

経済を読む眼

Fed の金融政策枠組みのレビュー^{*1}

2025 年 10 月 17 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

上席運用専門員 丸山泰斗

エコノミスト 岩井真子

要旨

1. Fed は金融政策の枠組みの指針である Statement on longer-run goals and monetary policy strategy を 5 年振りに書き換えた。2020 年当時は金利の有効下限制約を意識して柔軟な平均インフレ目標を導入したほか、雇用目標に包摂性を含め、雇用最大化からの shortfalls にのみ政策対応するとしていた。しかし、今や経済・物価ショックは上下どちらも起こり得るため、柔軟なインフレ目標に回帰し、雇用の包摂性への配慮を止め、雇用の shortfalls に対応するという表現も止めた。両方向のショックに迅速に対応する枠組みに変更した。
2. これ以外に、Fed は現在、公表物の再検討を含めたコミュニケーションの手段や方法の強化に向けた議論を続けている。
3. しかし、米政権や議会共和党の一部からの Fed への批判は現在も続いている。Fed がコロナ禍後のインフレに対応が遅れたとの批判だけでなく、QE（量的緩和）を財政の領域にまで拡張的に使い過ぎたとの批判や、経済政策が Fed 頼みになって財政政策を無責任にしてしまったとか、Fed が金融監督と金融政策を融合することで銀行破綻を招いたといった批判である。
4. これには他の議員や学者等から各々の論点に対して再批判がなされている。少なくとも、QE を実験的に実施して財政の領域を意図的に侵犯したのではなく、また銀行破綻発生の背景に金融監督と QE の相乗作用があるとしても、1 つの機関で両者を融合させたから生じたリスクではなかろう。
5. また、Fed が明示していない論点として、QE の包括的で透明性のあるレジームも構築すべきとの提言が外部から聞かれる。目的（市場機能の円滑化や経済の刺激）の明示、QE から QT（量的引き締め）へのシフトに伴うコストとベネフィットの提示、それを基に目的達成に向けて QE のサイズや構成をどう変え得るのか、QE の停止戦略等である。これは、本来行うことが望ましいうえ、政権や議会の一部の批判を弱めることにもなり得るので、検討に値しよう。

* 本稿の内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、JST の公式見解を示すものではない。

¹ 本稿は、2025 年 10 月 15 日現在のデータ・情報に基づいている。

1. はじめに～問題意識

Powell FRB 議長の退任を来年に控え、Fed が置かれている政治的な環境はかつてなく厳しく、立場も脆弱になってきている。

そうした中、8 月 22 日、Fed は金融政策をより良く運営するために、5 年に 1 回見直すこととされている、金融政策の枠組みの指針となる *Statement on longer-run goals and monetary policy strategy* を 2020 年以来 5 年振りに書き換えた。その趣旨は、2020 年の見直し時には、低成長・低インフレ下での金利の有効下限制約（Effective Lower Bound、以下 ELB）を強く意識した枠組みにしたが、その後米国経済がインフレ的になると、そうした状況を包含した対応としては不十分であることが明らかになったため、2025 年にはショックは上方・下方と全方位で来るとの認識に立って枠組みを見直すこととした、というものである。

しかし、Fed はこの枠組み見直しの全体像をまだ完了させていない。6 月の FOMC では、上記 *statement* が固まった後に金融政策のコミュニケーションのあり方の議論を続けることで合意していたが、9 月 FOMC の議事要旨では議論されている形跡がないので、まだ最終段階には至っていないとみられる。外部の識者からは、金融政策運営を改善することに加え、Fed の政治的な立場がこれまでになく弱まっているので、Fed を政治的な批判から守るためにもまだ改善できることがあるのではないかと、との意見（El-Erian [2025]²）も聞かれる。本稿は、こうした観点も踏まえ、Fed の金融政策の枠組みの見直しについて、改善できる余地があると指摘している提言を紹介する。

2. Fed の金融政策枠組みの変更の経緯

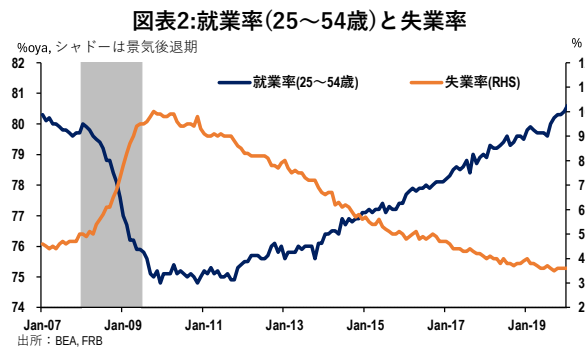
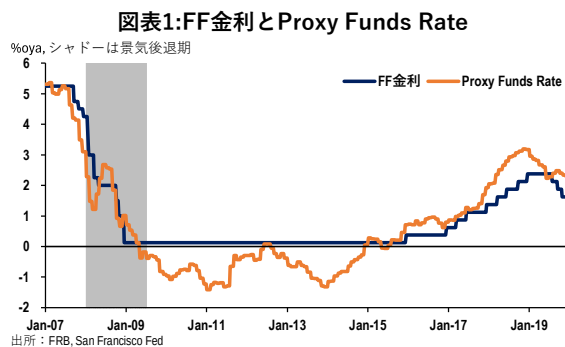
（1）2020 年の見直し

Fed は、世界金融危機（Global Financial Crisis、以下 GFC）後の低成長・低インフレ下で、金融政策の ELB を強く意識し、2020 年の政策枠組みの見直し時に、柔軟な平均インフレ目標（Flexible Average Inflation Targeting、以下 FAIT）を導入すると共に、雇用の *shortfall* についてのみ対応するという枠組みに変更した。

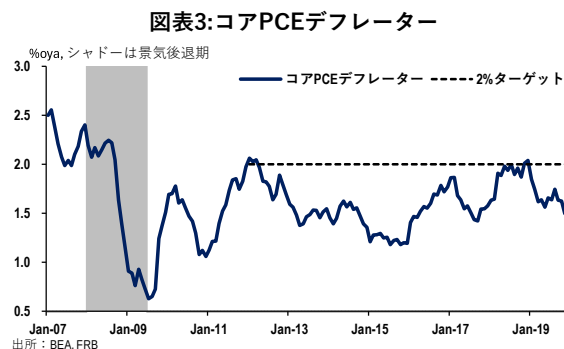
この時は、Fed には枠組みをこのような姿に変更する理屈があった。すなわち、まず、当時は潜在成長率が低下を続けているという認識があり、このため中立金利も低下していると考えられていた。したがって、FF 金利は、これ以上下げられないという ELB に直面し易いことが懸念されていた（図表 1）。更にはこれを打破するためもあって、政策枠組みを書き換えただけでなく、量的緩和政策（Quantitative Easing、以下 QE）も導入した。実際、QE の効果も FF 金利に換算した SF Fed の proxy FF rate をみると、この時期に金利は結果としてマイナスを付けていた期間が長い。

² El-Erian, M. (2025) “Powell’s last chance to protect the Fed を参照。

また、雇用は、GFC 以降の長い景気拡大によって改善を続け、失業率は歴史的な低水準となったが、働き盛りの層（25～54 歳）の就業率（Employment-population ratio）は GFC 後に大きく低下した後、GFC 前の水準まで時間をかけて戻っていった（図表 2）。Fed はこの雇用の回復によって特に低所得者の雇用が改善したことを評価し、「包摂的な」雇用最大化の責務という趣旨を含めることになった。しかも、雇用が長期にわたり改善していく過程でインフレが生じなかったことから、インフレ率が安定している限り、雇用の最大化を進めるという趣旨を込めて、金融政策は雇用の deviations ではなく、shortfall に対応するという表現に変わった。



最後に物価については、GFC 以降 2020 年にコロナ禍が来る前までの時期、コア PCE デフレーター前年比が殆どの期間で 2%を下回り続けた（図表 3）。Fed としてはこの点が最大の懸念であり、こうした状況下ではインフレ期待が 2%より下がるのが懸念された。このため、インフレ率が 2%以下の時期の後には、インフレ率が少し 2%を上回る時期を続けて埋め合わせ（makeup）を行い、通期で見れば平均して 2%のインフレ率になることを目指す、しかし物価水準目標のように定量的に厳密にインフレ率を平均 2%にもっていくのではないという趣旨の柔軟な平均インフレ目標を採用した。これは、物価水準目標（Price Level Targeting）や、Bernanke FRB 元議長が提唱した、同目標を現実的に一定期間にのみ適用する一時的な物価水準目標（Temporary Price Level Targeting）の構成要素を合わせたものであるが、現実に応用するにあたってより裁量的にしている。ただ、金利の ELB を懸念して入れた経緯からも明らかなように、インフレ率が 2%を大きく上回ったり、あるいは上回り続けた時にどうするかという点を全く考慮しておらず、市場に於いては、インフレ率の目標からの上振れのみを許容する、上方バイアスのある目標政策との受け止め方をされていた。



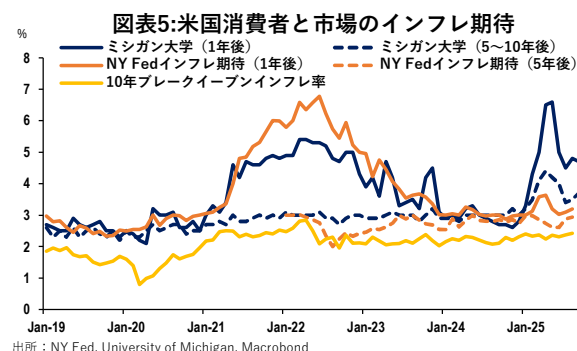
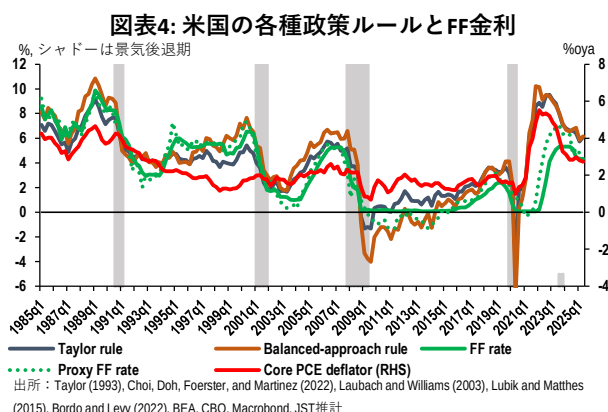
(2) 2025 年の見直し

しかし、コロナ禍以降、米国経済はサプライチェーンの混乱によって供給サイドが抑制されている一方、耐久消費財を中心に消費財需要が伸びたほか、ロシアのウクライナへの侵攻も始まって原油価格が急騰したことも重なって、1970 年代後半から 1980 年代初に次ぐ高いインフレになった。こうした動きが加速した背景の一つに、Fed が供給ショックは一過性のものであり、高インフレにはならないと誤って判断し、金融政策によって財政政策と同時に経済をふかし続けたことがある。しかしそれだけでなく、上述の FAIT というインフレと金利の下方リスクにばかり焦点を当てた枠組みがある程度のインフレを許容する仕組みになっていたことも関係している。また、金融政策の雇用への対応が **shortfall** だけを対象とするようになったことも、労働市場

の過熱には目をつぶるとも解釈できるため、金融引き締めへの着手が遅れる遠因になったと考えられる（図表 4）。更に、Fed が 2020 年に、労働市場が完全雇用でインフレ率 2% にあり、かつ近々 2% を少し上回る軌道に入るまで、名目金利を 0% に維持する、とのフォワードガイダンスを策定したことが、引き締めへの早期転換を阻んだ面がある。Fed が量的引き締め

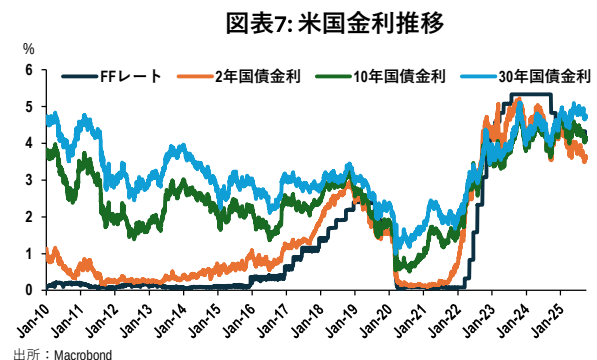
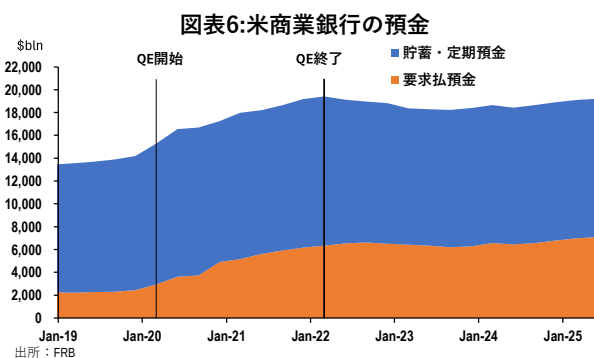
（Quantitative Tightening、以下 QT）政策について、利上げ止むなしとの判断になっても、フォワードガイダンスによって QE 縮小の秩序立った手順を決めていたために QT を機動的に使用できなかったことも、引き締めへの転換が遅くなる一因になった。

また、コロナ禍後に大インフレが来る前は、長期のインフレ期待は目標の 2% 近辺に落ち着いていた。このことによって、大インフレの発生に対して Fed が金融引き締めで対応したところ、比較的速やかにインフレが収束に向かうことに成功したとも言えよう。しかし、米国民が一旦久しぶりのインフレをみてしまった以上、次にインフレが来た場合にインフレ期待が 2% にアンカーされ続けるかには疑問が生じるようになった。そうした中で、現政権が高関税を世界中に賦課すると、家計の長期インフレ期待も、やはり急騰した（図表 5）。インフレ期待が今後もアンカーされ続けるかについて、Fed 関係者は、市場のインフレ期待も勘案すればアンカーされているようにみえるとして、インフレ期待の上昇に備える姿勢をみせなかったが、議事要旨をみると、実際にはまだ自信を持ててはいなかったようだ。これも、本年に入り、高関税と移民の抑制策によって、Fed がインフレ率に上方リスク、



雇用に下方リスクが生じるというアンビバレントな状況におかれた際、インフレは 1 回限りの物価押し上げ効果を持つに過ぎない、と自信を持って判断できない原因の一つになった。

さらに、Fed がコロナ禍に大規模な QE を行った際、国債をプライマリーディーラーからアウトライトで買い取ったので、これを売却した証券会社等が Fed から受け取った資金を銀行預金に入れることとなり、金利がほぼゼロの下で銀行の預金が急増した（図表 6）。しかも、金利がほぼゼロの下で、預金保険に保護されていない要求払い預金が急増することとなった。その後 Fed が利上げをすると共に QE を QT に切り替えても、銀行は企業との取引関係を意識したり、コスト削減意識もあって、金利が付く定期預金に切り替えようとはせず、要求払い預金が減らず、定期預金は増えないという（中央銀行への）流動性依存の状況が生じた³。そこへインフレの上昇への対応に出遅れた Fed が金利を急激に引き上げたため、長期金利が急騰し（図表 7）、2023 年 3 月に債券投資で多額の損失を被ったシリコンバレーバンクが預金の流出で破綻し、その後数ヶ月の間に複数の中堅銀行が破綻するという事態になった。これは、こうしたマクロ金融経済環境がもたらしたことであり、破綻した銀行のずさんな流動性管理に対する金融規制・監督の見落としという面もある。



Fed 自身はこうした点を 2020 年の政策枠組みの見直しが原因と認めている訳ではないが、しかし、コロナ禍の収束以降はインフレ・ショックも来るようになり、金利も ELB ばかり懸念している状況ではなくなった中で、Fed が高インフレに対してどう向かい合うかというコミュニケーションに問題が生じていたとの認識を示した⁴。また、2020 年の政策枠組みの策定を主導した元 FRB 議長の Bernanke (2022)⁵でさえ、FAIT と物価

³ この点を初めて指摘したのは、Acharya, V., Chauhan, R., Rajan, R. and S. Steffen, S. (2024) “Liquidity dependence and the waxing and waning of central bank balance sheets,” NBER Working Paper Series w3150 である。更にこれを日本に適用して同様の結論を得たうえで、日本の預金の QE に対するリアクションが米国よりも小さい理由にまで踏み込んで議論したのが、Ugai, H., and Osada, T. (2025) “Reversal of the BoJ’s balance sheet policy and liquidity dependence,” JER Discussion Paper Series (forthcoming)である。

⁴ Powell, J. (2025) “Monetary policy and the Fed’s framework review,” remarks at the economic symposium by the Federal Reserve Bank of Kansas City を参照。”

⁵ Bernanke, B. (2022) “21st century monetary policy,” *W. W. Norton & Company, Inc.* を参照。

水準目標との違いは、FAIT にはインフレ率が目標よりオーバーシュートした際に、その後意図的にインフレ率をアンダーシュートさせる意図が含まれておらず、これがインフレ率を平均的に押し上げてしまう傾向がある、とし、次の枠組みの見直しでは、インフレ率は目標よりも高くも低くもなり得る状況ということを念頭に置いた見直しが求められる、としていた。

こうした状況下、2025 年 8 月、Fed は、①米国経済の特徴として ELB を強調することを止め、経済の広範囲な条件に対して雇用最大化と物価の安定を促進する姿勢に変更、②低インフレを makeup する FAIT を止めて柔軟なインフレ目標（Flexible Inflation Targeting、以下 FIT）に戻すことで、物価を押し上げる方向へのショックが来る時に、未然にインフレを回避できるようにする、③雇用最大化からの shortfalls のみに言及することを止め、その代わりに「雇用は時に物価の安定へのリスクとならなくても最大雇用水準より高く走ることがあり得る」とし、物価の安定にとってリスクとならないなら雇用の過熱を許容する反面、リスクとなるなら、引き締めによってそれを未然に防ぐこともやり易くした、④雇用とインフレの目標達成が衝突する情勢であれば、両者の時間軸が異なることも視野に入れながら、バランスのとれた対応をとる姿勢、を明記することになった⁶（Statement on longer-run goals and monetary policy strategy の内容及び 2020 年版からの変化は図表 8）。

全体として、インフレ的なショックにもデフレ的なショックにも対称的に対応できる枠組みとすることで、今後インフレ圧力が高まるようなら、インフレの顕在化を未然に防ぐような政策対応をできるようにしたと解釈できる。

⁶ ここでは、Jefferson, P. (2025) “Monetary policy frameworks and the U.S. economic outlook,” remarks at the 4th International Monetary Policy Conference by the Bank of Finland に準拠した整理とした。彼は今回の変更点について解説しつつ、同時に Fed のこれまでの statement からの継続性も保ったことも強調している。

図表 8：FOMC 長期目標と金融政策戦略に関する声明文（修正部分比較）

Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy

Adopted effective January 24, 2012; as amended effective ~~August 27, 2020~~ August 22, 2025

The Federal Open Market Committee (FOMC) is firmly committed to fulfilling its statutory mandate from ~~the~~ Congress of promoting maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates. The Committee seeks to explain its monetary policy decisions to the public as clearly as possible. Such clarity facilitates well-informed decisionmaking by households and businesses, reduces economic and financial uncertainty, increases the effectiveness of monetary policy, and enhances transparency and accountability, which are essential in a democratic society.

The Committee's monetary policy strategy is designed to promote maximum employment and stable prices across a broad range of economic conditions. Employment, inflation, and long-term interest rates fluctuate over time in response to economic and financial disturbances. Monetary policy plays an important role in stabilizing the economy in response to these disturbances. The Committee's primary means of adjusting the stance of monetary policy is through changes in the target range for the federal funds rate. ~~The Committee judges that the level of the federal funds rate consistent with maximum employment and price stability over the longer run has declined relative to its historical average. Therefore, the federal funds rate is likely to be constrained by its effective lower bound more frequently than in the past. Owing in part to the proximity of interest rates to the effective lower bound, the Committee judges that downward risks to employment and inflation have increased.~~ The Committee is prepared to use its full range of tools to achieve its maximum employment and price stability goals. particularly if the federal funds rate is constrained by its effective lower bound.

Durably achieving maximum employment fosters broad-based economic opportunities and benefits for all Americans. The Committee views maximum employment as the highest level of employment that can be achieved on a

sustained basis in a context of price stability. The maximum level of employment ~~is a broad-based and inclusive goal that is~~ not directly measurable and changes over time owing largely to nonmonetary factors that affect the structure and dynamics of the labor market. Consequently, it would not be appropriate to specify a fixed goal for employment; rather, the Committee's policy decisions must be informed by assessments of the ~~shortfalls of employment from its maximum level,~~ maximum level of employment, recognizing that such assessments are necessarily uncertain and subject to revision. The Committee considers a wide range of indicators in making these assessments.

Price stability is essential for a sound and stable economy and supports the well-being of all Americans. The inflation rate over the longer run is primarily determined by monetary policy, and hence the Committee ~~has the ability to~~ can specify a longer-run goal for inflation. The Committee reaffirms its judgment that inflation at the rate of 2 percent, 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 maximum employment and price stability mandate. The Committee judges that longer-term inflation expectations that are well anchored at 2 percent foster price stability and moderate long-term interest rates and enhance the Committee's ability to promote maximum employment in the face of significant economic disturbances. ~~In order to anchor longer-term inflation expectations at this level, the Committee seeks to achieve inflation that averages 2 percent over time, and therefore judges that, following periods when inflation has been running persistently below 2 percent, appropriate monetary policy will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time.~~ The Committee is prepared to act forcefully to ensure that longer-term inflation expectations remain well anchored.

Monetary policy actions tend to influence economic activity, employment, and prices with a lag. ~~In setting monetary policy, the Committee seeks over time to mitigate shortfalls of employment from the Committee's assessment of its maximum level and deviations of inflation from its longer-run goal.~~ Moreover, sustainably achieving maximum employment and price stability depends on a stable financial system. Therefore, the Committee's policy decisions reflect its longer-run goals, its medium-term outlook, and its assessments of the balance of risks, including risks to the financial system that could impede the attainment of the Committee's goals.

The Committee's employment and inflation objectives are generally complementary. However, ~~under circumstances in which~~ if the Committee judges that the objectives are not

complementary, it ~~takes into account the employment shortfalls and inflation deviations~~ follows a balanced approach in promoting them, taking into account the extent of departures from its goals and the potentially different time horizons over which employment and inflation are projected to return to levels judged consistent with its mandate. The Committee recognizes that employment may at times run above real-time assessments of maximum employment without necessarily creating risks to price stability.

The Committee intends to review these principles and to make adjustments as appropriate at its annual organizational meeting each January, and to undertake roughly every 5 years a thorough public review of its monetary policy strategy, tools, and communication practices.

出所：FRB

3. 政権・議会からの批判

しかし、現米政権や議会共和党の一部からの Fed に対する批判は現在も止まず、Fed を改革すべきとの声が聞かれる。前述のように、①Fed がインフレに対して対応が遅れたことへの批判は根強い。しかしそれだけでなく、②実験的に行った QE を使い過ぎて目的から外れた目的にまで拡大したのではないかと、③金融政策と財政政策の境界の垣根を曖昧にして Fed の役割を拡大した⁷、④経済政策が全て Fed 頼みになって ("only game in town")、財政政策を無責任にしてしまった、⑤Dodd-Frank Act 制定以降に Fed の銀行規制権限が大幅に拡大するようになったのに 2023 年春の Silicon Valley Bank をはじめとする一連の中堅銀行の破綻を防げなかったように、金融監督と金融政策を融合することは危険なのではないか、といった批判が聞かれる⁸。Fed がこうした

⁷ これに関連して、共和党の一部からは、Fed が準備預金に対して利払いを行っていることで米銀を利しているとして、Fed からこうした利払いの権限を除くことを立法しようとする試みも出てきている。

⁸ Bessent 財務長官は、WSJ に "The Fed's 'Gains of Function' Monetary Policy" (9月5日) を寄稿し、上記に加えて、Fed が財政政策が行うべき領域に踏み込んだために、金融政策が財政政策に必要な資金調達ニーズを賄うという認識が広がったとか、他の資産価格を押し上げて持てる者と持たざる者の不公平性を拡大したこと等も併せて指摘している。彼は、以上より Fed の信認や政治的正当性が損なわれることでその独立性が危機に晒されているとして、独立性を維持するために、Fed から銀行規制の権限を取り上げ、QE の使用を政府と連携しながら緊急事態に限定すること、第3者によって Fed の金融政策、規制、コミュニケーション、人員配置、調査機能に関するレビューを行うこと等を求めている。これに対し、Krugman, P. が "Scott Bessent, Sleazy Smearer" を執筆し、米国経済の見方自体を強烈に反論し、一種の陰謀論になっているとか、Fed の信認を脅かしているのは現政権であると批判しているほか、メディアからもこの論点は直接米大統領に当てはまる批判 (Arends, B.) とか、大きなピクチャーを描けていない (Levin, J) 等、多くの批判が出ている。

行動を通じて自ら独立性の基礎となる信認を危険に晒している、との見方である。

こうした批判に対しては、まず①インフレへの対応の遅れについては前述の政策枠組みの指針の見直しによって対応していると考えることが可能である。それ以外の批判に対しては、上記の一部議員以外の議員や学者等多くの識者から、②GFC以降、米国経済のパフォーマンスが悪化した状況に対して Fed は自分の責務を果たしたに過ぎないとか、③金利が ELB に直面して利下げに限界が生じ、一方で GFC 以降に機動的な財政政策をとれなかった状況では、Fed が QE という財政政策との境界にある手段も用いて奮闘せざるを得なかった、④経済政策が全て Fed 任せになったことの責任は Fed にはない、⑤更には銀行規制について、例えば補完的レバレッジ比率（以下、SLR）が QE によって銀行預金が増した結果として貸出に制約的に働いたことに対し、Fed はコロナ禍で一旦緩和したほか、現在はレポ市場の金利の不規則な変動を防ぐために SLR 規制の見直しに乗り出すといった対応を行っている、といった再反論が聞かれている。

置かれている立場によって様々な意見が聞かれる訳であるが、Fed に対する批判の中には誤解も多く含まれていると考えられる。少なくとも、Fed が QE を実験的に実施して財政の領域を意図的に侵犯しようとした訳ではなく、QE の効果には不確実性がつきまとうとは言え、その時々金融経済情勢に対して必要と判断して実施したことは確かであろう。また、ELB 制約下でインフレ率を目標まで迅速に引き上げることが重要なのであれば、一時的であれば、QE によって財政政策との境界に踏み出すことも止むを得ない面があったとも言えよう。したがって、QE の役割を故意に拡大させ多用することによって、金融政策の独立性の基礎となる信認を自ら損なったという評価は妥当でないと思われる。更には、銀行破綻を防げなかった背景に金融監督と QE 政策の相乗作用が前章で述べたようにあるのかもしれないが、両者を一つの機関で融合したから生じたリスクではないので、金融規制の役割を Fed から剥がすべきと結論付けることにも飛躍があるだろう。ただ、Fed が QE をどのような目的でどう使用するかについて裏付けを伴う形で明確に提示できなかったことが、誤解を招いた面はあるのかもしれない。

4. Fed として考えられる更なる見直しの余地

Fed は、現在、金融政策運営を向上させるために政策枠組みの見直しの最終段階にさしかかっている。これまでに決定された statement の見直し以外にも、見直せる領域は残されている。1 つめは、既に Fed 内で議論中のもので、コミュニケーションの見直しによって、金融緩和・引き締めを速やかに効かせるようにするとともに、金融政策に対する誤解も防ぐことである。あと 2 つは、上述のように実際に生じた問題点や外部からの批判も念頭に置くと、政策手段である QE や QT のガイダンスを作成して財政の領域に故意に侵入しているとの誤解や批判を防ぐと共に意図せざる副作用も軽減する

ことや、補完的レバレッジ比率規制をはじめとする金融規制の有効な見直し、であろう。Bernanke FRB 元議長はコミュニケーションについて、G30⁹、更には FRB の OB である English and Sack (2024)や Kohn (2025)¹⁰が、コミュニケーション以外にこれまで実施してきた政策の教訓として、QE についても直接的な提言を行っている。こうした見直しが行われれば、金融政策の適切な運営に資するとともに、上述のような政治的な批判に対しての防波堤にもなり得るであろう。このうち、銀行規制については G30 も SLR 改革を唱えると共に FOMC が FRB の金融システム部署と定期的な議論を行うべきとしているが、現在 Bowman FRB 副議長を中心に SLR を見直している最中なので¹¹、以下では銀行規制関連以外の 2 点について説明する。

(1) コミュニケーションの見直し

金融政策の目的と実行に関する円滑なコミュニケーションは、金融政策の効果の政策反応関数への理解が広まることによって、金融政策と広範な金融環境のリンクを強め、効果の波及を早めるメリットがあるほか、透明性の拡大や、アカウントビリティの強化につながる。

FOMC でも 6 月 17~18 日の会合において、そのための見直しが議論されており、経済見通し（以下、SEP）の改良や、経済に関する代替シナリオの提示が話し合われていた。

この議論の背景には、Fed の金融政策枠組みの見直しのために 5 月に開催された Thomas Laubach Research Conference において、Bernanke FRB 元議長が行った提案と、それに対する English FRB 元金融政策局長（現イエール大学教授）の意見がある¹²。若

⁹ 経済および金融問題の理解を深め、公的および民間部門で行われた決定の結果を調査することを目的とした国際的な金融機関および学者の団体。中央銀行の元総裁や元副総裁、学者等が多く参加している。本稿で言及した G30 の提言については、“The Federal Reserve Monetary Policy Framework Review”を参照されたい。

¹⁰ English, W., and B. Sack (2024) “Challenges Around the Fed’s Monetary Policy Framework and Its Implication,” Brookings Papers on Economic Activity 及び Kohn, D. (2025) “Fed should be sure to include monetary policy tools in forthcoming framework review,” commentary at Brookings Institution を参照されたい。なお、彼ら及び上述の G30 は、政策手段のうちフォワードガイダンスの使用方法についても、今回の教訓を活かして見直すよう求めており、フォワードガイダンスは有益な政策手段ではあるが、金融政策に対する制約を厳しくし過ぎず、経済情勢に関する条件付きにしてある程度の柔軟性を確保するべきとしている。有用な提言であるが、本稿のメインパートでは省略する。

¹¹ FRB は G-SIB だけを対象とするより厳格な eSLR について、最低要件を引き下げる案をパブリックコメントにかけている。これに対し、G30 は QE によって預金が増加することで SLR が厳しくなることを防ぐ観点から、市場参加者の期待と同様、分母から準備預金を除くことを提唱している。しかし、金融危機はリスク評価の誤りによって引き起こされ易いとして、現在のようにリスクの本当の把握が難しい時代にはリスクに感応的でない eSLR を緩めるべきではない（例えば、Johnson, S., and C. Klemmer (2025) “The Federal Reserve’s other problem,” Project Syndicate）とする考え方まである。本稿では、これ以上は立ち入らない。

¹² 詳細は、Second Thomas Laubach Research Conference における Bernanke, B. (2025) “Improving Fed communications: A proposal,” Hutchins Center Working Paper #102 及び同 presentation と、English B. (2025) “Discussion of ‘Improving Fed Communication: A Proposal’ by Ben Bernanke,” presentation を参照されたい。

干紹介すると、まず Bernanke 元議長は、現在 FOMC が公表している SEP は、提示されている経済指標や金利ドツツの背景にある考え方が紐付けされた形で提示されていない点で、他の中央銀行が Monetary Policy Report で提示している内容に劣っている、としている。更には、米国経済の先行きについて、経済に不確実性が高い以上、標準シナリオ以外に代替シナリオも提示すべき、としている。具体的には、FOMC が新たに用意すべき文書として

Economic Review を提案し、現在の金融経済情勢についての情報、予測、特定のトピックスについてのボックス、代替シナリオを含めるべきとしている（構成は図表 9）。また、SEP を維持する場合にはその改善も併せて求めた。

図表9：Bernanke元FRB議長 FOMC公表物見直し案

Economic Review（案）	
1. 国内経済動向と見通し	4. 金融動向と金融政策見通し
- スタッフ見通しの主な背景	- 金融政策判断の説明
- 長期見通し	- ボックス：トピックス
2. 労働市場見通し	5. リスク、不確実性、代替シナリオ
- ボックス：トピックス	- 代替シナリオ1：
3. 物価見通し	（例）緩やかな景気後退
- ボックス：トピックス	- 代替シナリオ2：
	（例）インフレ期待の低下
	6. 経済予測精度の点検

出所：Bernanke (2025)

G30 もこれとほぼ同様の問題意識から他中銀が実際にどのような Monetary Policy report を作成しているかを紹介しつつ、SEP の問題点を指摘している。また代替シナリオを提示して議論する慣行も他中銀に広がりつつある。例えば、ECB が為替相場が異なる推移となる場合のセンチビティ分析を示しているほか、スウェーデンの Riksbank も両サイドのシナリオ分析を導入し、日銀も展望レポートでリスク分析とそれを踏まえた金融政策運営方針を提示、更には BoE も Bernanke から同様の提案を受けて検討中である（図表 10）。

図表10：主要国の中央銀行のMonetary Policy Report

ECB（ユーロ圏） - Macroeconomic projections
市場の金利予想に基づくスタッフ予測。
異なる為替変動シナリオを設定し感応度分析を実施
BoE（英国） - Monetary Policy Reports
市場の金利予想に基づく政策委員会の見通しを提示。
Bernanke元FRB議長の提言を受け、異なる金利パスを前提とした代替シナリオの提示を検討中
Riksbank（スウェーデン） - Monetary Policy Reports and Updates
アップサイド・ダウンサイド両方向の代替シナリオと、それに応じた政策金利パスの推計を公表
日銀（日本） - 経済・物価情勢の展望（展望レポート）
経済・物価見通しのリスク要因を分析しリスクバランスを評価。
これらと金融面のリスクを踏まえた金融政策運営方針を示す

出所：Group of thirty (2025)、Bernanke (2024)、各中銀資料、JST

これに対して English は、Bernanke の提案には①SEP と Economic Review の両立は混乱を生むので良くない、②多くの不確実性は既に SEP に取り入れられているほか、スタッフの作成したシナリオは FOMC 参加者の政策反応関数につながらないので、代替シナリオの提示でコミュニケーションを改善できるとは限らない、③スタッフが作成した代替シナリオの具体的で詳細な想定を示すことは、例えば金融危機の到来等、実際の経済や更には政治的なリスクをもたらしかねないほか、フォワードガイダンスと整合的でないシナリオを示せばガイダンスの有効性が低下し得るし、提示するシナリ

オによっては Fed をその責務の対象外の政策論争にまで巻き込みかねない、と反論。その上で、対案として、第1段階は、SEPについて参加者の想定や、中央値の背景に関する文書を用意し、必要な特定のトピックについてボックスの作成も考える、第2段階は、必要であれば、Tealbook（昔の Greenbook で、スタッフが作成した経済見通しやその他リスク点検等が記載されている）から、スタッフの見方と明記して代替シナリオを提示し、FOMC 参加者の懸念事項を反映するものと位置付けることも考える、但しこれは不確実性が高い場合とか、特に有益と判断される時にのみ限定的に使用すべき、とした（図表 11）。

6 月 FOMC では、参加者は SEP の見直しや代替シナリオについて議論し、FOMC のコミュニケーション手法の変更は慎重に行うべきであるほか、参加者の広い支持が必要であ

図表11：English元FRB金融政策局長による提案

① SEPの改善

- 各FOMC参加者見通しの背景についての情報や、見通し中央値と見通しのばらつきを説明する資料を作成する
- 重要な要素についてはボックスを設けて補足説明することを検討

②（必要であれば）スタッフによる代替シナリオの提示

- Tealbook（過去のGreenbook）で、スタッフ見通しとしてFOMC参加者の問題意識を反映するSEP中央値を取り巻く代替シナリオを提示
- 不確実性が特に高い時やリスク管理が重要な時など、必要な場合のみ提示

③ 資料はFOMC参加者の承認を得て公表する

出所：English（2025）

る、としていた。これは、どちらかと言えば English 案に近いものが意識されているように見えるが、現時点ではこれ以上の情報は公に出されていない。

（２）資産購入政策を今後使用する際の枠組み

Fed の QE に伴う資産購入が、中央銀行が実験的な政策を拡大し、財政政策の領域に踏み込んだとして、政権や一部共和党議員から最も批判を受けている領域である。この点について、G30 は、Fed の QE に関し、今後の QE の使用を禁止するというのではなく、QE や QT の包括的なレジームが本来的に必要という考え方に沿った提言を行っている。すなわち、それらの目的を明確化し、それに沿った行動をとることを明確化し、コスト・ベネフィットの比較によって、QE をいつ、どの程度利用するのが適当なのか、どのように管理し縮小させるのが適当かを評価する、等の包括的で透明性のあ

る枠組みを設けるべきと提言している。

G30 によれば、具体的には、Fed は、コロナ禍における QE の導入に際し、当初は市場の円滑な機能の発揮と、ELB において金利がゼロになった際の追加的な金融面の刺激という 2 つの目的に沿って使われていたが、その際、それぞれの目的が達成に近付くにつれて資産購入プログラムがどう変化していくのかが明確ではなかった、としている。更に、市場機能が戻ってくるのに伴い、徐々に金融面の刺激を目的とした QE に

シフトしていったが、このこと自体が 2020 年に幾つかの FOMC を経て徐々にしか明らかにならなかった、と指摘している。しかも、Fed は 2021 年も QE を続けるにあたり、QE の更なる拡大や停止と QT へのシフトに伴うコスト（第 2 章（2）の議論に加え、Fed の被る潜在的な損失の評価等も含む）とベネフィットを考えるとという発想が必要であった、とする。この点、BoE はトラス・ショックが生じたときに大規模な資産購入に踏み切った際、何を具体的に行おうと準備したのか、資産購入の目的の明示、金融政策の過去の QE とはどこが異なるのか、を明らかにしている点で対応が異なっている、としている（図表 12）。また、日銀も、多角的レビュー¹³において QE の効果のみならず副作用も明らかにし、QE の今後の使用はコストとベネフィットを比較考量するとして、慎重な姿勢を滲ませている。G30 は、Fed に対し、QE と QT についてそのコストとベネフィットの系統だった評価を含む包括的な枠組みを開発するよう提言している。

図表12：BoEの目的別資産買い入れ

	目的と ガバナンス	買い入れ期間、 出口戦略	買い入れ対象	買い入れ価格
QE (金融政策購入) (2009年3月 ～2021年12月)	- 金融環境の緩和と物価目標達成が目的 - 金融政策委員会の投票で買い入れ規模目標を決定、執行部が実施	- 設定した買い入れ規模に達するまで購入 - QT（償還・売却）プログラムは金融政策委員会の投票で決定	幅広い資産が対象（国債や社債など）	買い入れ規模目標を達成する価格で購入
金融 安定化購入 (2022年10月 ～2023年1月)	- LDI*を発端とする資産価格下落リスクの低減 - 金融安定政策委員会が金融政策委員会に勧告、執行部が実施	- 一時的措置。金融環境の安定化に必要な期間のみ実施 - 購入資産はタイムリーかつ秩序立てて売却	特に不安定化している資産を購入（長期国債とインフレ連動債）	市場の価格形成を妨げないよう市場価格より安値で購入

注：LDI*：Liability-driven investmentの略。 出所：Group of thirty (2025), BoE

FOMC では、この点が深く議論された形跡はみられない。そればかりか、Powell FRB 議長は最近、FOMC の声明文は QE の目的である金融市場の円滑化と金融面からの経済刺激についてリアルタイムで明確であったとし、経済動向の進展につれて両者の重要性の比重が変わっていったものの、両者の間に利害の衝突は無いし、そもそも大きな違いは無かったと反論している¹⁴。したがって、すぐにこうした提言を採り入れる可能性は低そうである。しかし、今後、少なくとも QE や QT の発動に関する曖昧さを減殺すると共に、コスト・ベネフィットに応じてその発動を考えていくという姿勢を打ち出せるかは、重要な検討ポイントであろう。

¹³ 日本銀行（2024）「金融政策の多角的レビュー」を参照。

¹⁴ Powell, J. (2025) “Understanding the Fed’s Balance Sheet,” remarks at the 67th Annual Meeting of the National Association for Business Economics を参照。

5. おわりにかえて

Fed は今、5 年に 1 回の政策枠組みの見直しの終盤戦に入っている。世界の経済情勢は 5 年も経てば大きく変わり得るので、こうした見直しは重要だろう。本稿では、Fed の現在の見直し状況を点検し、コミュニケーションや資産購入政策に関し、今後期待される論点を併せて紹介した。

中央銀行の独立性と民主主義の間には、常に緊張関係がある。そして両者の間には中央銀行側に説明責任、政府や議会側には任命権がある（とは言っても任期を設け、政府や議会がその時々利害に基づいて思いのままにすることを避ける工夫が加えられているが）。したがって、中央銀行側は説明責任の一環として、コミュニケーションを工夫したり、任命権を持つ側に対して誤解を解いたり、あるいは不満を抱かせていることについて耳を傾け、言う通りにする必要はないにせよ、不満の源に対して中央銀行として最適と考える処方箋を提示することも、検討する余地があると思われる。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年のFinancial Stability Board発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月までJPモルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

丸山泰斗

損害保険ジャパンにおいて、債券ポートフォリオの運用やアセットアロケーション業務を経験。その後、ニッセイアセットマネジメントに在籍し、チーフ・ポートフォリオ・マネジャーとして債券のアクティブファンド等の運用を担当した。2022年11月より現職。債券・為替投資業務を行う債券ユニットの総括に加え、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくはURL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容はJSTの管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。