経済教室

物価目標「柔軟な枠組み」で

政府との関係カギ

日銀の政策も距離近づく

伊藤 隆敏
東京大学教授

日米欧がインフレ目標政策を導入していないのは、政治プロセスも絡んだ理由が背景になっている。導入各国は「柔軟な枠組み」を採用しており、日銀自身はインフレ目標への抵抗が強いが、今年三月の「物価安定の理解」は事実上、これと似たものである。

日米欧の不採用

政治的な理由で

一九九〇年以降、世界の中央銀行の政府との関係や金融政策の枠組みは大きく変化した。多くの中銀が政府から独立を果たした一方、金融政策の透明性や説明責任（アカウンタビリティー）を求められるようになった。また、九〇年にニュージーランド準備銀行（中央銀行）が採り入れたインフレ目標政策は、多くの国で採用され中身も改善されてきた。現在では、日銀、米連邦準備理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）を除く、先進国、新興市場国の多くの中銀がインフレ目標政策を採り入れている。

インフレ目標政策に関する学界の評価も過去十五年でほぼ確立した。採用国では「中銀と政府の関係が適切になり、市場との対話にも役立つ」と好評である。ユーロ参加のため金融政策自体がなくなった国以外でインフレ目標を廃止した国はない。

日米欧がまだ採用しないのは、経済学的な理由より政治過程もからんだ反対が大きいためだ。本稿では、日米に関して政治経済学的考察を加え、今後を展望する。その前にまずインフレ目標政策を簡単に復習しよう。

インフレ目標政策は、中銀と政府が金融政策の数値目標で合意し、手段は完全に中銀の裁量に任せる枠組みである。政府・中銀間で金利操作のタイミングや幅について意見が異なっても、政治的な衝突に発展せず、関係が「中銀はいま金利をあげるべきではない」と発言することもなくなる。

一方、中銀は政策の結果について責任が生じるポイントに一致させる政策ではない。平均的に一致すれば、経済に対する内外のショックの種類に応じ、インフレ率以外の変数（成長率）などにも配慮できる。これを「柔軟なインフレ目標政策の枠組み」とよぶことにしよう。

米国が導入していない理由として一番もっともらしいのは、今年一月末に退任したグリーンスパン前議長がインフレ目標に懐疑的だったためである。公開されている議事要旨によれば、何回か真剣に議論されている。たとえば、昨年二月一二日の連邦公開市場委員会（FOMC）では、賛成派が「長期インフレ率の期待（予想）にアンカー（いかり）を与えることができる」「市場との対話を深める手段になる」などと主張した。

宣言しない米も

市場の信頼得る

反対派は逆に次の三つを挙げる。第一に、FRBは「雇用最大化」「物価安定」の二つの目標が法律で義務付けられており、インフレ目標のみを掲げると、雇用面がおろそかになると懸念する議会との関係が悪化する。第二に、政策にバイアスがかかり、政策の発動に制約がかかるのではと懸念する。

理解は十分に進んでいるようだ。個人のカリスマ性も味方につけた前議長下の金融政策は、宣言こそしないものの、一―三%のインフレ率を目指す市場も了解し、現に安定的に低位維持することにおおむね成功した。

二月に就任したバーナンキ議長は、もともとインフレ目標推進論者だったが、中期的に望ましいインフレ率について「一―二%が『心地よい水準』」と言及している。彼以外も、クロズナー理事、ミシキン理事（議会未承認）さらにイエレン・サンフランシスコ連邦準備銀行総裁と、「推進派」が地歩を固めている。慎重派のコーネン副議長らも受け入れ、さらに議会も納得する姿勢を使ったインフレ目標政策が導入されるのは時間の問題だろう。

期待への効果や

透明性で問題も

一方、日銀は一貫して否定的な立場だった。二〇〇三年三月の福井俊彦総裁就任以前には、何度か政策委員会で議論されたことが議事要旨からうかがえる。当時は、否定的な見解を持つ委員が多く、速水優前総裁自身も否定的だった。また、インフレ目標は「リスク資産の購入や量的緩和など、日銀が不適切と考えるさまざまなデフレ脱却の手段を行使させる政治的なトロイの木馬である」との警戒感も強かった。日銀が拒否していたのは、経済学的理由というより政府の攻撃材料になると懸念した側面があるのかもしれない。

結局は否決されたが、二〇〇〇年八月のゼロ金利政策解除で政府の議決延期請求権が行使されたことに象徴されるように、政府と日銀の関係は良好ではなかった。しかし、量的緩和策を拡大し、日銀のデフレと戦う姿勢が鮮明になるにつれて、いったんインフレ目標政策も下火になる。

福井総裁の就任で政府との関係は大きく改善したが、いずれにせよ、インフレ目標政策が再び議論されだしたのは、量的緩和解除の出口条件として政府与党の一部からインフレ目標政策を採用すべしとの主張が出た昨年後半以降である。もっとも、政府・自民党も一枚岩ではなく、財務省の一部は「長期金利を高騰させる（国債価格が暴落する）のではないか」と危惧して支持していない。

結局、今年の三月の量的緩和解除時に、物価安定のため望ましいインフレ率の水準として、政策委員各自が個人の見解として数値を表明。その集約として「中長期的な物価安定の理解（『理解』）は〇―二%、委員の理解の中位値はおおむね一%の前後で分散していた」と日銀は公表した。

三月九日の記者会見で福井総裁は、この「理解」は目標でも参照値でもなく、インフレ目標と異なり、ルールベースの政策運営をするわけではない、「理解」を念頭に金融政策を行うが、政策運営自体はフォワードルッキングであり、総合判断で行うと説明した。

その一方で、インフレ目標を採用している国でも、機械的なルールベースの政策運営をしている国はほとんど存在しないことも述べている。つまり、現在は柔軟なインフレ目標政策の枠組みが主流であることも、暗に認めている。とすれば、英国、カナダ、豪州などの中銀が実践するインフレ目標政策との間の経済学的な距離は意外に近いかもしれない。

ただし、日銀はこれまで、「インフレ目標はルールであり機動的な政策の妨げとなる」と狭義に解釈して批判してきただけに、距離は近くても簡単には埋まらない。多くの中銀や学界の解釈のように、「柔軟な枠組み」と日銀が再解釈して採用する可能性は低く、何らかのインフレ目標採用を後押しする状況が生じない限り難しいだろう。

一方で、日銀の政策運営は、宣言されないインフレ目標政策が実行されていたグリーンスパン議長時代のFRBのスタンスに近づくと思われる。

以上のように、政治的にインフレ目標が採用される条件が整いつつあるように見える米国に対し、日本では、インフレ目標政策を宣言する可能性は低いものの、海外で主流である「柔軟なインフレ目標政策の枠組み」と実質的には似た政策運営を目指す可能性は高い。ただし、その場合、期待に働きかける効果や、透明性・説明責任の面で、十分な効果は期待できないだろう。

いとう・たかとし　50年生まれ。一橋大卒、ハーバード大博士。専門は国際金融

政治経済学の新潮流 >>下

日本経済新聞　2006年（平成18年）8月10日（木曜日）