

意味を失いつつあるインフレーション・ターゲティング

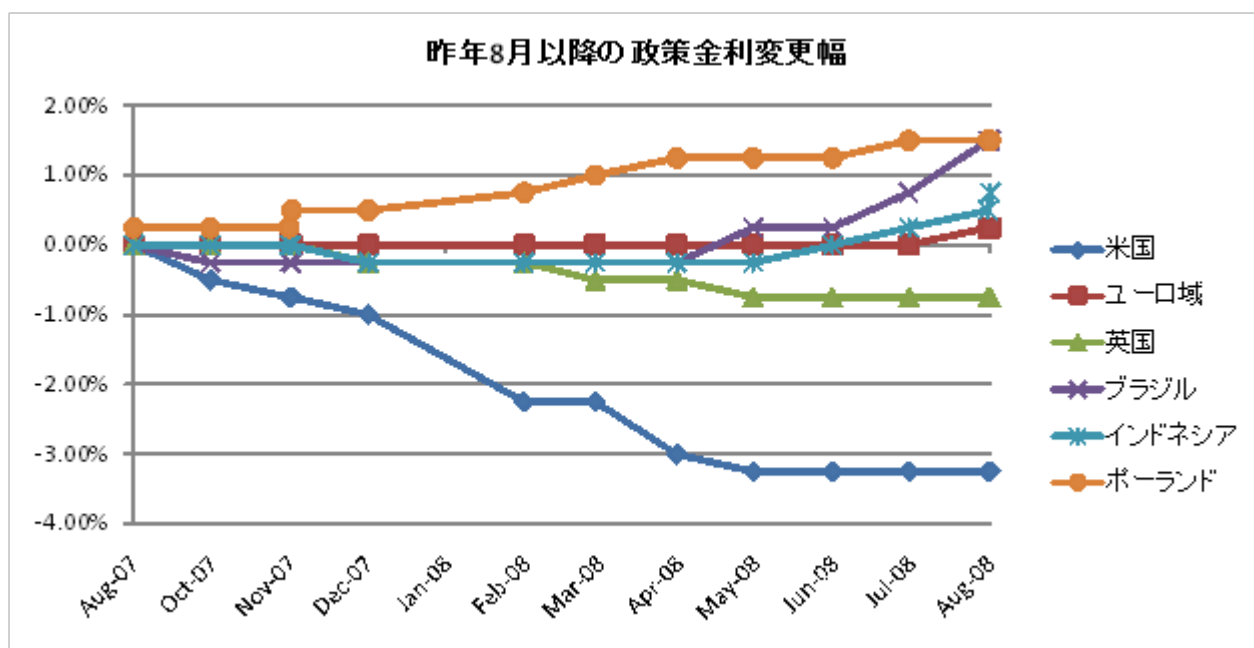
経済調査部 部長(金融市場担当) 福永 一樹

各国の中央銀行は、景気鈍化とインフレとの板挟みの中で極めて難しい金融政策運営を強いられている。1980年代以降、各国の中央銀行はインフレの鎮静化に成功し物価の安定を目的とする金融政策運営を続けてきたが、資源・食料価格の高騰が物価全般に波及する懸念が高まり、金融政策運営の枠組みそのものが新たな試練にさらされている。

世界的な景気減速下でのインフレ高進

米国の住宅市況の悪化に端を発した今回の景気のスローダウンだが、第二四半期のユーロ域経済がユーロ導入後初めてマイナス成長(前期比マイナス0.2%)に転じ、また輸出の減速が中国やアジアの途上国経済に与える影響が顕在化し始めるなど、各国固有の事情を伴いながらも、ここに来て世界全体を巻き込もうとしている。

一方で物価の情勢については、7月の米国CPIが1991年以来の高さである5.6%、ユーロ域でも4.1%となるなど、足もとの物価はじりじりと上昇を続けている。原油価格は直近のピークから既に大きく下落するなど、世界経済の減速が資源価格上昇を鎮静化する兆しも出てきた。しかしながら、途上国経済の底上げによる資源や食料需要の構造的な変化は一過性のものではなく、また先進国でも賃金の上昇を伴った物価水準全般の引き上げが懸念されるなど、中央銀行にとっては景気への配慮と物価の安定を両睨みせざるを得ない展開が続いている。



こうした情勢下、各国の中央銀行はそれぞれの個別の優先課題に対処すべく、金融政策を運営してきている。米国が景気の下振れリスクや金融市場におけるストレス緩和に対応するための利下げを先行させたのに対し、食料品やエネルギー価格の上昇が物価水準全体に与える影響が大きい途上国では利上げを先行させている国もある。一方で、コア国が牽引役となって比較的堅調な経済を維持していたユーロ圏では、足元のインフレ率が明らかに自ら定義した物価の安定水域を大きく上回っている状況下、サブプライム問題が顕現化して以降先進国としては初めて、7月3日の理事会において0.25%の利上げに踏み切っている。

揺さぶられるインフレ・ターゲットの枠組み

現在の物価上昇と景気鈍化が同時進行している状況は、具体的な物価上昇率を目標として掲げながら（インフレーション・ターゲティング）金融政策を運営している中央銀行にとってはさらに難しいものになっている。

1970年代の2度にわたる石油ショックを契機に、世界の主要経済は2桁のインフレに見舞われた。これに対し米国では、ボルカーFRB議長のもとで1979年に「新金融調節」による荒療治を断行、80年代を通じてインフレの鎮静化に成功した。以来、中央銀行による金融政策の主たる目的は物価の安定を実現することという考え方が浸透した。1990年代に入ると中期の目標インフレ率を公表し、その達成に向けて金融政策運営を実施し、達成状況について説明責任を負うというインフレーション・ターゲティングの枠組みを採用する中央銀行が増えた。もともとこれは物価上昇率が高い国において、物価安定に向けた中央銀行のコミットメントを示すものとして導入されたケースが多いが、量的緩和下の本邦においてはデフレ克服に向けた政策選択肢の一つとして議論されたことは記憶に新しい。

物価上昇率目標を明示することは、その後に実施された政策手段と事後的な結果を合わせて評価することが可能な、国民にとって分かりやすく透明性の高い金融政策の枠組みといえる。インフレが鎮静化した90年代以降は、こうした金融政策の枠組み自体がインフレ期待を一定の水準につなぎとめ、中期的な物価の安定に寄与したと考えられる。一方で、物価水準目標はそもそも中期的に達成するものとはいえ、足もとのインフレがこれらから乖離する状態が継続すると、中央銀行の目標達成能力あるいは達成意思が疑われることになる。現在、世界の多くの国において、足もとのインフレが中央銀行の意図した物価水準を超えた状況が顕在化し始めている。

〈主なインフレーション・ターゲティング採用国の物価動向と金融政策〉

	目標上昇率	実際の上昇率	最近の金融政策変更
英国	2.0%	4.4%(7月)	07/12から3回の利下げ(計0.75%)、5月以降据え置き
ポーランド	2.5±1.0%	4.6%(6月)	07/04以降08/06まで8度の利上げ(計2.0%)
チェコ	3.0±1.0%	6.7%(6月)	08/02に0.25%の利上げ、08/08に0.25%の利下げ
カナダ	2.0%(1%幅)	3.1%(6月)	07/12以降4回の利下げ(計1.5%)、08/06以降据え置き
ブラジル	4.5%(2%幅)	6.1%(6月)	08/04以降3回の利上げ(計1.75%)
韓国	3.0%(0.5%幅)	5.5%(6月)	08/08に0.25%の利上げ
インドネシア	6.5-7.5%(09)	11.9%(7月)	08/05以降08/08まで4回の利上げ(計1%)
ユーロ域	2.0%*	4.1%(7月)	08/07に0.25%の利上げ

*ユーロ域の場合は「2%未満かつ2%近傍」という物価安定の数値基準

中央銀行が直面する試練の時代

途上国からの需要が資源・食料価格を更に引き上げる、あるいは国内景気が予想外に底堅く推移するなどのために、インフレ率が目標を上回る状態が恒常化した場合、中央銀行の予想能力と無作為が非難されるのみならず、物価目標の存在意義自体が薄れることになる。

そもそもこれらは中長期的なインフレ期待を一定の水準に落ち着かせるアンカーとしての役割を担ってきた。実際のインフレがそれを上回った状態が長続きし、あるべき物価水準として認知されなくなればインフレ期待が上方にシフトし、賃金上昇を含めたインフレの第二局面を招くことになる。更に、目標が実現不可能として廃止する、あるいは見直すことに追い込まれれば、インフレーション・ターゲティングといった「金融政策の枠組み」に対する国民の信認が失われることになり、中央銀行にとっては大きな損失だ。それが世界中で起これば、80年代以降のインフレ鎮静化に対するパラダイムシフトにもつながりかねない。

今回の物価上昇の主因である資源・食料価格の上昇を、金融政策によってコントロールすることは難しい。高い物価水準が継続した場合、目標とする物価水準を明示的に掲げている金融政策の枠組みにおいては、インフレ期待を抑えつつ中央銀行の説明責任を果たすことが困難になる。景気の鈍化が資源・食料の価格上昇をやがて沈静化すると期待を維持できるのか、あるいは現状の政策枠組みの信認問題に発展するのかの岐路に差し掛かってきている。各国の中央銀行にとっては、” Wait and see ……and hope ” といった心境ではなかろうか。

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2008 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>