

低インフレ、デフレ、そして 将来の物価安定に向けた金融政策

ジョン・B・テイラー

1. はじめに

デフレ・ショックとそれに対する金融政策の対応、という今回のコンファランスのテーマは時宜を得た、優れたものである。現在、このテーマに沿って多くの研究が行われつつあるが、このコンファランスは、デフレーションとゼロ金利という現実直面している政策担当者が、その豊富な実務的な経験と市場情報を提供できる時期に開かれるという点で特筆すべきものである。私は、このようなコンファランスを開催してくれた金融研究所に感謝したい。同時に、これからコンファランスで発表される論文やそれらに対する討論、そしてコンファランスの最後に予定されているパネル・ディスカッションでこの問題を再び議論することを大いに楽しみにしている。

このキーノート・スピーチでは、はじめに、マイナスに近いインフレーション、すなわちデフレを含むさまざまな物価環境が、マクロ経済の安定にとってどのような意義を持つのかという論点に焦点をあてたい。そのために、米国と日本の経験を振り返った後、デフレ・ショックとマクロ経済の不安定性を引き起こす可能性のある原因について考察していきたい。そして最後に、いくつかの普遍的な政策インプリケーションを導き出していこうと思う。日本における近年のインフレとデフレの状況を検討するにあたって、私は金融研究所のスタッフによってこのコンファランスに向けて準備された論文の中で示されている分析結果をいくつか利用していくつもりである¹。

日本における金融政策を巡る最近の議論の大部分は、1999年2月に開始されたゼロ金利政策に関するものであるが、私はもう少し長期的な視野から話を進めたい。私の見解では、最近のゼロ金利政策は、それ自身重要であり今後の金融政策運営にとって重要な先例をなすべきものであるが、それは1995年に実施された50ベース・ポイント付近に金利を誘導するニア・ゼロ金利政策の延長と考えるべきであろう。

.....
本稿は、2000年7月3、4日に開催された第9回国際コンファランス「低インフレ下での金融政策の役割：デフレ・ショックと政策対応」において行われた基調講演原稿を基に、日本銀行金融研究所が著者の同意を得て翻訳したものである（文責：日本銀行金融研究所）。

John B. Taylor スタンフォード大学教授、日本銀行金融研究所海外顧問

¹ 翁・白川・白塚 [2000]、白塚・田口・森 [2000] を参照のこと。

2. 視点・第3回国際コンファランス

今回のコンファランスでの問題を考える視点として、13年前の1987年6月に開催された日本銀行の第3回国際コンファランスの議論を振り返ってみることが有益である。それは、私が日本銀行主催の国際コンファランスに参加した初めての機会であるとともに、今回を含む一連のコンファランスと同様、トピック、論文執筆者、討論者の選定に多大な時間と努力が費やされた極めてうまく準備されたものであった。その1987年のコンファランスのテーマは以下の2つであった。1つは、1973年から1980年代はじめにかけてのマクロ経済に関する不安定性の原因であり、もう1つは、将来における不安定性を減少させるための最適な金融政策レジームの選択である。

そのコンファランスでの私の役割は、提出論文とそれに対する議論から導き出される学術的・政策的なインプリケーションを総括することであった。私は、コンファランスの議論を総括する役割の特権を利用して自分自身の見解を潜り込ませるとともに²、コンファランスで広く賛同が得られた2つの重要なポイントを報告できたと確信している。第1は、1973年から1980年代初頭にかけての期間、総産出量と物価安定でみた日本経済の循環的なパフォーマンスは、とりわけ同時期の米国との比較において際立って良好であった、ということである（このスピーチの中で、後程、この点については詳しく述べることにしたい）。

第2は、日本と米国、そして他の諸国における経済パフォーマンスの差は、金融政策の違いで説明できるという論点で、これはアンドリュー・クロケット、スタンレー・フィッシャー、アラン・メルツァー、ジェームス・トービン、テッド・トルーマンを含む多くのコンファランス参加者から賛同が得られた。特に、「米国における金融政策の大きな失敗は1970年代終盤の過度な拡張政策である」一方、インフレ率を低位安定させることによって、「日本は1970年代終盤の（米国における）過度な拡張政策によりもたらされた大規模な景気変動（boom-bust cycle）を回避できたことには十分なコンセンサスが得られた」（Taylor [1988] p. 32）。そしてこの低水準かつ安定的なインフレは、日本において1970年代はじめから始まったマネーサプライ増加率（M2+CD）の緩やかな低下と安定化によってもたらされた、と主張された。コンファランス時に鈴木 [1988, p. 82]によって提示されたM2+CD増加率のグラフには、名目GDP成長率とインフレ率がいかにマネーサプライ増加率の低下とともに低下していったかが顕著に示されていた。

2 以下の見解は依然として、とても重要である。「私にとって理想的な政策ルールというのは、インフレが加速するようなケースでは、中央銀行はインフレが収束するまで、経済を平均的な水準以下に減速させるべきである、というものである。こうしたルールを運営していくにあたって困難なことは、主として、何が平均的で自然な水準の産出量なのかを決定することである。」（テイラー [1988] p. 33）これは依然として金融政策にとって困難なことであるが、政策ルールにのみ当てはまることではない。

これらの2つのコンセンサスから得られる政策的インプリケーションは明らかである。1970年代の日本のように、インフレ率を低水準で安定させるような金融政策によって、不況期の頻度、深さ、そして厳しさを軽減させ、経済パフォーマンスを向上させることができる。実際、米国は、1980年代初頭のディスインフレの到来とともに、こうした金融政策に取り組み始めた。そして、1987年に連邦準備制度（FRB: Federal Reserve Board）で新たな議長が任命されると、米国はそうした金融政策に対するコミットメントの重要性を再確認した。当時の希望は、この新しい政策が1970年代に米国で観察された循環的な不安定性を軽減させてくれるであろうというものであった。もし、われわれのコンセンサスが正しいとしたら、米国における循環的な安定性も日本でみられたのと比肩し得るほどのものにできたのかもしれない。

こうした歴史的な視点をもって、つぎに実際に起こったことをみていこう。

3. 同時並行的なディスインフレーション

図1は1970年代から現在に至るまでの日本と米国におけるインフレ率を示したものである。図1の棒グラフは日本でのインフレ率であり、右下の部分では最近のデフレの状況が示されている。折れ線グラフは同じ時期の米国におけるインフレ率を示している。両国とも、インフレ率の指標として、GDPデフレータ変化率の4四半期移動平均がとられている。

図1からは、以下のような点が明らかである。第1に、日本におけるインフレ率は1970年代終盤から着実に低下しており、近年のデフレーション（マイナスのインフレ）は、このトレンドの延長線上にあるように見える。平均インフレ率は、1978～86年の3.0%から1987～94年には1.2%に、さらには1995～2000年では0.5%へと低下している。通期でみると、日本はトータルで3.5%のディスインフレを経験したことになる。同じ期間、米国では4.1%とほぼ同程度のディスインフレを経験している。米国の平均インフレ率は、1978～86年の5.8%から、1987～1994年には3.0%に、そして1995～2000年では1.7%へと低下している。

第2に、全期間を通じて、日本のインフレ率は米国よりも低水準で推移しており、日米のインフレ率の格差は2%ポイント程度できわめて安定している。表1をみると、1978年1月から2000年1月の期間における日米のインフレ格差の平均値は1.9%であり、期間を変えてみても、大きな変化はみられない。こうした20年間にわたってインフレ率格差がほぼ一定というデータ上の規則的な動きには、何か理由があるのだろうか。それとも、これは、FRBと日本銀行がそれぞれ異なるインフレ水準を達成しようとしたことを反映した、単なる偶然の産物に過ぎないのであろうか。

信認が得られている固定為替相場制のもとでは、インフレ率格差はゼロ、すなわち両国間でほぼ等しくなることが予想される。2%のインフレ率格差があるということは、あたかも人々が、年率2%の円高を予想し、この円高予想と米国における

図1 日本と米国のインフレ率（1978年第1四半期 - 1999年第4四半期）

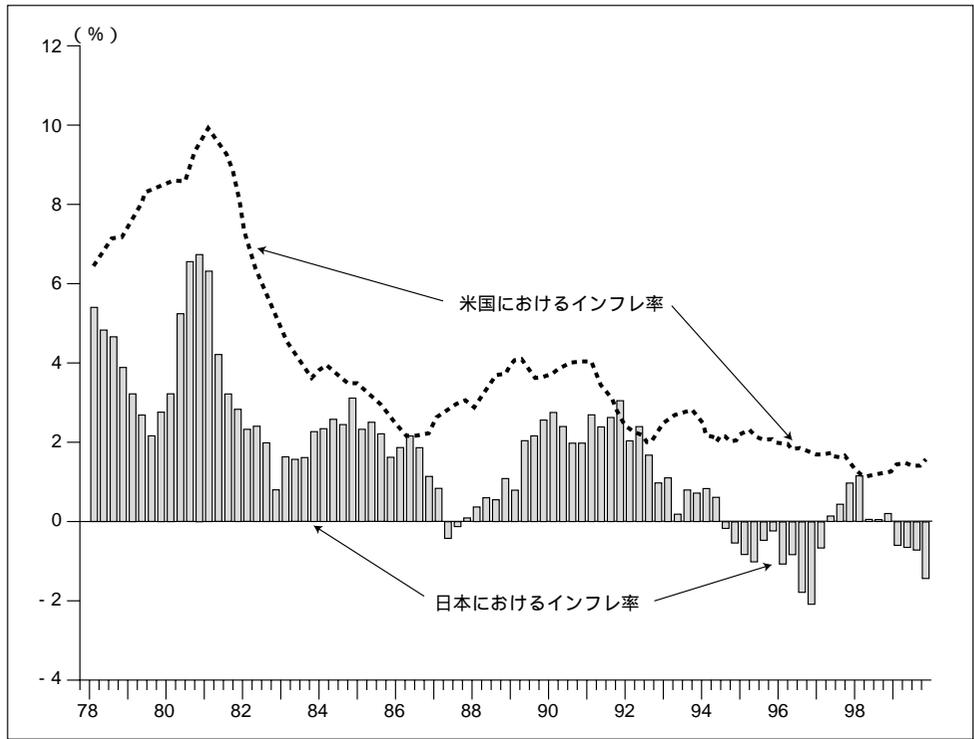


表1 インフレ率：1978年 - 2000年の平均値、格差、ボラティリティ
（4四半期の移動平均によるGDPデフレータのパーセント変化）

GDPデフレータの4四半期変化利率（%）

	日本の平均値	米国の平均値	日米インフレ率差	日本の標準偏差	米国の標準偏差
1978年1月～1986年4月	3.0	5.8	2.8	1.5	2.6
1987年1月～1994年4月	1.3	3.0	1.7	1.1	1.9
1987年1月～2000年1月	0.6	2.5	1.9	1.3	0.9
1995年1月～2000年1月	-0.5	1.7	2.2	0.9	0.3
1978年1月～2000年1月	1.6	3.8	2.2	1.9	2.4

インフレ率の予想値を基に日本のインフレ率を予想し、そしてそれが実際のインフレ率に影響を与えているかのようである³。McKinnon and Ohno [2000]では、日本における近年のデフレ現象の根底にある重要な要因は、米国の低インフレと相俟った（貿易政策に関連した政治経済学的な観点から説明される）円高期待である、とする仮説を示している。この仮説に必要な要件は、日本の金融政策が円高期待をアコモデートするように行われているということである。日本銀行の政策委員会が公表した議事録からは、このような政策運営が行われていたとは確認できないし、観察上これと同値の仮説は、日本銀行はこの期間、FRBよりもたまたま2%ポイント低いインフレ率を達成することを求めた物価安定目標を有しているということである。この場合、円高期待は両国のインフレ率の差から生じることになる。

4. マクロ経済的な安定性：インフレ環境の影響

われわれは、図1で示されているデータから、異なるインフレ環境下における金融政策とその役割について何を学ぶことができるであろうか。この問いに答えるために、図1に示されているように、1970年代から1990年代に至る期間の日本と米国におけるディスインフレの経験は、次の3つに分類できることに注目してほしい。

(H) 高インフレ：1970年代終盤と1980年代初期の米国

(L) 低インフレ：1970年代終盤と1980年代の日本および1980年代終盤と1990年代の米国

(N) マイナスに近いインフレあるいはディスインフレ：1990年代の日本

表1には、より詳細なそれぞれの期間における平均インフレ率が記載されている。もちろん、3つのカテゴリー（H、L、N）は、とてもラフに分類されたものであり、インフレ率が高いというのは本当にそれほど高いのか、あるいは低いというのは本当にそれほど低いのか、という点については議論の余地もあろう。また、インフレ率の測定には誤差とバイアスがつきものであり、上方バイアスを有している可

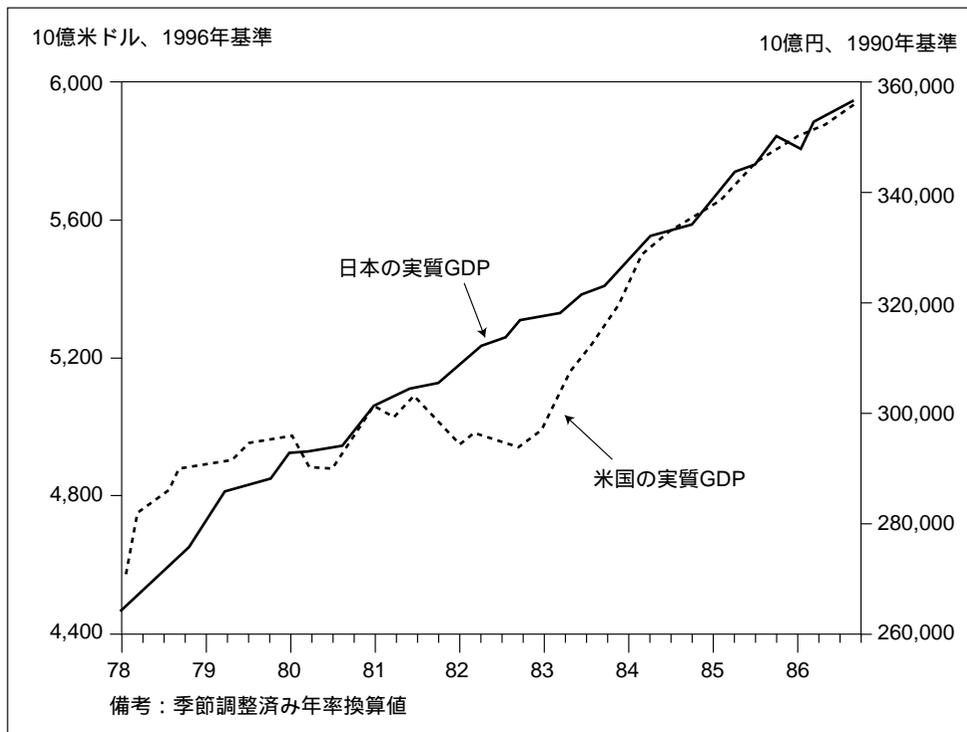
3 米国におけるインフレ率が日本のインフレ率に影響を与え得るかを検討するために、1978年から1999年の期間でグレンジャー因果性テストを試みた。米国におけるインフレ率が、グレンジャーの意味で日本のインフレ率の変化を引き起こしていないという仮説は、0.006の有意水準で棄却された。一方、日本のインフレ率がグレンジャーの意味で米国のインフレ率の変化を引き起こしていないという仮説は、棄却されなかった（有意水準は0.335）。もちろん、グレンジャーの因果性は、異時点間における相関関係を体現しているに過ぎず、本来の意味における因果性とはいえない。さらに、私は日本のインフレ率を従属変数とし、日本のGDPギャップと米国のインフレ率を説明変数とした簡単な物価調整方程式の推計を試み、GDPギャップと米国のインフレ率はともに統計的有意性の高い係数を得た（GDPギャップ：0.085 < t 値 = 3.09 >、米国のインフレ率：0.54 < t 値 = 10.3 >）。

能性が高く（もっとも、CPIよりもこれらのGDPデフレーターの方がバイアスは小さいが）、1987年から2000年までの期間の日本における0.6%の平均インフレ率は、デフレとみることもできよう。

こうした異なった経験の中で、マクロ経済のパフォーマンスはどのように変化したのであろうか。図2と図3は、マクロ経済の安定に関する相異なる経験をグラフにより比較したものである。はじめに図2について考えてみよう。これは、1978年から1986年にかけての日米経済の循環的なパフォーマンスについて、両国の実質GDPをそれぞれの軸を使ってプロットし、比較したものである。この期間の大半で米国は（平均して）高いインフレ率を、そして日本は（平均して）低いインフレ率を経験した。ここで注目すべき点は、この期間における日本の実質GDPのボラティリティが米国に比べていかに小さかったか、ということである。日本の実質GDPは、米国の実質GDPが大きく振れているのと比べて、トレンド線のようにスムーズにみえる。米国の1980年と1981～82年のような連続した不況期は日本ではみられない。

図2は、私が1987年の日本銀行の第3回国際コンファランスにおける議事総括の際に用いた図を現時点で利用可能なデータを使ってアップデートしたものである（Taylor [1988]）。この期間の日本の金融政策がいかに成功したかを示すため、その後も、ロバート・ホールと共著のマクロ経済学の中級教科書（Hall and Taylor

図2 日本と米国の実質GDP
（季節調整済み年率：1973年第1四半期 - 1986年第4四半期）

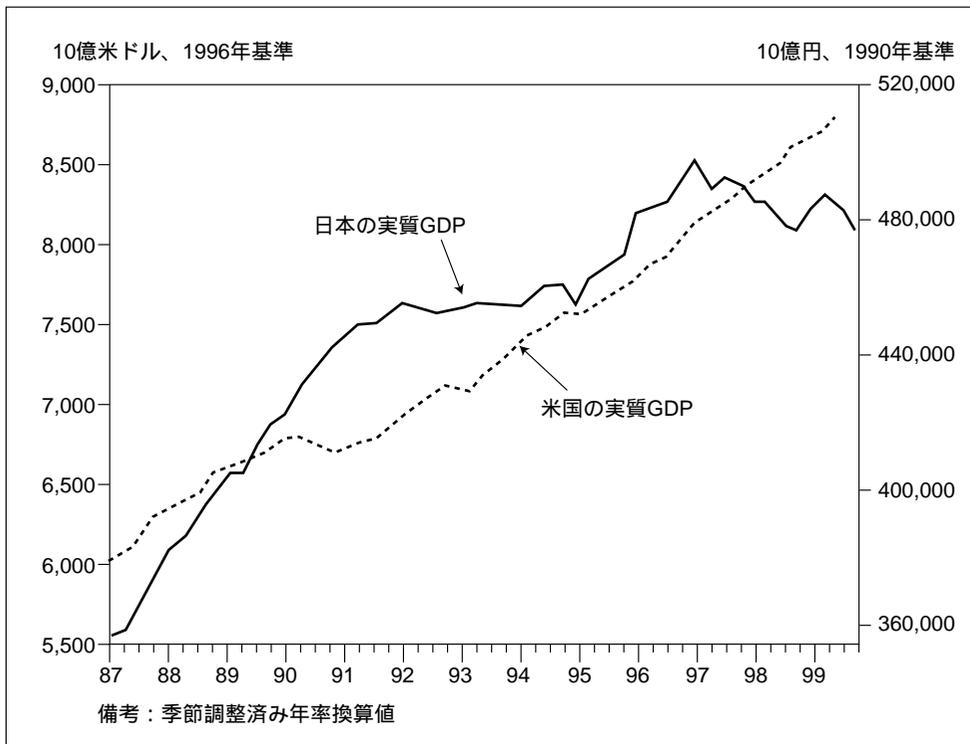


[1988] p. 470)をはじめとして、さまざまところでこの図を使っている。日米両国の比較は、1970年代後半の日本のインフレ率が低く、米国のインフレ率が高いことから、インフレ率を低水準かつ安定的に保つ金融政策が、インフレ率を高い状態とする金融政策よりも、明らかに好ましいことを示していると思われる。石油ショックや他のショックに直面したこの期間において、他の諸国が著しく大きな経済変動を経験したにもかかわらず、日本の政策当局者は、経済を持続的な成長パスに沿って運営することに成功したのである。(インフレ的な経済環境がいかに石油ショックの波及に影響を及ぼしたかとの点についての日米比較研究として、1991年版の *Economic Report of the President*, p. 96 ~ 97を参照のこと)。

図3は図2を別の方法でアップデートしたものである。これは、1986年以降の期間について両国における実質GDPの変動を示したものであるが、先ほどの図とは顕著な違いがあることに気がつくであろう。今度は、米国の実質GDPが滑らかなトレンド線のような動きをしている一方、日本の実質GDPは大きな変動を示している。日本経済が経験したような1990年代半ばの長期にわたる景気減速と、引き続いて生じた1990年代終盤の低迷局面は、米国にはみられない。米国における1990~91年の景気後退は日本の変動に比べればはるかに小さくみえる。

図3 日本と米国の実質GDP

(季節調整済み年率：1987年第1四半期 - 1994年第4四半期)



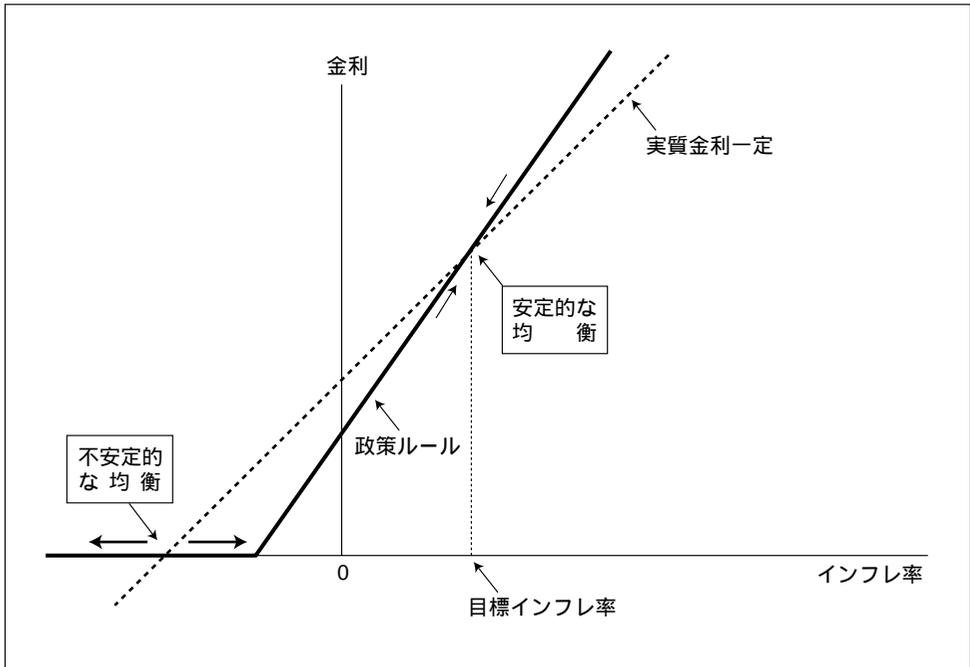
日米両国の経済パフォーマンスにみられるこの逆転現象は、マクロ経済パフォーマンスの良好さ、マクロ経済パフォーマンスの悪さは、必ずしも永続的なものではないことを、改めて示している。今から13年後（日本銀行の第15回国際コンファレンスのときに）、誰かが、この図を再びアップデートしてみると、また別の逆転現象を見つけるかもしれないし、あるいは、より望ましくは、日米両国とも稀に短い景気後退期があるだけのほとんどトレンド線のような実質GDPのプロットを描いているかもしれない。

図3の産出量の安定性を巡る比較は、図2の比較と同一のものではない。すなわち、図3は図2のようなLレジームとHレジームの比較ではなく、NレジームとLレジームとの比較である。2つの図の情報を総合してみると、日米双方の低インフレ・レジームは良好なマクロ経済パフォーマンスと結びついており、高インフレとマイナスに近いインフレのレジームは芳しくないマクロ経済パフォーマンスと結びついていることに留意しなければならない。もちろん、インフレ率が高くなると経済の安定性が低下することに十分な理論的根拠があるのと同様、インフレ率がマイナスに近くなると、なぜ経済の安定が損なわれ得るのか、という点にも十分な理論的説明が存在する。名目金利がゼロに近づくと、金融政策の1つのチャンネルである金利が機能不全に陥ってしまう。したがって、景気低迷との戦いは難しいかもしれないし、経済の不安定性も高まり得る。また、インフレ率がマイナスになると、インフレ率低下が実質金利を押し上げ、さらにそれによってインフレ率がさらに低下させられるとのスパイラル的な景気後退も生じ得る。

金利に関する政策ルールのガイドラインがゼロ未満の金利水準を求めていたという意味で、日本経済にとって、名目金利がゼロという下限を超えて低下することはできないという制約は、1995年以降、実質的にはバインディングなものとなっていた。もちろん、文字どおりゼロ金利という意味で、この制約が効いたのは1999年2月からである。しかし、エコノミストの間では、短期金利がゼロにまで低下したとき、金融政策は総需要の浮揚効果を失うのか、との点については、意見の一致はみられていない。図3は、1995年に金利がゼロ下限に近づく以前の時点で、すでに不安定性が増加していたことを示している。

指数関数的な不安定性を有した下方スパイラルが実際に生じたという証拠はあるのだろうか。短期金利がインフレ率に反応して変更される典型的な政策反応を描いている図4によると、1990年代の日本経済は古典的な意味での不安定均衡には達していなかったことが分かる。短期金利がインフレ率の増加関数である典型的な政策ルールは、名目金利がゼロの地点で屈折し、均衡実質金利を示す直線と2つの交点を作る。このうち、右上方の交点は、インフレ率の下落が実質金利の下落を生み出し、インフレを安定化させる、安定的な均衡である。しかし、左下方の交点は、インフレ率の下落が実質金利を上昇させ、インフレをさらに下落させる、不安定な均衡である。不安定均衡において生じるデフレ率は図4の均衡実質金利に等しい。たとえば、均衡実質金利が2.5%であるとしよう。このとき、下方スパイラルはインフレ率が2.5%以下に下落するまで生じない。少なくとも図1をみる限りにおいて

図4 不安定なデフレ均衡が存在する場合の政策ルール



は、このようなスパイラルは日本においては生じなかった。GDPデフレーターの変化率の年平均値によって測られたインフレ率の谷は1996年のデフレ局面においては2.5%よりも高かったし、その後すぐに谷から脱出している。より最近のデフレ局面も下方スパイラルが生じることなく終了しているようで、この局面での金利水準は事実上ゼロであった。

以上のような理由から、図3は、ゼロに近いインフレ率が日本の経済パフォーマンス悪化をもたらした可能性を示唆するものではあるが、前者が後者の原因であるという、因果関係まで証明するものではない。つぎに、1990年代の日本に焦点を当て、ゼロ近傍のインフレ率と金融政策の関連性について吟味していこう。

5. 通貨供給量拡大の役割

エコノミストの間には、インフレは究極的には貨幣的な現象であるという広いコンセンサスがあるにもかかわらず、近年の金融政策を巡る議論の中では、マネー指標は主要な役割を担っていない。問題の1つは、流通速度の変動が大きく、マネーの測り方により、異なる動きを示すことである。欧州中央銀行（ECB: European Central Bank）は、マネー増加率を政策運営戦略の柱の1つとしているが、そうした考え方は批判を受けている（マネタリー・ターゲティングがもたらす不都合を示すモデル分析については、Rudebusch and Svensson [1999] を参照のこと）。

しかし、もしマネー増加率を金融政策の手段としてみた場合、(少なくとも変動為替相場制度のもとでは)インフレ・コントロールのための唯一意味のある代替的な政策手段は短期名目金利だけである。しかし、上述の理由から、名目金利がゼロに接近すると、短期名目金利もまた十分有効な政策手段ではなくなる。

図2に示されているような経済の不安定期に、マネー増加率には何が生じていたのであろうか。日本で伝統的に好まれているマネー指標であるM2 + CDをみてみよう (Suzuki [1988])。白塚・田口・森 [2000] による今回のコンファランスの提出論文は、名目GDPに対するM2 + CDの比率、つまりマーシャルの k あるいは通貨流通速度の逆数を検討している。マーシャルの k は日本においては一貫して上昇、つまり、流通速度は一貫して減少している。

白塚・田口・森 [2000] の図28によると、名目GDPに対するM2 + CDの比率は、1990年代にはマーシャルの k のトレンドを超えている。トレンドは1970年から1986年のデータから推計されている。彼らは、このトレンドを超える成長を1990年代の期間に「流動性が潤沢に供給されていた」とする彼らの見解を支持する証拠として引合いにだしており (マネタリー・ベースについても同様の証拠を示している) 明らかに「量的金融指標の供給量は十分でなかった」という主張に疑問を投げかけている。したがって、彼らは、マネー成長率はデフレへとつながったディスインフレーションの原因でもないし、産出量の不安定性の原因でもないとしている。

しかしながら、1990年代にGDPに対するマネーサプライの比率が1986年までのトレンドを上回って推移していることは、マネーサプライが十分であったことの証しとはいえない。マネーの供給と需要は、もちろん、あらゆるマネー成長率と名目GDP成長の組み合わせで均衡し得る。そもそも、金融政策とマネーの変動による影響の指標として重要なのは、マーシャルの k の分母 (M2 + CD) の成長率とそのマーシャルの k の分子 (名目GDP) の成長率に対する影響度である。1990年代の日本においては、何かとても大きな変化がこれらの成長率に生じた。

図5はマネーの成長率が1980年代よりも1990年代にどの程度低かったのか、そしてこのマネー成長率の低下がいかに名目GDP成長率の低下と関連していたのかを示している。マーシャルの k の変化の影響というのは、実は図5のストーリーのごく一部分にしか過ぎない。

図6は、名目GDPの成長率がとりわけ低下した時期のみに焦点を絞っているが、これによると、マネーと名目GDPの成長率の変化のタイミングがきれいに連動していることがわかる。確かに、1990年代の終盤にM2 + CDの成長が少し持ち直したことは事実であるが、1980年代の平均水準は大幅に下回っている。仮に、マネーの成長率や他の金融の量的集計量を用いることに懐疑的だとしても、これらの変化はきわめて大きく、とくに1987年のコンファランスで使われたM2 + CDのグラフと組み合わせてみた場合、マネーの成長率低下からGDP成長率低下の方向に、因果関係があるのではないかと考え込ませるのに十分なものであろう。これらのマネー成長率のデータは、私が1990年代に日本において生じたマクロ経済の変化を理解し、人々に対して説明にするうえで役に立っている (私の中級マクロ経済学の教科書の

図5 2つの期間におけるマネーの成長率 (M2 + CD) とGDP成長

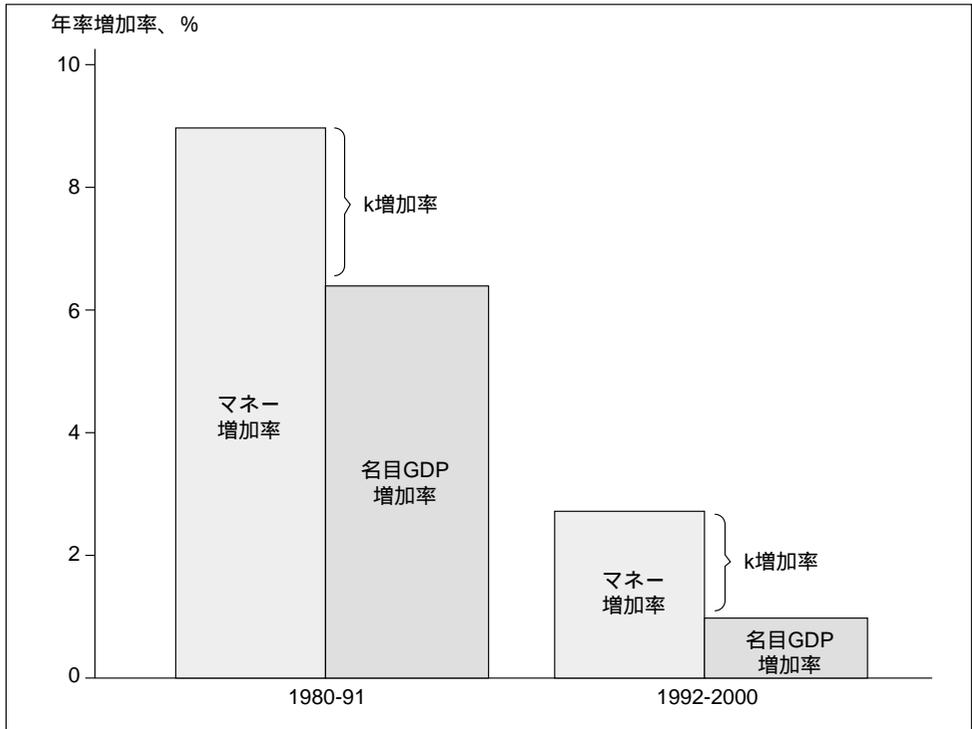
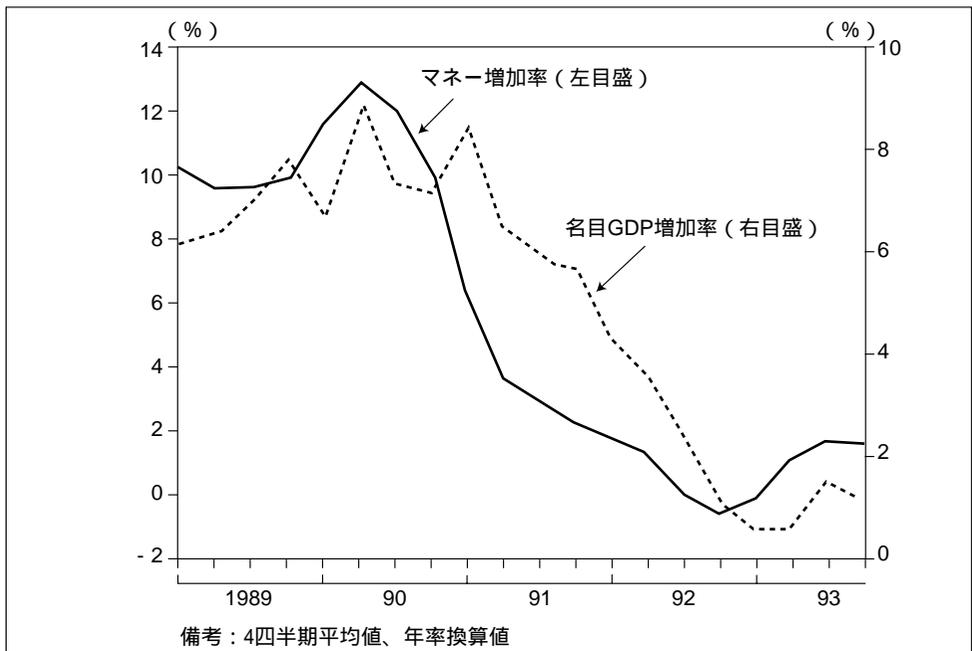


図6 マネーの成長率 (M2 + CD) と名目GDP成長率
(4四半期移動平均、年率：1989年第1四半期 - 1993年第4四半期)



1998年版では、図6の改訂版を図2に置き換えている)。日本におけるマネーの成長率の明確な低下は、Meltzer [1999]、Friedman [1997]、Hetzell [1999] 等によって、マクロ経済不安定性の原因の1つとしてとらえられている。もちろん、名目GDPの低下がマネー成長の低下とは独立であり、実際、マネー需要の減少がマネー成長を低下させた、との可能性を排除することはできないのも確かである。

ここで不可解であるのは、マネーの低下がなぜもっと大幅なインフレ率の低下とより小幅な実質GDPの低下をもたらさなかったのか、とくに何年もの期間が過ぎた後でさえもそうなのか、という点である。表2で示されているように、6%のマネー成長率低下の約半分は実質GDP成長の低下のかたちで引き起こされ、残り半分がすでに述べたようなディスインフレとしてあらわれている。この意味では、デフレがより大幅であった方が、それによってマクロ経済のパフォーマンスも改善したであろうという意味で、好ましかったということになる。名目GDP成長率の変化が同じであったとしても、実質GDPの下落幅はもっと小幅なものにとどまったことになる。

この状況のもとで、なぜデフレはこの程度にとどまったのか。これまで考えられていたよりも顕著な名目価格と賃金の硬直性が存在したのかもしれないが、1980年代に行われた研究によれば、ボーナスや春闘といった制度的な要因により、日本の賃金は米国に比べてより伸縮的であった、という結果が示されている点を指摘しておく必要がある。もう1つの可能な説明は、大幅なデフレではなく、マイナスに近いインフレに対する期待が極めて強く存在したため、これが実際の物価水準がより急速に下落するのを防いでいた、というものである。これは明らかに今後発展が見込まれる研究分野である。

表2 平均年率増加率

	M2+CD	実質GDP	名目GDP	流通速度
1980年1月～1991年4月	8.86	3.90	6.27	- 2.59
1992年1月～2000年1月	2.63	0.98	0.94	- 1.69
差	6.23	2.92	5.33	0.9

6. 金利政策の役割

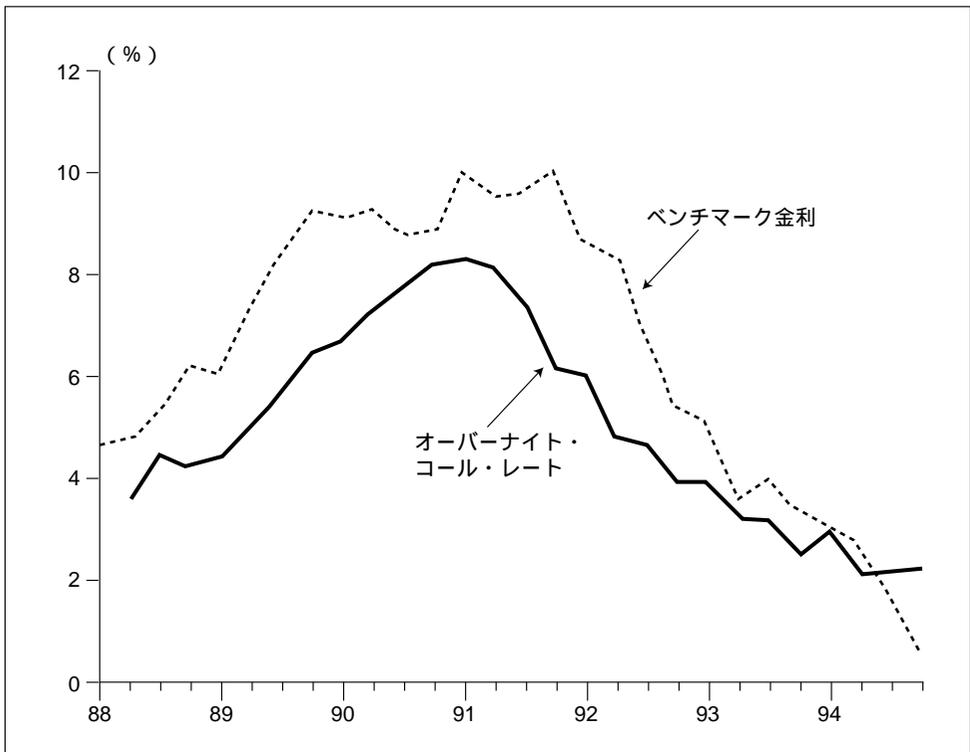
上述した政策手段としてのマネー成長率に関する事実は、同じく政策手段としての金利の場合と比べて、どう評価すべきであろうか。すでに、何人もの研究者が政策ガイドラインあるいは金融政策ルールが示す金利と実際の金利を比較することにより、金融政策の影響を検討している (McCallum [2000]、Bernanke and Gertler [1999]、白塚・田口・森 [2000])。Taylor [1997] で強調されているように、この

ような政策ルールは、マネー成長率に焦点をあてた政策と矛盾するものではなく、マネー成長率ルールと金利ルールは密接に関連したものである。さらに、この種の分析のために政策ルールを用いる研究者は、例外なく政策ルールは機械的に用いられるべきではない、としている。このことは、しばしば批判を受けてはいるが。

実際の1980年代終盤における金利の上昇が、最適な政策ルールから示されるものよりも小さかったことについては、意見の一致をみている。しかしながら、Yamaguchi [1999] が指摘したように、これは、金融政策当局が、ルールが示唆する「最適」な政策をとり得たはずである、ということを示すものではない。インフレ上昇の確たる兆候が何もないうちに、経済が過熱しているという理由のみで金利を二桁近くまで引き上げるのは、確かに極めて困難であったと思われる。

しかしながら、金融政策ルールが、1990年代の初期における金融緩和措置が不十分であった、あるいは遅れてしまったことを示唆しているかについては、意見の一致をみていないところもある。図7は、日本の政策ルールに基づく金利を実際のコール・レートと比較したものである。これは、私がFRBのために何年も前に提案し、Taylor [1997] で議論したものとまったく同じルールである。Bernanke and Gertler [1999] で行われている政策ルールの分析と同様に、図7は1980年代に、より急速な金利上げが、より適切であったことを示唆している。同時に図7は、1991年か

図7 オーバーナイト・コールレートとテイラー(1993)におけるパラメータを用いた場合の政策ルールに基づくベンチマーク金利



ら1994年にかけては、より大幅な金利引下げがふさわしかったことも示している。政策ルールが示唆している金利の下落（ほぼ10%ポイント）は、実際の金利低下（約5%ポイント）の2倍程度になっている。

確かに、この結論を導くにはいくつかの仮定をおかなければならず、そのなかにはかなりの不確実性を伴うものもある。たとえば、図7の政策ルールを実施するためには、自然失業率に見合う産出量（潜在GDP）の推計が必要となる。図7では、潜在GDPの推計⁴は1970年から一定の指数関数的トレンドに基づいて行われている。この推計方法では、1990年代後半における潜在GDP推計値の妥当性について、疑問が残るところである。何年もの間、投資が比較的低い水準にとどまっていたことを考えると、潜在GDPの成長率は鈍化していると考えるのが妥当であろう。肥後・中田〔2000〕で使われている推計方法を用いれば、潜在GDPのトレンド鈍化をより正確に捉えることができるであろう。

それでも、金利政策ルールを用いた分析は、マネー成長率ルールほど顕著ではないにせよ、これと似通った結論を導き出している。金利の不十分な、あるいは遅れた引下げは、マネー成長率の鈍化と同様に、実質GDPとインフレーションの下落という効果を持った。どちらの分析も、マネーや金利の動きが、1990年代におけるデフレと不安定性の根源であったことを示唆している。これは、政策当局者が、その当時利用可能であった情報と権限を持ってすればより良い政策決定を下すことが可能であった、という意味で失敗を犯したことを示すものではないが、日本や他の諸国の将来における将来の経済の安定性を改善するうえでの教訓とはなろう。この意味で、状況は1987年のコンファランスと似通っているといえる。

7. インフレ率目標の必要性

後知恵として過去の経験を振り返ることの目的は、私がこのスピーチでまさに行っているように、将来における政策立案をいかにしてより良いものにするか、との点について学ぶことにある。では、学ぶべき教訓は何であろうか。

第1に、金融政策当局は、それがたとえ「企業や消費者の意思決定を阻害しないようなインフレ率」といったような、暗黙的あるいは遠まわしに述べられたものであるにしても、インフレ率に関し、何らかの目標を持つべきである。その目標は、ある目標から他の目標への移行期とか、インフレを測定する際のバイアスに変化が生じたとき以外は、変えるべきではない。インフレ率の目標という言葉で私が意図しているのは、単純にインフレ率とその周りで変動していて欲しいと人々が考える

4 実質GDPの対数値を定数項とタイムトレンドで説明する回帰分析を行うと、傾きの係数として0.085が得られた。これは、潜在GDPの年率成長率が約3.5%であることを示している。実際のGDPの成長率は、1993年の第4四半期に潜在GDP成長率と一致した後、ずっと潜在GDP成長率を下回って推移している。1990年の第4四半期における実際のGDPの成長率は潜在GDPのそれを8%上回っている。

値に過ぎない。インフレ率の目標値を持つことによって、金融政策にフレが生じ、不必要な経済の不安定性を惹起することを抑止できる。たとえばもし、インフレ率目標値が1%であるとする、10年もの間インフレ率が1%であるような状況とするのは、良い政策とはいえない。厳密には、インフレ率目標値とは、政策立案者が政策評価のために用いる目的関数にあらわれる値ということになる。

私は、インフレ率目標値なしに金融政策を評価することは難しいように思われる。長い間、政策評価に関する研究は、まずインフレ率目標値からはじめられるものとなっている。政策ツールをどう動かすかについて考える際には、「インフレ率の目標値はそれゆえ与件となる」(Taylor [1979], p. 1276)。インフレ率目標値を持つことは、必ずしも中央銀行が明確な数値を発表することを意味しない。FRBは、物価安定の重要性を強調し、そして物価安定の意図するところを議論することによって、政策決定に資するインフレ目標を実効的な意味で有しているといえる。

しかしながら、インフレ率目標値を持つだけでは十分とはいえない。一定期間中でインフレ率目標を達成させるような政策は、異なる政策手段を使うものを含めて、複数存在する。金融政策ルールとインフレ率目標値に関する私のかつての研究(Taylor [1979])においては、私はマネーをインフレと産出量を安定的に保つための政策手段として使っていたが、1980年代に入ってから、金利を用いる方が通常の場合、より良好なパフォーマンスが得られることを発見した⁵。ある種の政策は、目標値の周りでインフレ率の大きな変動を生じさせる。そしてある種の政策は、政策当局者の関心事項であるほかの経済変数を過度に大きく変動させる。いったんインフレ率の目標値を決定した後は、そのような政策運営上の手順(政策ルール)を選ぶかは規範的なマクロ経済学研究の結果となる。したがって、インフレ率目標値を選択したとしても、それだけでは、金融政策決定に関する重要な問題のほとんどについて、依然として解答が得られていないことになる。

ここで、インフレ率目標を設定することは、日本銀行で使われてきた言葉である「調整インフレ政策」(“inflation policy”)の導入とは同義でないことを明確にしておく必要がある。「調整インフレ政策」とは、経済を刺激することのみを企図して、中央銀行がたとえば4%といった高いインフレ率を選択することである。これは、インフレ率の長期的な目標ではなく、一時的な刺激策に過ぎない。私が提唱しているものは、日本銀行が「インフレーション・ターゲティング」という用語で議論したものと、必ずしも一致しない。インフレ率の目標を選択することは、必ずしもインフレ率の予測値を目標値と一致させるように政策手段を設定することを意味しない。スタッフによるインフレ率をはじめとするほかの変数の予想を公表すること

5 名目金利が非常に低い水準まで下落したとき、金融政策による景気刺激策の指標として名目金利を用いるとより誤解を招きやすくなり、量的な指標で補完するかあるいは完全に代替することが必要になる。金利ルールは、超低インフレから高インフレまでの範囲では適切に機能するが、他の状況では、マネー成長により大きな信頼をおくべきである。これは、マネー成長率を一定値に保つことを意味しているのではなく、インフレ率やGDPギャップの変化に反応させることを意図している。

は、特定の中央銀行にとっては望ましい結果を生み出すかもしれないが、こうした公表を行うことは、単にインフレ率の目標を持ち、それに忠実に従うこと以上のものである。FRBはこのようなスタッフによる予想を公表していないが、図3で示されている期間においては、インフレを低く抑えることに焦点を当て、実際成功を収めてきた。

インフレ率に関する望ましい目標とは一体どのようなものであろうか。このスピーチで提示した材料からみると、「マイナスに近い」インフレ率を目標値として設定することには懸念がある。よりふさわしい考え方は、日本銀行がECBやFRBに近いインフレ率を目標として持つことであろう。ECBのインフレ率の目標値は1~2%である。米国では、現実にとられた政策を基に考えると、それは2%近くになる。したがって、このレンジの目標値であれば適切であるといえるであろうし、また、長期的な視野に立つと、McKinnon and Ohno [2000] で述べられているような為替レートの上昇期待を防ぐ効果も持つであろう。これは、より安定的な為替レート・システムを作り出すことにつながる。

8. ゼロ金利政策の後にくるものは何か

明らかに、インフレ率の目標を選択することだけではこの質問に答えることはできない。しかし、私には、ゼロ金利政策に関する最近の研究と経験を組み合わせることによって、その答えに接近することが可能であると思われる。

1999年2月に、日本銀行の政策委員会は、主要な短期金利である無担保オーバーナイト・コール・レートを実質的にゼロまで引き下げるべく行動することを公表した。それは、デフレ圧力に対抗し、経済の下振れを回避することを企図して行われた。オーバーナイト金利は、すでに4年にわたって非常に低い水準で推移してきた。1995年9月には、0.5%に達し、しばらくこの水準の周辺で推移していた。しかし、新たなゼロ金利政策によりオーバーナイト金利はさらに低下し、ついに2ベース・ポイント程度にまで達した。

1999年4月、速水総裁は、ゼロ金利政策に関し、重要な情報を提供した。それは、ゼロ金利政策は「デフレ懸念が払拭されるまで」続けられるということであり、またその後の発言の中で、彼は日本銀行がデフレ懸念の払拭をどのように判断するのかについての考え方を明らかにした（速水 [2000]）。例えば彼は、GDPギャップが拡大しているときにはデフレ懸念が払拭されたとはいえず、こうした状況のもとでは、金利を引き上げることはないと示唆した。しかしながら、（マイナスからゼロ方向への）GDPギャップの縮小が起これば、金利は引き上げる可能性があることをほめかした。

ここで、このようなゼロ金利政策に関する有益な説明はすべて、将来どのような状況のもとで金利が引き上げられるのか、という意味において1つの条件付き計画（contingency plan）となっている点に留意すべきである。これまで述べられてきた

ことから判断すると、政策委員会は、将来インフレーションが大きく上昇するか、GDPギャップが大きく縮小するかの両者、あるいはそのいずれかが生じた場合には、金利を引き上げると予想される。

この種の政策反応のための条件付き計画は、もちろん、金融政策ルールを別の名前で表現したに過ぎない。ゼロ金利が解除され、金利が2桁のベース・ポイントから3桁のベース・ポイントへと動くにつれて、金融政策当局としての政策反応について、最善の金利変更幅を決定していくことが必要となる。また、政策決定にとって重要なのが、GDPギャップの変化率なのか水準なのかを決めておくことも必要になる。もし、今日のゼロ金利政策がそうであるように、このような条件付けが前もって特定されているのであれば、今後、金融政策はよりスムーズに運営されていくであろう。金融政策ルールに関する研究によると、政策反応の大きさが非常に重要である。また、ゼロ金利政策とそれに続く政策との間の連続性も重要である。そのような連続性を達成するための最善の策は、政策反応の方向性のみならず、その大きさについても、より詳細に特定化していくことである。私の推薦する政策は、日本にとって適切な政策反応の大きさの決定を極力優れた分析に基づいて行い、そしてその反応の大きさに関する情報の透明性を可能な限り高めることである。

9. 結論：1つの事例

本スピーチの結論として、ある特定の分析的フレームワークを使うことにより、政策の特定化の度合いをどのように高められるかについて、1つの例を挙げておくことは有益であろう。図8から図12はこの点につき、グラフ化して説明を試みたものであり、特定化の度合いを徐々に高めていった一連のフレームワークを例示したものである。

図8 ゼロ金利政策の非定量的な記述

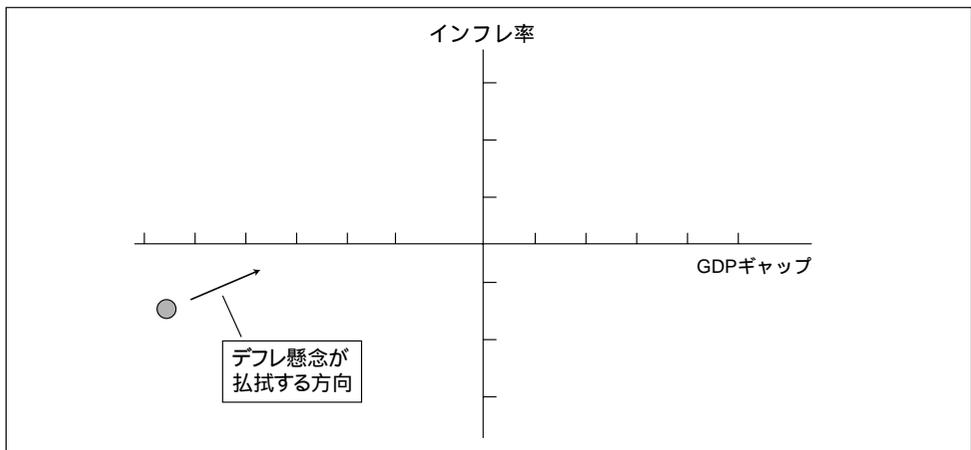


図8は、速水総裁が表明したとおり、現在のゼロ金利政策を特徴付けたものである。彼の発言により、われわれは、インフレ率とGDPギャップの上昇（マイナス幅の縮小）がデフレ懸念を払拭させる方向に作用することを知ることとなった。図9は、図8よりは若干詳細なものである。つまり、両軸に数値を付し、デフレの現在の大きさとGDPギャップのサイズを定量化している。私の見解では、6~7%程度のギャップは日本の現状に関する推計の平均値を反映しているが、実際にはもっと大きい可能性もある。図10は、インフレ目標値をECBやFRBの水準近くに設定しているという点で、図9より一歩進んでいる。

図11は、（同様に2%のインフレ率目標を仮定したテイラー [1993] で示されている政策ルールにゼロ金利を代入することにより得られる）ゼロ金利政策を示す直線を加えている。インフレ率とGDPギャップがこの線を越えてはじめて、金利はプラ

図9 数値例を付与した場合

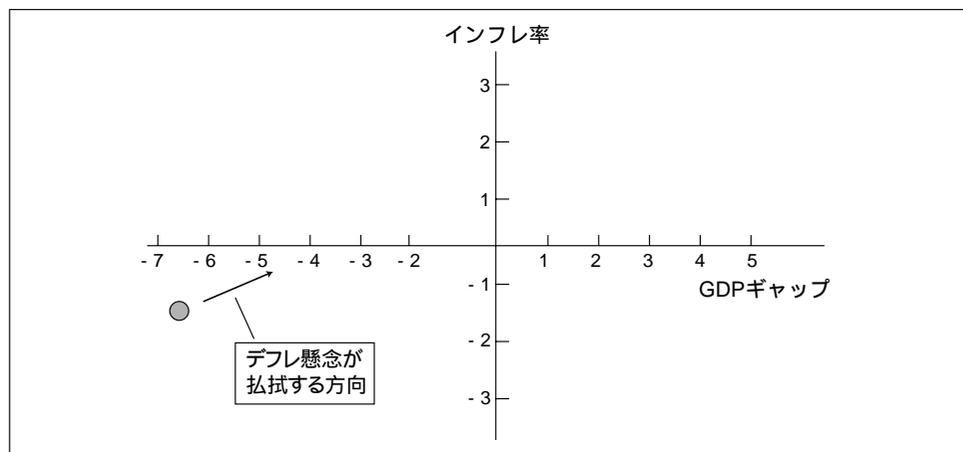
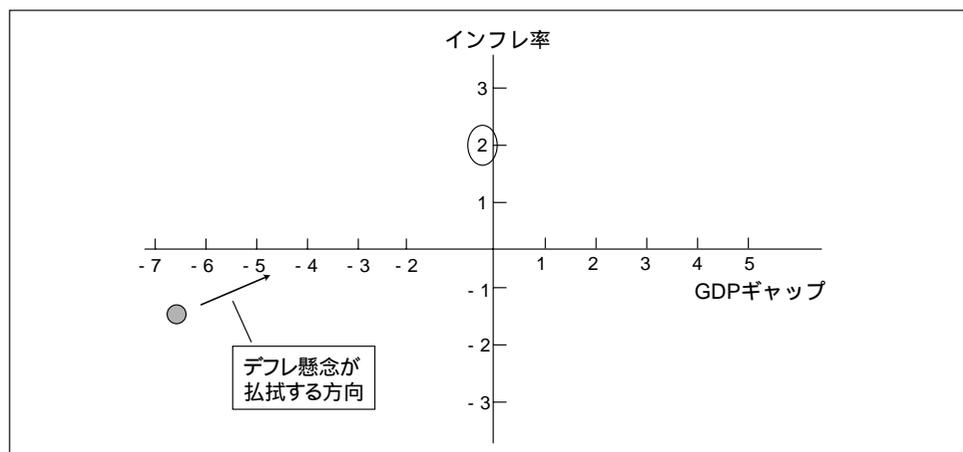


図10 インフレ率目標を付与した場合



スの値をとる。もちろん、図11に描かれている線は1つの例に過ぎない。ここで得られるより本質的な示唆は、何らかの政策反応を示す直線を持つこと自体が重要だということである。

最後に、図12では、ゼロ金利政策が終了した後で意味を持ってくる、プラスの金利を付してある。この図は、ゼロ金利をも含む金利設定のための政策ルールを完全な記述である。先ほどと同様に、これは、インフレ率目標値を設定し、この目標を達成するために、政策手段を変更する計画と手順に関して、でき得る限り分析的なものとし、かつ透明性を高める点が、私の主要なメッセージであることを示している。

図11 「ゼロ金利ライン」を加えた場合
(ラインよりも下ではコールレートはゼロ、上ではプラス)

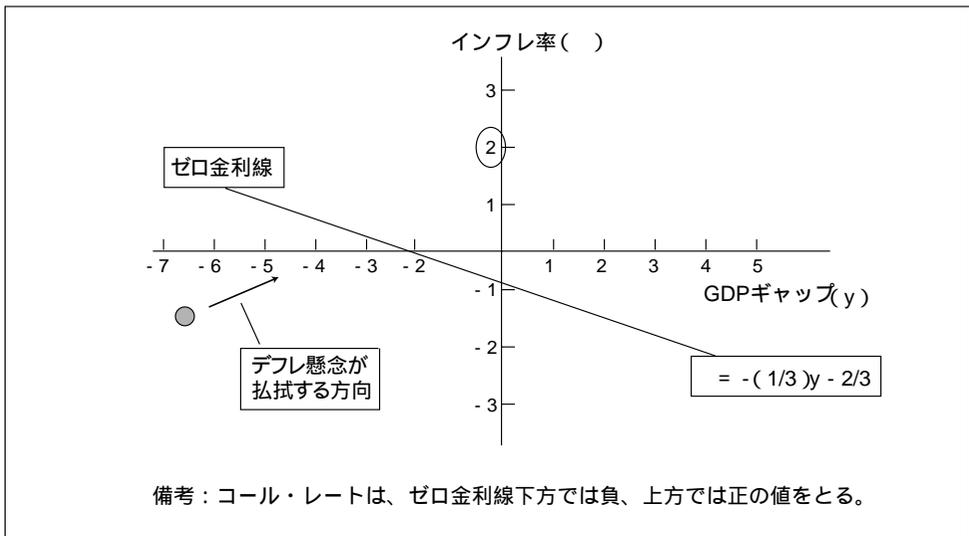
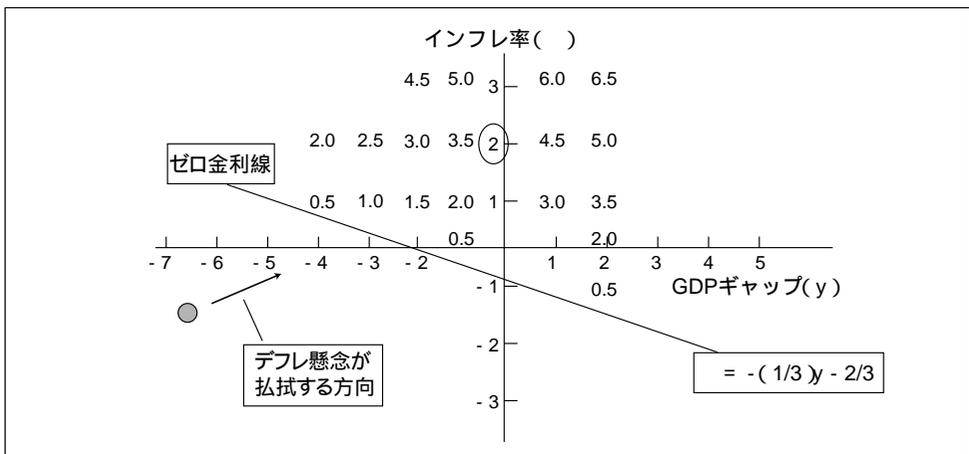


図12 ゼロ金利政策の解除後：完全な記述



参考文献

- 翁 邦雄・白川方明・白塚重典、「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年、261～322頁(本号)
- 白塚重典・田口博雄・森 成城、「日本におけるバブル崩壊後の調整に対する政策対応 中間報告」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年、87～143頁(本号)
- 速水 優、「『物価の安定』と金融政策」、『日本銀行調査月報』、日本銀行情報サービス局、2000年4月号、1～10頁
- 肥後雅博・中田(黒田)祥子、「物価変動の決定要因について 需給ギャップと物価変動の関係の国際比較を中心に」、『金融研究』第19巻第1号、日本銀行金融研究所、2000年、49～78頁
- Bernanke, Ben and Mark Gertler, “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” in *New Challenges for Monetary Policy*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, pp. 77-128.
- _____, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin and Adam S. Posen, *Inflation Targeting*, Princeton University Press, Princeton New Jersey, 1999.
- Economic Report of the President, 1991, U.S. Government Printing Office, pp. 96-97.
- Friedman, Milton, “Rx for Japan: Back to the Future,” *Wall Street Journal*, December 17, 1997.
- Fujiki, Hiroshi, Kunio Okina, and Shigenori Shiratsuka, “Monetary Policy Under Zero Interest Rate: Viewpoints of Central Bank Economists,” IMES Discussion Paper series No. 2000-E-11, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2000.
- Hall, Robert E. and John B. Taylor, *Macroeconomics*, Fifth Edition, W.W. Norton, 1997, pp. 414-415
- Hetzell, Robert L. “Japanese monetary Policy: A Quantity Theory Perspective,” *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, Winter 1999, pp. 1-25.
- McCallum Bennett T., “Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan,” unpublished paper, 2000.
- McKinnon, Ronald and Kenichi Ohno, “The Foreign Exchange Origins of Japan’s Economic Slump and Low Interest Liquidity Trap,” unpublished paper, May 15, 2000.
- Meltzer, Allan, “Time to Print Money,” *Financial Times*, July 17, 1999.
- Padoa-Schioppa, Tommaso, “Styles of Monetary Management,” in Iwao Kuroda (Ed.), *Towards More Effective Monetary Policy*, Macmillan Press, 1997, pp. 40-63.
- Reifschneider, David and John Williams “Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era,” paper presented at the Federal Reserve System Conference “Monetary Policy in a Low Inflation Era,” Woodstock, Vermont, October 1999.
- Rudebusch, Glenn D. and Lars E.O. Svensson, “Eurosystem Monetary Targeting: Lessons from U.S. Data,” NBER Working Paper, 1999.

- Suzuki, Yoshio, "The Macroeconomic Performance in Five Major Countries: An Introductory Presentation," in Suzuki, Yoshio and Mitsuaki, Okabe (Eds.) *Toward a World of Economic Stability: Optimal Monetary Framework and Policy*, University of Tokyo Press, Tokyo, 1988, pp. 75-84.
- Svensson, Lars E.O., "How Should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability," in *New Challenges for Monetary Policy*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, pp. 195-259.
- Taylor, John B., "Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations," *Econometrica*, 47, 1979.
- _____, "A Summary of the Empirical and Analytical Results and the Implications for International Monetary Policy," in Suzuki, Yoshio and Mitsuaki, Okabe (Eds.) *Toward a World of Economic Stability: Optimal Monetary Framework and Policy*, University of Tokyo Press, Tokyo, 1988, pp. 17-34.
- _____, "Policy Rules as a Means to a More Effective Monetary Policy," in Iwao Kuroda (Ed.), *Towards More Effective Monetary Policy*, Macmillan Press, 1997, pp. 28-39.
- Woodford, Michael, "Commentary: How Should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability," in *New Challenges for Monetary Policy*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, pp. 171-176.
- Yamaguchi, Yutaka, "Asset Price and Monetary Policy: Japan's Experience," in *New Challenges for Monetary Policy*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, pp. 171-176.

