

米国の利上げを試算すると・・・

～FRBは慎重な利上げペースを実施するだろうが～

渡部 喜智

本誌刊行時点では既に判明しているが、6月末の米国・連邦公開市場委員会ではフェデラルファンド・レート(以下FFレート)引き上げの公算が大であり、0.25%の利上げが予想コンセンサスとなっている。

それを前に「ソフト・ニュース」と称される、グリーンズパンFRB議長をはじめとする連銀首脳の発言に関心が集まった。

グリーンズパン議長は6月15日の米上院銀行委員会・指名承認公聴会で、米景気拡大の強さを指摘する一方、物価の上昇圧力は深刻ではないとして、

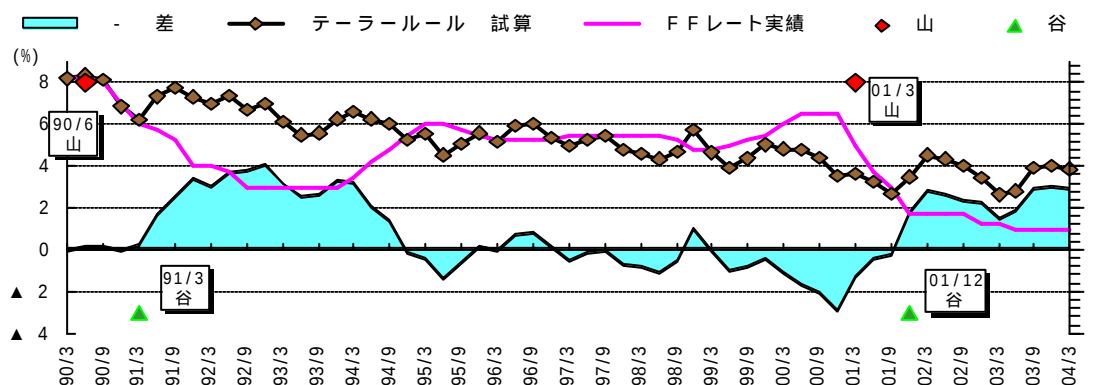
「政策金利引き上げは今後数か月にわたり慎重に行われる」とコメント。他の連銀首脳も同様に緩やかなペースで利上げを実施すべきだとの考えを示している。

それでは、「ハードニュース」と呼ばれる経済指標の面から利上げのペースはどのように考えられようか。

先ず、経済調査機関の予想(平均)では、04年後半にかけても米国経済は4%程度のGDP成長率継続の見通しである。

また、物価も上昇率の底打ちが明確化。製品出荷段階の価格である生産

図1 米国FFレートとテラー・ルール試算の関係



「テラー・ルール」

FF金利誘導水準

= 「均衡実質金利(2%)」+ 「期待インフレ率(2%)」+ 0.5 × 「現実インフレ率 - インフレ目標(2%)」
+ 0.5 × 「現実のGDP成長率 - 潜在成長率」

・潜在成長率は、セントルイス連銀が試算する潜在GDPの成長率を使用

・インフレ率は、コア消費者物価指数の24半期移動平均の前期比年率

者物価指数は国際商品市況の大幅上昇を受け、04年5月には前年比 :+ 5.0% に大幅上昇。エネルギーや食料を除いたコア・ベース指数も04年5月に前年比 :+ 1.7% の上昇となっており、価格上昇が広く波及している状況を物語っている。

政策決定の最も重要な要素である消費者物価も、5月まで前月比で6ヶ月連続のプラスとなっており、年率では2%以上の上昇を見せている。

このような経済ファンダメンタルズから利上げペースを測る道具として、テラ－米・財務次官がスタンフォード大学教授時代の93年に提唱した定式 = 「テラ－ルール」を使ってみよう(注)。

(注) 93年当時と米国の経済構造が変化していること、潜在成長率や期待インフレ率の前提およびインフレ期待と現実上昇率との調整速度の設定の恣意性は指摘されよう

図1のように、「テラ－ルール」に基づくFFレートは足元で4%程度と試算される。これに比べ、現状の1%というFFレートは極めて低いという印象を受けよう。

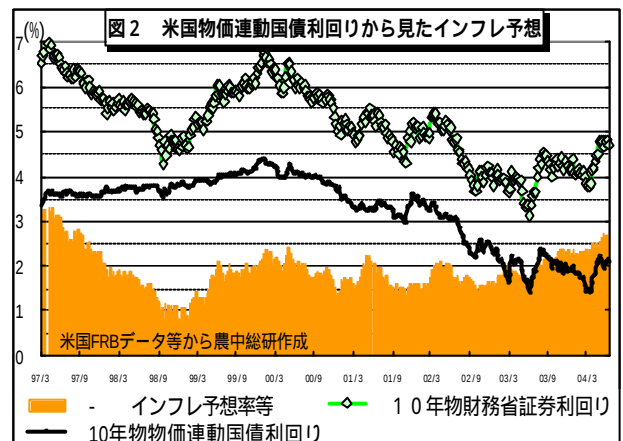
この格差については、01年初めからの利下げがデフレ・リスクに対応した緊急避難的なものであったとことが上げられる。

それと同時に、過去の利上げ過程のスタート時点では、テラ－ルールによる試算値が実際のFFレートを大きく上回っていることも事実である。

例えば、90年代初頭の景気後退の底打ちは91年3月。しかし、利下げは92年9月まで継続し、それ以後も94年2

月まで1年半近く利上げは行われなかった。その利上げスタート時点の94年1~3月期においては、「テラ－ルール試算値 - 実際のFFレート」= 3%の差があったが、その後2年近くかけて、両方がほぼ均等水準となったのである。

連銀首脳の発言から見て、当面利上げペースは慎重におこなわれるだろう。しかし、債券市場参加者のインフレ(消費者物価上昇)予想は既に2.7%まで上昇している(図2)。



過去の利上げ過程を見れば、景気上昇の持続性と相まって、利上げも継続的なものになりやすいことに注意すべきだろう。仮に3.5%成長+2%の物価上昇の安定的な経済ファンダメンタルズの組み合わせのもとにおいては3%のFFレートは決して意外なものではないのである。