

ポイント

主要中央銀行の望む物価上昇率は「2%」  
世界的金融危機の主因は監督当局の失敗  
ゼロ金利制約からの「のりしろ」が重要に

伊藤 隆敏 東京大学教授

2008年9月以降の世界の金融危機に対応するため、欧米各国は中央銀行のバランスシート(資産と負債)を急拡大させる非伝統的金融政策を相次いで導入した。その際、各中央銀行は望ましいインフレ率として「2%」に近い水準を強く意識して効果をあげた。一方、日銀はバランスシートの拡大に踏み込まず、日本は依然としてデフレ脱却のめざが立っていない。

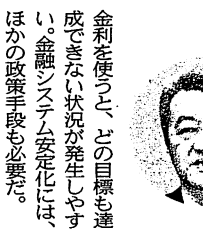


経済教室

日銀が採用してきた。主要国では日銀、欧州中央銀行(ECB)、そして米国の中央銀行にわたる連邦準備制度はインフレ目標政策を公式には採用していない。しかし「目標」ではないものの、暗黙的にインフレ率について、ECBは「2%以下だが、2%に近い数字」、米連邦準備制度も「1.5%、2%」とほぼ一致した数字を挙げている。日銀は昨年12月に「中長期的な物価安定の理解の明確化」を以て「消費者物価指数(CPI)」の前年比で2%以下のプラス領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考へてきたと示した。

今回の世界金融危機を経て「インフレ目標政策の限界が見えた」との批判がある。金融

日銀、長期の物価予測を



融危機の原因として、望ましいインフレ水準を掲げる欧米の中央銀行が、安定したCPI上昇率に安心して、金融市場のバブルを抑制できなかった、という論理である。しかし、この議論は金融政

脱デフレ姿勢明確に

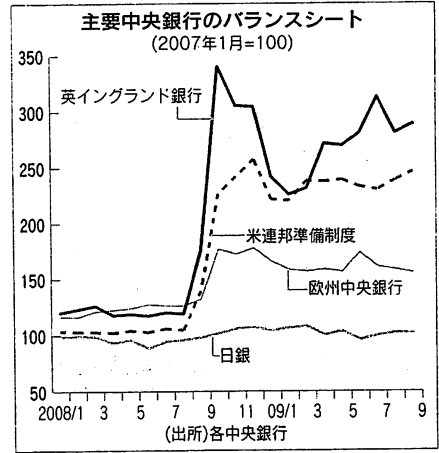
資産拡大策、欧米に見劣り

金利を使わず、どの目標も達成できない状況が発生しやすい。金融システム安定化には、ほかの政策手段も必要だ。たとえば、金融監督当局がリスクの高まり(銀行信用の急拡大、株値や地価の上昇)に応じて、銀行の資本規制、貸出担保率規制、特定産業への貸し出し集中の規制などができる権限をもつことである。さらに、金融システムに重大な影響をもつ金融機関が資本不足に陥ったときは、システム不安が起きないように

5割拡大した。しかし日銀は、今回の危機でバランスシートの拡大を全く行わなかった(グラフ参照)。米連邦公開市場委員会(FOMC)のメンバーは半年に1回、将来のインフレ率予想を公表している。リーマン・ショック直前の08年7月には足元のインフレ率が3%を超えていたものの、2年後のインフレ率はほぼ1.5〜2.0%に落ち書きと予想していた。ところがリーマン・ショック発生後、08年2月には、2年後のインフレ率予想の下限が0.2%まで落ち込み、なかなか追加的な金融政策の必要性を示唆するにいたった。さらに示唆がなければ、デフレに陥りかねない状況であった。ここでFOMCはそれまでの「2年先」の予想に加えて、リポートに「長期予想」の欄を設けた。これは「これ以上のショックが起きないという条件で、適切な金融政策のもとで収束する値」という条件付き予測で、1.5〜2.0%という数字を公表した。この条件付き長期予測は、ほぼインフレ目標政策の目標範囲と一致している。つまり、この米国の事実上のインフレ目標政策を採用していた。そのきっかけは、デフレ懸念だったのである。この長期予想の欄はその後も継続して、

形で、一時国有用化し業を続けながら清算手続きや身売りを進める強力な権限も与えられるべきである。今回の世界金融危機の主要な原因は、欧米の多くの国で金融監督当局が失敗した点にある。世界金融危機で欧米の景気は急速に悪化し、それまでのインフレの心配から、あつた言いつ間にデフレの心配へと変

おきらめていたのだろうか。その後、昨年12月には前述の「物価安定の理解の明確化」を発表して、すでにデフレ脱却にむけて動き出したように見える。今年1月の中間京核ではインフレ率予想もやや上昇した。しかし、まだ十分とはいえない。明確なインフレ目標政策の宣言は無理だと考へているにしても、せめて、米国のような「長期予測」を展望リポートに組み込むことが望ましいのではないかと、デフレから脱却できない日本については、さまざまな提案がなされてきた。その多くはゼロ金利であっても、ゼロ金利以外の非伝統的な景気刺激手段があるという提案だ。しかし、そもそも平時の目標インフレ率の下限に「のりしろ」をどうして1.5%以上の高めにしておけば、ゼロ金利に陥る可能性自体が減る。今年2月、国際通貨基金(IMF)のチーフ・エコノミストであるランシヤール氏が「オランダ」の「CPI」を大きく下げた。たとえばインフレ目標の中心を、4%に引き上げることは考えられないかと問題提起し、大論争を巻き起している。4%なら、ちよとぞとぞとではゼロ金利制約にひっかからないという考えだ。しかし、多くの中央銀行関係者はこの提案を否定的である。今回のような金融危機は頻りに起きるものではないが、4%のインフレ率はコストが高く、高インフレスパイラルに陥る可能性が高いという理由からである。しかし、ランシヤール氏の問題提起は単に極端だとして切り捨てるのではなく、今回の危機を経たような教訓を学んだのか、という視点で考えることが大切だ。ランシヤール論文の主要なテーマもそこにある。筆者の考えもひとつの重要な教訓は、インフレ目標政策が金融危機を経ても決して色あせることなく、むしろその重要性が確認できたことだ。



日銀もFOMCと同様、金融政策決定会合参加者の予測を「わゆる」展望リポートで年々公表している。昨年10月時点では、2年先(11年)度のインフレ率予想は、もともとの楽観的なでマイナス0.3%、悲観的なでマイナスイナ1%で、デフレ脱却は無理だと考へていたことが分かる。米国のような「長期予測」も形成していない。インフレ率を正の値にするのを

いとう・たかとし 50年生まれ。ハーバード大博士。専門は国際金融