FRBの金融政策枠組み変更の可能性

――２％インフレを達成するための仕掛け――

研究員　佐古佳史

〔要　　旨〕

米国の中央銀行にあたる連邦準備制度（FRB）は現在、２％インフレ目標を金融政策の枠組みとして採用している。しかし、足元では枠組みの見直し作業を行っており、2020年半ばに枠組み変更についての発表が予定されている。こうした枠組み見直しの背景としては、インフレが目標の２％を長期にわたって下回っていることに加えて、政策金利が低く、不況期に必要な利下げ幅を確保できなかったことが考えられる。

本稿では、FRBの現在の金融政策の枠組みを概観した後、FRBを取り巻く環境と金融政策を行ううえでの技術的な問題に触れつつ、金融政策の枠組み変更がある場合の候補とされているいくつかのインフレ目標を解説する。また、イールドカーブコントロール（YCC）についての連邦準備銀行（連銀）関係者の意見も紹介する。

目　次

はじめに
1　中央銀行の行動モデル
2　低金利の問題点
3　現在の金融政策の枠組みと2019年の政策動向
（1）　現在の金融政策の枠組み
（2）　2019年の政策動向
4　検討されている新しい金融政策の枠組み
（1）　物価水準目標
（2）　平均インフレ目標
（3）　一時的物価水準目標
5　イールドカーブコントロールに関するFRBの議論
おわりに

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

はじめに

連邦準備改革法（1977年）によって、「最大限の雇用」と「物価の安定」という「二重の使命（Dual Mandate）」が連邦準備制度（FRB）に課されている。このうち物価の安定については、2012年以降、２％インフレ目標（Inflation targeting）を金融政策の枠組みとして採用している。

一方で、FRBはクラリダFRB副議長を中心に、過去のインフレ目標未達成部分を埋め合わせる新しい金融政策の枠組みを模索しており、20年上期に金融政策の再点検作業を完了する予定である。ここでの「新しい金融政策の枠組み」とは、平均インフレ目標（Averaging inflation targeting）などのインフレ目標を指す。また、枠組み変更についてはブレイナードFRB理事、ウィリアムズ・ニューヨーク連邦準備銀行（以下「連銀」という）総裁、ブラード・セントルイス連銀総裁等のFRB関係者からも肯定的な意見が聞かれる。

以下ではまず、中央銀行の行動をモデルによって簡単に記述しつつ、二重の使命を課されたFRBの行動を解説する。次に、金融政策を行ううえでの低金利の問題点を概説した後、金融政策の枠組みを４点解説する。最後に、イールドカーブコントロール（YCC）についての連銀関係者の意見も紹介する。

1　中央銀行の行動モデル

中央銀行の行動を記述しマクロモデル内で考察する際は、中央銀行の目的関数（損失関数）として、下記のタイプの数式を設定し、π^Tを２％などの特定の値とすることが一般的である。まず、この点を簡単に解説しよう。

$$L_t = \frac{1}{2} E_t \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i \left[(\pi_{t+i} - \pi^T)^2 + \lambda y_{t+i}^2 \right]$$

ここで、L_tはt期における損失、E_tはt期時点での期待値を取るオペレーター、βは割引率、π_{t+i}はt+i期時点でのインフレ、π^Tは目標インフレ、y_{t+i}^2はGDPギャップの二乗となる。また、$\lambda(\geq 0)$はGDPの変動をインフレの変動に対してどの程度のウェイトで考慮するかを決めるパラメーターである。中央銀行の損失関数とはいうものの、モデル内で用いられる消費者のある程度一般的な効用関数から、上記の種類の損失関数を導出できることが知られている（Galí(2015)）ため、上記の式はインフレとGDPそれぞれの変動についての、社会的な評価と読み替えることもできる。

数式全体の意味としては、中央銀行は、①インフレの目標からのかい離、②GDPギャップ（潜在GDPとGDPのかい離）、の両者について、③λで適切にウェイト付けしながら、④現在だけでなく将来についても考慮し、損失が最小になるように「金融政策」を行うということであり、かなり現実に即したモデル化といえるだろう。

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

ただし④については、複雑な議論が多数存在している。例えば、20年４月現在、FRBは実質ゼロ金利政策を行っているため実運用上は金利操作といった伝統的な金融政策を行う余地がないなかでの金融政策が求められる。また、仮に金利操作ができたとしても、金利の変更幅は、金利とGDP、将来のインフレの関係性の推定次第で変わるため、そうした推定を慎重に行う必要がある。(注1)

本稿で解説する一連の新しいインフレ目標の枠組みは、金利変更以外にも期待インフレに直接働きかけることで上記の損失関数の最小化を目指す、より強力な金融政策といえるだろう。

なお、やや余談となるが、λが０でない限り、たとえインフレ目標を掲げる中央銀行であっても、インフレ以外の要素も考慮しながら金融政策を行うことには注意したい。FRBの場合であれば、この点は、「最大限の雇用」も考慮しながら金融政策を行うことと解釈できる。このようなインフレ目標の枠組みは、「柔軟なインフレ目標レジーム（a flexible inflation targeting regime）」と表現され、クラリダFRB副議長は、現在２％インフレ目標を掲げるFRBの枠組みもこの範疇（はんちゅう）に属するものであると述べている（Clarida（2019a））。仮に、金融政策の枠組みが変更されたとしても、この点は変わらないと思われる。(注2)

（注１） フィリップス曲線の形状、すなわち足元のインフレのフォワードルッキングとバックワードルッキングな要素のバランスに加えて、期待インフレがどのように決まるのかという点も影響する。

（注２） 本稿で紹介する全ての金融政策の枠組みもこの柔軟なインフレ目標レジームに属する。すなわち、インフレや物価水準を目標としつつも、それ以外のGDPなどの要素も考慮して金融政策を行う枠組みであるということには注意したい。

2　低金利の問題点

08年の世界金融危機以降、米国を含む先進国の政策金利は非常に低い水準で推移している。通常、実質中立金利と期待インフレの合計が政策金利の目安（名目中立金利）とみられるため、まずこの２つを考えよう。

実質中立金利は完全雇用を達成しつつ安定したインフレが維持できる金利水準とされている。すなわち、経済を減速も加速もさせない金利水準といえる。高齢化の影響や経済成長の鈍化、投資機会の減少などから、多くの先進国において、実質中立金利は低い水準で推移しており、米国もその例外ではない（第１図）。特に、米国の場合は海外からの資金が流入することで、実質中立金利が一段と引き下げられているとも考えられる。

一方の期待インフレは、ニューヨーク連銀やミシガン大学調査、市場の指標などから判断すると足元では歴史上最低水準で推移しており、FRBの目標とする２％と整合的な水準を下回っているのではないかと懸念されている。これらを背景に、現在の政策金利の目安は低い水準にとどまっているといえる。

FRBはこれまで景気後退期には政策金利を４～５％引き下げて対応してきた。現在は新型肺炎対策でゼロ金利政策が採用され

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

ているやや特殊な期間にはあるものの、新型肺炎の影響を差し引いてみても、米国でも景気後退期に必要とされる利下げ幅が確保できておらず、景気後退期に必要な金融緩和を利下げだけで行うことは不可能といえる。

また、日本や欧州などで採用されているマイナス金利政策については、当初の想定ほど緩和効果が得られないとの指摘や、日欧に比較すると規模の大きい米国の短期金融市場を混乱させる可能性、銀行への負担を通じた金融システムへの悪影響などを背景に、FRB理事や地区連銀総裁などほぼ全てのFRB関係者が否定的な見解を示している。このため、米国の場合は０％が金利の下限と目される。

適切な利下げ幅を確保するためにはどのようにすればよいだろうか。先の説明から明らかなように、利下げ幅を確保するには実質中立金利か期待インフレを引き上げる必要がある。例えば、インフレ目標を現在の２％から、３％や４％へと引き上げ、それを実際に達成できれば、政策金利が上昇し利下げ幅を確保できる。しかし、３％超のインフレは一般的には高すぎると考えられているため、物価の安定というFRBのそもそもの使命と整合的ではない。このため、インフレ目標の引上げは準最適（suboptimal）という認識が一般的である（Summers, Wessel and Murray（2018））。

また、高齢化など外部要因に加えて、外国の経済成長率などを改善することもFRBにとっては不可能なため、実質中立金利の引上げ手段も事実上はないと考えられている。すなわち、利下げ幅を確保することは現実的にはほぼ不可能といえるだろう。

これらを背景に、利下げ幅を確保するのではなく、景気後退期はゼロ金利制約に触れながらも金融緩和効果を模索する方針が採用されている。08年の世界金融危機時にはバランスシート（以下「B/S」という）の拡大（FRBが銀行などから資産を買い入れることで流動性を供給しつつ長期金利の引下げを行い、金融緩和効果を狙う政策）とフォワードガイダンス（政策金利やB/S拡大の将来の見通しについて事前に明らかにしておくことで、将来時点の金融政策に関する不確実性を低下させ、金融緩和効果を狙う政策）が行われた。今回検討されている平均インフレ目標などにも、こうしたゼロ金利制約に触れながらも金融緩和効果を狙える特徴が備わっている（Clarida（2019b））。

第１図　米国の中立金利とトレンド成長率の推移

資料　ニューヨーク連銀、Laubach-Williams、two-sided estimation

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

3　現在の金融政策の枠組みと2019年の政策動向

(1)　現在の金融政策の枠組み

では、現在のFRBの金融政策の枠組みであるインフレ目標を実務に即して考察しよう。FRBの現在のインフレ目標は12年１月から採用されており、定義としては、「個人消費支出（PCE）デフレーターの上昇率が安定的に前年比２％で推移する」ように金融政策を行うことである。ただし実務上は、PCEデフレーターではなく、変動の大きい食品とエネルギーを除いたコアPCEデフレーターが基調としてのインフレをより反映するため、最重要視される。近年、コアPCEデフレーターで測ったインフレが目標値の２％を下回って推移する期間が長期化しており（第２図）、FRBはいわば目標未達の状態が続いている。

インフレ目標の枠組みでは目標未達の期間が長期化しようとも、最終的にインフレが目標に達すればよい。換言すれば、目標未達についてのペナルティはなく、「過去は水に流す（let bygones be bygones）」といわれる。ここで注意したいのは、ペナルティの欠如自体が問題ではなく、インフレ目標の設定と以降のインフレの低下は関係ない点である。しかしながら、理由はどうあれ現状のようにインフレが長期間目標を下回って推移すると、人々のインフレ予想（期待インフレ）の低下（第３図）や、金融政策に対する信認がはく落する可能性がある。こうしたことが、インフレの上昇を妨げる恐れも指摘されており、低インフレはいわばループ構造となっていると評価する向きもある。(注3)

第2図　米国のコアPCEデフレーターの推移

資料　米商務省経済分析局、FRED

（注３） ただし、クラリダFRB副議長は、深刻な不況やコアPCEデフレーターの大幅な落ち込みに対して期待インフレが緩慢に調整されること以外は、断定的なことはわかっていないと指摘している（Clarida（2010））。

(2)　2019年の政策動向

こうした枠組みの下、FRBは経済や労働市場に改善がみられたことを背景として、世界金融危機以降採用していたゼロ金利政

第3図　米国の期待インフレ率の推移

資料　ミシガン大学、Bloomberg

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

第4図　米国の政策金利の推移

資料　FRB、FRED
（注）　月次データ

策を15年12月に解除し、次の金融危機への対処として必要となる利下げ幅の確保もかねて、18年12月の2.25～2.50％まで徐々に利上げを実施してきた。しかし、19年はインフレが目標の２％を下回って推移したことに加えて、米中通商協議による経済減速に対処する必要もあり、FRBは予防的な措置として７月から10月にかけて合計0.75％の利下げを行い、政策金利は1.50～1.75％まで低下した（第４図）。一方で、B/Sの規模をめぐってはやや混乱した動きとなった。FRBは、17年10月から金融政策の正常化として利上げと並行して続けていたB/S縮小を19年９月に一旦終了したものの、その後は準備預金のひっ迫を背景とした短期金利の急騰を受け、10月以降再びB/S拡大を開始する必要に迫られた。

4　検討されている新しい金融政策の枠組み

(1)　物価水準目標

次に、平均インフレ目標を解説する前に、よく似た枠組みである物価水準目標（Price level target）を解説する。物価水準目標とはインフレではなく物価水準そのものを目標にする枠組みである。例えば、10年12月のPCEデフレーターの値を100に基準化し、将来のある時点での同指数の目標を設定したうえで、その達成に向けて金融政策を行う枠組みとなる。仮に、目標として2030年12月の同指数を148.6に設定すれば、$148.6 \cong 100 \times 1.02^{20}$という関係式から、結果的には20年間の（幾何）平均として年率２％のインフレを目指すことになる。この点がいずれかの段階でインフレ２％の達成を目指すインフレ目標とは考え方が異なる。

物価水準目標の特徴を挙げると、過去の低いインフレを将来の高いインフレで埋め合わせる必要が発生する点であり、現在のような低インフレ環境ではこの特徴が利点になると期待されている。(注4) すなわち、低インフレが続けば、目標とする物価水準を達成するためにインフレを高めに誘導する（インフレをオーバーシュートさせる）必要性が生じる。

現在のように目標を下回るインフレが続いている場合を考えてみると、FRBの金融政策に対する信頼が厚ければ、「将来的にはインフレを高めるように金融緩和をするはず」と人々や市場参加者、企業経営者などが認識して、期待インフレが高まることになる。結果として、利下げやB/S拡大などをする前から、期待インフレの上昇を通じて金融緩和効果（実質金利の低下）とインフレ上昇圧力が生じることになる。

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

次に、物価水準目標の具体的な運用方法をみてみよう。物価水準目標開始時点の設定と、オーバーシュートさせる場合のインフレの組合せの一例として、ブラード・セントルイス連銀総裁は、1995年１月から２％インフレと整合的になるように物価水準目標を定め、不足分は2.5％のインフレで埋め合わせる案を述べている（Bullard（2018））。この設定の背景としては、95年以降しばらくの間、米国のインフレが２％程度で安定していたことや、世界金融危機があったにもかかわらず、12年までは平均的に２％インフレと整合的に物価水準が上昇していたことなどが挙げられている。この設定の場合、2031年頃に埋め合わせが完了する計算となるため、それまでの期間は緩和的な金融政策が維持されることとなる（注5）（第５図）。

（注４） 金本位制を廃止したリクスバンク（スウェーデン中央銀行）が1931年以降に世界で初めて物価水準目標を導入した際は、現在のようなインフレへの対処だけではなく、物価の安定面への効果も重視されていたと考えられている。

（注５） ただし、市場参加者や企業経営者が約10年にわたり2.5％のインフレを目指すこうした金融政策を、「平均２％のインフレを目指す物価水準目標の一部」と理解したうえで、長期的にインフレは２％に回帰することを信じつつ、長期的なインフレ見通しと整合的な期待インフレを形成し続けるかという点については、疑問が残るだろう。

第5図　米国の物価水準目標の例

資料　第2図に同じ

(2)　平均インフレ目標

次に平均インフレ目標をみてみよう。実務上の平均インフレ目標は物価水準目標に比較的短い参照期間を追加したものと考えられる。上記のブラード総裁の設定であれば、例えば、15年の物価水準が2031年の金融政策にまで影響を与えうる点がやや奇妙に映る。インフレの参照期間が過去になればなるほど、現在からみた重要度は低下するのが自然であろう。つまり実務上は「何年前まで遡るべきか」や「インフレの埋め合わせ期間は何年が適切か」という問題が発生し、現実的な参照期間を定める必要が生じる。

参照期間は、平均インフレ目標の効果や平均インフレ目標を採用するFRBの行動を考えるうえで最も決定的な要素となりうるが、現時点ではこれといった基準はない。このため、５年程度となる可能性もあれば、ブレイナードFRB理事が指摘したように、景気が１循環する期間となる可能性もある。

結局のところ、平均インフレ目標と物価水準目標の枠組みでは、過去から現在における目標を下回るインフレは、現在から将来時点での目標を上回るインフレを目指して金融緩和するようにFRBの行動をあらかじめ自動的、強制的に決定する。この

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

ため、こうした枠組みに対する信認が厚ければ、現行のインフレ目標よりも強力なフォワードガイダンス効果が備わっていると考えられ、利下げによる金融緩和が不可能となるゼロ金利制約下では、非常に大きな利点になると考えられている。

a　平均インフレ目標と物価水準目標の問題点

ひととおりの説明が終わったところで、平均インフレ目標と物価水準目標の問題点を考えてみよう。上述のブラード総裁の例では、FRBは約10年先まで低金利環境を維持し、2.5%インフレを維持することとなる。これを金融市場が確信すれば、貸出基準の緩和や、資産価格バブル等が容易に発生する可能性が考えられるだろう。この点が第１の問題として想起される。ただし、伝統的なFRBの考え方では、資産価格バブルは金融政策で対応するのではなく、金融規制で対応すべきとされているため（FEDビュー）、この点をもって平均インフレ目標や物価水準目標が否定的に考察されているわけではない。

２点目としては、平均インフレ目標や物価水準目標などのインフレの埋め合わせ戦略は理論上、動学的不整合（time inconsistency）とされている点である。すなわち、一度インフレが２％に達すれば、FRBにはインフレが目標よりも低かった過去を振り返る動機がなく、むしろ最適と考えられている２％を維持するよう、中立的な水準にまで金利を引き上げる誘引が働くということである。(注6)

この点を金融市場が織り込めば（あるいは、見透かしてしまえば）、平均インフレ目標や物価水準目標の枠組みであっても、インフレの低下が「低い政策金利が長期化し、将来インフレが上がる」という市場参加者などの予測を通じて金融緩和効果を生むというメカニズムが働かない。

３点目として、原油コストの上昇や、関税率の引上げなどのネガティブな供給ショックが発生した場合を考えてみよう。こうした一時的なショックについては、一時的にインフレの上昇を許容するか、経済の落ち込みが激しい場合は利下げで対応するのが望ましいとされている。しかし、実際にはこれらの供給ショックによってインフレが上昇するため、平均インフレ目標や物価水準目標を採用していると、引締め方向の金融政策運営になってしまうと考えられる。逆に、非常時や特例として引締めぎみの金融政策をとらない場合は、枠組みを外れることとなり、金融政策に対する信認がはく落する可能性があるだろう。

市場参加者などとのコミュニケーションが複雑化する可能性が４点目の問題として挙げられる。平均インフレ目標や物価水準目標の枠組みでは、過去のインフレに応じて、インフレをオーバーシュート（あるいはアンダーシュート）させ続けることになるが、オーバーシュートの幅や期間について、市場参加者などが理解し、将来のインフレや金利動向についての期待を形成するのは不可能ではないにせよ、非常に困難なのではないかという指摘もある。

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

（注６）上記の損失関数においても、過去のインフレやGDP、雇用の変動は考察の対象外となっている。また、経済学者や評論家は別として、恐らく大多数の人は過去のインフレなどの変動には関心がなく、今後の経済動向への関心のほうが圧倒的に高いと考えるのが自然であろう。

（3）　一時的物価水準目標

こうした平均インフレ目標や物価水準目標の欠点を改善する目的で、バーナンキ元FRB議長は、ゼロ金利政策時にのみ平均インフレ目標を導入する一時的物価水準目標（Temporary price-level target）を提唱している（Bernanke（2017））。また、ブレイナードFRB理事も一時的物価水準目標を実務で用いる際に注意すべき点を考察している（Blanchard and Summers（2019））。以下では例として、２％の一時的物価水準目標の枠組みを考えよう。

まず、ゼロ金利政策導入前の一時的物価水準目標は、現在の２％インフレ目標と同様に２％のインフレを目指す。しかし、ゼロ金利政策導入後は違いが生じる。すなわち、将来利上げを開始する時期について、ゼロ金利政策導入後の平均インフレが少なくとも２％に達してからとあらかじめ宣言する。したがって、ゼロ金利政策下において政策金利についてのフォワードガイダンスがインフレに依存することとなる。金融政策への信認が厚ければ、インフレがより早く加速し、ゼロ金利政策を導入する期間も短期化すると考えられる。（注7）

平均インフレ目標と物価水準目標に対する、一時的物価水準目標の利点について整理すると、１点目は、既存の政策金利の枠組みを大きく変更する必要がないため、市場とのコミュニケーションが容易なことである。２点目は、政策金利が０％ではないときは従来のインフレ目標と同じであるため、生産サイドへのショックなどでインフレが上昇する局面で金利を引き上げる必要がないことである。これは、前項３点目の問題に対応している。

当然ながら、この枠組みにも問題点は存在する。ブレイナード理事は一時的物価水準目標の問題点を３点指摘している。１点目は、当面の間FRBはゼロ金利政策を継続し、インフレのオーバーシュートを許容することになる点である。この期間に人々や市場参加者が、FRBが物価目標に真剣に取り組んでいるのか疑問に思い始める可能性は否定できない。仮にFRBの金融政策に対する信認が損なわれれば、長期的な２％インフレ実現の観点から逸脱した期待インフレが形成されてしまい、インフレが意図的なオーバーシュートを超えて上昇してしまうリスクが指摘されている。

２点目は、好調な経済とインフレのオーバーシュートを確認しつつ、ゼロ金利政策を維持することは、FRBにとっても容易ではないと考えられている。

３点目は、利上げを再開する際の適切な金利のパスについてである。2.5％程度まで上昇したインフレを２％まで徐々に減速させる必要がある一方で、テイラールールなどに基づいて速いペースで利上げを実施すると市場に混乱をもたらす可能性も考えられる。そこで、ブレイナード理事は、利上げす

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

る際の移行枠組み（a transitional framework）が必要となるものの、これにより一時的物価水準目標はやや複雑化すると考察している。

（注７）ブルッキングス研究所から、バーナンキ元FRB議長の一時的物価水準目標についてのレポートが出ており、FOMC（連邦公開市場委員会）声明文の体裁をとった文章が掲載されている。

5　イールドカーブコントロールに関するFRBの議論

最後に、連銀関係者のYCCについての意見を紹介する。ブレイナードFRB理事は20年２月の講演で、ゼロ金利政策時においては、完全雇用とインフレ目標を達成する見通し期間と整合的な残存期間の国債について、国債の利回りに上限を設定することも考えられると述べた（Brainard（2020））。これは、ゼロ金利政策時に政策金利についてのフォワードガイダンスを強化する目的でYCCを行うと解釈でき、日本銀行（10年債利回りを０±0.2％程度）やオーストラリア準備銀行（３年債利回りを0.25％近傍）で現在採用されているYCCを一歩前進させたものとも考えられる。

ブレイナード理事はこのアプローチの利点について、短・中期債利回りがスムーズに動き、資産買入れ（ゼロ金利政策後、金融緩和効果を得るために通常実施される）の規模と時間軸に関する不確実性を回避できる点と、政策金利のフォワードガイダンスとこのYCCには相乗効果があるため、結果としてFRBの金融政策への信認を高める効果が期待できる点にあると述べた。

YCCについてはカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁などからも条件付きで肯定的な意見が出ている。市場に与える影響や政策のリスクを加味したうえで、実施する場合は10年債などの長期債利回りは対象外とすることで、FRB内部の意見が一致しているような印象を受ける。また、前述したインフレ目標の枠組みの範囲で、あくまでもフォワードガイダンスの補助的な手段として利用されるのではないだろうか。

おわりに

ここまで、FRBが金融政策の枠組みを変更する際に考えられる政策目標（Target）について考察した。低インフレに加えて実質中立金利の低下や、足元ではパンデミック化した新型肺炎に対応したことなどから、もはやFRBには利下げ余地がないなか（４月現在）、より強力な金融緩和効果を持つ政策の枠組みを考察することは必然と思われる。ただし、現実的なフィリップス曲線を想定すれば、平均インフレ目標や物価水準目標のパフォーマンスは期待するほど高くないとの研究結果がある（Côté（2007））のも確かである。むしろ、FRBにとっては、こうした枠組みを使いつつも、人々や市場参加者などとのコミュニケーションを強化するほうが望ましいのかもしれない。

今後、FRBが実際にどのような枠組みを採用するのか、あるいは既存の２％インフレ目標を継続しつつYCCを導入するのか、

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

市場とのコミュニケーションはどのように強化されるのかなどについて、新型肺炎への対応に追われるFRBの金融政策が日々更新される現時点で推し量るのは困難であろう。20年半ばに予定されている発表が待たれるところだ。

＜参考文献＞

- Bernanke, B. (2017), "Temporary price-level targeting: An alternative framework for monetary policy," Brookings.
- Blanchard, O. and L. Summers (2019), *Evolution or Revolution?: Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession*, The MIT Press.
- Brainard, L. (2020), "Monetary Policy Strategies and Tools When Inflation and Interest Rates Are Low, Comments on Monetary Policy in the Next Recession?, a report by Stephen Cecchetti, Michael Feroli, Anil Kashyap, Catherine Mann, and Kim Schoenholtz," Speech at the 2020 U.S. Monetary Policy Forum.
- Bullard, J. (2018), "A Primer on Price Level Targeting in the U.S.," Speech at CFA Society of St. Louis.
- Clarida, R. (2010), "What Has – and Has Not - Been Learned about Monetary Policy in a Low Inflation Environment? A Review of the 2000s," Paper presented at "Revisiting Monetary Policy in a Low Inflation Environment," at the Federal Reserve Bank of Boston' s 55th economic conference.
- Clarida, R. (2019a), "The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices," Speech at "A Hot Economy: Sustainability and Trade-Offs," a Fed Listens event.
- Clarida, R. (2019b), "Monetary Policy, Price Stability, and Equilibrium Bond Yields: Success and Consequences," Speech at the High-Level Conference on Global Risk, Uncertainty, And Volatility.
- Côté, A. (2007), "Price-Level Targeting," Bank of Canada, Discussion Paper.
- Galí, J. (2015), *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework and Its Applications*, Princeton University Press.
- Summers, L.,D. Wessel and J. Murray (2018), "Rethinking the Fed' s 2 percent inflation target," Brookings.

（さこ　よしふみ）

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/