

新たな枠組みを論ずる前に 中銀は経済的限界を直視すべき

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 低成長、低インフレ、低金利という新たな経済環境下での金融政策を巡り、議論が熱を帯びている。端的には、新たなフレームワークの構築か、追加緩和手段の追及かという二者択一の議論だ。
- しかし二者選択を問う議論には問題がある。暗黙裡に、中央銀行にはまだ有効な政策余地が残されているという仮定に基づいているためだ。実際には日米欧とも「経済的限界」に直面している。
- 創造的かつ多大な努力を経た今、中央銀行は無限の力が与えられている訳でも無限の力がある訳でもないことを認めても許されよう。そして、政治的リーダーシップの覚醒に期待するほかない。

ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁が8月15日、インフレ・ターゲティングの見直しに言及したことを契機に、今後の金融政策の在り方を巡る議論が熱を帯びている。ジャクソンホール（米ワイオミング州）でカンザスシティ連銀が主催する経済シンポジウム（8月25-27日）の今年のテーマも、「将来に向けた頑健な金融政策のフレームワークの設計」である。

この議論は、あくまで「来たるべき景気後退に備えた議論」（コーン元FRB副議長）である。今後、低成長、低インフレ、低金利が新常态（ニューノーマル）として続くと予想される中で、ネガティブ・ショックが生じた場合、あるいはそのショックに備えて、中央銀行としてどのような対応を取るべきかが問われている。

7月の連邦公開市場委員会（FOMC）議事録（8月17日）に示されているように、論点は多岐にわたる。①様々な経済・金融環境に対応できるだけの柔軟性の確保、②政策金利がゼロ近傍に留まるとみられる中で、金利政策を補完するための緩和手段の取得、③国際金融危機を契機に導入された新たな金融規制を踏まえた上での金融安定性への配慮、④前兆無き金融危機に対する日常的備えとその副作用（モラルハザードの惹起等）、⑤金融システムの効率性への影響、⑥金利政策で誘導目標とする短期金利の選択、⑦銀行に対する流動性支援制度の改善（スティグマの解消）、⑧ドルが国際準備通貨であるが故に生じる米金融政策の国際的波及の考慮、等である。

こうした議論の中で特に関心を集めているのが、前述したウィリアムズ総裁によるインフレ・ターゲティング見直しの提案である。ウィリアムズ総裁は、低い中立金利が続く下での有効なフレームワークとして、インフレ目標の引き上げと、物価水準もしくは名目GDPターゲティングへの変更を指摘した。前者は、次のような考えに基づいている。中立金利が1%Pt低下しても、インフレ目標を1%Pt引き上げれば、それに呼応してインフレ期待が1%Pt上昇するはずである。したがって、名目金利を所

与とすれば、実質金利（＝名目金利－インフレ期待）が1%Pt低下することになり、金融緩和度合いを決定づける実質金利と中立金利との差は変わらない。インフレ目標の引き上げは中立金利の低下による悪影響を相殺できるというわけだ。一方、後者は、財政政策のような景気の自動安定化装置を金融政策にもたらすと考えられているほか、債務デフレーションを回避する機能（名目GDPターゲティングの場合）も期待されている。

ウィリアムズ総裁の提案には批判もある。Financial Times紙は8月17日の社説で次のように述べている。「連邦準備制度理事会（FRB）の現下の問題は、そのフレームワークにあるのではなく、彼らがインフレ圧力を過大評価し、インフレ目標未達によるコストを過小評価していることにある。」実際、フィッシャーFRB副議長は8月21日に「インフレ率は目標に手が届くところに来た」と述べているが、おそらく大きな認識の誤りである。社説は問う。「喫緊の課題は、既存のフレームワークの中で、金融政策と財政政策をよりよく使うことだ。」

ウォルシュ元FRB理事も、名指しこそ避けてはいるが、Wall Street Journal紙への寄稿（8月24日）で次のように述べている。「世界中の政策当局者はインフレ目標が未達であることを誰も予測しなかったし、その理由を十分に説明できていない。だから、多くの学者たちがインフレ目標を2%から3%や4%に引き上げるべきだと言っているのは、不可解でならない。」

批判は正しい。フレームワークの議論は時期尚早であり、中央銀行はインフレ目標未達という足元の状況への対応に、より多くの時間を割くべきだろう。中央銀行に求められるのは、目標水準にインフレ率を中長期的にとどめ置けるという確証である。ウォルシュ氏も、「FRB当局者は、今の金融政策によって経済問題は解決できるという強い確信を携えて、ジャクソンホールを去るべきだ」と述べている。

しかし、こうした批判にも問題がある。新たなフレームワークと追加緩和手段の追及のいずれが重要かという二者択一の議論で展開される批判は、「金融政策にはまだ有効な政策余地が残されている」という前提に立っている。実際には、先進主要国の金融政策はクーレECB理事が7月に言及した「経済的限界」に直面しつつある。経済的限界とは、それを超えると、追加緩和策が経済を刺激せず、場合によっては悪影響を及ぼす限界を指す。マイナス金利政策で日本銀行が後追いついた欧州中央銀行（ECB）は、最近の議事録で、銀行の株価と貸出に強い連動性があるとの分析を示し、過度な金融緩和が金融仲介機能に悪影響を及ぼすことへの懸念をにじませ始めた。日本銀行が総括的検証を行うとした背後にも、経済的限界への危惧があるのではないか。

ジャクソンホールは、果たして、金融政策のフロンティアを広げる場であるべきなのか。中央銀行は、無限の力が与えられている訳でも、そうした力を持っている訳でもない。中央銀行による創造的で多大な努力をもってしても目標を下回り続けるインフレ率は、中央銀行が経済的限界に直面していることを強く示唆している。ジャクソンホールは、中央銀行が自ら限界を認め、複雑さを増す経済問題の解決のバトンを、政治的リーダーらに手渡し、その覚醒を促す場となることが望ましいと思われる。創造力やイノベーションが求められるのは、もはや中央銀行ではないだろう。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。