

FRB、物価目標見直しも 危機時の財政金融政策

仲田泰祐 東京大学准教授

2020/6/16付 | 日本経済新聞 朝刊

ポイント

- 悲観シナリオの場合ゼロ金利の長期化も
- FRBがマイナス金利導入の可能性低い
- 2%インフレ目標固執なら信頼失う恐れ

コロナ危機という経済ショックは各国の中央銀行にも試練を与えた。特に米連邦準備理事会（FRB）は前例のない規模の資金供給などを通じ、世界経済の下支えに手を尽くしている。しかし本当の試練はこれからかもしれない。本稿では少し長い射程をとり、コロナ収束後の金融政策の枠組みについて論じたい。

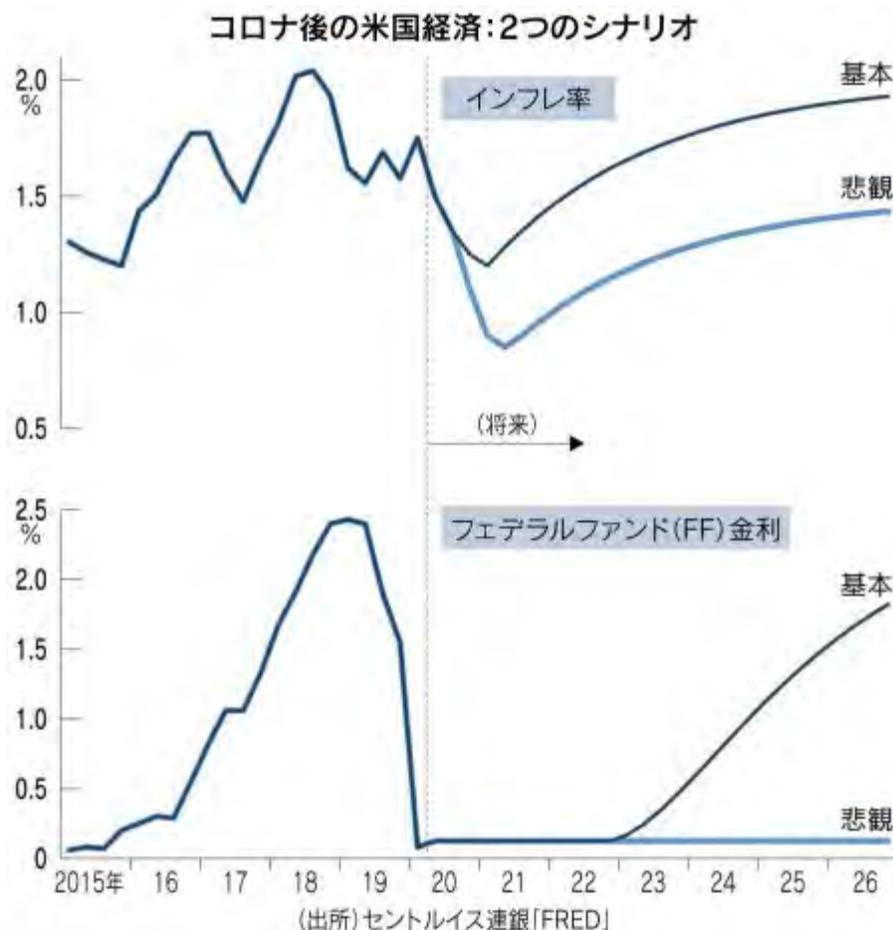
適切な金融政策の枠組みは経済が変化するにつれて変わっていく。ただし変化の前提となるのは現在の枠組みだ。まずはFRBがコロナ前の2019年に開始した金融政策の枠組み検証の議論を振り返ろう。

当時の認識は景気を熱しも冷やしもしない「中立金利」が低い状態で推移し、景気後退のたびに政策金利のフェデラルファンド（FF）金利がゼロ金利に制約されるというものだった。20年は本来、枠組み検証のとりまとめに入るはずだった。そうした中でコロナ危機が世界を襲った。

筆者は20年3月までFRBに所属し、金融政策の枠組み検証に関わる仕事をしていた。今後の枠組みに関するいくつかの仮説を提示し、金融政策の将来を見通す一助としてもらいたい。



最初に具体的なイメージを持ってもらうため、コロナ後の米国経済について基本と悲観の2つのシナリオを提示する（図参照）。そして各シナリオ下で、起こりうる金融政策の変化を論じていくことにする。



まず基本シナリオでは、封鎖が徐々に解除されるとともに経済は順調に回復する。具体的には需給ギャップが20年第2四半期にマイナス12%まで落ち込むが、20年後半から緩やかに回復し、22年末にはマイナス2%程度まで回復する。

この想定の場合、インフレ率は21年第1四半期に1.2%まで下がるが、その後は2%に向かって上昇する。インフレ率が1.7%を超える23年夏には、FRBは利上げを開始できると考えられる。予測期間を通じて長期的な期待インフレ率は2%のまま。

次に悲観シナリオでは、20年後半に感染第2波が米国を襲い、需給ギャップの回復が遅れる。このためインフレ率は21年に1%を下回るようになる。さらにコロナ危機の前から下降基調だった長期期待インフレ率は1.5%まで落ち込む。21年後半以降は需給ギャップの改善につれてインフレ率も上昇するが、長期期待インフレ率は1.5%のまま。インフレ目標の2%は達成されないため、利上げの見通しも立たない。

2つのシナリオを想定した場合、FRBは金融政策の枠組みをどう描くのか。具体的には「オーバーシュート型コミットメント」「マイナス金利」「イールドカーブコントロール(YCC=長短金利操作)」のいずれかの政策手段をとるかどうかを以下にみてみよう。

まずオーバーシュート型コミットメントは、中銀が目標を超えるインフレを将来もたらしことを約束することにより、現在のインフレと消費を促進する政策だ。19年9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で議論されたが、議事録によると参加者の態度は慎重だった。すでに目標を下回るインフレが10年以上続く中で、中銀が目標超えを約束しても、民間は反応しないと考えられたためだ。

オーバーシュートの約束は一般的に数年以上先であり、約束の実現を担保しにくいフォワードガイダンス（先行き指針）は常識的にも制約がある。明確なコミットメントは避けて「少しのオーバーシュートは許容する」といった程度ならば打ち出すかもしれないが、そうした慎重なガイダンスの恩恵は限定的だろう。

またマイナス金利が採用される可能性は低い。FRBの当局者は、マイナス金利が米国の金融市場でうまく機能しないと繰り返し発信してきたし、その姿勢をコロナ危機後も貫いている。マイナス金利は銀行収益の悪化を通じて経済に悪影響を与える可能性も指摘されている。マイナス金利が再議論される可能性は否定できないが、もし仮に採用されるとしても、恩恵は限定的と考えられる。

最後にYCCは19年10月のFOMCで議論され、コロナ危機下の20年4月にも議論されたことから、近い将来採用される可能性がある。経済の回復が見通せない状況で、短期債や中期債に上限を設けるFRB流のYCCは金利の乱高下を抑えるのに有効と思われる。だが中立金利はコロナ前から低下傾向が続いている。金利をコントロールはできても下げる余地が乏しいという構造的な問題は悲観シナリオでより顕著になる。



以下では特に悲観シナリオが現実化した場合、数年後の金融政策の枠組みがどうなるかを考えてみよう。

悲観シナリオ下では、実体経済はある程度回復しているのに、インフレ目標を達成できる見通しは立たない。同時にゼロ金利から抜け出す見通しも立たないため、ここ数年の日本のような状況に陥りかねない。

そこでFRBは恒常的に政策金利がゼロで、インフレが目標を下回るという状況を受け入れるかもしれない。しかしインフレ目標が15年以上安定的に達成されておらず、これからも当分達成されそうにないという状況では、中銀に対する信頼が崩れ去る危険があり、その弊害は計り知れない。

こうした状況が訪れたとき、筆者はFRBが2%というインフレ目標の見直しを議論し始める可能性があると考えている。

そもそもインフレ目標は少しだけ正であるのが望ましいが、具体的な数値は様々なモデル分析でも明らかになっていない。

日本のようにインフレ率が2%をかなり下回る状況が続いていても、1人当たり実質国内総生産（GDP）の伸び率が、インフレ率が2%近くの国と大差ないという例もある。このため米国経済にとっては、FRBが過去に適切と考えたインフレ目標に固執することで、政策遂行への信頼性が落ちてしまう弊害の方が大きいかもしれない。

現在2%というインフレ目標は先進国で主流だ。だが目標値を巡っては多くの国が試行錯誤を重ねてきたし、一度導入した数値を変えていない国は少数派だ。

FRBの過去の議論をみても、適切なインフレ率に対する考え方は変化してきた。例えば2%目標が明示される5年前、07年2月のFOMCでは、多くの参加者がインフレ目標は1.5%か1.75%が適切だと発言した。このとき2%が適切だと発言したのは1人しかいない。従って2%目標が明示されてから10年以上経過したポストコロナの時期に、目標の下方修正を議論するのはFRBにとって自然の流れともいえる。

米国で悲観シナリオが現実化し、FRBがインフレ目標を変更することになったら、日本を含めた他国のインフレ目標にも影響が出るのは必至だ。もちろん金融政策の将来は、予測が難しい様々な要素に左右されるし、悲観シナリオが実現する可能性も低いと思われる。ただ起こりうる変化の可能性に目を凝らしておくことは、関係者にとって無益とはいえないだろう。



なかた・たいすけ 80年生まれ。ニューヨーク大博士。専門はマクロ経済学。元FRB主任エコノミスト

本サービスに関する知的財産権その他一切の権利は、日本経済新聞社またはその情報提供者に帰属します。また、本サービスに掲載の記事・写真等の無断複製・転載を禁じます。

Nikkei Inc. No reproduction without permission.