

デフレ脱却後のわが国金融政策のあり方

〔要 旨〕

- 1 日本銀行の量的緩和政策解除以降の政策運営は、日銀独自の経済・物価判断と見通しを基に、現実の動きがそれに沿った動きをしているかどうかを検証しながら、インフレなき持続的成長を目指すというフォワード・ルッキング的な手法も取り入れて進められている。その一方、量的緩和政策で採用されていたコミットメント重視型の政策運営は後退し、かつてのような裁量性の強い政策運営が復活していると判断される。
- 2 世界的にコミットメント（公約）やルールに基づいた政策は、財政政策や金融行政においても主流になりつつある。金融政策においてもコミットメントやルールを明確にした上で政策運営を行い、その結果について責任を負うという考え方を導入する国が増える傾向にある。
- 3 こうしたコミットメント重視型の政策運営の手法の一つがインフレ目標政策であり、1990年にニュージーランドで導入されて以来、先進国、発展途上国、市場経済移行国といった経済発展段階を問わず、幅広い国で金融政策運営のフレームワークとして機能している。
- 4 インフレ目標政策は、金融政策を巡る「時間非整合性（事前には最適だと思われた政策が事中・事後には必ずしも最適ではなくなる）」の問題に伴って発生するインフレ・バイアスを解消するために考え出された政策フレームワークである。インフレ目標政策が成功するには、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。また、運営に当たっては柔軟性・弾力性を確保しておくことも重要であろう。
- 5 金融政策の正常化を進める日銀の金融政策には「わかりにくさ」があり、また市場と対話する機会も多くない。今後の金融政策運営の枠組みの候補の一つとして、インフレ目標政策の導入を十分検討する余地はある。

目次

はじめに

金融政策の正常化

1 最近の金融政策の運営方針

- (1) 量的緩和政策
- (2) 量的緩和解除以降
- (3) 金融政策の正常化
- (4) 現行の金融政策の課題

2 インフレ目標政策とは

- (1) 各国中央銀行がインフレ目標政策を導入した理由
- (2) インフレ目標政策の理論的・制度的背景
- (3) 日本におけるインフレ目標政策を巡る議論
- (4) メリット・デメリット

おわりに

日本の金融政策へのインプリケーション

はじめに 金融政策の正常化

ルール重視か、裁量重視か。経済政策の運営方針を巡ってどちらを重視すべきか、は古くて新しいテーマである。最近では、ルールに代えてコミットメント(公約)という言葉を用いられるケースが増えている。

世界的に見れば、近年の経済政策はルールやコミットメントを重視した運営スタイルが導入される傾向にある。金融行政(信用秩序維持政策)についても、金融機関が経営破綻する前に保護・指導を行う事前的な裁量型行政(いわゆる護送船団方式)から、事後的なモニタリング(検査・考査など)や監督業務を中心とする市場機能や厳格なルールを適用する行政へと大きく転換している。財政政策に関しても、欧米では早くから財政赤字の発生に対する歯止めをかけてきたが、日本では財政構造改革路線を模索した橋本内閣を除けば、基本的に90年代後半まで景気刺激策として大規模な経

済対策が策定されることが多く、つまりは裁量的政策(フィスカル・ポリシー)が頻繁に発動されてきた。しかし、小泉政権発足後は、2010年代初頭におけるプライマリーバランス(基礎的財政収支)均衡に向けての意識が高まるなど、コミットメント・ルール重視型の政策運営へ転換されている。

そして、金融政策(マネタリー・ポリシー)もまた、ルールやコミットメントを重視する政策が志向される傾向にある。20世紀後半には、ケインジアン・マネタリスト論争に代表されるように、金融政策の運営方針を巡って激しい論争が繰り広げられたが、その産物として短期的な景気調整策として金融政策を用いるのは好ましくなく、中央銀行の究極的な最終目標である中長期的な尺度での物価安定に割り当てられるのが妥当である、というコンセンサスが得られている。そのような観点から、多くの中央銀行は90年代に入ってから、インフレ目標政策という政策運営の枠組みを導入するようになった。厳密に言えば、このインフ

レ目標政策は厳密なルールに基づいた政策運営というよりも、中央銀行の裁量性を制限するための政策フレームワークと受け止められているが、ある一定期間後に達成すべきインフレ率をあらかじめ提示し、それを達成すべく政策運営を行うというのはコミットメント重視型と呼んで差し支えないであろう。

以下では、デフレ脱却後のわが国金融政策のあり方について、インフレ目標政策などルールやコミットメント重視型の政策運営フレームワークの導入可能性などを検討しながら、考えていきたい。

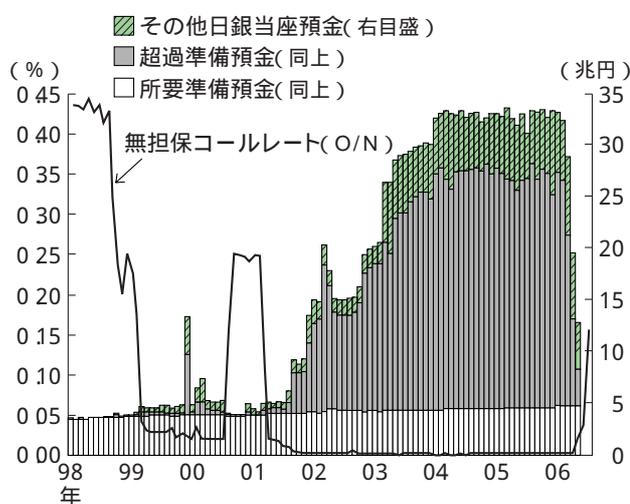
1 最近の金融政策の運営方針

(1) 量的緩和政策(01年3月～06年3月)

日本銀行(以下「日銀」)は99年2月以来続けてきたゼロ金利政策を、00年8月時点で消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」)が依然として前年比マイナス状態であったにもかかわらず、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至ったものと判断し、解除を決定した。しかし、その後の経済情勢はITバブルの崩壊によって積み上がった仮需が剥落するなど、デフレ圧力が一層強まった。その結果、01年3月には異例とも言える量的緩和政策という未踏の領域に踏みこむことを余儀なくされている(第1図)。

この量的緩和政策の政策運営枠組みを簡単にまとめてみると、金融政策の操作目標を「無担保コールレート翌日物(金利)」

第1図 無担保コールレートと日銀当座預金残高



資料 日銀資料から作成

から「日銀当座預金残高(量)」へ変更したことで、コアCPIが安定的にゼロ%以上になるまでこの政策を続けることをコミットメントしたこと、当座預金残高目標を達成するために中長期国債買入オペの増額を筆頭とするオペの多様化を行ったこと、等が挙げられる。重要なのは、に見られるように、自らの政策を明確化することで、現行の政策が当面の間継続されるという予想を国民に抱かせるとともに、中央銀行としてデフレ脱却に向けた強い意志を示したことであった。これは後述するコミットメント重視型の政策運営スタイルにほかならない。

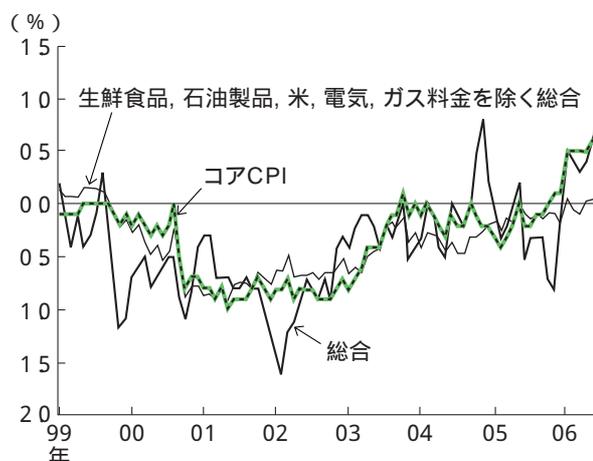
現象面としては、準備預金制度の適用先である金融機関の準備需要(06年3月時点で所要準備は4兆7千億円程度)を大幅に上回る潤沢な資金供給を行ったことで、その準備預金を含む日銀当座預金残高は目標とするレンジ(当初は5兆円、その後は漸進的に引き上げられ、解除時点では30～35兆円)

に誘導された。つまり、金融機関にとっては収益を生まない資産を大量に保有するという状況が発生した。また、かつての政策金利であった無担保コールレート翌日物から長めのターム物金利までほぼゼロ%となって、その結果債券利回りも全般的に押し下げられた。ちなみに、前日銀審議委員の植田和男東京大学大学院教授は、量的緩和政策について、「ゼロ金利政策をインフレ率が安定的にゼロ%以上になるまで続けるという時間軸効果と、ゼロ金利実現に必要な以上の流動性供給を（長期国債買い切りオペも活用して）実施する政策の組み合わせである」と表現している。

こうした量的緩和政策は、総需要を喚起してデフレ脱却を促す金融緩和策という面のほかにも、90年代後半以降に顕在化した金融システム不安への対応という役割も担っていた。更に、救済という破綻前処理も含めて金融機関の経営破綻処理スキームが確立していなかったという金融行政の不備も手伝って、量的緩和政策が当初想定されなかった未曾有の規模になった可能性は高い。

なお、コアCPIの前年比は05年11月にはプラスに転じ、その後も緩やかな上昇が続く、かつ先行きもプラス基調が定着していくことが見込まれるということで、日銀はコミットメントに記された条件は満たされたと判断、量的緩和政策が解除された（第2図）。

第2図 全国消費者物価の推移(前年比)



資料 総務省「消費者物価指数」から作成

(2) 量的緩和解除以降(06年3～7月)

上述のように政策判断の量的緩和政策解除に際しては、その後の金融政策運営の「目安」が示されるかどうか焦点となった。その目安の案として外部で議論されていたのは、日銀として望ましいと考えるインフレ率の明示(インフレ参照値)、もしくはかつてFRBで採用されていた次回までの金融政策の方向性やリスク認識を示す「バイアス」の表示などであった。

以下では、量的緩和政策解除にあたって日銀から示された金融政策運営についてまとめてみたい。3月9日に示された「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」では、

日銀としての物価の安定についての基本的な考え方を整理、現時点において中長期的にみて物価が安定していると政策委員が理解する物価上昇率を示し、それらを前提に政策運営を行う。

以下の二つの柱により経済・物価情勢

を点検する，①先行き1～2年の経済・物価情勢について，最も蓋然性^{がいぜんせい}の高いと思われる見通しがインフレなき持続的成長経路をたどっているかどうか，②より長期的な観点から，インフレなき持続的成長を実現すべく，金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスク要因を点検する。

という方針が示された。なお，「中長期的な物価安定の理解」としては，消費者物価（全国，総合）で示すと，前年比0～2％程度であり，中心値はおおむね1％前後で分散しているとのことである。

これが示すことは，日銀の政策運営方針は，半年に一度（更にはその3か月後には中間評価を行う）公表する日銀としての経済・物価情勢の現状判断および見通しとそのリスク評価である「展望レポート」を基に，フォワード・ルッキング的な政策運営を行う，ということである。つまり，「中長期的な物価安定の理解」は文字通り，中長期的に達成すべき水準であり，たとえ現時点で消費者物価上昇率1％程度が平均値である「中長期的な物価安定の理解」を下回っていても，将来的にその水準を上回るといった可能性が高まったと日銀が判断すれば，金融政策は発動される可能性があるだろう。

（3）金融政策の正常化

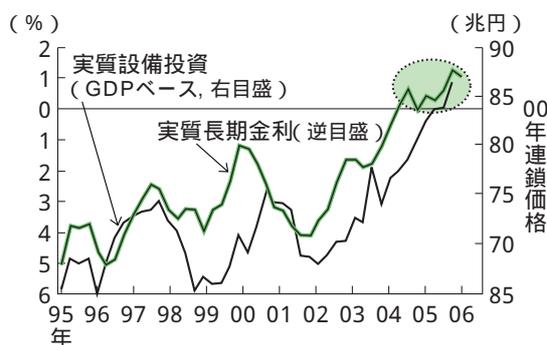
7月14日には，ゼロ金利政策の解除が決定され，金融政策ならびに金利体系は正常化に向けて一歩前進した。この際の政策判断は（2）で示したようなフォワード・ルッ

キング的な手法が用いられたと考えられる。06年4月末に公表された「展望レポート」によれば，日銀は景気シナリオとして，「わが国経済は着実に回復を続けており，06～07年度にかけても，内需と外需，企業部門と家計部門のバランスがとれた形で息の長い拡大を続けるだろう。ただし，成長率という面では，今後景気が成熟段階に入っていくため，06年度は2％台半ば，07年度は2％程度と潜在成長率近傍に向けて徐々に減速する」といった見方を提示している。

一方，経済動向に対するリスク評価としては，海外要因，在庫調整の進展（特にIT関連財），企業の投資行動の一段の積極化，の3点を指摘していたが，このうち設備投資の上振れの可能性に関しては，先々のリスクとしてコメントされる機会が多かった。また，上述の日銀の経済・物価シナリオと重ね合わせて検討しても，07年度に向けて成長率が減速していくためには，少なくとも設備投資は緩やかに鈍化していくことが望ましいと日銀が考えても不思議はない。

7月3日に発表された日銀短観6月調査における06年度設備投資計画は堅調なものとなったが，年度後半にかけて上方修正される傾向の強い中小企業設備投資を考慮すると，先行き更なる上方修正も十分想定される状況である。足元の設備投資環境を見れば，企業にとっての実質金利（長期金利から国内企業物価上昇率を差し引いたものを想定）はマイナス状態となっており，本来

第3図 実質金利と設備投資



資料 内閣府, 日銀資料, 日本経済新聞等から作成
 (注) 実質長期金利は, 10年国債利回りから国内企業物価上昇率を差し引いたもの(事後ベース)。

であれば投下されるはずのない設備投資が生み出される可能性もある(第3図)。過剰な設備投資が発生すると, 将来的に経済・物価を大きく変動させるリスクが高まることは90年代前半のバブル崩壊後の景気悪化時に既に経験しているが, それ以降日銀は断続的な金融緩和に追い込まれただけに, こうした歴史を繰り返したくないという強い意識を垣間見ることができる。

なお, 量的緩和政策を実施するにあたって, 日銀は5兆円弱の所要準備を大幅に上回るような資金供給を行ってきたが, その回収期間という出口政策的位置付けも可能であった。福井日銀総裁をはじめとする日銀当局は, 利上げ時期と超過準備の回収作業の終了時期は無関係としてきたが, 実際には超過準備回収の終了目途がつくとほぼ同時に利上げが決定されていることもあり, 全く無関係ではなかったことがうかがえる。

なお, 現在の政策運営について評価してみると, 量的緩和政策の下では, 明確なコミットメントを掲げることによって外部か

ら見て日銀の行動をある程度予測することが可能であり, マーケットもそれを前提にした期待形成を行うことができた。しかし, 3月以降は, 日銀法に定められた「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」との理念に従うという制約は課せられているものの, 日銀自身の経済・物価判断や見通しをベースに政策判断を行うスタイルを採用しており, 政策運営にとって裁量的な余地は大きくなっている, ととらえることは十分可能である。加えて, 市場との対話が依然として不十分なだけに, 市場の期待形成が日銀の意図と違う可能性も高く, またそれが振れやすい状況になっていると考えられる。

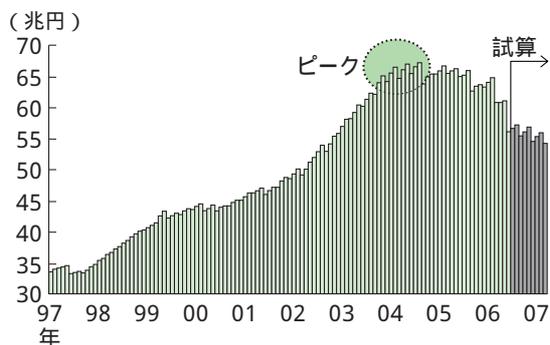
(4) 現行の金融政策の課題

なお, 現行の金融政策には, 以下に指摘するような課題も指摘することができる。

まず, 毎月1兆2千億円の中長期国債買入れオペの行方である。国債市場ならびに政府・財務省への配慮もあってか, 買入れ額・頻度は当面維持するとしているが, そもそも量的緩和政策を実行する上での手段として増額された背景もあり, 先行き減額される可能性は否定できない。既に日銀は国債市場に対する過度な関与から撤退し始めているが, 中長期国債買入れ額の減額は, 長期金利に少なからず影響があるものと思われる(第4図)。

また, 日銀が想定する潜在GDP並びにその成長速度である潜在成長率が妥当かどうか, という点である。フォワード・ルッキ

第4図 日銀の保有する国債残高



資料 日銀資料から作成

(注) 6月末時点の国債保有銘柄別残高を基に試算。なお、日銀は毎月1兆2千億円の中長期国債買入オペを実施しているが、残存1年未満の国債も購入していることを考慮すれば、実際の残高はこれ以上に減額する可能性がある。

ング的な手法、つまり経済予測を基にした政策運営を行っている際に、潜在成長率を実際よりも低く見積もった場合、実体経済が先行き過熱する状況にはないにもかかわらず、金融政策は引締め方向に発動し始める可能性もあり、マクロ経済全体がデフレ的な様相を帯びる可能性がある。逆に、実際よりも高く見積もった場合、バブル発生やインフレ気味な経済情勢が生成される可能性が出てくる。潜在GDPもしくはその成長率を正確に推計するのは困難であるとはいえず、こうした問題を抱えていることは否めない。

2 インフレ目標政策とは

インフレ目標政策とは、単純に言えば金融政策の目標を物価の安定に限定し、中期的に目標とするインフレ率（物価上昇率）を明示し、それを実現するに金融政策を運営するというフレームワークである。90年代後半から00年代初頭にかけてデフレが進

行する中で、日銀はインフレ目標政策を導入することでデフレ脱却を実現すべきという提案が論争を引き起こした。議論がかみ合っていない面もあったほか、「インフレ」という言葉に拒否反応を示す意見もあった。しかし、諸外国を見渡すとインフレ目標政策を導入している国や地域が多いのも事実であり、むしろ現在の標準的な金融政策のフレームワークと言っても過言ではないだろう。

以下では、インフレ目標政策についてまとめていくことにする。

(1) 各国中央銀行がインフレ目標政策を導入した理由

90年のニュージーランドを皮切りに、カナダ（91年）、英国（92年）、スウェーデン（93年）、オーストラリア（94年）、韓国（98年）と、インフレ目標政策が採用されている。日銀企画室（2000）によれば、諸外国で同政策が導入された背景として、それまで通貨ペッグ制やマネーサプライ等を中間目標としてきた金融政策運営が機能しなくなった、中央銀行の権限を明確にし、政策の透明性を高める方向での制度的見直しがされていた、それ以前に高インフレに悩まされていた、等のケースが多く見られる、ということである。

例えば、世界で最初にインフレ目標政策を導入したニュージーランドでは、70～80年代は低成長と年率+10%超の高インフレが共存し、84年には国際収支危機に直面した。その直後から、規制緩和をはじめとす

る経済構造改革が断行され、市場メカニズムを重視した成長促進政策に転換した。一方で、金融政策はインフレ克服を最優先課題とすることになり、インフレ目標政策の導入が決断された。

また、イギリスがインフレ目標政策を導入するきっかけとなったのは、92年秋の欧州通貨危機である。変動相場制への移行後、イギリスではマネーサプライ目標政策が採用されていたが、高インフレ体質は残り、英ポンドは下落基調にあった。その後、欧州通貨統合をにらみ、欧州為替相場メカニズム（ERM：Exchange Rate Mechanism）へ参加したが、その中心国であるドイツが東西統一後に伴う財政コストが高金利を招いたこともあり、独マルクの増価基調が強くなり、ドイツ以外の加盟国は通貨バスケットとの交換比率を一定に保つべく追随利上げを余儀なくされた。それによって英ポンドなどが過剰に増価した状態が創り出され、その持続可能性が疑問視され始めた。

92年9月にはヘッジファンドなどにより、英ポンドなど独マルク以外の欧州通貨が大量に売られたことから、イギリスはERMから離脱し、変動相場制へ移行した。インフレ目標政策はそのためのアンカーとして採用されている。

（2）インフレ目標政策の理論的・制度的背景

このように、先進国や市場経済移行国、発展途上国など、経済発展段階を問わず、多くの国々でインフレ目標政策が採用され

たのはなぜであろうか。以下では、インフレ目標政策について詳細にまとめてみよう。

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（または動学的不整合性）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）」が課せられていることが多いが、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。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、あらかじめ中央銀行は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任があれば、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り、失業率を下げることが可能である。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、金融政策は一度きりのゲームで

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たくらみを早晚悟り、自分たちの形成する予想インフレ率の実現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いるが、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、かつ低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。これがインフレ目標政策へと発展してきたのである。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。

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任することはないということは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だろう。

一方で、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。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。また、目標とする対象の消費者物価も需給要因以外の要因で激しく変動する可能性がある財・サービスを除去したコア指数を用いることもこの弾力性確保の一環であろう。

(3) 日本におけるインフレ目標政策を巡る議論

90年代後半から深刻化した日本のデフレ

進行に対して、インフレ目標政策が効果的なデフレ脱却策であるとの意見が浮上した。一般的には、インフレ・バイアスを解消するための一つ的手段として登場したインフレ目標政策が、果たしてデフレ解消に有効かどうかを巡っては激しい議論があった。

導入を支持する論者は、実際に日銀にはデフレを克服するだけの能力も手段もあるという前提を持って議論する一方で、導入に反対もしくは慎重な意見を持つ論者は、日銀単独ではそれが困難であると考えており、なかなか意見がかみ合わなかった。この議論を通じては、インフレ目標政策に対する理解が十分浸透したとは言いがたい面があったのは否めない。

(4) メリット・デメリット

一般的に、インフレ目標政策のメリットとして、人々の期待インフレ率を安定化させるのに役立つと考えられること、中央銀行はその目標達成のために政策運営を行うことから、政治的圧力から遮断され、独立性が高まる、独立性向上とともに中央銀行には説明責任が課せられるため、政策運営の透明性が確保される、といったことが指摘される。

一方、日銀内部からも導入に慎重な意見が出ているが、その最大の理由は、政策運営の柔軟性が失われる、というものである。ただし、この点に関しては(2)で説明してきたように柔軟性・弾力性を付与することで解決可能であり、導入反対の理由にはな

らないということである。経済に強いショックが加わったために、設定されたインフレ目標からある期間、外れることが見通せたとしても、その理由さえ説明すれば説明責任を果たすことになるが、それすら政策運営の障害であると中央銀行が考えるようでは困るのである。

また、インフレ目標政策を明示的に導入しているのは、いずれも小国であり、米国FRB、ユーロランドECBはともに導入していない、という点も指摘される。しかし、ECBは自らの政策をインフレ目標政策と認めていないものの、運営スタイルとしては望ましいインフレ率を明示し、それを意識しながら政策運営を行うという、インフレ目標政策に極めて近いものである。また、米国FRBでは、インフレ目標政策の主導者であるB.バーナンキ氏がFRB議長に就任しているほか、同じく導入に賛成するF.ミシキン・コロンビア大学教授の理事就任が予定される等、経歴などからインフレ目標政策に対して理解を示す理事の構成比が増える傾向にあり、着実に導入に向けた動きが進展している。たまたま、日米欧の金融当局がインフレ目標政策を導入しなかったただけであり、それが小国の政策フレームワークであるということはないだろう。

おわりに
日本の金融政策への
インプリケーション

06年6月のコアCPIは前年比+0.6%と9

か月連続のゼロ%以上となった。しかしながら、その内容は国際商品市況での原油高騰に起因する石油製品（ガソリン、灯油、プロパンガス）並びにその周辺財・サービス（電気・都市ガス料金、航空運賃、外国パック旅行など）の上昇に限定されており、単純な需給要因で価格が上昇しているとは評価し難い。総務省が05年後半から参考系列として公表を始めた「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」はこのところ前年比+0.1～+0.2%程度で推移しているが、ラスパイレス型物価指数で作成されることに伴う上方バイアスを考慮すれば、本当に物価指数の面からも下落傾向が止まったのか、判断に迷う面がある。

これまで、日本の金融政策は幾度か大きな失敗をしてきた。こうした失敗の背景を探ってみると、金融政策が、物価問題を代表とする国内問題だけに振り向けられるのではなく、必ずしも明示的でないにしろ、為替レート調整やそれに伴う円高対策として割り当てられたときに政策失敗が発生していることが多いことに気がつく。これを未然に防ぐためには、中央銀行の使命、最優先課題を明確にし、政治的圧力やその他の目標から金融政策をある程度遮断する必要があるのではないだろうか。

また、中央銀行の考える「物価の安定」を意味するインフレ率として、低すぎる数字を追求することは望ましくないことも指摘しておきたい。日銀は現時点での「中長期的な物価安定の理解」として消費者物価前年比で0～2%（中心値1%程度）とし

ており、諸外国の一般的な物価安定を示すインフレ率2%程度と比較して低過ぎるとの指摘がなされることが多い。日銀は、この理由として、日本の過去数十年の平均的な物価上昇率が低く、かつ90年代以降はデフレ状態であったため、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、としている。しかし、これには異論も多いであろう。日本のインフレ率が低かった理由として、緊縮的な金融政策運営が採用されていた可能性があるほか、過去30年間で為替レート水準は対ドルで3倍程度まで増価し、かつ85年から00年ごろまで一次産品が工業製品と比較して実質的に価格水準が低い状態であったこともあり、物価上昇が抑制された面もある。過去の低インフレ率をもたらしただ原因をきちんと列挙することをせずに、その数字が妥当かどうかを判断するのはやや早計ではなからうか。

ちなみに、世界各国の中央銀行の行動を調べてみると、物価安定と考えるインフレ率は+1～2%程度としているようである。一般的には、名目賃金の下方硬直性を理由に、それを切り下げる手段を確保するために、マイルドなインフレは許容されるべきであると考えられている（第1表）。

繰り返しになるが、量的緩和と政策解除後の金融政策の政策運営はかなり裁量性の高い政策運営となっており、しかも日銀からの情報発信が少なくなり、かつあいまいな

第1表 世界の中央銀行が「物価安定」と考えるインフレ率

インフレターゲット非導入国・地域	
・日本 0～2%	
・米国(FRB) 明確な数字はないが、コアPCEで1～2%程度と見られる	
・ユーロ圏(ECB) 2%以下かつ2%に近いインフレ率	
インフレターゲット導入国	
・英国(BOE) 2.0%	・ニュージーランド 1～3%
・カナダ 1～3%	・韓国 2.5～3.5%
・オーストラリア 2～3%	・スウェーデン 2±1%

資料 筆者作成

言葉で表現されることが多くなったように見受けられる。そして、それを市場が解釈した上で、金利形成を行っても、その解釈や金利形成そのものを否定する発言も散見されている。また、要するに「市場との対話」がうまくいっていないのである。

インフレ目標政策の採用は日銀の独立性を向上させるとともに、政策運営の透明性

を高める有効な手段である。インフレ目標政策そのものを導入せずとも、その基本理念を取り入れることは極めて重要であると思われる。

<参考文献>

- ・伊藤隆敏(2001)『インフレ・ターゲット』東洋経済新報社
- ・伊藤隆敏(2005)『デフレから復活へ』東洋経済新報社
- ・伊藤隆敏・林伴子(2006)『インフレ目標と金融政策』東洋経済新報社
- ・植田和男(2005)『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社
- ・日銀企画室(2000)『諸外国におけるインフレ・ターゲット』
- ・林伴子(2003)『マクロ経済政策の「技術」』日本評論社
- ・深尾光洋・吉川洋編(2000)『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社
- ・南武志(2005)「金融市場の構造変化と金融政策の展望」『農林金融』8月号
- ・南武志(2006)「2006年の金融政策展望～『量的緩和政策』後の政策運営～」『金融市場』2月号
- ・宮尾龍蔵(2006)『マクロ金融政策の時系列分析』日本経済新聞社

(主任研究員 南武志・みなみたけし)

