■レポート――■

「新常態」の下で金融政策は如何にあるべきか…

～FRBによる模索の過程～

資本市場研究会 理事

湯本　雅士

はじめに

米国の中央銀行である連邦準備制度（以下FRBと略称）は、法律によって自らに課せられた使命（mandate）であるところの物価の安定と雇用の最大化をどのように理解しているかを年に一度公表することとしている。これが、「金融政策の長期的運営目標とその実現手法に関する声明」（Statement on Long－run Goals and Monetary Policy Strategy―別名Consensus Statement）と呼ばれているものである。

〈目　次〉

はじめに
1．これまでの経緯
2．今回の見直しの背景
3．今回修正のポイント
4．“Fed listens”から得られた教訓
5．FRBスタッフによる貢献
6．暫定的評価と若干の感想
おわりに

FRBがこのような形で金融政策の運営方針を一般に明らかにしてきた背景には、以前から繰り返し議論されてきた、金融政策の目的とその手法に係る透明性を如何にして確保するか、そのためには、コミュニケーションのとり方を如何にして改善していくべきか、という問題意識がある。

過去10数年にわたる経験と検討の結果、FRB内で、透明性（transparency）の向上が金融政策の有効性を確保する上で必要不可欠であるというコンセンサスが確立している。また、政策運営の当事者として、その意図を国民一般に明らかにし、理解を求めていくことは、民主主義社会においては当然の義務である（accountability）という認識が定着している。

2020年８月27日、FRBの政策決定機関で

ある公開市場委員会（FOMC）は、通常ならば１月の会合の後で発表される声明文言の見直しを、時期を早めて公表した。FRBは、2018年11月以降約１年半にわたって全員参加型の金融政策の総点検（public review）を行ってきたが、今回見直しを急いだのは、できるだけ早い機会に、そこから得られた教訓を盛り込んだものにしたいという意図があったものと推察される。折からのコロナ騒ぎと、過熱する米国大統領選挙についての報道に隠れて、メディアでの扱いは地味なものに止まった（せいぜい「FRB、緩和政策の長期化を決定」程度）が、金融政策に関心のある者にとっては見過ごすことのできないいくつかの新たな措置が含まれているため、以下改めてそのポイントを略述する。

１．これまでの経緯

FRBは、リーマンショックの傷跡もようやく癒えてきた2011年以降、FOMC内に小委員会を設けて、金融政策の透明性の確保とコミュニケーション手法の改善という問題に取り組んできた（委員長はYellen前議長―当時は理事）。その一つが上記の声明の公表であるが、その他にも、四半期ごとの経済見通しの発表（Summary of Economic Projections〈SEP〉）、より頻繁な議長による記者会見の開催等について議論が行われ、それぞれ実現に至っている。政策金利であるfederal funds（FF）レートの先行き見通し公表の是非についても議論が行われたが、これが現在のいわゆる「ドット・チャート」の発表につながっている。

ちなみに、ドット・チャートについては、もう少し工夫の余地があるのではないか…例えば、一定のインフレ率ないしは失業率の実現とFFレートの変更とをリンクさせることではどうか…といった議論がある。ドット・チャートは、しばしば、FOMCによる政策金利の変更スケジュールであるかのように受け止められる傾向があるが、これはあくまでも、FOMCメンバーのそれぞれが持っている景気の先行き見通しを前提として、それが実現した時に、FFレートはどの程度のレベルにあるであろうかという推測を示すものに過ぎない。この点は、FRB当局がしばしば強調しているにもかかわらず、なかなか市場に浸透せず、コミュニケーション問題の持つ複雑さ、困難さを印象付けるものとなっている。

前記小委員会の検討を経て、2012年１月25日に発表された最初の声明は、個人消費支出物価指数（PCE―日本の消費者物価指数〈CPI〉に相当）で前年比２％の物価上昇率を目指すことが、mandateで言うところの「物価の安定」確保義務と最も整合的である（most consistent）とした。達成目標として数値を掲げる、いわゆる「インフレターゲット」の採用であるが、そこでは“goal”ないしは“objective”という言葉を使って、“target”という言葉を避けている点が注目される。言うまでもなく、“target”という

言葉の持つ義務的な意味合い―是が非でも的に当てなければならない。当たらないと失敗と見なされる―を意識してのことである。

一方、「雇用の最大化」については、雇用というものが金融とは無関係なさまざまな要因によって左右されるということと、「最大化」を具体的に数字で表すことが難しいという理由で、特定の数値目標を掲げることは行わないこととした。この方針は今日まで維持されている。

その後、2016年１月27日に、FOMCは、物価安定の目標を、従来の“inflation objective”から“symmetric inflation objective”に変更し、持続的な（persistent）目標値からの乖離は双方向（above or below）ともに好ましくないという意向を明らかにした。FRBはそれ以前から、２％の目標物価上昇率からの乖離は、それを上回っても下回っても、ともに経済活動に悪影響を与える（costly）ということを理由として、物価安定のゴール文言の修正を行うべく内部で検討を重ねてきた。その背景には、リーマンショック後明らかになってきた「長期停滞」―低成長・低物価上昇率の恒常化―の下で、２％を上限とするかのような印象を与える目標を掲げると、実際の物価上昇率はともすればそれを下回り、ゼロないしはマイナスに陥りかねない、という懸念がある。以後、今回の改訂に至るまでFOMCの声明で繰り返されてきたのはこの“symmetric”という文言である。インフレ目標は、かつては物価の上昇をチェックするための手段と考えられていたこともあったが、今や、それを下回っては問題である、という意味で使われるようになってきたところに時代の変化が感じられる。

２．今回の見直しの背景

先にも触れたとおり、FRBは、2018年11月以降約１年半にわたって全員参加型の金融政策の総点検を行ってきた。これは今回初めての試みであったが、今後は原則として５年に一回行うこととされている。

今回の総点検は次の三つのチャンネルを経由して行われた。

(a) 全米の各地区連銀が主催する、雇用者・中小企業経営者・中低所得者層等からなるグループとの対話（“Fed listens”集会―テレビ中継・全14回）

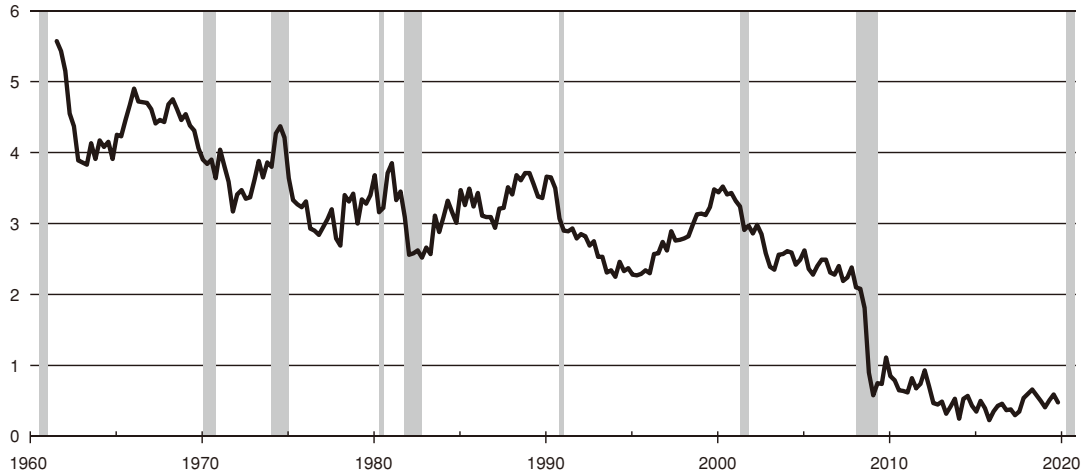
(b) 学者・有識者が参加するMonetary Conference（2019年６月、シカゴ連銀主催）

(c) FRBスタッフによる内部検討会（13回）と、FOMCメンバーによる意見交換（５回）

内部の検討会のために用意されたスタッフの論文は多数に上るが、その多くは2020年８月前後に集中的に発表されている。

今回、FRBが金融政策の総点検を行うに至った背景について、Powell議長は次のように述べている（2020年８月カンサス連銀主催のカンファレンスにおける講演）。

（図表）自然利子率ないしは均衡実質利子率の推移



（出所）David Lopez－Salido,el al.“Measuring the Natural Rate of Interest：The Role of Inflation Expectations”（FEDS Notes, june 19, 2020）

(a) Volcker、Greenspan両議長の時代、「物価の安定」はインフレの防止と同義語であった。その成功は“Great Moderation”と呼ばれた時代をもたらした。

(b) しかし、リーマンショックを境に、世界経済は「新常態（new normal）」ともいうべき時代に突入した。自然利子率ないしは均衡実質利子率（r*―r star）の持続的低下が顕著となったこと（図表参照）、雇用情勢は改善したが、労働力需給の逼迫は、かつてのように賃金の、したがって物価の上昇をもたらすことがなくなったこと（フィリップス曲線のフラット化）、がそれである。

(c) 持続的な物価上昇率の低下（時にはマイナス化）とそれに伴う期待インフレ率の低下は相乗的に働き、経済成長を維持する上で深刻なリスク要因となっている。

(d) この間、名目金利は下限（effective lower bound〈ELB〉）に定着し、金融政策は機能不全に陥っている。

こうした経済情勢の大きな変化の中で、金融政策の長期的目標はどのようなものであるべきか、そして、それをどのような方法で国民一般に理解してもらうか…今回の見直しの文言には、こうした総点検の結果を踏まえてFRBが導き出した結論が盛り込まれている。なお、ほぼ時を同じくしてClarida副議長とBraynard理事も同趣旨の講演を行っており、組織を挙げてこの決定の周知徹底に注力するFRBの姿勢が窺われる。

3．今回修正のポイント

改定文では、近年顕著になってきた雇用と物価についての“downward risk”を強く意識して、持てる手段のすべてを尽くすという姿勢が強調されている。

(a)「雇用の最大化」について

従来は“deviations from its maximum level”となっていたが、改定文では“shortfalls of employment from its maximum level”となっており、今後は雇用情勢の「悪化」防止によりウエイトをおいた政策運営を行うことが示唆されている。

(b)「物価の安定」について

従来は、“inflation at the rate of 2 percent …is most consistent over the longer run with the Federal Reserve's statutory mandate”となっていたが、改定文では、“Following periods when inflation has been running persistently below 2 percent, appropriate monetary policy will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time”とされ、また、“(FOMC) seeks to achieve inflation that averages 2 percent over time”とされた。すなわち、インフレ目標は単に2パーセントを達成するということではなく、しばらくの間は2％を若干上回る物価上昇率を許容する、ある期間をとってみた場合、平均して2％が維持されればよい、という、いわゆる“makeup strategy”の採用である(注)。

(注) 今回の見直しの結果は、9月16日に開催されたFOMCの決定文に直ちに取り入れられている。“…the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time…”。ちなみに、その前の決定文（7月29日）は、“…the Committee will assess …economic conditions relative to …its symmetric 2 percent inflation objective”

(c) 金融システムの安定性確保について

従来の声明にはなかった、雇用の最大化と物価の安定を実現するために必要とされる「金融システムの安定性確保」の重要性を強調し、これを脅かすリスクの存在に一段の注意を払う旨が明記された。ゼロ金利状態が継続する中で、金融機関の資産運用あるいは収益面で問題が生じていないか、特に注意を払っていくとの姿勢である。

(d) その他の留意点

「物価の安定」と「雇用の最大化」という二つの目標の同時達成が困難な場合にどのように対応するか…この問題についての声明文の言い回しは次のようにやや難解である。

“…under circumstances in which the Committee judges that the objectives are not complementary, it takes into account the employment shortfalls and inflation deviations and the potentially different time horizons over which employment

shortfalls and inflation are projected to return to levels judged consistent with its mandate”

二つの目標の間にコンフリクトが生ずる場合としては、例えば、物価上昇率が２％の目標に達し、場合によってはそれを上回る勢いで上昇しつつあるものの、失業率から判断して労働需給はなお緩和した状態にある（失業率についての目標値は存在しないが）といった状態が考えられる。失業率が遅行指標であることを考えると、この場合は直ちに緩和の停止ないしは引き締めの開始を検討すべきだ、ということになろうが、先に述べたような雇用に重点を置くFRBの姿勢を考えると、そのような状況においては、やはり物価よりも雇用を優先する姿勢で臨むということを改めて（婉曲な形で）表明したと理解するのが妥当であろう。

４．“Fed listens”から得られた教訓

前述したように、今回見直しのための作業の一環として、14回にわたり全国的な規模で一般市民の意見を聞く、“Fed listens”会合が開催された。学者や専門家ならいざしらず、それ以外の一般の声に耳を傾けるということはFRBの歴史始まって以来といってよい(注)。多種多様な意見のすべてを再録することはできないが、その中で、政策当局にとってとりわけ印象的であった（耳が痛い）と思われるコメントをいくつか拾いだしてみよう。とりわけ雇用に関しては、マクロ的な失業率の低下とか、労働参加率の上昇といった数字だけを見て満足すべきではないという点が強調されたことは記憶されてよい。今回の見直しで、雇用の確保の重要性に特に重点が置かれたのは、こうした庶民の声が反映されたものであることは疑いない。

(注)　Bernanke議長時代にも、各地で“town meeting”と称される会合が企画されたことがある。ただ、この時は、金融政策運営のためのヒントを得ようというよりは、ともすれば強まるFRBに対する議会筋からの風当たりを和らげるための、FRBのシンパ作りといった印象が強い。

一方、政策当局がなぜ２％という物価上昇率に固執するのか、とりわけ、なぜ２％を若干上回るインフレ率を目指すのかという疑問は一般市民の間に根強く、これを妥当とするスタッフの説明には納得できないといった光景が多く見られた。この点は、金融政策におけるフォワードガイダンスの有効性というアカデミックな議論にも関係することであって、FRBとしても看過しえない問題である。

“Fed listens”会合における意見抜粋

(a)　現在の労働関係統計は実態を表していない。「失業率の低下」「完全雇用に接近」といった言葉は、すべての労働者について当てはまるわけではない。このことは、

とりわけ低所得者層やマイノリティ・グループについて言えることである。

(b) 労働参加率が上昇したことは事実であるが、経営者にとっては、労働市場のミスマッチが雇用を増加させようとする際の障害となっている。

(c) 労働者にとって賃上げは必ずしも大きな労働意欲増加要因ではない。他方、経営者にとっては、賃金よりはむしろ、職業訓練、医療保障等のための出費が大きな収益圧迫要因となっている。

(d) 貸出を受けることができない大衆にとっては、金利水準は大きな問題ではない。一方、引退世代にとっては低金利は大いに不満である。

(e) 年金生活者にとっては物価の安定が第一である。政策当局がなぜ2％を下回る物価上昇率を問題にするのか理解に苦しむ。ましてや、2％を超える上昇率を目指すなどとは論外である。

(f) FRBはもっと一般の意見を聞くべきである。様々な社会階層に広く届くよう、コミュニケーションの方法に工夫すること、専門的あるいはテクニカルな用語（例：maximum employment and price stability等）を使わず、一般大衆にも届くような言葉で語りかけることが重要である。

5．FRBスタッフによる貢献

今回の見直しに際しては、FRBのスタッフから数多くの論文が提出された。いずれも専門性の高い著作であって、ここでその内容に立ち入ることはできないが、その多くは、物価上昇率がなかなか目標値に達しない場合、“makeup strategy”は経済のnegative shockを和らげるのにある程度（modestly）の効果をあげることができることを認める。しかしながら、これには“time-inconsistency”（時間不整合）という問題が付きまとうことが指摘されており、限界があることも意識されている。

「時間不整合」とは、政策当局がある一定目的の達成のために予告し、かつ実行していた政策が、その後の情勢変化ないしは政策目的の変化によって適切なものと認められなくなり、途中で放棄されることを指す。当初の政策が貫徹されるという前提で期待形成を行ってきた経済主体にとっては「裏切り」であって、以後政策当局の言うことを信じなくなる。政策当局が当初、「2％を超えるある程度の物価上昇率を相当期間許容する」と約束したとしても、実際に物価が2％を超えて上昇を始めた段階で、先行きのインフレ高進を懸念して緩和政策を変更することは十分に考えられる。市場がその可能性を予め念頭に置いた瞬間、この種のフォワードガイダンスの有効性は失われる。“moderately above”とか、“for some time”という曖昧な文言は、そうした懸念を増幅する。

6．暫定的評価と若干の感想

以上、きわめて大雑把ではあるが、今回FRBが行った声明文の改訂作業の道程を辿ってみた。見直しは今後とも続くことになっており、これで終わりというわけでは勿論ないが、この段階で念頭に浮かんだことを思いつくままに列挙すれば次のとおりである。

⑴　金融政策の総点検といえば、日本銀行が2016年９月に公表した「総括検証」（「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的検証）が思い出される。高度な分析手法を駆使した調査統計局スタッフによる作業の学問的価値は高く、「イールドカーブ・コントロール」と「オーバーシュート型コミットメント」(注)の理論的基礎を提供した点で、その後の日本銀行の政策運営に大きく貢献したことは疑いない。とりわけ、オーバーシュート型コミットメントについては、今回のFRBのmakeup policyを実質的に先取りした（マネタリーベースと関係づけている点が異なるが）形になっている。

(注)　イールドカーブ・コントロール（長短金利操作）
短期（政策金利残高）はマイナス0.1%、長期（10年物国債利回り）は０％というレベルの維持が目標とされている。
オーバーシュート型コミットメント
CPIの上昇率が安定的に２％を超えるまでマネタリーベースの拡大を継続する意向が示されている。

⑵　しかしながら、今回のFRBの総点検と比較した場合、いくつかの相違点がある。その一つは、総点検に際して広く一般庶民の声に耳を傾け、そこから学ぼうという姿勢である。日本銀行といえども、金融政策の透明性の向上という点においては格段の進歩を遂げており、かつてのような、「鎮守の森の奥深くからの神託」の時代は今や全くの昔語りとなった。ただ、今回のFRBの試みのように、一般庶民と接触してその声を吸い上げ、それを政策運営に反映させようというところまでには至っていない。膨大な時間とエネルギーを要する作業であり、人によっては「ポーズ」と評されるかもしれないが、そうした謙虚な姿勢から学ぶべきことは多い。

⑶　今一つ気づくことは、理論と実践との間の距離感ともいうべき問題である。今回のFRBの試みに際して発表されたスタッフの論文を見ても、政策決定に至るまでには膨大な理論的蓄積があることがわかる。個々のスタッフのそうした作業は論文の形で公表されており、FRBの幹部の講演に際しては、執筆者名を付して引用されるのが常であって、スタッフにとっては大いに励みになるであろうことは想像できる。

論文の内容は千差万別であって、モデルを駆使した高度にアカデミックなものも少なくない。しかしながら、実際の政策決定に際しては、「理論的に正しいのだから直ちにそれを実践に移す」といった姿勢は見られず、極

めて現実的な配慮が払われていることに気づく。その一例が「マイナス金利政策」である。自然利子率ないしは均衡実質利子率（r*）と物価上昇率が共にゼロ近辺に低下した現状の下で金利機能を維持するためには、名目金利の非負制約を打ち破るしかない（マイナス金利政策の採用）という結論になるのは、理論的にはおそらく正しく、ECBや日本銀行の政策にはそのことが反映されている(注)。しかしながら、FRB内ではマイナス金利の副作用を懸念する声が大きく、FOMCでもこのテーマが真剣に取り上げられた形跡はない。マイナス金利に関するスタッフの論文も、それが効果を発揮するには相当の「深掘り」が必要であるという結論を導き出しているものが目につく。

(注)　隠された動機として、自国為替相場の上昇を抑えるということがあるはずであるが、（当然のことながら）そのことが表立って唱えられることはない。

おわりに

一昔前、標準的な金融政策のテキストは、中央銀行による短期金融市場の金利調節の説明に始まって、その影響が中長期金利全般に及び、それが物価、経済成長等に影響を及ぼすという、いわゆる「伝統的」金融政策の波及過程（transmission mechanism）の記述に多くの紙数が費やすのが常であった。そしてそれらは、何らの疑問の余地のない、自明の理として受け止められていた。

それから10年余りが経過した今日、金融政策の運営に関する論文で、短期金利の調節が実体経済に及ぼす影響といったテーマを目にすることは稀である。これらの論文は、ほぼ例外なく、「中央銀行による金融資産の買い入れ」と「フォワードガイダンス」の二つの政策の記述からスタートする。

しかしながら、数多くの実証研究の結果が示すように、マネタリーベースあるいはマネーストックの膨大な積み上げや、人々の心理―「期待」―への働きかけであるフォワードガイダンスが、実体経済の活性化ないしは潜在成長力の引き上げにどの程度有効に働くかについては大いに疑問符が付く。そもそも「新常態」と称される昨今の日常―低血圧・低体温の持続―は、金融面からの何らかの処方によって「改善」されるといった性格のものなのかどうか…コロナウイルスならいざ知らず、それはそもそも「何らかの投薬によって治癒されるべき病」なのであろうか…地殻変動にも譬えられる近年の大きな経済構造の変化を前にして、「金融政策における正統と異端」とは何を意味するか…こうした状況の下で、既成の価値観にとらわれず、虚心坦懐に真実のありかを追求する心構えができているか…現在われわれに突き付けられているのはこのような問いかけである。