

F R Bがインフレ目標を採用、解説

伊藤隆敏

2012年2月6日

<要約>

連邦準備制度（F R B）の公開市場操作委員会（F O M C）は、1月25日に、「長期的なゴールと金融政策の戦略」という特別声明を出した。そこでは、「インフレ率は、長期的には主に金融政策によって決められるので、F O M Cはインフレ率の長期的なゴールを特定化することができる」としたうえで、2%のインフレ率が、F R Bに与えられた使命であると述べられている。ゴールはターゲットに等しい。

F R Bには、議会によって、雇用の最大化というもう一つの目標が課されている。声明では「最大雇用のレベルは、主に金融以外の要因で影響される労働市場の構造やダイナミクスで決まる。これらの要因は、時間とともに変わるため、直接は計測できない。その結果、雇用についての固定的なゴールを特定することは適切ではない」と述べられている。

つまり、F R Bが長期的ゴールとして決めることのできるのは、インフレ率であり、雇用水準ではない、と言っているのだ。これは、マクロ経済学の教科書にいう、「長期フィリップス曲線は垂直だ」ということの言い換えだ。

続いて声明では、短期的には、インフレ率が長期的ゴールからどれだけ乖離しているか、雇用が長期的ゴールからどれだけ乖離しているか、を見ながら金融政策を決めていく、としている。この場合、たとえば、足元のインフレ率が目標よりも高い時、どれくらい早く目標値に戻そうとするかが課題となる。G D P成長率（雇用）も潜在成長率を上回っていれば引き締めを強め、潜在成長率を下回っていれば引き締めはかなりゆっくりとなる。このような考え方を学界では「伸縮的インフレ目標」と呼ぶ。今回の特別声明は、2%を「ゴール」とする伸縮的インフレ目標政策に間違いはない。

ただし、F R Bは、「インフレ目標政策採用」と高らかに宣言はしていない。「インフレ目標政策」と宣言すれば、G D P（雇用）の目標は捨てたのか、と誤解されるおそれがあると判断したためだ。とはいえ、「2%がゴール」ということで、F O M C委員会が合意できたことは重要だ。これまでF R Bが公表していた望ましいインフレ率とは、個々のF O M Cメンバーが、「長期的予測」(longer-run projection)として回答したものを集計した数字である。全員の幅は「1.5~2.0%」、大勢 (central tendency) は、1.7-2.0%であった。

今回の2%のゴールは、この「長期的予測」を三つの意味で進化させている。第一は、F O M C個人の予測ではなく、委員会の合意とした点だ。第二は、幅ではなく、2.0%という一つの数値（点）で発表したこと。第三に、その2.0%が、これまでの幅の上限であることだ。ゼロ金利政策で金融政策の効果が制限されたことを経験して、ショックに対する下振れバッファを厚くすることが意識的に行われた。

これらの変更点は、日銀にとって大きな衝撃となっただろう。以前のFRB *no y o u n i* , 金融政策決定会合メンバーの個人の予測しか発表してこなかった日銀は、FOMCの合意をどうとらえるか。日銀の政策委員会の大勢はインフレ目標を1%と言うが、FOMCは「ゴールは2%」と明言した。これまでも、FRBの政策変更の多くを追随してきた日銀の反応は、どうなるのだろう。

<本文>

歴史的な決断

1月24日・25日に行われた、連邦準備制度(FRB)の公開市場操作委員会(FOMC)は、アメリカの中央銀行の歴史のなかの大きな転換点として記憶に残る二つの重要な決定が行われた。その第一は、インフレ目標政策の採用である。第二は将来の利子率経路についての予測を公表することである。二つとも、FRBの政策の透明性を大きく高める措置である。新聞などの見出しは、後者に注目したものが多かったが、私は、前者の「インフレ目標政策の採用」がより重要だと思っている。正確にいうと、「インフレ目標政策」という看板を掲げたわけではないが、後に説明するように、今回の決断は、限りなく「インフレ目標」に近いものである。インフレ目標論者であるバーナンキ氏が議長になってから、インフレ目標政策を掲げる日が来ると思われていたが、物価の安定と最大限の雇用の二つの政策目標を議会から課されているFRBが、インフレ目標政策を標榜するのは困難と思われていた。では、どのようにして、これを可能にしたのか、以下で説明する。

インフレ目標の採用

1月25日に、FOMCは、特別声明の記者発表(*press release*)を出して、長期的なゴールと金融政策の戦略(*longer-run goals and monetary policy strategy*)について、明確化を図った。この文書のなかで、「インフレ率は長期的には、おもに金融政策によって決められるので、FOMCはインフレ率の長期的なゴール(*longer-run goal*)を特定化することができる。」と、金融政策がインフレ率をコントロールできるのでゴールを設定できる、と明言したうえで、2%のインフレ率が、FRBに与えられた使命(*mandate*)と長期的に一番整合的である、と述べている。

The inflation rate over the longer run is primarily determined by monetary policy, and hence the Committee has the ability to specify a longer-run goal for inflation.

The Committee judges that inflation at the rate of 2 percent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent over the longer run with the Federal Reserve's statutory mandate.

明快だ。これだけ読むと、目標(*target*)という言葉は使っていないものの、「2%はゴール(*goal*)」と言っている。では、最大の雇用というもうひとつの目標はどうなったのか、という疑問が湧く。次のパラグラフでは、「最大雇用のレベルは、おもに、金融以外の要因で

影響される労働市場の構造やダイナミクスで決まる。これらの要因は、時間とともに変わるため、直接は計測できない。その結果、雇用についての固定的なゴールを特定することは適切ではない。」としている。

The maximum level of employment is largely determined by nonmonetary factors that affect the structure and dynamics of the labor market. These factors may change over time and may not be directly measurable. Consequently, it would not be appropriate to specify a fixed goal for employment; rather, the Committee's policy decisions must be informed by assessments of the maximum level of employment, recognizing that such assessments are necessarily uncertain and subject to revision.

インフレ率は金融政策のゴールとなる一方、雇用水準は金融政策では決められない、といっている。これは、マクロ経済学の良く知られた概念でいうと、「長期フィリップス曲線は垂直だ」ということを説明している。完全雇用や潜在成長率の長期的な実体経済活動は、金融政策ではなく、労働市場構造政策、教育政策や（裁量的ではない）財政政策によって決まる、という経済学者の多数派の考え方をわかりやすく、簡潔に述べたものである。FOMCは、物価安定と最大雇用という使命は確かに負っているものの、長期的なゴールは、FOMCとしては、インフレ率しか決められない、と明言しているわけだ。

これだけでは、かなり雇用への配慮不足として批判されるかもしれない。そこで、短期的な政策決定は、インフレ率が長期的ゴールからどれだけ乖離しているか、雇用がFOMCが考える長期的なゴールからどれだけ乖離しているか、を見ながら金融政策を決めていく、としている。

In setting monetary policy, the Committee seeks to mitigate deviations of inflation from its longer-run goal and deviations of employment from the Committee's assessments of its maximum level.

そうすると、たとえば、足元のインフレ率が目標よりも高い時、どれくらい早く目標値に戻そうとするか、つまり引き締めをどれくらいにするかが課題となる。GDPも潜在GDPを上回っていれば引き締めは強め、GDPが潜在GDPを下回っていれば（スタグフレーション）引き締めのタイミングはかなりゆっくりとなる。GDPの潜在GDPからの乖離には全く関心を払わずとにかく早くインフレ率を目標に近づけようという政策を、「原理的インフレ目標」と呼び、GDP（雇用）にも注意を払う（損失関数に含まれる）というのが、「伸縮的インフレ目標」と呼ぶのが通例になっている。つまり、FOMCの声明の「短期的」という部分は、「原理的インフレ目標ではありませんよ、伸縮的インフレ目標ですよ」ということを解説していることになる。

もうすこし専門的にいると、中央銀行の「損失関数」は、目標インフレ率からの乖離（の2乗）と潜在GDPからの乖離（の2乗）の加重平均で定義されて、その累積的損失を一番小さくするように金融政策は行われるべきだ、という考え方が主流である。このように、中央銀行の政策は、目標インフレ率は長期的な考え方であり、短期的な損失にはインフレ

率だけではなく、GDPギャップもはいる、というのが、「伸縮的インフレ目標政策」(flexible inflation targeting) と呼ばれて、インフレ目標政策提唱者の間では主流になっている。したがって、金融政策の研究者からみれば、今回の長期的ゴールの文書は、2%を「ゴール」とするインフレ目標政策に間違いない。

そもそも、ゴール (goal) と目標 (target) は同じか、違うのか。これも、「インフレ目標政策」への誤解を防ぐための言い換えにすぎないのだろう。現に、記者会見の説明のなかで、バーナンキ議長は、何回か、target と口を滑らせている。

インフレ目標は標榜しない

では、インフレ目標政策なのに、なぜ「インフレ目標政策採用」、と高々と宣言しないのか。二つ理由がある。

これは、「インフレ目標政策」と宣言すると、インフレ率だけに注目して、雇用には一切配慮しない、という「原理的インフレ目標政策」と誤解されるおそれがある、と判断したのではないか。とくに、議会の反応には気を遣っている。これをうかがわせるのが、バーナンキ議長の記者会見のやりとりだ。「スウェーデンやノルウェイのようなインフレ目標中央銀行に近づいているのか？ ECBのようなゴールは持つもののインフレ目標政策ではない、とする中央銀行に近づいているのか？」という記者の質問に対して、つぎのように答えている。「もし、インフレ目標中央銀行ということが、インフレ率に最大の重きを置き、雇用などほかのゴールはそれに従属するものだというならば、答えは、否だ。…、我々は物価安定と雇用最大化に同じ重きを置いていて、それは議会により与えられたゴールだ。」

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 us to (sic) by Congress. And so in that respect, as I mentioned earlier, I think to Greg (sp), we're not absolutists.

これは、インフレ目標政策の明確な否定のようにも見える。しかし、それに続いて、バーナンキ議長は、「インフレ目標政策採用を標榜する中央銀行でも、雇用、成長、金融安定などのインフレ率以外の変数にも、少なくともいくらかの関心を払うものだ。インフレ率だけに焦点を当てる中央銀行は、ないか、あったとしてもごく少数だ。しかしながら、連邦準備制度がインフレ目標政策中央銀行、という呼称は、拒否する。なぜなら、物価安定と最大雇用を同じくらい重要に考えるというのが使命だからだ。」

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 even-handed and creating -- of treating the price stability and maximum employment parts of our mandate on a level footing.

これは、最大雇用と物価安定の使命を与えた議会への配慮である。インフレ目標だ、というと、しっかりと経済学の議論を理解しないまま、批判を向けてくるかもしれない議会の心配して、名を捨てて実をとっている。そう考えるのが、適切だろう。いまこの段階で、議会の敵に回してもなにも良いことはない。それよりも、実績を作ることが先だ、と考えているのではないか。とくに、連邦準備制度（中央銀行）を廃止しろ、という（保守派）共和党の大統領予備選立候補者がいる状況では、注意が必要だ。一方、民主党内左派のあいだでも、サブプライム危機の原因となった金融システム不安を連邦準備制度の責任を問う声もあり、かじ取りは難しい。

このように、事実上のインフレ目標政策にもかかわらず、それを大きく宣伝しないのは、それにより誤った反応が怖いからであり、決して、世界の主流のインフレ目標政策（伸縮的インフレ目標政策）と、なにか大きく違うものを目指しているわけではない。これが、将来の利率経路を公表、というほうにより多くのメディアの注目がいった理由である。

2%の意義

2%がゴールで、これについて、FOMCの委員会としての合意ができた、ということは、適切なインフレ率についての認識の大きな変更である。これも、メディアでは見逃されている。

これまで、FRBが公表していた望ましいインフレ率にあたるものは、四半期に一回、FOMCメンバーが、個人個人で「長期的予測（Longer run projection）」として回答したものを集計した数字である。「長期的予測」は脚注によると、「適切な金融政策が行われ、今からショックがない場合に、インフレ率が収束する値」と定義している。「適切な金融政策」とは、当然、目標に到達するように行われるであろうから、この定義による長期的予測とは、インフレ目標を表現しているのと同値である。このような「長期的予測」が発表されるようになったのは、2009年2月。リーマンショックにより、デフレ、大不況が予測されているなかで、インフレ期待がデフレに落ち込まないようにと、長期予測という名のもとインフレ目標を提示しよう、とした。「長期的予測」の全員のレンジは「1.5%-2.0%」、大勢（上下2名ずつを外す）のレンジは、「1.7%-2.0%」であった。（このレンジはこれまで変わっていない。）このときも、インフレ目標と呼ばない、「長期的予測」だが、その期待に働きかける効果は同等である、と考えられた。

今回の2%のゴールは、この「長期的予測」を三つの意味で進化させている。第一は、FOMC個人の予測の集合とそのレンジの発表ではなく、FOMCの合意、とした点だ。FOMCの強い意志が感じられる。第二は、1.7-2.0%という幅のある数字ではなく、2.0%と

いう一つの数値（点）で発表したことだ。これは、期待を 2.0%に収束させてアンカーにしよう、という強い希望がある。第三に、2.0%が、これまでの幅の上限であることだ。これは、ゼロ金利政策に陥ることで金融政策の効果が大きく制限されることを経験して、もうすこし長期的な目標をゼロよりも上に持ってくる（ショックに対するバッファを厚くする）、ということが意識的に行われたという意義がある。

このように、今回の 2%ゴールは、FRBにとって、画期的な政策手法の転換である。期待に対する働きかけを強くすることで、アメリカの金融政策の手法を、事実上（FRBはそのような呼称を嫌うにしても）、インフレ目標政策、とした、ということだ。

日銀はどうか

これまで日銀は、インフレ目標政策の採用にはこれまで否定的だ。しかしながら、透明性の強化、コミュニケーション戦略では、FRBをお手本に行動してきた。日銀がなぜインフレ目標を採用しないかという理由の一つもFRBやECBが採用していない、というものだった。FRBが、FOMCメンバーの将来（今後 2 年間）のインフレ率予測（点予測のばらつき）のレンジを公表するようになったあと、日銀も将来予測を、金融政策決定会合メンバーの点予測のばらつきのレンジとして公表するようになった。ただし、FRBが 2009 年 1 月から「longer run」 projection を公表するようになったが、この longer run projection を日銀は採用していない。

日本銀行は、物価安定の定義については、長期間にわたり、幾度も明確化を試みている。2000 年 10 月には、『「物価の安定」についての考え方』という文書を公表、そのなかで、『「物価の安定」とは、国民からみて、「インフレでもデフレでもない状態」である。』というトートロジーに近い定義を与えた。同時に、この文書のなかで、

「経済の発展と整合的な「物価の安定」の定義を特定の数値で示すことは困難である。また、そうした中で仮に何らかの数値を公表しても、現実の金融政策運営に関する信頼に足る指針にはなり得ず、金融政策運営の透明性向上にも役立たない可能性が高い。したがって、「物価の安定」の定義を数値で表すことは適当でないと判断された。」

「金融政策の運営上の指針となり得る「物価の安定」の定義を数値で示すことが難しい以上、中央銀行が予め物価上昇率の目標値を公表し、その達成に強くコミットするという、いわゆる「インフレーション・ターゲティング」についても、これを採用することは現実的ではないし、適当でもない。

「例えば、米国の連邦準備制度はインフレーション・ターゲティングは採用せず、また「物価の安定」の数値的定義も示していない。」

などと述べている。

その後、幾多の変遷を経て、物価安定の変数としては、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の対前年同月比でみることとし、さらに、金融政策決定会合の2009年4月に

は、「消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」とした。

さらに、2009年12月には、「中長期的な物価安定の理解（以下、『理解』）について検討を行った。その結果、委員会としてゼロ%以下のマイナスの値は許容していないこと、及び、委員の大勢は1%程度を中心と考えていることを、より明確に表現することにより、物価の安定に関する日本銀行の考え方の一層の浸透を図ることが適当であるとの結論に至った。」

もちろん、日本銀行は、これはインフレ目標政策ではないとしている。そこで、今回のFRBの決定は、日本銀行に対して衝撃であろう。第一に、FOMCメンバーの個別の予想の公表から、一步踏み込んでFOMCの委員会の合意として、「ゴール」を示したこと。第二に、それが、「2%」という数値であることだ。日本銀行が「FRBも採用していない」としていたインフレ目標政策が、ついにFRBで（そうは標榜しないものの）実現してしまった、からだ。

おそらく日銀でもこれからインフレ目標政策についての議論が活発化するだろう。委員の大勢が1%を物価安定の理解としている、ということでのいいのか、インフレ期待に働きかける政策をとらなくてもいいのか、FRBにできて、なぜ日銀にはできないのか、など、日銀が答えるべき課題は多い。