

インフレーション・ターゲティング論(3)

東 忠 尚

An Essay On Inflation Targeting (3)

HIGASHI, Tadahisa

Abstract

In the 1990s the policy of Inflation Targeting was introduced by about 50 countries to curtail hyper inflation, and it has been successful. However, nowadays the most critical problem in Japan is rather to reduce the deflation gap and to get out of the liquidity trap.

Therefore it is debating whether Inflation Targeting will be effective enough to overcome deflation or not. Many academic economists and politicians insist that Inflation Targeting, as an antideflation means, will convert deflationary sentiment to inflationary sentiment to raise the rate of general prices and increase output.

However, it is not clear how the transmission mechanism will work to create anticipated inflation and increase output. Moreover, causing anticipated inflation will be possible to push up interest rates, wage rates and suppress output. It is controversial from the theoretical and practical points of view.

Instead, we should watch signs that the expanding monetary policy such as increasing monetary base introduced by the Bank of Japan in march 2001 will lead to. In fact we observe that the rate of general prices are beginning to show an upward tendency and business conditions have been brighter since the latter part of last year.

キーワード

デフレ・ギャップ deflation gap / インフレ期待 anticipated inflation

フィリップス曲線 Philips curve / 自然失業率 natural rate of unemployment

目 次

1 . はじめに

2 . 論点整理

3 . スキームの概要

(1) 目標の設定者

(2) インフレの定義

(3) インフレ率の設定

(4) 結果責任

4 . スキーム導入の背景

(1) マクロ経済政策運営の思想変化

(2) スタグフレーションからの脱却

(3) 変動相場制度への移行

(4) マネタリー・ターゲティングの信認低下

(5) 政策運営の透明性

5 . インフレーション・ターゲティングの位置づけ

6. 理論的根拠
 - (1) 動学的不整合性と信認の問題
 - (2) 自由裁量型政策行動
 - (3) 政治的景気循環論
7. 「インフレ対策」としてのインフレーション・ターゲティング
 - (以上 前号)
8. 「デフレ対策」としてのインフレ目標論の論拠
 - (1) デフレーション・スパイラルの発生
 - (2) インフレ目標の政策対応
 - (3) インフレ目標政策の利点
9. 「デフレ対策」としてのインフレ目標論の欠陥
 - (1) デフレーションの性格吟味
 - (2) デフレ・スパイラル論に対する反論
 - (3) わが国のデフレの特色
 - (4) インフレ期待という幻想
 - (5) 政策手段に対する疑問
10. 総括
 - (1) 「物価の安定」をめぐる
 - (2) インフレーション・ターゲティング政策の評価

8. 「デフレ対策」としてのインフレ目標論の論拠

前号まで検討してきたインフレーション・ターゲティングという政策は、あくまで「インフレをいかに抑制して物価の安定を確保するか」としてのものであった。1930年代の恐慌を境に、金本位制度から離脱して管理通貨制度に移行するとともに、経済成長と完全雇用の追及、さらには福祉社会の実現にプライオリティがおかれるようになってから、中央銀行の使命はもっぱらインフレーションとの戦いの歴史であり、その実現のために、政策をめぐる政府との関係、あるいは政策手段について、いろいろ試行錯誤が行われてきた。もちろん、各国の政治・社会・経済状況はそれぞれ異なるが、多くの国において、政府との関係に折り合いをつけながら、目標を明示しつつ、中央銀行の責任においてインフレを

抑制する手段のひとつとして採用されるに至ったのが、インフレーション・ターゲティングである。まさに「インフレ対策」としての政策である。

しかも、この政策が1990年代に数十カ国で採用され、その殆どの国において、ハイパー・インフレーションの抑制に成功し、物価の安定を実現するとともに、経済はおおむね成長軌道にはいりつつあるところから、高く評価されるようになった。もちろん、その背景には冷戦構造の解体に伴う低い労働コストをバックとする供給力の増加、市場の拡大に伴うメガ・コンペティションの発生といった環境に恵まれた点も多々あったことも否めない。この政策の理論的・実証的評価は今後待たねばならないことはいうまでもない。

しかしながら、いずれにしてもこの政策の成功体験から、世界経済が目下直面している供給超過に基づくデフレーションの克服にも適用できるのではないかとの期待が高まっている。とくに、すでに13年に及ぶ不況に苦しむわが国の「デフレ対策」として採用すべきという議論は、内外の多くの学者、政府高官、政治家から強く主張されている。インフレーション・ターゲティングという政策が、果たして「デフレ対策」として有効なものであるのか、本稿で取り上げることとしたい。

そこで、まず最初に、インフレーション・ターゲティングの政策が、現在わが国が直面するデフレーションにたいする施策として有効であると主張する論拠についてまとめておこう。

(1) デフレーション・スパイラルの発生

インフレ・ターゲット論者は、現在のデフレーションを、まず第一に需要不足に伴うデ

フレ・ギャップに基づくものであり、それによって物価の下落が生じていると指摘している。そして物価の下落は、企業にとっては売上高の減少をもたらす、利益の減少ないし赤字を招く。その結果、投資および雇用の圧縮を余儀なくされて、需給ギャップは拡大、物価はさらに下落するという、いわゆるデフレ・スパイラルを起しているともみている。

第二は、物価の下落に伴う債務負担の増加である。パブルの崩壊以降、資産価格の下落は債務者を直撃している。過剰債務を抱える企業は、債務返済余力をなくして、資産の売却を余儀なくされている。このことがさらに資産価格の下落を呼び、資産デフレ・スパイラルを招いている。いわゆるフィッシャーのデット・デフレーションの現象である。

第三は、日本銀行がデフレ対策として、量的緩和によってゼロ金利政策を継続している状況下では、これ以上名目金利を引き下げることが事実上不可能である。しかも、将来の債券価格の下落によってキャピタル・ロスが見込まれる状況では、通貨量の量的拡大をはかっても投資や消費の増加には結びつかない。貨幣需要の弾力性は無限大の状態にある。日本経済は、いわゆる流動性の罠に陥っている。

第四は、金融機関が多額の不良債権を抱えているため、実質的な自己資本比率が低下している点である。このため、貸し出し余力に乏しいだけでなく、デフレ下において新規の不良債権の発生を恐れて、優良企業以外に対して貸し渋りの姿勢を強めている。中小企業に対しては、さらに貸し剥がしの拳にでているとさえいわれている。いわゆるクレジット・クランチの現象である。

第五は、実質金利に関する点である。日本銀行の金融緩和政策によって、名目金利はほぼゼロの水準にまで低下している。しかしな

がら、フィッシャーの方程式が示すように、 $\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{物価上昇率}$ の関係が成り立つ。したがって、名目金利がゼロであるにもかかわらず、物価上昇率がマイナスであるかぎり、実質金利はむしろプラスの状態にある。このことは、名目金利をゼロ以下に下げられない限り、デフレを解消しなければ、実質金利はプラスの水準にとどまることを意味する。金融政策の限界を示すのみならず、投資活動に対して抑制的に働き、デフレを一層促進することになる。

こうした主張の背景には、1920年代後半から1930年代初頭における米国の大恐慌ならびにわが国における金融恐慌の生々しい経験があることは否めない。当時の米国フーバー大統領は、復興金融公庫を設け、破綻した金融機関や鉄道会社の救済に乗り出しているが、これらの措置は金本位制度を堅持し、財政規律を重視する伝統的な政策の例外措置と受け止められていた。また、わが国でも金本位制度への復帰をめざした井上財政のデフレ政策堅持の下で、事態を悪化させていった。インフレ目標を主張する論者は、こうした事態を再び惹起してはならないとの熱意に裏付けられた面が大きいように見受けられる。

(2) インフレ目標の政策対応

以上のような見解に基づいて、インフレーション・ターゲティングを支持する論者は、デフレーションから脱却するためにインフレーションを起すことが必要であり、その方向と水準を示すためにもインフレ目標を明示すべきであると主張する。

それらには、多くのニュアンスがあって一概に整理することは難しいが、大別すると次の三つに分類されよう。

そのひとつは、貨幣数量説に立つ考え方である。現在の日本銀行による量的緩和はペー

スマネーの上積みにとどまっていた、マネーサプライの増加につながっていないと指摘している。彼らの主張は、「インフレやデフレはあくまで貨幣的現象である」との見地から、日本銀行は非伝統的手段をも駆使していっそうの量的緩和を実施すべきであるというものである。

第二は、Krugman が指摘するように、人々の持つ期待をマイナスからプラスに転じさせることが肝要であり、そのためにも日本銀行はインフレ目標を明示すべきであると主張する。このことは、Krugman [1998] の「流動性の罨にはまった国　つまりマネーサプライを増やしても何の影響も無いところ　がインフレを実現するにはどうすればいいか。それは信用だ。もし中央銀行が、可能な限りの手を使ってインフレを実現すると信用できる形で約束できて、さらにインフレが起きてもそれを歓迎すると信用できる形で約束すれば、それは現在の金融政策を通じた直接的な手綱をまったく使わなくても、インフレ期待を増大させることができる」という見解に集約されよう。要するに、「今日の」貨幣量を増加させても効果はない。むしろ将来もひきつづき貨幣量を増加しつづけると日本銀行が約束し、しかもそれを人々が信用することによってはじめて、インフレ期待が生まれる。それにデフレからの脱却を期待するというものである。

第三は、名目金利をマイナスにすることによりインフレを起すべきであると言う主張である。現在の名目金利ゼロの状態では、実質金利がプラスのまま高止まりしていて、景気に悪影響を及ぼしている。そこで、保有貨幣・預金にマイナスの税ないしマイナスの金利をつけることにより、支出を増やそうと言う狙いである。

こうしたさまざまな議論があるが、それぞ

れが画くインフレの目標率についてもいろいろの意見がある。一般にいわれるように、調整インフレ論から、緩やかなりフレーションにいたるまで。たとえば、Posen [1998] は、当初3%の目標を掲げ、長期的には2%の水準を設定すべきであると主張している。そのほか、Cargill Hutchison and Ito [2002] は1~3%前後の目標率を設定するように提案している。

これに対して Krugman [1998, 1999] は、インフレとインフレ期待を4%まで引き上げ、その水準を15年間維持すべきであるとしている。

インフレ目標を採用することによるメリットはなにか。もちろん、現状のデフレからの脱却の手段であるが、その論者の一人である中原伸之 [2002] は、以上みてきた論議をふまえて、次の4点に纏めている。

第一は、中央銀行が強い決意を持って物価目標を示すことによって期待に働きかける効果である。今日の日本の状況からすれば、デフレ・マインドの払拭ということになる。

第二は、中央銀行が目標を明示することにより、金融政策のアカウンタビリティが明確になり、政策の透明性が高まって、人々の信認を得る。

第三は、目標を明示するということは、中央銀行ならびに金融政策に対する政治的な介入を避けることができる。

第四は、中央銀行がインフレ率、GDPなどの経済指標の予測を公表することによって、フォワードルッキングな金融政策を実施することができるうえ、国民との対話の可能性も高まる、と主張している。

けだし、スタグフレーションに悩んでいた国、あるいは為替アタックから変動相場制に移行を余儀なくされていた国、さらにはマネタリー・ターゲティングが効力を失っていた

国において、インフレーション・ターゲティングを採用するメリットは大きいものがあった。しかも、それは、政策目標の明確性、政策プロセスの透明性が確保する意味での有効性があったことは事実であった。

しかしながら一方、それが現在わが国が直面する「デフレ対策」としても有効であるかどうかは別の問題である。

9. 「デフレ対策」としてのインフレ目標の欠陥

(1) デフレーションの性格吟味

1990年以降、わが国の物価指数は低下傾向を示し、1998年以降は前年の水準を下回るマイナス傾向を辿っていることは事実である。この間の名目成長率もマイナスをつけている。これをもって、インフレ目標論者は需要不足に基づくデフレ・ギャップが存在し、デフレ・スパイラルに陥っていると指摘している。果たしてそうであろうか。

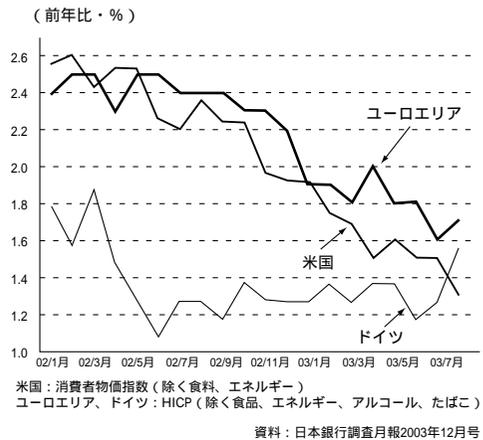
確かに、わが国経済はバブル崩壊後、長年にわたる景気低迷をつづけ、物価の下落、すなわちデフレーションを招いてきた。その主因としては、内需の不振によるところが大きいことは否定し得ないところであろうが、それだけに帰することは社会・経済の趨勢を見誤ることになりかねない。

池尾和人[2003]が指摘するように、1990年代に入り世界経済は供給超過と技術革新に伴って、下方屈折の局面に入っている面も見逃しえない。

すなわち、冷戦構造の終結によって、市場規模が従来の西側先進国の総人口10億人から、共産圏に加え、エマージング諸国の参加によって、40億人に膨らむに至った。その大半は低所得である一方、かなりの低賃金コストでの参加であるため、世界経済は供給過

剩、ロウ・プレッシャー・エコノミーの様相を示している。わが国においても、農産物や軽工業品をはじめ中国を中心とする低価格の商品に席卷されていることは周知の事実である。こうした現象は、(図1)でみるように、欧米の消費者物価指数の動きからみてとれる。

(図1) 消費者物価指数(コア)の推移

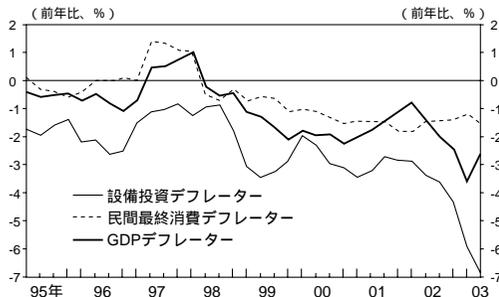


なお、一部の識者は、わが国のGDPに対する中国の輸入額は3%程度であるから、その影響度は軽微であると指摘しているが、業界では、わずかに少量でも安価な商品が出回った場合、それに対抗して値下げせざるを得ないのが実情であって、いわゆる「一物一価の法則」が働いている。

このことは当然のことながら、企業のビヘービアに大きな影響を与えている。まず第一に、安い労働力を求めて発展途上国に生産拠点を移転する行動にでている。最近では、大企業だけでなく中小企業の多くまでが進出している。国内生産の空洞化現象であり、国内投資や雇用に影響を及ぼしている。また、企業としては、海外の低価格に対応するために懸命なリストラを進めている。なかでも固定費削減の一環として雇用形態の見直しに着手し、人件費の圧縮を図っている。

一方、1990年代の大きな変革のひとつに、IT革命を中心とする技術革新がある。ITの各分野への普及は、1990年代に入り目覚ましいものがあり、生産性の向上をもたらしている。しかも、IT絡みの設備投資ならびにその関連製品の品質向上は日進月歩をつづけており、またそれにつけて価格は急速に値を下げている。このことは、(図2)でみるように、設備投資デフレーターの落ち込みが他と比べて大きいことからもうかがわれる。

(図2) GDPデフレーターの推移



資料：日本銀行調査月報2003年12月号

以上要するに、今日においてみられるデフレーションの現象は、需要不足に基づく逆ダイヤモンド・プールによって、需要曲線が左方にシフトしたことによるほか、逆コスト・プッシュに伴う供給曲線が右方にシフトした結果によるものと理解すべきであろう。換言すれば、わが国の物価事情が様々な慣行、規制などからの内外価格差、あるいは貿易財と非貿易財、工業製品と農産物、サービス製品の間にみられた二重価格が、グローバル化の下で、また企業のリストラによって、解消されつつあるプロセスとみることもできよう。

こうした議論は、物価の下落を「良い物価」と「悪い物価」に分けてデフレーションを容認する意見として批判されがちである。そして、デフレーションはすべて企業の業績不振、

さらには倒産を招くと同時に、所得の減少、失業の増大、これに伴う財政の赤字拡大をもたらすので、社会の厚生観点からみても、インフレーションよりも社会悪であると主張し、インフレ目標の導入を強く求めている。

しかしながら、インフレ目標は物価水準をおしなべて引き上げる措置である。今日のデフレーションが前述したように、供給サイドに基づく側面があるとすれば、決して好ましい施策とは言いがたい。世界的に大競争時代に入っている現状において、また企業が懸命なりストラによってコスト削減を図っている状況下において、インフレーションをあえて起すということは、国際競争力強化に逆行するものであり、また競争力の無い企業を温存しかねない。わが国において、農業、建設、サービスなどの分野には、今なお淘汰されるべき企業が残存していて、景気の回復を遅らせている点も直視すべきであろう。

(2) デフレ・スパイラル論に対する反論

ここで、インフレ目標を主張する論者が、物価の下落が下落を呼ぶという、いわゆるデフレ・スパイラルの図式をみておこう。

デフレ・スパイラルの論理は、物価の下落が企業の名目売上高を減少させるため、利益の縮小、ないし赤字を余儀なくされる。その結果、投資や雇用を圧縮するため、需要はますます減少して物価がさらに下落するというものである。しかしながら、この論理にはやや無理がある。小菅伸彦[2003]が指摘しているように、物価の下落が名目売上高を引き下げるのは事実として、他方では企業の購入する製品、半製品、原材料の価格も下がっているはずである。デフレーションは必ずしも利益縮小につながるし、スパイラルを起すわけではない。

さらに付言すれば、物価の下落には「良い下落」というものはない、という議論について触れておこう。

ここで、生産物の価格を P 、生産量を X 、一人当たりの賃金を W 雇用者数 L と表すと、次の式が成り立つ。

$$\frac{WL}{PX} = \frac{W}{P} \frac{L}{X}$$

WL は賃金総額、 PX は売上高であるから、左辺は売上高賃金比率を示している。一方、 W/P は実質賃金、 X/L は労働の生産性を示している。したがって、物価の下落による実質賃金の上昇が労働の生産性を上回れば、企業の利益は圧縮されることとなる。逆に労働生産性の上昇が実質賃金のそれを上回れば、企業の利益は拡大することになる。後者はまさに「よい物価の下落」である(小菅伸彦[2003]が詳しい)。

なお、フィッシャーのデット・デフレーションについても付言しておきたい。要するに、債権・債務の契約は名目の金額で締結されるので、物価下落に伴って、債務者の負担が過重になり、資産の投売りに始まってさらなるデフレを招くという論法である。確かに、インフレのときは、債務者に、デフレのときには債権者に所得移転が起きることは間違いない。しかし、デフレのときに債務者にマイナスに働けば、同時に債権者にはプラスに作用する。後者にはピグー効果が働いて景気拡大効果がある。この場合、債権者の支出拡大と債務者の支出縮小のどちらが大きいかによって物価が上向くか、下向くかが決まるはずである。わが国の現状をみると、過重債務を抱える企業は確かに債務の返済に追われていて、新規投資をする余裕はない。しかし一方、その他の企業では、リストラも完了して新規投資に立ち上がり始めている。また、家

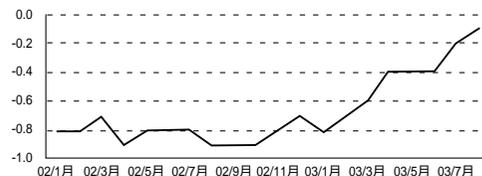
計部門はもともと債権額が住宅ローンなどの債務額を上回っていることなどを勘案すれば、デフレ・スパイラルを起すと結論づけるのは、論理的にも、また現実的にも無理があるものと思われる。

(3) わが国のデフレの特色

ここで、デフレ・スパイラルとインフレ目標との関係を整理しておこう。最近のわが国の消費者物価指数(除く生鮮食料品)の動きをみると、2001年、2002年の2年連続して前年比マイナス0.8%であったものが、2003年の後半からプラス・マイナス0%近辺にまで戻ってきている。景気の回復は本物かどうかは別として、一時騒がれた1930年代恐慌の再来とか、デフレ・スパイラルへの突入の懸念は消えつつあるものと思われる。もちろん、2003年の診療報酬やタバコ税の引き上げ、冷夏に伴う米価の値上がりといった一時的要因に影響されている面もあるが、基本的には内外需の拡大や規制緩和による景気の回復、企業のリストラの進展、技術革新による生産性の向上、さらには2001年3月に実施された日本銀行の量的緩和によるゼロ金利政策の効果が始めてきたものと思われる。

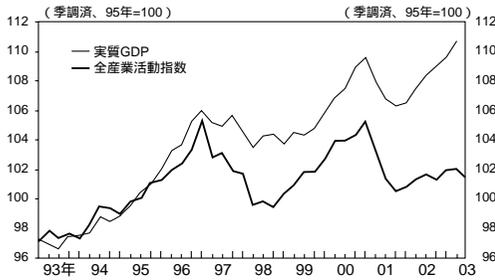
そのことは、(図3)の消費者物価指数(除く生鮮食料品)、(図4)の実質GDPの動きから察知できよう。

(図3) わが国の消費者物価指数(コア)



資料：日本銀行調査月報2003年12月号

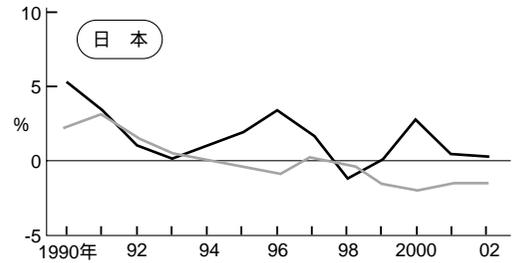
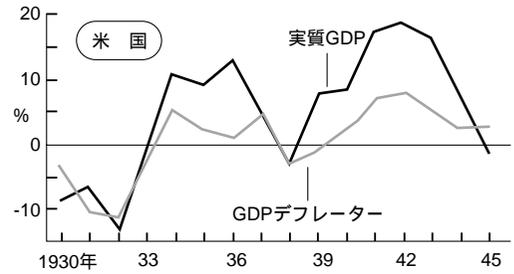
(図4) 実質GDPと全産業活動指数



(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「第三次産業活動指数」

以上のことから分かるように、今回のわが国の直面しているデフレーションは、需要不足に伴うケインズ効果に加え、物価の下落に伴ってデフレ期待が形成され買い控え、投資控えが生じたというマンデル効果が生じたことは事実であるが、1930年代にみられたように、金本位制度と貿易体制の足かせや、第一次産品の世界的低迷と、それに伴う資源輸出国の窮乏化などといった事態は発生せず、GDP、雇用、物価面の落ち込みは軽微にとどまった。しかしながら、前述したように、中国のWTO加盟に象徴される貿易の自由化、中進国の経済成長などの影響から、わが国企業はリストラに迫られ、物価を下落させざるをえなかったという供給面が作用した面が強かったというのが、今回のデフレの特色である。この点、林敏彦[2003]は明解に説明している。(図5)は、林の示したものである。これによれば、大恐慌時の米国では、需要側の要因が強く働いたため、GDPの成長率と物価の上昇率は同調的な動きを示した。それに対して、今回の日本の動きをみると、両者の動きは逆の方向を示していて、供給側の要因がかなり強く働いていると、指摘している。

(図5) 大恐慌時の米国と現在の日本の比較 (前年比伸び率)



(出所) 日米の国民所得統計
(資料) 日本経済新聞2003年3月28日

このように、わが国が直面している物価動向は、需要・供給のあらゆる要因が複合的に絡み合っている。とくに、グローバル化が進んでいる中であって、社会・経済システムの転換、構造改革に取り組む中での景気回復を図らねばならない状況にあって、インフレを起して物価をただ上げるべきであるというインフレ目標を金融政策の軸に据えることは好ましい措置とは言いがたい。生産性の低い分野や企業を温存することになり、また内外価格差の解消が遅々として進まないことになろう。

(4) インフレ期待という幻想

「デフレ対策」としてのインフレ目標の最大の弱点は、その政策がいかなるトランスマッション・メカニズムを通じて目標を実現できるのかが明らかでない点であろう。その論者の殆どが、中央銀行がインフレ目標を宣言すれば、従来支配的であったデフレ心理が払拭されて、「インフレ期待」が生じて物価が

上昇に転じ、GDPの拡大につながると主張している。

調整インフレを強く主張する Krugman は、インフレ期待4%に上昇させ、その水準を15年間維持するよう求めている。しかしながら、どのようにしてインフレ期待を引き上げるべきかになるとかなり曖昧である。その点に関しては、「インフレ期待の(期待)の部分」が重要である。みんながそうなると思えば、それは実現する。できません、やれませんが、と言いつつやっているから、みんな本気でないと思って期待は実現しなくなってしまう」と、述べている。

浜田宏一[2003]も、「デフレ期待が払拭されれば、信用乗数も回復するし、デフレ期待の払拭のために、インフレ目標が有効なのである」と主張し、さらに「通貨の保蔵・退蔵の傾向を防ぐには、デフレ期待の解消が何よりも有効である。ここでもまた、インフレ目標が通貨速度を増加する手段であることを理解していただきたい」といわれても、なぜそうなるのか、その論理的筋道は不明であって理解に苦しむ。

伊藤隆敏、トーマス・カーギル、マイケル・ハッチソン[2002]は、「インフレーション・ターゲティングは、デフレ下で、インフレ期待を高めるということである。もしこの期待の変化が実際にインフレが起こる前に起こったら、この政策は成功である」と、述べている。

このように、インフレ目標を掲げることによって、デフレ心理が払拭されるのであれば、申し分ないのであるが、なぜそうなるのかを説明されない限り、それは、単に呪文のようなものに過ぎなくなる。

日本銀行は、2001年3月に、ゼロ金利近傍の下での金融政策を、従来の金利操作から量的緩和政策に転換するとともに、消費者物

価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、量的緩和政策を継続することをコミットしている。しかも、ゼロ%以上とは一時的なものではなくて、基調的な動きと判断されるまでは量的緩和をつづけることを約束している。このことは、実質的には明らかにインフレ目標と同内容のものである。これにもとづき、日銀当座預金残高は30~35兆円に積み上がっている。しかしながら、マネタリー・ベースの増加にもかかわらず、マネー・サプライの拡大につながっていない。それは、「インフレを起します」という宣言だけでインフレ期待が惹起するわけがないことを証明している。实体经济の回復なくして、期待をデフレからインフレに転換させることは難しい。その意味で、現在の量的緩和政策が、Friedmanの指摘するように、2年程度のタイム・ラグを伴って实体经济に波及していけば、それにつれて、インフレ期待が生じてくると考えるのが筋であろう。

ここで、いま少しインフレ期待の効果について論理的に詰めて置きたい。もし物価が上昇することが予見されるならば、労働者にとって実質賃金の切り下げになるわけだから、賃上げ要求することになる。一方、雇用者にしても物価上昇に伴って製品価格への転嫁が可能になるので賃上げ要求に応じ易い。また、ゼロ金利の下では貨幣と債券の代替性が強まっているが、インフレ期待の上昇に伴って長期金利の上昇は避けられない。こうした結果、インフレ期待の上昇は、物価ならびに金利の上昇を招き、産出量の増加に繋がるとはいえない。つまり、前述したように、Fisherの方程式、 $\text{実質利子率} = \text{名目利子率} - \text{予想物価上昇率}$

の関係から、インフレ目標論者は、現在、名目利子率がゼロの水準にあり、予想物価上昇率がマイナスの状態にあるので、実質利子率

はむしろプラスの水準に高どまっていて、景気の足を引っ張っていると主張している。そこで、予想物価上昇率をプラスに転じさせ、実質利率を引き下げするために、貨幣数量を増大させるとする。その結果、一時的には実質利率の下落は可能であろう。しかしながら、実質利率は節儉や資本の生産性といった実物的な要因によって決定されるので、やがては本来の水準に戻ることになる。その一方で、貨幣数量の増大に伴って物価が上昇するので、人々の予想物価上昇率も上昇するため、上記の方程式から名目利率も上昇することにならざるをえない。

その結果を次のモデルで検討することしよう。

$$Y = Y^* + a(m - \pi) + u$$

インフレ型総需要曲線

$$\pi = \pi^e + b(Y - Y^*) + v$$

インフレ型総供給曲線

Y は産出量、 Y^* は自然失業率レベルの産出量、 m は貨幣供給の増加率、 π は物価上昇率、 π^e は予想物価上昇率、 u と v は、予測不可能な不規則攪乱項で数学的期待値はゼロと仮定する。

次に、総需要曲線の式の期待値をとると、

$$E(Y) = Y^* + a[E(m) - E(\pi)]$$

と書き表せる。ここで、合理的期待の仮定を導入すると $\pi^e = E(\pi)$ であり、 $Y^* = E(Y)$ であるから、

$$\pi^e = E(m)$$

が成立する。つまり、予想物価上昇率は貨幣供給量増加率の期待値と等しくなる。そこで、総供給曲線に上式を代入すると、

$$\pi = E(m) + b(Y - Y^*) + v$$

これを総需要曲線に代入すれば、次の式が得られる。

$$Y = Y^* + \frac{a}{1+ab} [m - E(m)] + \frac{u - av}{1+ab}$$

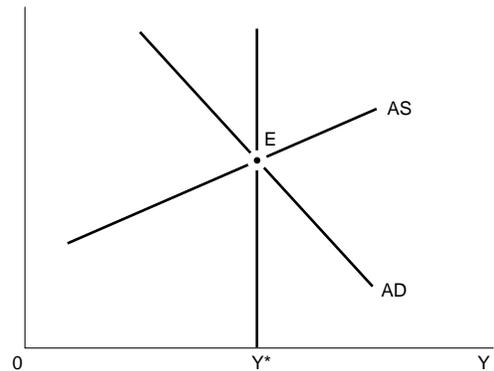
もしここで、 $E(m) = m$ であれば、 Y は攪乱

項を除いて、 Y^* と一致する。

人々が貨幣供給量の増加率 m を予見できれば、一時的な攪乱を除けば、実質産出量 Y に影響を及ぼさない事を意味する。

この関係を表したのが、(図6)である。 m をいかに増加させても、総供給曲線 (AS) と総需要曲線 (AD) の交点は Y^* の垂直線上に位置する。つまり、实体经济が変化しない限り、インフレ期待を引き上げるために貨幣供給量のみを増大させても、スタグフレーションを招く可能性を示唆している。

(図6) インフレ型需給曲線



(5) 政策手段に対する疑問

現在、内需の盛り上がり欠ける一方で、構造的な諸要因も絡んでデフレからの脱却に苦しんでいる状況において、インフレーションを惹き起こすことを先決とするインフレ目標論者は、従来の正統的な金融政策では生ぬるいとして、非正統的な手段を緊急に打ち出すことを主張している。

その最大の眼目は、ヘリコプター・マネー供給の主張であろう。日本銀行がマネタリー・ベースの資金を潤沢に供給しているにもかかわらず、実需が弱いためマネー・サプライの増大に繋がらない現状に鑑み、日本銀行は、債券、株式は言うに及ばず、不動産まで

買いまくることを提案している。

確かに、現在のデフレ状況は、物価の下落にとどまらず、丸尾直美[2003]が指摘するように、資産デフレの様相をも示していて、それが景気の回復を遅らせている面があることも否定できない。しかしながら、中央銀行の通貨供給は、あくまで公平・公正なルートを通じて行われるべきであって、一部のみに利害を及ぼすような政策は、中央銀行の信認を損ねることになる。特定の資産を購入することが、国民経済にとって好ましいかどうかの判断は、政府の政策事項である。したがって、政府が資産を購入するための原資を国債の発行に頼る場合、中央銀行は国債の購入というルートで資金を供給することもありえよう。特定の資産を購入するという選択は好ましくない。不況対策で100兆円におよぶ赤字国債が発行されたにもかかわらず、景気は浮揚しないばかりか、巨額の政府債務を抱えていることを考えれば、これ以上財政悪化を招く措置は、現実的でない。むしろ、財政資金の投入にもかかわらず、なぜ景気が好転しなかったのかを考えるべきであろう。

日本銀行にヘリコプター・マネーの供給を実現させれば、確実にインフレーションは起きるであろう。その結果、国債価格の暴落を招き、金融機関に新たな不良債権が発生し、日本の通貨システムは混乱、崩壊の危険すらあることを覚悟しなければならない。

デフレからの脱却のために、マイナス金利を提唱する者もいる。預金にマイナスの金利を、また貨幣を保有することに一種の税金を課することにより消費を喚起し、景気の上昇を期待する施策である。論理的には考えうる提案と思えるが、その副作用を勘案した場合、あまりにも危険な施策と言わざるを得ない。

デフレ脱却の第三の主張は、円の為替レートの切り下げである。その代表は、Svensson

[2003]である。彼の主張は、まずインフレ目標値とそれに至るまでの経路を明示したうえで、1ドルを150円前後の大幅な切り下げ、しかも物価の上昇が定着するまで固定レートとする。そして、物価が当初の目標水準で安定すれば、変動相場制に戻すというものである。しかしながら、グローバル化が進んでいる今日において、一国の利益のためだけで為替相場のシステムをいじることは難しい。しかも、他国を犠牲にする提案が世界で通用するとは思えない。

10. 総括

(1) 「物価の安定」をめぐる

社会経済の健全な発展の前提のひとつとして、「物価の安定」があげられている。通貨の独占的な発行権を委ねられている中央銀行の最大の責務は、物価の安定であること当然至極なことである。ただ、「物価安定」については、その国のおかれた状況によって、その捉え方にかなりの違いがみられる。

1970年代以降、スタグフレーションに見舞われ、しかも政府に対してして中央銀行の独立性の弱い国々では、その弱点を克服する見地から、客観的な金融政策目標を設定し、中央銀行にその実現を委任するという意味で、インフレ・ターゲティングを採用する傾向が強かった。主としてアングロサクソン系に多く見られたが、最近では同様の状況にある中欧諸国や発展途上国でも多く採用されるに至った。

しかし、インフレの度合いが小さく、自力で制御しえた国、あるいは中央銀行の政府に対する独立性の高い国では、むしろ金融政策の運営として、物価の安定を基軸にその他の経済指標の動きをも総合判断した、best judgementを採用している。日本銀行では

「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」(日銀法第2条)を政策理念として、金融政策の運営に当たっている。欧州中央銀行では、国民にインフレ・アレルギーが強く、それがゆえに中央銀行の独立性の高かったドイツ・ブンデス・バンクを範として創設された経緯もあり、法律上で「物価の安定」を政策目標の第一義と掲げていて、その運営は best judgement を主体とするものである。一方、米国では、金融政策の目標として、「物価の安定」と並んで、「最大の雇用」、「安定した長期金利」が挙げられているなど、「物価の安定」の捉え方に微妙な違いがみられる。

そこで、「物価の安定」なるものの中身について吟味しておく必要がある。

まず、形式論だが、物価を表す指数としてはいくつも存在するが、速報性が強く、しかも国民の効用の尺度として、生鮮食料品を除いたコア消費者物価指数(国によってはエネルギーを除く)を取り上げることには、世界的に異存がないものと見られている。しかしながら、ラスパイレス方式の物価指数には、品質向上など技術進歩や嗜好の変化が捉えられていないため、上方バイアスがあることは避けられない。

米国のボスキン報告では、0.6 ~ 1.2%のバイアスがあると推計している。また、日本では白塚重典[1998]の調査によれば、0.9%のバイアスがあると報告されている。したがって、このことを勘案すれば、日本銀行が目下の政策目標として掲げている「物価上昇率ゼロ%以上」という目標値は、少なくとも1%以上としなければ、デフレ脱却の目標としては整合性に欠けるものといえるかもしれない。

そもそも物価とは、需要・供給の様々な要因が絡んだ経済活動の結果を示すものであ

る。特に、グローバル化の進んだ今日においては、白川方明・門間一夫[2001]が指摘するように、海外からの価格低下は消費者の実質所得を高めるとともに、また国際分業に対応した生産や設備投資の増大によって総需要を拡大する方向に働く反面、国内既存企業の競争力低下、あるいは国内空洞化により総需要を縮小する可能性がある。また、新技術の登場は、総需要の拡大に資する一方、既存の生産設備を退出に導くこともあろう。このように、構造変化の激しい時代において、また技術革新の目覚ましい時代において、許容すべき「良い物価の下落」まで否定することは、競争力の低い産業や企業の温存を図ることになり、長期的には、経済の没落を招くことになる。

次に、物価と経済の健全な発展との関係について考察する必要がある。具体的には、上述したように、技術革新により生産性が上昇した結果、企業収益や所得が増大したにもかかわらず、物価が下落したという理由で、金融緩和を進めれば、行き過ぎた期待が醸成されてバブルを惹き起こしかねない。このことは、物価が安定していても、資産価格が上昇している場合はどう考えるかの問題に帰着する。往々にして、物価が安定している時に、なんらかのきっかけからインフレ期待がふくらみ、バブルが生じやすいことが、しばしば指摘されてきた。要するに、「物価の安定」は、「物価指数の安定」だけで判断してはならないということである。

(2) インフレーション・ターゲティング政策の評価

1990年代に入り、多くの国々がインフレ目標政策を導入することにより、ハイパー・インフレーションの抑制に成功したことから、同政策の有効性に脚光を浴びるに至った。

それはまた、政策目標を客観的に明示することにより、金融政策のアカウンタビリティを明確にし透明性を高めるとともに、政治からの介入を排し中央銀行の独立性を保証するという論理的根拠を持つものとして評価されている。

しかしながら、この政策が果たして「魔法の杖」としてオール・マイティーなものであるのか、理論的にも実際面においても、いささか疑問なしとしない。

第一の点は、既に指摘したように、金融政策がインフレ抑制には強力に作用する一方、デフレ脱却には限界があるという非対称性を持っていることである。けだし、金利の引き上げは無限大であるのに対して、ゼロ以下には引き下げえないからである。換言すれば、デフレ下において、中央銀行の政策のみで、市場の予想を変化させることは容易ではない。

第二は、上述の点と関連するが、金融政策が果たして単純に物価を操作できるかという点である。実効があるとしても政策のラグは2年程度と指摘されている。特にデフレ下において、予想を変化させ物価に効力が及ぶまでのトランスミッション・メカニズムは明らかでない。

第三に、インフレ目標を採用するということは、インフレ率を目標値近傍で安定させるということである。物価をスティックさせれば、当然のことながら産出量が大きく変化する可能性がある。経済の安定的な発展のためにも、両者の変動は安定的であることが望ましい。社会的効用関数は両者の変動の平均値を最小限にするようにモデル化されている。この論理を押し進めると、一般社会の取引では全て名目値で行われていることを勘案すれば、インフレ目標を採用するよりも、名目GDP成長率ターゲティングのほうが、理論

的にも実際的にも、好ましい政策目標といえよう。そのほうがまた、物価の安定と持続的成長を目的とする日銀法にも合致している。

第四は、インフレ目標政策を採用し目標の物価上昇率を達成したとしても、中央銀行は責任を全うしたとはいえない。なぜならば、物価が安定していても資産バブルが発生した場合、あるいは景気後退から抜け出しえない場合、また金利が高騰している場合などには、中央銀行の施策に対して批判が起こるのであろうし、また中央銀行としても放置できる問題ではない。

こうしたもろもろの問題点から、日本銀行[2002]では、物価の安定の概念について、「家計や企業等のさまざまな経済主体が、物価の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」と概念的に定義して、数値すなわち特定の物価指数で表現することは適当ではないと指摘している。このことは、物価変動の要因には、需給さまざまな要素が含まれていて、金融政策だけのマターでないことをも意味していると考えべきであろう。

その一方で、日本銀行は量的緩和を進めて、コア消費者物価指数がゼロ以上に定着するまで政策変更はないと明言している。これは一種のインフレ目標ではないかとの指摘もある。しかし、これはデフレからの脱却を目標としたものであり、特定の物価目標を明示したのではない。

つまり、物価上昇率がゼロになることを期待するものであり、それが今後の望ましい水準として設定されたものではない。また、ゼロをいつまで達成するのか、期限が明示されていないし、達成できなかった場合の対応も明らかではない。

日本銀行では、しかしながら、この量的緩和措置に対してインフレ目標よりも厳しい措

置であるとしている。福井俊彦総裁 [2003] は、「通常のインフレーション・ターゲティングは、インフレ期待が台頭して将来の予想インフレ率が目標値を上回るようになると、たとえ現実の物価指数変化率がいまだ目標値をかなり下回っていても政策金利の引き上げに繋がることを意味しています(中略)これに対し、現在日本銀行が採用しているコミットメントの下では、現実の消費者物価指数変化率が安定的にプラスの数値になるまで、超緩和をつづけることが明確に宣言されていますから、非常に強いコミットメントをしているということです」と、述べている。

以上のことから、金融政策を考える場合、インフレーション(期待)には、広義の意味で、物価上昇(期待)と資産価格上昇(期待)を包含していて、両者の変動は必ずしも同調的ではない、時には逆の動きを示すこともあることを理解する必要がある。そして、両者の安定的な状況にあることを総称して、抽象的に「通貨価値の安定」と呼ぶ。そうした意味で、目標を明確性、客観性、透明性の見地から、複数の目標値ないし参照値を持つことは好ましいことかもしれない。しかも将来を予見する完全な能力と指標を持ち合わせない以上、結局のところ、best judgementしか方法はないのではなかろうか。理論的には、インフレーション・ターゲティングとか、マネーサプライ・ターゲティングとかに論点を絞ることは可能であろうが、政策の施行者である中央銀行としては、現実の経済諸要因の動き(物価のほか、資産価格、失業、GDPなど)を網羅的に俯瞰し、整合性のとれた経済の姿を求めて行動することが望まれているからである。

参考文献

- 池尾和人 「銀行はなぜ変わらないのか」中央公論社 2003年
- 岩田規久生 「デフレの経済学」東洋経済新報社 2001年
- 伊藤隆敏 「インフレ・ターゲティング」東洋経済新報社 2001年
- 伊藤隆敏 トーマス・カーギル マイケル・ハンチソン「金融政策の政治経済学」東洋経済新報社 2002年
- 翁邦雄 白塚重典「コミットメントが期待形成に与える効果」金融研究第22巻4号 2003年12月
- 小菅伸彦 「日本はデフレではない」ダイヤモンド社 2003年
- 白塚重典 「物価の経済分析」東京大学出版会 1998年
- 白川方明 門間一夫 「物価の安定をめぐる論点整理」日銀資料 2001年
- 中原伸之 「デフレ下の日本経済と金融政策」東洋経済新報社 2002年
- 日本銀行 「物価の安定についての考え方」日銀資料 2002年
- 浜田宏一 「量的緩和の実効引き出す」日本経済新聞 2003年1月21日
- 林敏彦 「大恐慌時と異なるデフレ」日本経済新聞 2003年3月28日
- 藤木裕 「金融市場と中央銀行」東洋経済新報社 1998年
- 福井俊彦 「金融政策運営の課題」金融経済研究 2003年4月
- 丸尾直美 「資産不況克服のポリシーミックス」ライフデザイン レポート 2003年11月
- Svensson L.E.O 「クルーグマンのニッポン経済入門」春秋社 2003年
- Bernanke S., Miskin S., "Inflation Targeting": A new Framework for Monetary Policy Journal of Economic Perspective 1997
- Krugman p., "Still Trapped" P. krugman web site 1998
- Krugman p., "It's Baaack! Japan's Slump and Return of Liquidity Trap" Brookings Papers on Economic Activity 1999
- Posen A.D., "Nothing to fear but fear (of Inflation) itself" International Economic Policy Briefs 1999