

ポイント

FRBの時間軸政策は将来の政策を縛らざ
。金融緩和継続でも米長短金利差は大幅縮小
。日銀の外債購入など非常手段には覚悟必要

植田 和男 東京大学教授

1月24、25日の米連邦公開市場委員会(FOMC)は、米連邦準備理事会(FRB)が金融政策運営透明化のための方策を発表したため、首段以上の注目を集めた。その骨子は、中長期のインフレ目標をこれまでよりも明確化したこと、向こう3年間および長期の政策金利水準についての委員の予想を発表したことである。これら以上に会議後の市場に大きな影響を与えたのは、声明文に含まれ、バーナンキ議長が記者会見で



詳しく説明した「2014年終わりまで異例に低い金利が続くと見込まれる」という一種の時間軸政策である。

日本経済新聞朝刊2012年2月14日(火)「経済教室」

デフレ克服とゼロ金利政策①
非伝統的手段、余地乏しく

無断複写・転載を禁じます。



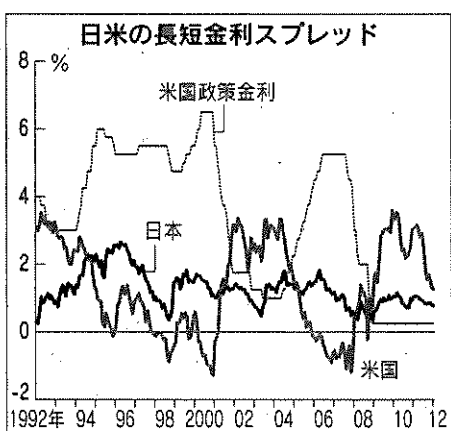
左右するわけでもない。最初の利上げ時期を含む政策金利経路予想の公表は目新しいが、低金利継続期間の予想とともに、現時点で入手可能な情報を前提にしており、ない点である。17人の委員のうち11人は14年中までの利上げを予想しているし、14年末の政策金利予想の単純平均は1%を少し超えている。ダメ押し的な緩和効果を狙いたいバーナンキ議長など執行部とその他の委員の間で、利上げはしても1%以下なら「異例の低金利」であるとの妥協がなされた想像される。より重要なのは、この声明とインフレ率、失業率の予想経路との比較に表れたFRB

金融仲介機能が低下

米の「日本化」回避、正念場に

の行動様式である。コア個人消費支出物価指数(PCE)の上昇率は現在1.8%であり、大勢見通しの分布も向こう3年間は最低でも1.5%である。素朴な疑問は、インフレ目標が2.0%で当面の予想値が1.5%ないしそれ以上であれば、異例に低い金利水準の維持は極めて危険ではないかという点である。

下げに大きなウェイトを置いているという解釈もあるだろう。また、いったん10年12月に0.9%まで低下し、ようやく2%前後に回復してきたインフレ率の再度の大幅な低下を何としても避けたいという面も強いと思われる。本来、時間軸政策は深刻な不況時でも金利をマイナスにできない分、ゼロ%周辺の金利水準を必要以上に長期化させると約束し、デフレ懸念を払拭しようという政策である。結果としてインフレ率が目標値を上回るリスクを抱えることになる。既に現実のインフレ率が目標周辺にある中で、異例の低金利の維持や、その継続期間の長期化予想提示は、まさに時間軸政策の考え方を忠実に実行しつつあるものとも考えられる。皮肉にも時間軸政策を忠実に実行しようとする分、今回のもう一つの柱であるインフ



日米の長短金利スプレッド

経済情勢が変化すれば大幅に変わらざるものである。日銀が採用した「インフレ率が安定的にゼロを上回るまでゼロ金利を続ける」という声明に比べれば、将来の政策を縛る度合いは格段に小さく、政策当局としては「コストの少ない時間軸政策の使い方といえる。その分、効果が限定的である可能性も否定できない。理解が容易でないのは、14年終わりまで異例の低金利継続という声明が政策金利の予想経路と必ずしも整合的では

る水準で推移しているのに対して、日本ではいまだにマイナスである。その最大の理由は、バブル崩壊後の金融危機対策が遅れ、大量の不良債権処理に時間をとられているうちに人口減少期に入るなど、経済への負のショックが極めて大きかったというところだろう。時間軸政策を解除した00年8月と06年3月のインフレ率(エネルギー、食料除く)はどちらもマイナス0.5%であった(ただし、特に06年についてはその後実施された消費者物価指数の基準改定の影響が大きく、当時観察可能なインフレ率はゼロを少し上回っていた)。06年時点での解除の有無がその直後の経済情勢に大きな影響を与えた可能性は小さいものの、今回のバーナンキ議長のようなダメ押し的な緩和継続は十分に

その後の外的要因もあり経路との比較に表れたFRBの行動様式である。コア個人消費支出物価指数(PCE)の上昇率は現在1.8%であり、大勢見通しの分布も向こう3年間は最低でも1.5%である。素朴な疑問は、インフレ目標が2.0%で当面の予想値が1.5%ないしそれ以上であれば、異例に低い金利水準の維持は極めて危険ではないかという点である。

翻って日本はゼロ金利、非伝統的金融政策の先進国である。特定資産購入策、時間軸政策など、ここ数年欧米で実施された金融政策はおおむね日本で「実験済み」のものである。しかし、欧米では政策効果もあってコアインフレ率が1%をほつきりと超え

図は、過去20年の日米の長短金利スプレッドを示している(長期は10年物国債利回り、短期は3カ月物銀行間金利)。この差は、金融機関などが短期金融市場で資金を調達し国債で運用した際の利きやになる。貸し出しで運用してもこ

うえだ・かずお 51年生まれ。MIT博士。元日銀政策委員会審議委員