

## インフレターゲット導入を巡る議論

### 【ポイント】

1. デフレ脱却に向けて「インフレターゲット」導入の議論が続いている。
2. 諸外国での導入事例は多いが、主目的はインフレの抑制であり、デフレ脱却のために導入した事例はない。また、物価安定下においても資産バブルの発生を避けなかった経験などから、近年は中長期的な視点に立った柔軟な制度運営が主流である。
3. わが国の金融政策は、既に実質的なインフレターゲットを導入済であるとも言える。その効果を最大化するため、政府・日銀が足並みを揃えた次の一手が期待される。

「インフレターゲット」という言葉を耳にする機会が増えた。政党の政策集や新聞のコラムにも頻繁に登場する一方で、世間一般では「聞いたことはあるが良く分からない」という声が多いのも事実である。ここでは入門編として、その概要と諸外国の導入事例、及びわが国における論点を紹介する。

### 1. インフレターゲットの概要と諸外国での導入事例

インフレターゲットとは、金融政策の目標を物価安定に絞り、中長期的なインフレ率の数値目標を明確にしたうえで、その目標の近くにインフレ率を誘導するように金融政策を行う枠組みである。1990年にニュージーランドが初めて導入<sup>1</sup>して以来、現在までに多くの中央銀行が採用している。また、明確には導入を表明していないものの、物価の安定的な水準の定義を示している ECB（欧州中央銀行）などの例もある。

導入事例として、ニュージーランド・カナダ・イギリス・スウェーデンの概要<sup>2</sup>をまとめたものが図表 1 である。各国に共通するのは①中央銀行の目的が物価安定にある ②中央銀行は金融政策を政府から独立して決定できる ③物価安定の目標を数字で表示する（指数は「消費者物価指数（CPI）」の上昇率）④物価安定の目標の時期を設定する ⑤政策の透明性を確保して説明責任を明確にする、といった点である<sup>3</sup>。一方、目標値の設定主体については、政府・中央銀行の合意、政府単独、中央銀行単独と 3 パターンに分かれている点が興味深い。

図表 1. 諸外国の導入事例

	ニュージーランド	カナダ	イギリス	スウェーデン
導入時期	1990年	1991年	1992年	1993年
物価指数	CPI総合	CPI総合	CPI総合	CPI総合
目標値	1～3%	1～3% 中心は2%	2%	2% ±1%
期間	中期	18～24ヵ月	妥当な期間	通常2年以内
設定主体	政府・中央銀行の合意	政府・中央銀行の合意	財務大臣	中央銀行総裁

（出所）上田（2008）、伊藤・林（2006）、白川（2008）より抜粋して富国生命作成

これら諸外国の事例で注目すべき

<sup>1</sup> ニュージーランドの導入時期については、財務大臣がインフレ目標を発表した 1988 年とする説と、最初の PTA (Policy Target Agreement : 政府と中央銀行の目標合意) が締結された 1990 年とする説がある。

<sup>2</sup> 上田晃三（2008）『インフレーション・ターゲティングの変貌』日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

<sup>3</sup> 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

点は、金融政策の透明性向上と中央銀行・インフレターゲットに対する信認が、制度運営には不可欠であるという点である。これら諸外国は手探りの状態で制度を導入したため、当然ながら当初は市場参加者や国民の信認が低かった。そのため各国の中央銀行はまず達成可能な目標を設定し、足元の高インフレを抑制するための厳格な制度運営を試みた。そして繰り返し目標を達成する一方、物価安定の意義や金融政策の根拠、将来の見通しについて丁寧に説明を重ねることで、金融政策の透明性を高めていった。その結果、徐々に中央銀行とインフレターゲット制度への信認が高まり、目標値への期待形成が高まるという好循環が生まれたのである。

しかし一方では、資産価格との関係をどう考えるか、という重要な問題も浮き彫りとなった。各国の中央銀行が数値目標とする CPI 上昇率には、株価や地価の価格変動は含まれていない。2000 年代初頭のイギリスでは、CPI 上昇率が 1% 程度と目標値の中にありながら、住宅価格が大幅な上昇を続けた。そのため、中央銀行は足元の物価が安定しているにもかかわらず、金融引き締めのために利上げを断行した。こうした経験から、近年では足元のインフレ目標値を達成するためだけに厳格な金融政策を実施するのではなく、資産価格の推移や将来のインフレ予想を考慮して、中長期的な経済の安定を目指すという視野から（これを「フォワード・ルッキング」的な政策運営と呼ぶ）、柔軟に枠組みを運営するようになっている。

## 2. 日本における議論

わが国においても、インフレターゲット導入の是非については議論が続いている。1999 年から 2003 年初頭にかけての日銀金融政策決定会合では、一部の審議委員からの導入提案があったこともあり、活発な議論の記録が当時の議事録に残されている。

結果的に、これまで明確にはインフレターゲットは導入されていない。その第一の理由は、デフレ下のゼロ金利状態で導入しても、通常の金融政策手段ではそれ以上の有効な手立てがない、という点である。ゼロ金利政策下での政策余地としては、日銀当座預金残高を金融政策の目標とする量的緩和政策、一定期間低金利を継続することを約束する時間軸政策、長期国債・社債・REIT（不動産投資信託）・ETF（上場投資信託）などの購入による中央銀行のバランスシート拡大などが挙げられるが、こうした「非伝統的」な金融政策はその波及経路が理論的に実証されておらず、市場にも歪みを生じさせかねない。想定した時期までにインフレ率の上昇目標を達成できなければ、中央銀行の信認を失うだけとなる可能性すらある。

第二の理由は、この制度をインフレ率引き上げのために導入した例はない、という点である。諸外国での多数の導入事例は、すべて高インフレ率の抑制及び安定化が目的であった。戦後の先進国で初めて長期のデフレに陥っているわが国が、先駆的にこの制度をデフレ脱却に活用しようとしても、市場や国民からの信頼を得るだけの理論的な裏づけがないままの賭けとなりかねない。

これらの他にも、インフレターゲットが期待に働きかける効果が不透明である、指標としてのコア CPI が妥当であるかどうか<sup>4)</sup>、あるいは制度導入による長期金利上昇で政府財政や民間の資金調達を苦しめる、という議論もある。いずれにせよ、デフレ脱却の手段としてのインフレターゲット導入は世界中を見ても過去に例がなく理論的な裏づけもないため、日銀は明確な導入に踏み切れていないのが実情である。

---

<sup>4</sup> 白川方明(2008)『現代の金融政策』日本経済新聞出版社

<sup>5</sup> わが国では、天候など不測の理由に左右される生鮮食料品を除いた消費者物価指数を「コア CPI」と呼ぶが、諸外国では生鮮食料品に加えエネルギー価格を除いた指数をコア CPI と定義している中央銀行もある。

---

### 3. 擬似的なインフレターゲットは導入済

一方では、擬似的なインフレターゲットが既に導入されているという見方もある。

金融政策の理念について、日銀法第二条では「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こと」と規定しているが、物価が安定していると日銀が判断する物価上昇率の具体的な水準（「中長期的な物価安定の理解」という）はコアCPI上昇率で2%以下のプラスの領域であり、「その中心は1%」である。こうした背景をもとに、昨年10月の金融緩和では実質ゼロ金利を導入しつつ、「物価の安定が展望できるまで実質ゼロ金利を継続する」、つまりコアCPI上昇率が1%を超える見通しが立つまでは金融緩和を継続する方針を打ち出した。これは実質的には目標値1%のインフレターゲットを導入しているのとほぼ同義であり、インフレターゲット導入国との違いは目標値達成に向けた中央銀行のコミット及び説明責任がないという点だけである。そうした意味で、制度を既に導入している諸外国とわが国の金融政策には、ほとんど違いはなくなっている。

にもかかわらず、長引くデフレの継続や円高の進行を受け、政治からのインフレターゲット導入圧力は引き続き強い。導入を主張する政治家の論調からはむしろ、インフレ目標の数字だけが一人歩きをしてしまい、期限までに目標を達成するためにはいかなる手段も辞さない、という過度の風圧の方が懸念されてしまう。

図表2. コアCPIの推移と「中長期的な物価安定の理解」



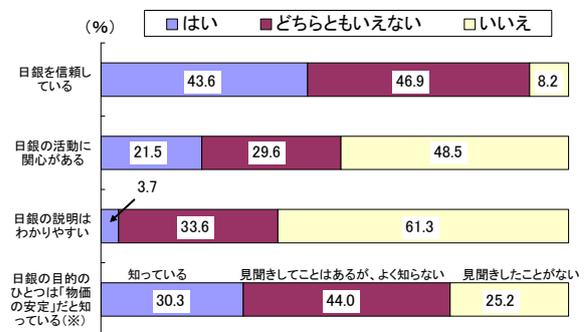
### 4. 政府・日銀の協調が不可欠

既に実質的なインフレターゲットを導入しているとも言えるわが国で求められているのは、金融政策をより広範に浸透させる日銀の一層の努力と、金融政策を後押しする政治の強いリーダーシップである。金融政策の運営には、その目的・手法に対する市場や国民の理解が不可欠であるが、わが国では金融政策の変更がサプライズと映ることも多いのが現状である。公表資料や要人会見などを通じた政策の透明性は既に世界でもトップクラスにあるため、今後は政策の波及経路や背景にある考え方を分かりやすく、そして粘り強く説明を重ねる努力が日銀に求められよう。一方、政府には金融政策と整合的な政策運営が望まれる。日本経済が持続的な成長に復帰できる、将来には明るい未来が待っているという道筋を為政者が示すことで人々の成長期待が高まれば、家計や企業の消費・投資スタンスや資産価格に好影響を及ぼすこととなり、金融政策との相乗効果が生まれよう。

穏やかなお正月とともにスタートしたばかりの2011年、日本経済は兎のごとく跳ねることができただろうか。ちょっと気が早いですが、龍のごとく天高く上昇する2012年に向けて、まずは政府・日銀が足並みの揃った一步を踏み出すことを期待したい。

(資金債券グループ 山本 琢生)

図表3. 日銀に対する関心や認知度・評価



(資料)日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」(第42回)より抜粋して富国生命作成(備考)※は他と回答が異なる