



# 危機後のインフレーションターゲット

---

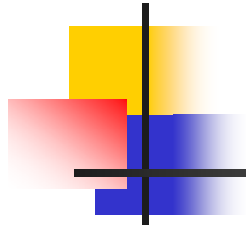
日本金融学会 中央銀行部会

開催場所 麗澤大学

2010年9月18日

株式会社 三菱東京UFJ銀行 市場企画部

シニアマーケットエコノミスト 鈴木敏之



- 序 問題意識
- I インフレーションターゲットとは？
- II 金融(政策)レジューム
- III インフレーションターゲット採用国
- IV インフレーションターゲットの効能
- V インフレーションターゲットの理論分析
- VI 金融危機とインフレーションターゲット
- VII 危機についての考察 貿易の大収縮
- VIII 経済学の最近の関心の広がり
- IX インフレーションターゲットの今後



# 序

---

## 問題意識

- 1. 金融政策レジュームには**寿命**は短いものもある  
～インフレーションターゲットレジュームは長命とみてよいか？
- 2. インフレーションターゲットをめぐる**経済学研究の進展**の把握
- 3. 今回の**金融危機を経てのインフレーションターゲット** レジュームへの評価に変化はみられるか？
- 4. **危機を経ての経済学に変化(進歩)**がみられる。それは、インフレーションターゲットレジュームにも変化をもたらすか？
- 5. 以上をふまえて、**今後のインフレーションターゲットレジューム**はどうなりそうか？



# I インフレーションターゲットとは？

---



# インフレーションターゲットの枠組み

---

- 中央銀行の任務は物価安定が明瞭であること
- インフレの定量的なターゲットの設定と中央銀行のコミット
- インフレ目標達成に関して説明責任が果たされること

## <ノート>

金融政策の透明性、アカウンタビリティの確保が容易  
インフレ予測にもとづく予測ターゲットになっている  
中央銀行の独立性は必須ではない(例 ノルウエー)  
実際の運用は、物価安定一辺倒ではなく、かなり柔軟

Roger 2010、Svensson (2010)をもとに作成



## Ⅱ 金融(政策)レジュームの寿命

---

過去のレジュームは比較的短命なものもある  
インフレーションターゲットは長命とみてよいか？

YES ならば、なぜか？

NO ならば、いつまでもつか？ 次は何か？

短命の制度もある。変容する。戦争、覇権の移行、経済の大波乱ともかかわる。

# 金融(政策)のレジューム

金本位制 (日本の採用は)1871-1914

起源は古いが、制度としては1816(英で採用)-1937(仏離脱)

ブレトンウッズ

1945(発効)-1971(ニクソンショックまで)

インフレーションターゲットもこのパターン?

国際収支の天井 主に昭和30年代

変動相場制 1973-1985(プラザ合意まで) ~変容しながら存続

G5・G7体制 1985-2009?(G20へ移行、流動的)

マネーサプライ管理 1979-1982(米FRB) ドイツ連銀はマネーサプライ管理重視を存続。1999年に金融政策をECBに委ねる。

カレンシーボード制 香港では1983から



# インフレーションターゲット小史

- 1) 最初は1990年のニュージーランドの採用、既に20年
- 2) 1991年にカナダ、1992年に英国が採用し、採用国増加。現在26カ国が採用。
- 3) 1993年にテーラールールの提示、以後金融政策の理論分析が(著しく)発展
- 4) 主要中銀の非採用 ~完全否定ではないという解釈可能
  - Fed 2006年に信奉者のバーナンキが議長就任。2007年11月4日 バーナンキ議長のコミュニケーションについて講演以降、要素を取り入れ。
  - ECB インフレの参照値は初期から公表
  - 日本 非伝統的政策採用時の離脱条件設定
- 5) インフレーションターゲットを積極的に停止した例はない。
- 6) 好感の聴取事例
  - 例1 これまで何をやっても危機、動揺が起きたが、インフレーションターゲットは安定をもたらした(トルコ中銀幹部)
  - 例2 採用後の経済好調をみて、与野党が導入を推進した手柄をそれぞれが争っている(ブラジル)
  - 例3 インフレ期待安定を確保しているから緩和ができる(ミシュキン他)
  - 例4 インフレターゲットがあると、経済見通しは安定的になる(US金融政策フォーラムでの議論)





# インフレーションターゲットは長命か？

当面、インフレーションターゲットの致命的衰退見込めず

- 1) 危機下でも相応に経済安定を確保
- 2) 放棄の経済的、政治的コストが高そう
- 3) 経済理論基盤が堅固に構築されてきた

テーラールールの提示が  
1993年

しかし、危機を経て、金融政策レジュームは変容しそう

- 1) 危機を経て、政策目的に金融システム安定への意識の強まり(マクロプルーデンス政策)
- 2) 先進国の同時超低金利状態で環境変化



## Ⅲ インフレーションターゲット採用国

---

# インフレーションターゲット採用国

29カ国(EMU加盟で停止した国あり) 数字は採用年

- New Zealand 1990
- Canada 1991
- UK 1992
- Sweden 1993
- Finland 1993 現EMU
- Australia 1993
- Spain 1995 現EMU
- Israel 1997
- Czech Republic 1997
- Poland 1998
- Brazil 1999
- Chile 1999
- Columbia 1999
- South Africa 2000
- Thailand 2000
- Korea 2001
- Mexico 2001
- Iceland 2001
- Norway 2001
- Hungary 2001
- Peru 2002
- Philippines 2002
- Guatemala 2005
- Slovakia 2005 現EMU
- Indonesia 2005
- Romania 2005
- Turkey 2006
- Serbia 2006
- Ghana 2007

先進国の新規採用は、近年、なされてない



# 暗黙のインフレーションターゲット

---

Fed

Fedの任務は、物価安定と持続可能な雇用の最大化⇒インフレーションターゲットに政治的抵抗(物価安定確保が雇用の安定確保をもたらすと、Fedは主張)。現行は、見通しの提示による暗黙のインフレーションターゲットレジューム。

ECB

インフレ参照値を明示。

~いずれもコミットはしていない。

## IV インフレーションターゲットの効能



---



# 積極採用への説得にはやや迫力不足

せいぜい積極的有害否定論なし

- 採用国と非採用国で経済パフォーマンスの差異は、決定的には見出せない。
- インフレーションターゲットが経済パフォーマンスを悪化させたという証拠は見出せない。
- インフレーションターゲットは、中長期のインフレ期待を安定させている。この危機でも、金融緩和に柔軟に動ける余裕を与えた。
- 採用後に積極的に放棄した国はない。
- 採用国で深刻な危機が起きている。



## V インフレーションターゲットの理論分析

---

危機後のインフレーションターゲットの理論分析



# 参照する研究

---

## Conventional and Unconventional Monetary Policy

Vesco Curda and Michael Woodford

Federal Reserve Bank of St.Louis

Review July/August 2010

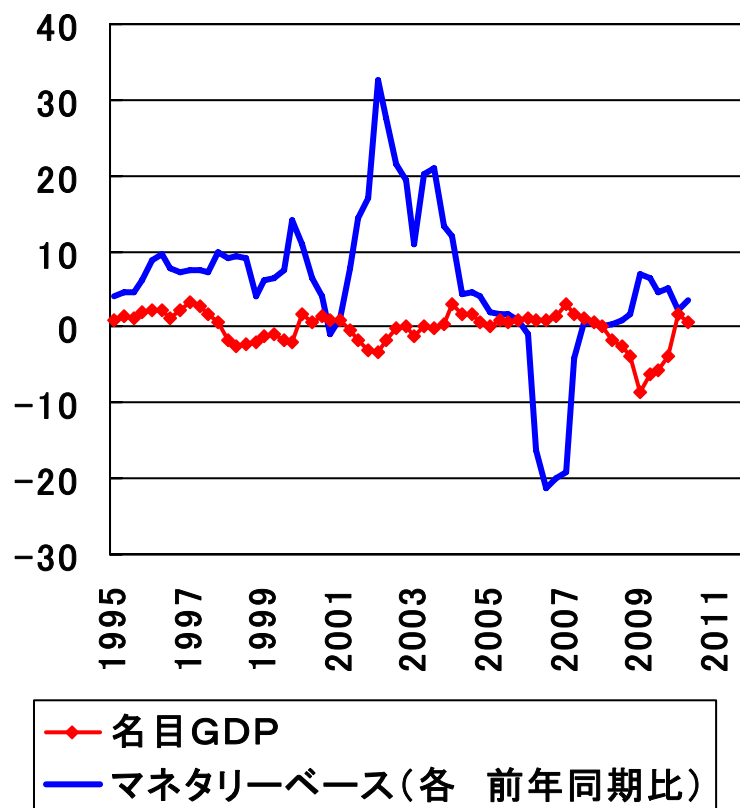




# 分析の進め方

- ニューケインジアン理論モデルを拡張。拡張内容は、仲介金融機関の導入と金利の多様化（従来は、金利は単一であった＝信用状態を未勘案）。
- 政策ストラテジーに応じて、ショックに対する変化の度合いをみて、経済の安定をもたらすストラテジーを探る。
- 比較するストラテジーは、厳格なインフレーションターゲット、フレキシブルなインフレーションターゲット（物価水準ターゲット）、テーラールール、ラムゼー解となる最適金融政策。
- 中銀のリザーブ残高を変更する政策は、積極的に除外。

# 中銀リザーブ残高を変更する政策



- 中銀リザーブの残高とGDPの変動は関係がない。
- 日本型の量的緩和政策で経済は安定させられない。
- 図は日本の名目GDPとマネタリーベースの前年同月比の推移。



# Curda & Woodfordの論点

- 拡張ニューケインジアン理論モデルでも、フレキシブルインフレーションターゲット下の変動が、最適金融政策とほぼ同じ変動の結果をもたらす。  
～危機の起こりえる枠組でも、フレキシブルインフレーションターゲットの経済変動の安定確保への有効性崩れず。
- 金融システムの不安定について、この場合でも監視がいる。
- テーラールール(インフレ率と資源利用率のみみる)、厳格なインフレーションターゲット(インフレ率のみみる)は、金融システムの不安定があっても、勘案していないことになる。
- ゼロ金利となると、クレジットスプレッドの縮小をもたらす緩和継続のコミット、物価水準目標の設定の検討が要る。



## VI 金融危機とインフレーションターゲット

---



# 参照する研究

---

Inflation target and the Crisis An  
Empirical Assessment

Irineu de Carvalho  
IMF Working Paper 2010

WP 10 45



# アプローチ

- インフレーションターゲットの採用国、非採用国を分けて、諸マクロ変数の変動を比較している

## 変動を比較したマクロ変数

政策金利、インフレ率、実質実効為替相場、EMBIスプレッド、CDSプレミアム、失業率、鉱工業生産、実質GDP成長率

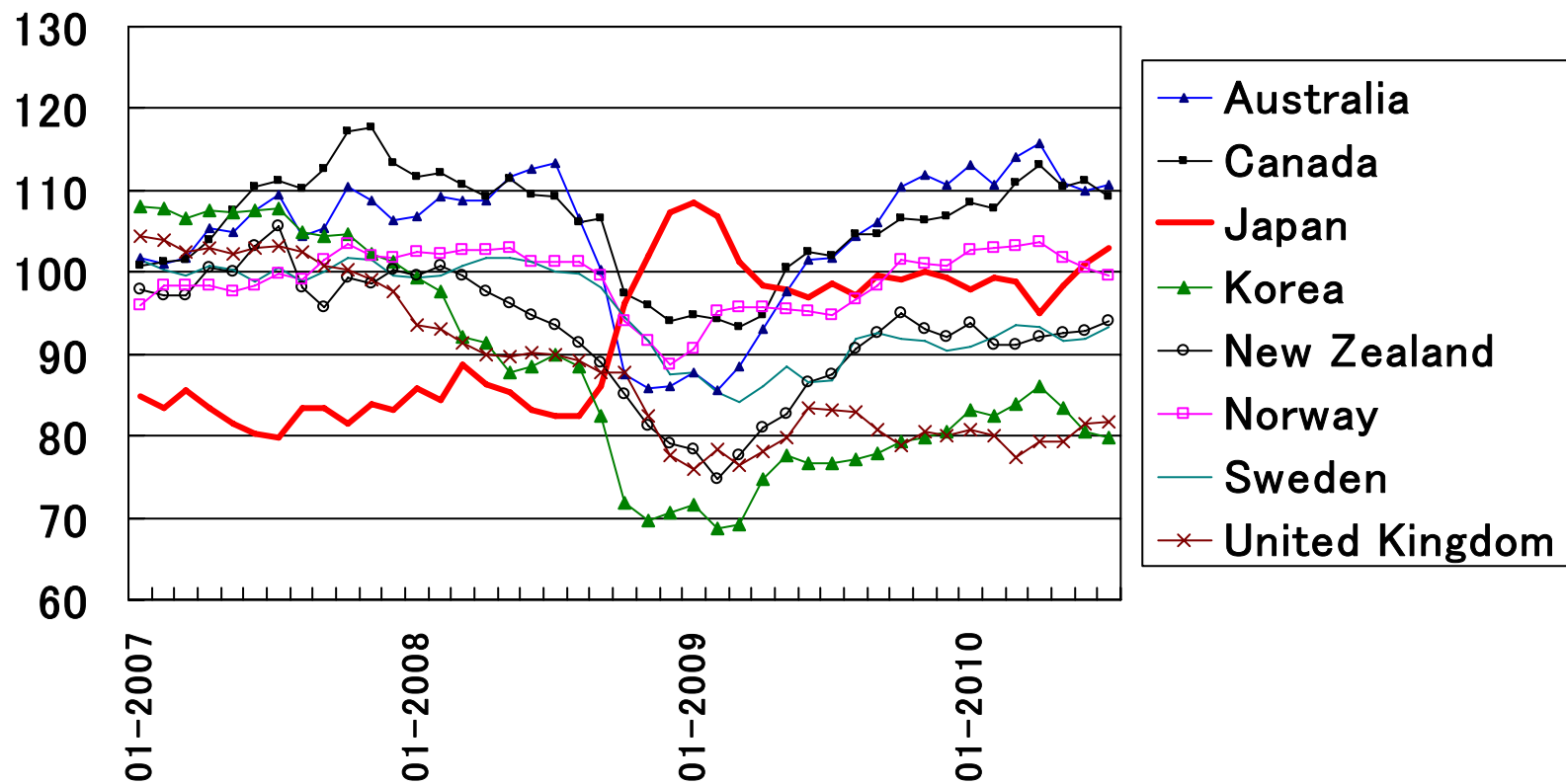
先進国、途上国の相違の制約。擬似採用国の扱い。一部の国が結果を左右など制約あり

## 見出されたこと

### 危機のショックの悪影響は採用国の方が小さそう

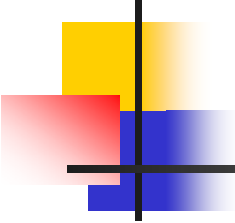
- 採用国は危機後に大きく利下げし、最近は利上げしている国が散見される。
- 採用国のインフレ率の変動は小さく、期待インフレ率の安定がここでも見出せる。インフレ率が連続してマイナスになる例は採用国では少ない。⇒採用国はデフレになりにくいというときの論拠。
- 採用国は危機後に実質実効為替相場が低下。
- 採用国のEMBIスプレッドの上昇は小さい。
- 採用国の失業率の上昇は、非採用国との比較では抑制されている。
- 採用国は鉱工業生産の08年後半からの回復が強い。
- 採用国の実質成長率の落ち込みは小さい。

# 実質実効為替相場 採用先進国に類似の動き



出所 BIS





# 危機とインフレーションターゲット

---

Inflation Target after the Financial Crisis

Lars E O Svensson 講演

2.12.2010



## 論点

### インフレーションターゲットを擁護しつつ課題を指摘

- この危機は、政策金利の設定の意味の金融政策の失敗が原因ではない。(原因は、規制監督、世界の不均衡、金融関係者の行動様式などである。)
- バブル膨張を放置した問題がいわれるが、もし、それで2003年にFedが強い引き締めをしていれば、デフレになっていただろう。
- 危機をみても物価、資源利用率の安定を達成するには、フレキシブルインフレーションターゲットは有効といえる(ベストプラクティス)。
- それでも、課題は残る。1)金融システムの安定は確保できない。2)予測のやり方にも新しい取り組みが要る。



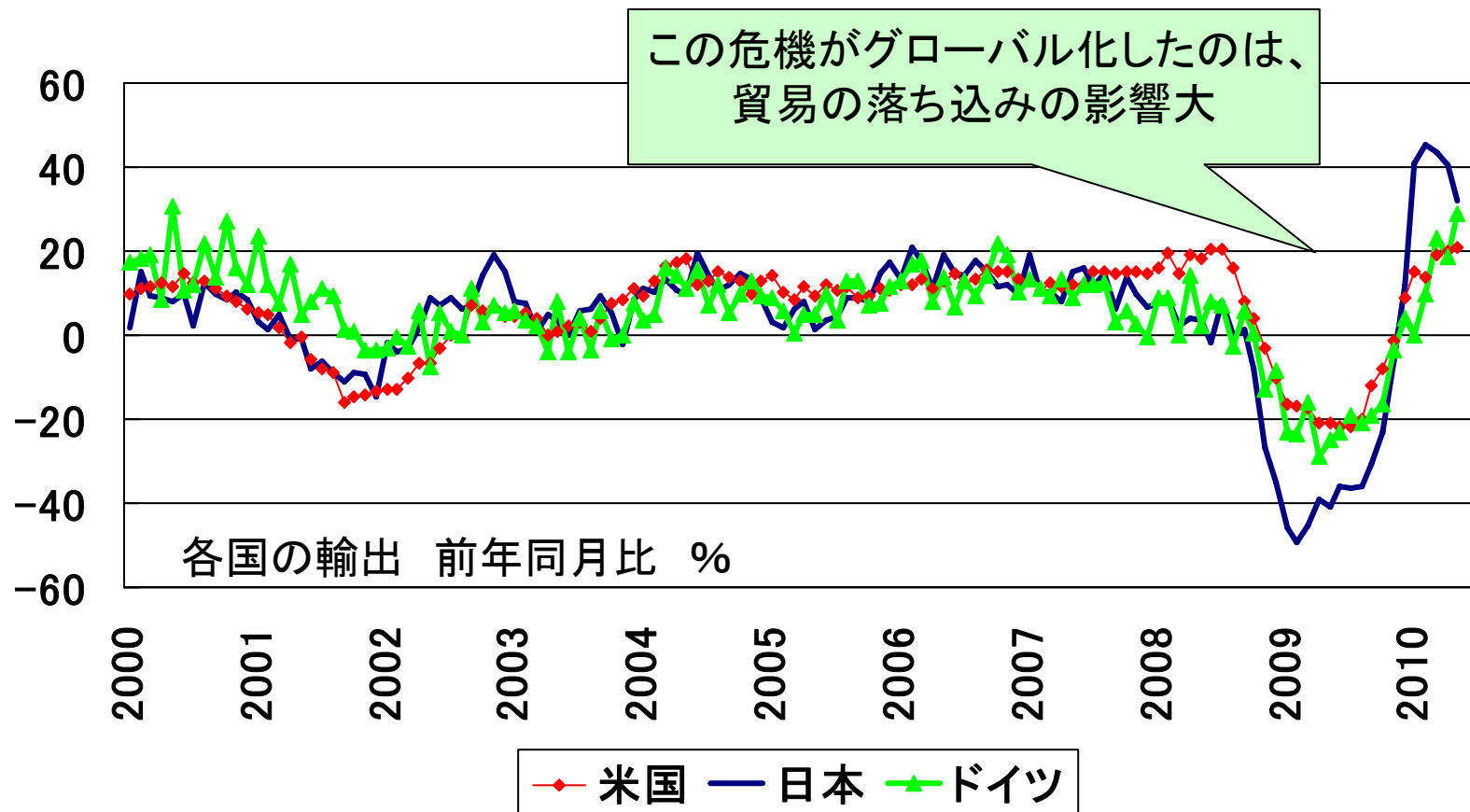
## VII 危機についての考察

# 貿易大収縮

---

貿易収縮：金融アクセリレータがあらわれたところ  
果敢な金融緩和は適切な政策対応  
それができた背景に物価安定の確保

# 危機の伝播経路：貿易大収縮



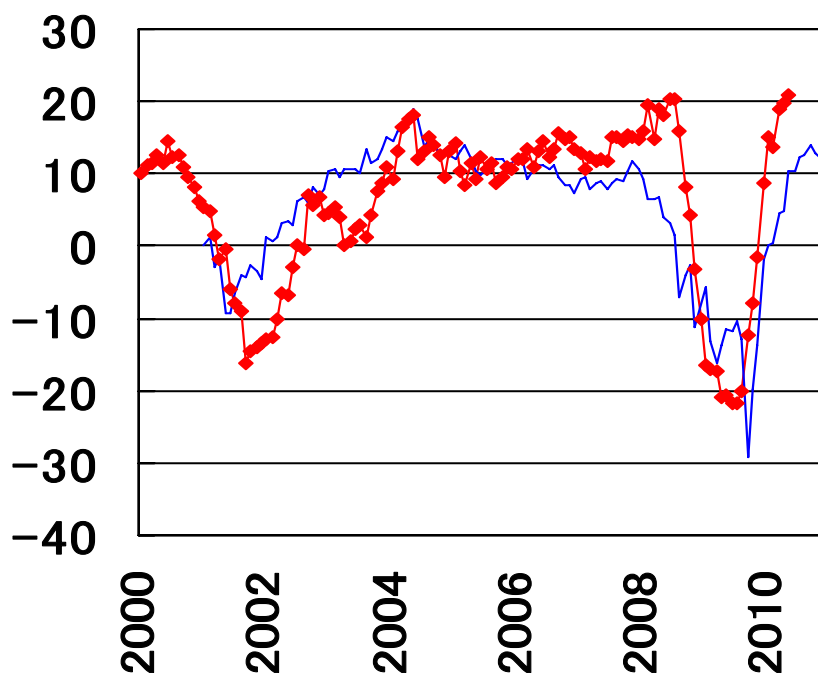


# 貿易大収縮の要因をめぐる諸説

- 1. 金融の閉塞：金融機能回復とともに貿易も回復している〈金融アクセリレータ〉
  - ⇒インフレが各国で安定しているからこそ、大胆に利下げ、緩和でき、貿易が回復、恐慌を避けられた面がありそう。
- 2. Just In Timeと生産拠点の拡散の進行：在庫保管地が国境外にある 在庫調整＝貿易減
- 3. 新興国の離陸による貿易の変化

# 金融収縮の影響を受けた米国輸出

## 金融緩和が適切な対応に位置づけられる



◆ 米国からの輸出  
 — 推計: スワップスプレッドによる推計

回帰統計	
重相関 R	0.72506832
重決定 R2	0.52572407
補正 R2	0.51710087
標準誤差	7.89890666
観測数	113

	係数	標準誤差	t	P-値
切片	26.061268	2.0679333	12.602567	4.443E-23
X 値 1	-0.0800409	0.04270203	-1.8744047	0.06352764
X 値 2	-0.3212359	0.04212128	-7.6264514	9.23E-12

物価安定を確保しているから、強い緩和ができ、恐慌を避けられた

変数 スワップスプレッド  
 6ヶ月先行、12ヶ月先行



## VIII 最近の経済学の関心の広がり

---

経済学は危機を経て、新たな進展をみている。これは、インフレーションターゲットレジームの変容に影響しそう。



# 危機後の経済学の関心

---

- 金融システム不安定のNK理論への取り込み: Woodford
- ゼロ金利下の金融政策: Walsh, Kiyotaki
- 金融要因の実態経済影響の掘り下げ: Shin, Hall
- Fedの政策批判: Taylor、Blanchard
- 長期停滞の警告: Reinhart & Rogoff , Bullard (/Benhabib)
- 包括的検討 規制に強い関心: Rajan
- マクロプルーデンス政策の理論構築: FSB BIS



# 長期停滞のリスク(1)

Kenneth Rogoff & Carmen Reinhart

## This Time is Different



金融危機のあとは経済停滞

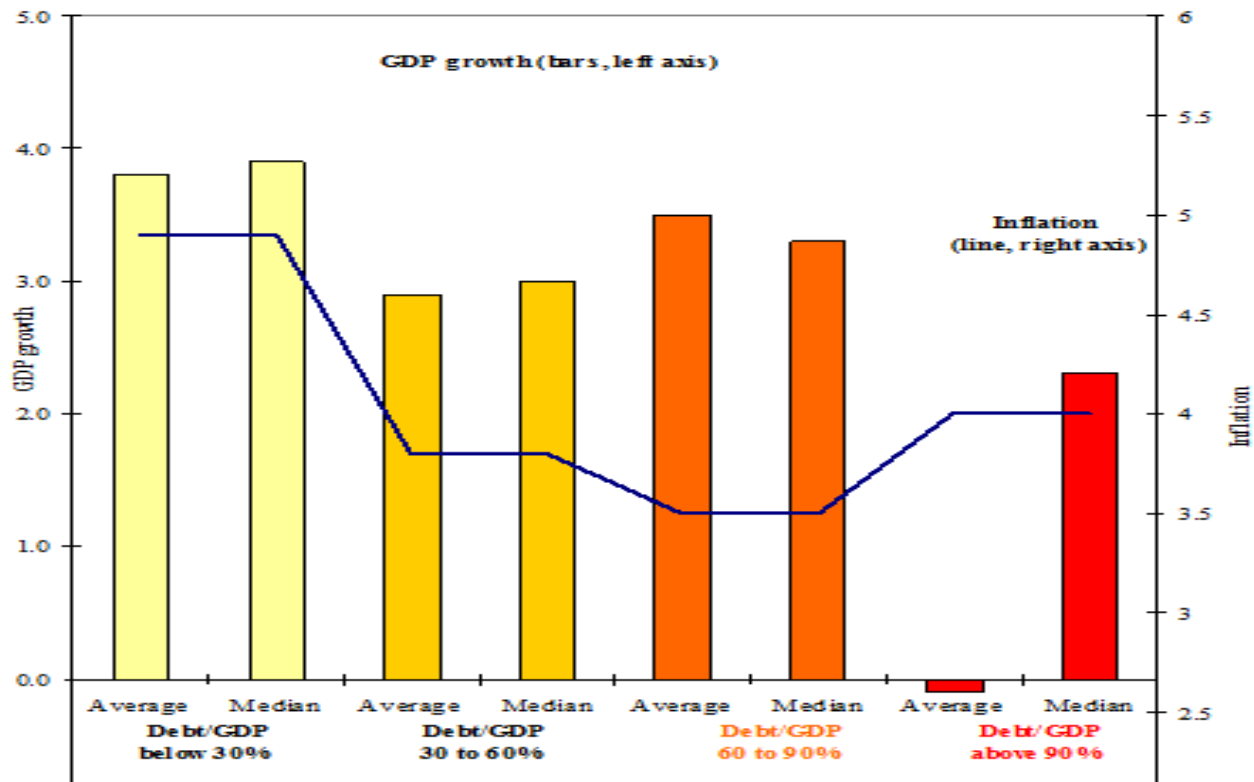
政府債務90%超で成長落ち込み

いよいよ素朴なケインズ政策  
の発想に引導？ =  
強まる手詰り感

Barro

⇒ Reinhart & Rogoff

# Kenneth Rogoff & Carmen Reinhart



債務/GDP比  
90%超では  
成長減速が  
通例

米国もその危  
険域入り

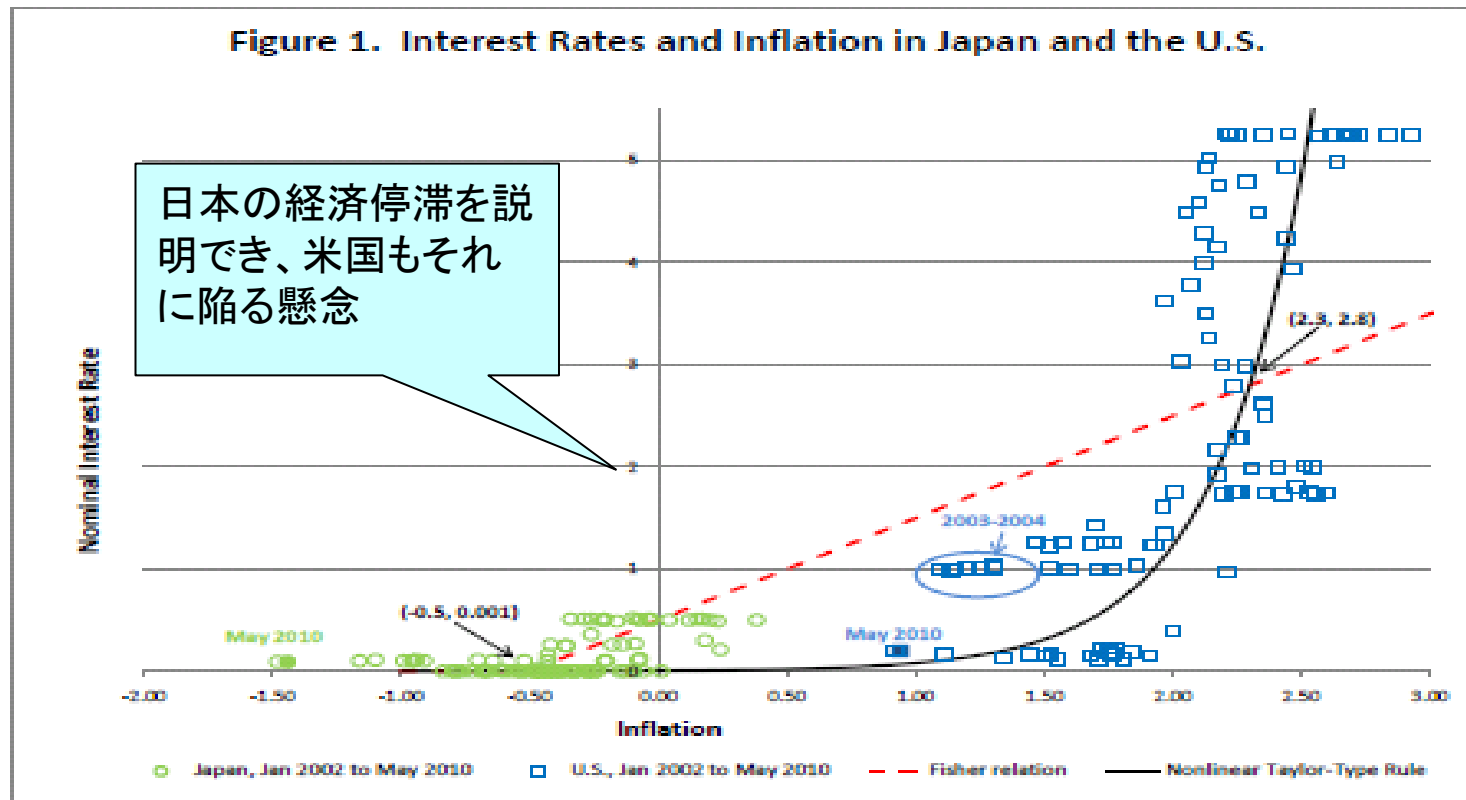
出所 VOXEU

# 長期停滞のリスク

Bullard / Benhabib

インフレ率(X軸)一名目金利(Y軸)の平面でふたつの均衡

名目金利



出所 セントルイス連銀HP

インフレ率

# この危機で起きた変化

歴史的な経済政策パラダイムの変化になるのか？

BEFORE	AFTER
経済変動 大いなる安定	経済変動 恒常的な危機ダイナミクス
金融政策の決定 インフレ率とスラック	金融政策の決定 マクロプルーデンス
重要変数 雇用(NFP)とPCEコアのインフレ指数	重要変数 信用スプレッド、財政規律
財政運営: 規律よりも景気	財政運営: 景気よりも規律

# Fedの対応の方向性

ジャクソンホールバーナンキ議長講演

(8. 27. 2010)

- 経済見通しが悪化し、デイスインフレが行き過ぎること(デフレ)があれば、Fedの任務の物価安定と雇用の最大化の間に相反はなくなり、Fedは行動する。(⇒ **すぐに行動するわけではなさそう**)
- 追加緩和となる非通常型の政策手段としては、①証券の買取による中銀のバランスシートの規模の変更、②コミュニケーションによる金利誘導(時間軸政策)、③超過準備預金の付利の利率引き下げ、④目標インフレ率の引き上げが考えられる。それぞれに功罪がある。
- 量的緩和は、いくら買い取るかのフローではなく、ストックが重要。その効果は、FedがMBSを買い取ったことで、投資家は社債保有を増やしたことにあらわれている。その問題は、効果の定量的把握と、出口政策の難しさ。政策対応が必要になる事態になれば、証券買取による量的緩和の効能は増す。
- 目標インフレ率の変更(引き上げ)は採用できない。



## Ⅸ インフレーションターゲットの今後

---

今回の危機でインフレーションターゲットは、決定的に放棄はされそうにない ⇒ 未来を見定める必要あり ⇒ どういう未来か？



## 注目点

注目1) 財政政策の発動余地が小さくなる時、金融政策レジュームは維持できるか？～複数の国で共通の問題

注目2) 米国でマイルドデフレの長期停滞が起きる場合はいかなる対応になるのか？

- ⇒ インフレーションターゲットへの関心は一層高まる
- ⇒ 仮に、デフレ対応の効果が見える場合
- ⇒ 日本の対応への関心(拒絶が必要という判断ならば、理論武装が要るのではないか)

注目3) 経済的離陸を遂げた後の中国の金融政策戦略として何が選ばれるか？

注目4) マクロプルーデンス政策と金利決定(含む非通常型)政策の整合性をいかに確保するのか？



## デフレ対応とインフレーションターゲット

---

- カナダ中銀 Carney総裁が講演 Inflation Targeting in a Global Recession, 27 January 2009で次の言及

Just as inflation targeting has proven its ability to prevent the entrenchment of high and volatile inflation, it also has the power to prevent the onset of persistent deflation.





# マクロプルーデンスへの対応

- 対応 A: システムの安定度を政策決定に反映させる(テーラールール右辺の変数を増やす発想)  
⇒インフレ&金融安定ターゲット

$$r = f(E\pi, Ey, Es) \quad s: \text{金融システム状況}$$

- 対応 B: システムの安定、不安定、金融機関の健全度の影響を経済見通しに反映させて、政策決定を行う。

$$r = f(E\pi(x, s), Ey(x, s))$$

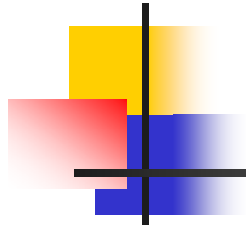


# 結び

インフレーションターゲットは危機を経て、変容しながら、存続しそう。  
世界のインフレをおさえこめているならば、その恩恵は多大。

## インフレーションターゲットレジュームの変容の行方

- 1) 金融システムの機能障害への対応  
⇒規制監督制度の改変、マクロプルーデンス政策への組み込み
- 2) 実質のゼロ金利化への対応  
⇒量的緩和に関心高いが、一般化するかは不透明
- 3) デフレへの対応  
⇒インフレーションターゲットがデフレへの処方箋になるか？ 効果、副作用不透明



# 株式会社 三菱東京UFJ銀行

市場企画部

シニアマーケットエコノミスト 鈴木 敏之

電話 03-6268-1110

Eメール [Toshiyuki\\_4\\_Suzuki@mufg.jp](mailto:Toshiyuki_4_Suzuki@mufg.jp)

無断転載を禁ず。また本資料は情報提供を目的としております。お取引の最終決断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。内容につきましては個人の見解に基づいています。三菱東京UFJ銀行の公式の見解を示すものではありません。照会は上記までお願い致します。