

アメリカのインフレ・ターゲット

永田 雅啓 Masahiro Nagata

埼玉大学教養学部 教授
(財)国際貿易投資研究所 客員研究員

インフレ・ターゲティング論争

日銀総裁の後任人事もからんでインフレ・ターゲティングの議論が活発になってきた。インフレ・ターゲティングの是非を巡っては、経済学者の間でも意見が分かれている。インフレ・ターゲティング導入の賛成論者は、現在のデフレ期待が定着した状態では、消費や投資を先延ばしする誘因を与えるため、デフレ期待自体が不景気の原因になるとする。したがって、日銀がマイルド(2～3%程度)なインフレ幅の目標を設定し、これを一定期限内に達成することを明示し、必要な(場合によっては非伝統的な)政策を動員することで、国民のデフレ期待を変えることができると主張する。一方、反対論者は、そもそもインフレ目標(インフ

レ・ターゲット)を明示しただけでは人々の期待は変わらず、人々の期待を変えるほどの(何でもありの)政策を日銀が採れば、マイルドなインフレには収まらず、物価のコントロールが効かなくなると主張する。両者の意見はかけ離れているように見えるが、他の多くの経済論争と同じく、共通している点も多い。特に、過度のインフレは経済にとって有害だが、マイルドなインフレは経済にとってそれほど有害ではないという点では共通している。日本でも第2次大戦直後や70年代の経験もあり、インフレと聞けば過度のインフレを想起し『インフレ=悪玉』の認識が一般の人にも強い。確かに流通通貨が貨幣としての機能を失ってしまうハイパーインフレのような状態は経済にとって明白に有害だが、5%以下のインフレが経済にとって有害だという

主張の根拠を探するのは難しい。特にそのインフレが予測可能な場合には、インフレの弊害を避けることができる。

両者の主張が異なっているのは、主として日銀がインフレをマイルドな範囲にコントロールできるかどうかという点にある。インフレやデフレのコントロールで難しいのは、それが国民の「期待」と密接に関連しているからである。一度デフレ(インフレ)期待が形成されると、それ自体がデフレ(インフレ)の原因となり、自己実現的にデフレ(インフレ)が進行していく。また、現実のインフレ率よりも期待インフレ率の方が先に高まれば、実質金利が一時的に上昇して景気を悪化させることもあり得る。このように、日銀の政策に関しても、それが国民のデフレ期待にどのような影響を及ぼすかが、その効果を左右する。しかし、これはある意味で心理学の領域であり、経済学者の心証によって意見が変わってくる。この見方からすると、そもそも日銀自身が「インフレ・ターゲティングは効果がない」と宣言することは、人々のデフレ期待を持続させるため、たとえ日銀がインフレ・ターゲティングの政策を実際に導入しても、その宣言は“自己実現的に”正しくなるかもしれない。

潜在的なインフレ目標

さて、インフレ・ターゲティングの政策は、イギリス、カナダ、オーストラリアなどでは、90年代に入ってから(特にインフレ抑止のために)正式に採用されたが、アメリカ、日本、ドイツなどでは実施された経験がない。アメリカや日本の場合、確かにインフレ率だけを取り出して、その目標値を明示的に示す形での金融政策は行われていない。しかし、そもそもマクロ経済政策の主要目標の一つである対内均衡とは、完全雇用で過度のインフレがない状態を意味する。この場合、完全雇用の達成が、必ずしも失業率ゼロを意味しないように、過度のインフレがない状態も必ずしもインフレ率ゼロを意味しているわけではない。一般的に言えば、どの程度のインフレ率が望ましいかは、それぞれの国の国民や中央銀行の選択に委ねられている。かつての例を挙げれば、ヨーロッパの中でもドイツは低いインフレ率を嗜好し、イタリアは高めのインフレを許容してきた。別言すれば、明示的には示されなくても、各国の中央銀行は金融政策を実施するに当たり、“潜在的な”インフ

レ目標を想定していると考えられる。

テイラー・ルールとアメリカの潜在的なインフレ目標値の推計

それでは、アメリカのFRB（連邦準備制度理事会）による潜在的なインフレ目標はどの程度だろうか。これに関連して、John Taylorの研究がある。これは、FRBが公開市場操作を通じて短期金利である federal funds rate（FFレート）を誘導する際の目標金利の設定ルールとして提案されたものである。上記したように、FRBが短期金利の誘導目標値を決める際、FRBには二つのガイドラインがある。第1は、インフレが高進した（もしくはその懸念がある）場合、FRBは実質金利を上げることであり、第2は、景気が後退した（もしくはその懸念がある）場合、実質金利を下げることである。もちろん、現実の短期金利の目標値のためには、こうした一般的なガイドラインだけでは不十分であり、どの程度上げたり下げたりするのかという、定量的な判断をしなければならない。この問題に対して、Taylorは次のような単純なルールを提案した。これは一般にテイラー・ルールと呼ばれる。

名目FFレート

$$\begin{aligned} &= \text{インフレ率} + \text{長期均衡実質金利} \\ &+ 0.5 \times (\text{インフレ率} - \text{インフレ目標値}) \\ &+ 0.5 \times \text{GDPギャップ} \end{aligned}$$

ここでGDPギャップとは、需給均衡している状態からのGDPの乖離度合いである。Taylorは、長期均衡実質金利を2%、インフレ目標値を2%とする名目FFレートの目標値を提案した。実質FFレートは、（名目FFレート - インフレ率）であるから、上式は、

実質FFレート

$$\begin{aligned} &= 2.0 + 0.5 \times (\text{インフレ率} - 2.0) \\ &+ 0.5 \times \text{GDPギャップ} \end{aligned}$$

と書き換えられる。すなわち、対内均衡の状態（インフレが2%でGDPギャップが存在しない場合）の実質FFレート2.0%を基準とし、インフレやGDPギャップに応じて実質金利を上下させればよい。例えば、インフレ率が3.0%の時は、インフレ目標値の2.0%を1%上回っているから、金利を0.5%引き上げる。このテイラー・ルールでは、インフレ率そのものを明示的に金融政策の目標値に掲げているわけではないが、短期金利を誘導する際の指標とするために、潜在的に2%

程度のインフレ目標値を設けている。

テイラー・ルールは、単純で合理的なだけでなく、現実の Greenspan の下での金融政策（FF レート値）をよく説明できると言われる。これは、近年の FRB の金融政策が、潜在的なインフレ目標を念頭に置きながら運営されていることを暗示している。そこで本稿では、このテイラー・ルールの考え方を用いて、Greenspan の下での FF レート値が潜在的にどのような基準で設定されているのかを推計してみたいと思う。GDP ギャップの正確な推計は難しいので、ここでは自然失業率を 6% と仮定して、失業率の自然失業率からの乖離を GDP ギャップの代理変数とした。また、長期均衡実質金利はテイラー・ルールと同じように 2% と仮定する。すなわち、

実質 FF レート

$$= 2.0 + \quad \times (\text{インフレ率} - T) + \quad \times (\text{失業率} - 6.0)$$

として、 α 、 β 、 T を同時推計した。ここで、 T はインフレ目標値、 α はインフレ率のインフレ目標値からの乖離に対する感応度、 β は失業率の自然失業率からの乖離に対する感応度である（注 1）。データ期間は、Greenspan が FRB 議長に就任直後の 1987 年第 4 四半期から 2002 年第 4 四半期とした。推計結果を表 1 に示す。テイラー・ルールと比較すると α の推計値（インフレに対する感応度）0.92 はやや高めだが、 β の値は（GDP ギャップを失業率の自然失業率からの乖離で計測している点を考慮すれば）ほぼ妥当である。また、インフレ目標値の推計値は 1.986% と、テイラー・ルールの 2% に極めて近い。これらの値を用いた名目 FF レートの推計値と現実の FF レートを図示したのが図 1 であるが、これを見ると FF レートの推計値が現実の FF レートの動きを良くフォローできていることが分かる。これは、

表 1 米国の実質 FF レートに関する推計結果
（推計期間：1987 年 4 Q ~ 2002 年 4 Q）

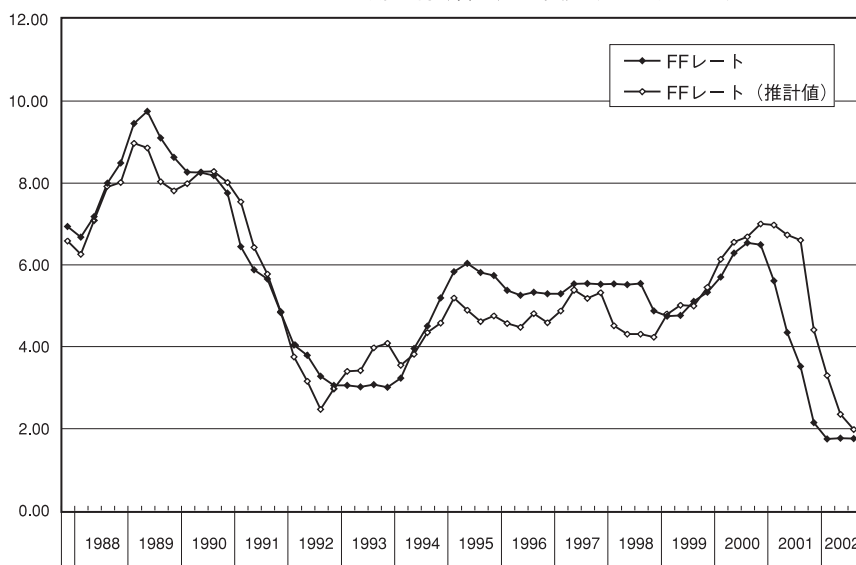
（インフレに対する感応度） （ α 値）	（失業率変化に対する感応度） （ β 値）	T（インフレ目標値）	自由度調整済み R ²
0.920 (6.723)	- 1.191 (- 9.586)	1.986	0.638

FRB が潜在的に 2% 程度のインフレ目標を持って短期金利を誘導していることを示唆している（注 2）。ちなみに 2000 年以降の動きを見ると現実の FF レートは、推計値に先行して下がってきており、FRB が予防的に早めの金利引き下げに動いたと解釈できる。以上のように、アメリカは明示的なインフレ・ターゲティングを行っているわけではないが、近年の FRB は短期金利の誘導基準として潜在的に 2% 程度のインフレ目標を置いていると推計される。

1995 年経済成長・価格安定化法

アメリカでは 1995 年に FRB にインフレ・ターゲティングを義務づける法案が提出された。1995 年経済成長・価格安定化法（The Economic Growth and Price Stability Act of 1995）である。これは、物価安定を具体的に数字で定義する、それを達成するための時間表を作成する、その成果を年 2 回、議会に報告する、などインフ

図 1 米国の短期金利（名目）の推移（四半期ベース）



（資料）Federal Reserve Board (FRB), Bureau of Economic Analysis (BEA), U.S. Department of Commerce, Bureau of Labor Statistics (BLS), U.S. Department of Laborのデータより作成。

レ・ターゲティングそのものである（注3）。これに対して、Alan Blinder FRB 副議長（当時）は金融政策の自由度を縛られるとして反対だが、Greenspan 議長等は支持していると伝えられた。前記したようにFRBはこれまで物価安定を金融政策の目的の一つとしてきたので、この法律が通ってもFRBの実際の金融政策は影響を受けないとされた。最近では、Ben S. Bernanke FRB 理事がアメリカにおけるインフレ・ターゲティングの可能性について積極的な発言をしている。物価の安定しているアメリカでもFRBは必ずしもインフレ・ターゲティングに強いアレルギーを持っているわけではないようである。

日本の潜在的インフレ目標値の推計

上記したアメリカの短期金利と同様

の推計を日本の短期金利（コールレート）の場合について行った結果が表2である（注4）。長期均衡実質金利を米国と同様2%と仮定し、日本の自然失業率を3%として推計した。これをアメリカにおける推計値と比較すると、日銀の短期金利の誘導は、失業率変化に対してはアメリカ以上に敏感だが、インフレ率の変化に対してはアメリカよりも反応が鈍いという結果になっている。すなわち、物価が上昇しても金利を上げず、物価が下落しても金利を引き下げる程度は小さい（注5）。また、ここから推計される日本の潜在的インフレ目標値は - 0.45% と、ほぼゼロインフレである。この推計結果から見ると、日本でも特定のインフレ率を金融政策の目標として明示していたわけではないが、潜在的にゼロインフレ率を一つの目標として金融政策をとっていたことが推定される。実際、日銀がゼロ金利政策解除の条件とする「デフ

表2 日本のコールレートに関する推計結果
（推計期間：1987年4Q～1999年1Q）

（インフレに対する感応度） （t 値）	（失業率変化に対する感応度） （t 値）	T（インフレ目標値）	自由度調整済み R ²
0.134 (0.754)	- 1.591 (- 4.900)	- 0.445	0.616

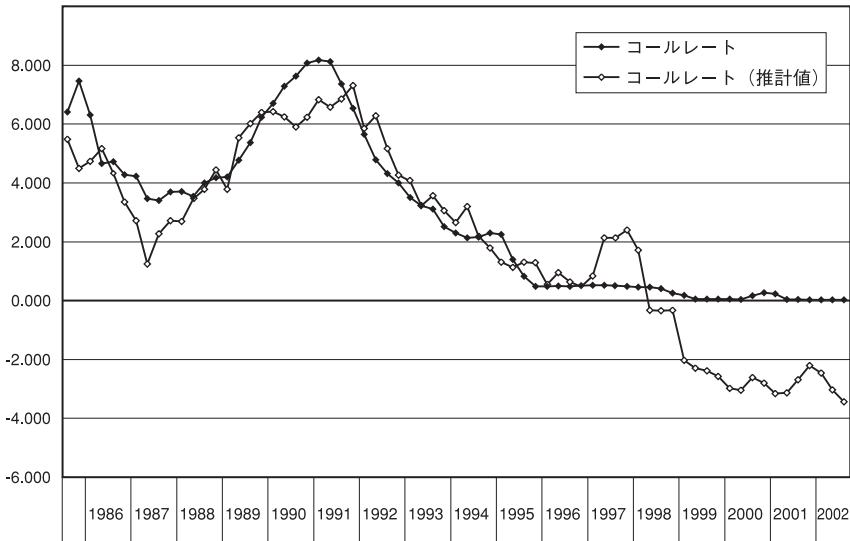
レ懸念の払しょくが展望できる情勢になるまで」という表現も、日銀がゼロインフレを目標としていることを強く示唆している。上の推計結果を用いた名目短期金利の推計値と現実の短期金利を図示したのが図2であるが、これを見ると1998年頃までは現実の短期金利を比較的良くフォローできている。しかし、99年以降は推計値と現実の値は大きく乖離する。すなわち推計される短期金利の誘導水準はマイナス3%であるのに対し、現実の名目金利はゼロ以下にはならない。これは、

現実の実質金利が、望ましい水準と比較して3%も高くなっていることを暗示している。

ゼロインフレに対する議論

さて、上の推計結果から見ると、アメリカは望ましいインフレ水準を2%程度に置いているのに対して、日本のそれは0%程度に置いていると考えられる。そもそもインフレの望ましい水準とはどの程度なのだろうか。中央銀行はゼロインフレを目標とすべきか？

図2 日本の短期金利(名目)の推移(四半期ベース)



(資料) 日本銀行、内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局のデータより作成。

これに関しては、経済学者の間でも以前から議論がある。ゼロインフレに賛成する立場では、資源配分を歪めるなどのインフレの実害はたとえ2～3%といったマイルドなインフレでも無視できない一方、ゼロインフレを達成するためのコストは小さくないと主張する。さらに、目標値としてのゼロインフレは政治家にも国民にも分かり易い。もし、3%をインフレ目標としても、現実インフレ率が4%や5%に高進して金融を引き締めようとした時に政治的圧力が加わるかもしれない。なぜ目標値として3%が良くて、4%や5%に変更してはいけないのか、を説明するのは難しい。おそらく日銀がインフレ目標を明示的に示すのを嫌っている一つの理由は、この点にもあると思われる。

これに対して、ゼロインフレの反対者は、上とは逆に、2～5%程度のマイルドなインフレをゼロインフレにするメリットは小さいのに比較して、ゼロにするためのコスト、すなわち景気を低迷させるコストは大きいと主張する。そもそも、一般の国民はインフレによって購買力が奪われると認識しているが、実際には名目所得も上昇するので、インフレによって実質所得が減

るわけではない。さらに重要なのは、名目金利はマイナスにできないため、ゼロインフレの場合には、不景気になった場合に実質金利をマイナスにできないという問題がある。これまでの戦後の世界経済では、デフレになった経験はほとんど無かったため、この点は顕在化してこなかった。しかし、90年代末以降の日本の経験で明らかになったことは、実際にインフレ率がマイナスになると、実質金利のマイナス化という景気回復のための重要な金融手段を失ってしまうという点である。

日米中央銀行のスタンスの差

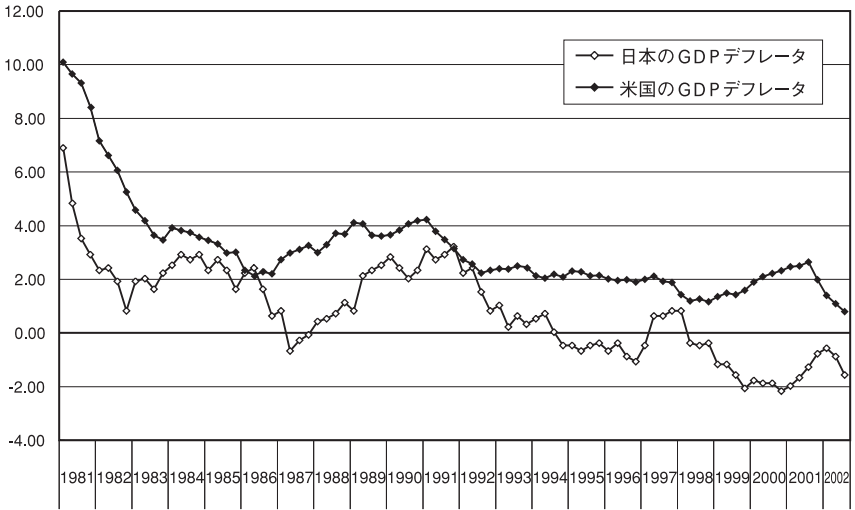
以上のように、日米ともにはっきりしたインフレ目標は明示していないものの、潜在的には一定のインフレ目標を置いて金融政策をとっていると推定される。アメリカがプラス2%程度のインフレ目標であるのに対して、日本はゼロインフレを指向しているのは、おそらく、それぞれの国民の選好を反映しているのであろう。日本国民はドイツと並んでインフレを忌避する傾向が強いかもしれない。しかし、両国の中央銀行の違いは、インフレの潜在的目標値だけではなく、その目標を達

成する意思の違いにも見られる。例えば、2000年8月のいわゆるゼロ金利政策の解除により、名目短期金利がわずかに上昇したが、図2で見る限り、この時期に名目金利を下げる動機はあっても、上げる理由は見当たらない。むしろこうした行動は、たとえデフレ下であっても日銀は金利を引き上げる、という強いメッセージになり、国民のデフレ期待を定着させることにつながるだろう。これに対し、Greenspan議長は、米上下両院経済合同委での証言で、「将来、日本のようにゼロ金利になった時に金融政策の余地はあるか」との質問に対し「歴史を見れば、FRBが長期の米国債を大規模に買い入れ、大量の資金供給を行った事例もある」と指摘し、さらに、「実行には熟慮が要るが、必要なら現行の短期金融市場での翌日物金利の操作を超え、中長期の米国債に投資し、長期金利を制御したり、量的緩和に踏み込む能力がある」と明言した（Mainichi Interactive、2002年11月15日）。これは、中央銀行としてデフレ阻止の強い意志を示したことになり、国民を安堵させ、そのインフレ期待にも一定の影響を持つと考えられる。

前記したように、インフレ期待やデフレ期待は一度形成されると自己強化

的に定着し、簡単には覆せなくなる。このため中央銀行としては、かなりの強い意志を持って対処しなければならない。この時点で70年代末から80年代にかけてのPaul Volckerによる金融政策は、現在の日本の置かれている状況とは逆の意味で示唆的である。Volckerの金融政策は、Greenspanのような失業とインフレの両にらみの政策とは全く異なり、通貨供給量の伸びをコントロールする、通貨供給量ターゲットの政策だった。それによって短期金利の急上昇や失業率の増大が生じても通貨供給量を増やすことはせず、アメリカは大恐慌以来という不景気に短期的に見舞われた。しかし、国民のインフレ期待は収まり、その後の安定した好景気の持続につながったのである。現在の日銀がとっている政策は「日銀当座預金残高ターゲット」であるが、その効果は必ずしも十分ではない。これは、銀行の貸付を通じた通貨供給量の増大という通常の金融経路が詰まっているからである。こうした状況下では、銀行の貸付以外の経路を通じて通貨供給量を拡大していくことも必要である。Volckerがインフレから脱却するために特別な金融政策を採ったように、日本もデフレから脱却

図3 日米のインフレ率の推移（四半期ベース）



(資料) 内閣府経済社会総合研究所、Bureau of Economic Analysis (BEA), U.S. Department of Commerce のデータより作成。

するためには特別の決意と措置を採る必要があるのかもしれない。

(注1) データは四半期ベース、インフレ率はGDPデフレーターで対前年同期比、実質FFレートは、名目FFレートからGDPデフレーター伸び率を引いたものである。

(注2) なお、ここでのインフレ目標値の推計値は、長期均衡実質金利や自然失業率の仮定の置き方によって値が変わってくるが、その幅は、概ね1.5～

3%の範囲である。

(注3) ただし、やむをえない事態が生じたときは、その理由を明示し、新たな目標達成時期を示せば、目標達成時期を遅らせることができるとしている。

(注4) 推計期間はアメリカと同様であるが、ゼロ・パーセント金利が開始された1999年第2四半期以降は日本の名目短期金利が下限に張り付いているため、推計期間は1987年第4四半期から1999年第1四半期とした。

(注5) 表2のt値から見て、日本の値は有意ではない。