

# 日米の金融政策： 収斂する枠組みと異なる考え方

日米の金融政策の枠組みは、事実上のインフレ目標と超低金利政策の維持に関する約束の点で収斂した。ただ、大規模な資産買入れへの批判を受けた米国と、資金供給の積極化に向けインフレ目標の採用を求められた日本では、採用に至る考え方は異なる。日米の金融政策に関するコミュニケーションの違いは、市場と政府にとって、各々異なる効果とリスクを持つ面がある。

## 金融政策の枠組みは収斂

日本と米国の金融政策の枠組みは、今や極めて良く似たものとなっている。

米国の中央銀行にあたる連邦準備制度理事会（FRB）は、今年の1月に、物価と雇用という政策目標について中長期的に達成すべき“Goal”を初めて具体的かつ公式に示した。同時に、金融政策を決定する連邦公開市場委員会（FOMC）のメンバーによる政策金利見通しの公表を開始した。これらの最大の狙いは、市場関係者や国民が将来の金融政策を予想しやすくすることにある。実際、バーナンキ議長は、物価や雇用の目標を達成するためには、FOMCメンバーによる見通しが示すとおり、2014年まで現在の超低金利政策を維持することが必要であるとの考え方を明確に示している。

一方、日本銀行は、今年2月、物価安定の中長期的な「目途」を新たに導入した。従来日本銀行は、金融政策決定会合のメンバーが物価安定を具体的にどう理解しているかを公表していたが、その意味合いに曖昧な面があった。今回導入された「目途」は、日本銀行が中長期的にその達成を目指すとの意思が込められたものと理解できる。さらに4月には、半期毎の経済見通しの改訂に際し、2013年度には物価上昇率が「目途」に達しないとの予想を示すことで、事実上、2014年度まで現在の超低金利政策を維持することを示唆することになった。

## 両者の背景は相違

しかしながら、日米両国の金融政策がこのような枠組

みを採用するに至った背景には大きな違いがある。

米国では、金融危機後の中央銀行の政策対応は——危機直後の緊急的な資金供給を除くと——大規模な資産買入れが中心であった。もっとも、昨年6月に終了した国債買入れ（いわゆるQE2）の場合は、商品価格（特に原油価格）の高騰を通じて米国民にむしろ悪影響を及ぼしたといった指摘に加えて、公的部門による過剰介入に批判的な共和党の攻撃材料とされる面もあった。

こうした政治的環境では、主要な政策課題である住宅市場の回復を図る上でも、FRBにとって、長期金利の低下により明確に狙いを定めた政策に転ずることは合理的であった。実際、昨年中盤の景気鈍化を踏まえてFRBが打ち出した政策は、短期債を売って長期債を買い入れる「ツイストオペ」であり、資金供給を避けながら長期金利の低下を促すことに主眼が置かれた。そして、冒頭に見た新たな枠組みも、超低金利政策の維持を約束することで、長めの金利を抑制する効果を持つわけである。

対照的に、日本では、日本銀行による積極的な資金供給を求める声が各方面から強まっていた。その背景には、物価下落を止めることが日本にとって重要な政策課題であるという理解がある。同時に、日本銀行の資金供給が相対的に少ないことが円高を招いているので、円高を止めるために積極的な資金供給が必要との指摘も強まっていた。円高が物価下落に関わる面も考えると、これらの批判は一体のものとみることができる。

こうした主張が強力な資金供給の実行を確実にする手段として提案したのがインフレ目標の採用であり、先に見たように、現在の日本銀行の金融政策の枠組みは——説明責任の点を除けば——イングランド銀行などが採用

しているインフレ目標にかなり近いものである。同時に、ドル円相場という点で円高の抑制を図る上では、米国と同様な金融政策の枠組みを導入し、同じく2014年まで超低金利政策を維持することの意味は小さくない。

### コミュニケーションの違いとその意味合い

日米の金融政策について、より広く指摘される違いはコミュニケーションの違いであろう。この点は、両総裁のキャラクターと重複して語られる面も強い。

FRBのバーナンキ議長については、「常にプロアクティブであり、実施する政策の効果について自信を持って説明する。また、FRBには有効な政策手段が残されており、金融経済情勢が悪化すればこれらを活用することを強調する」というイメージが共有されている。これに対し、日本銀行の白川総裁については、「常に慎重であり、実施する政策の副作用を強調する面が強い。また、日本銀行に残された政策手段が少ないことを示唆することが多く、金融経済情勢が悪化しても政策手段の活用を躊躇する懼れがある」という理解が強いように見える。

こうした理解が正しいかどうかは読者に判断していただくとして、ここではその意味合いを2つの異なる視点から考えることとしたい。

金融市場との関係でみれば、日本銀行に関する上記のような理解が定着することは、政策効果を発揮する上で明らかに望ましくない。客観的には、ともに名目ゼロ金利の下にある日米双方の中央銀行に残された政策手段が多くないことは否定できない。だからこそ、中央銀行が政策効果に対する市場の信託を維持することはより重要になる。この点は、先にみたように中央銀行が超低金利

政策を約束することの効果は、市場関係者が約束を信じることができるかどうかに係ることからも明らかであろう。市場は、政策の副作用を強調する中央銀行が、政策の遂行にブレーキをかけたり、十全な効果を発揮しない形で政策を転換したりするリスクを意識せざるを得ない。

もっとも、政府との関係でみれば、FRBに関する上記のような理解が定着すると、政府が必要な政策対応を急ぐインセンティブが薄れるリスクも指摘できる。日米両国は財政健全化という長期的な課題を共通に抱えるだけでなく、金融危機の震源地となった米国では、住宅や雇用に依然として深刻な問題を抱えている。これらの問題に、FRBは長期金利の抑制などで貢献しうる面もあるが、政策対応の主役は政府であり、FRBの金融政策はそれまでの「時間を買う」性格を有する。それでも、中央銀行が万能で、今後も様々な政策対応を柔軟に繰り出すと強調すれば、「時間を買う」間に政府が政策対応を急ぐ緊張感はむしろ低下してしまう。

日米双方の中央銀行にとって最良の選択は、「市場に優しく語りかけ、政府に必要なことを求める」というものである。果たして、そんな二重人格のようなことを求めるのは可能なのだろうか。それでも、政策金利の引き下げという通常の政策手段を失い、しかも、政府が様々な政策課題を抱える下での日米の中央銀行に求められているのは、こうしたナローパスなのである。

### Writer's Profile



**井上 哲也** Tetsuya Inoue

金融ITイノベーション研究部  
部長  
専門は金融市場、金融政策  
focus@nri.co.jp