

インフレ目標政策について (3) インフレ目標政策と金融危機

伊藤隆敏

金融政策と資産価格については、今回の危機が起きる前から、おおきな議論があった。(Ito(2006), Cecchetti (2000), Bernanke and Gertler (1999)などと参照。1980年代の日本の経験については、Okina, Shirakawa, and Shiratsuka (2001)が、金融政策の失敗としてとらえている。) 通説は、中央銀行はC P I 物価の安定をはかることを最重要と考えるべきである、という弾力的インフレ目標政策の主張がある。その一方で、資産価格には中央銀行は特別の注意を払うべきである、という主張もあった (Cecchetti 他 (2000) , Borio and White (2003)など)。後者の主張は、資産価格が上昇しているときには、それにブレーキをかけるように(lean-against)政策を運営すべきだ、というもので、インフレ目標の範囲内で、早めに金利を上げるとか、多少高めに金利を維持する、ということの意味していると思われる。

今回の世界金融危機を経て、インフレ目標政策の限界が見えた、との批判がある。(もともと批判的なひとにとっては、確かな証拠が得られた、ということかもしれない。) インフレ目標政策を採用している中央銀行が多いなかで、世界金融危機が発生したことから、インフレ目標政策に成功しても金融危機を引き起こしたのではないか、という批判だ。インフレ目標政策を掲げる欧米主要国の中央銀行が、C P I インフレ率が安定していることで安心して、サブプライム危機の原因となる住宅ローンの拡大、住宅担保証券の証券化、再証券化、などの危機にいたるサインを見逃した、という論理である。

しかし、金融危機の原因として金融政策を責めるのは、金融政策にあまりにも多くの目的を求めすぎている。そもそも今回のサブプライム危機に源を発する危機が金融政策 (金利操作) の失敗から起きた、という意見は少数派であろう。(Taylor (2007, 2009)はそのような批判だが、それは、テイラー・ルールで示されるインフレ目標を維持するにも低すぎた、との意見。)

伝統的な金融政策手段は、政策金利、という一つの変数である。インフレ目標政策を標榜する中央銀行でも、目的とする変数は、インフレ率とG D Pギャップ (雇用) であることは、学界のコンセンサスである。(インフレ目標、という名称に反するではないか、という批判はありうる。) 一つの政策手段、二つの目標、というだけでも、二つの目標の間にトレードオフが発生することがある。さらに加えて、金融システムの安定のために金利を使う、とすると、どの目標もうまく達成できない、という状況が発生しやすくなる。認識すべきは、インフレ目標政策は、金融安定化のためには、必要条件ではあっても、十分条件ではない、ということである。金融システム安定化のためには、他の政策手段が必要だ。¹

¹ Svensson (2009)は、Good flexible inflation targeting by itself does not achieve financial

たとえば、C P I インフレ率が安定しているが、資産価格が上昇している状況——たとえば、日本の 1980 年代後半、アメリカの 2003-2006 年の状況——において、資産価格の上昇を止めようとして、強力な引き締めを行えば、生産は落ち込み不況となり、C P I インフレ率がデフレになるかもしれない。それでも、バブルを早めに潰すべきと言えるだろうか。それよりは、より資産価格に直接働きかけるような規制や政策を考えるべきではないか。(今回の金融危機を経たあとインフレ目標政策に変更が必要かどうかについては、Bernanke (2010), Svensson (2009, 2010), Ingves (2007)などが、わかりやすい。)

ベストな政策は、「金融監督当局」が、大手金融機関が抱えるリスクや、金融システム全体のリスクを評価したうえで、金利以外の必要な監督、規制を行うことである。「金融監督当局」は、独立の政府機関（日本、韓国、英国、オーストラリアの F S A）でもよいし、中央銀行の金融政策とは別の独立部局でもよい。(それぞれの長所短所がある。) リスクの高まり（銀行信用の急拡大、株価や地価の急上昇）があれば、それに応じて、銀行の資本規制、貸出担保率規制、特定産業への貸出集中の規制、などを行える権限を持つ金融（監督）庁の維持が必要だ。

さらに、金融システムに重大な影響をもつ金融機関（銀行とは限らない）が資本不足に陥ったときには、システム不安が起きないように形で、一時国有化したうえで営業を続けながら精算手続きや身売りを進めるという強力な権限も与えられるべきである。今回の世界金融危機の主要な原因は、欧米の多くの国で、金融監督当局が失敗したことにある。とくにアメリカの金融危機の発端となった投資銀行の経営の乱脈さを指摘、是正できなかった S E C の責任は大きい。イギリスでも、F S A への批判が大きく、保守党（野党）は、来月 6 日に行われる総選挙で勝利したら、F S A の権限を大幅に縮小して、イングランド銀行に戻す（1997 年以前の状況）という公約をしている。

要約すると、金融システムの安定をマクロのレベルで確保するために一番重要なのは、金融監督と規制の手段の法制化と、その手段を実行することを恐れない金融（監督）庁の活躍である。

インフレ目標政策批判の人達は、金融監督の重要性は認めるものの、低金利がバブルを助長する、資産価格が上昇しているときには、そうでない場合に比べて早めに金利を引き上げるべきだ、と主張する。通常のインフレ制御と G D P ギャップの制御から出てくるトレードオフに加えて、金融システムのリスク、とくにバブルを疑わせる資産価格の急上昇

stability, if anyone ever believed that. Specific policies and instruments are needed to ensure financial stability. Another conclusion is that interest-rate policy is not enough to achieve financial stability.” と述べている。

に対して、金利を引き上げるべきだとの主張だ。弾力的インフレ目標政策を比較的厳格に主張するひとたちは、中長期的に資産価格上昇からCPIインフレ率に波及すると考えられる場合には、インフレ目標政策でも金利上昇は当たり前だが、まさかCPIインフレ率でデフレになってでもバブル潰しをする、という考えには同調しない。CPIインフレ率と資産価格上昇のバランスは、実践するなかで判断しなくてはいけない範囲の問題であり、一般論として論じるのは難しい。

ただ、無理やり妥協点を探すと、つぎのようなことが言えるのではないか。金融監督がしっかりしているときには、中央銀行は、比較的、CPIインフレ率（とGDPギャップ）の制御に専心できる。しかし、金融監督当局が十分な権限を与えられていない場合や、権限はあってもそれを行使する、力量や政治力が不足している場合には、資産価格の急上昇にたいして、金利引上げを早めに行っていくということが必要かもしれない。

文献

Bernanke, Ben S. (2010), “Monetary Policy and the Housing Bubble” Speech, Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3, 2010.

Bernanke, Ben and Mark Gertler, (1999), “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” Symposium sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999: p. 107.

Borio, Claudio and William R. White, (2003), “Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes,” Federal Reserve Bank of Kansas City, Annual Conference, *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, 2003: 131-211.

Cecchetti, Stephen G.; Hans Genberg; John Lipsky, and Sushil Wadhvani, (2000), *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva Reports on the World Economy, no. 2, Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies, 2000.

Ingves, Stefan, (2007), “Housing and Monetary Policy: A View from an Inflation-Targeting Central Bank,” Federal Reserve Bank of Kansas City, Annual Conference, *Housing, Housing Finance, and Monetary Policy*, Kansas City: 433-443.

Ito, Takatoshi, (2006), “Optimal Monetary Policy in an Environment of Low Inflation and Rising Asset Prices,” in Bank of Korea, *Monetary Policy in an Environment of Low Inflation*, International Conference 2006, June 16, 2006, Korea: pp. 159-177.

Okina K, M Shirakawa and S Shiratsuka (2001), ‘The asset price bubble and monetary policy: Japan’s experience in the late 1980s and the Lessons’, *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, Special Edition, 19(S-1), pp 395–450.

Svensson, Lars E.O. (2009), "Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis," Speech, September 21, 2009.

Taylor, John (2007), "Housing and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City, Annual Conference, *Housing, Housing Finance, and Monetary Policy*, Kansas City: 463-476.

Taylor, John, (2009), "Getting Off Track" Stanford: Hoover Institution, 2009.