

## 最適金融政策手法としてのインフレ・ターゲティングについて

量的緩和・ゼロ金利の両政策の解除実施により、金融政策の正常化が実現した現状において、再び、インフレ・ターゲティング政策への注目が高まっている。本稿では、インフレ・ターゲティングについて、金融政策理論の観点からその考え方を整理してみる。

### 1. 定義

インフレ・ターゲティングの日銀による定義は以下のとおりである<sup>1</sup>。

- (1) 中央銀行の目的である「物価の安定」を、具体的な物価上昇率（消費者物価指数等）の「数値」で示す。
- (2) 中央銀行は、先行きの物価上昇率の「見通し」を公表し、それと上記目的がずれそうな場合に政策対応を行う。
- (3) 目標の達成が難しい場合には、それを説明するための仕組みを整備する（政府向けのレターなど）。すなわち、インフレ・ターゲティングは「物価安定を目的としたインフレ目標へのコミットメント」とみなすことができる。

### 2. 歴史依存のコミットメントの必要性

1節の定義において、「物価安定」については金融政策の最大目的であり異論はないが、「インフレ目標へのコミットメント」については、金融政策枠組み全体の中での位置付けは自明ではない。従って、まず、最適金融政策の考え方にに基づき、金融政策におけるコミットメントの必要性を検討する。

金融政策に関しては、通常、以下の状況が想定さ

れる。

- ・金融政策は、実施から効果実現までに時間的ラグが存在し、ある時点の政策は将来の各時点に影響を及ぼす。
- ・経済主体はフォワード・ルッキングであり、中央銀行の取る政策に反応して期待を形成する。
- ・中央銀行がコントロール可能な変数は「短期金利」（例えば、コールレート翌日物）だけであり、設備投資等の実経済に直接影響を及ぼす「長期金利」は、短期金利と経済主体の期待とを通じて決定される。

よって、最適な金融政策の実施とは、実施時点から将来の各時点までの時間径路上の政策（＝金利）の束の中から、最適な「金利パス」を選択することに等しい。

しかしながら以下の問題が生じる。第一に、各時点で完全なフリーハンドで（すなわち「裁量的に」）、政策を決定できる場合、中央銀行にとっては、過去に実施された政策とは独立に、その時点から将来に渡る政策だけを決定することが合理的である。すなわち、一般には、時間全体を視野に入れた最適な金融政策と、各時点における最適な金融政策とは一致しない（「時間的不整合性」<sup>2</sup>）。第二に、経済主体の期待は、政策により変化し実経済に影響を与えるため、中央銀行は経済主体による期待形成をコントロールする必要がある。

これら二つの問題を解決するためには以下の条件が必要である。すなわち、第一に、ある時点における中央銀行が選択可能な政策の範囲が制限される必要がある。これによって、逆説的ではあるが、経済

<sup>1</sup> 日本銀行ホームページ「教えて！にちぎん（Q&A）日本銀行や金融、経済に関するよくあるご質問」

<sup>2</sup> この問題の解決方法としてダイナミック・プログラミングが提唱されてきたが、ここで想定しているような、経済主体による期待形成が行われる状況では適応できない。

主体が予測する、時間全体を視野に入れた場合の中央銀行が選択可能な「金利パス」の集合は拡大される。第二に、各時点の政策実施において、過去の時点において実施された政策の結果をも考慮させる必要がある。これら二条件を満たすために、「歴史依存的」コミットメント<sup>3</sup>を行うことが考えられる。インフレ・ターゲティングはこのようなコミットメントの一手法であると解釈することができる。

### 3. インフレ・ターゲティング事例

コミットメントとしてのインフレ・ターゲティングの代表事例として、目的を異にする以下の三例を挙げることができる。

#### 3-1. インフレ・バイアスへの対応

伝統的には、インフレ・ターゲティングはインフレ・バイアスへの対応策の一つとして議論されてきた<sup>4,5</sup>。インフレ・バイアスとは、中央銀行が時間的非整合性に直面している状況において、経済主体の合理的な行動の結果、社会的に望ましい水準を上回るインフレ率が生じることである。今、物価と経済成長率との間にトレードオフが存在する状況<sup>6</sup>において、物価、経済成長率、経済主体の期待インフレ率についてある均衡が成立しているとする。裁量的行動が可能な中央銀行は、社会的厚生を改善するため、金融政策によって若干のインフレを生じさせ経済成長率を上昇させる誘因を持つ。しかし、経済主体は中央銀行の行動を適切に読み込むため、結果

的にインフレ・バイアスが生じてしまう。このような事態を回避する方法の一つとして、中央銀行が事前にあるインフレ目標値を宣言し、それにコミットすることが考えられる。

#### 3-2. 金融政策の慣性効果

一時的な経済ショック（例えば、戦争による原油価格高騰）による物価上昇等への対応として金融政策を実施する場合、その時点だけで解決を図ろうとすると急激な金融引締め等のために実経済の安定化を損なう可能性が高い。近年、このような状況において、将来時点に渡る長期的な対応にコミットすることを通じて金融政策は「慣性的」になり、経済はより安定的になる効果が指摘されている<sup>7</sup>。さらに、Giannoni and Woodford (2003) は、一種のインフレ・ターゲティングが最適金融政策になり得ることを導いている。

#### 3-3. 時間軸効果

周知のように、日銀による量的緩和政策は、市場金利がゼロ水準に制約された状況下で、「将来の金融緩和へのコミットメント」である時間軸効果を目的としていたと解釈できるが、少なくとも理論的には、量的緩和を通じてこのようなコミットメントが実現可能であるかは明らかになっていない。Eggertsson and Woodford (2003) は、このような状況下で、歴史依存的なインフレ・ターゲティングを実施することが、最適金融政策であることを理

<sup>3</sup> 本稿の問題意識はコミットメントの重要性の考察にあり、コミットメントを如何に遵守させるかについては考察の範囲外である。

<sup>4</sup> 例えば、Barro and Gordon (1983)。

<sup>5</sup> インフレ・バイアスへの対応方法として、他にも、「評判」の利用、中央銀行の目的関数の修正、契約によるコントロール等が研究されている。

<sup>6</sup> すわわち、ケインズ経済学的状況。

<sup>7</sup> 代表的文献は Woodford (2003)。

<sup>8</sup> 彼らが示した「物価水準ターゲティング」は、歴史依存性を内包する、拡張されたインフレ・ターゲティングと解釈することができる。

---

論的に示している<sup>8</sup>。

#### 4. 結論

金融政策の効果実現までに時間的ラグが存在し、かつ、経済主体による期待形成が行われる状況下で

は、最適な金融政策として歴史依存的なコミットメントが必要になる。インフレ・ターゲティングはこのようなコミットメントの一手法であり、インフレ・バイアスへの対処、金融政策の慣性効果、時間軸効果等を実現する可能性がある。

#### 参考文献

- Barro, Robert and David Gordon (1983), "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics* 12, 101-121.
- Eggertsson, Gauti and Michael Woodford (2003), "The Zero Interest-Rate Bound and Optimal Monetary Policy," *Brookings Papers on Economic Activity* 2003:1, 139-233.
- Giannoni, Mark and Michael Woodford (2003), "Optimal Inflation Targeting Rules," in B. Bernanke and M. Woodford, eds., *Inflation Targeting*: University of Chicago Press.
- Woodford, Michael (1999), "Optimal Monetary Inertia," NBER working paper no. 7261.

(日本経済研究所調査局 調査第4部長 小田圭一郎)