

みずほレポート

2020年2月3日

ニューノーマルが迫る 米金融政策の枠組み修正

—2019年の議論の整理と暫定的な展望

- ◆持続的な低インフレ、資源稼働率に対するインフレ率の感応度の低さ、世界的な実質中立金利の低下という3つのニューノーマルが、FOMCに金融政策の枠組み見直しを迫っている。
- ◆見直し作業は戦略、ツール、コミュニケーションという軸で進められている。特に、インフレ目標未達の「埋め合わせ」（メイクアップ）戦略への転換が注目される。
- ◆新たな枠組みへの移行は2020年半ばの公表と同時と予想される。追加緩和を伴うかどうかにも関心が向かうが、物価・政策金利の先行き見通しの修正だけでも円滑な移行の助けとなろう。

欧米調査部 主席エコノミスト 小野亮
03-3591-1219 makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

●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。

目 次

1. 3つのニューノーマル	1
2. 現行の枠組みの評価	4
3. 代替的戦略	5
4. インフレ目標の引き上げ	7
5. 金融緩和ツール	9
6. コミュニケーション	11
7. 他の論点～金融政策の分配効果	12
8. 考察と展望	13

1. 3つのニューノーマル

米国経済には無視しえない構造的変化が生じており、「最大雇用と物価安定」を課せられた連邦公開市場委員会（FOMC）の仕事を困難にしている。構造変化とは、持続的な低インフレ、資源稼働率に対するインフレ感応度の低下、実質中立金利の低下である（Brainard（2019a））。

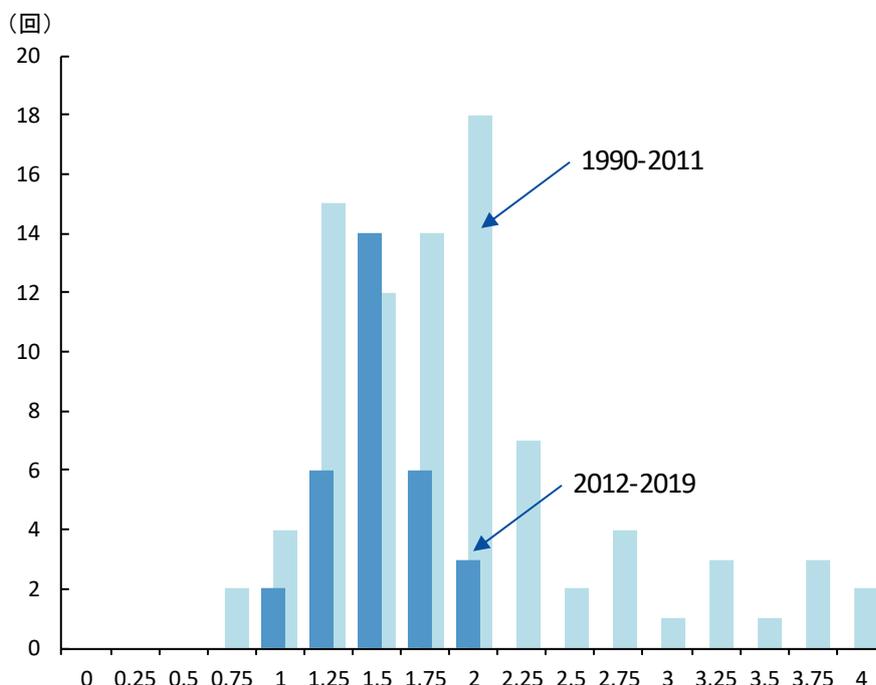
景気拡張期間は11年目に入り、景気循環の記録がある19世紀半ば以降で最長となっている。失業率は半世紀ぶりの低さとなり、「最大雇用」という使命はほぼ達成したように見える。「物価安定」という点でも、国際金融危機後のデフレを回避し、現在に至るまでインフレ率は低く安定している。

しかし、FOMCが2012年1月に2%のインフレ目標を決定・公表した後のインフレ率の分布には明らかに大きな偏りがみられる（図表1）。ほとんどの期間にわたって、インフレ率はFOMCが目標と定める2%を下回ってきており、その平均値は1.6%に留まる。

2016年1月、FOMCは「対称的インフレ目標」（symmetric inflation goal）という考え方を導入し、2%目標を持続的に上回るインフレ率を懸念するのと同じ程度に、目標を持続的に下回るインフレ率を懸念している姿勢を明確にした¹。2%目標が決してインフレ率の「天井」ではないという意味表明だが、インフレ率は今だ2%の「天井」が存在するかのように推移している。

インフレ率が目標を下回り続けるのを放置すれば、人々の長期インフレ期待が下方ドリフトし、実際のインフレ率をさらに低下させる悪循環が生じかねない。

図表1 米国インフレ率の分布



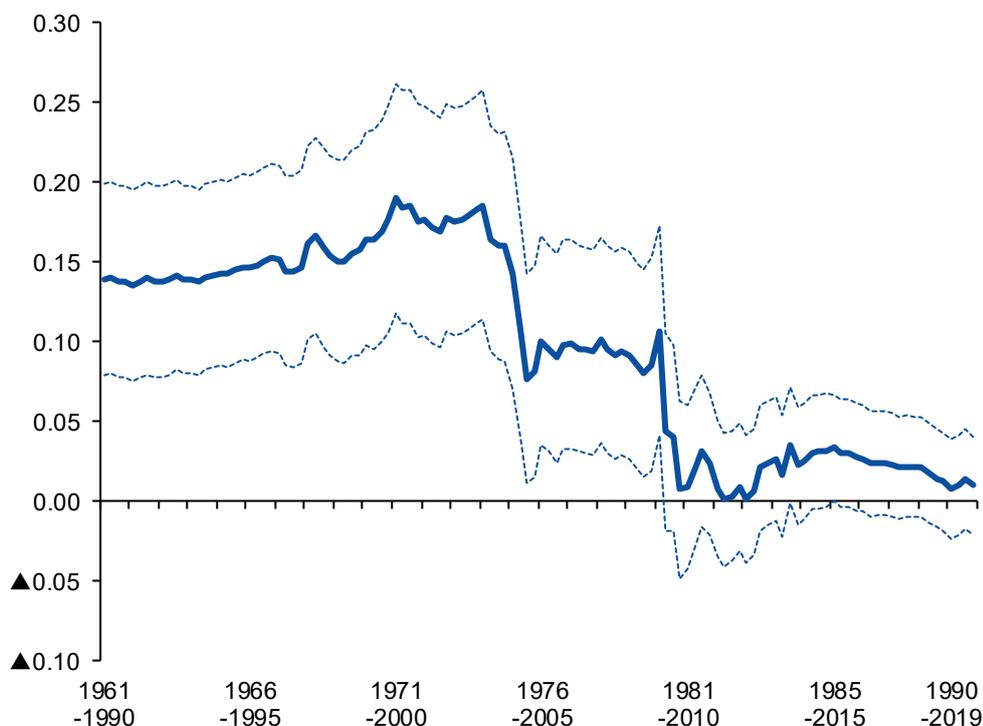
(注) 各四半期のコア個人消費支出デフレーター前年比上昇率の分布。2019年は7~9月期まで。
(資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所が作成

¹ 対称的インフレ目標に関するFOMC内の議論は2014年10月FOMC議事要旨を参照

金融緩和によって経済活動を刺激し、資源稼働率を高めることでインフレ率を上昇させられるのであれば、上記の悪循環を食い止めることができるだろう。しかし資源稼働率とインフレ率の関係は極めて頼りない。

FOMC は、国際金融危機に対して、事実上のゼロ金利政策、フォワードガイダンス、及び長期米国債を中心とする大規模資産購入策（Large Scale Asset Purchase、LSAP）によって強力な金融緩和を実施した。FOMC が利上げによって金融緩和の解除に踏み切るまでに 7 年を要したものの、米国経済は回復し、失業率は半世紀ぶりの低さとなった。しかし、上述したようにインフレ率はほとんど反応していない。資源稼働率とインフレ率の関係の希薄化は、いわゆるフィリップス曲線のフラット化として知られる現象である。図表 2 では、近年のフィリップス曲線の傾きは統計的にゼロである可能性が示されている。

図表 2 フィリップス曲線の傾きの推移



(注) コアインフレ率（ラグ2）と失業ギャップ（ラグ1）を説明変数とするフィリップス曲線の傾き。
 点線は±1標準誤差。
 横軸はフィリップス曲線の推計期間（120四半期）。
 (資料) 米国労働省、米国商務省、CBOより、みずほ総合研究所が作成

実質中立金利の長期的低下は、サマーズ元財務長官が提示した「長期停滞論」（セキュラー・スタグネーション）により注目を集めるようになった²。

長い間、米国の実質中立金利は2%と想定されてきた。しかし、Laubach and Williams (2003)

² 長期停滞論については小野亮 (2016a)、実質中立金利の低下についての実証研究として小野亮 (2016b) などを参照。

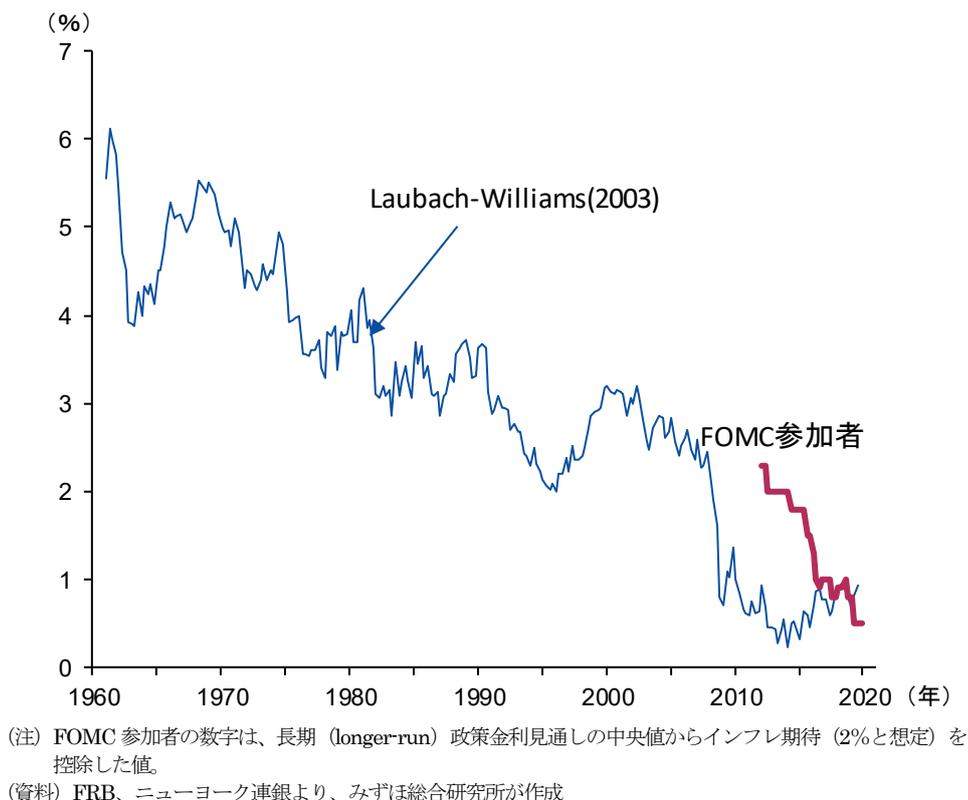
に基づく推計によれば、足元の実質中立金利（短期自然利子率）は1%近傍と、かつての想定の半分に留まる（図表3）。実質中立金利は国際金融危機を境に大幅に下方シフトしており、2014年頃には0.25%を割り込む水準まで落ち込んだ。

FOMCの参加者も、ショックのない平時の経済環境を表す「長期」（longer-run）の政策金利について、その見通しを繰り返し下方修正してきた。インフレ期待を2%と想定した場合、2012年初頭の実質中立金利は2.3%だったが、2019年終盤には0.5%まで低下している。

さらにSchmelzig（2020）によれば、実質中立金利の低下は、金融・通貨レジームの違いによらず数世紀にわたる世界的傾向であるという。2020年代半ばには、グローバルな実質短期金利が恒久的にマイナス圏入りするとさえ指摘している。

低インフレ、資源稼働率に対するインフレ感応度の低下、低い実質中立金利という3つのニューノーマルは、従来よりも平時の名目金利が低いことを意味する。かつてFOMCは、景気後退期に4-5%の利下げによって対応してきたが、FOMC参加者が想定する名目中立金利は今や2.5%に過ぎず、利下げ余地は従来の半分に過ぎない。今後は、ネガティブショックが発生するたびに、政策金利の「実効下限制約」（Effective Lower Bound, ELB）に直面する蓋然性が高まるとみられている。

図表3 実質中立金利の推移



こうした3つのニューノーマルによって、FOMCは3つの問いに答える必要が生じている（Clarida（2019））。第1に、現行の枠組みのままでも、3つのニューノーマルの下で「最大雇用と物価安定」

という法的使命を達成できるのか。それとも、3つのニューノーマルに対応した、新たな戦略を講じるべきなのか。第2に、既存の金融緩和手段で十分なのか、それとも拡張する必要があるのか。Bernanke (2020) は、利下げとフォワードガイダンス、LSAP を使えば、これまでと同程度の大きさの金融緩和が可能であることをシミュレーションによって示しているが、暗黙裡に中立金利の下げ止まりを前提にしている。第3に、金融政策の効果を促進するための戦略や手段を伝えるコミュニケーションは何か。

この問いに答える作業が、FOMC が進めている金融政策の枠組みの見直しである。

2. 現行の枠組みの評価

FOMC 参加者らは、現行の枠組みは少なくともこれまでは有効に機能してきたと判断している。

枠組みの見直し作業では、特に戦略、ツール（政策手段）、コミュニケーションの3つの項目を中心として検討が進められている。現行の「戦略」は、2012年1月に公表が始まった「長期目標と政策戦略」に記されており、毎年1月に見直すこととなっている³。2019年1月版では、次のような構成となっている。

- ・ 「最大雇用、物価安定、低い長期金利」という法的使命、説明責任とその意義
- ・ 長期目標、中期的な見通し、および金融システムへの影響を含むリスク評価を踏まえた政策運営
- ・ 物価安定を示すインフレ率の数値目標の設定と背景、最大雇用の数値目標を示さない理由
- ・ インフレ率と雇用の目標からの乖離を抑えることを追求する際には「バランスのとれたアプローチ」⁴を取ること

法的使命のうち「低い長期金利」については、最大雇用と物価安定が両立している状況下で自然に達成されるとみられており、最大雇用と物価安定の2つが法的使命として語られることが多い⁵。

FOMC は、2012年1月の「長期目標と政策戦略」公表開始時に、2%のインフレ目標を定めた⁶。

次に現行の「ツール」については、2019年1月に公表した「金融政策運営とバランスシートの正常化」⁷において、金融政策スタンスの変更は主として金利政策（FF 金利誘導レンジの変化）によって行われるとしている。しかしながら、金利政策では金融緩和が不十分である場合には、バランスシート政策（バランスシートの規模・構成の変化）を含め、あらゆるツール（its full range of tools）を用いて金融緩和を行う用意があることも示されている。このツールにはフォワードガイダンスも含ま

³ Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. 2020年は1月ではなく、年央に予定されている新たな枠組みの結論を待って公表される予定。

⁴ Kaplan (2017) によれば、「バランスのとれたアプローチ」とは、物価安定と最大雇用を達成するための政策手段にジレンマが生じる場合に、目標とする水準からの一時的な乖離度合いと目標に回帰するタイミングを比較考量して、政策を決定するアプローチを指す。

⁵ 参考文献として小野亮 (2011) がある。

⁶ インフレ率は長期的には金融政策によって決定づけられるとの考えに基づく。これに対し「最大雇用」については、労働市場の構造やダイナミクスに影響を及ぼす非金融的要因によって左右されるとの考えに基づき、数値目標は定められていない。

⁷ Statement Regarding Monetary Policy Implementation and Balance Sheet Normalization, January 30, 2019

れ、バランスシート政策と合わせて非伝統的ツールと呼ばれている。

現行の「コミュニケーション」については、FOMC の声明文、議事要旨 (minutes)、全発言録 (transcript)、四半期ごとに公表する FOMC 参加者の経済見通し (Summary of Economic Projections, SEP) (政策金利パス (ドット・プロットを含む))、「長期目標と政策戦略」に関する声明文、「金融政策運営とバランスシートの正常化」に関する声明文などが挙げられるほか、FOMC 後の記者会見や FOMC 参加者らによる講演、一般市民との対話なども含まれる。

2019 年 7 月の FOMC では、参加者らが、国際金融危機後の金融政策の枠組みはうまく機能してきたと結論づけ、9 月 FOMC でも有効性が再確認されている⁸。特に 2008 年 12 月に政策金利を 0.00% ~0.25%に引き下げ、ELB に直面した FOMC が、新たに導入したフォワードガイダンスとバランスシートというツールによって、米国経済の回復を促し、強い労働市場と 2%近傍のインフレ率を達成できたとしている。

興味深いのは、インフレ率が 2%を持続的に上回るリスクがある中でさえ、失業率の低下を促すことを重視して金融緩和を行い、結果的に成功を取めた点である。結局、新たなツール導入時に懸念されたインフレリスクも金融安定上のリスクも顕在化しなかった。2019 年 7 月及び 9 月の FOMC では、「もしこうしたリスクが顕在化しないことが事前に分かっていたら、実際に行ったよりもアグレッシブに金融緩和が行えたかもしれない」「今後、これらのツールが必要になったときには、より積極的に発動できる」との見方を表明する参加者が多かった。一部の参加者は、フォワードガイダンスやバランスシート政策の効果に関する不確実性は、代替的戦略であるメイクアップ戦略 (後述) の効果に関する不確実性と比べれば小さい (つまりフォワードガイダンスとバランスシート政策のハードルは相対的に低い) と述べている。

3. 代替的戦略

2019 年 9 月の FOMC では、ELB の発生リスクとコスト、及び ELB 下で金融緩和を行うための戦略の在り方が議論された。

FRB スタッフの分析によれば、今後景気後退が起きれば、そのほとんどで ELB に直面し、デュアルマンドートの達成がこれまで以上に難しくなる。ただでさえ過去数年にわたってインフレ率の下振れが続いており、これがインフレ期待の低下につながれば、(実質中立金利が不変でも) 名目中立金利が低下し、景気後退時の緩和余地が一段と少なくなる。FRB スタッフは、ELB 発生リスクを抑え

⁸ Eberly et al. (2019) は現行枠組みの有効性を次のように分析している。「対称的インフレ目標、雇用最大化へのコミットメント、FF 金利操作に加えて、近年はイールドカーブに働きかけるフォワードガイダンスや大規模資産購入 (LSAPs) などの「スロープ政策」が加わった。ゼロ金利下限 (ZLB) 制約下では、スロープ政策が重要な役割を果たしている。危機後の景気回復に対する貢献は大きい。危機後の回復が従来比で冴えないのは、労働力や生産性の伸びの鈍化と財政の崖などによるもので、金融政策の範疇外の理由に起因する。ZLB の影響は大きく、もしそれがなければ FF 金利はマイナス 5%まで引き下げられていただろう。仮に実際の政策と異なる政策をとったとしても、政策変更が小幅に留まる限りは経済に与える影響も小さい。そうした中でもし実施していれば大きな影響を持ち得たとみられるのは、スロープ政策の早期・積極的な導入である。しかし、同政策の早期・積極的政策は、モデルによって検討していない懸念材料も伴い、実際の政策運営上もそれが制約になる。なお、危機前のインフレ率や名目金利が実際よりも高い水準であったなら、現在の枠組みでもかなり早い回復が実現できた。」

るオプションとして、フォワードガイダンスの活用と、従来と比べて早期かつ積極的なバランスシート政策の発動などを示している。

FOMC の参加者らも、ELB 発生リスクの高まりと、フィリップス曲線のフラット化として知られる資源稼働率とインフレ率の関係の変化によって、デュアルマンデートの達成が困難になるとの見方で一致している。

ELB 発生リスクが高まる一因には、実質中立金利の低下が指摘されている。しかし、実質中立金利は直接には観察できず、推計に頼らざるを得ないため、その水準には不確実性が伴う。一部の FOMC 参加者は、実質中立金利の推計結果によって大幅な見直しを繰り返すことのない、頑健な枠組みを構築することの困難さに触れている。

また一部の参加者は、長期かつ持続的な ELB に見舞われている日欧の経験を踏まえ、インフレ率の下振れには積極的に対応することが重要との見方を示した。さらに、景気後退時に財政政策に頼れない可能性もあることから、海外中銀の経験と米国の財政上の制約を踏まえて、慎重に金融政策の枠組み強化を図ることが重要との認識も示されている。

FRB スタッフは、現行の戦略に替わり得るメイクアップ戦略の特徴を、モデル・シミュレーションを使って分析している。メイクアップ戦略では、例えばインフレ率が目標を下回ると（政策の失敗）、中銀は金融緩和によってインフレ率を目標よりも高めに引き上げることで、過去の政策の失敗を埋め合わせる。

メイクアップ戦略は、過去のインフレ率の下振れを埋め合わせしない現行戦略と比べ、インフレ期待をより強固に 2% 目標にアンカーできるといわれる。ただし、メイクアップ戦略がうまくいくためには、一般の人々が、メイクアップ戦略を十分に理解したうえで、将来にわたって中銀がこの戦略に沿って政策を運営することを確信していることが重要とされている。「景気が回復すれば、緩和継続の約束を反故にし、早期に利上げをするのではないか」と人々が疑えば、メイクアップ戦略は機能しない。

9 月 FOMC の参加者らは、現行フレームワークにおけるデュアルマンデート達成へのコミットメントには柔軟性があり、多様な経済情勢に対応可能であると考えている。しかし、ELB がもたらすインフレと雇用の下振れリスクを踏まえ、インフレ率が均してみれば 2% になるような戦略が最良である可能性についてもオープンな姿勢を示した。

考えられるアプローチの一つとして、インフレ目標のレンジ化が挙げられる。一部の FOMC 参加者は、レンジ目標によって、インフレ率が 2% を小幅上回る程度であれば物価安定の判断は崩れないことを示すことができると述べている。インフレ目標のレンジ化のオプションとして、中央値を 2% よりも高めに設定、あるいは 2% をフロアに設定する案も示されている。

FRB スタッフによるメイクアップ戦略の分析結果に対し、多くの参加者がメイクアップ戦略のメリットは控えめなものに留まると判断した。フィリップス曲線のフラット化により、インフレ率を目標に引き上げるまで長い時間がかかってしまうことが課題である。

また、メイクアップ戦略としてシミュレーションで用いられている平均インフレターゲティング

(Average Inflation Targeting, AIT) や物価水準ターゲティング (Price Level Targeting, PLT) が、特定の政策ルールに縛られ過ぎていることが懸念されている。現行枠組みの利点は、様々な要因や情報を評価し、経済情勢に応じて政策ツールを変化させることができる柔軟性である。一部の FOMC 参加者は、メイクアップ戦略をより柔軟に運用することで金融緩和効果を高められるのではないかと指摘している。

メイクアップ戦略が機能するためには、中銀自身が同戦略に基づく約束 (コミットメント) を守り続けることが必要である。しかし現実には、それが難しい。雇用情勢が強固、かつインフレ率が目標を上回るようになれば、事前の約束よりも早い段階で利上げを進める誘因が生じる。9 月 FOMC でも、この問題——時間的不整合の問題に対する懸念が示された。

メイクアップ戦略に関するその他の課題として、長期にわたる低金利による過度なリスクテイクの助長、平均インフレターゲティングのコミュニケーションの難しさなどが指摘された。

一部の参加者は、リスクテイク問題についてはあくまでマクロプルーデンス政策で対応し、金融政策はデュアルマンデートの達成に専念すべきと述べている。これは 12 月 FOMC でも指摘されている。平均インフレターゲティングのコミュニケーションについては、低インフレがもたらす危険性を一般の人々に伝えることも含め、閾値ベースのフォワードガイダンス (後述) よりも難しいという意見がみられる。

4. インフレ目標の引き上げ

代替的戦略が議論された 2019 年 9 月の FOMC では、「インフレ目標の引き上げ」は取り上げられなかった。2% の対称的インフレ目標すら達成できない現状では人々から信認を得るのが困難な戦略であることや、特定の戦略や金融政策ルールによって最適なインフレ目標 (最適インフレ率) が異なる可能性などが理由として挙げられる。

2019 年 6 月 4・5 日にシカゴ連銀で開催された研究カンファレンスには、「もし、危機前のインフレ率や名目金利が実際よりも高い水準であったなら、現在の枠組みでもかなり早い回復が実現できた」

(Eberly et al. (2019)) とする論文が提出された。インフレ目標引き上げは Blanchard et al. (2010)、Ball (2013)、Gagnon and Collins (2019a)、Gagnon and Collins (2019b) などが主張している。

Gagnon and Collins (2019b) は、インフレ目標が 2% の場合と 3% の場合とで、景気後退時に発動し得る最大限の金融緩和度合いを比較している。Gagnon and Collins (2019b) によれば、FF 金利の ELB を ▲0.5% と想定した上で、利下げ + フォワードガイダンス + 量的緩和の組み合わせによって実施可能な金融緩和度合いは、インフレ目標の水準ごとに、それぞれ 5.2%Pt と 7.6%Pt の利下げに相当する大きさという。「インフレ目標を 1%Pt 引き上げると 2.5%Pt 相当の緩和余地が生まれる」計算である。

一方、パウエル議長はインフレ目標の引き上げに否定的である。2019 年 12 月 FOMC 後の記者会見で「4% のインフレ目標」について言及した際には、2% の目標にすら到達していない中で、目標を引き上げるだけでは人々から信認が得られない (行動と結果が重要) と述べた。また 4% のインフレ率

が物価安定と言えるのかどうかも問われなければならないという。

FRBのNakata (2020) は、日本銀行による2012年2月のインフレ目標引き上げを取り上げ、3つの教訓を示している。第1に、インフレ目標の引き上げは、たとえそれが異例の金融緩和を伴っても、インフレ率が新しい目標水準に上昇することを保証しない。第2に、新たに高いインフレ目標を達成できることを人々に示したいのであれば、高いインフレ目標を採用する前に、従来の低いインフレ目標を持続的に達成できることを示すことが有益である。インフレ目標の引き上げを主張するGagnon and Collins (2019a) でさえ、「インフレ期待を引き上げるもっとも簡単な手法はインフレ目標の引き上げ」と述べつつ、「最良のタイミングは景気が完全に回復し、インフレ率が現行の目標と同じか、それを上回っているとき」だという。インフレ目標の引き上げは、現行の低いインフレ目標の未達に対する処方箋足りえない、と言っているのに等しい。第3の教訓は、人々が混乱しないよう、政策当局者間でインフレ目標の引き上げに一致しておくことであるという。

パウエル議長が述べた「4%のインフレ率が物価安定と言えるのかどうか」という問いは、最適インフレ率を巡る問いである。ELBのほか、価格粘着性、賃金の下方硬直性、相対価格の識別、税制を通じた影響など、最適インフレ率の水準を検討する際の論点は多岐にわたるが、例えば4%という高いインフレ目標は相対価格の識別という点で望ましくない。経済主体の意思決定に必要な情報が相対価格を通じて効率的に伝達されるという価格メカニズムが、高インフレ下やデフレ下では機能不全となり、経済コストが発生するためである(鶴飼ほか(2007)、白塚(2001)など)。

また、通常、ELBの発生リスクの増大を考慮すれば最適インフレ率が上昇すると考えられているが、金融政策が採用する戦略(あるいはルール)によっては、その引き上げ度合いが大きく減じる場合があることが指摘されている。価格粘着性、賃金の下方硬直性、ELBを同時に考慮したモデルを用いて分析を行ったAndrade et al. (2019) によれば⁹、実質中立金利と最適インフレ目標はトレードオフの関係にあり、金融危機前の経済情勢を所与とした場合、トレードオフの度合いはおよそ1であるという。つまり、実質中立金利が1%Pt下がると、最適インフレ目標が1%Pt上昇する関係にある。そして、トレードオフの度合いは、実質中立金利の変動要因やパラメーターの不確実性の有無には左右されないという¹⁰。

しかし、トレードオフの度合いは、メイクアップ戦略下では大きく変化する可能性がある。Andrade et al. (2019) によれば、物価水準ターゲティングの戦略下ではトレードオフの度合いが0.26に縮小する。「中銀が、過去におけるインフレ率の目標からの乖離を埋め合わせるメイクアップ戦略に従う

⁹ Andrade et al. (2019) は、ニューケインジアン DSGE モデルを用いて分析している。モデルでは①物価粘着性と部分的な定常インフレ率へのインデクゼーション、②賃金粘着性と部分的な定常インフレ率及び生産性上昇率へのインデクゼーション、③ゼロ下限金利を想定している。最適インフレ率の分析で①～③を同時に想定したものは Andrade et al. (2019) がおそらく初めてであるという。それぞれ単独で見た場合、①と②では定常インフレ率がゼロであることが望ましく、③では正の定常インフレ率が望ましい。

¹⁰ Andrade et al. (2019) によれば、パラメーターの不確実性がない場合、実質中立金利の 100bp 低下に対して、ELB に直面する確率が増大しないようにするにはインフレ目標を (2%から) 99bp 引き上げる必要がある。一方、パラメーターの不確実性がある場合でも、実質中立金利の 100bp 低下に対してインフレ目標を 90bp 引き上げれば ELB 発生確率を抑えられる。ただし、パラメーターの不確実性がある場合には、最適インフレ率そのものが 2.4%に上昇する。

場合、インフレ目標を引き上げる必要性は大きく減じる」という。彼らのモデルによれば、物価水準ターゲットング下の最適インフレ率はベースラインで0.06%に留まり、実質中立金利が1%pt低下した場合でも0.32%に留まる。

5. 金融緩和ツール

2019年10月のFOMCでは、フォワードガイダンス（以下、FWG）、バランスシート政策、マイナス金利政策について議論が行われた。結論を先に述べれば、参加者らは、金融危機後のFWGとバランスシート政策がELB下で緩和効果を発揮したと判断している。しかし、将来の景気後退期時における利下げ余地は今以上に低下するのではないかとの懸念もみられる。こうしたことから、参加者らは幅広い政策ツールを維持する重要性について合意している。

FRBスタッフは、FWGを使うことによって、FOMCの予想よりもかえって悪い経済見通しを伝達してしまうことを避ける必要があることなどに触れた上で、全般的には金融緩和効果をもたらしてきたとの分析を示した。

FOMC参加者の多くも、FWGがELB下及び平時の両方の局面で有効性を発揮したと述べている。彼らは、FWGがFOMCの見通しをきちんと反映している必要があることを指摘した。一部の参加者は、景気が急速に悪化する兆しとしてFWGが受け止められるリスクに言及し、自己実現的に経済活動が縮小してしまう悪循環を防ぐため、FWGがない場合よりも景気は改善することを人々に明確に伝える必要があることを強調している。

多くの参加者が、様々な状況に対応するためにも異なるタイプのFWGが必要だとしている。FWGは3つに類型化されている。緩和期間を特定しない「定性的FWG」、緩和解除を始める日付を明示した「日付に基づくFWG」、緩和解除の条件として特定のマクロ経済指標の目標値（閾値）を定めた「閾値に基づくFWG」である。

10月FOMCでは、閾値に基づくFWGと他のFWGが比較されており、閾値に基づくFWGの利点として、将来の金融政策とマクロ経済情勢とを明示的に結びつけられる点が挙げられている。とりわけ、インフレ率に紐づけたFWGは、対称的インフレ目標に対するコミットメントを強化するツールになり得るという見方もある。一方、閾値に基づくFWGは他のFWGと比べて複雑であり、コミュニケーションが難しく、それが閾値に基づくFWGの有効性を減じかねない要因とされている。

バランスシート政策について、FRBスタッフは金融危機後に取られた大規模資産購入プログラム（LSAP）の恩恵は甚大で、LSAP発動時に懸念された潜在的コストは全く顕在化しなかったか、懸念されたほど深刻ではなかったと述べている。加えて、各プログラムの発表に先立つ投資家の予想への影響を考慮すると、LSAPの効果はそれぞれのプログラムを通じて大きく減じていったようにも見えないという。こうした分析結果について、FOMC参加者は総じて同意している。しかし、一部の参加者は、バランスシート政策の効果については研究によって大きなばらつきがあると述べており、有効性の判断に慎重である。

一方、FRBスタッフは、今後のLSAPは、長期金利が低位にある中で行われると予想されることから、

これまでと比べると緩和効果は小さいかもしれないと指摘し、一部の参加者も同意している。

FRBスタッフはまた、全体の購入額を予め決めた資産購入プログラム（ストックベースLSAP）と、特定のマクロ経済指標が閾値を超えるまでは購入を継続する（事前には全体の購入額が確定しない）資産購入プログラム（フローベースLSAP）の比較とともに、資産購入を用いた金利キャップの潜在的有効性を検証している。

一部のFOMC参加者は、フローベースLSAPについて、経済情勢に応じて政策規模が自動調整されるメリットに言及し、その結果として金融政策運営もコミュニケーションもシンプルであると述べている。また、特殊な場合を除き、FRBが信用配分に関与しているとみられることを防ぐため、資産購入の対象を米国債に限定すべきと指摘している。

10月FOMCでは、バランスシートを使った短期もしくは長期金利キャップについても議論が繰り広げられた。一部の参加者によれば、長期金利にキャップをかける利点として、家計や企業の支出に対する影響が大きいこと、購入規模に着目したLSAPよりも少ない購入額で同じ大きさの緩和効果を生み出せる可能性などが挙げられている。

しかし、こうした見方に対して多くの参加者は賛同せず、むしろ長期金利キャップに懸念を表明している。中立政策金利が不確実であることと、将来の金利とインフレに対して長期金利キャップがどのような効果をもたらすかが不確実であることから、適切なキャップ水準の特定や、キャップの解除時期の特定が難しいためである。金利キャップを継続するためにバランスシートが大きく膨らんだり、バランスシートの大きさや満期構成が大きく変動してしまったりする懸念もある。長期金利のコントロールが政府の債務管理と関連づけられるリスクもある。

一方、長期金利キャップとは異なり、短期金利キャップに対しては多くの参加者がそのメリットを認め、短期的な政策金利パスに関するFWGを強化するとみられている。

マイナス金利政策については、FRBスタッフの分析によれば、これまでのところ海外では有効に機能したが、悪い副作用の動きもみられる。もっとも、米国と海外の金融システムの違いを踏まえれば、海外におけるマイナス金利政策の経験は参考にならないかも知れないという。

こうした分析を受けて、マイナス金利政策の検討が必要になる状況を排除しない姿勢を示しつつも、全てのFOMC参加者が、現時点においてマイナス金利政策は魅力的な政策ツールではないと判断している。政策金利をマイナス領域に引き下げる余地は限られること、マイナス金利政策に関する海外の成功事例はまちまちであること、金融仲介や家計・企業の支出に対するマイナス金利の影響がはっきりしないことなどが理由である。

むしろ、マイナス金利政策は金融システムに重大な複雑さや歪みをもたらしかねない。従来より、マイナス金利政策の導入に対する複雑な法的課題や、海外に比べてマネー・マーケット・ファンド(MMF)市場への依存度が高いという特殊性などが指摘されており (McAndrews (2015)、Bernanke (2016) など)、10月FOMCでも、マイナス金利政策による市場機能や金融安定性に対する悪影響は海外よりも大きいのではないかと懸念されている。

6. コミュニケーション

2019年12月のFOMCでは、一般との対話プログラム（Fed Listens）を通じて得られた意見が紹介されている。注目されるのは、「金融政策におけるインフレ期待の役割の重要性」と「低インフレ下で失業率が長期的水準を長期間にわたって下回り続ける恩恵とコスト」に関連する意見である。

FRBスタッフはFed Listensで聞かれた各種の意見を次のようにまとめている。まず景気・雇用面についてマイノリティの代表者は、景気拡大の恩恵を口にしつつも、経済指標で捉えるよりも実際の恩恵は小さいと訴えた。企業の代表者は、適格な労働者が見つからなくなっており、労働者を確保するために訓練プログラムを行っているほか、通常なら雇わないような労働者を雇用したりせざるを得ない状況にあると述べた。

次にインフレに関してはコメント自体が少なく、労働市場と比べて課題は小さいとみられている。そうした中で、退職者からは、ヘルスケアや処方薬の価格上昇へのコメントが聞かれ、中・低所得層の人々からは、住宅や光熱費、食費など生活必需品のコスト上昇が指摘されている。企業代表者は、低く安定したインフレが経営にとって重要だという。

重要な点は、イベントへの参加者が、生活費の上昇を懸念し、その点から低インフレが望ましいと考えている点である。一般の人々は、インフレ率が目標を小幅ながら下回り続けていることを問題視しておらず、FOMCの問題意識と大きなずれが生じている。Fed Listensの参加者からも、FOMCが2%割れの続くインフレを問題視している点について、その理由をもっとコミュニケーションすべきという意見があったようだ。

低く安定したインフレ下で普通の生活を送ることが出来ている限り、こうした一般の人々の見方には理解できる側面がある。しかし、マクロ的には、持続的な低インフレがインフレ期待の下振れをもたらし、低インフレとの悪循環を形成、ELBの発生リスクを高めてしまう恐れがある。インフレ期待をアンカーできている場合と比べ、景気悪化時の情勢はより深刻なものになってしまう。こうした懸念から、12月FOMC参加者は、インフレ目標達成の合理性と目標達成に対するコミットメントを、一般の人々に対してより明確にコミュニケーションしていく必要があるという意見で概ね一致している。さらに、多様なセグメントにコミュニケーションを広げていく必要性や、コミュニケーションが信認を得るためには行動と実績が必要との意見も出ている。

金融緩和ツールを中心に議論した2019年10月のFOMCでも、コミュニケーションに関する指摘がみられる。参加者からは、政策に対する経済の反応は経済情勢によって異なるとの意見が出ている。これを踏まえ一部の参加者は、ELB下でどのように金融緩和を行うのかについて、事前に明確かつ自信をもって表明しておくことによって、人々の信認を高め、金融緩和効果を高められると述べている。また、異なる経済情勢ごとにどのようにツールを使っていくのかを評価し、シナリオごとの最適なツールを議論しておくことも有益だという。

7. 他の論点～金融政策の分配効果

2019年12月FOMCでは、金融政策の分配効果についても議論が行われた。景気循環が経済全体に均一な影響を及ぼすわけではなく、そうした点に対して金融政策はどう対処できるのかという議論である。

Fed Listensでは、低金利政策の恩恵が一律ではないことを示す意見が出されている。企業の代表者は低金利の恩恵を受けていると発言しているが、金融サービスを十分に受けていないコミュニティにとっては（そもそもクレジットへのアクセスができないため）金利政策の変更がほとんど彼らの生活に影響しないという。退職者からは低金利政策に対してよりネガティブな意見が聞かれており、背景には金利収入に依存している退職富裕層の存在があるようだ。

またFRBスタッフによれば、若年層、低教育層、黒人層、ヒスパニック層などに属する労働者は、他の層に属する労働者に比べて景気後退期の解雇リスクが大きい（労働者の異質性、分断的労働市場の存在）という¹¹。また、自由な借入れができない家計の存在を考慮した経済モデルを用いて分析すると、制約を想定しない場合と比べて、景気悪化時の需要の落ち込みがより大きくなるという¹²。

労働者の特性によって労働市場が分断されている点に鑑み、FOMC参加者は総じて、景気拡大を持続させることの重要性を改めて認識したという。強い労働市場を維持することは、労働者のスキル形成を支援することにつながるほか、ディスカレジッドワーカーなどが減ることで長期的に最大雇用の実現に寄与すると意見もある。さらに、多くのFOMC参加者が、強い労働市場の維持は対称的インフレ目標の達成を支援すると述べている。

なお、最大雇用の水準に関する課題も指摘されている。通常の労働統計では上述したような労働市場の異質性が把握できないこと¹³、長期失業率が失業率が下回っていても賃金やインフレの大幅な上昇圧力が見られないことをどう考えるべきか（最大雇用水準の過小評価問題）、などである。一部のFOMC参加者は、ディスカレジッドワーカーなどの減少・労働市場への参入によって、最大雇用水準が高まっている可能性を指摘している。

金融政策が経済主体によって異なる影響をもたらすとは言え、多くの参加者は、最大雇用と物価安定を目指す金融政策は究極的にはすべての人々に恩恵をもたらすと述べている。特定のグループを対象とした金融政策は取りようがないことや、金融政策は強い労働市場を支えることで脆弱なコミュニティを改善することができるものの資産・所得の不平等を緩和することはできないとの指摘がされている。多くの参加者が、不平等に直接対処するには金融政策以外の手段が適切と述べている。

¹¹ 参考論文として Arronson, Stephanie R. et al. (2019) がある。

¹² 参考論文として Crawley et al. (2020) がある。

¹³ Abraham and Haltiwanger (2019) によれば「通常の、フィリップス曲線を使って得られる自然失業率は、深刻な不安定性を持ち、労働市場のタイトさに関する不確実性を生んでいる。企業の求人度合いの強さ、労働者の求職度合いの強さには多様性があり、それを踏まえて労働市場のタイトさを測る指標を開発する必要がある。また試算に留まるが、筆者らが開発した指標によれば、通常知られているよりも労働市場のタイトさはかなり低い。」

8. 考察と展望

枠組み見直しの結論は、2020年半ば頃が予定されている。残る半年をかけて、FOMCは積み残した課題の分析と意見集約を目指す。

果たして新たな戦略では、インフレ目標のレンジ化やメイクアップ戦略の導入が導入されるのか、それはどのような形式を持つのか。図表4は、新たな枠組みの背景と、現時点で考えられる方向性を示したものである。

図表4 新たな枠組みの背景と方向性（まとめ）

<p>【新たな枠組みの背景：3つのニューノーマル】</p> <ul style="list-style-type: none">● 低いインフレ率、資源稼働率に対するインフレ感応度の低下、実質中立金利の低下 <p>【新たな枠組みの方向性】</p> <p><戦略></p> <ul style="list-style-type: none">● 現行の枠組みにみられる柔軟性を、新たな枠組みでも維持（ガチガチの政策ルールなどは導入しない）● インフレ率が2%目標を下回ってきたことを埋め合わせる「メイクアップ」戦略の考え方を世界で初めて導入（現行の枠組みは、どの中央銀行も“bygone is bygone”） <p><ツール></p> <ul style="list-style-type: none">● ELBに直面する場合には、フォワードガイダンスと、早期・積極的なバランスシート政策を採用（懸念されたインフレやバブルはこれまで起きていない）● 新たな非伝統的ツールとして、短期（中期）金利キャップを採用する可能性あり。フォワードガイダンス強化の効果も。一方、長期金利キャップやマイナス金利の採用には慎重 <p><コミュニケーション></p> <ul style="list-style-type: none">● 中銀と異なり、低いインフレ率は望ましいと考える一般の人々との認識ギャップを埋めるため、これまで以上に丁寧なコミュニケーションが重要
--

（資料）みずほ総合研究所

新たな戦略において、2%の対称的インフレ目標（symmetric inflation goal）は、どのように変更されていくのか。ここで改めて他の主要先進國中銀の例をみてみると、インフレ率が目標近傍で幅を持って変動することや「平均的に」という文言を使うことなどにより、インフレ目標の柔軟な運用を行っている（補遺2を参照）。ただし、「平均的に」という文言を使っても、あくまで先行きの平均を意味しており、過去を含む平均という意味ではない（メイクアップ戦略を採用している中銀は存在しない）。

- ・ オーストラリア準備銀行：2～3%レンジ（「平均的に」という文言を明示）
- ・ カナダ中銀：2%目標、1～3%レンジ
- ・ ニュージーランド準備銀行：1～3%の中期目標レンジ（「平均的に」という文言を明示）、将来のインフレ率がレンジ中央値の2%近傍

- ・ アイスランド中銀：2.5%目標（「平均的に」という文言を明示。なお、インフレ率が±1.5%のレンジを超えた場合、その理由と目標への回復方法を政府に説明する義務あり）
- ・ スウェーデン中銀（リクスバンク）：2%目標、1~3%の変動幅¹⁴
- ・ BOE：2%目標（なお、インフレ率が±1%のレンジを超えた場合、その理由と目標への回復方法を政府に書簡で説明する義務あり）
- ・ イスラエル中銀：1~3%レンジ（「平均的に」という文言を明示）

また、ブレイナードFRB理事は2019年11月の講演で「フレキシブル・インフレーション・アベレージング」(Flexible Inflation Averaging, FIA)という考え方を示している(Brainard (2019b))。FIAの例として、過去5年にわたって平均インフレ率が1.5%~2.0%で推移していれば、今後5年間のインフレ目標を2%~2.5%とし、全期間(10年)の平均インフレ率が2%となることを目指す戦略が示されている。ブレイナード理事によれば、FIAの利点は、平均インフレーターゲティング(AIT)と同じ効果が期待できると同時に、AITよりもコミュニケーションがシンプルであるという。

以上の考察から、新たな戦略の一部は、例えば、次のような文言に修正されるだろう。

「2%のインフレ目標は通時的な平均値であり、過去数年にわたる目標のアンダーシュートを踏まえ、今後しばらくはインフレ率が2%を緩やかに上回ることを適切とみなす用意がある。」¹⁵

新たな枠組みのアナウンス(=移行)は2020年央と予定されており、2020年6月、7月、9月のいずれかのFOMCが該当する。この中で、経済見通しが発表される6月や9月が有力であろう。

注目されるのは、枠組み移行と金融政策スタンスの変更(追加緩和)の関係である。2020年1月FOMC後の記者会見で、パウエル議長は「枠組みの変更であり、時間の経過と共に、政策アプローチも異なるようになるだろう」(“it is a change in framework and, over time, it would lead to a different approach to policy”)と述べている。パウエル議長は、現行スタンスの変更への言及を避けたが、枠組み移行と同時に追加緩和を行う必要性は低いと考えられる。

蓋然性が高いのはコミュニケーションである。例えばSEPにおいて、2021年以降の政策金利分布の下方シフトや、政策据え置き期間の長期化、及びインフレ見通しの小幅上方修正(2%を小幅上回り続ける見通し)が示されれば、新たな枠組みへの移行に整合的な今後の金融政策スタンスが人々に

¹⁴ リクスバンクは、変動幅について「インフレ率は目標近傍で変動し、毎月2%になるわけではないことを示すためのものであり、いわゆるターゲット・インターバル(target interval)ではない」と解説している。しかし、インターバル、レンジ、変動幅のどれを使っても本質的に同一である。

¹⁵ 以下は、戦略に関する現行声明文の該当部分に、ポイントとなる修正を加えたもの(赤字)。あくまで参考であることに留意されたい。

The inflation rate over the longer run is primarily determined by monetary policy, and hence the Committee has the ability to specify a longer-run goal for inflation. The Committee affirms its judgment that inflation at the rate of 2 percent **on average over time**, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent over the longer run with the Federal Reserve’s statutory mandate. The Committee would be concerned if inflation were running persistently above or below this objective. **Given that inflation has been below 2 percent recent years, the Committee would be prepared to see inflation moving moderately above 2 percent as appropriate for some time.**

伝わり、円滑な枠組みへの移行を助けよう。

2020年央のアナウンスに向かって、FOMCでは最後の詰めが続き、結論が出るまでにも様々な情報発信が行われるとみられる。新たな枠組みに各方面からの関心が一段と高まることは間違いないだろう。

[参考文献]

- 鶴飼博史、小田信之、淵仁志 (2007) 「インフレのコストとベネフィット：日本経済に対する評価」 (日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 07-J-8、5月)
- 白塚重典 (2001) 「望ましい物価上昇率とは何か?：物価の安定のメリットに関する理論的・実証的議論の整理」 (金融研究、日本銀行金融研究所、1月)
- 日本銀行金融研究所 (2019) 「「低インフレ・低金利環境のもとでの中央銀行デザイン」2019年国際コンファレンスの模様」 (IMES DISCUSSION PAPER SERIES, No. 2019-J-14、8月)
- 小野亮 (2011) 「FRBの使命と課題～デフレ・リスクとその対応および出口戦略～」 (みずほ総研論集、I号、みずほ総合研究所)
- (2016a) 「米国の長期停滞論と処方箋—ドル高是正にかじを切る米国—」 (みずほリサーチ、みずほ総合研究所、June)
- (2016b) 「米実質均衡金利はマイナス2%～修正LWモデルに基づく試算とその示唆」 (みずほインサイト、みずほ総合研究所、4月4日)
- Abraham, Katharine G. and John C. Haltiwanger (2019), “How Tight is the Labor Market?” *Prepared for the Conference on Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices*, June 4-5, 2019, Federal Reserve Bank of Chicago, May
- Andrade, Philippe, Jordi Galí, Hervé Le Bihan, and Julien Matheron (2019), “The Optimal Inflation Target and the Natural Rate of Interest,” *BPEA Conference Drafts*, September 5-6
- Arronson, Stephanie R. et al. (2019), “Okun Revisited: Who benefits Most from a Strong Economy,” *Finance and Economics Discussion Series*, 2019-072, FRB, September
- Ball, Laurence (2013), “The Case for Four Percent Inflation,” *Central Bank Review*, 13(2), pp. 17-31
- Bernanke, Ben S. (2016), “What tools does the Fed have left? Part 1: Negative interest rates,” Brookings Institute, March 18
- (2020), “The New Tools of Monetary Policy,” *American Economic Association Presidential Address*, Brookings Institution, January 4
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro (2010), “Rethinking Macroeconomic Policy,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 42 (Supplement), pp. 199-215

- Brainard, Lael (2019a) , “The Disconnect between Inflation and Employment in the New Normal,”
*At “Certain Uncertainty: Tax Policy in Unsettled Times” National Tax Association 49th
Annual Spring Symposium*, Washington, D.C., FRB, May 16
- (2019b) , “Federal Reserve Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and
Communications: Some Preliminary Views,” *At the Presentation of the 2019 William F.
Butler Award New York Association of Business Economics*, New York, FRB, November 26
- Clarida, Richard H. (2019) “The Federal Reserve’s Review of Its Monetary Policy Strategy,
Tools, and Communication Practices,” *At “Fed Policy: A Shadow Review” Cato Institute’s
37th Annual Monetary Conference*, Washington, D.C., FRB, November 14
- Crawley, Edmund and Andreas Kuchler (2020) , “Consumption Heterogeneity: Micro Drivers and
Macro Implications,” *Finance and Economics Discussion Series*, 2020–005, FRB, January
- Eberly, Janice C., James H. Stock, and Jonathan H. Wright (2019) , “The Federal Reserve’
s Current Framework for Monetary Policy: A Review and Assessment,” *Prepared for the
Conference on Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices*, June 4–5,
2019, Federal Reserve Bank of Chicago, May 24
- Gagnon, Joseph E., and Christopher G. Collins (2019a) , “Are Central Banks Out of Ammunition
to Fight a Recession? Not Quite.” *Policy Brief*, 19–18, PIIIE November
- (2019b) , “The Case for Raising the Inflation Target Is Stronger than You Think,”
Realtime Economic Issues Watch, PIIIE, December 17
- Kaplan, Robert S. (2017) , “A Balanced Approach to Monetary Policy,” Federal Reserve Bank of
Dallas, November 27
- Laubach, Thomas and John C. Williams (2003) , “Measuring the Natural Rate of Interest,” *Review
of Economics and Statistics*, 85, no. 4, pp.1063–70, November
- McAndrews, James (2015), “Negative Nominal Central Bank Policy Rates: Where Is the Lower Bound?”,
Remarks at the University of Wisconsin, Federal Reserve Bank of New York, May 8
- Schmelzig, Paul (2020) , “Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the
‘suprasecular’ decline, 1311-2018,” *Staff Working Paper*, No. 845, Bank of England,
January

補遺1 非伝統的ツールとコミュニケーションの変遷

(1) 長期目標と政策戦略に関する声明文

2012年1月25日—— FOMCとして初めて、長期目標と政策戦略に関する声明文を公表。インフレ率の数値目標を次のように定めた:「個人消費支出デフレーターで測った年率2%のインフレ率がFRBの法的使命と長期的に最も整合的である」。一方、最大雇用の数値目標は示さず、その水準は「時間とともに変化し、直接観察できない」とした。
2014年11月19日—— 同年10月FOMCの議事要旨において、声明文の修正を議論したことを公表。「2%目標を緩やかに上回るインフレ率と、目標を同程度に下回るインフレ率は同じコストを有する点で幅広い合意を得た」。
2016年1月27日—— 単なる「インフレ目標」という文言から「対称的インフレ目標」に変更。さらに、FOMCが「この目標を持続的に上回るもしくは下回ることを懸念する」との文言を追加。

(2) フォワードガイダンス

2008年12月16日—— FF金利誘導レンジを0.00~0.25%に引き下げ。「弱い経済情勢が、しばらくの間、異例の低金利を正当化する」(weak economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for some time)と表明。
2009年3月18日—— 「しばらくの間」という文言を「長期にわたって」(for an extended period)に修正。
2011年8月9日—— 異例の低金利を続ける期間として「少なくとも2013年央まで」(at least through mid-2013)と具体化。
2012年1月25日—— 異例の低金利を続ける期間を延長、「少なくとも2014年後半まで」(at least through late 2014)と修正。
2012年9月13日—— QE3(LSAP3)の表明に合わせて、「強力な金融緩和スタンスは、景気回復が強まってもかなりの間にわたって維持される」(expects that a highly accommodative stance of monetary policy will remain appropriate for a considerable time after the economic recovery strengthens)と表明。加えて異例の低金利を続ける期間を延長し、「少なくとも2015年央まで」(at least through mid-2015)と修正。
2012年12月12日—— QE3における米国債購入の拡大に合わせて、閾値ベースのFWGを導入。異例の低金利を続ける期間

について、「少なくとも、失業率が6.5%を上回り、1～2年先のインフレ見通しが2.5%（インフレ目標＋0.5%）を超えず、長期インフレ期待が十分にアンカーされている限り」（at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored）と条件付け。

2013年12月18日——

政策金利を据え置く条件について「失業率が6.5%を下回った後も、特に、インフレ見通しが2%目標を下回る間」（well past the time that the unemployment rate declines below 6-1/2 percent, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal）と修正。

2014年3月19日——

政策金利を据え置く条件について、「資産購入終了後のかなりの間、特に、インフレ見通しが2%目標を下回り続け、長期インフレ期待が十分にアンカーされている間」（a considerable time after the asset purchase program ends, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal, and provided that longer-term inflation expectations remain well anchored）に修正。さらに「雇用とインフレ率がデュアルマנדートに整合的な水準に近付いた後でも、しばらくの間、長期中立水準よりも低い水準に政策金利を維持する」（even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run）と表明。

2014年10月29日——

「資産購入終了後、かなりの間、政策金利を据え置く。特に、インフレ見通しが目標を下回り続け、長期インフレ期待が十分にアンカーされている間」（it likely will be appropriate to maintain the 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate for a considerable time following the end of its asset purchase program this month, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal, and provided that longer-term inflation expectations remain well anchored）と修正。

その上で、指標次第でFWGと異なる政策金利パスになり得ることを次のように注意喚起。「しかし、もし新たに得られる情報が予想以上に早くデュアルマנדートが達成できることを示す場合、現在予想されているよりも利上げ時期は早まる。反対に、進捗が予想と比べて緩やかなら、利上げ時期は後ずれし得る」。（However, if incoming information indicates faster progress toward the Committee's employment and inflation objectives than the Committee now expects, then increases in the target range for the federal funds rate are likely to occur sooner than currently anticipated. Conversely, if progress proves slower than expected, then increases in the target range are likely to occur later than currently anticipated.）

2014年12月17日——

「金融政策スタンスの正常化を始めるには忍耐強くいられる」（it can be patient in beginning to normalize the stance of monetary policy）との文言に修正。

<p>2015年3月18日——</p> <p>「忍耐強くられる」との文言を「4月FOMCでは利上げはあり得ない」(unlikely at the April FOMC meeting)と修正。利上げの時期については「労働市場が一段と改善し、インフレ率が中期的に2%目標に戻るとの合理的自信が持てる」(has seen further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term)ことを条件とした。さらに今回のFWGの変更について、「最初の利上げ時期をFOMCが決定したことを示すものではない」(does not indicate that the Committee has decided on the timing of the initial increase in the target range)と表明。</p>
<p>2015年7月29日——</p> <p>「労働市場の一段の改善」について、「さらに一段の改善」(some further improvement)と修正。</p>
<p>2015年10月28日——</p> <p>「政策金利を据え置く期間」という文言を、「次回会合での利上げが適切かどうか」(whether it will be appropriate to raise the target range at its next meeting)に修正。</p>
<p>2015年12月16日——</p> <p>金融危機後、初めの利上げを実施。声明文では「今回の利上げ後も、金融政策は緩和的である」(the stance of monetary policy remains accommodative after this increase)と説明。利上げペースと利上げの度合いに関して、「漸進的な利上げしか正当化されない。しばらくの間、政策金利は長期中立金利よりも低く推移する」(economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run)と表明。また、再投資政策に関して「FF金利の正常化が十分に進むまで継続する」(until normalization of the level of the federal funds rate is well under way)と表明。</p>
<p>2017年3月15日——</p> <p>「漸進的利上げのみ」という文言から「のみ」(only)を削除し、「漸進的利上げ」と修正。インフレ目標について「対称的インフレ目標」に変更。</p>
<p>2018年1月31日——</p> <p>「漸進的利上げ」について「さらなる漸進的利上げ」に修正。</p>
<p>2018年6月13日——</p> <p>声明文から「しばらくの間、政策金利は長期中立金利よりも低く推移する」(likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run)との部分を削除。</p>
<p>2018年9月26日——</p> <p>「金融政策スタンスは緩和的である」との文言を削除。</p>
<p>2019年1月30日——</p> <p>「もう一段の漸進的利上げが適切」(some further gradual increases [in the target range for the federal funds rate] will be consistent)との文言を削除し、「将来、どのような政策金利の調整が適切なのかを判</p>

断するにあたっては、辛抱強くいられる」(will be patient as it determines what future adjustments to the target range [...] may be appropriate to support these outcomes)との文言に修正、利上げに慎重な姿勢を示唆。

(3) バランスシート政策

2008年11月25日――

最大1,000億ドルのエージェンシー債と最大5,000億ドルのエージェンシーMBSの購入を表明(QE1、もしくはLSAP1)。購入期間は数四半期。

2009年3月18日――

QE1の規模を大幅に拡大。エージェンシー債は2,000億ドル、エージェンシーMBSは1.25兆ドルとするとともに、3,000億ドルの長期米国債の購入表明。購入終了時期は2009年末。

2010年8月10日――

エージェンシー関連証券の元本返済分を長期米国債に振り向け、償還を迎えた米国債はロールオーバーする再投資政策により、保有債券残高を一定に保つ方針を表明。

2010年9月21日――

「必要に応じて追加緩和を行う用意がある」と表明。

2010年11月3日――

QE2(LSAP2)を表明。追加的に6,000億ドルの長期米国債を購入。毎月の購入額は750億ドルとし、購入終了時期は2011年4～6月期。

2011年9月21日――

いわゆる逆ツイストオペと呼ばれるMaturity Extension Program(MEP)を発表。満期までの期間が3年以下の米国債を4,000億ドル売却し、同額の規模で満期までの期間が6-30年の米国債を購入するもの。プログラムの終了時期は2012年6月末。エージェンシー債とエージェンシーMBSの元本返済分をエージェンシーMBSに再投資し、償還を迎えた米国債のロールオーバーすることも表明。

2012年6月20日――

MEPを2012年末まで延長。短期債と長期債の入れ替えペースは現行の1カ月当たり450億ドルを継続。

2012年9月13日――

QE3(LSAP3)を発表。1カ月当たり400億ドルのエージェンシーMBSを購入。長期債の保有額は1カ月当たり850億ドル相当に。労働市場の見通しが大幅に改善しなければ、エージェンシーMBSの購入を続けるほか、追加的な資産購入の実施など政策を総動員する姿勢を表明。さらに資産購入の規模、ペース、および構成に関しては予想される効果とコストを勘案することも表明。

2012年12月12日――

年末のMEP終了後、1カ月あたり450億ドルの長期米国債購入を表明。長期債の購入額は合わせて

1カ月あたり850億ドル。
2013年3月20日、5月1日—— 資産購入の規模、ペース、および構成の検討事項として「デュアルマンデートの達成に向けた進展」(3月)及び「インフレ見通し」(5月)に修正。
2013年5月22日—— 米議会の合同経済委員会において、バーナンキ議長が「経済情勢の改善がみられ、それが継続するならば、今後数回の会合を通じて購入ペースを落とす」(could in the next few meetings, take a step down in [its] pace of purchases)と発言。
2013年6月19日—— FOMC後の記者会見で、バーナンキ議長が「今年後半に毎月の購入ペースを落とすと予想している」(currently anticipates that it would be appropriate to moderate the monthly pace of purchases later this year)と発言。これを受けて長期金利とドルが大きく上昇し、「テーパー・タンtrum」(taper tantrum)と呼ばれた。
2013年12月18日—— MBSおよび長期米国債の購入ペースをそれぞれ1カ月あたり350億ドル、400億ドルに落とすと共に、今後一段と縮小していくことを表明。2014年9月までの会合ごとに、計100億ドルずつ購入ペースが落とされている。
2014年9月17日—— 「出口戦略の原則と計画」(Policy Normalization Principles and Plans)を公表。保有証券の残高は金融政策を効率的・効果的に運営するのに必要な程度に留め、長期的には主として米国債のみを保有する方針を表明。
2014年10月29日—— LSAPの月末終了を宣言。再投資政策は継続。
2015年12月16日—— 金融危機後、最初の利上げを実施。再投資政策に関して「FF金利の正常化が十分に進むまで継続する」(until normalization of the level of the federal funds rate is well under way)と表明。
2017年4月5日—— 3月FOMC議事要旨において、「ほとんどの参加者が再投資政策を今年後半に変更することが適切と判断していること」(most participants [...] judged that a change to the Committee's reinvestment policy would likely be appropriate later this year)、「参加者らが、米国債およびエージェンシーMBSの再投資政策を縮小もしくは終了したいと考えていること」(participants generally preferred to phase out or cease reinvestments of both Treasury securities and agency MBS)、「保有債券残高の縮小は漸進的かつ予見可能でなければならず、主として再投資政策のフェーズアウトを通じて行うこと」(reductions in the Federal Reserve's securities holdings should be gradual and predictable, and accomplished primarily by

phasing out reinvestments)などが明らかに。
2017年6月14日—— バランスシートの正常化プログラムを年内に開始する方針を表明。「正常化戦略の原則と計画の補遺」(Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans)を公表。
2017年7月26日—— バランスシートの正常化プログラムをまもなく開始する方針を表明。
2017年9月20日—— 10月にバランスシートの正常化プログラムを始めると発表。

(4) 経済見通し

2007年11月14日—— 従来は年1回(金融政策議会報告書のみ)だった経済見通しの公表頻度と内容を増加すると発表。SEPの公表は四半期とし、見通し期間を1年伸ばしたほか、ヘッドラインPCEインフレ率の見通しが加わり、名目GDP見通しが削除された。SEPには過去20年にわたる民間および政府見通しの予測誤差も掲載。
2007年11月20日—— SEPを初めて公表。
2009年2月18日—— 実質GDP成長率、失業率、ヘッドラインインフレ率の長期見通しを追加。
2011年4月27日—— FOMC後の記者会見(四半期ごと)開始に伴い、SEPの主要部分をFOMC声明文と共に公表。
2011年11月22日—— FOMC議事要旨に見通し上のリスクや不確実性に関するヒストグラムを追加。
2012年1月25日—— FOMC参加者の政策金利見通し(各年末時点)と長期水準を公表。「長期目標と金融政策の戦略」に関する声明文の公表と同時。
2015年9月17日—— SEPに予測中央値を追加。
2017年4月5日—— 予測誤差を示すファンチャートを公表。

補遺2 主要海外中銀のインフレターゲティング

以下は各国中銀のHPからの抜粋である。

(1) 韓国中銀

<https://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400015>

Inflation targeting is the monetary policy regime adopted by the Bank of Korea. This is the monetary policy framework focusing on ‘inflation’ itself as the ultimate goal and aiming to achieve its goal over the mid-term horizon, instead of setting intermediate targets such as money supply.

Based on Article 6, Clause 1 of the 「Bank of Korea Act」, the Bank of Korea sets the inflation target in consultation with the government. The inflation target for 2019 onwards has been set at 2 percent, as measured by the year-on-year change in the Consumer Price Index (CPI). **The Bank will conduct its monetary policy with the aim of keeping CPI inflation at 2 percent over the medium term, while considering symmetrically the risks of inflation remaining persistently above or below the target.**

The Bank will publish its Monetary Policy Report four times a year to explain how it is implementing monetary policy. If there is a request from the National Assembly, the Governor will appear before the Assembly and answer questions. The Bank will publish an inflation assessment which includes price developments, future inflation forecasts and risks and the monetary policy stance for achieving price stability twice a year, and provide explanations of the assessment to the public through various means (or channels), such as by holding Governor’s press conferences.

The Bank will review the inflation targeting framework in consultation with the government every two years, and explain the review to the public. If adjustment of the inflation target becomes inevitable, due for instance to unexpected domestic or global economic shocks or to changes in economic conditions, the Board will adjust the target in consultation with the government.

(2) オーストラリア準備銀行 (RBA)

<https://www.rba.gov.au/inflation/inflation-target.html>

The Governor and the Treasurer have agreed that the appropriate target for monetary policy in Australia is to achieve an inflation rate of 2–3 per cent, on average, over time. This is a rate of inflation sufficiently low that it does not materially distort economic decisions in the community. Seeking to achieve this rate, on average, provides discipline for monetary policy decision-making, and serves as an anchor for private-sector inflation expectations.

The inflation target is defined as a medium-term average rather than as a rate (or band of rates) that must be held at all times. This formulation allows for the inevitable uncertainties that are involved in forecasting, and lags in the effects of monetary policy on the economy. Experience in Australia and elsewhere has shown that inflation is difficult to fine-tune within a narrow band. The inflation target is also, necessarily, forward-looking. This approach allows a role for monetary policy in dampening the fluctuations in output over the course of the cycle. When aggregate demand in the economy is weak, for example, inflationary pressures are likely to be diminishing and monetary policy can be eased, which will give a short-term stimulus to economic activity.

(3) スウェーデン中銀 (Riksbank)

<https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/the-inflation-target/>

The main reason why the Riksbank, like many other central banks around the world, has an inflation target is because this contributes to price stability, which creates the conditions for good, sustainable growth. A credible inflation target functions as a benchmark for inflation expectations in the economy.

The Riksbank's target is to hold inflation in terms of the CPIF around 2 per cent a year.

The Riksbank and other central banks with inflation targets conduct a policy of flexible inflation targeting. This means that at the same time as trying to attain the inflation target, they take into account developments in the real economy.

As of September 2017, **the Riksbank uses a variation band of 1–3 per cent for the outcomes for CPIF inflation**, to illustrate the fact that monetary policy is not able to steer inflation in detail. The variation band is intended to show that inflation varies around the target and will not be exactly 2 per cent every single month. However, the objective of monetary policy is still that inflation shall be 2 per cent, **the variation band of 1–3 per cent is not what is known as a target interval.**

(4) BOE

<https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/inflation>

To keep inflation low and stable, the Government sets us an inflation target of 2%. This helps everyone plan for the future.

If inflation is too high or it moves around a lot, it's hard for businesses to set the right prices and for people to plan their spending.

But if inflation is too low, or negative, then some people may put off spending because they expect prices

to fall. Although lower prices sound like a good thing, if everybody reduced their spending then companies could fail and people might lose their jobs.

If we miss the inflation target by more than 1 percentage point either side of the target, we must tell the Government why.

So **if the Consumer Prices Index (CPI) inflation rate is more than 3% or less than 1%, our Governor writes a letter to the Chancellor to explain why and they set out what we'll do to get it back to 2%.**

We publish the Inflation letters our Governor sends to the Chancellor.

(5) カナダ中銀

<https://www.bankofcanada.ca/rates/indicators/key-variables/inflation-control-target/>

The inflation-control target was adopted by the Bank and the Government of Canada in 1991 and has been renewed several times since then, most recently in October 2016 for the five years to the end of 2021. **The target aims to keep total CPI inflation at the 2 per cent midpoint of a target range of 1 to 3 per cent over the medium term.** The Bank raises or lowers its policy interest rate, as appropriate, **in order to achieve the target typically within a horizon of six to eight quarters**—the time that it usually takes for policy actions to work their way through the economy and have their full effect on inflation.

(6) イスラエル中銀

<https://www.boi.org.il/en/MonetaryPolicy/MonetaryPolicyFramework/Pages/Default.aspx>

Israel's government, in consultation with the Governor of the Bank, sets a price stability target - an annual rate of increase in the Consumer Price Index (CPI). **The current target is between 1 percent and 3 percent a year**, and the Bank is obliged to strive to achieve that goal. Some prices of goods and services will increase by more, and some by less, but **the intention is that the prices of goods and services included in the CPI will increase on average at a rate within the target range.** The aim is not to achieve as low a rate of inflation as possible, and downward deviations from the target are considered in the same way as upward.

(7) ニュージーランド準備銀行

<https://www.rbnz.govt.nz/monetary-policy/inflation>

Since 2000, New Zealand CPI (Consumers Price Index) inflation has averaged around 2.15 percent. This

compares with averages of 2.4 percent in the 1990s, and averages of over 11 percent for the previous two decades. Since September 2002, **the inflation target has been to keep inflation within a range of 1–3 percent on average over the medium term.**

<https://www.rbnz.govt.nz/monetary-policy/about-monetary-policy/monetary-policy-framework#collapse2>

"keep future annual inflation between 1 and 3 percent over the medium term, with a focus on keeping future inflation near the 2 percent mid-point."

"support maximum sustainable employment. The MPC should consider a broad range of labour market indicators to form a view of where employment is relative to its maximum sustainable level, taking into account that **the level of maximum sustainable employment** is largely determined by non-monetary factors that affect the structure and dynamics of the labour market and **is not directly measurable."**

(8) ノルウェー中銀

<https://www.norges-bank.no/en/topics/Monetary-policy/Mandate-monetary-policy/>

The operational target Norges Bank aims at in interest rate setting is inflation close to 2 percent over time. As the primary objective of monetary policy is low and stable inflation, it can be said that Norway has an inflation-targeting monetary policy regime.

Inflation targeting shall be forward-looking and flexible so that it can contribute to high and stable output and employment, and to counteracting financial imbalances.

When Norges Bank sets the policy rate, various monetary policy considerations are weighed against each other.

(9) アイスランド中銀

<https://www.cb.is/monetary-policy/inflation-target/>

One of the Central Bank's objectives is to contribute to price stability. On 27 March 2001, **a formal inflation target was adopted, with price stability defined as a twelve-month inflation rate of 2½%.** The Bank's role is to attempt to keep inflation as close to the target as possible, on average. **If it deviates by more than 1½ percentage points in either direction, the Bank must submit a public report to the Government,** explaining the reasons for the deviation and the means by which it intends to bring inflation back to target. The inflation target is described more fully in the joint declaration of the Bank and the Government.

(10) スイス中銀

https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_strat#3

Article 99 of the Federal Constitution entrusts the SNB, as an independent central bank, with the conduct of monetary policy in the interests of the country as a whole. The mandate is explained in detail in the National Bank Act (art. 5 para. 1), which requires the SNB to ensure price stability and, in so doing, to take due account of economic developments.

The SNB is thus charged with resolving in the best general interests any conflicts arising between the objective of price stability and business cycle considerations, giving priority to price stability. The requirement to act in the interests of the country as a whole also means that the SNB must gear its policy to the needs of the entire Swiss economy rather than the interests of individual regions or industries.

The SNB equates price stability with a rise in the Swiss consumer price index (CPI) of less than 2% per annum. Deflation, i.e. a protracted decline in the price level, is also regarded as a breach of the objective of price stability. With this definition, the SNB takes into consideration the fact that inflation cannot be steered with pinpoint accuracy, or measured precisely. Measurement problems arise, for example, when the quality of goods and services improves. Such changes are not fully taken into account in the CPI calculation; as a result, measured inflation tends to be slightly overstated.