

## コメント——金融政策と物価指標

野口 旭

金融政策の第一義的な目標は、いうまでもなく「一般物価の安定」である。しかし、何が達成されれば「物価安定が一般的に実現された」と考えられるのかは、決して自明ではない。というのは、個々の財やサービスの価格は、単に金融政策だけではなく、市場における需要条件や供給条件の変化を反映して、時間を通じて非均齊的に変化するからである。その事実も、「どのような種類の財サービスの価格を安定させれば、物価が一般的に安定化されたと考えることができるのか」という困難な課題を提起することになる。コメの価格が10%上昇し鉄の価格が20%下落する状況と、コメの価格が20%上昇し鉄の価格が10%下落する状況を比較した時に、どちらがより「物価安定」に近いのかは、その二つの価格データのみからは判断できない。それは、何らかの物価指標を用いることによるのみ判断できる。

しかし、金融政策が何らかの意味での一般物価の安定を目標とするものである以上、それが何を意味するのかを明確に定義せず、曖昧なままに放置することは許されない。実際、現代の世界における主要中央銀行の標準的政策枠組みであるインフレ・ターゲティングでは、中央銀行は必ず、自らの金融政策によって達成し維持することにコミットしている政策目標を、「特定の物価指標の上昇率」という形で明示しなければならない。それは、中央銀行が何を達成しようとして政策を遂行しているのかを民間経済主体に広く知らしめることで、民間経済主体の持つインフレ期待を安定化させ、マクロ経済それ自体を安定化させる効果を持つ。

日本では、2013年1月22日の政府と日銀の共

同声明において、「CPI（生鮮食品を除く総合）の前年比上昇率2%を基調的に達成すること」を目標とするインフレ・ターゲティングが導入された。さらには、同年4月の黒田新体制発足を機に、そのコアCPI2%目標を2年程度の期間を念頭に実現するという時間軸が設定された。それ以降の日本経済において、物価、雇用、所得等がおしなべて改善していることは、その枠組みがおおむね有効に機能していることの証左と考えられる。

ところで、作間氏はかつて、金融政策において目標とされるべき物価指標は、多くの主要中央銀行が採用しているようなCPIあるいはコアCPIではなくて、GDPデフレーターであるべきと主張された（作間 [2004]）。作間氏は本論文において、その立論をさらに進めて、営業余剰デフレターの採用を提案されている。この小稿は、それへのコメントである。

結論として言えば、作間氏の提起する営業余剰デフレーターは、マクロ経済状況のある側面を表示する、きわめて意義深い指標と思われる。しかしながら、その真の意義は、金融政策の目標指標としてよりは、金融政策の事後的な評価という場面において発揮されるものと考えられる。

今回の作間氏の論文の焦点は、物価が非均齊的に変動するとき、その平均的な変動の大きさは消費者や生産者という「主体」によって異なる点に着目した上で、金融政策の判断は、消費者主体の物価指標よりはむしろ生産者主体の物価指標に基づいて行われるべきだという問題提起にあると思われる。確かに、これまで多くの中央銀行は、CPI（消費者物価指数）あるいは

アメリカにおけるPCE（個人消費支出デフレーター）のように、もっぱら消費者主体の物価指標を金融政策の目標として用いてきた。作問氏は本論文において、卸売物価指数を用いるべきという主張も歴史的には存在していたことを指摘している。しかし、少なくとも現在の学界においては、そのような主張はほぼ皆無である。作問氏の論文は、そうした観点の存在を再び浮かび上がらせたというだけでも、大きな意義を持つように思われる。

作問氏が営業余剰デフレーターを重視するのは、氏がデフレの問題点を「名目利利率の非負制約の下での実質利利率の高止まりによる過小な民間投資」に求め、営業余剰デフレーターこそがその場合の実質利利率を最も適切に表示する指標と想定されているからである。確かに、クルーグマン（Krugman [1998]）による「流動性の罠」論が指摘したように、名目利利率の非負制約による実質利利率の高止まりが、日本経済が長期デフレ不況に陥り、現在もまだそこから脱却しようともがき続けている最大の原因であったことは明らかである。そして、民間投資縮小の大きな原因が、その実質利利率の高止まりにあったことも明らかである。

マクロ経済学においては伝統的に、金融政策の波及チャンネルとしては、利利率から民間投資への経路が最も重視されてきた。消費者主体の物価指標よりも生産者主体の物価指標の方を重視すべきという作問氏の主張もまた、そのような視点に基づいている。ここで、にもかかわらず中央銀行がこれまで生産者よりも消費者の観点からの物価変動の方を重視してきたのはなぜかという問題を、改めて考えてみよう。それはおそらく、単に生産者よりも消費者の視点の方がより均質かつ包括的だからであろう。作問氏の計測結果が示唆するように、生産者としての主体が直面する価格状況は、個々の生産者の立場によってきわめてばらつきが大きいことが容易に想像される。鉄を生産販売する生産者の直面する価格状況は、当然ながら鉄の市況に大

きく左右されることになる。しかし、金融政策を鉄価格の安定だけのために用いるわけにはいかないのである。

金融政策はそもそも、「投資主体としての生産者」のみに影響を及ぼそうとする政策ではない。実際、中央銀行が実質金利を低下させることは、現在消費を将来消費に対して有利化させることで、消費需要を拡大させる効果を持つ。また、マンデル＝フレミング・モデルが示唆するように、変動相場制の開放経済下では、金融緩和の効果は何よりも為替チャンネルを通じて発揮される。つまり、金融政策は、単に民間投資に対してだけではなく、消費や輸出に対して影響を及ぼすことをも目的としている。したがって、中央銀行が金融政策の遂行に際して、「投資主体としての生産者」のみに焦点を当てるのは、必ずしも適切とはいえない。それは、流動性の罠によって金利チャンネルが無効化している状況では、特にそのようにいえる。

実質利利率を計測する指標として営業余剰デフレーターを位置付ける場合のもう一つの問題点は、それが必ずしも「実質利利率＝名目利利率－期待物価上昇率」というフィッシャー的な意味での実質利利率概念に対応していないというところにある。営業余剰デフレーターによって示されるのは、あくまでも「過去の物価上昇率」であって、期待物価上昇率ではない。合理的期待形成仮説が提起したように、人々の期待物価上昇率は、政策変更の結果を織り込んで変化するため、必ずしも過去の物価上昇率には一致しない。他方で、実質利利率という概念が重要なのは、それが人々の消費、貯蓄、投資に関する通時的意志決定を左右するからである。したがって、その計測に用いられるべき物価上昇率は、過去のデータから導き出されたものではなく、民間経済主体の心の中にある、文字通りの「期待」でなくてはならない。通常の国債と物価連動国債の利回り格差としてのBEI（ブレイク・イーブン・インフレ率）は、そのような意味での期待物価上昇率を客観的に示すもので

ある。そして、物価連動国債の利回りとは、フィッシャー的な意味での実質利子率に対応している。

実際、このBEIは現在、市場関係者の心の中にある期待物価上昇率を示す重要な指標として位置付けられている。日銀はかつてその指標をほとんど無視していたが、現在ではそれを重視している<sup>1)</sup>。そうではあっても、BEIもまた、金融政策を遂行する上での一つの「情報」指標にすぎない。金融政策の目標としての指標は、現状ではやはりコアCPIが最も適切と思われる。

筆者はかつて、「少なくとも金融政策の最終的な目標を長期的なマクロ安定化と考える限り、CPIを目標に金融政策運営を行うことに関して、理論的な問題点は存在しない」と述べた(野口[2004])。その考えは、現在でもまったく変わってはいない。その最大の理由は、CPI、PCE、あるいは営業余剰デフレーターはいずれを用いるにせよ、金融政策の目標は、それらの物価指標の変動率を「ゼロ」にすることにあるわけではまったくないからである。実際、金融政策の目標とされるインフレ率は、先進諸国の場合には2%前後、新興諸国の場合にはそれよりも高く設定されることが多い。つまり、「一般物価の安定」とは、必ずしも変動率がゼロということではなくて、「変動率が一定の水準で安定している」ということなのである。それは、金融政策とは究極的には、物価の安定を通じて、マクロ経済全体の安定、すなわち適正な失業率(自然失業率)や適正な成長率(潜在成長率)を達成および維持しようとするものだからである。

その意味では、金融政策の最終的な目的は、物価というよりもむしろ雇用や所得の安定の方にある。物価安定が重要なのは、長期フィリップス・カーブが示唆するように、物価の変動が

一定の水準で安定すれば、雇用や所得も自ずと安定するからにすぎない。また、ゼロのインフレ率ではなく、少なくとも2%程度のプラスのインフレ率が必要なのも、同じ理由に基づく。というのは、インフレ率がたとえプラスでも、それが過度に低下した場合には、失業率の高止まりや需給ギャップの拡大が生じることが、理論的および実証的に明らかにされているからである<sup>2)</sup>。そのことはおそらく、選択された物価指標の如何にかかわらず成立する。実際、現在のユーロ圏では、「低すぎるインフレ率」が経済低迷の原因として問題視されている。また、低すぎるインフレ率は、名目利子率の非負制約に基づく「流動性の罟」に陥るリスクをより高めてしまうことにもなる。そのことから、現在の学界では、先進諸国においても目標インフレ率をこれまでの2%前後から3%以上へと引き上げるべきだとする主張も拡大しつつある<sup>3)</sup>。

以上の理由から、筆者は、金融政策の目標として営業余剰デフレーターを採用することの意義については、少なくとも現状では否定的である。しかし同時に、その指標がきわめて重要な情報を含んでいることも強調しておきたい。というのは、それは、生産者である企業という主体が、どのような価格状況に直面していたかを事後的に明らかにするものだからである。作間氏は、自らの計測結果を総括し、「製造業は、計測期間においてかなり苦しい価格状況に置かれている」と述べている。それは、その計測期間における金融政策運営が、結果としてきわめて高い実質利子率を生産者である企業とりわけ製造業に強要するものであった事実を明らかにしている。

つまり、作間氏の提起する営業余剰デフレーターは、金融政策運営のあり方を、生産者である企業の立場から事後的に評価する、政策評価

<sup>1)</sup> たとえば、黒田 [2014] では、期待物価上昇率の推移を示す一つの指標として、BEIが参照されている。

<sup>2)</sup> たとえば、Akerlof, Dickens, and Perry [1996] を参

照。

<sup>3)</sup> たとえば、Blanchard, Dell'Ariccia and Mauro [2010] を参照。

のための一つの基準として用いることができる。実際、作間氏の計測結果は、2011年までの日銀のデフレ許容的な金融政策が、産業とりわけ製造業に、事後的な高い実質利子率という形で、きわめて厳しいデフレ圧力を強要するものであったことを示している。

その点で、筆者にとってきわめて不可解なのは、作間氏が、自らの計測結果から導き出されるそのような含意とは無関係に、現在の日銀の金融政策運営について「異常に良好な金融環境を意識的につくりだしている」と断じていることである。2011年までの日銀の金融政策が「異常に苦しい価格状況」を生み出したことが明らかであったとすれば、現在の日銀の金融政策に対する評価は、何よりも、その状況を反転させることができているかどうかにおかれるべきであろう。仮に、それがまだ実現できていないとすれば、現在の日銀の金融政策は、「異常に良好」なものではなく、未だ不十分ということになる。

作間氏はあるいは、現状ではそれがもはや行き過ぎていると想定されているのかもしれない。しかし、そのような判断は、あくまでも営業余剰デフレーター計測によるべきものはずである。それが存在しない限り、異常に良好とも不十分とも判断はできない。つまり、「円安誘導政策としてのそれが政策策定者の期待どおり

には機能しない可能性に関するひとつの傍証を提供できた」と作間氏が確信を持って主張するためには、少なくとも、氏の計測する営業余剰デフレーターが「過度に良好な価格状況」を示唆するほど改善している必要があるように思われる。

#### [参考文献]

- Akerlof, George A., Dickens, William T. and Perry, George L. [1996] “The Macroeconomics of Low Inflation,” *Brookings Papers on Economic Activity*, No.1.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia and Paolo Mauro [2010] “Rethinking Macroeconomic Policy,” *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03.
- Krugman, Paul R. [1998] “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, No.2.
- 黒田東彦 [2014] 「デフレ脱却に向けて」コロンビア大学ビジネススクール日本経済経営研究所東京コンファレンスにおける日本銀行総裁講演，2014年5月15日。
- 作間逸雄 [2004] 「統計指標の問題として」(研究会「いわゆるインフレ・ターゲットをめぐって」報告1) 『専修経済学論集』第39巻第1号。
- 野口旭 [2004] 「金融政策の目標と目的」(研究会「いわゆるインフレ・ターゲットをめぐって」報告2) 『専修経済学論集』第39巻第1号。