



離れた「ゼロ」との長いつきあい ～米国金融政策の不都合な真実～

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫

2020年9月24日

Fedの新しい戦略

世界初の国立公園としても有名な米国イエローストーン。その玄関口に広がる風光明媚な谷間地帯がジャクソンホールである。毎年そこで夏の終わりに、カンザスシティ連邦準備銀行の主催で経済政策シンポジウムが開かれる。中央銀行のトップ同士が山々を背景に談笑する映像は、テレビで流れることも多い。

コロナ禍の今年はオンライン開催だったが、金融市場の関心は高かった。連邦準備制度 (Fed) のパウエル議長が、金融政策の新しい戦略を公表したのである。Fedが1年以上の時間をかけて重ねてきた議論の結論である。

第一のポイントは、厳密な形ではないが「平均インフレ目標」の考え方を取り入れたことである。インフレが目標の2%まで上がれば「それでよし」とするのではなく、インフレが低い時と高い時を均して2%になる状態を目指すというものだ。今はインフレが目標を下回っているので、いずれインフレが2%を超える局面が来たら、それをしばらく許容することになる。長期平均のインフレを2%にしっかりとつなぎとめるという点で、物価目標は強化されたと言える。

第二のポイントは、「失業率は低ければ低いほどよい」という考え方を明確にしたことである。Fedの法律上の責務には、「物価の安定」だけでなく「雇用の最大化」も含まれている。その両立においてFedは従来、失業率をあまり低くするとインフレが高くなり過ぎてしまう、というトレードオフ関係を意識してきた。このトレードオフ関係は、理論的には「フィリップス曲線」の名前でよく知られている。ところが近年、米国も含めて多くの先進国で、失業率が低くてもインフレはほとんど上がらないという状態が続いている。「フィリップス曲線のフラット化」と言われる現象である。そこでFedは、もうこのトレードオフにとらわれるのはやめて、一人でも多くの雇用を生み出すことに専心する、という考え方に切り替えた。

「戦略」と言ってもできるのは「待つ」ことだけ

結局、新しい戦略の下でFedの政策スタンスは、物価、雇用いずれの面からも緩和志向の強いものになる。それによってバブルが起きても困るので、新戦略では金融システムの安定に配慮することも明示された。つまり、①物価目標を強化し、②文字通り雇用の最大化を追求し、③バブルも起こさない、

というのであるから、考え方としては完璧である。

「考え方としては」とあえて付けたのは、これが実際に機能するかどうかは別の問題だからである。機能しない可能性は大きく言えば二つある。①副作用を抑制できない可能性と、②そもそも効果がない可能性である。

まず副作用の点では、金融システムの安定に悪影響を与えない、バブルを起こさない、という部分で失敗する可能性が懸念される。バブルはそれが起きている時点で、正確に認識することはできない。バブルが起きているかいないか、せいぜい確率論として評価できるだけだ。人類がいくら進歩してもこれは変わらない。したがってバブルへの対応は、バブルが起きているか（あるいは起きそうか）どうかについて、厳しめに見るか甘めに見るかの政策姿勢で決まる面が大きい。物価をもっと上げたい、雇用を一人でも多く増やしたい、とここまで強調する戦略の下で、Fedが金融的な不均衡を厳しめにチェックできるとは思にくい。

これはこれで重要な論点であるが、物価目標政策の将来を考えるうえでより注目したいのは、「新戦略にそもそもインフレを上げる効果があるか」である。今回Fedが物価目標を強化した背景には、これまで物価目標を達成できておらず、このままだと日本のように低インフレから抜けられなくなる、という「日本化リスク」への危機感がある。しかし、目標を強化しても手段が乏しければ、目標の達成がさらに難しくなるだけであろう。

Fedの政策金利（フェデラルファンド・レート）は現在0～0.25%である。事実上のゼロ金利政策と言ってよい。国債10年物の金利も、今年3月以降は1%未満の超低空飛行となっている。Fedは、日銀のようなマイナス金利やイールドカーブ・コントロールは、問題があるので採用しないと言っている。追加的な緩和手段は乏しい。

Fedが今後も使えると考えている手段は、①資産買入れ（量的緩和と基本的に同義）、②フォワードガイダンス（将来の政策方針に関する具体性のある約束）、の二つである。ただ、これらの政策手段はいずれも、主として長期金利の低下を通じてその効果が発現するものである。長期金利が既に大きく低下してしまっている今、追加的な効果は限られる。

フォワードガイダンスについては、9月15～16日の公開市場委員会(FOMC)でさっそく動きがあった。前述の新戦略を踏まえて、「インフレが2%に達し、かつ2%超えがしばらく続くと見込めるようになるまで、ゼロ金利を継続する」という方針が明確にされたのである。しかし、ゼロ金利が長く続くであろうことは市場がその前から織り込んでおり、新たなフォワードガイダンスがそれ自体として追加緩和の効果を持つわけではない。

新しい「戦略」と言えば革新的に聞こえるが、Fedは当面、インフレが上がるのを祈って「待つ」ことぐらいしかできない。もしも祈りが通じてインフレが上がってきたら、そこで「利上げをこらえる」という「祈り以外の行動」を初めて行える段階になるのである。

これに対しては、量的緩和やフォワードガイダンスはもっと強い効果を持つはずだ、という反論がありうる。Fedもある程度それを頼りにしているように見える。その効果とは、中央銀行が物価目標達成の強い意志を示せば期待インフレが上がる、というメカニズムである。名目金利が追加的に下がらなくても、期待インフレが上がれば、実質金利（＝名目金利－期待インフレ）が下がって追加緩和効果が生まれるというわけだ。中央銀行が意志さえ示せば人々の期待が変わるという論理は、もしそれが

本当なら都合が良いので、多くの中央銀行が好んで使う。

例えば、日銀が2013年に始めた「異次元」とも称される量的質的金融緩和は、期待インフレを上げるのに有用とされる人知を総動員したものだ。結果は、物価目標の達成度で判定する限り、失敗に終わった。期待に働きかける政策は、国が米国ならうまくいくのだろうか。「幸運を祈る」としか言いようがない。

根本的な矛盾の源泉は何か

Fedの見通しによれば、インフレが2%に達するのは2023年末である。そこでさらに2%超のインフレが見込める情勢になったとしても、新戦略にしたがえば今後3~4年はゼロ金利のままになる。しかも、それは見通しどおりに事が順調に運んだ場合の話だ。見通しの下振れリスクは相応にあり、近年のトラックレコードは厳しい。米国のインフレ率が2%に達したことは、2012年以降ほとんどない。

日本は約25年、欧州も10年以上、ほぼゼロ金利（ないしマイナス金利）の状態を続けている。「永遠のゼロ」とも感じられるほど出口は全く見えない。米国は多少まじだが、似たり寄ったりではある。なぜ、こんなことになってしまったのか。背景には、①自然利子率の低下、②2%物価目標、という二つの要因がある。

自然利子率（均衡実質金利とも呼ばれる）というのは、経済や物価に中立的な、つまり緩和でも引き締めでもない実質金利水準のことである。これは抽象概念なので推計するしかないが、「近年の先進国では大幅に低下している」というのが識者のコンセンサスである。そしてこの自然利子率は、潜在成長率など実体経済の構造で決まるものであって、金融政策で変えることはできない、と考えられている。したがって中央銀行が金融緩和をするには、実際の実質金利を、低い自然利子率よりもさらに低くするしかない。

残る疑問は、中央銀行はなぜそうまでして金融緩和をしたがるのかである。もちろん、現在のような不況局面での金融緩和は必要だ。問題は景気が良い時である。例えば日本の2017~18年頃を振り返ってみよう。当時は企業が空前の高収益を挙げ、失業率も約25年ぶりの水準まで低下していた。それでも日銀が利上げに動かなかったのは、ひとえに物価目標が達成できていなかったからである。欧州や米国の事情も、程度の差はあれ同じようなものである。

自然利子率が低下している以上、低金利環境をどのみち大きく変えられないのは確かだ。しかし、「永遠のゼロ」を予感させる極端な政策対応を決定づけているのは、2%物価目標なのである。

初心に戻ってみると、これは喜劇的とも言える矛盾である。そもそも中央銀行が2%インフレを目指す最大の理由は、「2%程度のインフレがあれば、平時の名目金利（=自然利子率+インフレ率）をある程度高くでき、景気後退への備えとして利下げ余地を確保しておける」という点にある。9月16日の記者会見で、パウエル議長もそう説明した。

しかし、その2%インフレを実現するために、5年も10年も（あるいは永遠に）ゼロ金利を続けなければならないのだとしたら、これは絵に描いたような本末転倒である。最終目的が「利下げ余地の確保」なのに、途中の2%物価目標にこだわるあまり、長期にわたり「利下げ余地を放棄」という矛盾に、先進国の中央銀行は陥っているのである。

フォワードガイダンスは、普通なら1～2年で利上げするところを3年我慢すれば効果がある、という程度の時間軸を念頭に置いた議論であったはずだ。少なくとも、景気一循環の中で完結するストーリーが想定されていた。戦後最長並みの景気拡大で一度も利上げできず、ゼロ金利のまま次の景気後退を迎えてしまうような金融政策運営は、理論的には想定範囲外だったのである。

現在の金融政策の中核的な理論には、重要な前提が二つある。①数年のうちには景気の良い時が来る（正の需要ショックが起きる）確率が高い、②その好景気は、下手な引き締めさえしなければ物価を目標まで押し上げる力を持つ、の二つである。一つ目は良いとしても、二つ目は近年の先進国ではかなりあやしい。そして、この二つ目の前提があやしいのならば、そもそも金融政策で物価をどこまでコントロールできるのか、再吟味したうえで理論を組み直した方がよい。

中央銀行がインフレの上昇を抑えることや、金融市場の安定確保を通じて経済の収縮圧力を和らげることは、ほぼ確実にできるであろう。しかし、インフレを特定の数値に上げる方向でコントロールすることが、長期的にであっても可能なかどうかは、これまでの実績を正直に受け止めれば甚だ疑問である。

ゼロ金利から遠ざかりたくて2%目標を掲げているのに、2%目標に近づきたくてゼロ金利を続ける結果になっているという矛盾は、何か根本的に間違っていることの証左である。本当は、ひとたびゼロ金利になったら金融政策でインフレを押し上げるのは困難、という現実を正面から受け止めて、そのもとでの「次善の策」を模索することが、あるべき政策論の方向性だと思う。

しかし、それはかなり「大ごと」になってしまう。ここまで築き上げてきた物価目標政策の限界を認めてしまうと、では金融政策は単独で何ができるのかという原点に立ち戻らざるをえなくなり、中央銀行の責務の再検討や、財政政策など他の経済政策のあり方にまで、議論が広がりかねない。良い案の研究が進んでいない中で、そんなパンドラの箱は、中央銀行がみずから進んで開けたくはないだろう。

Fedの新戦略はそういう文脈で理解する必要がある。これは、「物価目標政策はもはや限界かもしれない」という不都合な真実への徹底抗戦であり、とりあえず事態の好転に望みをかけ数年しのいでみよう、という話なのである。Fedは今後5年に1回程度、戦略を見直すとしている。5年後の見直しでも、物価目標政策そのものの大幅修正を検討せずに済ませられるだろうか。今はまだ何とも言えない。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。