

## 日銀の「目途」導入に関する論点整理と今後の課題

日銀が2月に導入した金融政策のフレームワークは、1月にFedが導入した枠組みと同様に、数値目標を伴うフレキシブル・インフレーション・ターゲティングである。

突然の「目途」の全会一致での導入は、フレキシブル・インフレーション・ターゲティングに必要な透明性とコミュニケーションの欠如を意味する。

「目途」をインフレ率1%とした選択の是非は現時点で判断しがたいが、のりしろと他の中央銀行の成功を利用するという観点では、2%とする方がデフレ脱却に資すると考える。

デフレ脱却のためには、日本銀行が新たな金融政策フレームワークを実践していく必要がある。

まずは、4月展望レポートで示す経済見通しの前提を金融市場の予想から、望ましい金融政策に改めて、金融政策のタイム・ホライズンを示すべきである。

2月13～14日の金融政策決定会合において、日本銀行は、デフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けた日本銀行の姿勢をさらに明確化する取り組みの一環として「中長期的な物価安定の目途<sup>1</sup>」を導入した（以下では「目途」と略す）。この「目途」は、「日本銀行として、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的に判断する物価上昇率を示したもの」であり、数値的には「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とする」とされた。さらに、日銀は、金融政策運営について、「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針」としていた従来の受動的な運営を改め、「消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それ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い入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく<sup>2</sup>」とする能動的な方針を明言もした。当社は「目途」の導入と能動的な金融政策運営方針の提示をもって、インフレーション・ターゲティング（インフレ目標政策）の導入と理解した。

ただ、白川総裁は決定会合後の記者会見<sup>3</sup>の中で「『目途』に変えることで、これは物価目標と言って良いのですか」との記者からの質問に対して「バーナンキ議長は...記者会見で『インフレーション・ターゲティングではない』と、はっきりとおっしゃっています。ただ、本人の否定にも拘わらず、仮に今回のFRBの金融政策運営の枠組みを『インフレーション・ターゲティング』と呼ぶのであれば、日本銀行の今回の金融政策運営の枠組みは、FRBの金融政策運営の枠組みに近いとは言えるように思います」と微妙な回答をしている。

こうした白川総裁の発言の解釈などを含め、今回の「目途」導入に関する疑問点や今後の政策運営における課題について、本稿ではまとめた。

### Q1: 日本銀行は「インフレ目標」を導入したのか否か？

まずは上述の問題である。この問題を考える前に、白川総裁が言及した米国Fedの金融政策について整理

<sup>1</sup> 「『中長期的な物価安定の目途』について」 日本銀行、2012年2月14日

<sup>2</sup> 「金融緩和の強化について」 日本銀行、2012年2月14日

<sup>3</sup> 「総裁記者会見要旨」 日本銀行、2012年2月15日

する必要があるだろう。Fedは1月のFOMCにおいて「長期目標及び政策方針<sup>4</sup>（Longer-run Goals and Policy Strategy）」を新たに決定し、デュアルマンデートである雇用の最大化と物価安定に整合的な金融政策運営の最終ゴールと金融政策ストラテジーを示した。その中で物価安定については「PCEデフレーターで2%のインフレ率が法的マンデートに長期的に最も整合的と判断される」と数値基準を明示し、また雇用の最大化については、それが非金融的要因に左右されるため数値基準こそ示さなかったが、経済見通し（SEP：The Summary of Economic Projection）における長期予想で代替させている。Fedの金融政策は、デュアルマンデートに適うかたちで雇用最大化と物価安定を並置しているのが特徴であるが、その理念は今回の「長期目標及び政策方針」においても変わっていない。

この政策運営を巡って、バーナンキ議長は1月FOMC後の記者会見<sup>5</sup>において、以下のように述べている。白川総裁の国会や記者会見での引用とも絡む点であるため、やや長いが省略はせずにそのまま引用する。

*Now, are we inflation targeters? If by “inflation targeter” you mean a central bank that puts top priority on inflation and other goals, like employment, as subsidiary goals, then the answer is no. We are a dual-mandate central bank: We put equal weight on price stability and maximum employment; those are the goals given to us by the Congress. And so, in that respect, as I mentioned earlier, I think, to Greg, we’re not absolutists: If there’s a need to let inflation return a little bit more slowly to target in order to get a better result in employment, then that’s something that we would be willing to do. Having said all that, I think it’s worth noting that even banks that—central banks that call themselves inflation targeters typically pay at least some attention to other parts of the economy: employment, growth, financial stability, and the like. So I don’t think there’s really any central bank, or very few, at least, that focus only on inflation. But again, in terms of terminology, I guess I would reject that term for the Federal Reserve because we are going to be evenhanded in treating the price stability and maximum employment parts of our mandate on a level footing.*

確かに白川総裁の言うように、“inflation targeter”ではないとバーナンキ議長は答えている。しかし、発言全体を読めば明らかなように、バーナンキ議長は、インフレを最優先の目標として、雇用などを副次的な目標とする中央銀行という定義を“inflation targeter”に与えるならば、その意味においてFedは“No”だと答えているのである。バーナンキ議長は、雇用最大化に対応する失業率目標と並ぶインフレ目標の設定を否定しているのではない。これは言うまでもなく、デュアルマンデートを背負うFedの特殊性を踏まえた発言である。そのため、白川総裁の記者会見での引用の仕方は、必ずしもバーナンキ議長の真意を反映したものとは言えないだろう。

バーナンキ議長は、記者会見の中で「自らを“inflation targeter”と呼ぶ中央銀行でも経済の他の領域（インフレ以外の領域）、つまり雇用や成長、金融安定などに一定の注意を払っている」と言及したが、そもそも10年近く前の2003年の理事時代の講演において“all inflation targeting is of the flexible variety”と述べ、インフレのみを単一な目標として掲げる厳密なインフレーション・ターゲッティング（strict inflation targeting）の時代が終焉を迎えたと早くから指摘していた<sup>6</sup>。加えて、昨年10月の講演<sup>7</sup>においても、以下のように述べ、現在の中央銀行の金融政策フレームワークが中長期の物価安定を踏まえつつ、

<sup>4</sup> “Longer-Run Goals and Policy Strategy” Federal Reserve Board, January 25, 2012

<sup>5</sup> Press Conference with Chairman of the FOMC, Ben S. Bernanke, January 25, 2012

<sup>6</sup> “A Perspective on Inflation Targeting” Ben S. Bernanke, March 25, 2003

<sup>7</sup> “The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice” Ben S. Bernanke, October 18, 2011

短期的な経済や雇用変動にも対応する“flexible inflation targeting”に収敛してきていると改めて主張している。

*This consensus policy framework was characterized by a strong commitment to medium-term price stability and a high degree of transparency about central banks' policy objectives and economic forecasts. The adoption of this approach helped central banks anchor longer-term inflation expectations, which in turn increased the effective scope of monetary policy to stabilize output and employment in the short run. This broad framework is often called flexible inflation targeting, as it combines commitment to a medium-run inflation objective with the flexibility to respond to economic shocks as needed to moderate deviations of output from its potential, or "full employment," level.*

こうしたバーナンキ議長の従来からの主張を踏まえれば、また FOMC 後の記者会見に出席している記者が金融政策に精通した専門家である点も加味すれば、バーナンキ議長の発言が、“flexible inflation targeting”の一部を構成するインフレ目標の導入を否定したものでないことは明らかであろう。まして、Fed の金融政策が「厳密なインフレーション・ターゲッティング (strict inflation targeting)」であるか否かなど極めてナンセンスな問題と言える。

以上を踏まえた上で、改めて日銀の「目途」について考えれば、白川総裁自身が「日本銀行の今回の金融政策運営の枠組みは、F R B の金融政策運営の枠組みに近い」と述べているように、“flexible inflation targeting”の一部を構成するインフレ目標の導入と解釈できるだろう。なお、白川総裁が、危険を冒してまで冒頭で引用した発言を行った背景は、2月17日の講演<sup>8</sup>により明らかとされた。白川総裁は講演において「わが国では、『インフレ目標』という言葉が、一定の物価上昇率と関係づけて機械的に金融政策を運営することと同義に使われることも未だ多いように思われます」と述べており、誤解を招かないための強い調子での発言であったことを示唆している。確かに、日銀の金融政策運営の目的は「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」と定められており、Fedのように明確なデュアルマンドートではないため、「厳密なインフレ・ターゲッティング (strict inflation targeting)」の導入と誤解を招く恐れもあったのかもしれない。ただ、金融政策のフレームワークや運営、現在の金融政策の潮流を知る金融市場関係者やエコノミスト、メディア関係者がそうした誤解をすることも思えない。となれば、発言の矛先は(自らを棚にあげて)国会で白川総裁を強く批判した国会議員に向けられていた可能性が高い。

## Q2: 「目途」の導入に関して誰も意義を唱えなかったのか？

今回のフレームワーク変更は、日本銀行にとって金融政策運営の大きな変化を意味するはずである。第一に、従来は「各委員の見解の集合体」に過ぎなかった「理解」から、「日本銀行として、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率」を示す「目途」への変更は、位置づけの極めて大きな変化である。第二に、従来の「理解」は「消費者物価指数の前年比で 2%以下のプラスの領域にあり、中心は 1%程度」であり、それから「程度」を省き「1%」に集約することに何の反対や異議もなかったのだろうか。1%に全員の見解がいつのまにか収斂していたとでも言うのか。こうした極めて重要な論点があるにも関わらず、全会一致で誰一人、反対者がいないことには極めて強い違和感を覚える。

もし、今後公表される議事要旨において、十分な議論が尽くされず、漫然と「目途」の導入や「1%」が

<sup>8</sup> 「デフレ脱却へ向けた日本銀行の取り組み」 白川方明、2012 年 2 月 17 日



受け入れられたことが示されるのであれば、それは 合議体としての政策委員会が意味を為していない可能性、本来必要な議論を飛ばして、政治的なプレッシャーに負けて、拙速に「目途」が導入された可能性を提示することになるだろう。ちなみに、Fed が 1 月に「長期目標及び政策方針」を決定するに際しては、12 月に小委員会が提示した原案が一旦は差し戻され、そして最終的にもタルー口理事が採決を棄権するという事態にまで至っている。

今回の政策決定は、多くの日銀ウォッチャーの予想外であった。当社も含めた日銀ウォッチャーは予想出来なかった点を、責められてもしょうがない。ただ、一つ指摘したいのは、今回の政策決定に際し、日本銀行が市場とコミュニケーションを図った形跡が全く認められない点である。Fed や日銀が標榜するフレキシブル・インフレーション・ターゲティングにおいては、透明性とコミュニケーションが欠かすことのできない極めて重要な構成要素である。白川総裁が、日銀の金融政策を、フレキシブル・インフレーション・ターゲティングという観点で Fed に近い（もしくは Fed より優れている）と主張するのであれば、少なくとも透明性やコミュニケーションについても Fed と同水準にまで持っていく必要があるだろう。Fed は透明性向上策について、長い時間をかけて検討し、かつ、その検討の事実についても可能な範囲で予め公表していた。日銀は、そうしたコミュニケーションを全く行っていない。

### Q3: 「目途」は 1%で十分なのか、なぜ他の中央銀行のような 2%ではないのか

これは現時点で、必ずしも正しい回答のある問題ではない。ただ、主要な論点は、白川総裁が記者会見で挙げている「消費者物価指数の計測誤差」と「のりしろ」<sup>9</sup>、「物価観」に加え、「経済主体の選択にとって望ましいインフレ率」、「デフレの害悪」となるだろう。まず、経済変動のない下で、価格調整に関するコストを最小化するインフレ率はゼロ、つまり価格変動のないことである。しかし、価格変動の全くない状態、つまりインフレ率を完全にゼロに維持することは、現実の経済において不可能である。加えて、上述の「デフレの害悪」と「計測誤差」の問題がある。

仮に、インフレ率を平均的にゼロへ維持できた場合でも、その半分の期間においてインフレ率はマイナスである。短期的なインフレ率マイナスはデフレではないかも知れないが、極めて害悪の大きいデフレに片足を突っ込んだ状態であることは変わらない。そのため、ある程度プラスのインフレ率を平均的に確保する方が望ましい。また消費者物価指数には広く知られるように上方バイアスつまり「計測誤差」がある。そのため、消費者物価指数の上昇率でゼロを達成したときに真のインフレ率はマイナスとなっている可能性が高い。そのため、「デフレの害悪」を未然に回避し、かつ「計測誤差」の問題も解決するため、インフレ目標（日銀としては「目途」）には「のりしろ」が必要になる。以上を踏まえて、Fed を含む多くの中央銀行は（それぞれ用語は異なるが）インフレ目標として 2%を選択し、日銀は 1%を選んだと言える。

上述の議論を踏まえた上で、日銀の「目途」である 1%を評価してみよう。消費者物価指数の前年比上昇率の改定幅は最新の 2010 年基準改定において 0.6%Pt、0.12%Pt/年であった。従って、バイアス控除後の単純計算で、日銀の「目途」は 0.4%と読み替えられる。問題は、この 0.4%の「のりしろ」がデフレ回避に十分か否かである。ここは解釈が分かれるところだが、過去の変動率などを見るかぎり、0.4%ののりしろはデフレ回避に向けて不十分なように見える。ただ、Fed などのインフレ目標である 2%が妥当という根拠も十分にあるわけではない。多くの中央銀行は 2%で上手くいっているという経験則を有するのみで、理論的な根拠には乏しい模様である。インフレ目標を 4%にしてはどうかという問題提起<sup>9</sup>がIMFのス

<sup>9</sup> “Rethinking Macroeconomic Policy” Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro, IMF STAFF POSITION

タフ・ペーパーにより為されたことは未だ記憶に新しいと思われるが、結局それは中央銀行に受け入れられなかった。

なお、白川総裁が記者会見で、「目途」を 1%とする理由として主張した日本国民が抱いている「インフレ率が低いという物価観」について、その根拠は希薄と考える。理由<sup>10</sup>はとりあえず別として、日本のインフレ率が他国よりも極めて低く推移してきたのは事実である。日本の消費者物価指数を暦年平均ベースで見ると、1994 年に 0.4%と 1%を割り込んだ後、1%を越えたことは消費税率上げの 1997 年 2%とエネルギー価格上昇による 2008 年 1.1%の 2 年しかなく、ここまでは日銀の言うとおりである。しかし、もう一歩進めれば、インフレ率は 1995 年以降の 16 年中 10 年でマイナスであり、日本国民の物価感、低いどころかマイナスと主張することも十分に可能である。もちろん、日本銀行は従来の「理解」においてもデフレを許容しない旨を明示してはいる。しかし、日銀が「目途」を 1%に設定する理由として、日本人の物価感が極めて低い、ひいてはマイナスとも考えられることを掲げることは、デフレ予想の追認とは言えないのだろうか。現在の日本人が抱くデフレ予想を追認しては、長期的にインフレ率を左右する日本国民のインフレ期待を左右することは難しい。むしろ、デフレ克服を本気で目指すのであれば、そのために必要となる国民の物価感（インフレ期待）の変化を促すためにも、物価感に依存しないかたちで「目途」を設定すべきとの主張も十分に成り立つだろう。

当社は、デフレ回避のための「のりしろ」確保と、中・長期的なインフレ率を決定する要素である日本人の期待インフレ率を高めるために、「目途」は 1%よりも高い方が望ましいと考えている。なお、理論的な根拠に乏しいとしても、他の中央銀行で実績のある 2%に設定することは、一つの有効な方便になるだろう。

#### Q4: デフレ脱却は近づいたのか？

繰り返しになるが、今回の「目途」導入と能動的な金融政策運営方針の導入を、インフレ目標の導入と理解している。それは金融政策の枠組みとして、前向きに評価できる前進である。当社は従来から、日銀の金融政策が受動的であった点を問題視しており、特に能動的な運営方針の表明は好ましい動きと考えられる。もちろん、これまで指摘したように、「目途」に掲げられた 1%は、のりしろ問題の回避や他の中央銀行の実績活用のために 2%へ引き上げる方が妥当とは考える。ただ、「目途」は今後も変更可能である（そもそも 1 年ごとの定期見直しがある）。むしろ、当面、日本銀行にとって必要なのは、政策のタイム・ホライズンの明示と「目途」達成に向けた実践であろう。

Fed が 1 月に導入した金融政策の枠組みが優れているのは、経済予想などを示した SEP との組み合わせによって、デュアルマンドートと整合的なかたちで、潜在成長率とインフレ率と名目金利の 3 つの関係が示されている点である。つまり、長期のフィッシャー方程式に当てはめると、FOMC 参加者の Longer run 予想とインフレ目標（Goal）には、若干の誤差を無視すれば「名目金利（4～4.5%）＝実質金利（潜在成長率、2.3～2.6%）＋インフレ率（2%）」の関係が存在する。当然ながら、この実質金利（潜在成長率）と自然失業率（5.2～6.0%、SEP の Longer run 予想）は整合的な関係にある。この長期の均衡関係を目指して、Fed は金融政策運営を行い、その均衡に至る過程の予想として SEP では 2012～2014 年の成長率や失業率、インフレ率、政策金利の見通しが示されているのである（もちろん、実際の金融政策運営では

NOTE, February 12, 2010

<sup>10</sup> 日銀が低すぎるインフレ率を追求したが故とも言える。

短期の実質均衡金利が意識されるのであり、いきなり長期の均衡が目指されるわけではない。

さて、日本銀行はどうか。最新の 10 月展望レポートにおいて潜在成長率は 0%台半ばとされた。従って、日銀が目指す長期のフィッシャー方程式は「名目金利 (1.5%) = 実質金利 (潜在成長率 0.5%) + インフレ率 (目途の 1%)」になると推測される。長期的には、この関係を目指して、日本銀行は金融政策を運営していくことになるはずである。

この観点から日銀の展望レポートのインフレ率見通し（大勢見通しの中央値、1 月中間見直し）に注目すると、インフレ率（生鮮食品を除く全国CPI総合前年比）の見通しは 2012 年度が 0.1%、2013 年度が 0.5% である。一見すれば、1%の「目途」に接近していくように見えるが、日銀自らが注記<sup>11</sup>するように、0.12%Pt/年程度と考えられるCPIの上方バイアスを除くと、見通しは 2012 年度 0.0%、2013 年度 0.26%でしかない。更に、最も重要な点は、日銀の展望レポートの経済見通しは、FedのSEP<sup>12</sup>とは異なって、「政策委員が考える望ましい金融政策を行った場合」ではなく「各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ」上記の見通しを作成している点である。換言すれば、現在（最新 1 月時点）の金融市場見通しを前提とする限り、2013 年度までのインフレ率 1%は全く見通せていないということになる。

日本銀行が、今回導入した新たな金融政策フレームワークを実践していくのであれば、来る 4 月の展望レポートでは、「目途」など<sup>13</sup>の達成に向けて「望ましい金融政策」が行われるとの前提に改めて、展望レポートの経済見通しを策定することで金融政策のタイム・ホライズン及びスケジュールを示し、かつ、その望ましい金融政策運営を実践していく必要がある（その際に追加金融緩和が必要か否かは、日銀（政策委員）の見通しや判断に依存する）。もし、そうした方策が講じられれば、徐々に日本国民の期待インフレ率への働きかけも進み、日本経済のデフレ脱却が近づいていくと期待することができる。逆に言えば、そうした方策が講じられず、新たに導入した金融施策フレームワークが絵に描いた餅に終わるのであれば、デフレ脱却は近づいてこない。

<sup>11</sup> 「消費者物価指数の参考指数として、連鎖基準指数が公表されている。その連鎖基準指数ベースでみた場合、先行き 2013 年ごろの前年比は、通常の固定基準年指数に基づく今回の消費者物価見通しに比べて、若干低くなっている可能性がある」

<sup>12</sup> SEP は「Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy」との前提に基づいている。

<sup>13</sup> フレキシブル・インフレーション・ターゲットの枠組みであるから、インフレ率のみを目標とする必要はないだろう。成長に加えて、日銀が指摘する「金融面での不均衡の蓄積」へも配慮する必要がある。