

2012年4月6日 全9頁

日銀の金融政策は変わるのか

経済調査部

エコノミスト 増川 智咲

フレームワーク変更で一步前進。同時に、金融政策ツールの限界を暗に示す。

[要約]

- 2月14日に発表された「中長期的な物価安定の目途」という日本銀行の政策決定は、事実上の「インフレ・ターゲティング」と解釈されている。本稿では、今回の発表を転機に、日銀の金融政策が大きく変わるのか考察する。
- 基準指標を消費者物価の「コアコア」連鎖指数に変更するなど、多少の修正は必要となるだろうが、日銀が導入した「インフレ・ターゲティング」は、フレームワークとして、他国に比べて遜色を見ない。今後は、同フレームワークを導入した上で、どのような金融政策ツールを採用するのかが注目される。「インフレ・ターゲティング」の導入が、直接、期待インフレ率に働きかけるとは考えられない。日銀が今、実践できる政策として認識しているのは、金融緩和による实体经济への刺激であろう。
- しかし、金利が十分低い中、緩和的な非伝統的金融政策が採られた日本の2000年代と、リーマン・ショック後の英国で実施された、資産買取プログラムの例を見ると、必ずしも金融緩和が实体经济の刺激となるとは結論付けることができない。需要不足のデフレが続く中、金融政策に頼りすぎるべきではない。今回の日銀の政策は、既存の金融政策ツールだけでは限界があることを再主張し、経済ファンダメンタルズの改善における政府の役割の重要性を暗に強調するメッセージを送った点で、そのロジックに変化は無い。

日銀は事実上の「インフレ・ターゲティング」を導入

「中長期的な物価安定の目途」を導入

2012年2月14日、日本銀行は消費者物価指数で前年比+1%を「中長期的な物価安定の目途」とした。これまで、日本銀行は、政策委員会各委員の見解の集合体（数値表現）として「中長期的な物価安定の理解」を示していたが、「理解」という意味が曖昧であると非難の対象となっていた。今回、「日本銀行としての判断」と言及し、インフレ率の目標を明確化したことは、事実上の「インフレ・ターゲティング」導入と解釈されている。日銀の白川総裁は、「それ（+1.0%）が見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入等の措置により強力に金融緩和を推進する」ことを表明。さらに、「資産買入等の基金」による長期国債の買入れを10兆円程度増額する旨を発表した。本稿では、今回の発表を転機に、日銀の金融政策が大きく変わるのか、英米の事例と比較しながら考察したい。

「インフレ・ターゲティング」とは

「インフレ・ターゲティング」導入で、期待インフレをコントロール

「インフレ・ターゲティング」とは、中央銀行がインフレ目標を設定することで、期待インフレをコントロールすることを目的とした金融政策フレームワークである。中央銀行は本来、民間が予想する期待インフレ率を上回るインフレ率を目標に設定することで、潜在 GDP を上回る GDP を達成するインセンティブがある。しかし、中央銀行が繰り返し民間の期待インフレ率を裏切るとは、結果的に民間の期待インフレ率を高め続けてしまう（インフレ・バイアス）。これを踏まえ、中央銀行は目標とするインフレ率を事前に提示し、インフレ率を目標値付近にコントロールするコミットメントの意思を示す。これにより、市場の期待インフレ率が高まり続けることを抑制するのである。

一時的なショックに金融政策が煩わされなくなる

目標とするインフレ率を示すことは、金融政策の「透明性」向上につながる。その結果、中長期的に見た場合、民間の期待インフレ率が、ターゲットを外れて大きく振れにくくなり、安定的に推移することとなる。例えば、一時的な資源価格の高騰でインフレ率が上昇した場合、期待インフレ率が、商品価格に連れられて上昇する幅は小さく抑えられる。つまり、金融政策が、一時的なショックに起因したインフレ率の振れに煩わされることが無くなるのである。

バブルへの警戒心

日銀は従来、「インフレ・ターゲティング」の導入には消極的な姿勢をとっていた。その理由は、このフレームワークに上記のような長所がある一方、「物価が上がらない限り中央銀行は低金利を続けるというのが新しい『ゲームのルール』だと理解」されることに懸念を抱いていたのである。つまり、低金利予想が長期に亘って定着してしまい、バブルへつながることに警戒していたのである。そのような姿勢から一転、導入を決めた背景には、バブルに対する警戒心の減退があるわけではなく、日銀に先立ち、「長期的なゴール(a long-run goal for inflation)」という物価目標を掲げ、事実上の「インフレ・ターゲティング」を導入した米連邦準備理事会(FRB)への追従という判断があると考えられている。

日銀の政策フレームワークの特徴とは？

BoEとFRBの金融政策フレームワークを比較

日銀が今回発表した政策フレームワークの特徴はどのようなものか。明示的に「インフレ・ターゲティング」を採用しているイングランド銀行(BoE)と、2012年1月25日に、個人消費支出価格指数(PCE)の年率換算で、「+2.0%」を「長期的なゴール」と設定したFRBの例とを比較したい。

FRB、日銀の政策はより弾力的

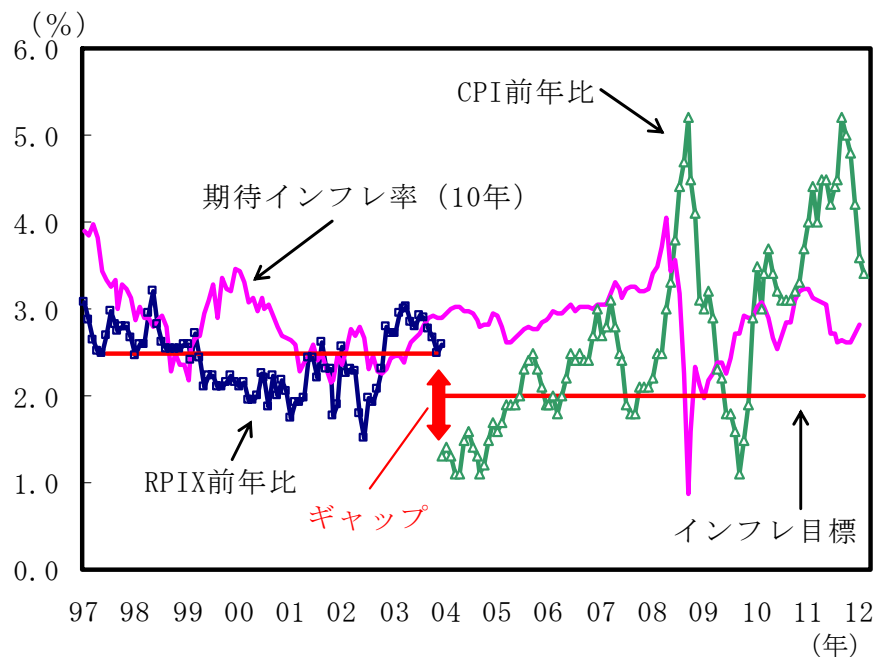
BoEは、物価安定を中央銀行の最大の目標としている。物価安定を、「安定的な経済成長と雇用」の「前提条件(precondition)」として位置づけているのだ。従って、物価がターゲットを外れて上昇基調にある際、景気後退を理由に利上げに躊躇することは、金融政策のフレームワーク上、原則許されていない。他方、「インフレ・ターゲティング」を明言していないFRBは、「物価」と「最大雇用」を同程度重要視するとしている。そして、物価の「長期的なゴール」導入後も、「物価」と「雇用」の安定を義務とする従来の方針に変更は無いとしている。物価が目標値から乖離することに、それほど敏感になる必要性がないことから、FRBの金融政策はより弾力的といえる。「インフレ・ターゲティング」と明示していないことから、日銀の政策方針もFRBのものに近い。

指標の決定

次に、政策の判断基準となる指標を比較したい。現時点で、FRBを除き、日銀と

BoE は消費者物価指数(CPI)を用いている。世界的に見ても、CPI を「インフレ・ターゲット」の指標として用いるケースは多い。BoE は、2003 年 12 月に CPI に変更するまで、RPIX (モーゲージ金利払い部分を除く小売物価指数) を用いていた経緯がある。しかし、住宅バブル時に指数が上振れることや、欧州各国でも物価基準として HICP (CPI)¹ が用いられていたことから、BoE も指数変更に踏み切った。指数変更時には、RPIX で前年比+2.6% (2003 年 12 月) であった物価が、CPI で同+1.3% となり、指数変更のみで、前年比 1.3% も物価が下落した (図表 1)。同時にインフレ目標も、前年比+2.5% から同+2.0% に変更されたが、両指数の乖離が約 1% である点を踏まえると、前年比+1.5% 程度の水準が妥当ではとの意見もあった。さらに、同+2.0% に目標設定したことは、BoE が今後、緩和的な金融政策を行うことを示唆しているのではないかとの憶測さえ生んだ。BoE は、金融政策の信頼を失わないよう、CPI への指標変更に関する説明責任を求められることとなった。対して日銀は、従来から「物価安定の理解」の目安として CPI を用いていたこともあり、今回の発表の際も、どの物価指数を用いるかの説明責任を問われることは無かった。ただし、物価指標に関しては、以下の 3 点において、依然議論の余地はある。

図表 1 イギリスの物価推移とインフレ目標



(出所) イングランド銀行より大和総研作成

連鎖指数の使用を提言

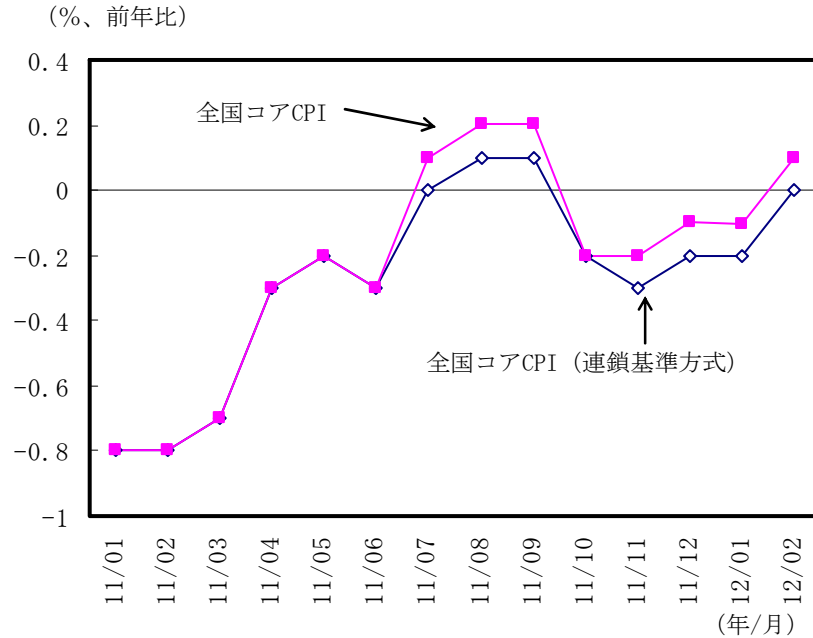
1 点目は、連鎖指数の使用に関する是非である。BoE と FRB は、指標として連鎖指数を用いている²。これは、基準年を複数年固定した場合に生じる、物価のバイアスを考慮したものと考えられる。総務省は現在、ラスパイレス連鎖基準方式指数を参考値として公表しているが、それを「インフレ・ターゲット」の目標値として採用し、バイアスの修正に取り組むべきではないか。図表 2 で見られる

¹ EU 圏では、算出方法を統一した Hermonised Index of Consumer Price (HICP) が消費者物価指数として用いられている。英国の場合、CPI と HICP は同じ数値として扱われている。

² BoE はラスパイレス型連鎖指数を用いている。米国はラスパイレスとパーシェ方式の幾何平均で計算される連鎖指数である PCE を指標として用いている。

とおり、2011年の後半になると、日本の全国コアCPIは、ラスパイレス式指数と比較して、約0.1%の乖離がある。

図表2 日本の全国コアCPI



(注) コアCPIは、生鮮食品を除いた総合指数。

(出所) 総務省より大和総研作成

「総合」ではなく、「コアコア」を採用すべき

また他には、物価指数の「総合」を用いるか、物価変動の大きい食品やエネルギーを除いた「コアコア³」を用いるかが焦点となる。日銀は今回、BoE、FRBと同様に「総合」指数を用いているが、「コアコア」を採用するべきと考える。そもそも、「インフレ・ターゲティング」という金融フレームワーク自体、政策判断が一時的な物価変動に煩わされる可能性を排除したものである。そのため、食品やエネルギーなどの物価変動の大きい項目を含む、「総合」を用いることが妥当であるとは考えにくい。実際、白川総裁は、物価の基調的な動向を見極める姿勢を強調し、足元で上昇している原油高の影響で物価が上がったとしても、「ただちに金融緩和政策を修正することはない」と発言している。そうであるとすれば、「コアコア」を目標指数とすべきではないだろうか。参考として、2001年3月から始まった量的緩和政策の際、目途とされた指標は「コアCPI」であった。また、FRBもこれまで、物価の安定の参考としてコアPCEを用いていた。「インフレ・ターゲティング」を事実上採用しながら、あえて総合指数を用いることには疑問を感じる。

物価目標の水準

3点目は、物価目標の水準が挙げられる。BoEとFRBが「+2.0%」（BoEの場合、「上下+1.0%」という許容範囲が設定されている）を目標としているのに対し、日銀は「+1.0%」と両者を下回る。よくある批判は、世界基準と比較して日本の目標水準が低いという点である。物価指数の上方バイアスを考慮すると、目途である「+1.0%」という水準は、実質「ゼロ%」付近の物価上昇を指しているのではないか、という指摘もある。しかし、実際「インフレ・ターゲティング」を採

³ 米国や欧州では、物価変動の大きい食品やエネルギーを総合から除いた指数を「コア」と呼ぶが、日本では総合から生鮮食品を除いたものを「コア」、生鮮食品とエネルギーを除いたものを「コアコア」と呼ぶ。

用している国の中で、同フレームワークを導入した当時、デフレであった国は日本以外に無い。それを鑑みると、「+1.0%」という水準が極端に低いとは言いがたい。また、バーナンキ FRB 議長は、「+2.0%」という水準を導入した理由の一つに、デフレに陥らないためと言及している⁴。すでにデフレ基調の中にある日本があえて、現在の物価水準から距離のある「+2.0%」に設定する必要性は、その点で低い。

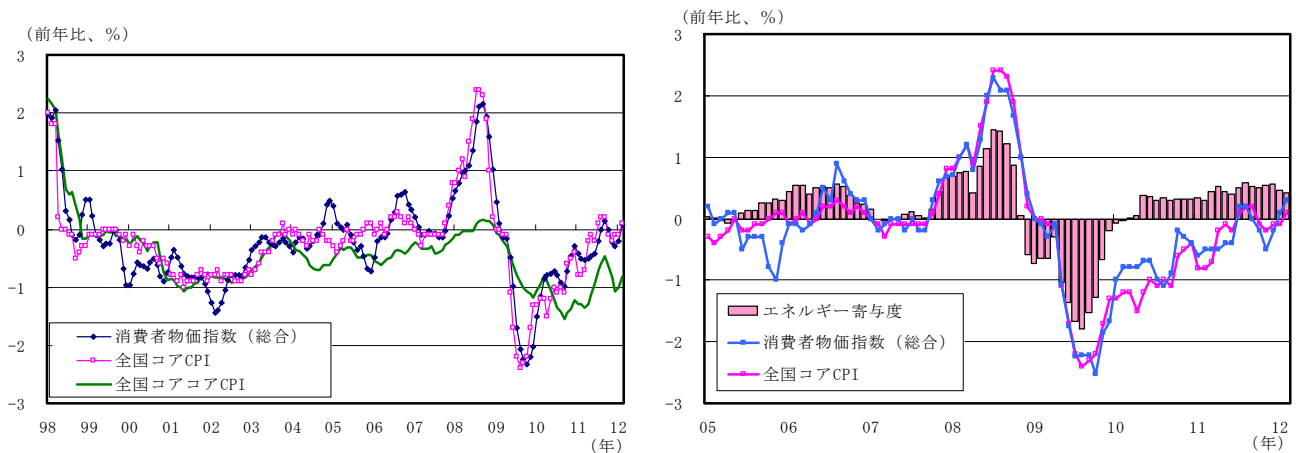
1%の「目途」には距離

実際、過去の物価動向から見て、今回の「+1.0%水準」は「高水準」にあり、大分踏み込んだ決定であると言える。過去 10 年間で、CPI 上昇率が「+1.0%水準」を上回ったのも、資源価格が上昇した 2008 年 5 月から 12 月のみであり、まさに「悪い物価上昇」が生じた局面であった（図表 3）。日銀が発表した 1 月の中間評価によると、CPI の見通しは、2012 年度が+0.1%、2013 年度は+0.5%とされている。従って、当面は「目途」を外れることを意味する。また、この「目途」は、「今後も原則としてほぼ 1 年ごとに点検する⁵」とされており、物価上昇率+1.0%が視野に入り次第、引き上げることも可能である。

日銀の政策は、他国と比較して、大きくは異なる

以上より、日銀の政策フレームワークの特徴は、「インフレ・ターゲティング」を導入している他国と比較して、大きくは異なる。むしろ現時点で、導入可能な限りの政策フレームワークを提示したと考えられ、一歩前進と評価できる。その一方で、コアコア CPI の連鎖指数を目標として採用するなど、多少の修正も必要となる。

図表 3 消費者物価上昇率推移（日本）



(注) コア CPI は生鮮食品を除く総合。コアコア CPI は食料（除酒類）およびエネルギーを除く総合。

(出所) 総務省より大和総研作成

非伝統的な金融政策で実体経済の刺激は可能か

金融緩和による実体経済の刺激

それでは今後、「インフレ・ターゲティング」というフレームワークを導入した上で、日銀はどのような金融ツールを採用すべきか。同フレームワークを導入した以上、物価の安定、つまりデフレ脱却により物価上昇率が「+1.0%」を見

⁴ “Transcript of Chairman Bernanke’s Press Conference,” January 25, 2012

⁵ 日本銀行「『中長期的な物価安定の目途』について」2012年2月14日

通せるようになる状態を目指すことは間違いない。そこで、日銀が今、政策として実践できることとして認識しているのは、一段の金融緩和による実体経済への刺激であろう。実際、白川総裁も、「中央銀行がなしうる最大の貢献は、緩和的な金融環境を維持し、金融面から企業が新分野にチャレンジしやすい環境を整えること」と言及している。つまり、金融緩和が直接、物価を押し上げるとは考えにくいですが、実体経済を刺激する手段として位置づけていると考えられる。それでは、果たして、金融緩和が実体経済に与える効果はどの程度なのだろうか。政策金利がゼロ付近を推移する中、緩和的な非伝統的金融政策が採られた日本の 2000 年代と、リーマン・ショック後の英国で実施された、資産買取プログラムを比較したい。

日本の量的緩和政策：長期不況とデフレ脱却への影響は不透明

2001 年 3 月から 2006 年 3 月まで実施された日本の量的緩和政策では、金融調節の操作目標が日銀当座預金残高に変更され、所要準備額を大幅に上回る日銀当座預金が供給された。同時に日銀は、「消費者物価指数が前年比でゼロ%以上となるまで資金供給を続ける」コミットメントを表明し、時間軸政策を導入した。その効果については、リスクプレミアムの低下などを通じて長期金利を低下させたと評価される一方、マネタリーベースの拡大が、マネースtockや銀行貸出しの増加につながるチャンネルが明確ではなかったとも指摘されている。つまり、金融システムの不安を解消した点で評価される一方で、この量的緩和が長期の不況とデフレ脱却に与えたインパクトについては不透明な部分が多いとされている。

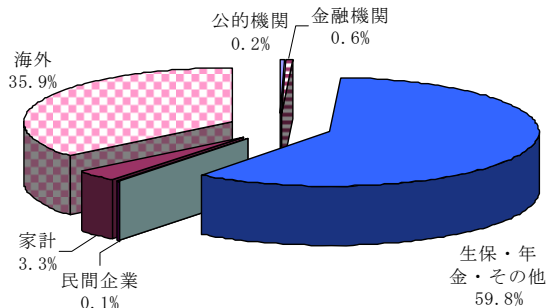
英国の資産買取プログラム：ポートフォリオ・リバランスに貢献

2009 年から英国で行われている資産買取についても、同様である。BoE は 2009 年 3 月に 750 億ポンドの資産買取を発表、その後 5 月に 50 億ポンド、11 月に 75 億ポンド拡大している。2009 年 3 月から 2010 年 1 月までに購入された 2,000 億ポンドの資産（ほとんどが、中長期国債）は、名目 GDP の約 14%にも上る。その最大の効果として挙げられるが、ポートフォリオ・リバランスである。図表 4 でも明らかである通り、2008 年 Q 3 時の英国債保有者割合をみると、生保年金などの割合が最も高く、海外と合わせて 95.8%にも上っている。しかし、2011 年 Q 3 時には、生保・年金の割合が大きく低下し、BoE の割合が 18%に上昇している。この背景では、BoE が国債買取を進めることで、生保・年金による国債保有率を下げ、他の資産への投資を促しているのである。イングランド銀行のレポート⁶によると、これが資産価格の上昇、長期金利の抑制に寄与したとしている。

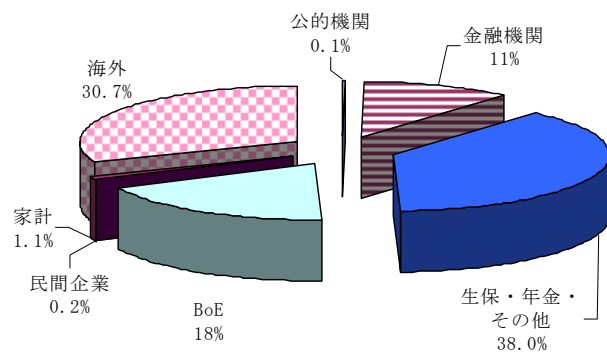
⁶ “Quarterly Bulletin 2011 Q3,” Bank of England 2011

図表 4 英国国債保有者別データ

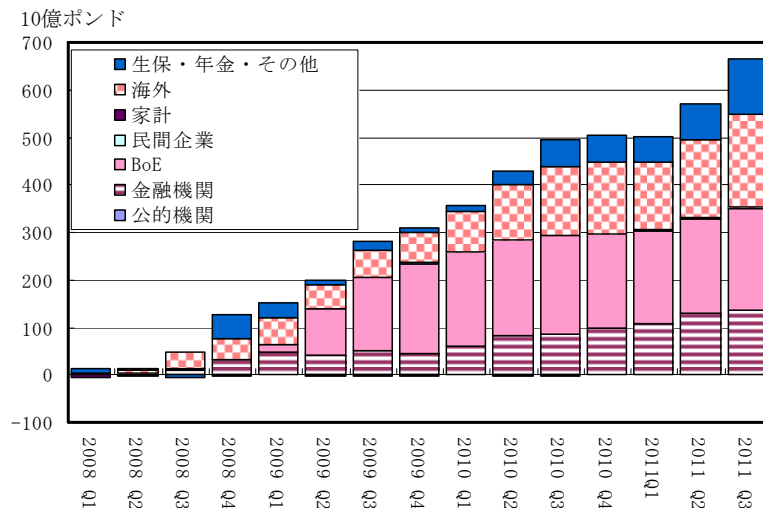
国債保有者比率（2008年Q3時点）



国債保有者比率（2011年Q3時点）



英国国債保有者別データ（2007年Q4からの変化額）



(出所) イングランド銀行より大和総研作成

英国の資産買取プログラム：実体経済へのインパクトは不透明

他方、同プログラムが景気やインフレ率に与えた影響に関しては不透明である。例えば BoE は、同上のレポートで、資産買取プログラムが銀行貸出しチャンネルには寄与しなかったことを認めている。他方、当時の金融政策委員会 (MPC) は、「インフレ・ターゲティング」を遵守することを強調し、たとえゼロ金利下にあっても金融緩和を行うことで、下落基調にあった物価水準をターゲット付近に維持するとの強い意思を表明している。その結果、期待インフレ率は 3.0% 付近で安定的に推移した。英国では、「インフレ・ターゲティング」という金融政策フレームワークが、期待インフレ率のコントロールに上手く機能したと考察できる。しかし、資産買取という非伝統的な金融政策がどのような経路で実体経済を刺激したかという点においては、引き続き争点となっている。

金融緩和に頼りすぎるべきではない

金融緩和のみで需要喚起は難しい

金利が十分に低い場合、非伝統的な金融緩和が実体経済を刺激する経路には、

過去の事例をみても不透明な部分が多い。日本の過去の緩和的な金融政策をみても、需要喚起が可能であったと結論付けることはできない。ましてや、英国のように厳格な「インフレ・ターゲティング」を掲げているわけではない上、まだ導入直後で、政策の信頼を得るための「実績」も無いことから、「物価の目途」の提示で、期待インフレ率が自動的に「+1.0%」まで上昇し、その水準で安定的に推移するとも考えにくい。金融政策のみで、需要を刺激するには困難が伴うといえる。

日銀は成長基盤支援 融資の拡充を実施

実際、これに関しては、日銀も十分承知している。白川総裁は、デフレの原因を、「供給に対して需要が不足していることが原因」と指摘しているが、その原因を、マネーが足りないのではなく、マネーを有効に使う成長機会に欠けているためとしている⁷。つまり、経済ファンダメンタルズの改善が不可欠なのである。これは暗に、金融政策にも限界があることを認め、需要喚起という点で、政府の役割の重要性を強調しているとも捉えられるだろう。2010年10月に発表された「包括的な金融緩和策」の実施を通して、ETF や REIT を購入するなど非伝統的な金融政策を推進するのと同時に、「成長基盤支援融資の拡充⁸」で需要を刺激する金融政策を打ち出した背景もここにある。

フレームワーク変更で一步前進。政策ツールの限界を暗に示す

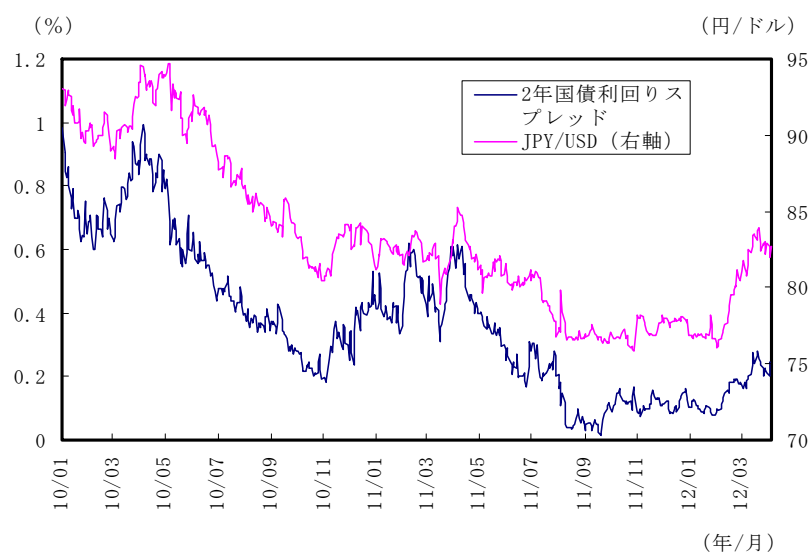
事実上の「インフレ・ターゲティング」導入と基金増額は、マーケットに大きなインパクトを与えた。日米2年国債利回りスプレッドは拡大し、為替市場では円高圧力に抑制がかかった（図表5）。また、株価の上昇により一定の資産効果が発現するとも期待できる。「インフレ・ターゲティング」の導入においては、多少の修正は必要と考えられるが、金融政策フレームワークとして、他国に比べて遜色を見ない。むしろ、物価目標を明確化したことは、政策フレームワークとして一步前進したと評価できるだろう。

今後の注目は、「インフレ・ターゲティング」導入下で、どのような金融政策ツールを採用すべきか、という点である。同フレームワークの導入のみで、期待インフレ率を引き上げる効果はすぐには望めそうにない。今のところ、既存の金融政策ツールで、実体経済を刺激する他ないだろう。過去の事例で示した通り、平時からは程遠い経済環境下において、非伝統的な金融緩和による需要の喚起に限界があるとすれば、それはもはや、政府による経済ファンダメンタルズの改善における役割が重要となろう。「インフレ・ターゲティング」の導入と基金拡大の発表は、中央銀行として金融政策の独立性を強化し、超円高圧力に抑制をかけるという、日銀の実績として評価できる。その一方で、暗に既存の金融緩和ツールにも限界があることを再主張し、需要喚起における政府の役割の重要性を強調するメッセージを送ったという2点において、従来からの日銀のロジックに大きな変化は無いと考えられる。

⁷ 日本銀行「デフレ脱却へ向けた日本銀行の取り組み-日本記者クラブにおける講演-」2012年2月17日

⁸ 日本銀行「『成長基盤強化を支援するための資金供給における小口投融資に関する特則』の制定等について」2012年3月13日

図表5 2年国債利回りスプレッド（日米）と為替



(出所) Bloomberg より大和総研作成