

分析レポート

国内経済金融

「中長期的な物価安定の目途」と今後の金融政策運営

南 武志

はじめに

2012年2月13～14日に開催された日本銀行・金融政策決定会合では、約10兆円の資産買入基金増額の決定とともに、「中長期的な物価安定の目途(以下、「目途」)」が公表され、当面は1%の消費者物価(全国総合、以下CPI)上昇率の達成を目指した政策運営を行うことを明確にした。デフレ阻止に向けて積極果敢に動いてきた他の先進国・地域の中央銀行と比較すると、これまでの緩和努力は不十分と評価する意見が根強かったが、今回の「目途」の明示と今後想定される追加緩和策への期待から、金融資本市場の反応は「円安・株高」となった。以上の動きは、金融緩和政策の発動が円高圧力の緩和に資することを再確認させたといえるだろう(図表1)。

「目途」の公表とインフレ目標政策

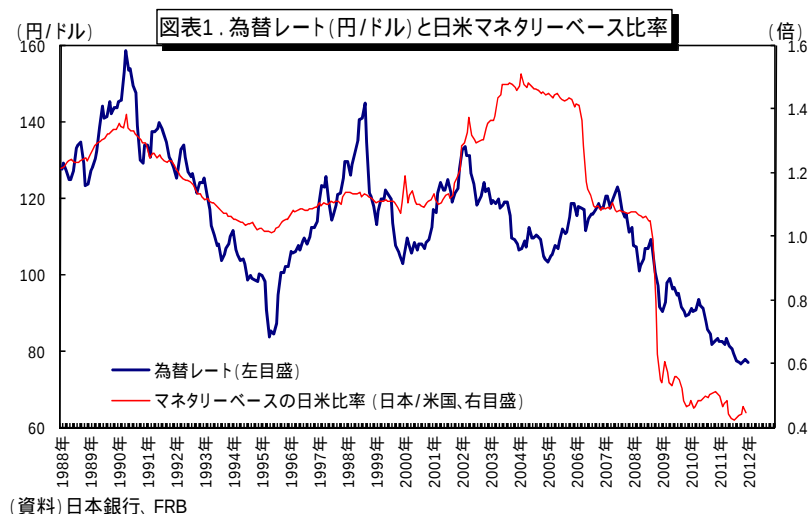
06年3月の量的緩和政策解除に伴い、新たな政策運営の枠組みを提示した。この中で、日銀は政策委員が望ましいと考えるCPI上昇率を「中長期的な物価安定の理解(以下、「理解」)」として発表、それを基に政策運営を行うこととしてきた。しかし、この枠組みに対して、日銀が「理解」達成に向けてどう関与する

のかが不明瞭との批判があった。実際、CPIの趨勢は依然として下落傾向にある(図表2)。折しも米FRBが「より長期的な物価安定のgoalは2%(個人消費支出(PCE)デフレーター・ベース)」と明確化したこともあり、日銀の政策運営の枠組みの再検討を求める意見が急浮上した。

また、「理解」が個々の政策委員の判断の単なる集計値だったのに対し、「目途」は政策委員会としての判断という位置づけとなった。なお、白川日銀総裁は、「目途」というのは、targetというニュアンスというよりも、米FRBが用いたgoalに相当する、と説明している。とはいえ、これまでの説明を聞く限り、インフレ目標政策にかなり接近した政策運営の枠組みであると思われる。

インフレ目標政策の理論的枠組み

経済発展段階を問わず、世界の多くの国々でインフレ目標政策(もしくはそれに類似する政策)が採用されたのはなぜ



であろうか^(注1)。

基本的に、インフレ目標政策とは、中央銀行がある一定の期間内に目標とする物価上昇率（インフレ率）を達成することをコミット（公約）する、中央銀行はそのコミットメントを達成するために金融政策を行う、というものである。このような金融政策の運営手法が有効であるという考え方が出てきた背景には、現代マクロ経済学の発展に伴って、時間非整合性（動学的不整合性）などに関する議論の成果が金融政策論に盛り込まれてきたからである。

一般的に、中央銀行の使命として「物価の安定（もしくは通貨価値の維持）」が課せられるが、同時に「安定的な経済成長」や「雇用の最大化」も求められているケースが多い。中央銀行は、短期的なフィリップス曲線が右下がりであることを前提に、あらかじめインフレ率をある水準に誘導するというコミットするものとする。中央銀行に十分な信認があれば、人々が形成する予想インフレ率はその目標値に一致するはずである。一方で、中央銀行は人々が形成した予想インフレ率よりもやや高めのインフレ率に誘導することによって失業率を下げる事が可能である。つまり、当初にコミットメントしたインフレ目標値を事後的に修正したほうが、社会的に望ましい結果が得られることになる。

しかし、金融政策は一回限りのゲームではなく、何度となく繰り返されるものである。人々は中央銀行のそうした企みをい

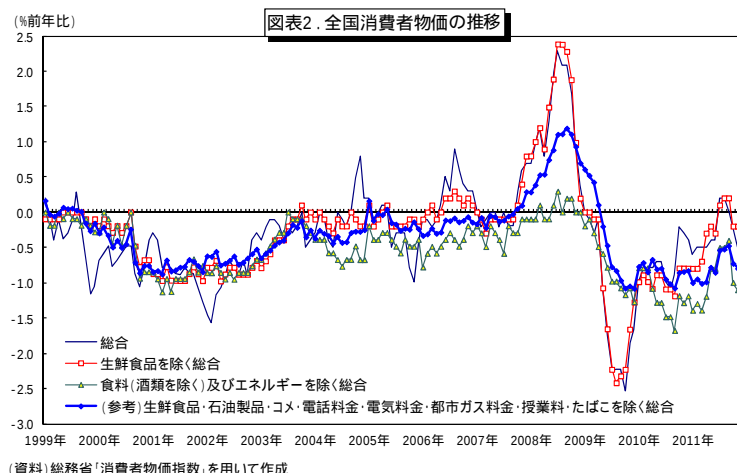
ずれ悟り、予想インフレ率は現実化しないことが判明すれば、あらかじめそれを見込んだ上での行動を行うことになり、その結果失業率は低下することはない。これが繰り返されれば、予想インフレ率だけが上昇して失業率は低下しなくなる。これが時間非整合性に伴うインフレ・バイアスの問題である。

このようなインフレ・バイアスを解消するために、いくつかの解決策が考えられてきたが、その中で最も有効と考えられているのが、中央銀行の裁量的な政策運営に制約を与え、かつ適度なインフレ状態に誘導することに対して強くコミットメントすることである。これが洗練されてインフレ目標政策へと発展したのである。中央銀行の役割を物価の安定に限定するとともに、目標とするインフレ率とインフレ予測値を明示し、自らの政策決定過程の透明性を高めることにより、裁量性が政策運営に混入するのを防ぐのである。

（注1）詳細は南（2006）を参照。

不可欠な中央銀行への信認

もちろん、中央銀行がインフレ目標を実現するだけの手段を保有していること



が、この政策の導入の前提であることは言うまでもない。実現する手段がなければ、人々が中央銀行を信認することはないということ言うまでもないだろう。また、中央銀行があらかじめ行ったコミットメントを守らせるための施策も必要であろう。

つまり、インフレ目標政策が成功を収めるためには、中央銀行が物価に対して制御可能性を持っていること、掲げられたインフレ目標に対して、中央銀行がその実現に向けた努力を示し、その努力が成果をもたらすこと、が必要である。中央銀行がインフレ目標政策を導入し、それに向けて努力しても、それが成果を出さなければ人々は中央銀行を信認できず、インフレ目標政策は成功しないのである。

「制約付き裁量」の枠組み

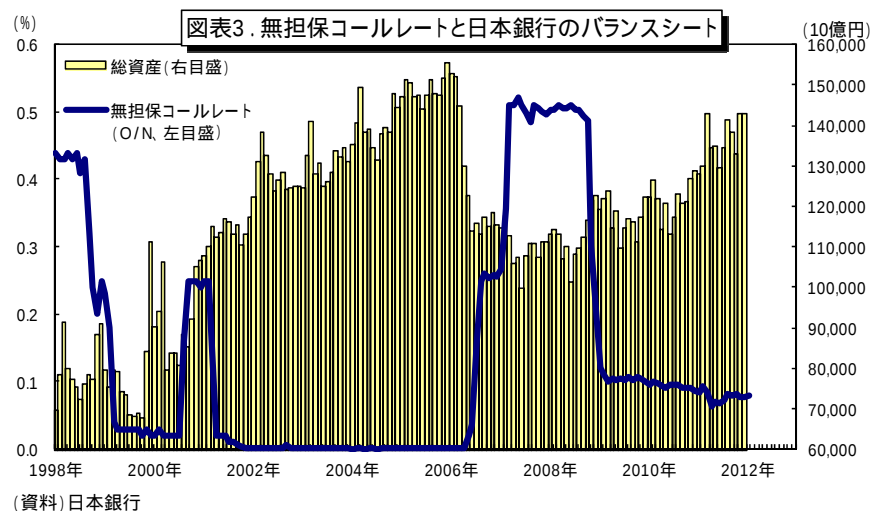
一方、インフレ目標政策は、厳格なインフレ目標を何が何でも達成しなくてはならないルールに完全に縛られたものとしてではなく、実際には柔軟性を兼ね備えた緩やかな政策の枠組みとして運営されていると評価されている。よく誤解されるが、一定の物価上昇率と関係づけて機械的に金融政策を運営することではない点に注意する必要がある。

中央銀行は中長期的な物価の安定を最優先目標として政策運営をするように

求められているが、予期せぬ外的なショックが発生した場合、中央銀行はそれに対する対応も必要に応じてとらねばならない。この場合、一時的にインフレ目標政策から乖離することを可能にするような弾力性確保が必要である。インフレ目標政策を採用している国々の例では、あらかじめ弾力条項を盛り込んであるケースや、公開書簡などを通じて中央銀行がきちんと説明するなどというケースが多い。

残された課題と今後の対応

今回の措置は厳密な意味でインフレ目標政策ではないが、「1%の物価上昇を目指す」という決意表明は、デフレと闘わなければならない中央銀行として、遅まきながら一歩前進できたと言えるだろう。バーナンキ FRB 議長を始めとする世界のほとんどのセントラルバンカーは、長期的なインフレ率は主に金融政策によって達成されるとの認識の下で、政策運営に当たっている。一方、日銀は金融政策ではデフレ脱却が困難と、半ばデフレを許容するかのような政策スタンスを続け、それによって国民全体にデフレ予想が根



付いてしまった。今後の政策展開によって緩やかなインフレ予想に転換させ、負のスパイラルからの脱出を早期実現させることが求められている。そういう意味で、今後とも日銀のバランスシートは膨張し続ける可能性が高いだろう(図表3)。

また、これまで日銀は世界で最も先進的な政策運営をしてきたフロント・ランナーであると自負し続けてきたが、今回の決定は、結局のところ「後を追いかけてきた」FRBの政策運営の枠組みを見習った形になる。なお、白川総裁は、時間軸政策だけを見れば、出口の時期を示すFRBよりも、CPI上昇率に明確に結び付けた日銀の方が強力で優れているとしている。しかし、よくよく考えてみると、物価安定の確保といった中央銀行としての最も重視されるパフォーマンスが全く違っている。デフレ国の金融政策がより強力なものになるのは当然のことであり、特段自慢すべきことではない。セントラルバンカーは結果が求められるのであり、その達成に向けて粛々と行動する謙虚さが必要である。

最後に、1%という物価上昇率をどう評価するか、という課題も残る。「理解」の公表時、「わが国の場合、もともと、海外主要国に比べて過去数十年の平均的な物価上昇率が低いほか、90年代以降長期間にわたって低い物価上昇率を経験してきた。このため、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は低くなっており、そうした低い物価上昇率を前提として経済活動にかかる意思決定が行われている可能性がある」とした。しかし、70年代前半の変動相場制移行後、ほぼ一貫して為替レートが円高傾向をたどり、それが物価上昇率を抑制してきたこと、

さらに90年代以降のデフレーション、デフレの原因は日銀にも責任の一端があることを踏まえれば、1%が適切かどうかに関しては議論が分かれるところであろう。

参考文献

南武志(2006)「デフレ脱却後のわが国金融政策のあり方」、農林金融9月号