



英国における金融政策のイノベーションと日本への含意

～インフレターゲット政策導入の条件は何か～

2007年4月19日

株式会社 日本総合研究所
調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/>

本資料は 日銀記者クラブ 内閣府記者クラブ にて配布しております。

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

(ご案内)

当社は、主として三井住友フィナンシャルグループ関連企業以外のお客さまに向けたITソリューション提供力の一層の強化を図るため、「お客さま向けIT事業」に特化する100%子会社「株式会社日本総研ソリューションズ」を、会社分割により2006年7月に設立いたしました。

名称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp/>)

創立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：1,600名 連結4,400名

社長：木本 泰行

理事長：門脇 英晴

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番

TEL 03-3288-4700 (代)

大阪本社：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号

TEL 06-6534-5111 (代)

【レポートの要旨】

- 1、 英国では、1992年以降の長い景気拡大が持続。特にこの10年は、安定的な景気拡大傾向が顕著。この背景には、市場原理の導入をテコに経済体質が改善したことがあるが、BOEによる機動的な金融政策運営の役割も見逃せない。
現在英国の金融政策は、インフレーターゲティング政策を採用し、これが英国の長期安定成長への契機となった可能性。同政策導入の背景は、ポンド危機による金融政策への信頼感喪失や、先行導入国の成功事例、などがある。
- 2、 インフレーターゲティング政策を導入するにあたっての最大の問題は、「最適なターゲット」の規定方法がないこと。そのためBOEは、ターゲットを変更するなどの制度変更を繰り返し、「最適なターゲット」を模索。加えて、足許の政策金利水準についてはインフレ期待に連動する形で金融政策を運営。結果として、足許の物価動向に過度に拘束されることなく、市場の期待を一定範囲内にコントロールしながら、将来の経済・物価の安定を図ろうというフォワードルッキング(先見的)な政策運営が可能に。
また、BOEが1997年6月に大蔵省から独立したことは、インフレーターゲティング政策の効力向上に大きく寄与。月1回MPC(金融政策委員会)を開催し、多数決で政策金利を決定する方法をBOEは採用。MPC参加メンバーの政策金利バイアスと物価に連動性があることは、こうしたMPCによる金融政策の運営が物価のコントロールに効果的に働いていることを示唆。
- 3、 インフレーターゲティング政策は「成功している」との評価が大半。英国で成功した要因として、「サービス経済化」が進展したことを指摘可能。
財価格は海外の影響を多分に受けざるを得ない一方、サービス価格は国内の要因が色濃く反映。そのため、国内の期待インフレ率をコントロールするインフレーターゲティング政策は、サービス価格においてより効力を発揮しやすい、といえる。インフレーターゲティング政策は、「サービス経済化」が並行して進展したことで、物価安定に対する効力を一段と発揮できる、と言える。
- 4、 このように物価安定が定着するなか、BOEは、金融政策の第2の目的でもある「景気に配慮した政策運営」を追及することが可能に。とりわけ注目されるのが住宅価格を意識した政策運営。これにより実現した持続的な住宅価格の上昇は、家計の担保余力拡大に寄与。その結果、家計は借入を増加させ、資産効果やキャッシュアウトを通じて、個人消費が持続的に拡大。
もっとも、足許の状況を仔細に分析すると、長期安定成長に貢献した英国のこうした金融政策にも限界が窺われはじめている。個人消費拡大に伴う家計債務の増大により、家計のバランスシートが悪化し、金融政策の景気に対するコントロール力が薄れてきている。
金融政策の有効性を回復するためには、家計のバランスシート改善が必須。もっとも、持続可能な水準まで家計債務を圧縮するためには、短期間では、個人消費に多大な影響が出てしまう。長期間で圧縮したとしても、資産効果が現在ほど期待できないため、英国の個人消費は力強さを欠くことが想定される。
- 5、 以上のような英国の事例からは、今後の運営方針が問われている日本の金融政策に対し、2つのインプリケーションを導き出せる。第1に、インフレーターゲティング政策導入する際には、政策運営においてより一層の柔軟性・透明性を確保する必要があること。第2に、不動産バブルの発生を未然に防ぐことを強く意識した金融政策スタンスをとること。

金融政策の成功が、長期安定成長を実現

(1) 英国経済の現状

英国では、1992年以降の長い景気拡大が持続。足許でも2006年10～12月期の実質GDP成長率が前年比+3.0%となるなど、「住宅バブルの崩壊」の影響を受けた2005年（前年比+1.9%）の低成長から完全に持ち直し（図表1）。

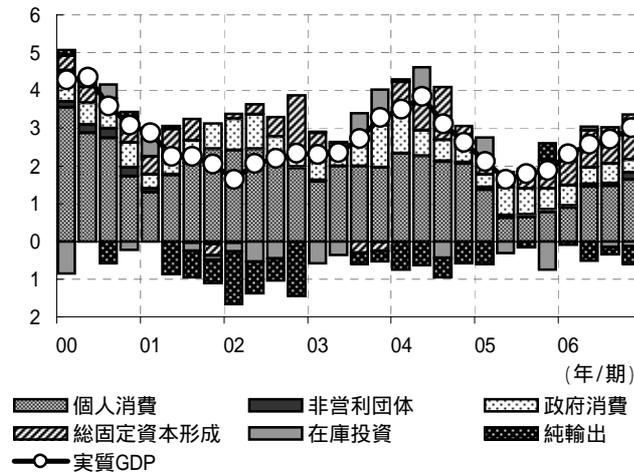
特にこの10年（1997年～2006年）は、安定的な景気拡大傾向が定着。平均実質GDP成長率が+2.8%と高めの伸びを記録しただけでなく、インフレ率が抑制され、失業率も低下傾向を辿るなど、主要先進国の中でも良好なパフォーマンスを実現（図表2）。

この背景として指摘できるのは、経済政策が総じて成功を収めてきたこと。実際、経済専門家に対するアンケート調査では、英国経済の問題点として「経済政策への信頼感の欠如」を指摘する人数が他国対比低い（図表3）。また、「どの政党が最もよい政策を出せるか」という世論調査においても、現与党の労働党は野党の保守党と比べ、「経済全般」という項目で最も評価されている（図表4）。

経済政策の中でも、労働市場の規制緩和や公的セクターの民営化を積極的に進め、市場原理の導入をテコに経済体質が改善してきたことの寄与が大きい。加えて、BOE（英国中央銀行）による機動的な金融政策運営の役割も見逃せない。英国において実質GDP成長率に対する寄与度が最も大きい項目は個人消費であり、BOEの金融政策がその安定的拡大に貢献してきたと考えられる。

そこで以下では、BOEによる金融政策が英国の持続的な経済成長にどのように寄与したかを探るとともに、現在の金融政策の限界について検証。また、英国の金融政策の成功例と限界を踏まえた上で、安定成長が求められる日本にとってのインプリケーションを考察。

(%) (図表1) 英国実質GDP成長率の推移 (前年比寄与度)



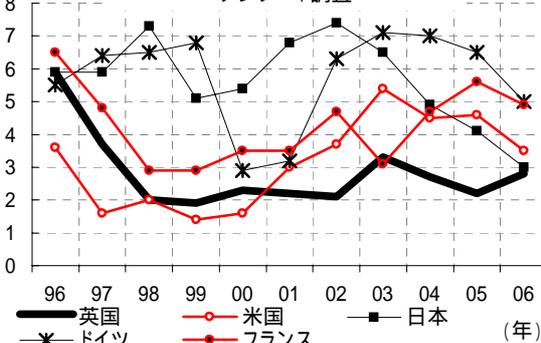
(資料) Office for National Statistics

(図表2) 主要経済指標の国際比較 (1997年～2006年)

	英国	米国	日本	ドイツ	フランス
平均成長率 (%)	2.8	3.2	1.1	1.5	2.2
平均インフレ率 (%)	1.5	2.5	0.3	1.5	1.5
平均失業率 (%)	5.4	4.9	4.6	8.5	9.7
96～05年の変化	1.5	0.3	0.7	0.8	2.1

(資料) Eurostat, Office for National Statistics, Bureau of Labor Statistics, Statistisches Bundesamt, INSEE, 総務省, Datasream

(%ポイント) (図表3) 「経済政策への信頼感の欠如」アンケート調査



(資料) IFO

(注) 「経済政策への信頼感の欠如」問題に対する重要度が、重要=9、やや重要=5、重要でない=1、として平均をとったもの

(図表4) 英国世論調査 「どの政党がもっともよい政策を出せるか」

	保守党	労働党	自由民主党	その他の党	なし	分からない
健康サービス	26	24	13	5	12	19
教育	30	28	13	4	8	17
法律・秩序	37	25	9	3	10	16
亡命・移民	36	18	11	6	11	18
ヨーロッパ	25	26	13	8	7	21
経済全般	30	37	9	4	6	12
税金・公共サービス	32	28	15	2	8	14
テロとの戦い	30	32	9	2	9	17

(資料) ICM 06/5

(%)

インフレーターゲティング政策導入が長期安定成長の契機に

(2) 英国のインフレーターゲティング政策

現在英国の金融政策は、「物価指数の目標値（範囲）を設定し、その目標達成をコミット（公約）した上で、金融政策を通じて物価安定を実現する」という、インフレーターゲティング政策を採用。同政策は1992年10月に導入されており、その後、インフレ率の安定、実質GDPの持続的拡大が実現（図表5）。少なくとも現象面では、インフレーターゲティング政策の導入が英国の長期安定成長の契機となった形。

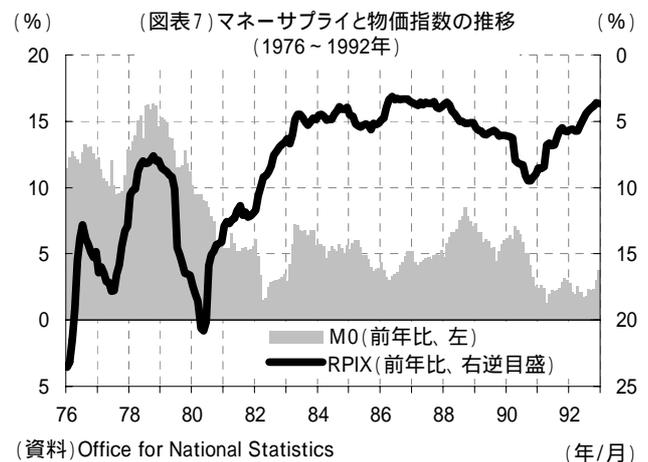
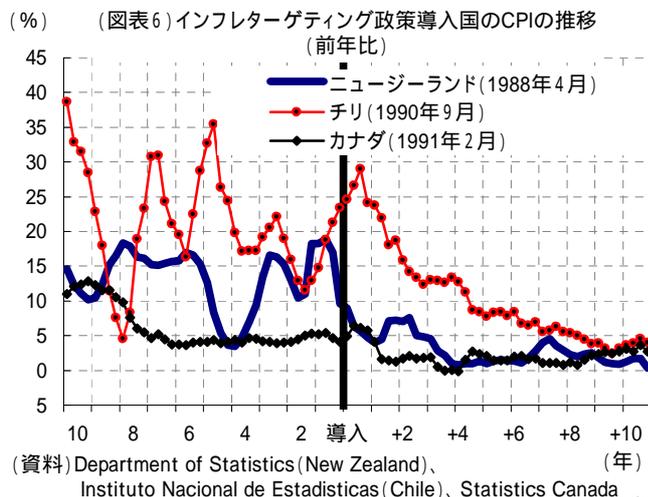
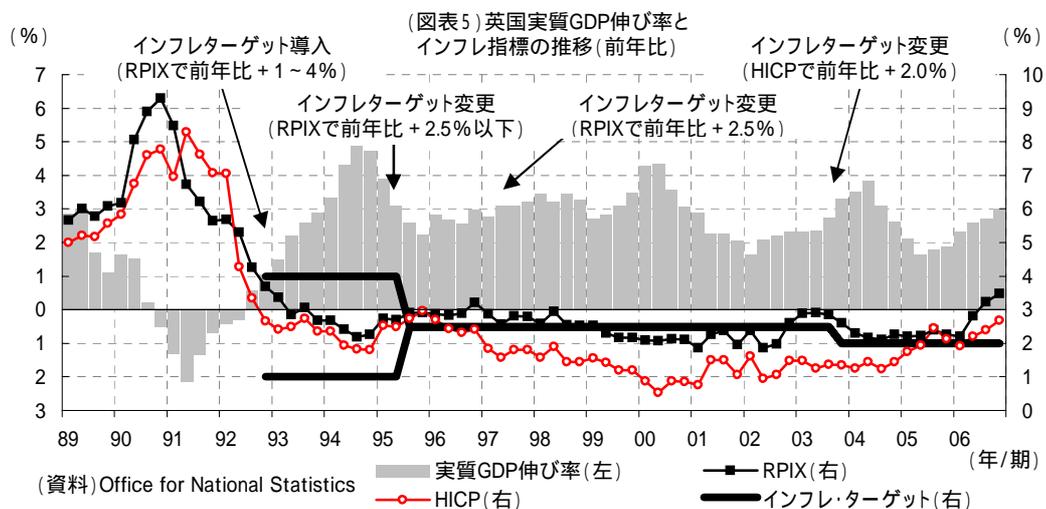
イ) インフレーターゲティング政策導入の背景

英国でのインフレーターゲティング政策導入の経緯は以下の通り。

90年代初頭の英国経済は、最大で前年比+5%を超える高インフレ率、前年比-2%を下回る実質GDP成長率、といったスタグフレーション的な状態。景気低迷を防げなかったBOEの金融政策への信頼感は喪失し、当時金融政策が物価安定への中間目標として重視していた「為替安定」に対しても不透明感が浮上。結果として、1992年9月の投資ファンドによる大量のポンド売りに対抗できず、ポンド危機に陥った。

こうした状況下、BOEは金融政策への信頼感回復を図るために、インフレーターゲティング政策の導入を決定。当時としては比較的新しい手法であったものの、1988年のニュージーランドや、1991年のカナダなどの同政策導入国が物価安定を実現した「実績」が、英国での導入決断に大きく影響（図表6）。

また、為替安定と同様に中間目標としてきたマネーサプライが、物価指数との連動性を失いつつあったことも、BOEがインフレーターゲティング政策導入に踏み切った理由の一つ（図表7）。つまり、機能低下に陥った金融政策を、正常化するための新しい手法としての期待を背負う形で導入。



変化を重ね、新しいスタイルの政策運営へ

ロ) 制度概要と変遷

インフレターゲット政策を導入するにあたっての最大の問題は、「最適なターゲット」をどう選定するか、という点。英国では、当初「RPIXを1～4%」とターゲットを規定したものの、その後制度変更を繰り返し、現在は「CPIで2%」となっている(図表8)。対象指標及び水準(範囲)の変更の経緯は以下の通り。

- ・対象指標

RPIXからCPIに変更。国際的に使用され、より一般化しているCPIを使うことで、市場が期待形成をしやすくなる、という効果を期待。

- ・水準(範囲)

RPIX採用期間で2回変更。現状を追認する形での変更だが、市場の期待に合致する水準に変更することは、制度の実効性を高める効果を期待。

なお、「説明責任」に関連する項目は1997年に制定され、それ以降は変更されていない。説明責任の枠組みの「一貫した継続」こそが、金融政策の信頼感維持に有効であることを示唆。

このように英国では、「最適なターゲット」が当初から分かっていたのではなく、金融政策に対する信頼感を一段と高めることを追求していった結果として現在の形に辿りついた、という点が特筆される。

ハ) 新しいスタイルの政策運営

以上のように、BOEは「最適なターゲット」の設定により、中長期の金融政策の方向性を明示したことで、中央銀行のインフレ抑制スタンスが家計及び金融市場に浸透。その結果、実際のCPI上昇率、市場のインフレ期待はともに安定化(図表9)。

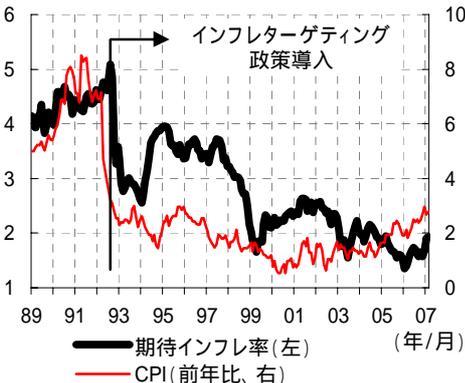
このようにBOEは中長期的な金融政策の目標を明示する一方、足許の政策金利水準についてはインフレ期待に連動する形で金融政策を運営(図表10)。これにより、BOEはマーケットからの信頼を勝ち取る。こうして、金融政策の信頼感向上を成し遂げた結果、足許の物価動向に過度に拘束されることなく、市場の期待を一定範囲内にコントロールしながら、将来の経済・物価の安定を図ろうというフォワードルッキング(先見的)な政策運営が可能に。

(図表8) 英国インフレターゲット政策の変遷

	金融政策の目的	根拠法	目標設定者	対象指標	水準(範囲)	免責条項	説明責任発生のタイミング	説明責任の内容
1992年10月	規定なし	なし	政府	RPIX	1～4%	なし	なし	なし
1995年6月					2.5%以下			
1997年6月					2.5%			
1998年6月	物価安定、物価安定を前提に、雇用や経済成長を支援	改正銀行法		HICP	2%		目標から±1%以上乖離した時	財務大臣への公開書簡(理由、対策、回帰に要する期間)
2003年12月								

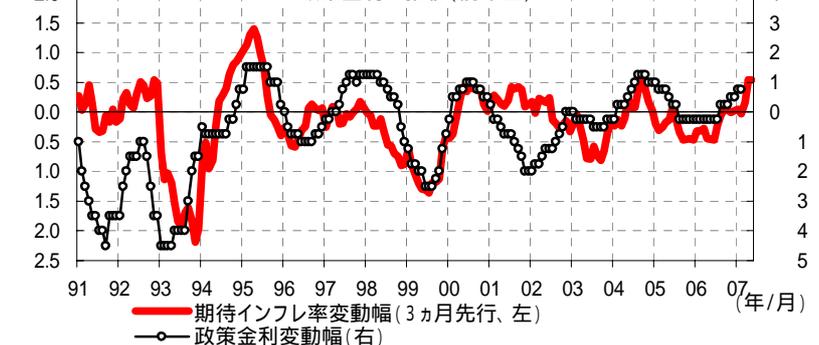
(資料) 日本総合研究所作成

(%) (図表9) 英国期待インフレ率の推移



(資料) BOE, Office for National Statistics

(%) (図表10) 英国期待インフレ率と政策金利の推移(前年差)



(資料) BOE

BOEの独立性強化が物価コントロール力の向上に寄与

二) 政策金利決定方法の変更

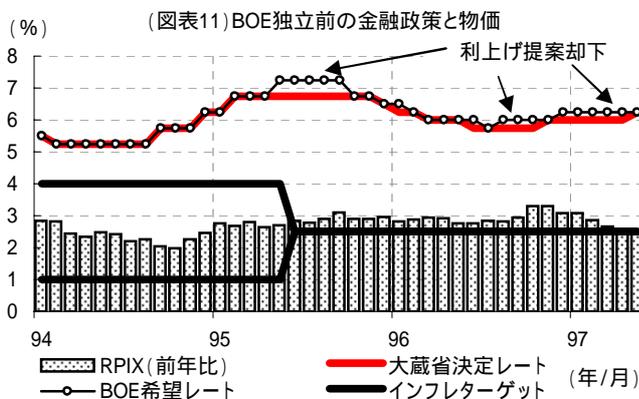
また、BOEが1997年6月に大蔵省から独立したことは、インフレターゲット政策の効力向上に大きく寄与。

1997年5月以前の英国の金融政策においては、政策金利の最終決定権は大蔵省にあり、BOEには金融引き締め・金融緩和・現状維持を「提案」する権限しか与えられていなかった。当然、政治的理由からBOEの提案が受け入れられないこともあり、必ずしも最適な金融政策が実行できているとは言えなかった。実際、ターゲットが「RPIXで2.5%以上」と規定されていた1995年6月～1997年5月のほぼ全期間で、物価がターゲットから上振れしている状態が持続。仮に同期間にBOEが提案した通りに金融政策が実施されていた場合、政策金利が実績値より高水準になっていたため、物価に下押し圧力がかかり、ターゲットを満たしていた可能性も(図表11)。

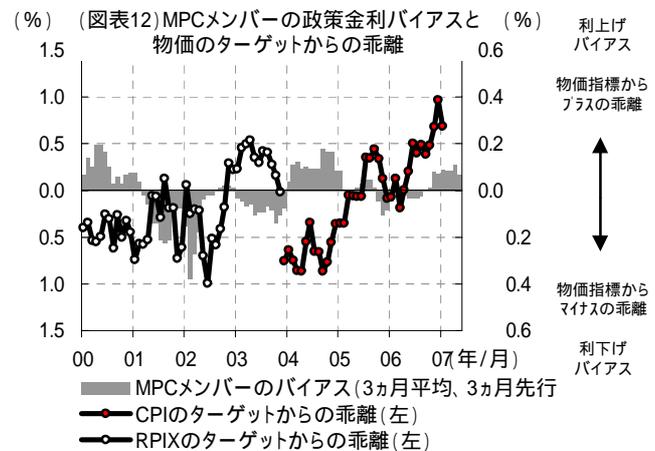
こうした状況に対し、1997年5月に発足したブレア政権は、政策金利の決定権をBOEに委譲するなど、中央銀行の独立性を強化。BOEは、月1回MPC(金融政策委員会)を開催し、委員による投票で政策金利を決定する方法を採用。2000年以降の状況を見ると、MPC参加メンバーの政策金利バイアスがプラス圏になれば、タイムラグを伴って物価がターゲットに対して抑制され、マイナス圏になったときは物価がターゲットに対して上振れる傾向にある。このことは、MPCによる金融政策の運営が物価のコントロールに効果的に働いていることを示唆(図表12)。

ホ) 為替安定も実現

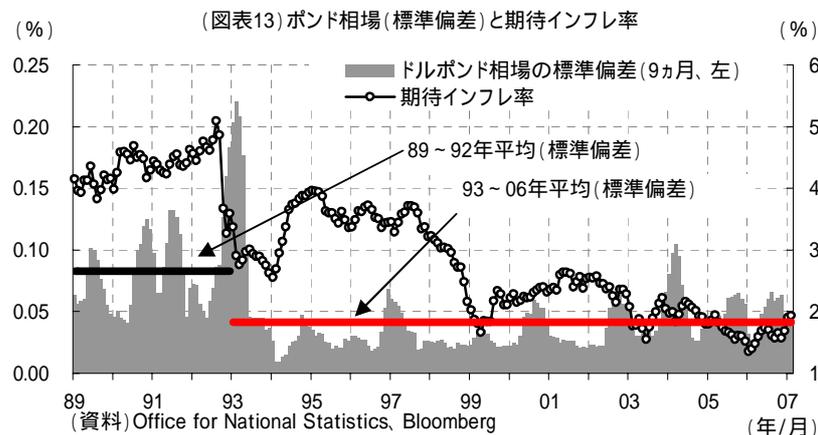
このようなインフレターゲット政策の導入、制度変更、手法変更の過程で、BOEの金融政策が信頼感を確保できたことは、為替の乱高下に対する懸念を払拭することに貢献。結果として、インフレターゲット政策導入前の中間目標であった「為替安定」を実現。実際、ドルポンド相場のボラティリティ(標準偏差)は、インフレターゲット政策導入前(1988年～1992年)から導入後(1993年～2006年)にかけて、ほぼ半減(図表13)。



(資料) Office for National Statistics, BOE, Bloomberg
 (注) BOE希望レート: BOEの提案通りに変動させた場合の政策金利。変動幅を指定しなかった1995年7～9月は6月の提案と同等の+0.50%利上げ、1996年8～10月は11月の提案と同等の+0.25%利上げ、とした



(資料) Office for National Statistics, BOE
 (注) MPCメンバーのバイアス: 各メンバーが主張した金利変動幅の平均



(資料) Office for National Statistics, Bloomberg

成功の背景に「サービス経済化」も

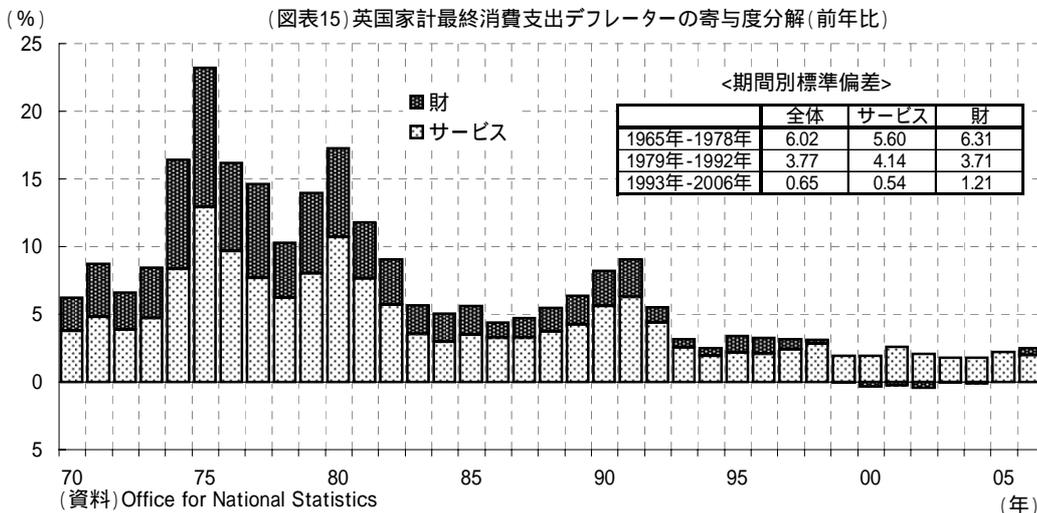
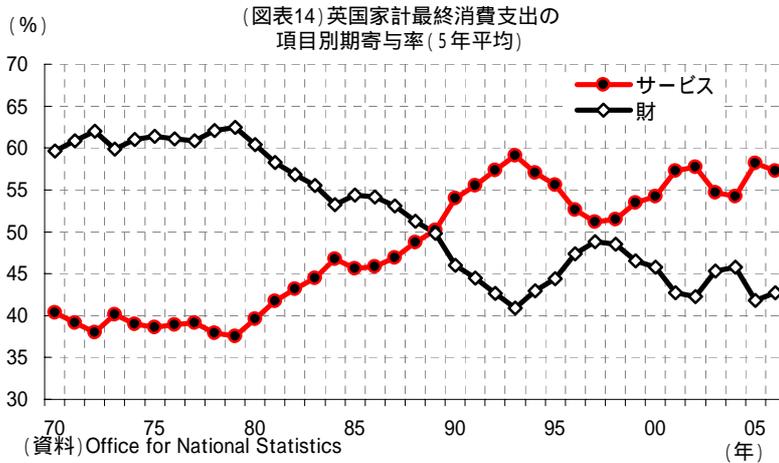
へ) インフレーターゲティング政策成功の背景にある経済のサービス化

このように、インフレーターゲティング政策は、「物価安定」・「為替安定」を実現し、これまでのところ「成功している」との評価が大半。英国で同政策が成功した要因としては、80年代以降現在に至るまで同国経済において「サービス経済化」が進展したという、産業構造面での変化も無視できない。

1970年代後半、英国は1950～60年代に安定成長を実現した「福祉国家」的な経済を追及するあまり、生産性の低下に伴う慢性的な低成長に陥っていた。この状況から脱却するため、1979年にサッチャー政権が発足すると同時に、「市場原理」という観点での政策運営に転換。1990年発足のメージャー政権や1997年発足のブレア政権も、それぞれ「福祉国家」への考え方の違いはあるものの、基本的にサッチャー政権の「市場原理」主義を引き継ぐ政策スタンス。

こうした「市場原理」主義的政策は、規制緩和などによる競争激化を通じ、規制に守られ生産性が低かったサービス業を発展させる方向に作用。しかも、途上国の追い上げに直面して衰退しつつあった製造業の空洞化が進展したため、「サービス経済化」が急進展。実際、足許の家計最終消費支出の伸びに対するサービス支出の寄与率は全体の55%超を占めており、15年前と比べ15%程度拡大(図表14)。

財価格は海外の影響を多分に受けざるを得ない一方、サービス価格は国内の要因が色濃く反映される。そのため、国内の期待インフレ率をコントロールするインフレーターゲティング政策は、サービス価格においてより効力を発揮しやすい、と言える。実際、英国家計最終消費支出デフレーターを財、サービスに分けてボラティリティ(標準偏差)をみると、同政策導入後、サービス価格の方がより安定感を増している(図表15)。インフレーターゲティング政策は、「サービス経済化」が並行して進展したことで、物価安定に対する効力を一段と発揮できる、と言える。



物価安定定着のもと、金融政策は景気にも配慮

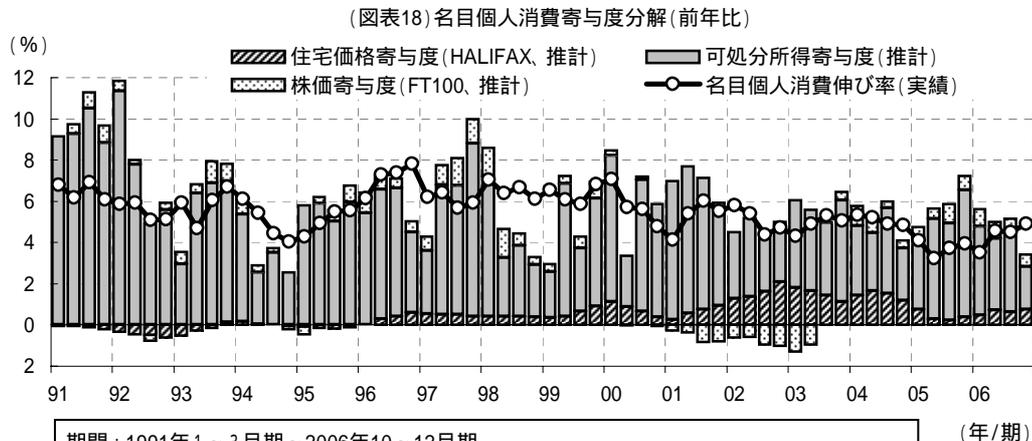
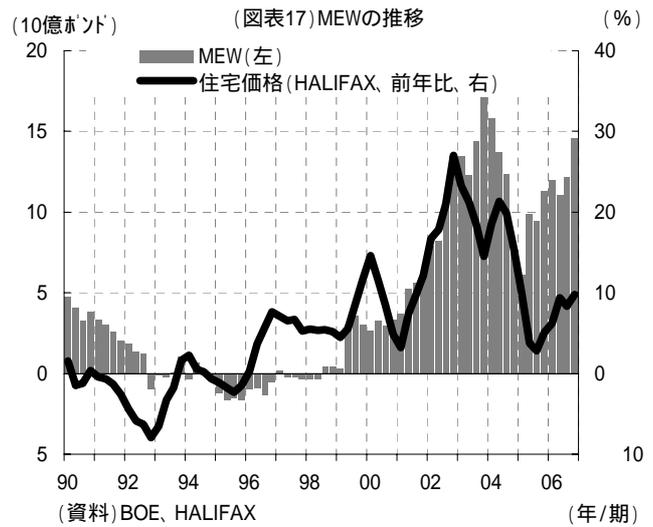
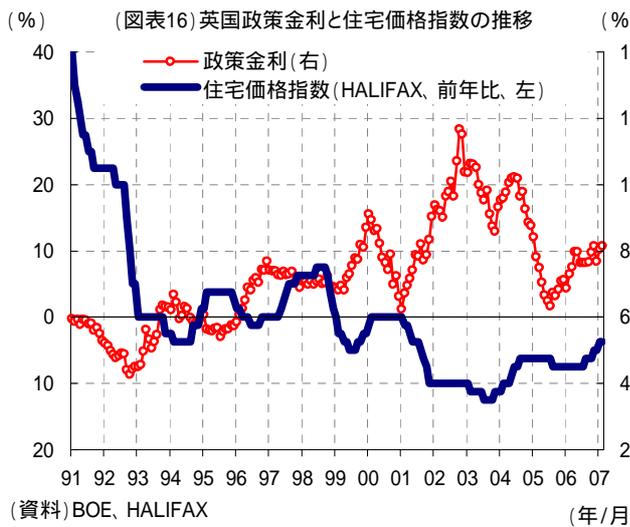
(3) 景気動向にも配慮した金融政策

このように物価安定が定着するなか、BOEは、金融政策の第2の目的（物価安定を前提に雇用や経済成長を支援【1998年改正銀行法】）でもある「景気に配慮した政策運営」を追究することが可能に。

とりわけ注目されるのが住宅価格を意識した政策運営。2000年のITバブル崩壊後、景気後退を避けるためにBOEは利下げを実施し、それが住宅価格の上昇に寄与。一方、思い切った低金利政策は住宅価格の急騰をもたらすことになり、2003年後半以降は利上げを実施。それにより住宅価格は沈静化に向かったものの、2005年には前年比マイナスに陥る懸念が出てきたために、今度は小幅利下げが行われ、その後住宅価格は反転（図表16）。

このような機動的な金融政策運営により実現した持続的な住宅価格の上昇は、家計の担保余力拡大に寄与。その結果、家計は借入を増加させ、資産効果やキャッシュアウトを通じて、個人消費を持続的に拡大。住宅価格が前年比+10%超を記録していた2001年半ばから2004年にかけては、MEW（Mortgage Equity Withdrawal：住宅ローンのうち住宅資産に向けられなかった資金）が急増しており、この大部分が消費に向けられたものと推測される（図表17）。実際、名目個人消費の変動要因を分解してみると、住宅価格上昇が個人消費喚起に相当程度寄与していたことが確認される（図表18）。

以上を踏まえると、BOEによる住宅価格を意識した機動的な政策運営が個人消費の持続的成長を可能にし、息の長い景気拡大につながったといえる。



期間：1991年1～3月期～2006年10～12月期

$$\log(\text{個人消費}) = -0.232 + 0.943 \times \log(\text{可処分所得}) + 0.077 \times \log(\text{住宅価格}) + 0.046 \times \log(\text{株価})$$

(-1.135) (32.071) (5.939) (4.080)

R² : 0.99 D.W : 0.92

現在の金融政策の「限界」が今後の大きな課題に

(4) 現在の英国金融政策の限界と取るべき対応策

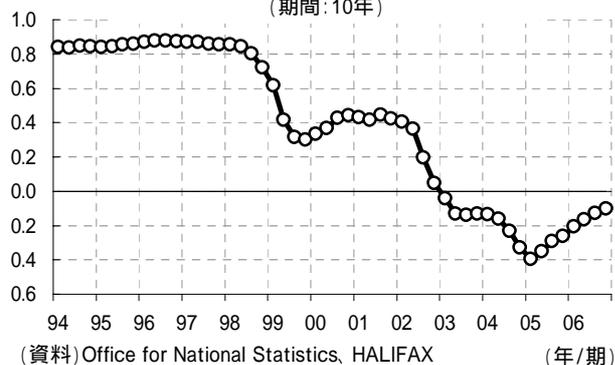
もっとも、足許の状況を仔細に分析すると、長期安定成長に貢献した英国のこうした金融政策にも限界が窺われはじめている。個人消費と住宅価格の相関係数をみると、2001年までは概ね0.4~0.8で推移してきたものの、2002年以降は急低下してマイナスに（図表19）。これは、住宅価格を通じて個人消費を拡大させる、という図式が崩れ、金融政策の景気に対するコントロール力が薄れてきていることを示唆。実際、2005年8月にB O Eは利下げを実施したものの、それ以降の個人消費の回復は比較的マイルド。

この背景にあるのは、個人消費拡大に伴う家計債務の増大により、家計のバランスシートが悪化していること。現在英国では、家計消費の対可処分所得比が99%超に上っているうえ、家計債務残高の対可処分所得比も160%超に到達（図表20）。すなわち、例え今後住宅価格が上昇しても、所得以上に消費を拡大させ続けることは難しいため、資産効果やキャッシュアウトによる個人消費の増加が期待できない状況。一方で、住宅価格が下落すると、ローン元本返済や支払金利の負担増が家計消費を圧迫することは不可避。つまり、B O Eによる金融政策は長期安定成長に貢献してきたものの、今後もその効果を保持できるかは疑わしいことになる。

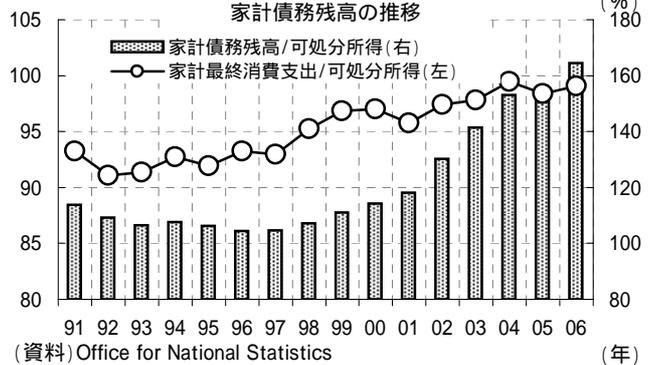
こうした状況に対し、金融政策の有効性を回復するためには、家計のバランスシート改善が不可欠。バランスシート改善のためには、家計債務残高伸び率の抑制が有効。少なくとも、家計債務残高の対可処分所得比を、金融政策の個人消費に対する連動性が十分な2001年の水準（115%程度）にまで戻すことが必要。もっとも、同比率を115%にまで低下させる期間が3年、5年といった短期間では、家計債務残高の伸び率がマイナスに（図表21）。これは、その債務償却分を個人消費に充てるはずだった所得で補填しなければならないこと、住宅ローンの借入金を通じた個人消費への資産効果がほとんど出ないこと、を意味し、個人消費の大幅停滞を招く可能性。家計債務残高のプラスの伸びを維持するためには、10年前後の調整期間が必要と試算。しかしこの間資産効果が現在ほど期待できないため、英国の個人消費は力強さを欠くことが想定される。

以上を踏まえると、金融政策の有効性回復には、当面の景気下押し圧力を甘受せざるを得ない状況。とはいえ、問題解決先延ばしは金融政策の景気に対するコントロール力を喪失させるだけであり、一刻も早い家計のバランスシート改善が待たれる状況。

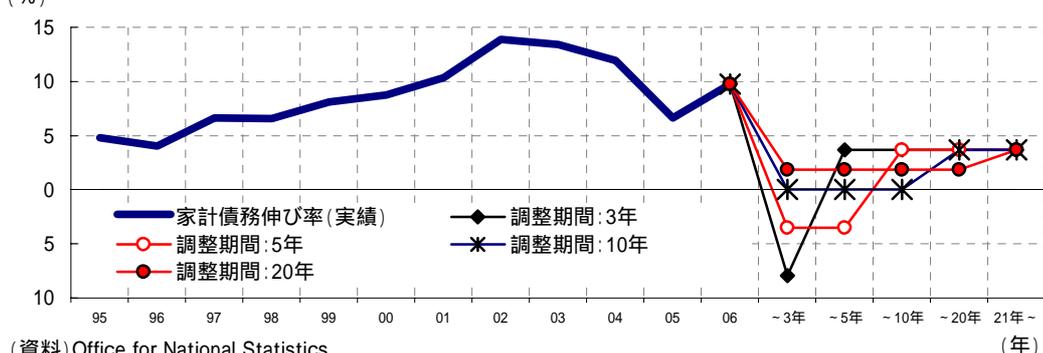
(図表19) 英国個人消費と住宅価格の相関係数
(期間:10年)



(図表20) 英国家計最終消費支出と家計債務残高の推移



(図表21) 家計債務残高伸び率推計 (前年比)



(注1) 2007年以降の可処分所得の伸び率は2006年の伸び率を使用
(注2) 調整期間を通じて同等の伸び率で推移したケースを想定

日本の金融政策へのインプリケーション

(5) 日本の金融政策へのインプリケーション

以上のような、英国における金融政策の経緯を踏まえれば、ゼロ金利政策解除後の運営方針が問われている日本の金融政策のあり方に対して、以下のようなインプリケーションを導き出せる。

イ) インフレーターゲティング政策導入に向けた課題

日本でも新しい政策手法として関心の高まっている「インフレーターゲティング政策」について、仮に真剣に導入を検討するのであれば、以下の3点に留意する必要がある。

第1は、産業構造においてサービス化が進展していることが政策の有効性を向上させるということ。この点においては、現在の日本のサービス業は英国がインフレーターゲティング政策を導入した時期と同規模まで拡大しており、サービス価格安定化を通じて物価をコントロールするために必要な前提条件はクリアしている、と判断できる(図表22)。

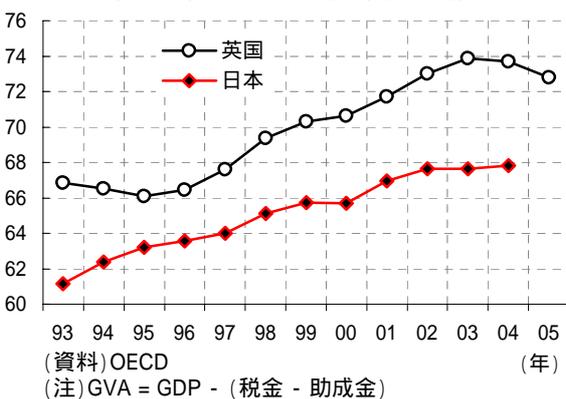
第2は、「最適なターゲット」を模索するステップが必要ということ。現在の消費者物価指数の限界性が様々な指摘されるなか、当初のターゲットの設定には十分な議論が必要。また、その後の経済情勢に沿ったターゲットなどの制度変更を機動的に出来る柔軟性も確保する必要もある。

第3は、金融政策の信頼性を確保・維持するため、継続的な努力が必要であるということ。日本では、日銀信頼感DIが上昇傾向にあることから分かるように、ここ数年改善傾向(図表23)。もっとも、同調査で中立的な立場を示した人が4割以上もいるため、インフレ動向をコントロールするには、不十分である可能性。英国のように、政策決定の透明性・アカウンタビリティを向上させることで、金融政策の信頼感を一段と高めることが不可欠。そのためにも、より一層の中央銀行の独立性を確保することが求められる。

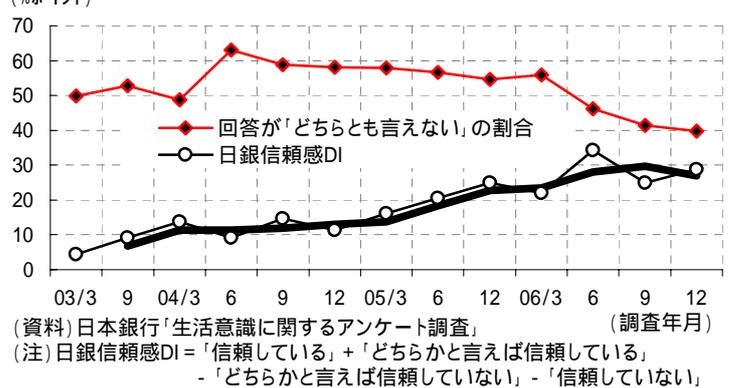
ロ) 不動産価格注視の必要性

英国における金融政策の経験は、いったん不動産バブルが発生してしまえば、金融政策の有効性が失われてしまうことを示唆している。90年代初頭に「バブル崩壊」を経験した日本は、長らく不動産価格が低迷したものの、ここきて、一部地域の価格上昇が確認されている(図表24)。金融政策の有効性確保のためにも、不動産バブルの発生を未然に防ぐことを強く意識した金融政策スタンスをとることが、日銀に求められる局面に入ったといえよう。

(%) (図表22) サービス業の割合(対GVA比)



(%ポイント) (図表23) 日銀信頼感アンケート



(%) (図表24) 日本の個人消費と市街地価格指数の推移(前年比)

