

日本における物価安定数値目標政策の可能性

伊藤 隆敏*

要 約

本稿では、インフレ目標政策（物価安定数値目標政策）を現在の日本に導入することについての賛否両論を紹介する。世界で初めてインフレ目標政策を導入したニュージーランドの金融政策の枠組みにおけるインフレ目標の役割について紹介する。また、日本の1990年代、特に1998年以降の日本の金融政策を振り返り、いくつかの局面（たとえば2000年8月のゼロ金利解除）における金融政策が失敗であったことを論ずる。

ゼロ金利かつデフレの現状からの脱却のために、どのような金融政策があるかを検討する。インフレ目標の導入とともに、非伝統的な金融政策手段（国債、株式指数投信、不動産投信などの資産購入）によりデフレから脱却する可能性を指摘する。非伝統的トランスミッション・チャンネル、その制御可能性、さらに副作用があるかどうか、という点についての賛否両論を紹介する。日銀が、ゼロ金利に復帰してから一年を経過し、そのなかで、長期債の買いきり増額や日銀における当座預金残高の積み増しを行ってきた。そこでは、デフレ阻止に目立った効果はなかったものの、逆に副作用も見られなかった。最後にインフレ目標導入についてのいくつかの誤解を解く。

デフレが続く限り、日本経済の本格的な回復は望めない。もちろん、インフレ目標を導入すれば、万能薬のように景気回復するわけではなく、金融監督も財政政策も同時に適切な政策をとらなければ、日本経済がデフレ・スパイラルから抜け出すのは難しいかもしれない。しかし、日本銀行が、その管轄のなかでとれる一番効果的な政策は、インフレ目標の採用、非伝統的な金融政策の採用と、コミュニケーションの改善であろう。

I. イントロダクション

本稿では、物価安定数値目標政策（いわゆる、インフレ目標政策）を、現在の日本に導入することが、適当かどうかについての、賛否両論について検討する。もちろん、筆者は、これまで、インフレ目標政策を導入すべし、と主張してきたので、本稿でも、導入賛成の意見に好意的と

なることは、あらかじめ断っておきたい。しかし、これまで、いろいろな書物や論文で行われてきたインフレ目標を巡る討論のなかで、議論に値する論点について、整理しておくことは有益と考える¹⁾。

インフレ目標政策は、ニュージーランド、イ

* 東京大学先端科学技術研究センター教授

1) 金融政策全体については、同様の試みとして岩田（2000）がある。

ギリス、オーストラリア、カナダ、スウェーデンなどの先進国で広く採用されている。インフレ目標を達成するという信頼（credibility）があれば、民間のインフレ期待を安定化させる効果がある。外的なショックにより一時的にインフレ率が高くなっても、将来のインフレ期待が安定していれば、賃金上昇、金利上昇に直ちに波及しない。また、インフレ目標は、中央銀行の法的独立性の確保と同時に付与されることが多い。これは、物価安定を義務付けられた中央銀行の評価、説明責任のためには、数値による基準が示されることが重要だ、との論理である。さらに、このような評価基準、責任がはっきりすることで、その「手段についての独立性」（instrument independence）は高まる。つまり、金利を上げろ・下げろ、あるいはオペの対象にはこれがいい、などという金融政策の手段についての政府による「干渉」は、無くなるはずである。これも、中央銀行の責任が数値目標としてはっきり示されるからこそである。確かに、諸外国では、高いインフレ率を鎮静化させるために、インフレ目標政策を採用した国が多い。（1931年のスウェーデンは例外的に、デフレ予防を考えていた。）低い（マイナスの）インフレ率の日本にインフレ目標政策を応用できるかどうかについて、前例がないというだけで、疑問に思う識者もいる。

しかし、現在の日本のような状況で、インフレ目標政策を採用することは、次のような理由で、非常にメリットが大きいのと思われる。

- (1) 「説明責任」 第一に、物価安定の義務と法的独立性は与えられたものの、説明責任が明確になっていない日本銀行にとって、物価安定を数値目標化することで、説明責任が明確になる。これは後に述べるように、日銀に対する「嫌がらせ」などという意味ではなく、日本銀行にとっても責任の範囲を明確化するメリットがある。
- (2) 「期待インフレ率上昇による実質金利の引き下げ」 ゼロ金利下でデフレが進行していることで、実質金利は、高めになってしまっ

ている。インフレ目標政策によりインフレ期待を醸成することができれば、実質金利が低下して、投資活動などが活発化することが予想される。そして、これが、実際にデフレからの脱却につながる最有力なルートであろう。

- (3) 「手段の独立性」 インフレ目標政策の採用は、金融政策の手段の独立性を高めて、「雑音」の排除に有効であろう。

このようなメリットが、多くの中央銀行で認識されているインフレ目標政策を日本でも採用するようにとの提言が多く出されるようになった。ところが、意外なことに、日本のインフレ目標採用について、おもに日本銀行関係者（総裁、副総裁、金融政策審議委員、およびスタッフ）を中心に反対論・慎重論が相次いでいる。インフレ目標反対論・慎重論は、いくつかに分類することができよう。

- (1) 「良いデフレ論」 現在のデフレの状況は、望ましい（少なくとも危険ではない）、もしくは、日本をとりまく外的な要因から考えて、自然な結果であり、デフレからの脱却のために、インフレ目標政策のような新たな政策を採用する必要はない。
- (2) 「政策手段がない」 デフレからの脱却は重要だが、手段がない。手段がないのに、正のインフレ率を目指すといっても信認を失うだけである。
- (3) 「非伝統的な手段は副作用がある」 デフレからの脱却の金融政策手段は、伝統的なものにこだわらなければある。しかし、この非伝統的な手段は、「副作用」があるので、危険である。

このような論点について、インフレ目標政策の提唱者は、つぎのように答える。

- (1) まず、デフレになってから、すでに3年間を経過し、その率も拡大してきている。すでに、デフレが景気後退を起こし、それがさらにデフレを起こすという、デフレ・スパイラルに入っている。
- (2) 手段がないことはない。ただし、伝統的な手段（金利調節）だけではないかもしれない。

(3) 非伝統的な手段の「副作用」というのは、デフレの状況下において心配するようなものではない。もちろん、具体的にはどのような「非伝統的手段」あるいは「副作用」を念頭においているかにより、議論は複雑になる。第Ⅱ節では、ニュージーランドのインフレ目

標政策の政策枠組みについて、解説する。第Ⅲ節は、最近の日本の金融政策の評価を行い、第Ⅳ節で、インフレ目標政策の是非について検討する。第Ⅴ節では、インフレ目標政策についての誤解について、それを解いておく。

Ⅱ．ニュージーランドのインフレ目標政策

ニュージーランドは、1990年に世界ではじめてインフレ・ターゲット政策を採用した。1980年代に高インフレに悩まされていたため、インフレ率のコントロールのために新しい金融政策の枠組みを決めたものである。1990年代の金融政策は、インフレ率を低く維持することに成功した、という意味で、高く評価されている。

ニュージーランドにおけるインフレ目標政策は、他の多くのインフレ目標政策採用国と同様、単なる金融政策の目標というよりは、金融政策、さらには中央銀行の制度そのものの枠組みとして捕らえるべきである。まず、インフレ目標は、中央銀行であるニュージーランド準備銀行(Reserve Bank of New Zealand, 以下、RBNZあるいは中央銀行)が、政府から与えられた広い意味の義務のなかで、金融政策遂行上の独立(operational independence)を確保するための手段と位置付けられている(1989年中央銀行法)。現実には、総裁と財務大臣との間で、インフレ率目標を含む政策運営について合意を形成する(Policy Target Agreement, PTA)ことで、中央銀行の義務を明確化している。現在は、インフレ目標率は0-3%とされている。ただし、中央銀行にとって制御できない理由(原油など世

界の商品市場における価格高騰など)によるインフレ率の上昇など異常な場合(unusual events)は、免責されることが明確に示されている。

形式上、金融政策の決定(金利の上げ、下げ、現状維持)は、総裁の一存によって決められる。事実上は、一人の総裁が、副総裁(2001年まで2名、2002年現在1名)および、スタッフのアドバイスを受け、十分討論した後に、金利の決定を行っている²⁾。しかし、金融政策の最終責任については、総裁が一人で責任を負う、という体制である。政府との合意を遂行する主体が明らかになり、金融政策の責任の所在が明らかになる、というメリットがある。(ただし、インフレ・ターゲット政策の10年目のReviewを行なったスベンソン教授は、複数人による金融政策決定委員会方式——イギリスや日本に同じ——を推奨している。後述、参照。)

インフレ目標が達成されない場合の「責任」のとり方であるが、これについては、若干の「神話」もあるので、この場において正しておきたい。インフレ目標が達成されない場合、総裁が自動的に解任される、または、国会に辞表を提出しなくてはならない、という理解は間違い

2) 筆者は、2002年2月、一ヶ月間、ニュージーランド中央銀行から招待されて、中央銀行の政策決定プロセスを身近にみる機会を与えられた。国内経済情勢判断から、マーケットの見方の分析、さらに、外的要因の判断などを含めた議論・討論が、総裁を前に行われ、総裁の判断につなげていくプロセスは、非常に洗練されたものである、と感じた。2002年3月20日、ニュージーランド中央銀行は、0.25%の金利引き上げの決定を行った。これは、2001年9月11日のテロリスト攻撃後の景気後退からの回復過程で、先進国で最初に引き締めに転じた国となった。

である。また、総裁の給与が自動的に、インフレ目標達成とリンクしている、という理解も間違いである。正しい理解は、つぎのとおり。中央銀行には、総裁、副総裁を含め、7名から10名の外部理事により構成される理事会（Board of Directors）が設置されている（議長は総裁）。この外部理事は財務大臣により任命されているが、役割は、総裁の仕事振りを評価することだけであり、金融政策の決定には一切関わらない。事実上は、財務大臣のかわりに、総裁を監視する役割を担っているといつてよい。（その意味で、監査役会と翻訳したほうが適切かもしれない。）インフレ目標を達成できなかった場合には（あるいは、それ以外の場合にも）、免責理由がない限り、理事会が総裁の罷免を財務大臣に提言することができる。理事会の提言と財務大臣の決断という二重のしほりをかけた上ではあるものの、総裁の罷免がありうるということである。総裁給与もこの理事会が財務大臣に対して提言することになっている。このような制度的な仕組みが「神話」となったのかもしれないが、実際には、十分な縛りがかけられており、金融政策をめぐる意見対立から総裁が解任されることはない。

2001年に、10年間のニュージーランドの金融政策の外部評価をおこなったスペンソン教授のレポート（<http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/>）が公表された。このなかで、スペンソン教授は、1990年代の金融政策は、金融状態指数（Monetary Conditions Index, 略してMCI）を採用していた時期（1997年央から1999年3月まで）を除いて、おおむね成功であったとしている。MCIを採用している時期には、為替レートの減価が自動的に利子率の上昇に結びつくことで、アジア通貨危機後のニュージーランド経済の不況に拍車をかけてしまった。しかしながら、MCIを破棄の後は、中期的なインフレ目標（0－3％）のために、インターバンク金利（Official Case Rate, OCR）を操作変数とすることで、ニュージーランドの金融政策は、世界のベスト・プラクティスに近づいている、と

している。

このように金融政策の結果については高い評価をあたえているものの、スペンソンは、いくつかの組織改革の提案を行っている。第一に、現在の総裁は非常に優れているものの、将来の総裁が、誤った決定を下すリスクはある、として、金融政策の決定については、一人の決定から、総裁、二名の副総裁、二名の中央銀行スタッフの5名による委員会の決定による金融政策委員会形式への移行を提案している。内部者だけである点は、イギリスや日本の金融政策決定委員会の金融政策審議委員とは異なっている。しかし、複数人による、多数決による決定という点では、イギリス、日本など、ほかの先進国の中央銀行に似ている。第二に、理事会は外部理事だけの構成として、総裁、副総裁が含まれないようにすることを提案している。これは利益相反を防ぐためである。第三に、スペンソンは、0－3％という幅のあるインフレ率「範囲」目標から、1.5％というような、インフレ率「点」目標への移行を提案している。

このように、インフレ目標政策を採用してきたニュージーランドにおいても、インフレ目標政策については、まだまだ改善にむけての努力が続けられている。日本にとって教訓となりうるのは、次の二点であろう。第一に、インフレ目標政策が、単にインフレ率コントロールという金融政策運営の方法ではなく、中央銀行のあり方、制度そのものの一部と理解されていることである。そこでは、中央銀行（総裁）と政府（財務大臣）との適切な距離を保ちつつ、説明責任を持つという制度的関係、を規定する重要な役割りを担っているのである。この意味で、金融政策運営の方法としてこれまで提案されてきた通貨量（マネー・サプライ）目標や、金利目標政策、と同列に論ずることは、必ずしも適切ではない。

第二の教訓は、インフレ目標の設定について中央銀行と財務大臣との間で、政策合意を形成するという政策協調である。中央銀行が独立でありながら、政府の政策との整合性を保つため

には、大枠で合意を形成するしかない。中央銀行の役割りが物価安定である以上、政策合意は、

物価安定にかかわるものであり、インフレ目標はこのような政策合意に適したものである。

Ⅲ．1990年代後半の経済状況と金融政策

日本における消費者物価は、1998年夏に、デフレーション（対前年比でマイナスの変化率）に転じて以降、デフレが継続しているが、とくに2001年夏以降、デフレは加速している。2002年1月には、総合指数でみてマイナス1.4%、生鮮食品を除く総合指数でみてマイナス0.8%に達している。GDPデフレーターでみても、2001年後半は、対前年同期比、マイナス1.5%程度のデフレーションが続いている。

(1) バブル破裂から不良債権問題へ

このようなデフレに陥った理由、またデフレから脱却できない理由については、多くの議論が展開されてきた。まず、金融政策の失敗をあげる論者の多くは、1990年代初めのバブル破裂後の金融緩和が、遅すぎたために、経済がハードランディングを起こした、と考える。1990－1992年にかけて、株価がピーク時の3分の1程度にまで下落、その後の地価の下落、不良債権の増加、逆資産効果による有効需要の後退などにつながった。住専（住宅金融専門会社）の不良債権問題は、1992－93年にすでに表面化していて、第一次再建計画が作られていた。しかし、この再建計画は地価がその時点で下げ止まり、10年間で収益を回復するという楽観的な予想の下で立てられたもので、2年後には破綻する。1995年には、兵庫銀行が破綻、信用金庫、信用組合の破綻も増加する。住専処理が、国会の焦点となり、金融システム不安が初めて政治の場

で大きく取り上げられた年である。これまで、海外業務を拡大させてきた都市銀行も、縮小・撤退を始めた。しかし、1996年は、経済成長率も高くなり、金融機関の破綻もなく、日本経済は、回復軌道に乗ったかに見えていた。1997年4月には、2年前から予定されていた消費税率の引き上げ（3%から5%へ）と特別減税の撤廃が行われた。さらに、社会保険料率も引き上げられたため、約9兆円の財政引締めとなった。この結果1997年第1四半期は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要で高い成長率（対前期比年率換算6.7%）を記録する一方、第2四半期は、反動でマイナス成長（同、マイナス12%）にとどまった。第3四半期には、プラス成長（同、6.9%）に戻すものの、1997年7月から始まったアジア通貨危機（最悪期は1998年1月）、1997年11月から始まった日本の国内金融危機（北海道拓殖銀行、山一証券、三洋証券破綻）が、成長率を押し下げた。1998年前半は、日本経済は再びマイナス成長に転落する。この1997年4月の財政引締めが、脆弱な経済回復（1996年）の腰を折った政策の誤り、という評価が定着しているが、この財政引締めの景気後退効果と、アジア通貨危機、国内金融危機の景気後退効果の責任分担についての、しっかりとした分析は確立していない³⁾。

国際金融危機が続くなか、日本国内でも日本長期信用銀行の処理をめぐる国会で議論が紛糾する。GDPデフレーター（対前年比）は、1998

3) 財政政策が景気に与える効果を強調する学者（例えばPosen（1998））は、1997年4月の財政引締めを失敗と評価する一方、その後の経済政策論議のなかで、景気回復効果を狙った財政支出を推奨する。一方、財政支出効果が低くなった（とくに、公共事業の乗数効果の減退）と議論する学者は、1997年4月の効果を強調しないかわりに、景気回復のための経済政策においても、赤字財政の拡大の効果に懐疑的である。

年第2四半期、マイナスに転じ、現在（最新の統計は、2001年第4四半期まで）にいたっている。

(2) 新しい日本銀行

このような金融システムが不安定であるなか、1998年4月に、新日本銀行法が発効し、新しい制度のもとで、日本銀行が活動を開始した。新日銀法は、日本銀行の目的を「物価安定」と明確化した。また、金融政策の決定は、総裁、二名の副総裁に外部の審議委員6人を加えた政策委員会で決定されることになった。政策委員会の議事要旨は迅速に公表するなど、政策決定の透明性にも配慮している。総裁、副総裁、審議委員の任期は、5年を決められ、健康上の理由以外では解任されることがない、とした。このような制度から、日銀の「独立性」が高まった。Cargill, Hutchison, and Ito (2000; chapter 4) は、旧法と新法との比較 (Table 4.2) をしたうえで、法的に保証されている独立性の程度が、飛躍的に高まり (Table 4.3)、先進国グループ中、下位3分の1から、上位から3分の1程度まで高まった、ということを示している。

独立性が高まる一方、説明責任をどのように確保するか、という議論が、法改正の過程で行われた。第一に、金融政策決定会合をほぼ月2回のペースで行う一方、その議事要旨を迅速に公表することで、政策決定の過程を説明する、第二に、国会に対して年2回、総裁が説明を行う、ということが決まった。しかし、いまから考えると、「物価安定」についての明確な定義が欠けていた事が、その後の金融政策をめぐる議論の混乱の原因になっているように思われる。

1998年4月から12月は、あらたな枠組みでの金融政策が模索される中、景気は、一層悪化していった。金融システム不安の中で、邦銀がドル調達をする際に上乗せ金利を要求されるようになった。いわゆるジャパン・プレミアムが顕在化した。(ジャパン・プレミアムと銀行株価との関連についての分析は、Ito and Harada (2000) を参照されたい。) 1998年3月の大手銀

行への資本注入も金融システム不安の解消にはつながっていなかった。1998年春には、アジア通貨危機と日本の金融危機の影響から、円安が進行し、さらに、低金利の円を調達して、他の通貨に投資（投機）する、という「円のキャリー・トレード」の増加が、円安に拍車をかけていた。1997年12月には円・ドルレート127円前後、1998年4月、6月には円・ドルレート130円前後で、と円安を阻止するためのドル売り・円買い介入が行われていた。このような円安、アジア通貨安の不安があるなかで、国際金融の立場からは、思い切った量的緩和を考慮することは難しかった。

1998年夏には、円安は、146円まで進行した。ところが、8月のロシア危機、LTCM 危機に端を発したヘッジ・ファンドの危機がおこり、円のキャリー・トレードが一気に巻き戻されて、円は120円台へと戻す。1998年年末から1999年初めにかけて、1998年が戦後最悪の不況であったことが、はっきりしてきて、金融・財政政策への景気刺激策への議論が盛んになった。

(3) ゼロ金利、円高と不胎化論争

ここで、1999年2月に、日銀がいわゆる「ゼロ金利政策」に踏み切る。発表文によると、

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。

その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

このような決定の背景には、次のような情勢判断があった。「長期金利が大幅に上昇し、為替相場も円高気味の展開が続いている。株価も総じて軟調に推移している。こうした市場の動きは、わが国経済の先行きに対してマイナスの影響をもたらす恐れがある。」（日本銀行、「当

面の金融政策運営について」1999年2月12日)

さらに、その後の説明のなかで、このゼロ金利は、「デフレ懸念が払拭するまで」という条件がつくようになった。

しかし、景気は、目だってよくなることはなく、四半期の成長率は一進一退を繰り返していた。(たとえば、1999年第1四半期は、対前期比、年率換算、マイナス4%だが、第2四半期には、プラス8.5%；第3四半期には、プラス3.5%だが、第4四半期には、マイナス5%。)一方、円ドル・レートは、1999年には、円高に振れ始めていた。1999年6月には、120円前後で、介入、その後、9月10日と14日には、110円を切る水準(100円台)で、合計1兆円にのぼる介入が行われた。この段階で、円高が景気回復の腰を折るのではないか、という心配があったからであろう。9月の介入の際には、より金融緩和効果を出すためには、介入資金を不胎化せず、放置することで、マネタリー・ベースを増やすという政策をとるべきである、というマーケットの論調もあったが、日銀は、これまでどおり、不胎化を行った。

この時点で、不胎化を行わない(非不胎化)ことを提言する人たちの最大のポイントは、マネタリー・ベースが増加させることができる、という点であった。これが、民間のポートフォリオ・シフトにつながり、リスク資産を買うようになるのではないか、という狙いである。その結果、円・ドルレートを円安に誘導する効果がより強くなると(理論的に)考えられる。あるいは、株価や地価に良い影響がでるかもしれない。また、非不胎化されるかどうかを、市場が注目しているときには、とくに期待を通じた効果があると、考えられた。

一方、非不胎化に反対する論拠は、第一に、たとえ理論的に円安効果があっても、その程度は小さい、第二に、介入は自動的に不胎化されるべきものであり、もしマネタリー・ベースを増加させよう、という場合には、オペの対象はいくらでもあり、外貨に限らない、第三に、非不胎化を約束することは、為替政策が金融政策

をリードすることとなり、不適切である、第四に、マーケットが誤った情報・理論に基いて「期待」を高めているときに、それに「迎合」することは、さらに将来の誤った「期待」を奨励することになり、好ましくない、というものだった。

以上の点を、実際の公表データで、証拠を提出しておこう。1999年9月21日の金融政策決定会合の当日に、「当面の金融政策運営に関する考え方」を公表している。まず、2日後の総裁の記者会見をまたずに、その日の決定について、解説することが、異例であった。ここでは、円高に対する対応が一つの焦点であったことが明らかである。

最近の円高の進行は急激であり、その企業収益等に与える影響が懸念されます。こうした為替相場に関する基本認識や最近の円高進行に対する評価は、政府とも共有されていると考えています。

(中略)

ただし、日本銀行は、為替相場そのものを金融政策の目的とはしていません。金融政策運営を為替相場のコントロールということに直接結び付けると、誤った政策判断につながるリスクが高いことは、バブル期の政策運営から得られる貴重な教訓になっています。

(「当面の金融政策運営に関する考え方」、1999年9月21日)

そして、非不胎化についての論争があることを意識して、非不胎化は、はっきり拒否している。

為替政策との関係で、介入資金を放置してはどうか(いわゆる非不胎化)という議論があります。しかし、金融市場には、介入資金だけでなく、財政収支や銀行券需要など様々な要因を反映した資金の流れが存在しています。中央銀行は、そうした資金

の流れを利用しつつ、オペレーションにより市場全体の資金量を調節しています。これは先進国の中央銀行で、ほぼ共通の枠組みです。したがって重要なことは、すべての資金の流れを勘案したうえで、金融市場に全体としてどれだけ潤沢な資金が供給されているか、ということです。この点で、日本銀行は、上述したとおり、豊富で弾力的な資金供給を行っています。こうした資金供給姿勢は、現在の政府の為替政策とも整合的なものと考えています。

(「当面の金融政策運営に関する考え方」,
1999年9月21日)

さらに、事前に、新聞の観測記事が出たことでマーケットが誤った「思惑」をもったことについては、金融政策決定会合の結果に影響を与えるべきではないとしてつぎのように不快感をあらわしている。

なお、ここ数日、金融政策運営を巡る思惑により、市場が大きく変動しましたが、金融政策運営は、定期的で開催される政策委員会・金融政策決定会合の場で討議の上、多数決で決定されるものです。事前に一定の方針が固められたり、外部との間で協議が行われるといったことは、ありません。この点をあらためて確認するとともに、日本銀行としては、今後とも、新日銀法下での政策決定の仕組みや時々の政策運営の考え方について、正しい理解が得られるよう努めていく方針です。

(「当面の金融政策運営に関する考え方」,
1999年9月21日)

このように、市場に対して、金融政策変更や非不胎化の期待を抱いてはいけなく、と説くという、異例の声明として、話題となった。

このあと、数ヶ月、為替レートは、100円を試す展開となり、11月29日、30日、12月24日、2000年1月4日、と、介入を行い、2兆円あま

りの円売り・外貨買い介入が行われた。景気が停滞する中での円高阻止が大きな政策課題として登場する中で、非不胎化介入の道を閉ざした、あるいは金融政策は円高阻止に協力しない、さらにそのようなことをマーケットが期待することそのものが間違っているというメッセージを9月に発してしまったことの是非は議論されるべきであろう。

(4) ゼロ金利解除

この非不胎化論争のあとから、日本銀行から、ゼロ金利解除にたいする期待が述べられるようになる。ゼロ金利は、異常な事態に対する緊急避難的な措置なのだから、なるべく早く解除したい、という希望があった。さらに、短期金融市場では、ゼロ金利の下で、コール市場の縮小が始まっていた。資金をコール市場で運用するためのコストが運用益よりも高くなるからである。コール市場残高(月中平均残高)は、1998年2月には、約39兆円、これが、1999年2月には32兆円に若干縮小していた。しかし、ゼロ金利採用後、4月には、26兆円、年末には23兆円へと縮小していた。短期金融市場が縮小することは、流動性に不足を生じた金融機関が、迅速に資金をとることができない可能性が高まるということを意味している。この点を懸念して、できるだけ早くゼロ金利から脱却しようと、日銀が考えたとしても不思議ではない。

2000年にはいると、生産指数を中心に明るい指標がみられるようになってきた。第1四半期、第2四半期の成長率は、(前期比、年率換算で)それぞれ、8.5%、3.5%に達していた。2000年8月に日銀は、ゼロ金利解除の決定を行う。しかし、この金融政策決定会合では、政府代表が、日銀法第19条第2項に基いて、議案採決延期を提案、金融政策委員(投票権のあるメンバー)が、この延期案を否決のうえ、0.25%の金利引上げの議案を7対2で可決した。

この時期に金利を上げることについては、日銀の論理は、異常に景気の悪い状態に対して、緊急対応としてゼロ金利を実施してきたが、景

気の回復の兆しもあるので、緊急措置を解除する、したがって金融引締めではない、というものであった。

日本銀行の金融政策決定会合の結果の発表文では、次のようになっている。

その後1年半が経過し、日本経済は、マクロ経済政策からの支援に加え、世界景気の回復、金融システム不安の後退、情報通信分野での技術革新の進展などを背景に、大きく改善した。現在では、景気は回復傾向が明確になってきており、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い。そうした情勢のもとで、需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく後退した。

このため、日本経済は、かねてより「ゼロ金利政策」解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至ったものと考えられる。

（「金融市場調節方針の変更について」2000年8月11日）

一方、このようなゼロ金利政策解除反対の人たち（多くの経済学者、政府、政策委員のうち反対票の2人）の考え方は、次のようなものであったと思われる。まず、「景気の回復傾向が明確」とはいえないこと。「需要の弱さに由来する物価低下圧力」は、依然として強く、需要の弱さ以外の要因も加味した総合的な物価でみると、低下圧力は依然として高かった。需給ギャップも大きく、いわゆるテイラー・ルールでみた金利は、マイナスにならなくてはいけない状況であったといえる。したがって、インフレの惧れは全くない中、金利を上げる理由がないような状況であったといえる。

もちろん、その後の経済の進展をみると、ゼロ金利解除反対の人たちの懸念が現実のものとなった。2000年第3四半期は対前期比年率換算マイナス2.9%、第4四半期は、対前期比年率換算1.1%のプラス成長、と、とても、「緩やかな成長」を達成したとは言い難い。さらに、物

価も、CPI（除く生鮮食品）、対前年同月比で、2000年8月は、0%だったが、10月には、マイナス0.8%となった。つまり、日銀の情勢判断が間違っていたといえよう。2000年8月のゼロ金利解除から、2001年3月までの無担保オーバーナイト金利を0.25%で推移させたことが、どれほど、2000年後半の景気後退に寄与したかを実証することは難しいかもしれないが、2000年8月のゼロ金利解除の際に前提とした経済状況が実現しなかったことは確かであり、情勢判断の誤りは明らかだろう。

(5) 「物価安定」とは

2000年10月に、日本銀行は、『「物価の安定」についての考え方』というレポートを発表している。このなかで、日本銀行は、物価安定とは、インフレでもデフレでもない状態、と定義したうえで、適切な物価指数はなにか、などという技術的な問題を議論している。

そもそもこのようなレポートが必要とされた理由は、ひとつにはインフレ目標政策についての議論が活発化する一方、良いデフレ、悪いデフレ論があったからと、推測される。インフレ目標を推す立場の人の多くは、デフレは、原因はなんであれ、好ましいものではない、と考えている。これはゼロ金利になっても実質金利がプラスになってしまい金融政策が難しくなることや、あらたな不良債権の発生につながり不況とデフレがスパイラル的に、どんどん悪くなる危険があるからである。一方、良いデフレ論からは、デフレは中国からの輸入物価の下落や、コンピューターの技術革新による価格下落など、消費者にとっては良い面もある、ということを強調する。しかし、個別商品の価格下落は、他の商品との相対価格の問題であり、一般物価の問題ではない。一般物価はあくまでもマネタリーな現象である。

インフレ目標政策を推す立場から、このレポートを読むと、物価安定が、数値で定義されなかったばかりか、物価の計測、物価安定の定義の難しさが説かれている。確かに、純粋統計学

的には、多くの品目からなる一般物価を正確に捕らえるのは難しい。もちろん、完璧な物価指数はない。消費者物価指数には、ラスパイレステ型指数計算に伴う上方バイアス、新製品の登場や品質向上などを考慮に入れていないという上方バイアス、決められた店舗（ディスカウント・ショップなど除く）でしかサンプリングしないというバイアス、などがあることが知られている。しかし、これらは、いずれも、インフレ目標政策導入のためには、克服可能な問題なのである。まず、世界でインフレ目標を採用している国では、ある種の消費者物価指数を使うのが主流である。インフレ目標政策において、消費者物価指数を使う場合には、たとえば、上方バイアスが1%と考えられるならば、上方バイアスをできるだけ取り除いた指数を開発し、0-2%と目標を設定するか、上方バイアスを含んだ指数で、1-3%と目標を設定するかの違いとなる。

また、インフレ目標により中央銀行に説明責任を課す手段と捕らえる立場からは、中央銀行が責任をもてない要因によるインフレからは、「免責」になることを明らかにすればよい。これも、免責要因（エネルギー価格、生鮮食品）をあらかじめ除いた指数を開発して、それを目標とするか、通常（既存）の指数で政策を行い、インフレ目標をはずした場合には、なぜはずしたのかが説明できればよい、とする二通りの方法がある、といえる。

2000年10月のレポートは、このような問題には直接踏み込まず、インフレ目標政策導入の難しさを強調するものに見える。

(6) 量的緩和、ゼロ金利復帰

2000年後半の景気後退、および2001年始めに予想されたさらなる景気後退は、2001年2月、3月に、日本銀行をして、再び金融緩和へと舵を切らせることになる。特に、3月19日の金融緩和策には、いくつかの特徴がある。

- (A) 新しい金融市場調節方式の採用と実質的なゼロ金利復帰

操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）から日本銀行当座預金残高に変更する一方、日本銀行当座預金残高を5兆円程度に増額。必要準備が約4兆円なので、無担保コールレートは、ゼロ%近辺で推移するものと予想。ここで操作目標の変更は、「市場メカニズムに配慮しつつゼロ金利政策の有する金融緩和効果を実現」のため、と説明されている。その一方で、「過度の金利変動はロンバート型貸出制度により抑制」としている。

(B) 強力な時間軸効果

金融緩和を今後もしばらく継続することにコミットするため、この政策を、「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%以上となるまで継続」とした。この「時間軸効果」が、デフレ予想の是正に貢献、と考えている。これにより、イールドカーブ全体の金利低下につながるとした。

(C) 調節手段の強化と明確な歯止めの設定

円滑な資金供給のために必要な場合には長期国債オペを増額とする一方、銀行券発行残高を上限とし金融政策の信認を確保する、としている。

このうち、(A)は、事実上ゼロ金利への復帰である。操作目標を変えても、リザーブ（日銀における当座預金残高）を必要準備以上になるようにすることで、コール・レートはゼロ金利となるからである。(B)は、2000年10月の物価の安定についてのレポートからは、かなり大きな前進である。事実上、消費者物価指数（除く生鮮食品）が、物価計測の目的に適っていることをここで認めている。さらに、少なくとも、次のゼロ金利解除は、この指数が「安定的にゼロを上回る」ことが条件であることを明記した。これは、前回のゼロ金利解除の条件とされた「デフレ懸念の払拭」という表現からは大きな前進である。今回は、前回の2000年8月のようなデフレ下における金利上昇という誤りは繰り返さ

日本における物価安定数値目標政策の可能性

第1表 3月19日の政策決定は、インフレターゲティング政策だったか？

インフレ目標政策（例）	3月19日以前	3月19日以後
物価指数をさだめ（例えば、消費者物価指数（除く生鮮食品））	どの物価指数が適切かわからない	消費者物価指数（除く生鮮食品）
下限を1%	物価指数のくせがあるので、数値は決められない	下限は0%を安定的に上回る
上限を3%として	数値は決められない	（決めず）
2年後までに	期限は決められない	（決めず）
達成を目指してあらゆる手段を使って金融政策を運営	（言及なし）	「新しい金融市場調節方式」を継続
インフレターゲット（デフレ阻止）を表明することで、期待に働きかける。	（言及なし）	「インフレターゲット政策とは異なるものである」（速水総裁）。つまり、期待には働きかけない

（出所） 筆者の整理

第2表 金融政策決定会合の主な決定事項、発表事項

2001年 2月9日	(1) 公定歩合の引き下げ、0.50%から0.35%へ。（2月13日実施） (2) 無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は0.25%で変わらず。 (3) 流動性改善策(i)「ロンバート型貸出」制度の新設、(ii)短期国債買いきりオペの積極活用、(iii)手形オペ（全店買入）導入の具体化。
2月28日	(1) 公定歩合を、0.35%から0.25%とする。（3月1日実施） (2) 無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を、0.25%から0.15%へ引き下げ。 (3) 補完貸付制度基本要領の制定。 (4) 「日本経済の状況をみると、海外経済の減速や株価下落の影響を受けて、景気回復の動きは一段と鈍化しており、先行きの不透明感も強まっている。この間、物価は弱含みの動きを続けており、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念がある。」 (5) 「日本経済の持続的な回復を確実なものとするためには、金融システム面や経済・産業面での構造改革が不可欠の条件である。日本銀行としては、各方面における構造改革に向けた取り組みが一層速やかに進展することを強く期待している。」
3月19日	(1) 公定歩合、不変（0.25%） (2) 操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）から日本銀行当座預金残高に変更。日本銀行当座預金残高を5兆円程度に増額。無担保コールレートは、ゼロ%近辺で推移するものと予想。 (3) 消費者物価（全国、除く生鮮食料品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続する。 (4) 日本銀行当座預金を円滑に供給する上で必要と判断される場合には、長期国債の買い入れ増額。 (5) 「日本銀行として、物価が継続的に下落することを防止し、持続的な経済成長のための基盤を整備する観点から、断固たる決意をもって実施に踏み切るものである。」 (6) 「今回の措置が持つ金融緩和効果が十分に発揮され、そのことを通じて日本経済の持続的な成長軌道への復帰が実現されるためには、不良債権問題の解決を始め、金融システム面や経済・産業面での構造改革の進展が不可欠の条件である。もとより、構造改革は痛みの伴うプロセスであるが、そうした痛みを乗り越えて改革を進めない限り、生産性の向上と持続的な経済成

	長の確保は期し難い。日本銀行としては、構造改革に向けた、国民の明確な意思と政府の強力なリーダーシップの下で、各方面における抜本的な取り組みが速やかに進展することを強く期待している。
8月14日	①公定歩合、不変。(0.25%) ②日本銀行当座預金残高を、5兆円程度から6兆円程度に増額。 ③毎月の長期国債買い入れを4千億円から6千億円に増額。 ④構造改革の進展への期待の表明。「日本銀行としては、政府、民間の双方において、短期的な痛みを乗り越えて、構造改革への取り組みがたゆまず進められることを強く期待している。」
9月18日	①公定歩合引き下げ。0.25%から0.10%へ。 ②当面、日本銀行当座預金残高が6兆円を上回ることを目標とする。
12月19日	①日本銀行当座預金残高10-15兆円程度になることを目標とする。(これまで6兆円) ②毎月の長期国債買い入れを6千億円から8千億円に増額。 ③CP 現先オペの積極活用。
2002年 2月28日	①毎月の長期国債買い入れを8千億円から1兆円に増額。 ②日本銀行当座預金残高が10-15兆円程度(不変)。 ③ロンバート型貸付制度における公定歩合の適用期間拡大

(出典) 日本銀行の発表より筆者の整理

ないからである。インフレ目標政策への第一歩と評価できる内容である。(c)において、長期国債買いきり増額の道を示唆していることも、リザーブ増大の手段を明確化していると評価されよう。

一方、この3月19日の、とくに(B)がインフレ目標政策か、というところではない。その理由は、第1表にまとめてある。

この2001年3月以降の金融政策のおもな変更を第2表にまとめてある。量的緩和として、長期国債の買いきり額を増大する一方、目標とするリザーブの拡大が段階的に行われてきた。この量的緩和についての日銀からの分析としては、白川(2002)がある。ここでは、この一年間の量的緩和の総括については触れない。

IV. 日本への「物価安定数値目標政策」導入の可能性

ここで、日本へのインフレ目標政策導入の是非については、これまでも多く議論されてきたので、ここでは、要点だけにしたい。(たとえば、伊藤隆敏(2000)(2001a)参照。)まず、「インフレ・ターゲット」政策というと、インフレ率を高くすることを目的とした政策で、インフレだけでマクロの困難な局面を解決しようとする政策、と誤解されることがあるので、ここでは、「物価安定数値目標政策」と呼ぶ事にする。

イントロダクションや第Ⅱ節で強調したように、インフレ・ターゲット政策は、政策の枠組み全体をさすのであって、機械的にインフレ率だけを目標にするものではない。しかし、名称で誤解されるのは、損なので、ここでは、物価安定数値目標政策という名称にする。

インフレ・ターゲット政策の提唱者と、批判をする意見を対比しながら検討していこう⁴⁾。

インフレ・ターゲット政策提唱の根拠は、次

4) 本節の一部は、伊藤(2001b)に依拠している。

の三点に集約される。

- ①手段の独立性を高める
- ②透明性を高め、説明責任の明確化
- ③期待に働きかける効果が重要

これに対して、インフレ・ターゲットに懐疑的な人たちは、つぎのように反論する。

- ①政府からの圧力はなくなる
- ②透明性、説明責任は既に十分
- ③実際にインフレが起きなければ期待は変わらない。

インフレ目標政策のひとつの長所は、結果に責任をとるということで政策手段の独立性を高めるというものである。金融政策の決定や、総裁の任期については、法的独立性を確保したものの、さらに金融政策の中身について、政府や世論から注文がつくことがある。これに対して、金融政策がどのようなインフレ率を目標としているかが明確になっていれば、それを楯に、手

段については、日本銀行に任せてくれ、ということが強く言えるようになる。

独立である中央銀行については、金融政策の説明責任が重要となる。これは、第Ⅲ節で説明したので繰り返さない。ゼロ金利のもとでインフレ目標政策を採用する最大の目的は、インフレ期待を高めることによって、実質金利を低くすることができるからである。

第3表で、インフレ目標政策の是非をめぐる議論を要約した。詳しい議論は、伊藤（2001）を参照されたい。

次に、物価安定数値目標政策は、現在の日本で実行可能か、という点を吟味しよう。物価安定数値目標政策の提唱者は、もちろん、これは可能であり、この政策の実施により、民間のインフレ期待に影響を与えうる、と考える。一方、批判者は、インフレ目標政策は、現在の日本では、実行可能ではない、と考えている。つぎのような発言が、この見解の違いを端的に物語っ

第3表 インフレ目標政策の是非

賛成	反対
1931年スウェーデン中央銀行 EUは事実上インフレターゲット	←デフレ下で採用した国はない ←インフレターゲット採用国は小国
手段はある (a) 手段はある (b) 副作用と何もしないリスクの比較を	←手段がないのに、約束できない (a) デフレ防止の方法はない (b) デフレ防止の方法は副作用
長期債の買い取り額の増額を→	長期金利は上がるかもしれない。
株式・社債の購入を→ 上場株式投信・不動産投信を購入すれば、その問題はない。	(a) リスクを伴う。損失を出すと納付金が減る。財政政策ではないか。 (b) 個別企業の判断をしなくてはいけない。
諸外国のインフレ・ターゲティングをどう理解するか	
(a) 1931年のスウェーデンはデフレ防止 (b) 目標圏の下限を下回る国もあったので、インフレ率上昇を目指す経験はある	←高インフレ国が導入するもの
ECBの政策もインフレ目標政策とほぼ同じ。	←導入は、小国のみ。アメリカは導入していないが物価安定
財務省がインフレ目標を決めている。	←イギリスでは、インフレターゲット政策をとっているが、財政政策を金融政策と整合的に運営している。

（出典） 伊藤隆敏、『インフレ・ターゲティング』（2001）より筆者がまとめた

ている。

「日本銀行が現在、インフレ・ターゲティングの採用は適当でないと考える最大の理由は、現在の金融経済状況の下では、金融政策だけで物価の下落を防止することはできないからです。」(山口副総裁, 2001年10月17日, 国際金融情報センター, 国際金融セミナーにおける講演。同日, 日本銀行ホームページ掲載)

「現在のようなデフレ下でも, 日本銀行がゼロインフレの達成目標時期を明示すれば, 経済主体のインフレ目標政策期待が上昇するため金融緩和効果を発揮するはずであるとの主張が見られる。しかし, 私は, 景気を刺激するための金融政策手段が限られている現状では, こうした達成目標時期を明示しても, 市場の冷ややかな反応を招くに止まり, 政策手段とならないどころか金融政策に対する信認を失わせる結果となるのではないかと懸念している。」(植田委員, 2001年9月29日日本金融学会, 特別講演。10月3日, 日本銀行ホームページ掲載)

「現在, 金融政策だけで物価の下落を押し止めることが困難であることから, 目標値を達成できない状況が続く可能性が高まります。いずれかの時点で、『約束を守れ』という声が強まり, それを達成するためにリスクや副作用の大きい政策手段をとらざると得ないという事態に至る可能性が大きいように思います。」(須田委員, 埼玉県金融経済懇談会挨拶要旨, 2001年11月5日, 日本銀行ホームページ掲載)

インフレ目標政策が現在のデフレ状況下の日本で実行可能かどうかは, デフレ下で, デフレ脱却のための金融手段があるか, ということに帰着する。2001年3月以降の長期債購入の増加, また日銀当座預金残高の増加が, 目だってデフレ解消に貢献しているとは思えないので, それ以上の手段があるか, ということになる。イ

ンフレ目標の宣言とともに, 長期国債の購入額の更なる増額や, (法律改正のうへ) 上場株式指数リンク投信, 不動産投信などの購入も検討するかどうか, 意見の分かれ目になる。

日本銀行政策委員の多くが, デフレ脱却は, 通常おこなわれるような金融政策だけでは, 難しいと考えていることが, わかったが, これに對して, 2001年10月5日の伊藤・深尾・星による提案(伊藤(2001)に資料として収録)は, 日銀に対しては, つぎの2点を提言している。(ほかにも, 金融庁や財務省に対する提案が含まれている。)

A. 当面のデフレ脱却のためには, 思い切った日銀当座預金残高の増加, 買いきりオペの増加によるマネタリー・ベースの拡大が必要である。そのため, ただちに長期国債の購入増加を行う必要がある。

B. こうした措置によってもデフレ阻止が困難と見込まれる場合には, 時価総額に連動した上場株式投信(例えばTOPIX連動投信)や利回りの高い優良な不動産投資信託(REIT)を市場で大量購入を行うことが必要となる。このような実物資産と日銀券の交換を続けていけば, デフレを阻止できることは明らかである。

われわれがこの提言を行って以後, Aについては更なる前進をみた。われわれのような積極的な金融政策を推奨する人たちの想定する金融政策トランスミッション・チャンネルは次のとおりである。日銀による長期債の購入は, 市中でそれまで長期債を保有していた人たちが, なにか代替的な資産を持たなくてはいけない, ということの意味するので, 株や外債, あるいは不動産などリスクの高い資産にポートフォリオ・シフトすることが, 考えられる。株や不動産にシフトすれば, 株価や不動産価格が値上がり, 資産効果から消費や投資に好影響があるだろう。また, 外債にシフトすれば, 円安になり, 輸出産業の業績がよくなり, 経済全体に波及効果がある。

また, 上場株式指数リンク投信, 不動産投信

を購入すれば、直接の値上がり効果が期待できるし、さらに、ポートフォリオ・シフトにより設備投資など実物投資の増加も期待できる。

しかし、何より、インフレ目標と日本銀行の株・不動産などの資産購入の組み合わせは、「良いショック療法」になるであろう。これにより一気にデフレ期待が一掃される可能性が高い。これは、いかに日本銀行が、マーケットとコミュニケーションをとるか、という課題への一つの回答である。

(1) デフレ脱却のために、日本銀行は資産購入をすすめるべきか？

これに対して、このような政策をとれば、確かに、デフレ脱却は可能である、という意見の人は、日本銀行のなかにもいる。しかし、そのような政策をとることの、「副作用」や、「条件」について、警告する。

「もちろん、日銀法を改正して、日銀が何を買っても良い（例えば、耐久消費財）ようにするというのであれば、デフレ収束の時期を明示化することも可能だろうし、むしろインフレを一定限度以下に抑えるというためのインフレ・ターゲティングが必要になろう。」（植田委員）

「確かに中央銀行がどのような資産であるかを問わずいくらかでも買い続ければ、最後はインフレが起こる筈であるというのは、ほぼ定義により、その通りかもしれません。しかし、我々の目的はインフレを起こすことにある訳ではなく、あくまでも持続的な経済成長を実現することが目的です。過去の日本経済の動きをみると明らかですが、物価がまず上がって、それから景気が良くなったり、経済成長が高まっている訳ではありません。過去起きたことは、まず景気が良くなり経済成長率が高まって、それから物価も上がるという順序です。」（山口副総裁）

植田委員が、思い切った資産購入をすすめる

場合、上限のついたインフレ目標圏が必要であるというのには、賛成である。伊藤・深尾・星提案では、上限・下限つきの物価安定目標を、資産購入とセットで提案している。これが、2001年3月19日の政策措置にはかけていた部分であるので、植田委員の警告には、賛成である。では、具体的に、長期国債や株式の購入は望ましい効果を生むであろうか。

(2) 長期国債や株式の購入増加は何をもたらすか？

(A) 長期国債購入増額は、長期利子率を上昇させるか否か

須田委員は、まず民間の提案（伊藤・深尾・星のことか？）として、「日本銀行が長期国債を積極的に買い入れて貨幣供給量を増大させ、インフレ期待が高まっても、長期金利は顕著には上昇しない」というものがある、と指摘した上で、長期金利は、むしろ上昇すると主張する。これは、長期金利が将来の名目短期金利の予想値とリスク・プレミアムから決定されているなかで、期待インフレ率が上昇すれば、将来の名目短期金利の現時点における予想値も当然にして上昇するからである、と説明する。さらに、須田委員は、日本銀行による長期国債の購入が、「日本銀行は、財政政策の機能を通じて経済に影響を与えようとし始めたのではないか」という見方を強めることにつながるため、リスク・プレミアムも上昇するかもしれない、としている。「中長期的に財政規律を確保する仕組みを確立したうえで、経済状況に応じて弾力的に財政政策を活用することもあり得るという方向で議論を深める必要がある」と訴えている。

日銀による長期国債の購入増額が、長期金利を上昇させるのか、下降させるのか、については、興味深い問題である。私は、中期的には、名目金利の予想は、インフレ期待が上がっても、ゼロに近いままの可能性が高いと思われる。それは、現在が、不況のなか、均衡の「実質金利」（あるいは、テイラー・ル

ールから導かれる金利)はゼロあるいはマイナスなのに、名目金利がゼロ以下にはなれないことから、高い実質金利という「不均衡」状態となってしまうからである。たとえインフレ期待が発生しても、均衡実質金利が現状のマイナスから、「ゼロ」に近づくということである。したがって、実質金利ゼロという「均衡」に近づくだけのもので、期待インフレ率の上昇から直ちに名目金利の上昇は、起きない。近い将来の名目短期金利が変わらなければ、「近い将来」から「遠い将来」までの平均金利としての長期金利は、上昇するものの、「顕著には」、あるいは、少なくとも期待インフレ率の上昇と1対1での名目金利の上昇は、おきない、と私は、考える。

たしかに、中長期的な財政規律は必要だ。そのために、財政当局が、しっかりした中期計画をつくらなくてはいけない、というのにも全く賛成である。ただし、長期金利の反応は、現状で、日本銀行の長期債買い入れ増加が、財政当局の財政赤字削減努力を緩めることになるか(あるいは、そのように市場が受け取るか)、という点によりリスク・プレミアムが変わるかどうか決まる。

実際のところ、2001年後半から2002年にかけて、長期国債の買いきりを増額させたものの、顕著に長期金利は上昇していない。

(B) 株式の購入について

「中央銀行が株式や社債をどんどん購入しますと、儲かることもありますが、確率的には損失も発生します。(中略)損失は国庫への納付金の減少という形で納税者の負担となって跳ね返ります。」(山口副総裁)

「株式や社債を購入する場合には、どの企業の株式や社債を購入するかを決定しなければなりません。」(須田委員)「これらの資産を大量に保有すれば、それだけ大きな信用リスクや価格変動リスクなどを抱えます。こうしたリスクが現実のものとなれば、(中略)日本銀行の財務の健全性は損なわれます。」(須田委員)「結局のところ、国民に帰属され

る筈の国庫納付金が、特定の企業に対する補助金となる可能性があります。」(須田委員)「先進国では、中央銀行の金融調節は売買の対象となる資産やその相手先について中立的であることが望ましい、という理解が共有されています。(中略)さらに、仮に中央銀行が株式や社債を大量に購入すれば、各々の市場機能が損なわれる可能性も高まります。」(須田委員)

「日本銀行が、こうした問題点を承知のうえで、財政政策の機能を通じて銀行券の増発や当座預金残高の引き上げを続ければ、いずれかの時点ではデフレが止まり、インフレ期待が生まれるかも知れません。しかし、同時に、銀行券に対する信認が損なわれる可能性があることを十分に考慮する必要があります。」(須田委員)

このような批判は予想されたものである。伊藤・深尾・星提案は、「上場株式投資信託」を買う、というものであり、特定の企業の株式を買う、という提案ではない。したがって、須田委員の批判のうち、「特定企業の株を買うので、特定企業に対する補助金」である、という批判はあたらない。また、株式市場は十分に厚みがあるので、市場機能が損なわれるまで、大量購入する、ことにはならない。

「株式」の購入が、リスクを伴い、日本銀行の財務の健全性は損なわれる可能性がある、という山口副総裁、須田委員の指摘は、もちろん、そのとおりである。「国民に帰属される筈の国庫納付金」に言及していることも、全く其の通り。我々との見解の違いは、国庫納付金が減ることで、もしデフレを阻止することができるならば、それは、納税者としては、むしろ歓迎すべきことである。日銀の目的は、「物価の安定」であって、「国庫納付金の最大化」ではないからである。

ただし、この点を明確にするためには、政府と日銀がインフレ目標政策の採用で合意して、さらに首相および財務大臣が、インフレ目標が達成される限り、そのために日銀のパ

ランス・シートが毀損したとしても、(説明)責任は問わない、必要とあれば、財政補填する、と宣言することが重要である。このよう

な合意はマーケットに対して良い影響を持つであろう。

V. 「物価安定数値目標政策」への誤解

この節では、インフレ目標政策への質問、あるいはインフレ目標政策の提言への批判などから、一部をとりあげて、これに対して回答、反論を行う。前節では、物価安定数値目標政策の是非について、真剣に考えるべき問題を取り上げて検討してきたが、本節では、誤りである可能性がかなり高い論点を批判していくことにしよう⁵⁾。

(1) インフレ目標論と「経済成長率ターゲット」

日銀に対して、インフレ目標を設定すべきだという主張は、日銀に対する「嫌がらせ」で、これは「首相に1%か2%以上の『経済成長率ターゲット』を約束せよと言うのと同様に無理である」、という意見がある。(小宮(2002, 3月11日))

次のように反論したい。第一に、インフレ・ターゲットを提唱する人たち(私を含めて)は、日銀のためを思ってインフレ・ターゲットを主張しているものであり、もちろん「嫌がらせ」などではない。第二に、インフレ・ターゲット設定の提案が、首相に『経済成長率ターゲット』を設けよと要求することと同じ、という議論は間違っている。日本銀行は、日銀法第2条で、「物価安定」を目的とする機関であることが明記されている。物価安定(インフレ目標で数値

を明記することが望ましい)という経済状態を作れなかった場合には、日本銀行総裁が、何らかの形で、説明責任を負うことは当然である。長期的に物価をコントロールできるのは、通貨の独占発行権を与えられている中央銀行しかない。インフレーション、デフレーションというのは、マネタリーな現象だからである。一方、首相は、経済成長率を管理するために選出されているわけではない。政治経済社会・安全保障全体に対して責任をとる⁶⁾。経済成長率は、政府にとって、責任をもつべき多くの変数(数量化できないものも含む)のひとつにしかすぎない。ただし、経済成長率が、潜在成長率から長期にわたって下回る、というような現象は、往々にして、首相の不人気、時として、交代につながった。これは、国会における論戦、「選挙」という説明責任を負っているからである。さらにいえば、政府は、「政府見通し」として、経済成長率の「見通し」を発表しており、ある程度、数値目標を発表しているといえないこともない。しかし、繰り返しになるが、首相にとって、経済成長率は、責任をとるべき変数のひとつにしか過ぎない。したがって、日銀が、インフレ目標をはずしたときの責任の度合いと、首相が経済成長率目標をはずしたときの責任の度合いを比較することはできない。

5) 伊藤(2001a)では同様にここに書いた以外のよくきかれる批判に対しても問答形式で書いている。また本節の一部は、伊藤(2002)と共通のものがある。

6) 簡単なマクロ経済学に従えば財政政策と金融政策は、政府のもとでコントロールすることで、より効果的な政策ミックスを実現できるはずである。金融政策を「独立」させて中央銀行に任せることが学界の中で勢力を持つようになり、多くの国で実践されてきたのは、政府が財政政策と金融政策の両方を行なうと、政策の時間整合性(time consistency)がなくなる、また、往々にしてインフレ率が高めに推移してしまう、という問題が発生していた点が指摘されるようになったからである。

ただ、日銀擁護派の人たちは、インフレ目標は、「できそうにない」から、責任をとらせることはできない、と言う。まさに、「ゼロ金利下でデフレになった場合、金融政策として何ができるのか」の問題に帰着する。これは前節で議論したことである。

法的に物価安定に責任を持つよう定められている「独立」の機関の長としては、金融政策を誤ったことに起因してインフレ目標を達成できなかったときには責任をとる、というのは、当然ではないか。独立と責任は、表裏一体である。これは、中央銀行の独立性を議論のなかでは、強く意識されることである。ただ、「責任をとる」は、必ずしも、「インフレ・ターゲットをはずしたら、機械的に、総裁は首になる」わけではない。インフレ・ターゲットを導入した世界で最初の国である、ニュージーランドでも、自動的な解任ではないことは、第Ⅱ節で説明した。あくまでも、「説明責任」が最初である。現行法でも、年に2回の国会での説明が課されている。ある意味では「物価安定」についての説明責任を負っているといえないこともない。インフレ・ターゲット論は、法律的な議論に、数値を当てはめようというだけのことである。

おそらく「物価安定」という概念に、数値を当てはめる、ということが、より日銀の責任を追及しやすくなるから、「嫌がらせだ」、と取られるかもしれない。(日銀の2000年10月のレポートでは、いろいろな理由で、難しい、という議論を展開したが、2001年3月には、「消費者物価(除く生鮮食品)の対前年上昇率が、安定的にゼロ以上になるまで」現在の政策を継続すると、一步物価安定の定義に近づいた。)しかし、考えてみれば、物価目標を数値(範囲)で定義することで、逆にこの数値(範囲)をはずしていなければ、「責任」を問われることはな

い、という「盾」に使えるのである。物価安定のためには、短期的には政府が好まない、しかし長期的には経済のために良い「苦い良薬」(高インフレ時の急激な高金利政策によるインフレ・スパイラルの輪の切断)をとらなくてはならない場合がある。この「数値目標」は、政治的な金融政策手段についての攻撃に対する「盾」になる。このような議論が日銀サイドから聞こえてこないのが不思議である。

(2) 日銀への長期国債買いきり増額要請は、国債管理政策で達成可能

日銀に対する長期国債買い切り増額の「要求」は、「衆愚的金融政策論議」という議論がある⁷⁾。(A)長期国債の買い切り増額と、(B)長期国債発行額の減額と同額の短期国債の発行増額(国債管理政策の、いわゆるオペレーション・ツイスト)は、日銀によるゼロ金利堅持がある以上、と同じことなので、財務大臣(および、「日銀批判派」の学者)が、日銀へ長期債買いきり増額要求を行うことは、自分でできることを日銀への要求へとすり替えている、という。そうだろうか。

まず、日銀に対して、具体的な金融政策手段を政府から要求する、というのは、確かに日銀の手段独立性から考えて望ましい姿ではないかもしれない。しかし、このような金融政策手段についての細かな要求や議論が起きないためにも、日銀の説明責任をはっきりさせることが重要なのである。数値目標が明示されていないだけ、手段にまで議論が降りてきてしまう、ということがある。インフレ目標政策を、金融政策の枠組みとして採用してあれば、結果について「説明責任」をとるということで、「手段」については、日銀に任せてくれ、という議論が成り立つ。

7) 小宮(2002年3月11日)。「先月、塩川正十郎財務相は日銀に長期国債購入額を毎月八千億から一兆円に増額するように要請した。少しドギツイ言い方だが、私は、衆愚政治ならぬ『衆愚的金融政策論議ここに極まる』と感じた。なぜなら、塩川氏は日銀に頼むまでもなく、自分の管轄下の国債発行計画を改め、長期債の発行を減らし短期債の発行を増やせば全く同じ効果が得られるからである。」

具体的な政策効果についていうと、(A)と(B)は、たしかに、マネタリー・ベースを民間に供給する、という効果においては同じである。ただし、(A)と(B)では、財務省の国債の満期構成が変わり、日銀のバランス・シートの国債の満期構成が変わるが、この違いにより経済に対する景気刺激効果に違いが出るわけではない。また(A)では、(発行後1年以上経過した)既発国債(残存満期は、1年から9年までであるだろう)を購入するので、イールド・カーブ全体に直接、影響を与える。一方、(B)では、新規発行(10年)の点にだけ、効果が現れる可能性がある。もちろん、裁定効果を通じて、金利効果はイールド・カーブ全体に浸透することはありうるので、これは決定的な違いではない。ただし、(A)のケースでは、日銀の長期債購入が長期資金の供給という前提であると市場が理解して、マネタリー・ベース供給が、長期間続くとして理解する一方、(B)では、短期市場でのマネタリー・ベース供給で、いつでもゼロ金利の解除で、資金が吸収される可能性のある一時的な措置である、と市場が理解する可能性がある。つまり、「量的緩和」の将来へのコミットメントでは、(A)の方が大きいと市場参加者が受け取るであろう。さらに、長期債(とくに、建設国債)の発行を減額することで、公共事業を中心とする財政支出は収縮する一方、短期債では、長期的な事業を行うことはできない。したがって、景気押し上げ効果にも差がでる。また、そのように、マーケットが判断するであろう。

さらに、日銀に対して、長期国債買い取り額の増加を私が提言するのは、マネタリー・ベースの増加の手段として提言しているのである。マネタリー・ベースの増加が、民間の機関投資家のポートフォリオに影響を与え、リスクをとる民間投資(株、外債、実物投資)に向かうことを期待している。これは、あくまでも金融政策である。いくらマネタリー・ベースの増額という現象は同じでも、本来金融政策の分野に属することを国債管理政策により行うというのは、財政政策が金融政策を行う、という日銀が一番、

嫌うパターンなのではないだろうか。

(3) インフレ制御可能性

いろいろな資産を購入することで、デフレ脱却に成功しても、そのあと逆にハイパー・インフレになるのではないかと、という批判もある。須田委員は、民間の提案には、「将来、物価が上昇し始めた時点では、日本銀行は、過剰な資金を積極的に吸収し、インフレの行き過ぎを回避することができる」という前提があるとして、これに対して、次のような批判をしている。「長い間に亘って超金融緩和を続けた後に急に引き締めに変換せざるを得ないという政策運営について、国民一般の理解・支持を得ることはかなり難しいと思います。」

しかし、この批判はおかしい。旧日銀法のもとでは、日銀は、「独立性」がなく、金利引上げが、政府の意向で先延ばしさせられた例もあったようだが、新日銀法のもと、「独立性」を手にしたので、タイムリーに金融引締めを行う事になんの心配もないのではないのか。皮肉なことに、2000年8月には、政府や世論のおおくの反対を押し切って金利を上げることができる、ということをして、自ら実証している。このときはたまたま金利引上げのタイミングについての日本銀行の判断が誤っていた(ことが明らかになった)が、今回は、しっかりとした判断のもと、金利を引き上げるのであれば、「国民一般の理解・支持を得る」ことは、難しいことではないはずだ。そのような理解を得るためにも、物価安定数値目標政策で、透明性を高め、説明責任を負うことがプラスになる。

さらに言えば、金融政策はもちろん、国民の支持があることは望ましい形だが、インフレ予防のためには、金融政策は、ときとして「国民一般の理解・支持」が無くても行わなくてはいけないことがある。結果について責任を問われる事はあっても、金融政策手段の一挙手一投足まで、「国民一般の理解・支持」を得て行うものではない。金融政策の目的が、物価安定数値目標政策のような形で、明示されて(事前に合

意があれば)、あとは景気判断や政策手段を含め、日銀の責任で行えるし、中央銀行の独立性とはまさに、そのためのものである。国民の理解を心配するのであれば、コミュニケーション手段としての物価安定数値目標政策に好意的な

結論に傾くはずである。要するに、将来、「国民の理解を得て」金利を上げにくいから、現在、一層の金融緩和をしない、という論理は、旧日銀法の世界の発想であり、現に法的に所持している独立性を自ら放棄するものといえよう。

VI. 結語

本稿では、インフレ目標政策（物価安定数値目標政策）を現在の日本に導入することについての賛否両論を紹介し、議論の焦点が、非伝統的な金融政策手段によりデフレから脱却するトランスミッション・チャンネルと、その制御可能性、さらに副作用があるかどうか、という点にしばられることを明らかにした。インフレ目標を提言する人たちは、非伝統的な金融政策手段は、デフレ阻止に必ず効果がある、と論じ、副作用もない（あるいは未然に防ぐことができる）と論ずる。一方、インフレ目標導入に反対の立場の人たちは、非伝統的な金融政策手段も効果が不確実、と論ずるか、効果はあるだろうが、副作用のほうが大きい、と論じている。

しかし、副作用とされる点も、よく吟味すると、副作用として危険であるとは、考えられない、というのが、インフレ目標政策提言をする人たちの理解である。日銀が、ゼロ金利に復帰

してから一年を経過し、そのなかで、長期債の買いきり増額や日銀における当座預金残高の積み増しを行ってきた。そこでは、デフレ阻止に目立った効果はなかったものの、逆に副作用も見られなかった。

デフレが続く限り、日本経済の本格的な回復は望めない。もちろん、インフレ目標を導入すれば、万能薬のように景気回復するわけではなく、金融監督も財政政策も同時に適切な政策をとらなければ、日本経済がデフレ・スパイラルから抜け出すのは難しいかもしれない。しかし、日本銀行が、管轄のなかでとれる一番効果的な政策は、インフレ目標の採用、非伝統的な金融政策の採用と、コミュニケーションの改善であろう。

本稿が、インフレ目標をめぐる疑問を解けたならば幸いである。

参 考 文 献

- Cargill, Thomas, Michael Hutchison, and Takatoshi Ito, (2000). *Financial Policy and Central Banking in Japan*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Ito, Takatoshi and Kimie Harada, (2000). "Japan Premium and Stock Prices: Two Mirrors of Japanese Banking Crises" NBER working paper no7997, November 2000.
- Posen, Adam, (1998). *Restoring Japan's Economic Growth*. Washington, DC: Institute for

International Economics.

- 伊藤隆敏 (2000), 「日本におけるインフレ目標政策」, 深尾光洋・吉川洋編『ゼロ金利と日本経済』, 日本経済新聞社, 2000年9月刊, 77-127頁。
- 伊藤隆敏 (2001a), 『インフレ・ターゲティング』, 日本経済新聞社, 2001年。
- 伊藤隆敏 (2001b) 「金融政策の目標と手段」『エコノミックス No.5』2001年夏, 30-35頁。
- 伊藤隆敏 (2002) 「日銀にはまず『説明責任』

がある：小宮論文批判(2)」岩田規久男編『金融政策論議の争点』2002年7月刊，419－433頁。

岩田規久男（2000）編，『金融政策の論点』東洋経済新報社，2000年7月

小宮隆太郎（2002，3月11日），「日銀批判，見当違い多い」。日本経済新聞，経済教室，2002年3月11日。

白川方明（2002）。『量的緩和』採用後の1年間の経緯，岩田規久男編『金融政策論議の争点』2002年7月刊，157－234頁。