

日本の金融政策運営

神戸大学 宮尾龍蔵

本パネルでは、3大経済圏である日本、米国、ユーロ圏の金融政策運営を、1. マクロ経済動向（経済変動要因や波及経路の特徴など）、2. 政策運営と予想形成・市場との対話、3. 今後の課題（インフレ目標、資産価格の役割など）の観点から順に比較・検討する。

1. 背後のマクロ経済動向の特徴

近年の日本経済の変動の特徴は、物価変動が小幅の（物価がほとんど上昇しない）もとで景気が上向いているという点である。これを標準的な総需要・総供給分析を用いて説明すると、生産性や効率性の上昇により総供給曲線が右シフトする一方、それが家計の恒常所得や企業の将来収益の増大をもたらして総支出、すなわち総需要曲線を右にシフトさせている状況と解釈できる。「失われた10年」の景気停滞期も、逆に生産性低迷が起点となって企業・家計の支出が抑制されたと解釈すれば、深刻な景気後退と小幅なデフレを整合的に説明できる。このような供給面の要因は株価などの資産価格にも影響を及ぼし、景気への影響をさらに増幅する可能性もある。日本経済における供給面の重要性について、現実データ（GDPギャップ、物価・資産価格など）を使って確認する。これらのマクロ経済動向の特徴は、金融政策の枠組みや政策変更ペースの評価にも深く関わってくる。

2. 現在の政策運営と予想形成・市場との対話

(i)現在の金融政策運営で最も評価できる点は、中長期の物価安定という目標を数値で公表し、消費者物価指数上昇率の目標レンジを0-2%に設定したことである。これは、低インフレというわが国の実情に即した設定である。「再びデフレに陥らないために2%程度の『のり代』が必要」という議論があるが、バブル期の景気過熱時さえCPIインフレ率は3%程度であったこと、そして上記のような経済変動の特徴を考えると、高すぎる「のり代」は逆に政策運営の透明性を低下させる恐れがある。

(ii)ゼロ金利政策・量的緩和政策から、「将来の金融政策の方向性を現時点で公表する」というコミットメント（公約）と呼ばれる政策運営が始まった。公約は、それが信認されれば、将来（おそらく1~2ヶ月先）の政策スタンスを予想する上で役立つし、また潜在的には非常に強力な政策ツールになりうる。しかし量的緩和期のようにインフレ率への単純なリンクを柱とする政策運営は、現在では慎重でなければならない。上記の経済変動の特徴やグローバルなリスクがある中で、単純な公約政策については慎重な検討が必要である。

3. 今後の課題（インフレ目標政策、資産価格動向など）

インフレ目標政策を検討するなら、現在の枠組みの良い点（目標レンジ、目標達成までの期間など）は維持し、またインフレ率と単純にリンクする政策ではない点を強調すべきであろう。グローバルな過剰流動性（その帰結である各国の資産価格高騰）をどう評価するのか、そこで日本の責任はどの程度か、といった点も今後の重要な検討課題となる。