

2012年12月18日 全5頁

インフレ目標は時代遅れか？

名目 GDP ターゲットによるラジカルな緩和策とは

ロンドンリサーチセンター
シニアエコノミスト 児玉 卓

[要約]

- 次期イングランド銀行総裁への就任が決まっているカーニー氏が、インフレーション・ターゲットを破棄し、名目 GDP ターゲットを導入することが、非常時におけるより積極的な金融緩和を可能にすると述べ、物議を醸している。
- 名目 GDP を目標とする限り、インフレ懸念を口実に金融緩和を躊躇する余地が狭まる。カーニー氏の発言はデフレ突入回避への決意の表明とも考えられ、今後、先進国間の競争的金融緩和が激化する可能性がある。
- 新政権の下で、より緩和的な金融政策の採用が予想される日本だが、競争的金融緩和に乗り遅れれば、一転、急激な円高に逆戻りというシナリオも否定できなくなる。

インフレ目標放棄のススメ

12月11日、次期イングランド銀行（Bank of England、以下 BoE）総裁への就任が決まっている現カナダ銀行総裁のマーク・カーニー氏が、「非常時においてはインフレーション・ターゲットの放棄、名目 GDP ターゲットの採用がよりドラスティックな緩和政策を可能にする」旨の発言を行い、物議を醸している。同氏はカナダや英国を含め、特定の国を想定した議論ではないと断りを入れているものの、当然のごとく、メディアや市場関係者は、同氏就任（2013年7月）以降の英国の金融政策の変化を先取りし始めている。

カーニー氏は政策金利が（ほぼ）ゼロの非常時における金融政策について、以下の3つの段階を想定している。

- ① 超低金利を相当の長期にわたって維持することを宣言する
 - ② 超低金利の持続期間について「失業率が低下するまで」という条件を加える
 - ③ インフレーション・ターゲットを放棄し、名目 GDP ターゲットを導入する
- ①が効かなければ②、それでも駄目なら③という順序での非常時対応があり得るという趣旨

である。この発言の翌日、12月12日には米連邦準備制度理事会（FRB）が「失業率ターゲット」の導入を発表しており、カーニー氏はこれを予知していたかにさえ思える。米国では雇用の最大化と物価安定の双方がFRBに課されているが、FRBの今次の決定はこうした根拠法の違いの反映であるよりは、FRBがよりラジカルな緩和策に動いたものと単純に捉えた方が適切であるかもしれない。もちろん、タイミング的には偶然にすぎないのだろうが、英紙 Financial Times は（FRBのアナウンスの前の）11日の深夜、カーニー発言を紹介する記事の中で、「カナダ銀行は超低金利を相当期間継続するというコミットメントを政策にとり入れた、G7では初めての中央銀行であり、同様の政策が後にFRBによって採用された」と指摘している¹。FRBのバーナンキ議長とカーニー氏との間に、密接な意思疎通が行われている可能性はある。

ターゲットを上回り続ける英国のインフレ率

ところで、英国の金融政策の枠組みを決めるのは政府（財務省）であり、BoEは政策手段決定における（政府からの）独立（Operational Independence）を保証されているにすぎない。従って、誰が総裁であるにせよ、インフレーション・ターゲットというフレームワークを放棄する権限はBoEにはない。また、先に触れたように、カーニー氏自身、今回の発言は特定国（つまり英国）を想定したものではないと釘を刺している。しかし同氏を三顧の礼をもって迎えたといわれるオズボーン英財務相は、「これまで20年継続してきたインフレーション・ターゲットを放棄するという計画があがってきているわけではない」としながらも、「カーニー次期総裁が、将来のあるべき金融政策についての議論を先導していることは望ましい」と述べており、フレームワーク変更にも柔軟とも見える姿勢を示している。就任をめぐる交渉の中で、両氏がフレームワーク変更の議論を交わした可能性は低くない。そもそも、カーニー氏が現在総裁を務めるカナダ銀行は、危機対応時の超低金利0.25%からすでに1.00%まで政策金利を引き上げており、金融政策はいわば平時に戻っている。ラジカルな緩和政策の検討を促す状況にはない。BoE総裁就任が決まった最初の講演で、一般論に終始するのもしささか不自然でもあり、カーニー発言に英国の金融政策の変化を嗅ぎ取るのも、先走り過ぎとはいえないだろう。

では、同氏が英国における金融政策を念頭に置いていたとして、その経済はフレームワークの変更を必要とする、少なくともその検討を要する状況にあるのだろうか。

まず、確認すべき事実のひとつは、近年の英国のインフレ率（消費者物価上昇率）がターゲットである年率2%を上回り続けていることである。フレームワークとしてのインフレーション・ターゲットの優れた点として、中央銀行のアカウントビリティや政策遂行の透明性が増す点を挙げられることが多いが、付加価値税の引き上げや原油価格の上昇など「一時的な」要因で説明しきれない執拗なインフレ圧力が存在する中で超緩和政策を続けることは、上記二つのメリットの喪失につながる。実際問題として、景気がトリプル・ディップに向かう懸念が強まる中、金融引き締め動くことなどできるはずはないが、そもそも、景気を理由に物価上昇を放置すること自体、インフレーション・ターゲットのあるべき姿からの逸脱である。

¹ <http://www.ft.com/cms/s/0/b6ab7eea-43cb-11e2-844c-00144feabdc0.html#axzz2EvefmJkb>

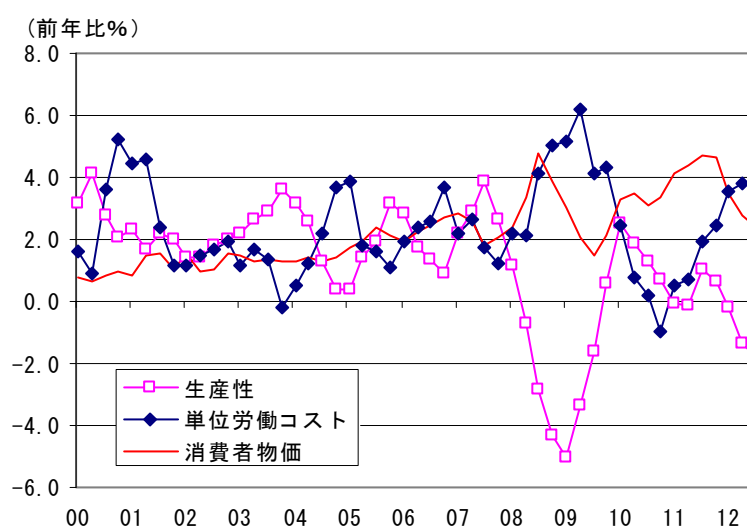
この時点ですでに、インフレーション・ターゲットを継続すべきか否かは議論の俎上に載ってしかるべきといえる。さらに重要なのは、現在の BoE の政策的プライオリティに照らしたインフレーション・ターゲットの有用性である。この点を吟味することで、カーニー発言の意図がより明確になる。

失われつつある 10 年

12 月 5 日、英国のオズボーン財務相は秋季財政報告を発表し、2012 年の成長見通しを 3 月時点の+0.8%から▲0.1%へ、2013 年については同じく+2.0%から+1.2%へ引き下げた。これを受けた財政収支の悪化から、緊縮財政政策を従来方針から 1 年延長して 2017 年度（2017 年 4 月～2018 年 3 月）まで継続することとされた。リーマン・ショック発生を起点とすれば、英国が「失われた 10 年」のさなかにいる可能性が否定できなくなっているということだ。

一方、英国の根強いインフレ圧力の先行きに関し、BoE のチーフエコノミストであるスペンサー・デール氏は、12 月 12 日の講演で、現在程度の消費者物価上昇率（10 月は前年比 2.7%）が続き、数ヵ月後には 3%を上回る可能性がある」と述べている。その根拠としてデール氏が示しているのは以下のような筋書きである。つまり、最近の急激な生産性の悪化に対する実質賃金の調整が極めて不十分であり、現在、企業はマージンの縮小に直面している。このような状況が継続するとは考えにくく、近く企業はマージンの回復に動き出す。それは賃金の下落圧力とともに財・サービス価格の上昇圧力につながるというわけだ。

図表 英国の生産性、労働コスト、物価



出所：Haver Analytics より大和総研作成

実のところ、ここでのデール氏の意図は、カーニー発言、およびそれを受けた市場やメディアの政策変更期待を牽制することにある。デール氏によれば、英国のインフレ圧力の大本は、

生産性低下という実質変数のショックにある。生産性が上昇すれば、インフレ圧力は後退する。いずれにせよ、実質ショックがもたらす物価変動に、金融政策が対処できることは多くないというのが、同氏の言わんとするところである。

デール氏の主張を是とした場合でも、英国におけるインフレーション・ターゲットの有効性は否定せざるを得ないように思えるが、政策フレームワークの変更の可能性について、同氏は「名目 GDP ターゲットは経済の過熱につながる可能性があり、危険」と述べている。その採用には否定的ながら、名目 GDP ターゲットがインフレーション・ターゲットよりもより踏み込んだ緩和策であることについては、同氏も同意しているということだ。

失われた 20 年を回避する

英国の現在の政策的プライオリティが、インフレ率の引き下げにあるのであれば、インフレーション・ターゲットの有効性を回復させることは難しくない。量的緩和を解除し、金利を引き上げればよい。しかし、そのようなことはできるはずもない。インフレーション・ターゲットは物価と景気がトレードオフの関係にある、比較的わかりやすい経済に限って有効性を発揮するフレームワークだということかもしれない。

カーニー氏が冒頭の発言の念頭に英国経済を置いていたとすると、同氏が警戒しているのは英国がデフレに突入すること、結果として日本同様の失われた 20 年を経験せざるを得なくなることであろう。それを回避するには、インフレーション・ターゲットが邪魔になる。

名目 GDP は実質 GDP と物価の積であり、これをターゲットとする限り、少なくとも一時的であれば、相当に高いインフレ率も、実質 GDP が縮んでいる中では許容されることになる。インフレ率が高いから追加的な緩和を躊躇しなくてはならないということがなくなる。これは上で述べた現在の英国のように、高めのインフレ率と実質成長率の低迷が同居している経済には都合が良い。

さらに、名目 GDP ターゲットは、よりドラスティックな量的緩和を可能にするものでもある。カーニー氏は、（金利がほぼゼロの）非常時にとるべき、3 段階の金融政策の中で、量的緩和には触れていない。そこには恐らく、第一に中央銀行が供給する流動性の絶対量よりも、民間経済主体の行動が重要であり、その行動に影響を及ぼす上でも、流動性以上に中央銀行の将来へのコミットメントのあり方が決定的な意味を持つという判断があろう。ただし、中央銀行のコミットメントのみでデフレが回避されるわけではなく、同氏が流動性の供給を軽視しているわけでもあるまい。

長い量的緩和の実績を持つ日本では、その採用初期に、物価はマネタリーな現象であり、量的緩和の継続はいずれデフレを解消せせるとする意見が少なくなかった。その後、デフレが一向に解消されないと見るや、緩和の規模が足りないという日銀批判、流動性が銀行に留まり、その先に流れないという声が強まった。こうした日本の現状から見て、どのような、よりドラスティックな緩和策があり得るだろうか。

仮に、いくら量的緩和の規模を拡大させても、銀行が波及効果のボトルネックになるのであれば、中央銀行が非銀行部門に直接流動性を供給すればよい。企業や家計に（ほぼゼロの金利で）カネを貸しても良い。中銀による国債引き受けも、その一形態である。それを原資として政府がたとえば大減税を行えば、物価とマネーの連動性が回復される可能性は確かに高まる。

こうした議論に対する典型的な反論は、デフレ脱却や回避に留まらず、手のつけられないインフレ率の上昇が惹起されかねないというものだ。それはそうに違いないが、そのような批判を封じ込めた上で緩和政策を推し進めるフレームワークが、名目 GDP ターゲットだということになる。

もちろん、カーニー新総裁就任後の BoE が、インフレーション・ターゲットを捨て去り、名目 GDP ターゲットを採用するとは限らない。名目 GDP ターゲットを採用したとして、量的緩和の量を劇的に増加させ、購入対象資産の範囲を劇的に広げるかどうかはわからない。フレームワークを変えることにより、よりドラスティックな緩和の用意があるという姿勢を示すに留まるかもしれない。実際、名目 GDP ターゲットは、上のような劇的緩和を可能にするという点で、緩和に向けた中央銀行のコミットメントを企業や家計に浸透させる効果は、インフレ目標などに比較して大きいと思われる。いずれにせよ、カーニー発言は同氏のデフレへの危機感とその回避への決意を示すものと捉えるべきであり、FRB の例を出すまでもなく、先進国の競争的な金融緩和は今後激化する可能性がある。

日本では自民党政権下でより緩和的な金融政策の採用が予想されているが、こうした国際的風潮の前に、日銀が新味のある説得的な緩和策を打ち出すことができるのだろうか。特に懸念されるのは、「相対感」で決まる為替レートである。実際のところ、カーニー発言は急激な円高への逆戻りという良からぬシナリオを想起させるものでもある。