

# Economic Monitor

## FRB モデルが示す早期利上げの是非

Fed のイエレン副議長は 25 日に The U.S. Monetary Policy Forum (米国金融政策フォーラム) にて講演を行った。講演自体は、非伝統的金融政策やコミュニケーション戦略を扱ったもので、一部の内容は ASSA (社会科学協会連合) の年次総会でも言及されており、目新しさはない。ただ、イエレン氏が説明に用いた Fed の経済モデル (FRB/US model) に基づく試算データは今後の金融政策を考える上で参考になる。

試算で最も注目されるのは利上げタイミングの違いが、インフレ率 (コアPCEデフレーター前年比) と失業率に及ぼす影響である<sup>1</sup>。イエレン氏が用いた資料では、FF金利先物などに基づく 2012 年 4~6 月期に利上げが行われる "Baseline Scenario"<sup>2</sup> と 利上げ開始が半年遅れ 10~12 月期になる "Later lift-off Scenario"において、2013 年 10~12 月期のインフレ率が 0.3%Pt、失業率は 0.5%Pt異なる (右図)。

のシナリオにおける、インフレ率と失業率の実数は明らかではないが、フィラデルフィア連銀が行っている予測サーベイ等におけるコンセンサスに等しいと仮定すれば<sup>3</sup>、2013 年 10~12 月期のインフレ率は 1.7% に対し 2.0%、失業率は 7.6% に対し 7.1% となる。つまり、利上げが半年遅い では、2013 年最終四半期にインフレ率が FOMC メンバーの長期的な安定とみなす 1.6~2.0% の上限に達する一方、失業率は未だ 7% 台と高止まりする。

インフレを警戒するタカ派にとって、のタイミングでの利上げは遅過ぎるが、雇用を重視するハト派にとってはでも早過ぎるくらいである。但し、2014 年以降のシミュレーションを見ると、インフレ率は 2015 年に 2.2% 台へ達するものの、2013 年以降の利上げが寄与し、2.5% には届かない。この程度のオーバーランであれば、許容範囲と言えるのではないか。

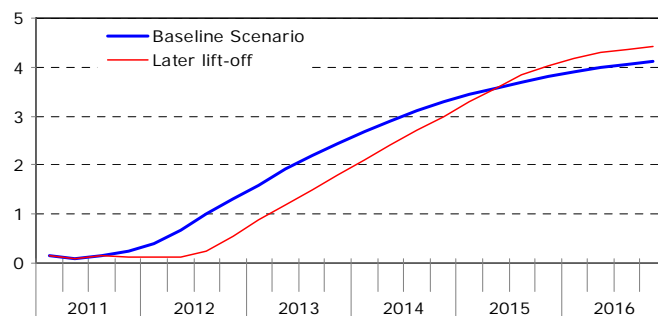
<sup>1</sup> 本稿では取り上げないが、量的緩和で積み上がった保有証券残高の圧縮速度の違いが及ぼす影響等についても試算がある。

<sup>2</sup> では 2012 年 4~6 月期の政策金利が 0.67%、では 2012 年 10~12 月期の政策金利が 0.55% である。

<sup>3</sup> この仮定は厳密ではない。金利先物から形成される政策金利推移に対する予想とエコノミストを対象とする予測サーベイは必ずしも一致しない。なお、フィラデルフィア連銀サーベイには政策金利予想がないが、3ヶ月物財務省証券利回りを尋ねており、2012 年 1~3 月期で 0.33% である (2010 年 10~12 月期実績 0.14%)。これは "Baseline Scenario" の政策金利想定とそれほど異ならない。

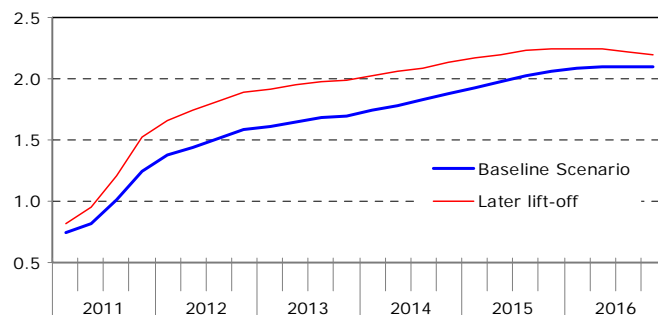
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であると限りません。

### 政策金利の推移



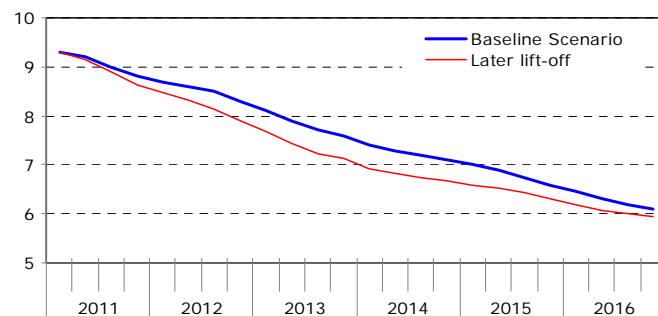
(出所) Fed

### コアPCEデフレーター (前年比、%)



(出所) Fed

### 失業率 (%)



(出所) Fed

Baseline Scenarioは政策金利が2月22日時点の金利先物に、デフレーターと失業率はフィラデルフィア連銀サーベイなどに基づく。

一方、失業率は2015年でもFOMCメンバーが長期安定とみなす水準の5~6%まで低下しない。FRBの経済モデルに基づく限り、当面は失業率の低下を優先するハト派的な政策が望ましいと判断できる(故に、ハト派のイエレン副議長はこうした試算を示したのかも知れない)。

こうしたハト派的な考えからの利上げタイミング先送りに立ちはだかるのが、商品市況の上昇である。FOMCメンバーは商品価格の上昇が米国の消費段階の価格に及ぼす影響(パススルー)は極めて小さいと判断し、当面はコアデフレーターに注目する姿勢を強調している。しかし、商品価格が更に上昇した場合に、欧州で重視される二次的影響(Second-round effect、商品価格上昇の賃金などへの波及)が米国でも強まる可能性は否定できない。その場合、早いタイミングでの利上げが正当化されうる。FOMCメンバーの商品市況上昇に対する反応が変わり、二次的影響への警戒を強めるようなことがあれば、利上げタイミング前倒しのサインと解釈できるのではないか。