インフレ目標、「必達」にこだわるな

諸外国の経験とわが国への示唆

日銀が「量的・質的金融緩和」（以下ＱＱＥ）を開始後、追加緩和を挟んで、すでに2年半が経過した。「2年で2％」という物価目標は今なお、実現に至っておらず、今後も達成までにはまだ相当の時間を要するのではないか、との見方が少なくない。では、インフレーション・ターゲティング（ＩＴ）を採用する海外の中央銀行は、実際にはどのような枠組みの下で金融政策運営を行っているのか。金融危機、およびそれに続く「Great Recession（大不況）」をいかなる政策運営で乗り切ってきたのか。

日本総合研究所上席主任研究員
河村小百合
かわむら・さゆり　88年3月京大法学部卒、同年日本銀行入行、91年2月日本総合研究所入社（調査部）、14年7月から現職。09年から国税審議会委員、14年から住宅金融支援機構事業運営審議委員会委員、15年から行政改革推進会議民間議員、同歳出改革ＷＧ座長代理をそれぞれ務める。

インフレーション・ターゲティングとは

インフレーション・ターゲティング（ＩＴ）とは、１９９０年のニュージーランドを嚆矢（こうし）として、先進国においては90年代から導入する例が見られ始めたもので、カナダ、英国、オーストラリアといったアングロサクソン諸国がこれに続いた。ただしその後は、北欧諸国等が導入するにとどまり、先進国全体に広がるには至っていない（図表1）。他方、新興国では90年代末から２０００年代にかけて、ＩＴを導入するようになっている。

各国がＩＴを導入したタイミングを見ると、①かつての金融政策運営上の中間目標であったマネーサプライと実体経済との関係が希薄化した後②高インフレ期間長期化の後③金融危機の後④中央銀行が独立性を獲得し、権限や責任が強化された後、などのケースがある。導入時点の当該国の物価上昇率との関係を見ると（図表1）、高めの水準でＩＴを導入した国が多く、わが国のように、「デフレ」状態でＩＴを導入した国はほとんど見られない。

なお、ＩＴを採用しなくとも、中央銀行としての金融政策運営上、望ましいと考える物価水準の定量的な目安、ないし物価安定の数値的定義を掲げている例は存在する。米国の連邦準備制度（Ｆｅｄ）や欧州中央銀行（ＥＣＢ）がその代表例であるが、両行とも、自らがＩＴを採用しているとは表明してはいない。これらの中央銀行はあえて「target」という用語の使用は回避し、「goal」「aim」といった表現で定量的な物価水準の目安を示す等の工夫が見られる。その考え方については後述する。

ＩＴを採用する各国が、実際にどのような枠組みをとっているのかを見てみよう。90年代初めのＩＴの採用当初は、各国とも、物価目標による実際の金融政策運営に対する「縛り」の度合いが総じて強かった。しかし、その後、自国の実体経済の動向や財政・政治情勢等と向き合いながらの実際の政策運営を通じて、

ITを採用する各国は軒並み、当初のような、いわば「硬直的」な運営を、次第に柔軟化させていった。そして今日、海外各国においては、新興国をも含め、「柔軟な（flexible）IT」とされる枠組みが主流となっている（図表2）。

具体的に見ると、ターゲットの指標は、すべての国が「ヘッドラインCPI（＝消費者物価総合指数）」としている。ただし、その表現方法を見ると、「2％」「3％」といった「ポイント方式」で表現している国は少なく、多くの国では「2～3％」といった「レンジ方式」や、「3％±1％ポイント」といった「ポイント＋上下の許容幅」で表現しており、柔軟性を持たせているのが分かる。また、「ポイント方式」で示している場合を含めて、ターゲットの達成を目指す時間的な視野は「中期」として柔軟性を持たせている国が多い。

当初の評価と危機後の課題

先進国では90年代初頭、新興国であれば90年代末以降の、IT導入後しばらくの間は、各国の実際のインフレ率の水準が切り下がったことから、ITに関しては、おおむねこれを肯定的に受け止める見方が主流であった。ただし、このようなインフレ率の低下傾向が、果たして何の要因によるものであったのか、IT導入の影響が大きいと言い切れるのかどうかについては、近年においては、実証研究に基づく分析結果の結論は一様ではなく、各方面から慎重な見方が示されている状況にある。これは、他の構造改革を実行するのと同じタイミングでITが導入されているケースが少なからず見られることや、同じ時期には、ITを採用していない国においても、同様にインフレ率が低下していることを背景としている。

しかしながら、08年の金融危機以降、主要な中央銀行の多くが、政策金利をこれ以上引き下げる余地がないという、いわゆる「ゼロ金利制約」（ZLB）状態に陥り、非伝統的な手段による金融政策運営を余儀なくされた。そうした中でITによる金融政策運営は、新たな批判や課題を突き付けられることとなった。

その最たるものは、一部の論者による「ITを採用する中央銀行が、一般物価の安定にばかり、過度に目を奪われていたあまり、結果的に金融危機の発生を招来したのではないか」という批判である。危機の間際まで続いていた「低水準の安定したインフレーション」は、金融の安定を必ずしも保証するものではなかったことが、危機によって明白となった。しかも、金融危機は、資産価格を大幅に変動させたのみならず、IT採用各国がターゲットとして採用していた一般物価（ヘッドラインCPI）をも、大幅に変動させる結果となった（図表3）。欧米各国の実体経済は、「Great Recession」と称されるほどに落ち込み、こうした批判の矛先はとりわけ、ITを90年代から採用していたイングランド銀行（BOE）に向けられることとなった。

BOEのキング前総裁のITに対する自己評価のスタンスは、金融危機の前後で、顕著な変化を見せた。02年の講演においては、IT導入の成果を誇らしげに述べていたキング副総裁（当時）は、総裁時代の12年の講演においては、「15年間の明らかな成功の後の5年間の金融危機および世界経済の混乱は、ITの妥当性についての深刻な疑問を提示してきた」「現在の危機は、物価の安定

〈図表1〉インフレーション・ターゲティング（IT）を採用している国の概要

（%）

国名	ITの採用年	採用時点におけるインフレ率	2014年12月末のインフレ率
<先進国>			
ニュージーランド	1990	3.30	0.80(＊)
カナダ	1991	6.90	1.50
英国	1992	4.00	0.50
オーストラリア	1993	2.00	1.70(＊)
スウェーデン	1993	1.80	0.30
チェコ共和国	1997	6.80	0.10
イスラエル	1997	8.10	▲0.20
アイスランド	2001	4.10	0.80
韓国	2001	2.90	0.80
ノルウェー	2001	3.60	2.10
日本	2013	▲0.70	2.40(＊＊)
<新興中所得国>			
ポーランド	1998	10.60	▲0.80
ブラジル	1999	3.30	6.40
チリ	1999	3.20	4.60
コロンビア	1999	9.30	3.70
南アフリカ	2000	2.60	5.30
タイ	2000	0.80	0.60
ハンガリー	2001	10.80	▲0.90
メキシコ	2001	9.00	4.10
ペルー	2002	▲0.10	3.20
フィリピン	2002	4.50	2.70
グアテマラ	2005	9.20	2.90
インドネシア	2005	7.40	8.40
ルーマニア	2005	9.30	0.80
セルビア	2006	10.80	1.80
トルコ	2006	7.70	8.20
アルメニア	2006	5.20	4.60
アルバニア	2009	3.70	0.70
<低所得・開発途上国>			
ガーナ	2007	10.5	17.00

（注1）ニュージーランドおよびオーストラリア（＊）のインフレ率は、2014年10～12月期の計数
（注2）本表における国別グループの分類は、IMF, “World Economic Outlook”, April 2015におけるものに従った
（注3）日本（＊＊）のインフレ率には、2014年4月の消費税率の引き上げ（5→8%）の影響が含まれる
（原資料）Gill Hammond, “State of the art of inflation targeting”, CCBS Handbook No.29 – February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012,Scott Roger, “Inflation Targeting Turns 20”, Finance & Development, Vol.47, No.1, pp. 46-49、およびIMFスタッフによる推計
（出所）Sarwat Jahan, Inflation Targeting : Holding the Line, International Monetary Fund, March 28, 2012,IMF, International Financial Statistics各号を基に、日本総合研究所作成

だけではより一般的に経済の安定のためには十分ではないということを如実に示す」「ＩＴのみでは金融政策運営は不十分」等と述べざるを得ない状況に追い込まれてしまったのである。

物価と金融の安定、どう両立させるか

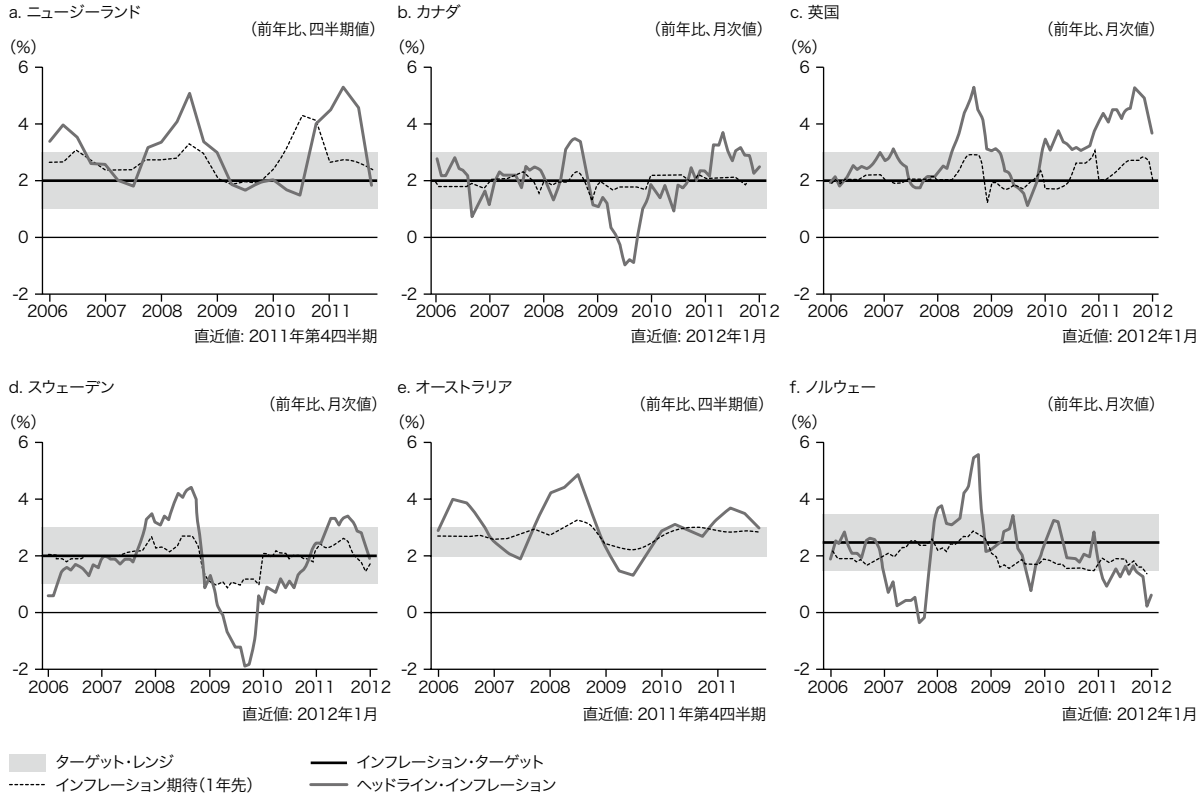
なお、このように、一般物価を重視する政策運営に対する批判の背景には、そもそも、ＩＴを金融政策運営上導入するか否か、という次元以前の問題として、「ＢＩＳ（国際決済銀行）ビュー」と「Ｆｅｄビュー」という、金融政策運営上の考え方の対立が、金融危機以前からあったことが指摘できる。前者は欧州の大陸各国の当局者を中心とする、「中央銀行は金融政策運営に際して、一般物価の安定のみならず、金融の安定にも、もっと配慮すべきだ」という考え方で、

〈図表2〉諸外国が採用するインフレーション・ターゲットの設計の内容（2012年時点）

国名	誰がターゲットを設定するのか	ターゲットの指標	2012年のターゲット	ターゲットのタイプ	ターゲットの視野(horizon)
<先進国>					
オーストラリア	政府&中央銀行	H CPI	2～3%	レンジ	中期
カナダ	政府&中央銀行	H CPI	2%(1-3%の中心)	P+T	6-8四半期(*5)
チェコ共和国	中央銀行	H CPI	2%±1pp	P+T	中期、12-18カ月
アイスランド	政府&中央銀行	H CPI	2.5%	ポイント	平均
イスラエル	政府&中央銀行	H CPI	1～3%	レンジ	2年以内
ニュージーランド	政府&中央銀行	H CPI	1～3%	レンジ	中期
ノルウェー	政府	H CPI	2.5%	ポイント	中期
韓国	中央銀行(*4)	H CPI	3%±1pp	レンジ	3年
スウェーデン	中央銀行	H CPI	2%	ポイント	通常2年
英国	政府	H CPI	2%	ポイント	常に(at all times)
<新興中所得国>					
アルメニア	政府&中央銀行	H CPI	4%±1.5pp	P+T	中期
ブラジル	政府&中央銀行	H CPI	4.5%±2pp	P+T	年単位のターゲット
チリ	中央銀行	H CPI	3%±1pp	P+T	2年程度
コロンビア	中央銀行	H CPI	2～4%	レンジ	中期
グアテマラ	中央銀行	H CPI	4.0%±1pp	P+T	年末
ハンガリー	中央銀行	H CPI	3%	ポイント	中期
インドネシア	政府&中央銀行	H CPI	4.5%±1pp	P+T	中期
メキシコ	中央銀行	H CPI	3%±1pp	P+T	中期
ペルー	中央銀行	H CPI	2%±1pp	P+T	常に(at all times)
フィリピン	政府&中央銀行	H CPI	4.0%±1pp	P+T	中期(2012-2014年)
ポーランド	中央銀行	H CPI	2.5%±1pp	P+T	中期
ルーマニア	政府&中央銀行	H CPI	3%±1pp	P+T	2013年からは中期ターゲット
セルビア	政府&中央銀行	H CPI	4.0%±1.5pp	P+T	中期
南アフリカ	政府	H CPI	3～6%	レンジ	継続的なベースで
タイ	政府&中央銀行	H CPI	3.0%±1.5pp	P+T	8四半期
トルコ	政府&中央銀行	H CPI	5.0%±2pp	P+T	複数年(3年)
<低所得・開発途上国>					
ガーナ	政府&中央銀行	H CPI	8.7%±2pp	P+T	18-24カ月

(注1)H CPI=Headline CPI(消費者物価総合指数)の意味
(注2)P+T=Point with tolerance band(ポイント+許容幅)の意味
(注3)pp=percentage points
(注*4)中央銀行が、政府と共に設定
(注*5)現行ターゲットは2016年12月まで拡張
(出所)Gill Hammond, "State of the art of inflation targeting", CCBS Handbook No.29 – February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012,p9 Table Aを基に日本総合研究所作成

〈図表3〉ＩＴ採用主要国における、金融危機前後でのインフレ率等の推移



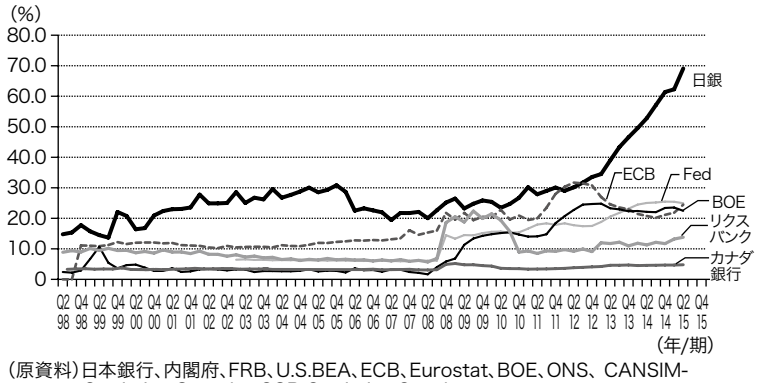
(原資料注1)ニュージーランドとオーストラリアは、ヘッドラインCPIのレンジをターゲットとしている
(原資料注2)イギリスとノルウェーは、公式にはターゲットのレンジはないが、±1%ポイント以内の乖離(かいり)を特段、強調している
(注3)スウェーデンのグラフ上のターゲット表示は、原資料のママ。リクスバンクは公式には、ターゲットのレンジが存在するとは表明していない
(出所)Robert Lavigne, Rhys R. Mendes and Subrata Sarker, "Inflation Targeting: The Recent International Experience", Bank of Canada Review – Spring 2012, Bank of Canada, May 2012, p21 Chart 1.

後者は、米国のＦｅｄの当局者を中心とする、「金融政策は、バブルを破裂させることはできず、またそうすべきでもなく、むしろバブルが破裂した後に精力的に用いられるべきである」という考え方であった。

しかしながら、「ＢＩＳビュー」の代表格とも言えるドイツ連邦銀行のワイトマン総裁は、ＦｅｄやＢＯＥの大規模な資産買い入れを、（バブルが破裂した）「後からモップをかけるアプローチ」と酷評している。今後の正常化局面では、様々な紆余曲折が予想されていることからすれば、金融危機を経た今日、「中央銀行はバブルが破裂してから対応すればよい」などとは、もはやとても言えない状況にあることは明らかであろう。

金融危機後、欧米各国において、引き続きＩＴの枠組みを採用することまでが否定されているわけではないが、危機後に新たにＩＴを導入した国が、わが国以外にはほとんど見られないのもまた事実である。今後の金融政策運営上は、「物価の安定」のみならず「金融の安定」にも十分に目を配るべきである、という点では各国当局の考え方は一致しつつあるように見受けられる。しかし、実際にどうやって、この二つの目標を両立させるのかに関しては、国際金融界において何らかのコンセンサスが形成されるにはまだ至らず、各国当局が、いわば手探りで金融政策運営を行っているのが実情である。

〈図表4〉主要中央銀行の資産規模の推移（名目GDP比）



（原資料）日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、CANSIM-Statistics Canada、SCB-Statistics Sweden
（出所）Datastream

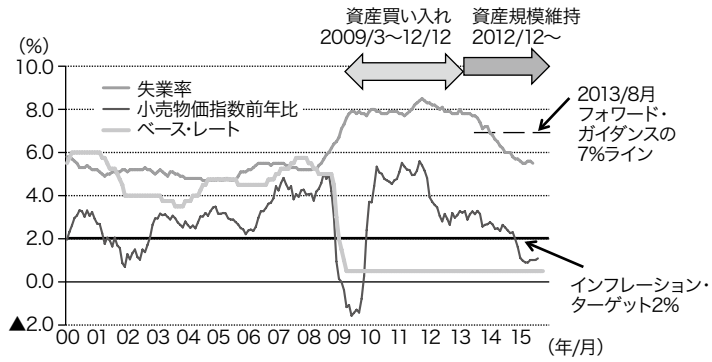
採用中銀の政策運営

次に、ＩＴを採用する先進国のうち主な中央銀行、具体的にはＢＯＥ、カナダ銀行（ＢＯＣ）、リクスバンク（スウェーデン中央銀行）が、金融危機以降、実際にどのような政策運営を行ってきたのかを概観してみよう。その際のポイントは、①「ゼロ金利制約」の下で、いかなる金融政策運営を行ったのか、非伝統的手段（資産買い入れ等）を採用したのか②実際のインフレ率が、目標との関係でどのように推移し、どのような政策運営が展開されたのか、という点である。この3行とも、ＩＴ採用中央銀行でありつつ、金融危機後に、期間の長さの差はあれ、また、手段の性質の大きな差はあれ、従来の金融調節では用いない、非伝統的な手段を採用した中央銀行に該当する。

主要中央銀行の近年の資産規模の推移を見ると（図表4）、金融危機以降、ＩＴ採用中央銀行の中にも、資産買い入れ等によるバランスシートの拡張政策をとった先があることが分かる。もっとも、そのような政策を長期間にわたり継続している中央銀行は、日銀以外には見られない。ＢＯＥやＢＯＣは既に、資産規模は横ばい、ないし緩やかな縮小基調に入っているほか、リクスバンクは09年半ばにかけて大きく膨らませた資産規模を、10年末にかけて急速に縮小させていることが見てとれる。

このうち、ＢＯＥの政策運営を見ると（図表5）、危機後、大規模な資産買い入れを行っているが、小売物価指数（ＲＰＩ）が大きく振れる中で、資産買い入れの実施期間は、必ずしもＲＰＩの動向ばかりにとら

〈図表5〉英国の失業率および小売物価指数前年比の推移と政策金利（ベース・レート）、量的緩和実施期間との関係

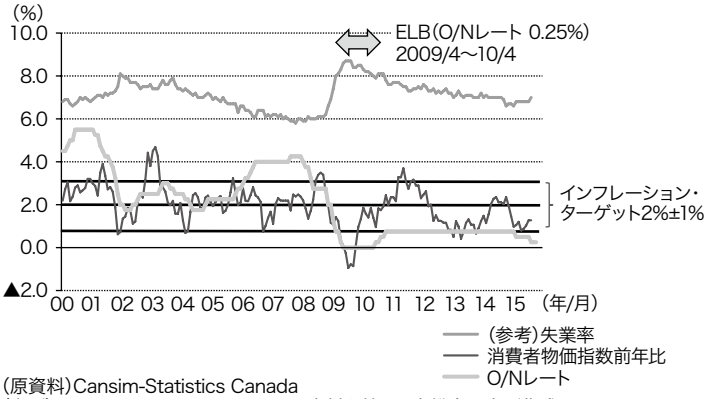


（原資料）Office for National Statistics
（出所）Datastream、Bank of England資料を基に日本総合研究所作成

われたものとはなっていないことが分かる。

BOCの政策運営を見ると（図表6）、政策金利であるオーバーナイト（O／N）レートを事実上の下限（ELB）である0・25％まで引き下げた期間は、09年4月からの1年間と、他の主要中央銀行からみれば相対的に短いものであった。また、この間の危機対応としての大規模な資金供給も、資産買い入れという手段はあえて選択せず、「適格担保基準の緩和」と「大規模な流動性供給オペ」が組み合わせて実施された。これは、欧州債務危機の当時にECBが採用したのと同様の手法であり、BOCの場合も、こうした手法を採用したからこそ、元のバランスシート規模を早期に回復することが可能になったものとみられる。その後は、政策金利を動かす金融政策運営に復しているものの、BOCもまた、危機後に大きな振れを見せた消費者物価指数（CPI）の動向ばかりには、必ずしもとらわれない、柔軟な政策運営を行った。

〈図表6〉カナダの消費者物価指数前年比と政策金利（オーバーナイト・レート）の推移

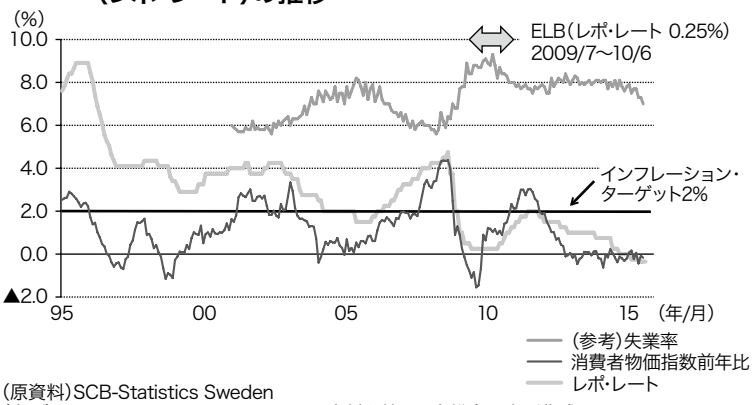


(原資料)Cansim-Statistics Canada
(出所)Datastream、Bank of Canada資料を基に日本総合研究所作成

ちなみに、BOCは、11年春の季報において、他の中央銀行が採った資産買い入れによる非伝統的な金融政策運営に関する分析ペーパーを公表し、それらの政策に伴う潜在的なコストないし問題点を、次のように明確に指摘している。すなわち、①金融市場のゆがみ②中央銀行のバランスシートのマネジメント上、追加的な課題が生じること（中央銀行の財務運営上、損失が発生したり、意図するスタンスで金融政策を運営し得なくなる可能性があること等）③中央銀行の独立性や信認が潜在的に損なわれかねないこと④中央銀行が金融の安定を確保する上で、負うべき責任と矛盾すること⑤マクロ経済上、必要な調整が先送りされること―の5点である。BOCが危機直後もあえて、資産買い入れという手段を選択しなかった理由は、これらの点にあるとみることができよう。

さらに、リクスバンクの政策運営を見ると（図表7）、政策金利であるレポ・レートをELBにまで引き下げた期間は09年7月以降1年間と、BOC同様短く、また、この間に危機対応として実施した政策運営の手法も、資産買い入れにはよらず、ECBやBOCと同じく、「適格担保基準の緩和」と「大規模な有担保オペ」が組み合わせて実施された。それ故、リクスバンクの場合も、危機が峠を越した後は、速やかにその資産規模を縮小することが可能になった（図表4）と言える。その後は、政策金利を動かす通常の金融政策運営に復しているが、最近では、スウェーデンとしても、物価は伸び悩む中で、為替レートへの配慮等もあり、レポ・レートをマイナスにしたり、国債の買い入れを開始したりするなど、隣接するユーロ圏のECBの影響を色濃く受けた金融政策運営が行われている。

〈図表7〉スウェーデンの消費者物価指数前年比と政策金利（レポ・レート）の推移



(原資料)SCB-Statistics Sweden
(出所)Datastream、Sveriges Riksbank資料を基に日本総合研究所作成

採用しない中銀の考え方

最後に、自ら「ITは採用していない」としているFedやECBにおいて採られている考え方を見てみよう。

まずＦｅｄであるが、「最大雇用」と「物価安定」という「デュアル・マンデート」を根拠法上課された中央銀行であるため、インフレーション目標を設定して、ＩＴによる金融政策運営を行えば、「デュアル・マンデート」の一方である「物価安定」が「最大雇用」に優越することになりかねない、との懸念から、これを回避してきたもようである。

しかしながら、金融危機後の12年1月のＦＯＭＣ（米連邦公開市場委員会）では、それまでの「フォワード・ガイダンス」を「アウトカム・ベースのフォワード・ガイダンス」に切り替える前触れとして（実際には同年12月に切り替え）、物価と雇用、それぞれに関する具体的な定量的水準に初めて言及し、物価に関しては、長期的な「goal」として（targetではない）、消費者物価前年比で２％という定量的な水準が明示された。

このように、Ｆｅｄにおいては近年、２％という物価水準が示されてはいるものの、その位置付けはあくまで「goal」であり、また、失業率の水準と並列される扱いとなっている。

他方、ＥＣＢの政策委員会は03年5月、「中期的に、２％を下回るが２％に近い水準で」インフレーションを維持することを目的とする（aim to maintain）ことを明示した。ここでは、「target」という表現は決して使わず、あくまで、「中期的な目的」として定量的な水準が明示されるのにとどまっている。そして同時に、自らの金融政策運営上は、経済分析と金融分析の両面から成る「安定志向の２本柱アプローチ」によることを決定した。

ＥＣＢはまた、その際、採用しなかった他の金融政策運営戦略に関する考え方も明らかにしている。不採用とされたのは①マネタリー・ターゲティング②直接的なＩＴ③為替レート・ターゲティング、であるが、このうち、直接的なＩＴを採用しなかった理由としては、「物価安定に対する脅威の性質を特定する上では、直接的なインフレの見通しによって捉えられるよりも、もっと深い背後にある経済情勢や行動の分析が必要」としたほか、「ＩＴに用いられる２年といった見通しの期間は、多くの場合、任意のもので、最適な期間設定であるとは見受けられず、そうした期間を越えてインフレーションに影響を与えるであろう資産価格の不均衡といった要因が、考慮に入れられないことになりかねない」等の点が挙げられている。これらの点は、直接的なＩＴを現在、採用しているわが国にとって、重い示唆を含む指摘であると考えられる。

わが国への示唆

以上見てきたように、海外におけるＩＴ採用国における金融政策運営は、実際には、足元の物価動向に過度にとらわれることのない、柔軟な運営が行われてきていることが分かる。ＩＴ導入後の各国における実際の経験を踏まえて、物価目標の達成そのものに過度に拘泥するような、硬直的な金融政策運営は弊害をもたらしかねない、という認識が各国間で広く共有されてきている。その上、金融危機を経て、一般物価の動向ばかりに偏重した金融政策運営の在り方を見直す機運が高まっている。

また、「ＩＴを採用すること」がすなわち、「物価目標達成のためには、大規模な資産買い入れという非伝統的な政策手段の選択も辞さず」ということとは必ずしも直結していないことも明らかになった。ＩＴ採用中銀の中にも、ＢＯＣやリクスバンクのように、大規模な資産買い入れの弊害をシビアに認識し、危機後の政策手段としてはあえて選択せず、比較的早期に、市場金利を誘導する通常の金融調節が可能な体制に復している例も見られる。

他方、ＦｅｄやＥＣＢでは、定量的な物価水準は明示しつつも、金融政策運営がこれに過度にとらわれたものとなることを回避するため、ＩＴの採用は見送っている。

わが国としても、このような各国での取り組みや実践をも踏まえ、物価目標２％を掲げるとしても、その枠組みをより柔軟化させ、実際の政策運営に、より長期的な観点も含めることが望まれる。日銀が、ＱＱＥをこのまま続ければ続けるほど、先行き、いずれは必ず訪れる「出口」の局面における、日銀自身の財務運営上の負担、ひいては政府の財政運営やわが国全体の経済運営における制約がさらに大きくなることは間違いなかろう。中長期的な視点に立ったとき、何が国民にとって、わが国経済全体にとって最も望ましいのかを十分に考慮した、柔軟な政策運営が求められていると言えよう。