

非伝統的金融政策の限界とインフレーション・ターゲティングの瓦解

東京大学 岩本 康志

金融政策として最も効果のあるのは金利政策である。それに効果があるが故に、伝統的に用いられてきた。したがって、非伝統的な金融政策はほぼ定義により、効果が弱い。

リスク資産が市場で正当に評価されている場合、中央銀行が正当な価値で購入することに実効的な意味はない。リスク資産の購入に実効性があるのは2つの場合である。第1は、金融危機によって、市場がリスク資産を正当に評価できない場合。市場のリスク評価を是正する意味で政策介入として意義がある。また、中央銀行が正当な評価で購入し、市場のリスク評価能力も回復するのであれば、中央銀行のバランスシートの毀損を心配する必要はない。第2は、中央銀行が正当な価値以上で購入することであり、これはバランスシートの毀損を招くことにつながり、民間部門に価値を移転しているという意味で財政政策として機能している。

中央銀行が政府と独立に財政政策を実行することは統治機構上の問題をはらんでいる。政府による事後の損失補填あるいは事前の保証がされれば、リスクは政府に移転されて、政府が財政政策をおこなう正常な形態に戻る。財政政策としての規模は資産購入額ではなく、購入額の正当な価値からの乖離分になる。このため、普通の財政出動に比べて財政政策としての規模が小さく、したがって効果も小さいだろう。金融市場に介入して財政政策の効果を出すことでデフレ脱却を目指すのは、的外れな政策であると考えられる。

非伝統的な金融政策を動員しても2%の物価上昇率を早期に達成することはできない。このような状況で物価目標を課すことは、できない目標を掲げて案の定できないことになり、インフレーション・ターゲティングを根本から破壊することにつながる。インフレーション・ターゲティングのねらいは、金融政策から無用の裁量性を取り除き、透明性を高めることにある。1月に「物価安定の目標」が導入された際の日本銀行の認識では、この目標は「今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、(中略)高まっていく」とされている。物価目標は経済成長とは独立に設定できるものであり、それが経済成長率と連動すると日本銀行が認識したのは異例の事態である。また、実質的なゼロ金利の解除条件が「消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで」から「必要と判断される時点まで」と曖昧にされ、時間軸政策が不明確化された。1月の金融政策の変更は、インフレーション・ターゲティングへのサボタージュにも相当する。