

みずほUSリサーチ

MIZUHO US RESEARCH

グリーンスパン議長の最後の戦い？ ～今後の金融政策動向を展望する～

<要旨>

- 企業活動の底打ち、堅調に推移する個人消費や住宅投資を背景に、連銀が早期の利上げに踏み切るのではとの思惑が市場で浮上している。
- グリーンスパン議長就任以降のFFレートの推移を上手く説明する「政策ルール」も、早期の利上げの可能性を示唆している。
- 但し、①足許の経済指標の上昇は季節調整の不備を反映している可能性、②国内生産増が誘発する輸入増によって、純輸出が成長率に対してネガティブに作用するとみられること、③個人消費を占う上でも重要な住宅市場に変調の兆しが窺えること、④金利上昇局面を迎える中で、家計の債務負担増が顕現化すること、⑤物価が安定していること等を勘案すると、連銀が利上げに転じるのは早くても8月以降になると思われる。

みずほ総研 NY シニアエコノミスト
牛窪 恭彦
Tel: 212-282-4361
E-mail: yushikubo@us.mizuho-cb.com

“Well, I’ve been around a long time watching markets behave and I will tell you that if we do 50 basis points today, we have a very high probability of cracking these markets. I think that would be a very unwise procedure.”

“To go more than 25 at this point I think would be a bad mistake. It could generate surprising counterproductive response in this market. Strangely, it is far easier to do 50 basis points in the second move, not in the first move.”

(グリーンズパン議長発言、1994年2月3～4日開催のFOMC議事録より)

仮に、今回のリセッション¹が昨年末で終わったとすると、後退局面は9か月間と第2次大戦後の平均(11か月間)を下回ることになる。更に特筆すべきは期間の短さもさることながら、成長率の落ち込みが軽微に留まったことである。同時多発テロの影響で大幅なマイナス成長は不可避とみられていた2001年第4四半期が結果的にはプラス成長²となったため、今回のリセッションでマイナス成長は昨年第3四半期(年率▲1.3%)のみとなる公算が高い。一般にエコノミストが採用している「2四半期連続でのマイナス成長」の定義を以てすると、実は今回はリセッションではなかったことにすらなる。

そうした背景としては、テロ以前に実施されていた税還付を含めた歳出拡大策の効果、エネルギー価格の下落によって家計部門の実質可処分所得が支えられたこと、暖冬、企業部門の迅速な在庫調整等、様々な要因が考えられるが、やはり連銀による大胆な金融緩和が果たした役割は無視し得ない。8月までに既に7回(FFレート:6.5%→3.5%)の利下げを実施していた連銀は、同時多発テロの景気に及ぼす影響を睨み、緊急ミーティングを含む4回のFOMCでFFレートを1.75%にまで引き下げた。もちろん、金融緩和の効果が発現するまでには半年～1年程度と言われる波及ラグを要するため、年末年始にかけて景気が底打ちしたのは、むしろテロ以前の金融緩和に負うところが大きいと推察される。しかしながら、今次景気局面の大きな分岐点となった10～11月にかけて、連銀の断固たる姿勢が市場心理や消費者マインドに及ぼした影響は少なくないとみられる。ITバブルの崩壊及び同時多発テロという稀に見るショックが重なったにも拘わらず、景気の落ち込みが極めて軽微に留まったことから、連銀は今回も94～96年、98～99年に続いて景気のsoft landingに成功したとの見方もできよう。

87年8月に連銀議長に就任したグリーンズパン氏は、本年3月6日に76歳の誕生日を迎えた。少なくとも外見からは健康状態に問題は窺われないほか、議長の任期はあと2年強残っているも

¹ 景気判定機関のNBER(National Bureau of Economic Research)は2001年3月をピークに景気後退局面が始まったとの判断を表明している。

² 事前推定値段階では前期比年率+0.2%となっていた昨年第4四半期の実質成長率は、確報値では同+1.7%へと上方修正された。

の、2004 年は大統領選挙年であることもあって、市場では任期満了を待たずに途中退任するのではとの思惑が定期的に浮上している。同議長はこれまで4度の利上げ局面を経験しているが、今後予想される金融政策の方向転換は恐らく議長にとっても最後の利上げ局面になろう。グリーンズパン議長は、見事、景気を巡航速度に導き、有終の美を飾ることが出来るのであろうか³。

まず、始めに足許の景気情勢を概観すると、企業部門を中心に回復テンポが増す格好になっている。具体的にみると、ISM 製造業指数（旧 NAPM 指数）が2か月連続で景気判断の分岐点となる50%を越えていることから明らかなように、企業マインドの改善が顕著である（図表1）。経済に占める製造業のシェアは約16%（実質付加価値ベース、2000年）と大きくないが、ISM 製造業指数と実質GDP成長率の相関（前者が1四半期程度先行）は極めて高く、この指標のみから判断すれば、第2四半期以降も米経済の力強い成長が続くことを窺わせる。同指数の改善を牽引しているのは5つの構成要素のうち、「新規受注」である。周知のように企業部門は、まだインフレ過熱が最大の懸念材料であった2000年夏場より減産を進めており、足許では過剰在庫の調整が概ね終了し、これからは需要動向を睨みつつ、在庫の積み増しを積極的に図る段階に移行している。2月の製造業受注は前月比▲0.1%と小幅減少したが、2か月連続で増加してきた反動が表面化した側面が強く、これまで最も厳しい調整を余儀なくされてきたハイテク部門（コンピューター、半導体、非国防通信機器）を中心に均して見れば改善傾向を辿っている。実際、受注の持ち直しを背景に、生産は2か月連続で増加している。

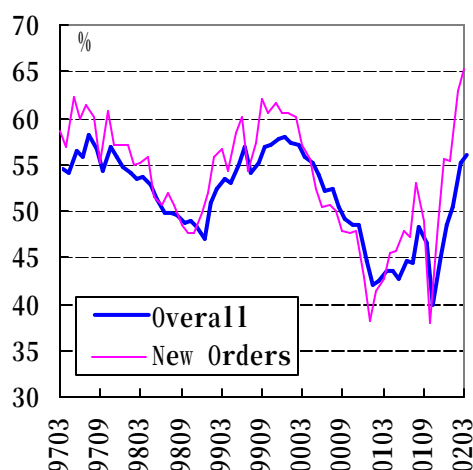
もっとも、早い段階から調整が進んでいた企業部門の回復はある程度予想されていた。むしろサプライズとなっているのは家計部門の底堅さである。即ち、2月の実質個人消費は年率+6.6%と3か月連続で増加した。昨年第4四半期の個人消費（同+6.1%）が実に98年第2四半期以来の伸びとなった後だけに、基調の強さは特筆に価する（図表2）。内訳をみると、非耐久財（同▲1.4%）は小幅落ち込んだものの、ウェイトの大きいサービス（同+5.5%）が堅調なほか、年末年始にかけての乗用車販売急増の反動で落ち込んでいた耐久財（前月比+35.0%）が4か月振りに増加に転じた。乗用車消費に関しては、各社が形を変えた拡販策を実施していることから、

³ グリーンズパン議長就任以降の経済情勢をインフレ率（CPI）と実質成長率に関してみると、平均インフレ率及び同成長率自体は50年代や60年代に比して見劣りすることが分かる。むしろ、グリーンズパン時代の高パフォーマンスを特徴付けているのは、両者の標準偏差の低さが示すような volatility の低さにあるといえよう。

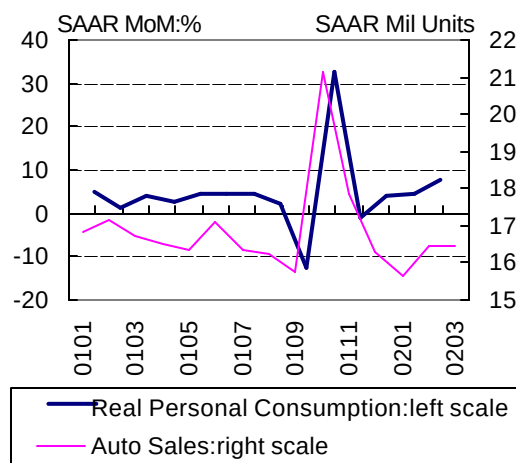
	50年代	60年代	70年代	80年代	87~01年
平均インフレ率	2.1	2.3	7.1	5.6	3.3
同標準偏差	2.4	1.5	2.7	3.5	1.1
平均実質成長率	4.4	4.4	3.4	3.1	3.0
同標準偏差	6.0	3.6	4.6	3.9	2.3

3月も販売台数は年率 16.4 百万台（速報）と相変わらず予想を上回る水準が続いている。

図表 1 ISM 製造業指数の推移



図表 2 実質消費の推移



2002 年第 1 四半期の実質成長率（事前推定値、4 月 26 日公表予定）が、年率 5 %を超えるとの見方が強まる中、連銀が比較的早いタイミングで利上げに転じるのではないかとの思惑が市場関係者の一部から浮上している。早期の利上げを予想する背景としては、①景気は既に回復過程に復しており、年後半は設備投資を中心に更なる加速が予想されるため、インフレ予防的な意味合いからも早期の利上げに転じるべき、②現在の FF レート水準は極めて低く（物価上昇率を勘案した実質金利ベースでみるとマイナスとの試算も可能）、超低金利はダブルディップのリスクが大きく後退している中で早急に修正されるべき、等の見方が有力である⁴。

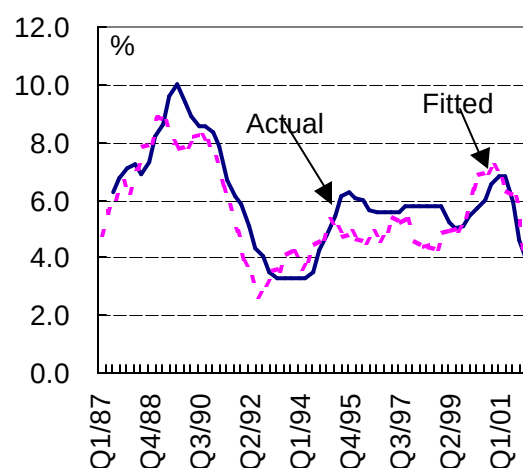
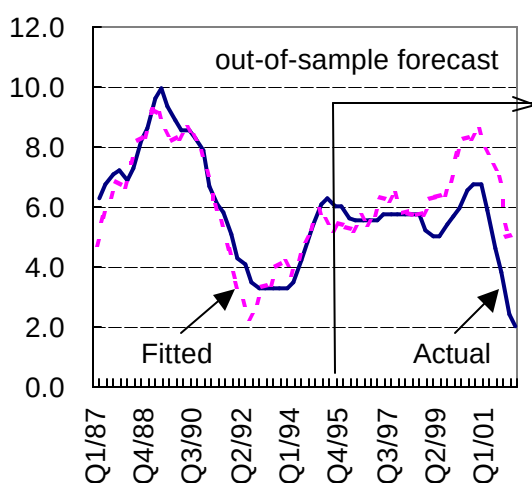
では、現在の FF レートの水準は実体経済との比較において「低過ぎる」のであろうか。以下では、グリーンズパン議長就任以降の FF レートの推移を上手く説明出来ることで知られている Taylor Rule 等を参考に、FF レートの水準感を探してみたい。Taylor Rule とは Taylor スタンフォード大学教授（当時、現財務次官補）が 93 年に発表した論文の中で考案したもので、要すれば、経済の状況に応じて FF レートの望ましい水準を対応させるルールを設定するものである。具体的には、連銀が誘導目標とする FF レートを、①期待インフレ率の目標値からの乖離、②GDP ギャップ（実際の GDP のトレンドからの乖離率）、③均衡実質金利を説明変数とする簡単な 1 次式で表現したものである⁵。Taylor Rule は、①物価の安定と持続的成長という中央銀行が多かれ

⁴ この他、少数意見あるが、景気回復を先取りした長期金利の急上昇によって回復の芽が摘み取られてしまうのを防ぐために、短期金利を引き上げるべきとの見方もある。金利の純粋期待仮説によれば、短期金利の上昇予想は長期金利の更なる上昇をもたらす筋合いにあるが、現在のようにインフレ懸念が低い局面では、むしろ、短期金利の上昇によって景気回復テンポにブレーキがかかるかとの思惑から、長期金利の頭が抑えられるとのシナリオも成り立つ。

⁵ Taylor Rule は何度も修正が試みられているが、1993 年の Taylor 論文によるオリジナル版では、 $r = p + 0.5 \cdot y + 0.5 \cdot (p - 2) + 2$ となっている。但し、ここで、 r は FF レート、 p は期待イン

少なかれ意識している政策目標を明示的に織込んでいること⁶、②導出の背後では精緻な計量分析を行っているものの、結果は極めて単純明快であること、③論文発表時（1993 年）までの実際の FF レートを、ブラック・マンデー等の特別な要因を除いて、かなりうまく説明できたことから幅広い関心と呼んだ。但し、90 年代半ば以降、潜在成長率の上昇シフト等の経済構造変化を背景に、Taylor Rule の説明力は大きく減殺されてしまっている。実際、労働生産性上昇率が大きく上方シフトした 95 年までを推計期間とした Taylor Rule の推計結果⁷に基づき、96 年以降のデーターを外挿すると実績値を上手く説明できないほか(図表 3)、87 年以降の推計結果をみても、90 年代後半のパフォーマンスが急速に悪化している様子が見て取れる（図表 4）。

図表 3 Taylor Rule(推計期間 87/3Q～95/4Q) 図表 4 Taylor Rule(推計期間 87/3Q～95/4Q)



Johns Hopkins 大学の Ball 教授らは、こうした Taylor Rule の歪みを補う形での新しいルールを最近発表した論文⁸で提案している。それによると、説明変数として失業率（需給ギャップ）に代えて、失業率と NAIRU（Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment=インフレを加速させない失業率の上限）の差を用いることによって、90 年代後半の構造変化を上手く取り込んだ政策反応関数を導出することが可能とされている。実際、先程と同様に 95 年までを推計期間とした推計結果に基づき、96 年以降のデーターを外挿しても、説明力は殆ど劣化しない様子が見

フレ率（実際は過去 4 四半期の平均インフレ率）、 y は実質 GDP のトレンドからの乖離率。なお、定数項の 2 は均衡実質金利であり、GDP の成長率 2.2% と整合的な水準に設定されている。

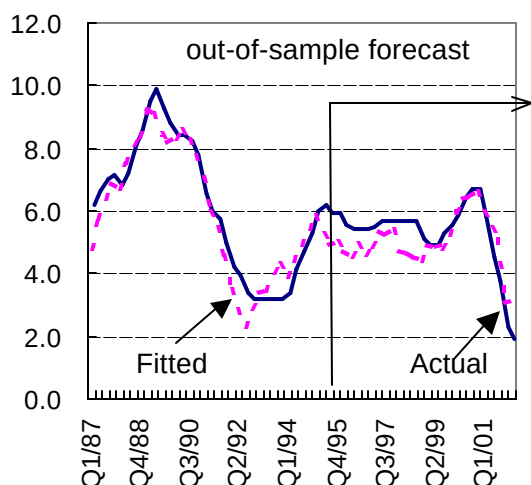
⁶ 連銀に関しても、FOMC 後に発表される statement において“against the background of its long-run goals of price stability and sustainable economic growth”という類の表現が必ず用いられている。

⁷ ここでは Harvard 大学の Mankiw 教授の分析に倣い、計測の困難な GDP ギャップに代わって失業率を説明変数として用いている。

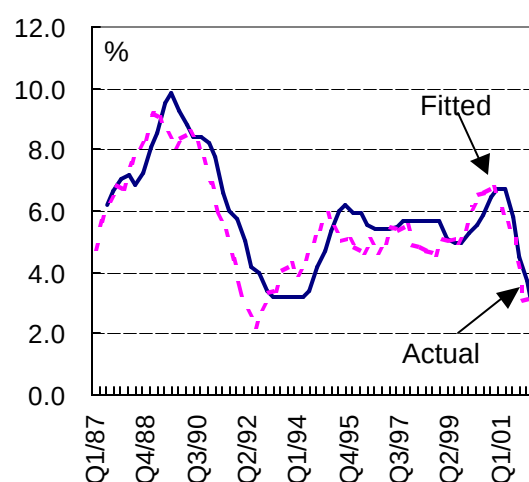
⁸ Laurence Ball and Robert Tchaidez, “The Fed and the New Economy” (NBER Working Paper 8785), February 2002

て取れる(図表5)。また、足許までの推計結果のパフォーマンスも比較的良好である(図表6)。この改良型 Taylor Rule(もしくは Ball Rule)によると、足許の適正 FF レートは 3.1%程度となり、現在の FF レートの水準はそれよりも 1.35%程度低いとの結果が導かれ、確かに早期の利上げが正当化されることになる。

図表5 Ball Rule(推計期間 87/3Q~95/4Q)



図表6 Ball Rule(推計期間 87/3Q~95/4Q)



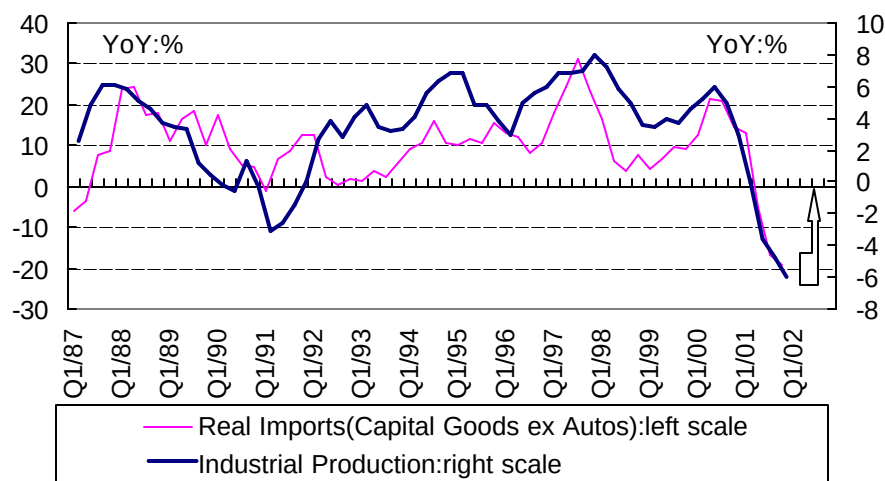
筆者も今後何れかのタイミングで連銀が利上げに転じることに全く異論はない。しかしながら、以下の理由を勘案すると、利上げのタイミングは現在市場で予想されているよりも後ずれするのではないかとみている。

まず、足許の景気回復テンポは一時的な押し上げ要因等を反映したものと思われる。ややテクニカルになるが、年末年始にかけての暖冬によって、経済指標の季節調整に歪みが生じている可能性がある。通常1~2月は、北東部及び中西部を中心に寒さによって経済活動が停滞するため、経済指標の季節調整に際しては、原データを押上げる方向での処理が施される。ところが、今年は暖冬ゆえ、経済活動が例年に比してそれほど落ち込まなかったため、季節調整によってそれが増幅されている可能性がある。

また、企業部門では急減した在庫の復元に取り組んでいるが、その際、増産の一部は輸入増で代替されることが予想される。90年代に多くの米企業が生産拠点の海外シフトを進めた結果、国内の増産は資本財を中心に多くの輸入を誘発する傾向を強めた。実際、90年代後半以降、国内生産と資本財輸入(除く輸送用機械)は相関を強めている(図表7)。そうした輸入増によって、目先は、ある産業の生産増が他部門の生産を誘発する効果が減殺されることが予想される。これをGDP統計に即して解釈すれば、在庫の取崩しの縮小もしくは積み増しと、輸入の増加が同時進行することであり、その分経済成長は抑制されることになる。また、海外経済の回復基盤が米国に比して脆弱であることに加え、実質実効ベースでみて80年代半ばのプラザ合意以来の水準にまで達しているドル高も、輸出の一本調子での回復を抑制するとみられる。従って、少なくとも

純輸出（輸出等－輸入等）が成長率を押し上げる方向に働くことは見込み難い。

図表7 生産活動と資本財輸入



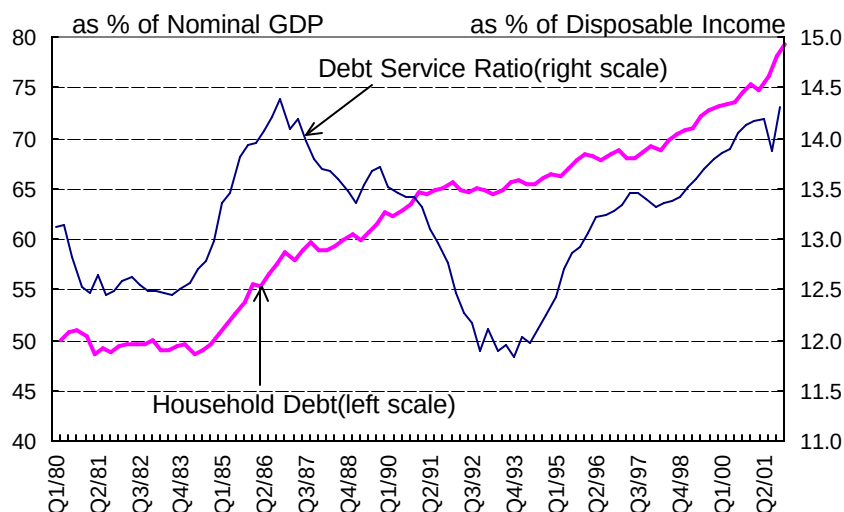
一見好調にみえる家計部門も死角が無いわけではない。株価が急落する局面で逆資産効果による個人消費の落ち込みが、マクロモデルの示唆するマグニチュードで顕れなかった背景として、住宅価格上昇の影響が指摘されている。例えば、金利低下を背景に、住宅ローンのリファイナンスが活発に行われたが、その際、毎月の利払い額の軽減と共に、住宅価格値上がりによる担保価値の上昇を利用してローンを借り増すこと（所謂 cash out）が盛んに行われた。この借り増し分が、住宅のリノベーションや金利のより高いクレジットカードローンの返済のみならず、耐久財の購入原資となり、個人消費を支える役割を果たした⁹。ところが、住宅価格の上昇テンポは明らかにピークアウトしており、今後はそうした追い風を期待することは困難となっている。住宅着工は暖冬にも助けられて、振れを伴いながらも高水準を維持しているが、モゲージ金利の底打ちや住宅に関しても少なからず需要の先食いがみられた可能性を勘案すれば、既に住宅投資はピークアウトした公算が高い。その場合、住宅取得に付随する耐久消費財消費にも負の影響が及ぶことになる。

上述したような過去数年にわたる住宅ブームまた消費ブームを反映して、家計の抱える負債残高は著しく増加し、利払い費の可処分所得に占める比率（以下、利払い比率）が上昇している点も懸念される（図表8）。連銀が3年毎に実施している調査（直近公表分は98年、2001年調査は現在集計中）では、低所得者層（年間所得10,000ドル以下）では利払い比率が40%を超える家計が3割強との結果が報告されている。今後、景気回復期待を背景に長期金利が上昇傾向を強めるもしくは高止まることが予想される中で、利払い負担が増大し、そうした家計の所得環境は急速に悪化して行くことが予想される。低所得層を中心に個人消費が現在のペースで拡大し続けることは困難とみられる。加えて、これまで家計部門の実質ベースでの所得を支える上で大きな役割

⁹連銀が98～99年に実施した調査によると、リファイナンスで得た資金の約2割が消費に向かったという。

を果たしてきたエネルギー価格が反転上昇している。WTI 先物価格をみると年末には 18 ドル/バレル近辺にまで低下していたものが、最近では 20 ドル/バレル台後半で推移している。

図表 8 家計の債務負担



更に、今回の景気減速局面では過去に比して生産性上昇率の鈍化が軽微であるが、これは産出量の落ち込み以上に労働投入の削減が進んだ為である。米企業は景気動向に拘わらずフレキシブルに雇用調整を行うとのイメージが強いが、実際は、リセッションによってこそ大胆な人員削減が可能となった側面も大きい。今後も引き続き企業は生き残りをかけて効率性を向上させることが求められている。そうした状況下、雇用を抑制することで生産性上昇率の落ち込みを回避する行動が合理的となる。従って、今後、景気が回復しても、企業は抑制された雇用水準での経営を暫く続けることが考えられる。言葉を代えれば失業率は「下方硬直的」になるものとみられる。足許、雇用情勢の悪化テンポは緩和しているものの、雇用情勢が本格的に改善するまでには、まだ、かなりの時間を要する見込みである。

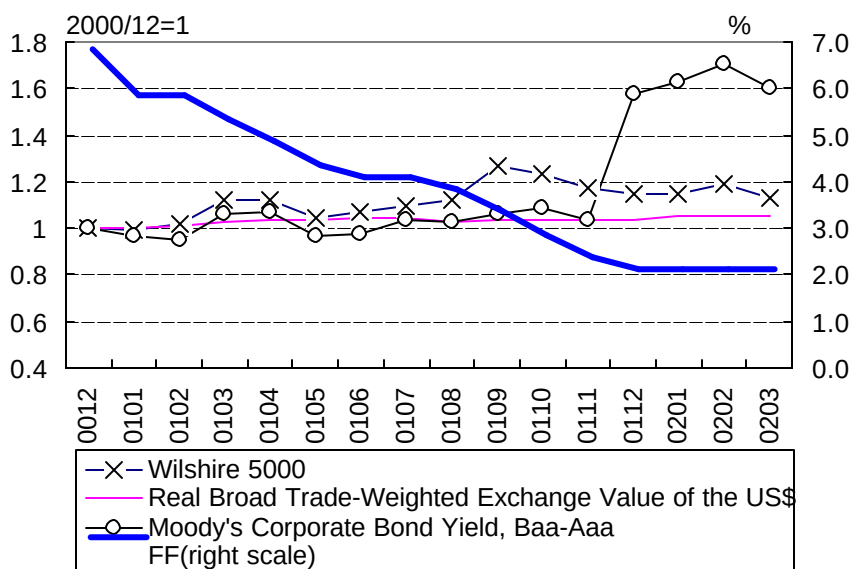
また、最も重要な点であるが、物価動向に関して、中東情勢の緊迫化を背景に原油価格は急上昇しているものの、PPI 最終財コアや CPI コアでみると、インフレリスクが大きな懸念材料といえるような状態には至っていない¹⁰。

「超低金利政策」の長期化を懸念する意見はどうであろうか。確かに FF レートは Ball Rule 等の政策ルールが示唆する水準との比較では低位にあるが、金融政策の波及経路の観点から考えると、それほど「異常な」金融緩和状態とはなっていないとの見方も可能である。よく知られているように、金融政策には4つの波及経路（支出ルート、アヴェイラビリティ・ルート、為替ルート、資産価格ルート）が存在するが、支出ルート（金融緩和によって長期金利を含めた金利全般が低下することにより、耐久財消費、住宅投資や設備投資等の金利に敏感な需要項目が増加す

¹⁰ 最近の物価動向を巡る情勢に関しては、稿を改めて論じる予定である。

る効果) 以外は、十分な緩和効果を発揮しているわけではない。アベイラビリティ・ルート（金融緩和によって銀行の資金調達コストが低下し、貸出し意欲が強まる結果、企業部門や家計部門の資金アベイラビリティが高まって支出が増加する効果）に関しては、Enron 破綻に起因する企業会計疑惑が投資家の不安を煽り、CP 市場を中心に企業金融活動が縮小していることが懸念される。幾多の著名企業が CP 市場から締め出され、銀行の Backup Credit Line を利用せざるを得なくなっていることが報道されている。もちろん、近年、とりわけ大企業にとっては、様々な代替的な資金調達が可能となっている。従って、現状が 90 年代初頭のような全面的 Credit Crunch にまで発展して行く可能性は低いが、金融機関は Backup Credit Line の設定条件を厳しくするなど、与信態度を厳格化させており、アベイラビリティ・ルートも過剰な金融緩和効果を演出しているとは想定し難い。為替ルート（金融緩和によってドルが下落し、純輸出を増加させる効果）は、実質実効ベースでみてプラザ合意直前の水準までドルが上昇していることを勘案すれば、金融緩和効果を発揮していないことは自明である。最後に資産ルート（金融緩和によって株価や地価等の資産価格が上昇し、資産効果を通じて支出が刺激される効果）であるが、確かに一時に比して株価が上昇しているとはいえ、実体経済に対する回復期待との比較では一進一退を余儀なくされている状況下、このルートに関しても過剰な金融緩和効果をもたらしているとは見込み難い。図表 9 は上記各ルートの代理変数に関して、今次利下げ局面以降の推移をみたものである。アヴェイラビリティ・ルート（社債スプレッド）、為替ルート（ドルの実質実効為替レート）、資産価格ルート（Wilshire5000）に関して、何れも今次利上げ局面直前の 2000 年 12 月が 1 となるように基準化（各変数が 1 以下の場合に金融緩和の効果を発揮）してあるが、FF レートの急低下とは対照的に、何れも 1 を上回っており、金融緩和の効果を上手く伝達していない様子が見て取れる。

図表 9 金融緩和の効果



以上のような視点に立つと、連銀は早期の利上げに慎重な立場をとるのではないかとと思われる。筆者は実態経済の回復力に照らせば、連銀が利上げに転じるのは第2四半期の経済指標が出揃った後の8月のFOMC（8月13日開催予定）となり、利上げ幅は25B.P.と予想している。

現在のFOMCメンバーを眺めると、気鋭のエコノミストであるMeyer氏が1月末を以って退任した今、少なくとも理事の中には、既に神格化されているグリーンズパン議長に対して真っ向から議論を挑めるようなメンバーは見当たらない。地区連銀総裁に関しても、タカ派の急先鋒とみられていたSt.Louis連銀のPool総裁やSan Francisco連銀のParry総裁が投票権を有していないことを勘案すれば、今後の金融政策運営は議長の意図が強く反映されることは言うまでもない。過去の経験則からは、グリーンズパン議長は利上げに転じる局面では、極めて慎重な態度で臨むことが分かる。冒頭紹介したのは、“Jobless Recovery”後の最初の利上げが決定された94年2月のFOMCにおける議長発言の一部である。同FOMCでは、結果的に、全会一致で25B.P.の利上げが決定されたが、その背後では25B.P.の利上げ幅を唱える議長と50B.P.を望ましいとするリンゼー理事（当時、現経済担当大統領補佐官）等との間で激しい議論が取り交わされた¹¹。まだ“Maestro”の称号を得る前のグリーンズパン議長はであったが、強引ともいえる誘導で漸進的な利上げ幅を「全会一致」で決定したわけである。その際に議長が最も気にしたのは、市場の反応である。グリーンズパン議長と市場の「最後の戦い」が間もなく始まろうとしている。

以上

注）本稿は筆者の個人的な見解であり、情報提供のみを目的として作成されています。

¹¹同FOMCにおける議論に関しては、既に実名入りの議事録が公開されている。通常、FOMCの議事録は退屈なものが多いが、この議事録ではまさに手に汗握る迫真の議論が展開されており、金融政策の決定現場を実感する上では格好の読み物となっている。