

Weekly エコノミスト・レター

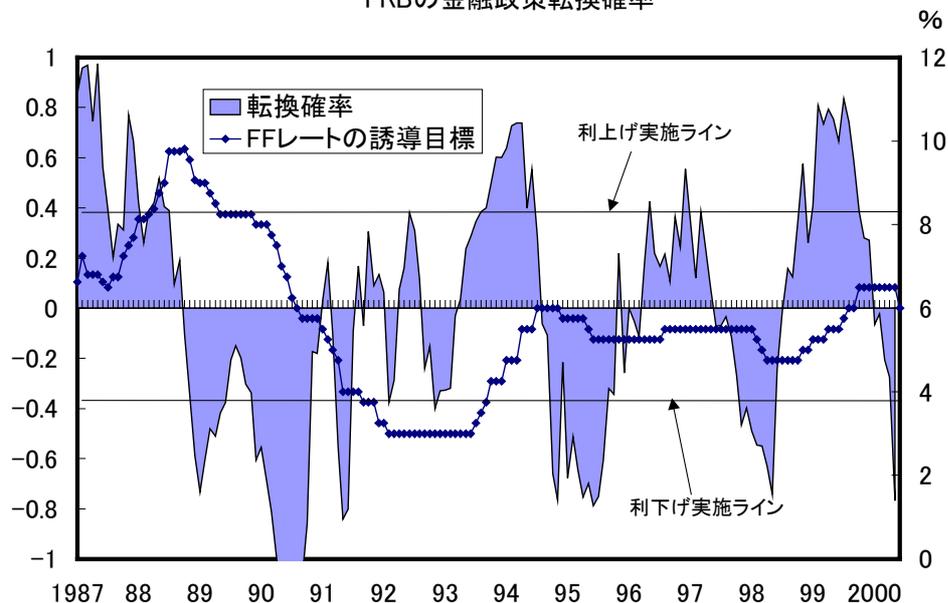
ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

米国経済 ~ FRB の金融政策転換モデル

<今週の焦点>

1. FRB (連邦準備理事会) は、1/3 の緊急 FOMC (公開市場委員会) で、FF レートの 0.5% 利下げを実施した。従来のインフレ懸念よりも景気後退 (リセッション) に対するリスクが高まったため、金融緩和への政策転換を図ったと考えられる。
2. グリーンスパン FRB 議長は、金融政策の目標をマネーサプライよりも景気の安定化に置き、実体経済に応じて機動的な政策対応を図ってきた。議長の政策スタンスをモデルにより分析し、金融政策の転換点を予測すると、12 月に 0.5% 利下げ実施のサインが点灯しており、今回の緊急利下げを裏付けている。

FRBの金融政策転換確率



研究員 山田 剛史 (やまだ つよし) (03)3597-8537 yamada@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1 - 1 - 1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

< 今週の焦点 > FRB の金融政策転換モデル

研究員 山田 剛史

FRB（連邦準備理事会）は、1/3の緊急 FOMC（公開市場委員会）で、FF レートの誘導目標を 6.5% から 6% に引き下げ、金融緩和への政策転換を実施した。株価下落や景気減速のリスクへの懸念を高めており、今後も利下げを継続するとみられる。ここでグリーンズパン議長の政策運営の手法を整理し、これをモデルにより分析することで、今後の政策動向を探ってみたい。

グリーンズパンの金融政策

1) ボルカー前議長はマネーサプライの安定化を重視

グリーンズパン議長の金融政策を、ボルカー前 FRB 議長と比較してみる。ボルカー前議長は就任直後の 79 年 10 月、金融政策の操作目標を従来の FF レートから非借入準備に変更し、マネーサプライの安定化を一義的な目標とした。これは従来政策の変更というより、第 2 次石油ショックに伴うインフレを抑制するために通貨供給を安定化させる、伝統的マナリズムに基づいた政策スタンスの徹底を図ったといえる。このため金融引締めによりインフレ率は低下したものの、失業率は大幅に上昇し、景気はリセッションの後急回復するなど、大きく変動した。ボルカー前議長時代のマネーサプライ（M2）と実質 GDP の変動を、それぞれの伸び率の分散を用いて比較すると、マネーサプライは 2.14、実質 GDP は 9.24 となっており、実体経済よりもマネーサプライの安定に重点が置かれていたことがわかる。

2) グリーンズパン議長は景気の安定化を重視

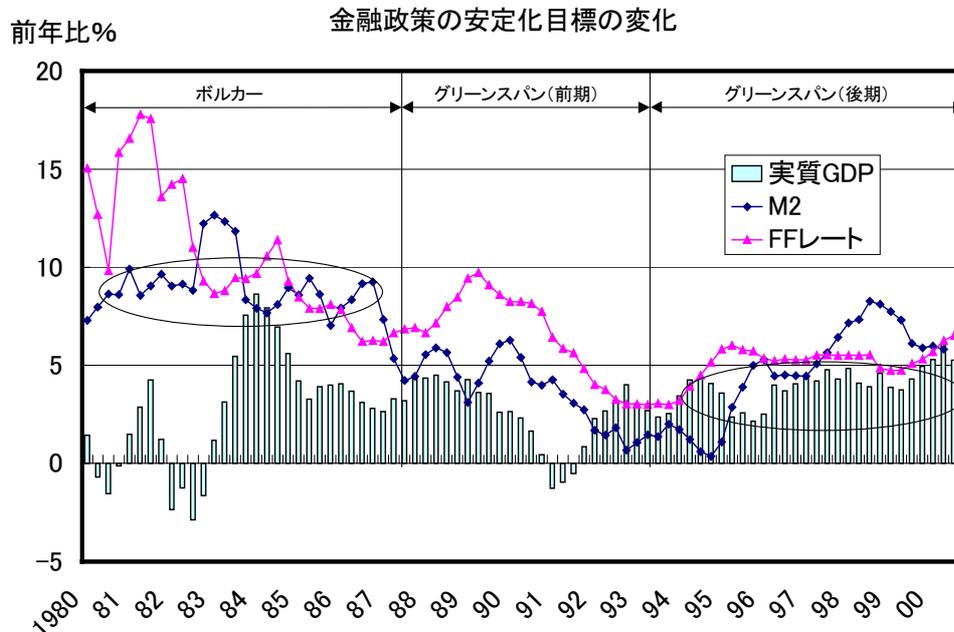
これに対して 87 年 8 月に就任したグリーンズパン議長は、同年 10 月のブラックマンデー時に緊急利下げを行い、マネーサプライ以外の指標にも配慮した政策を採った。しかしグリーンズパン議長は当初から従来の政策を放棄した訳ではない。S & L 危機に伴う 91~93 年のクレジットクランチ発生時には、マネーサプライの安定供給を意図して継続的な金融緩和を実施した。

グリーンズパン議長の政策が本格的に転換したのは、93 年 7 月のハンフリー・ホーキンス証言以降である。同証言で議長は、マネーサプライと実体経済との相関の低下を示し、マネーサプライの指標としての役割を後退させ、他の経済指標を含めて総合的な政策判断を行っていく旨を示した。これ以降金融政策は、マネーサプライよりも景気の安定化を重視するようになる。

グリーンズパン議長時代のマネーサプライと実質 GDP の変動をボルカー時代と同様に示すと、就任から 93 年 7 月までは、マネーサプライは 2.76、実質 GDP は 2.92 と、金融・実物市場両にらみの対応を図っているが、93 年 7 月以降 2000 年 9 月までは、マネーサプライが 5.94 に対し、実質 GDP は 0.95 となっており、景気の安定化を重視していることが実証分析で示される。これはルールを重視したボルカー前議長とは異なり、景気・インフレ・資産価格など多様な指標を考

慮に入れ、裁量に基づいて機動的な金融政策を実施してきたことを示している。

特に米国株価が上昇した 95 年以降は、資産価格の変動が实体经济に与える影響への関心を高め、金利の直接的な変更だけでなく、中長期的な政策スタンスの明示、積極的な市場への発言など、多様な手段で景気の安定化を図っている。



金融政策の転換時期をモデル化

1) 金融政策の転換確率

マネーサプライよりも景気の安定化を重視し、資産価格を含む多様な経済指標を考慮する。こうしたグリーンズパン議長の政策スタンスは、「金利変更をするか、しないか」を選ぶ質的選択モデルにより実証することができる。

ここで質的選択モデルの一種であるフリクションモデルを用いて、FRBの金融政策転換に関する確率を推計する。FRBはFOMCで景気動向、インフレ、株価などを総合的に判断しているが、会合毎に金利を変更している訳ではなく、政策判断に関する条件の変化が一定の値を超えれば金融政策を転換し、0.25%または0.5%という一定の幅でFFレートの誘導目標を変更する。この政策転換のための条件値（閾値とよばれる）に対する実際の金利変更幅から、政策転換の確率を計測する。政策判断の指標としては、NAPM（全米購買部協会）製造業景気指数、生産者物価前年比、S&P500指数を採用した。

グリーンズパン議長が就任した87年8月以降2000年12月までの推計結果を採ると、政策転換のための条件値は0.66である。つまりモデル上のFFレートの変化幅は0.66%となる。実際には0.25%からFFレートの変更が行われているため、 $0.25/0.66 = 0.38$ 、つまりモデル上の転換確率が38%を超えると、0.25%以上の利上げないしは利下げが実施されていることになる。

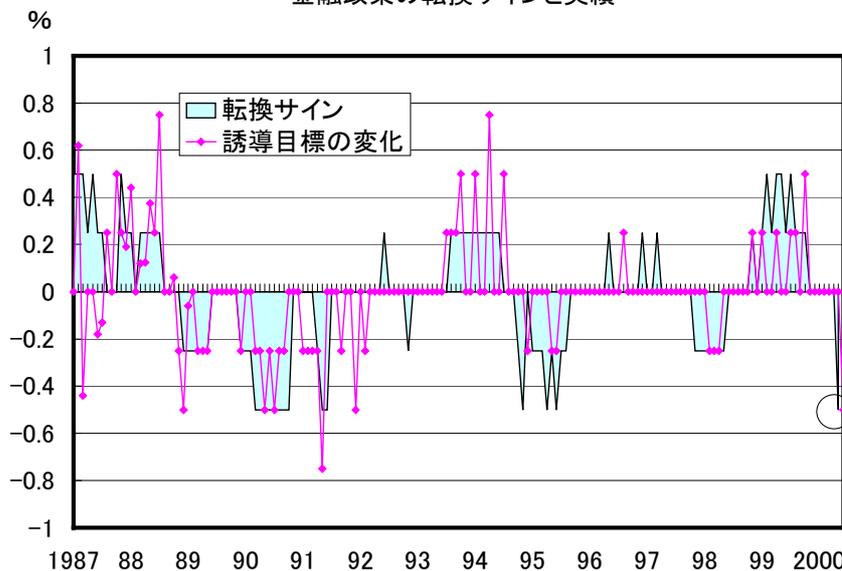
FF レートの誘導目標をモデルによる転換確率と比較すると、転換確率が利上げまたは利下げ実施のラインを超えると、ほぼ政策転換が図られていることがわかる（表紙図）。2000年12月で転換確率は -0.77 とマイナス幅が拡大しており、モデルは金融緩和への政策転換を織り込んでいる。

2) 政策転換サインの点灯後3ヵ月以内にFFレートは変更

さらにモデルを応用して、転換確率が0.38または0.76を超えた場合を、FFレートの誘導目標がそれぞれ0.25%、0.5%の変更を示すサインとしてとらえ、サイン点灯の可否を実際の誘導目標の変更と比較したのが下のグラフである。

結果をみると、政策転換のサインが点灯したケース15回のうち、11回が点灯後3ヵ月以内にFFレートが変更されている。特に政策転換サインが2ヵ月連続で点灯したケースについては、9回全てにおいてFFレートの変更が行われている。例外のケースは87年10月～88年2月、及び92年7～9月だが、前者はブラックマンデーに伴う信用不安への緊急対応であり、後者はクレジットクランチという構造要因に対してリフレーション政策を実施した結果である。以上を考慮すれば、景気の安定化という金融政策の目標に関して、金融政策の転換サインは実際の政策変更をほぼ表現できていると考えられる。このモデルによれば、98年9月からの3度の利下げは、ロシア金融危機などの国際的な対応だけでなく、同年6月以降国内要因からも利下げのサインが出ていたことになる。直近では2000年12月時点で0.5%利下げへの転換サインが点灯しており、これは今回の緊急利下げをサポートする要因となっている。

金融政策の転換サインと実績



モデルの結果をみる限り、FRBは各経済要因でコアとなる指標に注目し、モデルで推計されるよりも機動的なレンジで政策変更を行っていることがわかる。1月以降も利下げサインの点灯が継続すれば、1、3月の連続利下げなど本格的な金融緩和政策が図られると考えられる。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保证するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)