

米国の金融政策の枠組みとその課題

野村総合研究所
金融ITイノベーション研究部長

井上 哲也



米国の中央銀行に当たる連邦準備制度理事会（FRB）は、本年1月に、金融政策の「長期的な目標の数値化」と「政策金利の予想パスの公表」、の2つの柱からなる新たな枠組みを導入した。この枠組みの下で、4月下旬には政策金利の予想パスについて見直しが行われたことを踏まえて、初期段階における評価と今後の課題を議論したい。

〈目次〉

1. 長期的な目標の数値化
2. 政策金利の予想パスの公表
3. 時間軸政策の強化
4. 自然失業率を巡る課題
5. 市場の発するメッセージを巡る課題
6. 政策金利のミスリードを巡る課題
7. 結びに代えて

■ 1. 長期的な目標の数値化

具体的な検討に入る上では、FRBによる政策運営の新たな枠組みをやや詳しく整理しておくことが有用であろう。

第一の柱である金融政策の「長期的な目標の数値化」に関しては、「物価の安定」と「最大雇用の実現」—いわゆる“dual mandate”—の各々を、経済指標の具体的な数値として表現したことがポイントである。確かに、日本では、FRBが「インフレ率は長期的には金融政策によって決定される」と表明したことを重視する向きもみられたが、それ自体が重いテーマであるので、機会があれば別稿で取り上げることとしたい。いずれにせよ、「物価の安定」について、FRBは、個人消費支出デフレーター（PCEデフレーター）の前年比上昇率で2%というのが、“dual mandate”の一翼をなす物価の安定と、長期的にみて最

も整合的であると述べた訳である。

FRBが具体的にどの程度のインフレ率を念頭に置いているかについて、これまで民間エコノミストや市場関係者の間では、PCEデフレーターで1~2%がFRBからみた“comfort zone（心地良い範囲）”であるという理解が共有されていた。FRBが新たな枠組みの下で示した2%は“comfort zone”の上限にあるので、従来の理解は「タカ派」に偏りすぎた印象を与えるかもしれないが、それは必ずしも正しくない。“comfort zone”は、あくまでも、FRBにとって足許のインフレ率がどの程度であれば“comfortable”であるかに着目した理解であって、長期的にインフレ率が2%に収斂することとも整合的であり得るからである。逆に、短期的には2%を上回るインフレ率が出現しても、長期的に2%に収斂するのであれば—FRBは、短期的にはあまり“comfortable”ではないかもしれないが—それもこの枠組みとは整合的になる。例えば、地政学要因などによる商品価格の高騰が足許のインフレ率を押し上げても、その影響が一時的に止まると予測できれば良い訳である。

一方、「最大雇用の実現」に関しては、FRBは、長期的な自然失業率が1月時点の見通しにおいて5.2~6.0%にあると述べている。FRBとしても、実現し得る最大の雇用は金融政策以外の構造要因によって主として決定される点を指摘するとともに、こうした要因は時間と共に変化するだけでなく、経済指標のように直接的な形で観察することは難しいと

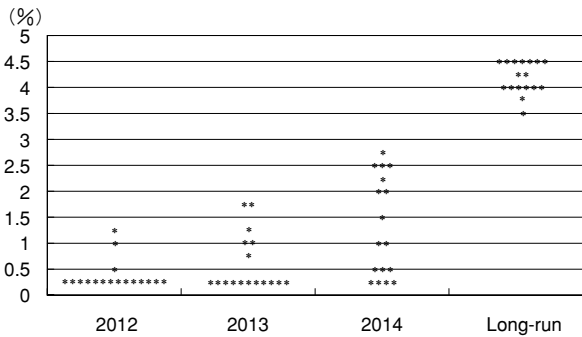
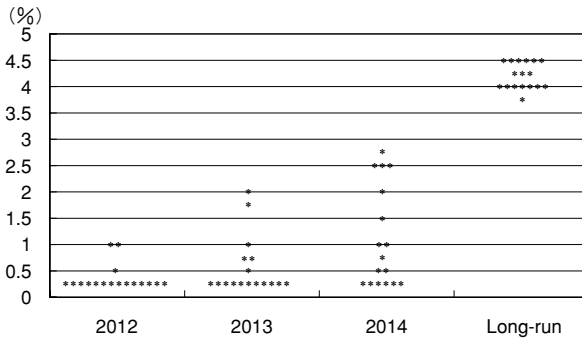
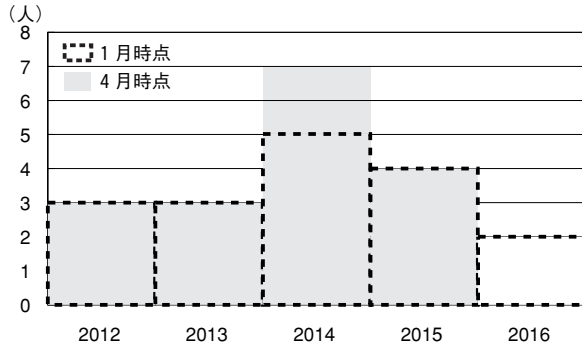
している。したがって、FRBは、「物価の安定」の場合と同じように長期的な雇用について目標を明示するのではなく、上にみたように、その時々最大の雇用の水準を示唆する自然失業率についての評価を示すこととした訳である。

この点に関しても、FRBが念頭に置いている自然失業率は5.5%付近にあるという、民間エコノミストや市場関係者の中でこれまで共有されてきた理解と概ね整合的である。しかも、FRBが指摘するように自然失業率の数値自体が様々な構造要因によって変動していくとしても、それはあくまでも長期の話であり、自然失業率が毎月の雇用統計の結果によって見直されていくという訳ではない。実際、FRBが中長期的な自然失業率の理解として示した5.2~6.0%というのは、連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーによる失業率予測の“long-run”の部分に言及したものであるが、このレンジは大きく変わっていない。

■ 2. 政策金利の予想パスの公表

FRBによる新たな枠組みの第二の柱は、「政策金利の予想パスの公表」である。すなわち、FRBは、経済見通しを改訂する年4回の機会に併せて、①（事実上のゼロ金利政策を解除して）初回の利上げを行うのは何年のことか、②今後の各年末時点および“long-run”で政策金利の水準はどうなるか、

(図1) ゼロ金利政策の解除時期(上)と政策金利のパス(中・下)に関する予想の分布
 <FOMCメンバーによる予想・中央は1月時点・下は4月時点>



の2点に関する予想を公表することにした。初めてこれらを公表した1月時点では、①については、2014年を中心として2012~2016年に分布していた。また、②については、2014年には0.25~2.75%と比較的広い範囲に分布

した一方、“long-run”の政策金利については4~4.5%に集中していた(図1)。

先にみたように、第一の柱である金融政策の「長期的目標の数値化」については、暗黙のうちに共有されていた考え方が明確化され

た面が強いのに比べると、第二の柱である「政策金利の予想パスの公表」はそれ自体が新たな試みである。もちろん、米国の金融政策を細かく追う“Fed Watcher”のような専門家にとっては、FOMCメンバーの講演やコメントを細かくフォローすることで、利上げに関するスタンスについてある程度のイメージを持つことはできたかもしれない。あるいは、“long-run”の政策金利が4～4.5%という見方も、民間エコノミストや市場関係者の多くが念頭に置いてきた—あるいは、いわゆる“Taylor-Rule”で前提とされる—実質政策金利の均衡値が2%程度であるという理解と整合的である。これに、上にみた“long-run”のインフレ率である2%を加えると、名目でちょうど4%という水準が導かれるからである。

それでも、一般的には、FOMCメンバーが利上げ時期に具体的に言及することは多くないので、“Fed Watcher”であっても上記のようなイメージは曖昧なものであったし、(図1)のように各年末での政策金利に関する予想が明確に示されたことは、従来とは大きく異なる情報量を持っている。なぜなら、事実上のゼロ金利政策の解除がいつなのかという予想だけでなく、その後の金融政策の運営についての予想をも示唆しているからである。後に検討するように、(図1)の各年末の点同士が線で結ばれている訳ではないので厳密な議論にならない面はあるが、例えば、2013年末から2014年末にかけて政策金利の予想に関する

分布が急に拡大していることは、2014年からの「正常化」が比較的早いペースになるとの予想が少なからず存在する可能性を示唆していることは興味深い。

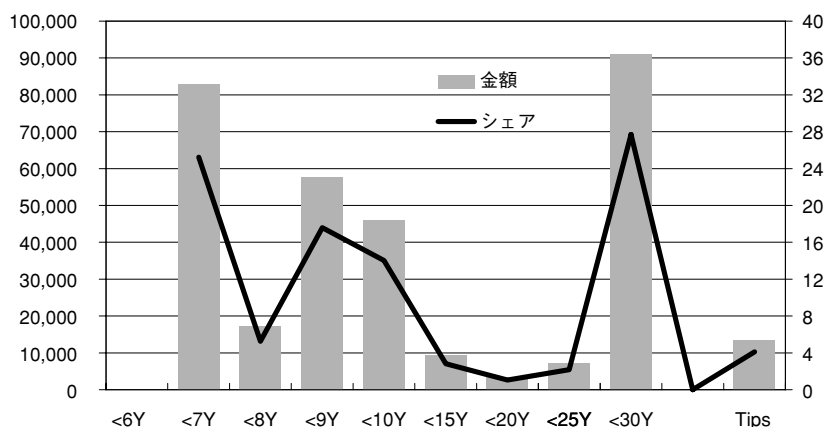
■ 3. 時間軸政策の強化

これまでの検討から明らかなように、FRBによる新たな枠組みの最も重要な効果は、足許から“long-run”に至る政策金利の道りに関するFRBの考え方を、従来に比べて格段に明確な形で示したことにある。その意味で、新たな枠組みが「時間軸政策」の強化の効果を持つという解釈がある。

こうした解釈には留意が必要な面もある。すなわち、FRBが(図1)の通りに公表したのは、あくまで金融政策を議論し決定するFOMCの各メンバーによる政策金利の「予想」である。さらに、4月下旬のFOMC会合で実際にみられたように、こうした「予想」は少なくとも年に4回は見直されることになる。これらの特徴は、例えば、2001～2006年の間、日本銀行が、消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロを上回るまで、実質的なゼロ金利政策を維持するという約束を堅持したこととは異なる。

それでも、現在のFRBの枠組みは「時間軸政策」の要素を相当に有していると言って良い。まず、FOMCメンバーによる政策金利の「予想」には、当然に各メンバーの金融経済の見通しを踏まえた、最適な政策金利に

(図2) 「ツイストオペ」により買い入れた国債の残存期間別分布
(左軸・金額〈百万ドル〉、右軸・シェア〈%〉)



関する主観的な意思が含まれているからである。つまり、純粋な予想でなく判断というべきものであって、金融経済の見通しが不変である限りは維持されるという意味でコミットに近い性格を持つ。また、FOMC声明文は、こうした「予想」を集約する形で、現時点では2014年後半まで現在の超低金利政策が維持されるとの「予想」が多数である点を説明しているだけでなく、バーナンキ議長自身が、FOMC後の記者会見も含めてこの点を強調しているからである。

このように「時間軸政策」と理解した場合、その強化は2つの側面を持っている。第一に、「時間軸政策」と言う場合、これまでは日本銀行による先例のように「ゼロ金利政策を解除するまでの時間」が主として念頭に置かれていたのに対して、FRBによる新たな枠組みの下では、先にみたように、ゼロ金利政策を終了した後の「正常化」のパスまでがス

ープの中に入っている。第二に、FRBは、単に今後数年に亘る政策金利の予想パスを示すだけでなく、従来から行ってきたインフレ率や失業率に関する見通しと同時に示すことで、政策金利の運営が長期的な“dual mandate”の達成に向かって統合的な形で行われることを示唆することになる。これは、政策金利の先行きについての市場の信認を強める効果を持つであろう。

時間軸政策が強化されるとすれば、より広い意味でのFRBによる政策戦略との関係でも大きなメリットがある。まず、いわゆる「ツイストオペ」—FRBの正式用語では“maturity extension program”—との補完的關係である。昨年10月以降、FRBは中長期国債（残存6～30年）を買い入れる一方、短期債（残存3年以下）を売却している（図2）。実際に買い入れている国債は超長期債が中心であり、「ツイストオペ」の本当の目的が住

宅問題にあることが示唆されるが、いずれにせよ、かつてのいわゆる「QE2」への批判—巨額の資金供給が商品価格の高騰に寄与することで、米国家計に実質購買力の面でダメージを与えた—に配慮する面もあり、短期債の売却が組み合わされている訳である。「時間軸政策」を強化することが、「ツイストオペ」に伴う短期債売却の結果としてイールドカーブの短期ゾーンに生ずる上昇圧力を抑制する上で意味があることは言うまでもなからう。

「時間軸政策」の強化は、FRBを取り巻く政治情勢との関係でも好都合な面があるように思われる。国債をアウトライトで買い入れる政策には、上の「QE2」のケースにみられるように副作用を巡る批判が強だけでなく、オバマ政権による拡張主義的な財政政策を資金調達面から実質的にサポートするものであるとの批判も存在する。このような環境の下では、本年11月の大統領選挙が近づくほどに尚更、FRBとしてはどちらか一方の政党を利すると解釈される政策を実施することには難しい面が出てくる。その意味では、FOMCでの形式的な政策判断がなくても、「時間軸」が柔軟に変化する枠組みは有用である。つまり、米国の金融経済情勢がアップサイドとダウンサイドのいずれの方向であれ変化したとしても、事実上のゼロ金利政策を終了するまでの予想期間やその後の政策金利のパスに関するFRBの予想が変わることで、「時間軸政策」が自動的に強化されたり緩和されたりするからである。

■ 4. 自然失業率を巡る課題

FRBによる新たな政策運営の枠組みにはこのように有用な面が存在するが、もちろん、いくつかの課題を挙げることもできる。

まず、この枠組みが政策運営の先行きについての明確さを主眼とする以上、その軸となる部分—長期的な政策目標—に揺らぎが生じることが最大のリスクである。いわゆる“dual mandate”のうちで「物価の安定」をインフレ率2%と捉えることは、米国内で長く共有されてきた考え方を具体化したものであるだけでなく、先進諸国で広く共有されている面もあるだけに、これまでのところ、見直しを求める議論は目立たない。これに対し、「最大雇用の実現」を自然失業率で5.2~6%といった従来と同様な尺度で捉えることには、現時点でも様々な議論がみられる。

すなわち、米国内では、金融危機前に雇用増加を牽引したのは建設業と金融業であり、いずれも当面は「構造不況」にあるとすれば、経済成長率が多少回復しても雇用回復は見込み難いし、これらの産業の失業者が円滑に職種転換し得るとは思えない、という指摘が聞かれる。また、労働参加率が低下を続ける点に関しても、FRB自身が指摘してきたように、金融危機による失業期間の長期化に伴うスキルの陳腐化のみならず、長期的にも、新興国との国際的分業の変化や広範な就業機会におけるITスキルの要求といった要因によ

る労働需給のミスマッチ拡大に注目する向きが多い。これらが正しければ、実際の自然失業率がFRBの見方よりも高いか、あるいは、表面的に失業率が低下しても労働市場の実質的な“slackness（余剰）”は解消されないことになる。

言うまでもなく、これらの問題はFRBによる政策運営を難しくする。仮に、実際の自然失業率がFRBの理解より高ければ、失業率が比較的高いうちから賃金を通じたインフレ圧力が予想外に高まるし、失業率が下がっても実質的な“slackness”が大きければ、賃金を通じたインフレ率が予想外に弱くなる意味で、いずれにしても適切なタイミングでの金融政策の変更が難しくなる。先にみたように、FRB自身も自然失業率の理解は変化していく性質であると認めているものの、それだけに意見も分かれやすいと言える。実際、一部の地区連銀総裁のように自然失業率は7%近辺まで上昇していると理解してしまうと、足許のような緩やかな労働市場の改善であっても、実質的なゼロ金利政策の解除は意外に近いという結論が導かれることになる。

一方で、米国の景気は回復しているものの、そのペースはせいぜい潜在成長率程度であり、国内外の金融経済の先行きには不透明な要因が多いことを考えても、現時点で「時間軸」の効果が弱まることは避けたいという意向が働くのも自然であろう。筆者が4月下旬に米国内で有識者と面談した際にも、3月下旬と4月上旬に相次いで労働市場に関する詳

細な講演を行ったバーナンキ議長とイエレン副議長が、ともに労働市場における景気循環の影響をむしろ強調し、その改善のためにも金融緩和の維持が不可欠である点を主張したことには、このような背景による面が強いのではないかとの指摘が多かった。それでも、他ならぬイエレン副議長自身が、かつては、今回の講演でも言及した“Beveridge curve”の反時計回りの動きを基に、労働市場における構造要因に光を当てていたことを想起するまでもなく、実質的な雇用回復の低迷をどう解釈し、その上で政策金利をどう運営するかは、今後も大きな論点の1つになることが予想される。

■ 5. 市場の発するメッセージを巡る課題

また、FRBによる新たな枠組みには、FRBが市場の発するメッセージを受け取りにくくするリスクもある。

「時間軸政策」は、中央銀行が今後の政策運営について市場の予想に働きかけることが主眼であるので、市場側から発せられる将来の金利動向に関するメッセージ—例えば、具体的にはイールドカーブの形状として現れる—が減殺されたり、中央銀行がそれを読み取り難くなったりするといった副作用を伴う。しかも、FRBによる現在の枠組みは、先にみたように相当に強い「時間軸政策」である。つまり、実質的なゼロ金利政策の解除時期の

みならず、その後の政策金利のパスについても強い示唆を与えるものとなっている。さらに、「時間軸政策」といわゆる「ツイストオペ」を組み合わせることで、イールドカーブの多くの領域に同時に強い影響を与えている。したがって、市場の発するメッセージに関する上記のような副作用はより大きくなることも考えられる。

もちろん、多くの政策手段にはそれぞれに副作用やリスクがあり、FRBも当然にそれらを斟酌した上でなお一政治的な意味で政策手段の選択肢が限られることもおそらく考慮した上で一このような強い「時間軸政策」を選択したのであろうし、それ自体は批判すべきではない。しかも、これまでのところは目立った問題は生じていない。

ただ、より難しいのはむしろ今後の対応であろう。つまり、緩やかであれ景気回復が続いた場合には、前節でみた労働市場の構造を巡る見解の対立も踏まえると、そう遠くない時期に「正常化」を巡る議論が浮上することも考えられる。通常は、こうした見解の相違は、国債の利回りにおけるリスクプレミアムの増加やボラティリティの上昇などとして現れるはずであるが、強い「時間軸政策」がそれを減殺することでFRBが市場のメッセージを適切に読み取れないことが考えられる。さらに、FOMCの議事要旨が示唆するように、現在の「時間軸政策」は（名目）政策金利の最適値がマイナスであった時期を言わば“compensate”するために、意図的にピハイ

ンド・ザ・カーブとして運営すべきという考えがFOMCメンバーに存在するとすれば、FRBは、この点に関する市場の反応も観測できなくなることが考えられる。これらの結果として、政策変更がFRBにとって予想外に大きな反応を招くことも考えられるだけに、FRBは、市場との対話に際して通常以上の配慮が求められることになる。

■ 6. 政策金利のミスリードを巡る課題

最後に、FRBの新たな枠組みが、市場による政策金利の予想をむしろミスリードするリスクについても、やや技術的側面からみておきたい。

先に（図1）としてみたように、実質的なゼロ金利政策の終了はいつかという予想も、今後の各年末における政策金利の予想パスも、いずれも、FOMCの全メンバー（4月時点で17名）による回答を集めて公表している。しかし、広く知られているように、FOMCにおいて金融政策の決定に投票権を持つのは、FRBの正副議長、理事とニューヨーク連銀の総裁および一部の地区連銀総裁であって、（同じく4月時点で）合計10名である。つまり、17名の中には投票権を持たないメンバーが含まれる。

地区連銀総裁に対する投票権の付与は「輪番」であり、歴史的経緯などを踏まえて、そのインターバルは調整されている。ルールの面

だけからは上記の17名と10名とに何らかのバイアスが生ずるとは言えない。ただ、実際問題としては、地区連銀総裁の方に（担当地区の金融経済状況を考えれば、奇妙な面もあるが）概して「タカ派」が目立つことも否定できない。したがって、投票権を持つ10名よりも、FOMCの全メンバー17名の方が「タカ派」のウエイトが高まる蓋然性も否定できない。

この場合、投票権を持つメンバーのコンセンサスに比べて、(図1)の示す「予想」の分布が偏る—初回の利上げ時期のウエイトが足許の方に傾いたり、毎年末の政策金利に関する予想が上方へ引き上げられたりする—ことが考えられる。先にみたように、FRBの現在の枠組みには「時間軸政策」の性格が強い以上、こうした現象が市場参加者の理解に影響を及ぼし、「時間軸」の効果を弱めるとすれば、問題は単に些末な技術的問題とも言えなくなってくる。

先にみたように、FOMC声明文による集約やFRBのバーナンキ議長による説明などにおけるニュアンスを通じて、このような問題による意図せざる「時間軸」の修正を押しとどめることも、ある程度は可能かもしれない。しかし、今後の定期的な見直しを繰り返していくと、「予想」のパスが示唆するFOMCメンバーの判断とバーナンキ議長自身の意図に乖離が感じられるようになることも考えられる。インフレ率や失業率といった経済見通しを17名で行ってきたこととの整合性や、FOMCの民主的な議事運営に対する

バーナンキ議長自身の意向を考えると容易でない面もあるが、予想主体と政策判断の投票主体との調整は避けて通れない課題であるように思われる。

■ 7. 結びに代えて

FRBが導入した金融政策運営の枠組みは、FOMCメンバーによる政策金利の予想パスという新たな情報の提供を通じて「時間軸政策」を強化するものという評価が可能であり、FRBを巡る政治環境に対する配慮も感じられる。その一方で、自然失業率を巡る意見の対立への対応やFRBと市場との対話のあり方など、今後の課題も抱えている。FRB自身も、議事要旨などで示唆しているように、この枠組みを含むコミュニケーション・ポリシーについては継続的な課題と認識し、イエレン副議長をヘッドとする小委員会で検討を続けるとしている。

米国のみならず先進諸国で中央銀行がゼロ金利政策に引き続き直面する状況では—また、財政政策の機動的な運営が難しく、中央銀行の政策対応への期待や要求が強まる状況では尚更に—中央銀行の政策対応に関するイノベーションの重要性は高い。本稿で取り上げたコミュニケーション・ポリシーも、一見すると些末で技術的とみえるかもしれないが、残された貴重な政策手段としての検討と効果的な実践が期待される。

