潮　流

日米金融政策の新たな枠組みの模索

取締役調査第二部長　新谷　弘人

ゴルディロックスという言葉が「適温」と訳され、国内でも違和感なく使われるようになっている。日米ともに完全雇用に近い状態となるなど景気は堅調に推移しているものの、物価上昇の勢いは限定的で金融政策当局のめざす水準には達していない。まさに、熱すぎず冷たすぎずの「適温」経済といえよう。

2018 年の米金融市場における最大テーマのひとつは、この適温経済が継続するかどうかであろう。すなわち、堅調な経済の下でも物価が比較的落ち着いた状況が続くのか、あるいは、物価上昇が加速するか、という問題である。現在 FRB（米国の中央銀行）は、いずれ物価は目標である 2%に向かうという立場から、非常に慎重なペースながら利上げやバランシート縮小を進めている。物価上昇が鈍い中でのこうした正常化については、実際に物価上昇が加速してからの引締めでは経済へのダメージが大きいこと、一部の資産市場においてバブル的な動きが見られること、次回の景気後退局面での緩和余地を大きくしておきたいことなどが理由としてあげられる。

さて、今後物価上昇が加速することになれば、17 年 12 月時点で年 3 回の利上げを想定している FRB はそのスピードをあげるという解決策をとればよく、市場へのインパクトはさておき、答えは単純といえよう。一方、このまま物価が 2%の目標に届かない状況が継続する場合、話はややこしくなる。十分に引締めを行えないまま景気後退となった場合、金利引下げ余地は限られ、緩和を補強する枠組みの重要性が増すことになる。

このところ米金融当局関係者の間で金融政策の新たな枠組みについての議論が活発になっているのはこうした背景からだと思われる。物価上昇率の目標に代えて、物価水準や名目 GDP（国内総生産）を目標とする案、あるいは物価上昇率の目標をたとえば 1.5 ～ 3%といったレンジとする案がすでに議論となっている。物価水準目標とは、一時点の前年比物価上昇率ではなく、ある時点を基準とした物価水準への到達をめざす政策である。物価上昇率の目標と比較して、過去の物価の挙動に影響されるため、現在のように物価上昇率が低迷しているケースでは、物価水準の目標を達成するにはより強い緩和が必要になることを意味する。バーナンキ前 FRB 議長は、短期金利がゼロ近傍となった時に限定した物価水準目標の導入を提案しており、あわせて、パウエル新議長のもとで 2%の物価上昇率に固執しない新しい枠組みを模索する動きが 1 年半以内には出てくるだろう、と述べている。

20 年にわたりデフレが継続した課題先進国？である日本では、日本銀行が、金融危機以前から、ゼロ金利や量的緩和など先進的な金融政策を導入してきた。16 年 9 月以降の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」においては、長短金利操作という新たな挑戦を行い、短期決戦型から持久戦対応へと政策の持続性を高める工夫を行っている。さらに物価上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまでマネタリーベースの拡大継続を約束するオーバーシュート型コミットメントを行っているが、こうした考え方も現在の FRB での議論を先取りしたものと言える。

ただし、日銀の政策についての議論は、米国よりさらに一段物価上昇率が低いなか、極端な低金利による金融機関経営や年金運用などへの副作用をも考慮する必要があり複雑だ。仮に景気に陰りが出てきた場合の金融政策は、長短金利操作について金利引下げ方向の余地が限られるなか難易度は相当高く、緩和を補強する新たな枠組みの重要性は米国以上に高いと考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます