

米国の中央銀行（Fed）の金融政策④

柔軟な目標設定

河村小百合

日銀は、二〇一三年四月に「量的・質的金融緩和」に着手した当初は、「二年で二％」を達成するはずだった。ところが実際にはその後、四半期ごとに発表する『経済・物価情勢の展望』（通称「展望レポート」）で達成時期の見通しを六回も先送りしたうえ、二〇一八年四月にはついに、同レポートのなかで達成時期の見通しを明示することまで放棄してしまった。それにもかかわらず日銀は、前回（第二〇六八号）述べたように、今なお「二％の物価目標」に固執し続けている。

中央銀行にとって物価目標とは、これほどまでに意地を張って固執する必

要ないしは意味があるものなのか。米連邦準備制度（Fed）は物価目標をどのように位置づけて金融政策運営を行っているのだろうか。

1 インフレーション・ターゲットング

Fedの目標の設定と金融政策運営をみるまえに、まず、先進国全体で金融政策運営の目標はどのように設定されているのか概観してみよう。

インフレ率を金融政策の目標に据える政策運営を「インフレーション・ターゲットング」（以下IT）というが、先進国のIT採用状況をみたのが図表

1である。すると、「先進国」たるOECD（経済協力開発機構）加盟国は現在三六か国であるが、ITを採用しているのは日本を含めて一か国にとどまる。^{（注1）}決して多数派ではないのだ。しかもIT採用国の顔ぶれのなかに、Fedをいだく米国も、また欧州中央銀行（ECB）をいだく独仏といったユーロ圏各国も見当たらない。^{（注2）}

ITは一九九〇年にニュージーランドで採用されたのを皮切りに、一部の先進国では九〇年代から、新興国では九〇年代末から二〇〇〇年代にかけて導入されてきた。導入国の多くはかつて高インフレに悩まされてきた国々である。各国が導入した初期においては、物価安定を達成する目標期間はおおむね一〜二年と設定したうえで金融政策運営を行うケースが多かった。しかしながら、ITを実践してみれば、物価

ターゲティングを採用する国々の設計の内容

2019年2月時点のターゲット	ターゲットのタイプ	ターゲットの視野 (horizon) / 実績が目標からかい離れた場合の対応	2018年のインフレ率見通し*1
2%~3%	レンジ	中期	2.2
2% (1~3%の中心)	P+T		2.7
2%±1pp	P+T	2010年よりユーロ圏加盟まで	2.6
2.5%	ポイント	±1.5%以上かい離の場合、中銀はその理由と対処方法に関する政府向け報告書を公表	2.6
1%~3%	レンジ		1.2
1%~3%	レンジ	中期	1.6
2.5%	ポイント		1.8
2%	ポイント		1.6
2% (1~3%)	P+T		2.0
2%	ポイント	±1%以上かい離の場合、中銀総裁はその理由と対処方法に関する財務大臣向け公開書簡を发出	2.3
2%	ポイント		1.4

targeting”, CCBS Handbook No.29 – February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Outlook”, October 2018、各中央銀行ホームページを基に日本総合研究所が加筆して作成

意味
容幅)の意味

における2018年末値見通しベース

のみを金融政策運営の目標に据える硬直的な枠組みは、現実の政策判断にはそぐわないことが各国の経験を通じて次第に明らかになってきた。物価目標にばかり固執して、インフレ率が目標をまだ上回っているからと金融引き締めを過度に長期化させれば、経済の体力を必要以上に損ないかねない、といった事態がでてきたのである。

そのため、二〇〇〇年代に入った後には、杓子定規に物価目標の達成ばかりを追求せずに、それ以外の経済や金融情勢なども考慮しつつ金融政策運営を行う「柔軟なIT」へと枠組みを切り替えることが主流となった。具体的には、物価上昇率の目標(多くは前年比)を「二〜三%」といった「レンジ方式」や「三±一%」といった「ポイント+上下の許容幅」方式で表現したり、「二%」といった「ポイント方式」で表現するにしても実際には上下一定の幅のなかでの変動は許容するといった対応がとられるケースが多くなった。また、達成のための時間的な視野を「中期」として柔軟性を持たせる、といった工夫もなされるようになった。

これに対して、日銀がITを導入し

図表1 先進国のなかでインフレーション・

国名	誰がターゲットを設定するのか	ターゲットの指標
オーストラリア	政府 & 中央銀行	H CPI
カナダ	政府 & 中央銀行	H CPI
チェコ共和国	中央銀行	H CPI
アイスランド	政府 & 中央銀行	H CPI
イスラエル	政府 & 中央銀行	H CPI
ニュージーランド	政府 & 中央銀行	H CPI
ノルウェー	政府	H CPI
韓国	中央銀行*2	H CPI
スウェーデン	中央銀行	H CPI
イギリス	政府	H CPI
日本	政府 & 中央銀行	H CPI

(資料) Gill Hammond, "State of the art of inflation February 2012, p9 Table A, IMF, "World Economic

(注1) HCPIはHeadline CPI(消費者物価総合指数)の
 (注2) P+TはPoint with tolerance band(ポイント+許
 (注3) pptはpercentage points(100分の1%)の意味
 *1 MF, "World Economic Outlook", October 2018
 *2 中央銀行が、政府とともに設定

年代にとづくに経験済みのことをあたかもなぞるがごとき結果となりつつあり、その副作用は日に日に大きくなっていく。

では、どのような目標を掲げて金融政策運営を行っているのか。米議会が定めるFederal Reserve Act(連邦準備法)には次のように規定されている(訳は筆者)。

to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates

最大雇用、物価安定、および適度な長期金利という目標の達成を効率的に促進する

(注1) ちなみに、図表1においては、各国・中銀がITを採用しているといえるか否かは、自らもITを採用しているイギリス銀行の判断に基づき記載している。
 (注2) 欧州中央銀行がなぜITを採用していないのかについては、今後の連載で詳述する。

2 デュアル・マントデット

たのは二〇一三年と、今のところ先進国のなかでは最後発の部類に入るにもかかわらず、採用したのは「二%」というポイントの目標の達成に固執する枠組みだった。IT採用先進国の間ではその一〇年以上前からすでに柔軟化が潮流であったにもかかわらず、である。そして、すでに六年間に近い黒田日銀の経験は、IT導入先発国が九〇

では、ITを採用していないFed

原文では、三つの目標が掲げられているが、このうち、「最大雇用」(働きたい人がすでに職を得ているか、直ちにみつけられる状況)と「物価安定」(消費者が購入する財やサービスの価格が安定している状態)が達成されていれば、「適度な長期金利」(長期金利が適切な水準で安定すること)はおのずと達成されると考

えられるため、「最大雇用」と「物価安定」の二つを、相並ぶ「目標」として理解するのが一般的となっている。^(注3)中央銀行の設立根拠法上の目的として、实体经济面では「物価安定」のみが掲げられる例が多いなかで、Fedの場合には雇用と物価を並列して掲げるというユニークなものとなっている。これは、米国民の代表たる議会からのFedに対する負託、要求であり、「デュアル・マンデート (dual mandate)」と呼ばれている。

(注3) 二〇一九年二月二日にFRBのクラリダ副議長が行った講演でも、「デュアル・マンデート」に関するこうした理解が明らかにされている。

3 二〇二二年に初めて長期的なゴールを公表

このような状況下、Fedの場合は、

仮にインフレーション目標を設定してITによる金融政策運営を行えば、「デュアル・マンデート」のうちの「物価安定」が「最大雇用」に優越することになりかねない、との懸念から、長らくこれを回避してきた模様である。そしてFedの場合、果たしてどの程度の物価上昇率で米国経済が推移することが「物価安定」に相当することになるのかについて、具体的な数字を挙げて示すことは長い間してはこなかった。

しかしながら、金融危機直後の二〇〇八年末以降、Fedが大規模な資産買い入れとともに超低金利状態を長期化させることを先回りして約束する「フォワード・ガイダンス」(以下FG)を併用していくなかで、状況に変化が生じた。二〇二二年一月、Fedは初めて物価の長期的な目標(goal)として、

GDP統計ベースでの消費者物価指数に相当する「個人消費支出デフレター」^(注4)の「前年比2%」という具体的な数字を示すようになったのである。

ここで注意すべきは、「目標」に相当する用語の選択である。邦訳してしまおうと差が見えにくくなるものの、Fedの場合はいくまで「長期的な目標」(goal)という位置づけにとどめられ、その時々金融政策運営が目標と実際の物価上昇率の乖離が生じることで振り回されてしまいかねない「ターゲット」(target)という表現がとられることは決してなかった。^(注5)図表1でFedがIT採用中銀のなかに含まれていないのは、こうした事情による。

ちなみに当時、初めて「長期的な目標」としての「物価上昇率2%」が示された背景には次のような事情があった。当時Fedは、危機後の厳しい経

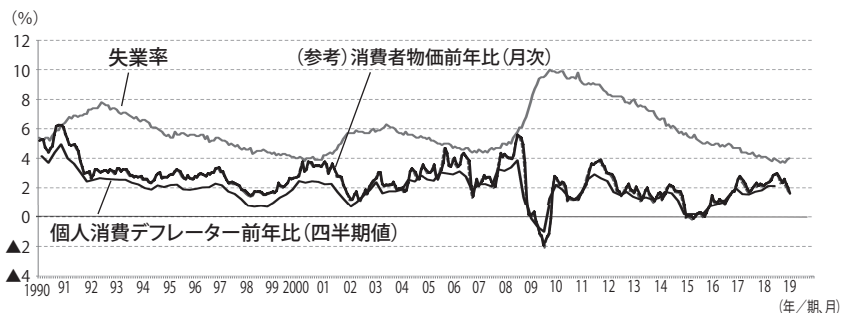
済情勢を勘案して、大規模な資産買
 い入れとあわせて、政策金利であるF
 Fレート^{注5}をゼロ金利近傍（正確には〇・
 二五％）にとどめる状態を相当な長期間
 にわたり継続させることを市場に約束
 するFGを採用していた。それを果た
 していつまで実施すると約束するのか、
 Fedは当初、「しばらくの間」とい
 うあいまいな表現をしたり（二〇〇八年
 末～〇九年時点）、「少なくとも二〇一三
 年半ばまで」（二〇一一年時点）といっ
 た表現をとっていたが、その後、特定
 の経済指標に閾値^{しきい値}を設ける形の「アウ
 トカム・ベースのFG」に切り替えた
 と考えた。そしてその準備として、
 二〇一二年一月のFOMC（連邦公開市
 場委員会）において、物価と雇用の指標
 である個人消費支出デフレーター^{注6}の前
 年比と失業率（図表2）、すなわち議会
 から与えられているデュアル・マンデー

トを金融政策のアウトカム指標として
 選び、それぞれ、長期的な目標とする
 具体的な定量的水準がどの程度のもの
 と考えられているのか、慎重に表現を
 選びつつも初めて言及したのである。

このうち、物価に関しては、具体的
 には、次のような表現がとられている
 （訳出 傍線、太字は筆者）。

「長期的な意味でのインフレ率は主
 として金融政策によって決定される。
 ゆえに委員会（筆者注：FOMCの意味）
 は、インフレーションの長期的なゴー
 ル（目標）を特定する能力を有する。
 委員会は、個人消費支出の価格指数
 の前年比で測られる二％のインフレ
 ションが、連邦準備の規程上のマンデー
 トと、長期的にもっとも一貫すると判
 断する。」

図表2 アメリカの失業率と物価指数前年比の長期推移



（資料）Thomson Reuters Eikonを基に日本総合研究所作成

（原資料）U.S. Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

他方、雇用に関しては、最大雇用が達成される水準に関する固定された「goal」を物価と同じように示すことは適切ではない、との判断から、FOMCメンバーが長期的にみて通常と考える失業率水準の予測値を年四回公表することとなった。ちなみに当時はその水準は五・二〜六・〇%とされていた。米国の場合、その雇用構造の問題から、失業率がこのくらいの水準であれば、働きたいと考えている人がえり好みしなければ職に就ける最大雇用の状態が達成されているとみることが可能と考えられたのである。

FOMCにおけるこうした決定が金融市場関係者や米国民に浸透するの時間をかけて確認したうえで、二〇一二年二月のFOMCにおいて、FedのFGは物価と雇用に関するアウトカム・ベースのものに切り替えら

れた。具体的には、「フレートのターゲット・レンジ〇・〇・二五%という超低金利水準を、少なくとも、『①失業率がまだ六・五%を上回り、②一二年先の物価がFOMCの長期的なゴールである二%を〇・五%程度まで上回ると予測され、かつ長期的なインフレ期待が十分にアンカーされて（いかり 錨につなげられて）いる』間は継続する。ただし雇用情勢や、インフレ圧力およびインフレ期待に関する指標、金融情勢といった他の情報もあわせて考慮する」という表現に切り替えられたのである。

(注4) 経済活動がどの程度活発なのかを測るGDP統計の名目値を実質値に変換する際に用いる値のこと。

仮に、ある年の名目GDP値が大きくても、それが物価上昇によって押し上げられたのであれば、過去の年度との比較上、経済活動が活発だったと

は必ずしも言えないことになる。このため、特定年の物価水準を基準とするデフレーターを用いて、名目GDP値を実質値（〇年価格ベースと表現される）に換算する。個人消費デフレーター（四半期値）は消費者物価指数にほぼ相当するものであるが、月次の同指数よりは総じて振れが少なく、安定的に推移する特徴がある。

(注5) このような考え方は、ITをあえて採用しない他の中央銀行でもみられるところであり、「target」という表現は避けて、「goal」「aim」ないし「objective」といった用語が使われている。

(注9) Federal Reserve Press Release, January 25, 2012, p.49。

4 物価にとらわれず利上げを開始

その後、Fedが金融危機（リーマン・ショック）後初めてフレートの引き上げ誘導に踏み切ったのは二〇一五年二月である。それに先立つ同年八

月に開催されたカンザスシティー連銀主催のシンポジウムにおいて、フィッシャー前FRB副議長は、当時、実施は近いと予想されていたFedの短期金利の引き上げ誘導の開始に関して「金融政策の効果が表れるのは時間がかかることから、物価水準の目標達成を待つべきではない」と発言していた。そしてその言葉どおり、同年末には危機後初の利上げが実施された。当時の経済情勢が、物価上昇率2%を下回る状態にあったことは、前回述べたとおりである。Fedが厳密な意味でのITはあえて採用せず、FGをアウトカム・ベースにするにしても柔軟な書き振りとしていたからこそ、その時々の物価指標に過度に振り回されない金融政策運営を行い得たといえよう。

ちなみに先進国全体としても、危機前には、金融政策運営の判断の根拠と

して一般的な物価指標の推移を重視し過ぎてしまい、結果的には危機の招来を許してしまったという反省が、ITを採用していたか否かを問わず、先進各国の政策当局者の間で広く共有されつつあるように見受けられる。そうしたなかで、危機前からITを採用していた国・中央銀行はともかく、未採用であった国・中央銀行が新たにITを採用しようとする動きは、二〇一三年に最後発で採用した日銀を除けば、ほとんど見当たらないのが実情である。

(株)日本総合研究所調査部上席主任研究員

法令解説掲載予定

- 気候変動適応法
- 消費者契約法の一部を改正する法律
- 民法及び家事事件手続法の一部を改正する法律
- 法務局における遺言書の保管等に関する法律
- 人事訴訟法等の一部を改正する法律
- 災害救助法の一部を改正する法律
- 障害者による文化芸術活動の推進に関する法律
- 文化財保護法及び地方教育行政の組織及び運営に関する法律の一部を改正する法律
- 農薬取締法の一部を改正する法律
- 厚生年金保険制度及び農林漁業団体職員共済組合制度の統合を図るための農林漁業団体職員共済組合法等を廃止する等の法律の一部を改正する法律
- 海外社会資本事業への我が国事業者の参入の促進に関する法律
- 不正競争防止法等の一部を改正する法律