しが間違っていたかを示すものでもある。例えば、2012 年 4 月の FOMC ミーティングにおける 17 人の連銀エコノミストの政策金利引き上げ時期の予測では、3 人が 2012 年内、3 人が 2013 年内、7 人が 2014 年内と間違った予測をしている。2014 年 12 月の FOMC ミーティングでは、“QE3 (3 回目の数量的緩和) の終了後 ‘しばらくの間 (a considerable time)’ ゼロ金利政策を維持するという”文言の削除が問題となったが、この文言を削除せず更に“金融正常化を始めるまで連銀は ‘忍耐強く (patient)’ ”という文言を追加したフォワードガイダンスが変わった。この“patient”の文言によって Yellen 連銀議長は少なくとも、2015 年 1 月、3 月の FOMC ミーティングで政策金利の引き上げがないことを示唆した。すなわち、金融政策は Data-Dependent ではないのである。

図表 1: ゼロ金利政策維持のためのフォワードガイダンスの変更

FFR=0% - 0.25%	FOMC声明に導入されたフォワードガイダンス (FG) の文言	QE (数量的金融緩和)	Richard Fisher による分類
2009年1月28日	"For some time (しばらくの間)"	QE1 (2008/12 - 2010/3)	
2009年3月18日	"For an extended period (更なる期間) "		
2011年8月9日	少なくとも2013年半ばまで	QE2 (2010/11 - 2011/6)	
2012年1月25日	少なくとも2014年の後半まで		
2012年9月13日	少なくとも2015年半ばまで		Odysseus (カレンダーベース)
2012年12月12日	失業率: 6.5% (基準点) の導入		
2014年7月30日	"Considerable time (相当期間)"	QE3 (2012/9 - 2014/10)	Apollo (神のご託宣)
	QE終了後		
	経済回復が強くなるまで		
2014年12月	失業率 (6.5%) を削除し、いろいろな労働市場の指標から労働市場のslackに言及		
	"Patient"の追加		
FFR: フェデラルファンドレート目標値			

オデュッセウス型とアポロ型のフォワードガイダンス

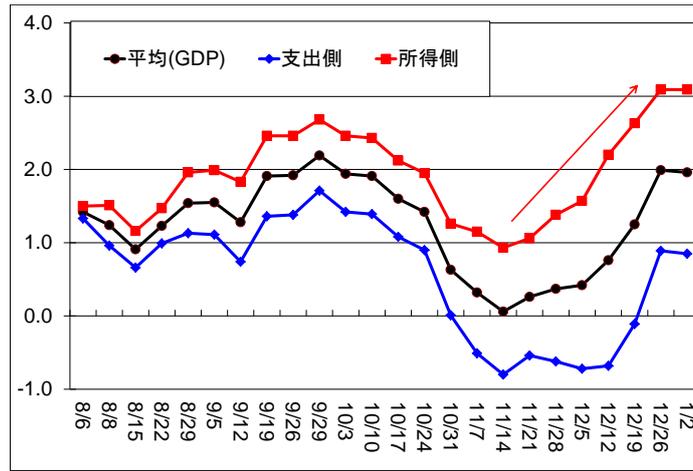
ダラス連銀の Richard W. Fisher 総裁はフォワードガイダンスをオデュッセウス型とアポロ型の 2 つのタイプに分けている（注 1）。図表 1 に見るように、一つはゼロ金利政策がある特定の期間は維持されると言うように、金融政策が Calendar-dependent になるオデュッセウス型である。もう一つは、失業率が 6.5%になるまでゼロ金利政策が維持されると言うようなあたかも神のご託宣のようなアポロ型のものである。これらが、共に役立たなかったことは事実である。“Considerable time”の文言に対して、Plosser 総裁などは、金融政策が Calendar-dependent になることを懸念して常に反対をしていた。Yellen 連銀議長は“considerable time”を約 6 ヶ月と示唆し、Fisher 連銀副議長は 2 ヶ月から 1 年と言うのだから、連銀は市場の信頼を失うことになりかねない。昨年 12 月の FOMC 声明における“patient”の文言の挿入に対して、Yellen 連銀議長はその後の記者会見で、従来の金融政策のスタンスに変わりはないと言うのだから、フォワードガイダンスが言葉の遊びのように思われてもしょうがない。

2015 年 1 月 2 日の CQM 予測

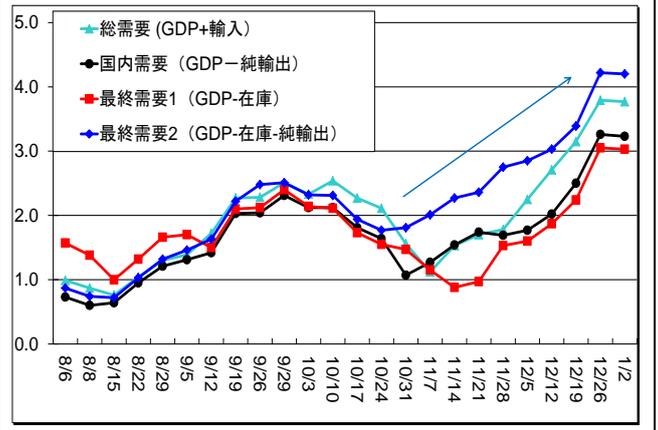
金融政策が Date-dependent であることに反対を唱えるエコノミストがいないことから、最新の CQM 予測から景気の現状をみってみる。1 月 2 日に発表された 11 月の建設支出までの経済統計を更新した時の、実質 GDP とその他アグリゲート指標の CQM 予測（2014Q4, 2015Q1）は図表 2 - 5 で示される。2014Q4 の実質 GDP の伸び率予測値が 0.9%と支出サイドからまだ低いが、所得サイドからの実質 GDP 予測値は 11 月半ばから堅調な上昇トレンドを形成し、1 月 2 日の CQM 予測では 3.2%にまで上方修正されてきた（図表 2）。このように、所得サイドからの実質 GDP が堅調な時、支出サイドからの実質 GDP 予測値も上方に修正される可能性が高い。実質 GDP ばかりか、その他の実質アグリゲート指標でも、景気が堅調に拡大していることが分かる（図表 3）。1 月 2 日の CQM 予測でこれらの成長率は 3.0% - 4.2%の範囲になっている。

2015Q1 の実質 GDP、その他の実質アグリゲート指標のそれぞれの予測値をみても、11 月半ばからの堅調なトレンド、またそれぞれの成長率をみても米国経済の堅調な拡大が期待できる。すなわち、このような実体経済の拡大が期待できる時、ゼロ金利政策を維持する必要はなく、連銀は政策金利の正常化にすぐにも着手すべきである。連銀エコノミストが常に言う“政策金利引き上げに耐えるほど景気が十分に強く回復していると自信が持てるようになるまで待つ”という状況が今は達成できていると CQM 予測は示している。しかし、CQM 予測と同じような考えをもつ連銀エコノミストは、フィラデルフィア連銀の Charles I. Plosser 総裁とクリーブランド連銀の Loretta J. Mester 総裁の 2 人だけである。Plosser 総裁は昨年末に発表した論文“Monetary Policy Report: Using Rules for Benchmarking（注 2）”において、彼らの予測モデルからみて、改善している経済とペースを合わせるために、連銀はすぐにも政策金利を引き上げるべきと言っている。Mester 総裁は“インフレは連銀目標に徐々に戻ることが期待できるし、政策金利は今年前半に引き上げられると予想できる”と言っている。

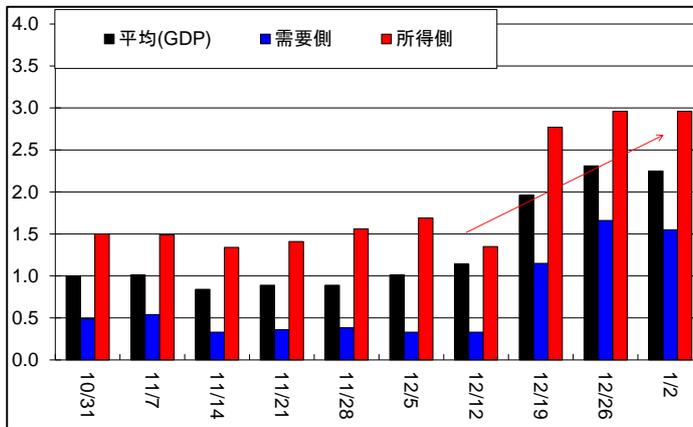
図表 2: 2014Q4 の実質 GDP の CQM 予測 (% , saar)



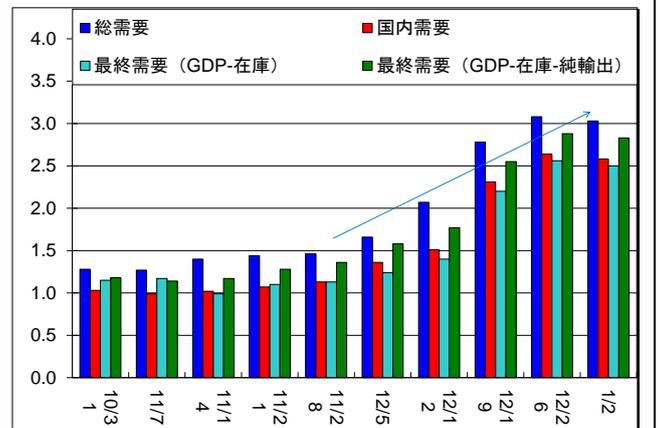
図表 3: 2014Q4 の実質アグリゲート指標の CQM 予測 (% , saar)



図表 4: 2015Q1 の実質 GDP の CQM 予測 (% , saar)



図表 5: 2015Q1 の実質アグリゲート指標の CQM 予測 (% , saar)



2015 年 FOMC（連邦公開市場委員会）における投票権をもつハト派エコノミストの増加

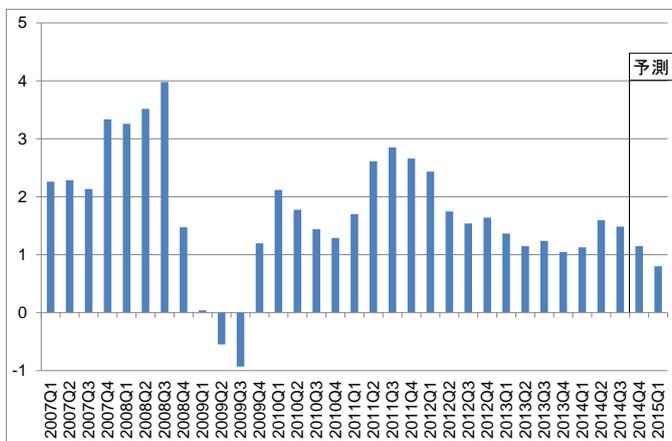
FOMC において投票権をもつ 4 人の地区連銀総裁が 2014 年には 3 人のタカ派エコノミストの Plosser 総裁、Mester 総裁、リッチモンド連銀の Richard W. Fisher と 1 人のハト派エコノミストのミネアポリス連銀の Narayana Kocherlakota 総裁であったが、2015 年には 3 人のハト派エコノミストのアトランタ連銀の Dennis P. Lockhart 総裁、サンフランシスコ連銀の John C. Williams 総裁、シカゴ連銀の Charles L. Evans 総裁と 1 人のタカ派エコノミストのリッチモンド連銀の Jeffrey M. Lacker 総裁に変わる。ハト派エコノミストがゼロ金利政策の維持に拘る最大の理由として、ヘッドラインインフレ率が連銀の目標値の 2% に達していないことがある（図表 6）。図表 6 に見るように、現在のヘッドラインインフレ率は 1.0% - 1.5% と言える。これはハト派連銀エコノミストにとって連銀の 2% インフレ目標から “well below” なのである。

何故か、物価安定という目標が今では 2% インフレの達成になってしまった。市場経済において 2% インフレを達成・維持することは不可能である。まして、2% インフレが仮に達成されたとしても、持続的な高成長経済が実現されるわけではない。連銀は物価安定をインフレ率が 0% - 2% の範囲を超えてインフレ（あるいはデフレ）が加速するのを防ぐと考え直さない限り、いつまでもチルチルミチルのように青い鳥を追うことになる。2015 年の FOMC におけるメンバーの顔触れを見る限り、簡単に政策金利が引き上げられることはないだろう。

日本経済をみれば分かるように、金融政策者はゼロ金利政策を長期的に維持することによって景気が常に刺激されるわけではなく、一方所得サイドでは利子所得が毎年大幅に減少していることを理解すべきである。図表7に見るように、家計の利子所得は2008年の\$1,362 bn. に対して2013年には\$1,255 bn. と\$107 bn. も低くなっている。住宅投資額が\$570 bn. 程度であることを考えれば、ゼロ金利政策によって利子所得が2008年に比べて非常に減少していることが理解できる。

ハト派エコノミストの考え方が2015年の金融政策に強く反映される可能性が高い。これによって、金融政策の正常化へのタイミングがますます遅れ、金融資産へ資金が更に流れバブル経済の形成が助長され、所得分配も悪化する。金融政策者は、ITエコノミーにおける金融政策の限界を理解し、正常な持続的経済成長は正常な金融・財政政策のもとで可能なことを理解すべきである。2014Q2、Q3とそれぞれ4.6%、5.0%の経済成長率を達成し、2014Q4、2015Q1に堅調な経済成長率が期待できる今、連銀は金融政策の正常化への第一歩を踏み出すべきである。

図表6: ヘッドラインインフレ率 (% , 前年同期比)



図表7: 家計の利子所得と利子支払(10億ドル)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
利子所得	1362	1264	1195	1232	1256	1255
利子支払い	290	274	251	241	242	247
純利子	1072	990	944	990	1014	1008

注1: Fisher, W. Richard “Forward Guidance” Remarks before the Asia Society Hong Kong Center on April 4, 2014. President and CEO of Federal Reserve Bank of Dallas

注2: Dotsey, Michael, Charles I. Plosser and Keith Sill, “Monetary Policy Report: Using Rules for Benchmarking” Federal Reserve Bank of Philadelphia, December 2014

<ITeconomy Advisors 社 CEO 熊坂侑三 contact@apir.or.jp 06-6485-7690 >

- ・本レポートは、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当研究所の見解を示すものではありません。
- ・本レポートは信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された内容は、今後予告なしに変更されることがあります。