

<トピックス1>
「ゼロインフレ下でのインフレーションターゲティング」
 研究員 矢嶋 康次（やじま やすひで）
 E-mail:yyajima@nli-research.co.jp Tel: (03) 3597-8047

4月12日の記者会見で速水総裁がゼロ金利政策の解除に意欲的に言及したことからマーケットでは一時、「早期ゼロ金利解除」への思惑が高まったが、マネーサプライの伸びはむしろ鈍化、内外から景気刺激の継続を求める声も強いことから、早期解除の可能性は低く、当面財政・金融政策は景気刺激を続けざるをえない。

しかし、財政赤字は先進国中でも最悪の状況となり財政面からこれ以上の対策は難しいとの認識が強まっており、金融政策に追加刺激策が期待される。

本レポートでは金融緩和策の一つとして提言されているインフレーションターゲティングについて検討してみたい。

1. 金融政策としてのインフレーションターゲティング

金融政策の効果を高めるためには、従来の「行動すれども弁明せず」という中央銀行のスタイルを脱して、「金融市場に中央銀行の政策の意図を十分伝えることが重要である」という考え方

インフレーションターゲティング導入国の概要

	ニュージーランド	カナダ	イスラエル	イギリス	スウェーデン	フィンランド	オーストリア	スペイン
導入時期	90年3月	91年2月	91年12月	92年10月	93年1月	93年2月	93年4月	95年1月
最近のターゲット	0-3%	1-3%	8-11%	2.5%未満	2%	2%	2-3%	3%未満
ターゲット物価	基礎CPI	CPI	CPI	小売価格指数から住宅ローン金利を控除した	CPI	基礎CPI	基礎CPI	CPI
控除項目	金利費用、間接税、政府徴収税、輸出入における大幅な変動	なし（場合によっては基礎CPIを使用）	なし	住宅ローン金利	なし	住宅ローン金利、間接税、政府補助、住宅価格	住宅ローン金利、間接税、その他変動要因	なし
ターゲットの公表主体	財務省長官と中央銀行総裁の間で結ばれる物価目標協定	財務省長官と中央銀行総裁の間の協定	不明	大蔵大臣	中央銀行	中央銀行	準備銀行	中央銀行
インフレーションレポート	90年3月以降四半期ベースで公表	95年5月以降半期ベースで公表	不明	93年2月以降四半期ベースで公表	93年10月以降四半期ベースで公表	なし	なし	半期ベースで報告
インフレ率予想	公表	非公表	不明	公表	非公表	非公表	非公表	非公表

（資料）Bernanke and Mishkin(1997)、Guy Debelle(1997)を参考に筆者作成

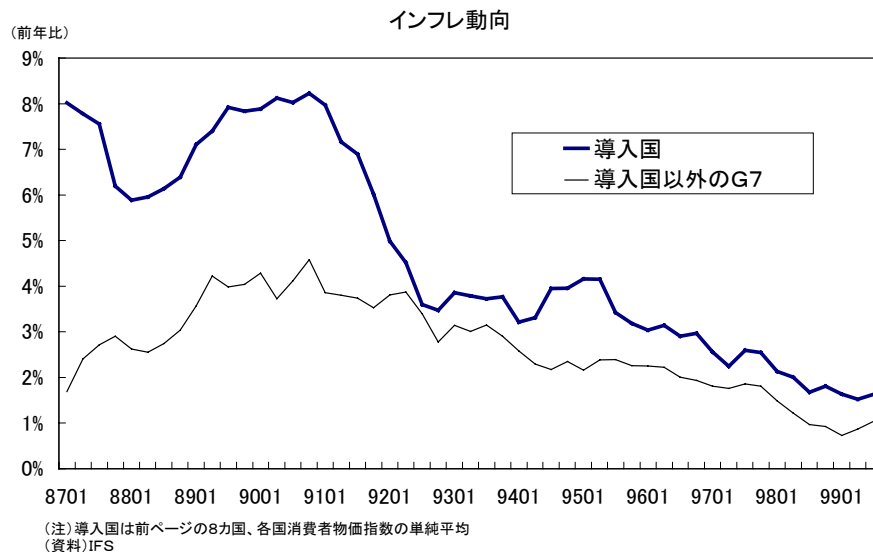
が強まっている。こうした市場との対話をより効率的なものとするために、金融政策の透明性の向上とアカウンタビリティ（説明責任）が求められている。このような流れの中から、日銀もインフレーションターゲティングを導入すべきであるという意見が出てきた。

インフレーションターゲティングとは、中央銀行が中期の目標インフレ率を公表し、その達成を最優先として金融政策を実施し、達成状況についての説明責任を負うというものである。インフレ率の目標が公表され、実施された手段、事後的な金融政策の評価が対外的に広く発表されるため、国民にとってはわかりやすい。

実際、1990年以降世界でインフレーションターゲティングを導入する国が相次いでいる。90年のニュージーランドを皮切りに、91年はカナダ、イスラエル、92年にはイギリスも導入を行い、現在では前ページの表に掲げるように少なからぬ国で採用されている。

各国のターゲットを見ると、消費者物価指数を3%前後に設定している国が大半である。ゼロインフレを目標とする国がないのは、導入国の多くが過去に高インフレに悩まされていた国であることや、ゼロ近傍のインフレ率は望ましくないとの考え方が背景にあるようである。

インフレーションターゲティングの効果は、各国の導入時期が90年以降とその歴史が浅いため、定量的な分析ではまだ一般的には証明されてはいない。しかし上記導入8カ国の実績を見ると、80年代10%程度だったインフレ率が導入後鎮静化されており、その他の事情が多々あったにせよインフレ抑制に一定の効果があったとの判断が可能となっている。



2. 特殊なわが国の導入議論

このように、海外ではインフレーションターゲティングをインフレ抑制策として導入しているのに対して、わが国の議論ではデフレ克服のために利用しようとされていることに、わが国の特殊性がある。

その背景には2つの考え方が存在する。ひとつは、目標インフレ率に向けて金融緩和をより一層推し進めようとするもの、つまり金融緩和の目安としての利用である。もうひとつは、高め

の目標インフレ率を設定させることにより、企業や家計の期待インフレ率を高め、景気を刺激しようとする考えである。

3. 議論が錯綜する「調整インフレ論」

このような金融政策としてのインフレーションターゲティングは、米国クルーグマン MIT 教授の主張する「調整インフレ論」に非常に似ているため、同一視されることが多いが、両者はまったく異なった考えに基づいていることに注目する必要がある。

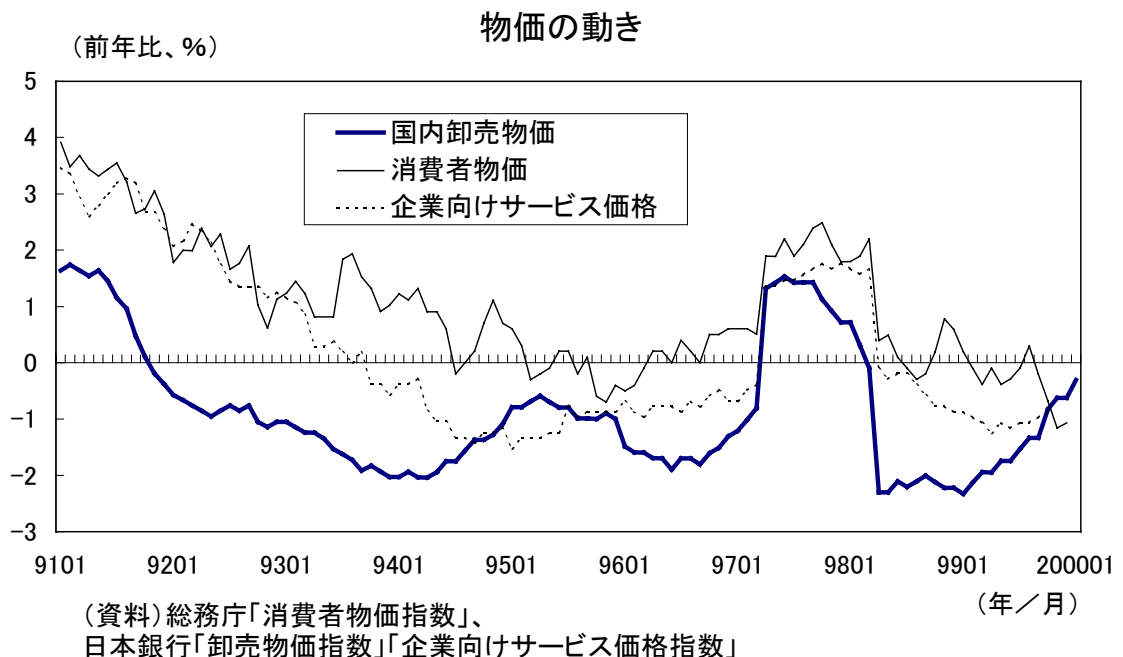
教授の主張は、現在の日本経済が陥っている苦境から脱出するための方策としてのインフレーションターゲティングである。教授は、人々にインフレ期待を生じさせるために、「日銀がインフレ率のターゲットを、適正インフレとされる0～2%水準よりも高い4%ないしそれ以上に設定する。将来物価が上昇したとしても日銀は引き締めを行わないと現時点で約束する。」ことを主張している。

それは、デフレスパイラルに近い経済的苦境からの脱出策としては理解されるものの、日銀に「物価安定に対して無責任になれ」ということに等しく、物価の番人である日銀としては当然受け入れられないことは想像に難しくない。

本来の金融政策としてのインフレーションターゲティングには、このように高いインフレを実現する意図はなく、適正なインフレを達成しようとするものであるから、両者は形は似ているもののまったく異なる考え方に基づいている。

4. 困難なマネーサプライの増加

現在の日本で、インフレーションターゲティングが導入された場合、それは有効に機能するの



だろうか。

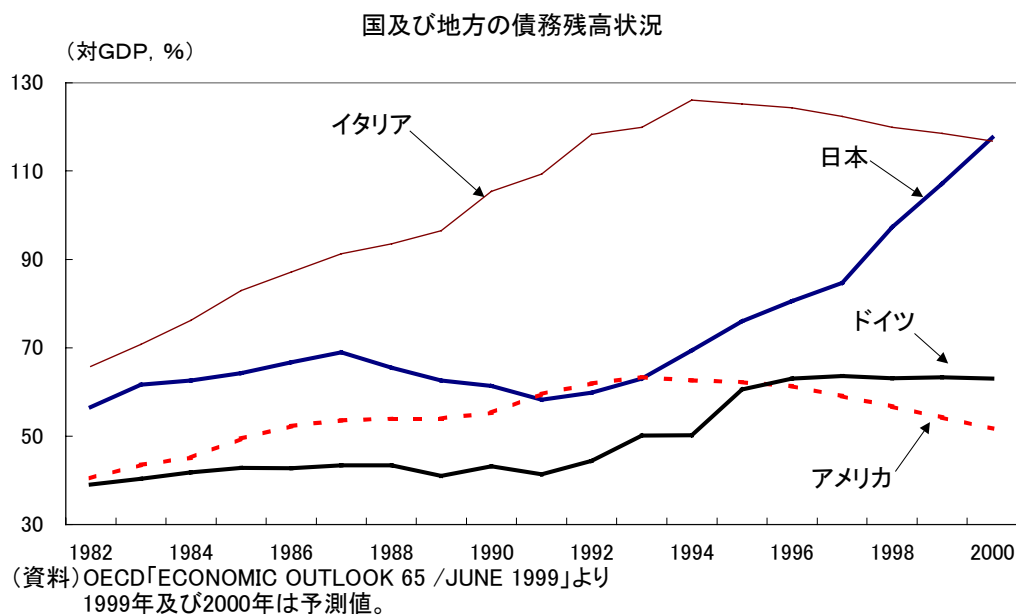
まず頭に浮かぶ問題は世界でも例のないデフレ下での利用となることだ。そもそもインフレーションターゲットングが金融緩和策として有効に働き物価の上昇を引き起こすことができるかということである。次には、もし金融緩和策として有効に働いたとしても、今後ハイパーインフレーションにならずに、緩やかな物価上昇が実現できるのかという疑問である。第一の問題点を現状との関係で考えればゼロ金利という特異な状況のもとで、目標インフレ率達成のための手段が残されているのかという点が問題のポイントである。現在消費者物価がマイナス基調にあることを踏まえれば、目標インフレ率0～2%が現実的となるためには、日銀には物価引き上げ策が要求されることになる。ところが物価とマネーサプライの関係を長期に見てみると、物価水準を引き上げるにはマネーサプライの伸びを高めることが必要な前提となってくるのがわかる。

しかし 99 年 2 月以降ゼロ金利政策を実施しているにもかかわらず、マネーサプライの伸びは依然低調で、足元では 1.9%まで低下している。

短期市場では恒常的な資金余剰の状況が続いている。日銀の市場オペでは応募額が入札予定額に満たない「札割れ」が発生している。すなわち、短期市場を通じた従来の金融緩和手段では、これ以上の量的緩和は困難な状況となっている。

5. 弊害を伴う超緩和策

従来の金融緩和策が作動しないことから量的金融緩和をもう一段推し進めようとするれば、従来日銀が禁じ手としてきた超緩和策を講じる以外にない。それは月々4000億円行っている国債の買い切りオペの増額や、従来オペの対象となっていなかった株式・土地といったリスク資産を買い上げるなどの策である。さらには財政赤字を日銀がファイナンスする国債引き受けがある。このように買い切りオペの増額やリスク資産をオペ対象とすることで、銀行部門にハイパワー





ドマネーを供給したとしても、貸出という形で民間信用が増加することは難しい。企業部門は負債圧縮というバランスシート調整下であり、銀行もリスク資産圧縮のインセンティブが高いため信用創造機能は働かず、マネーサプライの増加は望めないのである。

また日銀が国債引き受けを行えば、確かにその分は民間に資金が流れることになり、マネーサプライの増加は図れる。しかしこれも信用創造が働かないのであれば相当な量を行わなくてはならず、現実的に不可能である。

これらの超緩和策を採用すると世界的に注目されている日本の危機的な財政状況とあいまって、国債ひいては日本への不安が高まり、長期金利の急上昇、株価の急落など日本売りという最悪のシナリオを引き起こす可能性もある。

このように禁じ手といわれる超緩和策を講じたからといって、物価を上昇させるための必要条件であるマネーサプライは増加しない。

インフレーションターゲットを導入しても、それを実現できる手段が存在しなければ、結局日銀への信認を低下させるのみに終わり、長期的には金融政策の効果を低下させる恐れがあるだろう。