

Research Paper Series

No.146

日本の CPI の変動特性と物価安定目標

梅田雅信[†]

2015 年 2 月

[†] 首都大学東京大学院社会科学部研究科

Research Paper Series

No.146

日本の CPI の変動特性と物価安定目標

梅田雅信

首都大学東京大学院社会科学研究所

[要旨]

2013 年以降の CPI 上昇率の高まりは、2007 年から 2008 年にかけて生じたような輸入インフレがやや規模を縮小したかたちで顕在化したことに加え、一部サービス価格の上昇が加わったかたちで生じた。2013 年以降のコアコア CPI 上昇率の高まりは、①産業競争力の急速な低下に直面したデジタル家電の価格が輸入品へのシフトから円安効果で一時的に上昇したことに加え、②高速道路料金や自動車保険料等のサービス 6 品目の価格が過去の間違った公共料金政策の是正の影響や、高齢化の進展などに伴う保険収支の悪化の影響などから上昇したことによるものである。こうした点からみて、日本の CPI の変動特性は、デジタル家電の価格が為替レートに左右され易くなったのを除くと、基本的には 2012 年までと 2013 年以降で大きく変化したとはみられない。CPI 上昇率は 2014 年 12 月には 0.5%と 1%を切ってきており、このまま原油安が定着すると 2%のインフレ目標達成は難しくなると考えられる。日銀の 2 年間という期限を切ったインフレ目標策は、時間をかけてインフレ率を目標に近づける他の主要中銀の柔軟な政策運営とは対極をなすものである。また、そうしたインフレ目標至上主義は、達成する有効な政策手段がないだけに、量的緩和に歯止めがかからず、実質的に財政ファイナンスに近づくという問題を生じている。FRB が 2014 年 10 月末に大規模資産購入プログラム (QE3) を停止し、金融政策の正常化を模索しようとしている状況下、日銀は、米英欧中銀のようにフレキシブルなインフレ目標に切り替え、原油安の恩恵を享受する政策姿勢に転換することが望ましい。

JEL classification : E31,E52

キーワード : CPI、輸入インフレ、インフレ目標、量的緩和、交易条件

1. はじめに

2013年4月4日に、2年間で2%のインフレ目標達成を目指す量的・質的金融緩和(異次元緩和)が導入されてまもなく2年が経過しようとしている。2013年から2014年半ばにかけては、コアCPI上昇率が緩やかに上昇した。これを捉えて、日銀は、異次元緩和の政策効果が順調に顕在化してきたと自己評価してきた。しかし、その後、コアCPIの前年比上昇率は2014年12月には0.5%まで低下し、2年間で2%の目標達成は難しい情勢となっている。

こうした中で、FRBは、2014年10月末に予定通り tapering を完了し、金融政策の正常化を模索しようとしている。2012年11月から量的緩和を停止しているBOEも、FRBと同様に金利正常化のタイミングを見極めようとしている。一方で、2014年秋口以降原油価格が急落し、日銀は、同年10月末に追加緩和を実施した。欧州債務危機の落ち着きからバランスシートをいち早く縮小してきたECBは、ユーロ圏のインフレ率低下を受けて2015年1月22日に、量的緩和政策を導入し、縮小したバランスシートの復元を目指している。

このように、主要国中銀の政策運営スタンスは、2014年秋口以降、資産購入を既に停止し、中期的に金融政策の正常化を模索するFRBとBOE、2015年に入ってからバランスシートの復元に乗り出したECB、そして、引き続き極端な資産積み上げに邁進する日銀と、政策の方向性においてバラツキが目立ってきているのが特徴的である。

本論文の目的は、以下の3点について分析し、日銀の今後の金融政策運営のあり方に関して政策的なインプリケーションを引き出すことである。

第1は、2013年以降のCPI上昇率の高まりの要因を分析することを通じて、日本のCPIの変動特性が、2012年までと2013年以降で大きく変化したかどうかという点である。

第2は、日銀は、「2%程度の物価上昇率を目標にして金融政策運営を行うことは、グローバル・スタンダード」(黒田総裁)として、その達成に全力を上げているが、そうした運営方針は、他の主要国の中銀の物価安定策とは、実際には本質的に大きな違いがあるのではないかという点である。

第3は、原油価格の急騰と急落といった交易条件の大幅変動下における金融政策運営のあり方について、異次元緩和下の日銀と他の主要国の中銀では、考え方と実際の政策運営面で大きな差異があるのではないかという点である。

本論文の構成は、以下の通りである。第2節では、1990年代末以降の日本のCPIの変動特性に関する先行研究を整理したうえで、2013年以降、そうした変動特性が変化したかどうかを分析するとともに、2007年~2008年にかけてのCPI上昇局面との比較を行う。第3節では、日銀がインフレ目標を導入した経緯を振り返ったうえで、日銀現執行部がインフレ目標について、どのような考え方を持っているかを整理し、そのうえで、米英欧中銀の物価安定を巡る政策姿勢との比較を行う。第4節では、日銀の期限を切ったインフレ目標がどのような問題を派生するか考察する。そして、第5節では、2000年代以降2度生じた

交易条件の大幅な変動に対して、金融政策はいかに対応すべきか、日銀と他の主要中銀の政策対応の比較を交えつつ検討する。第 6 節では、結論を述べる。

2. 日本の CPI の変動特性は変化したのか

(1) 先行研究

日本の CPI 上昇率は、徐々に輸入インフレが顕在化した 2007 年から 2008 年の一時期を除くと、1990 年代末以降前年比若干のマイナスか 0 % 近辺での推移を続けてきた。前年比 2~3% の上昇を続けてきた米英とは対照的な姿であった。梅田[2009]は、2009 年に日本の消費者物価指数の諸特性について分析を行い、その一環として日米英の CPI 上昇率について比較分析を行った。梅田[2013]は、その後のデータを追加したうえで、改めて、日米英の CPI 上昇率の比較を行い、「大きな格差は、耐久消費財価格とサービス価格に求められる」と指摘している。具体的にみると、次の 3 点に要約できる。

①耐久消費財を除く財価格は、衣料、食料品が中心となるが、3 か国とも前年比 0% 近辺での推移を続けており、大差ない。

②耐久消費財価格の前年比上昇率は、米英が 0% を挟んで変動しているのに対して、日本は、前年比で数パーセントの下落を続けている。3 か国とも PC、テレビ等のデジタル家電の前年比大幅下落傾向には変わりはないが、耐久消費財全体としての前年比変動率に大きな違いがみられる理由として、(i) 米英は、日本に比べ、耐久消費財に占める乗用車のウエイトが圧倒的に高く、耐久消費財全体の前年比変動率の動きが乗用車の変動率に大きな影響を受けている、(ii) 日本の場合は、乗用車価格は東京地区のカタログ価格をとっているため、殆ど変動しておらず、耐久消費財全体への影響が極めて小さい一方で、デジタル家電の大幅下落傾向が支配的影響を与えている、の 2 つを指摘している。

③非貿易財であるサービス価格の前年比変動率を日米英 3 か国で比較すると、日本のサービス価格の前年比変動率は、1990 年代末以降おおむねゼロインフレの状況に陥り、06 年以降僅かながらプラスに転じているのに対して、米英のサービス価格は、同じ期間において、前年比 3~5% のレンジで推移してきた¹。

(2) 2013 年以降の CPI の変動状況

2013 年半ば以降、全国消費者物価指数の生鮮食品を除く総合（以下、コア CPI）、食料品・エネルギーを除く総合（以下、コアコア CPI）とも前年比プラスに転じ、ピーク時の 2014 年 4 月には、前者が 1.5%、後者は 0.8% まで上昇率が高まり、一見、2012 年までとは、

¹ 梅田[2013]は、日米英のサービス価格の上昇率の違いについて、「サービス業の賃金上昇率格差がある」と述べたうえで、その背景として、名目賃金の下方硬直性が根強い米国とは異なり、日本では、「雇用構造の大きな変化を通じて結果として名目賃金の下方硬直性がなくなった」と指摘している。

CPIの変動特性が変化した印象を与える。2013年以降のCPIの動向を最近まで分析してみよう。2014年4月の消費税率引き上げ（5%→8%）の影響を調整したベース（税抜き）でみることにする。図表1は、3%の税率引き上げがフルに転嫁された場合、コアCPI、コアコアCPI、CPIサービスに与える影響を試算したものである。非課税品目のウエイトから税率引き上げの前年比上昇率を計算した²。

2013年以降、日本のCPIの変動特性は、本当に変化したのであろうか。まず、コアCPIの上昇については、原油価格高や円安を背景とするエネルギーコストの上昇が大きい。コアCPIの上昇の約半分は、エネルギーコストの上昇による（図表2）。

一方、コアコアCPIの上昇には、2つの要因が寄与している。第1の理由は、これまでCPIを大きく押し下げてきたデジタル家電価格の前年比マイナス幅が縮小し、2013年11月以降プラスないしゼロ近傍の動きに転じたことである³（図表3）。第2の理由は、サービスに含まれる高校授業料や高速道路料金の上昇や、各種保険料（自賠責保険料、任意自動車保険料、傷害保険料）の値上げがサービス価格の小幅な上昇をもたらしていることである。

デジタル家電の価格が上昇に転じたのは、①デジタル家電の輸入浸透度（輸入/国内総供給）が上昇した中で、②折からの円安の効果が大きく寄与している。

経済産業省の生産動態統計によって情報機械通信工業の輸入浸透度をみると、2012年以降急ピッチで上昇し、50%程度に達している（図表4）。一番特徴的なのは、2009年から2011年初にかけて、地デジ移行やエコポイントの導入で活況を呈した国内テレビ生産が2012年以降急減し、国内生産が停止状態に陥ったことである（図表5）。僅か2年程度という短期間に国内テレビ生産が事実上なくなってしまったと言える。急ピッチで市場が拡大したスマートフォンもその殆どが輸入品である。パソコンこそ、まだ国内生産が残っているが、輸入部品への依存度が非常に高く、為替レート変動の影響を非常に受け易くなっている。

デジタル家電の輸入浸透度の上昇は、2010年から2012年にかけて、日本の家電業界の産業競争力が急速に低下したことを如実に物語るものである。そのことが折からの円安を受けて、デジタル家電の価格上昇につながった。円安の影響が大きいと判断できるのは、米英では、パソコン、テレビ等のデジタル家電価格の下落傾向がなお続いているからである（図表6、図表7）。

パソコン、テレビの価格動向について補足すると、パソコンの価格上昇は、前記のように円安に伴う輸入品価格の上昇が主因であるが、スマートフォンへの代替進行に伴うパソ

² ただし、コアCPI前年比の消費税率引き上げの影響については、2014年4月1.7%、5月2.0%という日銀による試算値が一般的に使われているので、それに依拠した。

³ CPI採用品目のうち、デジタル家電に分類したのは、テレビ、携帯用オーディオプレーヤー、電子辞書、ビデオレコーダー、パソコン（デスクトップ型）、パソコン（ノート型）、プリンタ、カメラ、ビデオカメラ、記録型ディスク、メモリーカード、固定電話機、携帯電話の13品目である。

コン市場の縮小を踏まえ、メーカーによるパソコンの価格戦略がシェア維持から収益重視へと変化したことも大きい。テレビの価格については、CPIの調査対象である32インチ液晶テレビは、これ以上値下げ余地がないところまで下落してしまっていることも指摘できる。

一方、サービス価格の動向については、次のような背景を指摘できる。高校授業料や高速道路料金の上昇については、民主党政権下で実施された、高校授業料の無償化や高速道路料金の無償化といった、過去の間違った公共料金政策の是正の影響とみることができる。また、各種保険料の値上げは、高齢化の進展などに伴う保険収支の悪化に対応したものである。このようなサービス6品目⁴の価格変動も、日銀の異次元緩和とは何ら関係がないものである。ちなみに、こうしたサービス6品目の影響を調整すると、サービス価格は、2014年半ば以降、前年比マイナスに転じており、2012年頃までと比べて、格別の変化は窺われない(図表8)。

以上の分析結果を踏まえ、2013年以降のコアコアCPI上昇の評価を行ってみよう。コアコアCPI(税抜き)は、ピーク時の2014年4月には0.8%まで高まり、直近時点の2014年12月では0.3%となっている。しかし、コアコアCPIの前年比から、前記のようなデジタル家電とサービス6品目の上昇寄与度を差し引いたベースでは、2014年7月以降マイナスに転じていることが分かる(図表9)。結局、2013年以降のコアコアCPI上昇率の高まりは、①産業競争力の急速な低下に直面したデジタル家電の価格が輸入品へのシフトから円安効果で一時的に上昇したことに加え、②サービス6品目の価格が過去の間違った公共料金政策の是正の影響や、高齢化の進展などに伴う保険収支の悪化の影響などから上昇したことによるものとみることができる。デジタル家電(税抜き)に関してみると、パソコンの価格は、2014年12月には前年比マイナスに転じてきており、テレビの価格も、前年並みまで低下している。全国に比べ先行性のある東京都区部の数値をみると、2014年12月以降、テレビ、パソコンとも前年比マイナスに転じており、今後、円安効果が一巡すると、マイナス幅を拡大する可能性がある⁵。

(3) 2007年~2008年の輸入インフレ時と2013年以降のCPI上昇の比較

原油価格や国際原料品市況の高騰を受けて、日本でも、2007年10月以降、コアCPIの前年比上昇率は、プラスに転じ、ピーク時の2008年7、8月には2.4%まで高まった。

2007年秋口以降の物価上昇率の高まりは、石油価格等のエネルギーコストの上昇に加え、

⁴ 高速道路料金、自動車保険料(自賠責)、自動車保険料(任意)、傷害保険料、公立高校授業料、私立高校授業料の6品目。

⁵ 前記のように、米英では、パソコン、テレビ、カメラ等のデジタル家電の価格は、ほぼ一貫して下落傾向を続けている。また、日本のCPIでは、パソコン、カメラの2品目について、POSデータを用いてヘドニック法による品質調整が行われており、性能の向上があれば、名目価格が一定でも、その分品質調整後の価格は下落する。

食料品メーカーの中で原材料コスト上昇を価格に転嫁する動きが広がったことによるものである。久方ぶりに、日本では、海外からのコスト上昇に伴い、海外への巨額の所得移転が生じたとみることができる。

こうした 2007 年から 2008 年の経験を踏まえると、2013 年以降の CPI 上昇は、どのように評価できるであろうか。2007 年から 2008 年かけての CPI 上昇局面と、2013 年以降の CPI 上昇局面の比較を行ってみよう（図表 10）。

コア CPI の上昇率を比較すると、前回の方がより高い。これは、原油価格の上昇率が前回は、60 ドルから 130 ドルと 2 倍以上の大幅上昇と、今回の 20%程度を大きく上回っていたうえ、前回は、穀物市況等の一次産品市況の高騰を伴っていたからである。コアコア CPI の上昇率を比較すると、前回は、0.2%と若干のプラスであったのに対して、今回は、0.8%と今回の方が高いという違いがみられる。

この背景は、前記のように、前回は CPI を大きく押し下げていたデジタル家電の価格が今回は前年比プラスないしゼロ近傍にあるうえ、今回は、過去の間違った公共料金政策の是正の影響やと高齢化の進展などに伴う保険収支の悪化に対応した各種保険料の値上げの影響からサービス価格もやや上昇していることが大きい。2005 年基準と 2010 年基準の全国消費者物価指数を使って具体的にみてみよう。

コアコア CPI 前年比は、前回ピーク時の 2008 年 7 月には、0.2%であったが、このとき、デジタル家電の寄与度は-0.2%、サービス 6 品目の寄与度は、-0.1%であった。一方、今回のピークである 2014 年 4 月には、コアコア CPI の前年比は、0.8%となったが、このとき、デジタル家電の寄与度は、0.1%、サービス 6 品目の寄与度は、0.4%であった。従って、デジタル家電とサービス 6 品目を除くコアコア CPI の前年比は、前回は 0.5%、今回は 0.3%と、前回の方が高いことが分かる（前掲図表 9）。

このように見てくると、2013 年以降の CPI 上昇率の高まりは、2007 年から 2008 年にかけて生じたような輸入インフレがやや規模を縮小したかたちで顕在化したことに加え、一部サービス価格の上昇が加わったかたちで生じたとみるのが適切である。

以上の検討から、日本の CPI の変動特性は、デジタル家電の価格が輸入品へのシフトに伴い為替レートの影響を受け易くなったのを除けば、基本的には 2012 年までと 2013 年以降で大きく変化したとはみることができない。

（4）指数を歪めているテレビ価格

日本の CPI は 5 年毎に基準を変更するラスパイレス方式（「固定基準ラスパイレス指数」）を採用している。本論文では、デジタル家電に着目してきたが、デジタル家電価格の 2013 年以降の前年比上昇率の高まりは、過大評価されていることに注意しなければならない。現行の 2010 年基準の CPI では、デジタル家電に分類した 13 品目のウエイトは、合計で 1 万分の 221 となっているが、このうち、テレビは、97（2005 年基準では 37）と全体の 44%

を占めている。これは、基準年の 2010 年のテレビ市場がたまたま地デジ移行やエコポイントの影響で活況を呈していたためである。5 年毎に基準を変更する固定基準ラスパイレス指数では、ウェイトを 5 年間固定するルールになっているが、実際には、テレビのウェイトは、毎年前年のウェイトを変更する「連鎖ラスパイレス指数」によると、2011 年 46、2012 年 14、2013 年 14 と劇的に低下している。それにもかかわらず、固定ウェイトのラスパイレス指数の約束事から、2014 年の指数計算でも 97 と、実際の 7 倍のウェイトで計算されており、デジタル家電の 2013 年以降の価格上昇を大きく過大評価する結果となっている⁶。

総務省統計局では、固定基準ラスパイレス指数を正式系列とし、連鎖ラスパイレス指数を参考系列にとどめている。連鎖指数では、品目別寄与度の計算が複雑になるといった技術的な理由による。しかし、EU 諸国では、ウェイトを毎年変更（指数水準も毎年 100 にリセット）する連鎖指数となっており、FRB が金融政策運営の説明に用いている個人消費支出（PCE）デフレーターも連鎖指数だ。日本の GDP デフレーターも 2004 年以降連鎖指数に移行済みである。連鎖指数は、消費バスケットの変化を適切に反映できるというメリットがある。上記のような 1 年限りのウェイト変動の影響も 1 年で終わる。総務省統計局は、連鎖ラスパイレス指数を正式系列に位置付けるとともに、それを受けて、政府も日銀も政策運営の説明に使う CPI を固定基準ラスパイレス指数から連鎖ラスパイレス指数に変更するのが望ましい。

テレビの価格調査には、もう一つ課題がある。品質を一定とした価格変動を測定する CPI では、品質調整を適切に行っていくことも引き続き重要であるからだ。CPI では、32 インチ液晶テレビを対象に価格調査が行われている。2012 年 2 月に、高付加価値品への銘柄変更⁷が行われたテレビでは、直接比較が行われた結果、機能向上分の品質調整が全く行われず、価格が大幅に上昇した。その一方で、その影響が剥落した 2013 年 2 月以降は逆に大きく下落するという異常なフレが生じた。そして、2014 年以降、テレビの価格は、円安効果で上昇に転じた。図表 7 でみたように、米英の CPI のテレビ価格は、この間、ほぼ一貫して下落傾向をたどっている。2012 年から 2013 年にかけての日本のテレビ価格は、明らかに不自然な大幅変動を示している。耐久消費財は、全体への影響度が大きいので、銘柄変更時の指数接続には慎重な対応が望まれる。

⁶ 逆に、2011 年については、デジタル家電の落ち込みを大きくする要因となった。

⁷ テレビの銘柄指定は、2012 年 1 月までの「液晶テレビ、32V 型、ハイビジョン対応パネル、LED バックライト搭載、特殊機能付きは除く」から 2012 年 2 月には、「液晶テレビ、32V 型、地上デジタルチューナー 2 基内蔵、ハイビジョン対応パネル、LED バックライト搭載、特殊機能付きは除く」と高付加価値商品に変更された。

3. インフレ目標採用までの経緯と主要国の中銀の物価安定策との比較

(1) インフレ目標採用までの経緯

1990年代までは、日銀は、望ましい物価上昇率について明確な定義を示してこなかった。日銀が初めて、望ましい物価上昇率について明確な定義を示したのは、2000年10月に公表した『物価の安定』についての考え方（日本銀行[2000]）である。そのような経緯と日銀の物価安定に関する考え方の変遷については、梅田[2011]が詳しく検討している。

日銀は、2006年3月9日に量的緩和政策を解除した。量的緩和政策解除後の金融政策の枠組みとして、「物価の安定」とは、2000年10月の『物価の安定』についての考え方と同様に「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」と抽象的に定義するとともに、具体的には「概念的には計測誤差のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態」と定義し、「現状、わが国の消費者物価指数のバイアスは大きくないとみられる」と付け加えた。そのうえで、各政策委員が理解する物価上昇率「中長期的な物価安定の理解」を初めて公表し、「消費者物価指数の前年比で表現すれば、0~2%程度（中心値は、概ね1%程度）」とした。

政策委員の理解する「中長期的な物価安定の理解」は、毎年、見直すこととされ、2011年12月18日の見直しでは、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」という内容に変更された。

こうした中で、2012年2月14日、日銀は、「中長期的な物価安定の目途」を導入し、当面CPI上昇率1%を目指して、金融緩和を強化すると発表した。日銀が事実上、インフレ目標を導入したとみることができる。

なぜ、このタイミングで日銀は事実上のインフレ目標を導入したのであろうか。この点について、梅田[2013]は、FRBによる2%のインフレの長期的ゴール発表（2012年1月25日）後、活発化した日銀のコミュニケーション戦略を巡る国会での激しい議論や日銀と政府とのやりとりに加え、金融政策決定会合での議論・白川総裁の記者会見等を詳細に分析したうえで、以下のような総括を行っている。

「日銀が情報発信の方法を見直すことにした理由としては、議事要旨で強調しているFRBの新方針の決定もさることながら、国会での議論や古川（元久経済財政担当）大臣の問題提起をはじめ、政府と日銀との意見交換が影響したことは明らかと思われる。また、国会で日銀法の改正の話がしばしば出たことも、見直しの材料になったと考えられる」

以上みたように、FRBの2%の長期的ゴールの導入に追随して、日銀も事実上のインフレ目標を導入した格好となっている。その背景には、日銀のコミュニケーション戦略の見

直しを巡る与野党からの強い政治的圧力があつた。この時は、同じ長期的ゴールと言っても、日銀は、CPI 上昇率が 0%近傍にあつたにもかかわらず、CPI 上昇率 1%を目指して、強力な金融緩和を進めるとした。日銀の場合は、低い物価上昇率を引き上げる目的でインフレ目標を導入したかたちである。

インフレ目標を巡る日銀への政治的圧力は、その後一段と強まることになる。2%のインフレ目標の導入と一段の金融緩和を求める安倍晋三政権の意向を受けて、2013 年 1 月 22 日、日銀は、CPI 上昇率当面 1%を目指すとしていた「中長期的な物価安定の目途」を見直し、2%の「物価安定の目標」を導入するに至る。しかし、この時点では、あくまでフレキシブルなインフレ目標であつた。

そして、黒田東彦総裁の下で、2013 年 4 月 4 日の「量的・質的金融緩和」で、2 年間で 2%のインフレ目標を達成すべく、2 年間でマネタリーベースを 2 倍に増やす方針が打ち出された。2 年間という、期限を切つたインフレ目標の導入である。

(2) 日銀現執行部のインフレ目標についての考え方

日銀の現執行部がインフレ目標について、どのような考えを持っているか、クロノロジカルに振り返ってみよう。

まず、黒田東彦総裁が日銀の金融政策やインフレ目標について、従来、どのような考えを持っていたかは、黒田東彦氏の『財政金融政策の成功と失敗』と題する著書(黒田[2005])の中で明確に記述されている。同書は、1970 年代以降における財政金融政策について、包括的なレビューを行ったものであり、特に日銀の金融政策に対しては、批判的な検討が行われている。同書の付論 1 では、①「デフレの原因は基本的に金融政策にある」と指摘したうえで、②「日銀の物価安定義務をふまえて、より明確な物価安定目標(たとえば消費者物価上昇率 1~3%)を明示することが望ましい」と述べており⁸、黒田氏が従来からインフレ・ターゲット論者であつたことを窺わせる。

次に、総裁・副総裁候補として臨んだ、2013 年 3 月 4 日の衆議院議員運営委員会における証言⁹において、黒田東彦氏は、2%の物価安定目標はグローバル・スタンダードであるとしたうえで、達成期間については、「多くの中央銀行は二年程度というのを念頭に置いていると思います」との認識を述べた。一方、岩田規久男氏は、翌 5 日の議員運営委員会¹⁰で、前日、黒田氏が述べた 2 年間のタイムフレームについて問われたのに対して、インフレ目標採用国の分析に基づき、「実際には一年半から二年で大体その目標圏内にインフレ率が維持されている」とした。また、津村啓介委員から①二年間というのは、再来年(2015 年)の春か、また、②未達の場合、職を賭すのかと問われたのに対して、岩田氏は、「当然就任

⁸ 同書 pp.182-183。

⁹ 衆議院会議録第 183 回議員運営委員会第 11 号(平成 25 年 3 月 4 日)。

¹⁰ 衆議院会議録第 183 回議員運営委員会第 12 号(平成 25 年 3 月 5 日)。

して最初からの2年でございますが、(中略) 最高の責任のとり方は辞職することだというふうに認識しております」と返答した。日銀執行部候補3人のうちで中曽宏氏は、浅尾慶一郎委員から2年間で達成できるか問われたのに対して、「達成の時期というのは、世界経済などさまざまな要因によって左右されます。不確実性もございます。そういった要因に左右される部分があります以上、必ず二年でというところは言いがたいところがあります」と述べ、達成期間に関して黒田氏や岩田氏とは異なり、極めて慎重な見解を披歴した。

2013年3月22日の総裁副総裁の就任記者会見¹¹において、インフレ目標未達の場合の責任のとり方について改めて問われたのに対して、黒田総裁は、「諸外国の例をみても、2年程度が1つの目処になっていることは事実です。そういうことを念頭に置いて、1日も早い物価安定目標の実現に努めるということです」との返答にとどめ、責任のとり方については明言を避けた。しかし、岩田副総裁は、「達成できなかった時に、『自分達のせいではない。他の要因によるものだ』と、あまり言い訳をしないということです。そういう立場に立っていないと、市場が、その金融政策を信用しないということになってしまいます」と強調したうえで、「最高の責任のとり方は、やはり辞任だと思っています」と2週間前の発言を繰り返した。

2013年4月4日の量的・質的金融緩和発表後の総裁記者会見¹²において、黒田総裁は、「物価安定目標は2% (CPI前年比)、達成期間は2年を念頭にできるだけ早期に」とパネルを使って明言するとともに、「いわば漸進的にやっていくのではなく、2%の物価安定目標を達成するために必要なことをすべて、今、決定したことが、ある意味で新しい要素」と力強く説明した。量的・質的金融緩和の導入当初は、2014年度末には2%を達成すると示唆していたのである。

しかしながら、その後の量的・質的金融緩和の遂行過程において、物価安定目標の達成期間についての表現は微妙に変化していくこととなる。2013年4月26日の総裁記者会見¹³では、「2015年度には2%程度」、2013年10月31日の展望レポート公表後の総裁記者会見¹⁴では、「2014年度の終わりごろから2015年度にかけて」、そして、2014年4月30日の展望レポート公表後の総裁記者会見¹⁵では、「2014年度の終わりごろから」という表現が削除され、「2015年度を中心とする期間に」と変化した。つまり、達成期限は、事実上、2014年度末から1年程度延長し、2015年度末を目標にするという言い方へ変わった。2014年10月31日の追加緩和発表後の総裁記者会見¹⁶では、「2015年度を中心とする期間に2%」という方針は堅持するとした。2015年のCPI見通しを大幅下方修正した展望レポート公表

¹¹ 日本銀行、「総裁・副総裁就任記者会見要旨」、2013年3月21日。

¹² 日本銀行、「総裁定例記者会見要旨」、2013年4月4日。

¹³ 日本銀行、「総裁定例記者会見要旨」、2013年4月26日。

¹⁴ 日本銀行、「総裁定例記者会見要旨」、2013年10月31日。

¹⁵ 日本銀行、「総裁定例記者会見要旨」、2014年4月30日。

¹⁶ 日本銀行、「総裁定例記者会見要旨」、2014年10月31日。

後の2015年1月21日の総裁記者会見¹⁷では、達成時期は2016年度以降にずれ込む可能性が高いのかという記者の質問に対して、以下のように返答した。

「2%に達する時期について、2015年度を中心とする期間の何月頃ということは言っていないわけですが、従来から、2015年度を中心とする期間に2%に達する可能性が高いというのが私どもの見方です。(中略)『2015年度を中心とする期間』と云っていますので、その前後に若干はみ出る部分はあることは、『2015年度を中心とする期間』という言い方が始まって以来、その通りだと思いますが、何か月はみ出るのかとかそうしたことは、当面や当分と同じように、常識的に判断して頂くしかないと考えます」。

前記のように、日銀は、2%の物価安定目標の達成期限について、先送りを可能にする文言の微修正を重ねてきており、事実上、2013年1月22日に導入された「2%の『物価安定の目標』」に近い内容に回帰しているにもかかわらず、表面的には、2年という期限を切った物価安定目標という、建前は崩していない。

2013年1月22日に、日銀は、2%の物価安定目標を導入するとともに、政府と日銀は、デフレ脱却と経済成長の実現のための政策連携の強化についての共同声明を公表した。これに呼応して、政府は、同月の月例経済報告から、「日本銀行には、この物価安定目標をできるだけ早期に実現するよう、大胆な金融緩和を推進することを期待する」という文言を織り込み、2013年4月には、「日本銀行には、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することを期待する」との文言に代わり、それが2014年12月の月例経済報告まで使われた。

しかし、2015年1月の月例経済報告では、「日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標を実現することを期待する」とし、「できるだけ早期に」という表現が削除された。この点に関する記者からの質問に対して、甘利明経済財政担当大臣は、2015年1月27日の記者会見¹⁸で、以下のように返答した。

「具体的にいつまでに2%を達成するのかという厳格な期限を、政府も日銀もコミットしているわけではありません。できるだけ早期に実現するということです。そして、日銀が、2年程度を中心的な位置づけにしていくということは、2年を超えるということも含めて中心線を2年程度ということで表現されているのだと思います。その最中に、原油安により、国内CPIにとって相当大きな要素となり得る原油の価格が半分になりました。それらを勘案すると、大体いつぐらいまでという幅の中心線よりももっとアローワンスをとっていいのではないかと考えています。従来、中心線となる2年程度については、そこに向かう環境が、CPI総合を構成する大きな要素が当初の予測よりも極めて大きく

¹⁷ 日本銀行、「総裁定例記者会見要旨」、2015年1月21日。

¹⁸ 内閣府、「甘利内閣府特命担当大臣記者会見要旨」、平成27年1月27日。

変化をしているということを勘案しなければならないと思います」

このように、2015年に入ってから、政府は、日銀の物価安定目標の達成に柔軟な姿勢を示している。2015年1月30日に開催された経済財政諮問会議¹⁹では、2%の物価目標を目指す日銀の金融政策の進捗状況を集中審議した。その席で、民間議員からは、原油安の交易条件改善効果に着目して、「物価やデフレをみるとときには、消費者物価指数はもちろんのこと、色々な指標²⁰をみていくことが重要である」（伊藤元重議員）、「脱デフレにとって重要なのは、何と言っても、実態として実質賃金が継続的に上がっていくこと、実質的な可処分所得が上がっていくことであると思う」（新浪剛史議員）といった発言がなされ、民間議員は、総じて2%目標達成の後ずれを容認する姿勢を示した。しかし、黒田総裁は、「2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い」と説明し、従来の建前を崩さなかった。

（3）米英欧3中銀の物価安定についての考え方

黒田日銀総裁は、2014年3月20日の講演²¹で、なぜ2%の物価上昇を目指すのかについて、「表現の仕方は様々ですが、『2%』程度の物価上昇率を目標にして金融政策運営を行うことは、グローバル・スタンダードになっています」と説明した。

主要国の中銀がインフレ目標（BOE）の目標値ないし、物価安定の数量的定義（ECB）や長期的ゴール（FRB）の目指す数量的な目安として、2%程度の水準を考えているのは、おおむね正しい。しかし、日銀以外の3中銀は、いずれも、フレキシブルなインフレ目標（BOE）ないし、中期的に近づけていく非常に柔軟なアプローチ（ECB、FRB）を採用しており、黒田総裁下の日銀のように、2年間というように、期限を切ったインフレ目標とは決定的に異なる。

ここで主要4中銀の物価安定を巡る考え方の違いについて、比較しておこう。4中銀でいち早く正式にインフレ目標を導入したのは、BOEである²²。BOEは、現実のインフレ率を政府の定めた2%のインフレ目標（target）を近づける使命を負っている。しかし、BOEのHP上におけるMonetary Policy Frameworkによると、「2%のインフレ目標は、常にインフレ率が2%に維持されることを意味していない。それは、可能ではないし、望ましくもない」との考え方である。そうではなく、BOEの金融政策委員会（MPC）の使命は、「インフレ率が相当の時間をかけて（within a reasonable time period）インフレ目標に近づく

¹⁹ 内閣府、「平成27年度第1回経済財政諮問会議議事要旨」、平成27年1月30日。

²⁰ 引用者注：GDPデフレーター、GDPギャップ、単位労働コスト、賃金。

²¹ 日本銀行、日本銀行総裁黒田東彦「なぜ、『2%』の物価上昇を目指すのか」—日本商工会議所における講演、2014年3月20日。

²² 1992年10月8日導入。ただし、BOEが独立性を獲得したのは、1997年5月。

ように、経済に不安定性が生じることなしに政策金利を調整する」ことにある。その意味で、BOE のインフレ目標は、典型的な「フレキシブルなインフレ目標」に位置付けられる。実際、現実のインフレ率が 2%±1% のレンジに収まらない場合は、BOE 総裁が財務大臣に公開書簡（オープンレター）を發出し、目標値から乖離した理由と今後の方向性について説明する扱いとなっている。リーマンショック後の期間に限定してみても、インフレ率のオーバーシュートを踏まえて、公開書簡は、2008 年と 2009 年は 1 回ずつ、2010 年と 2011 年は、4 回ずつ、2012 年は 1 回、の計 11 回發出されている（図表 1 1）。このように、現実のインフレ率がオーバーシュートする傾向がみられた中でも、BOE は、景気乗入れの観点から 2009 年 3 月に量的緩和政策を導入し、その後 2012 年 7 月まで 6 回に亘って資産購入ファシリティ（APF）を拡大した。そして、2012 年 11 月に資産購入は停止され、今日に至っている。

2015 年 1 月 13 日に、2014 年 12 月の英国の CPI 前年比が 0.5% まで低下したことが判明し、再び、BOE 総裁が財務相に公開書簡を發出する事態となった。これについて、当日、カーニー総裁は、BBC のインタビューで、「インフレ率の低下は、グッドニュースである。低金利がより長期化することを意味するが、2 年以内には金利を上げられるようになると期待している。インフレ率は中銀の予想を下回ったが、追加刺激措置の必要はない」と述べた²³。また、オズボーン財務相は、同日の BBC のインタビューで、「インフレ率が近年の最低値となったことは、グッドニュースである」と述べた。BOE 総裁も財務相も、インフレ率の急低下を「グッドニュース」と受け止めているのは、家計にとって実質賃金の上昇を通じるかたちで家計に恩恵をもたらすとみているためである。原油価格の低下を受けて追加緩和に踏み切った日銀とは、まさに対照的である。

2015 年 2 月 12 日のカーニー総裁の財務相宛の公開書簡では、「イギリスは、デフレに陥っていない。コモディティ価格の下落により、一時的にインフレ率がマイナスになっても家計の実質所得を増やすことを通じて景気回復に資する」と述べた。また、同日のインフレーション・レポート公表後の記者会見²⁴で、カーニー総裁は、「借り手や貸し手は、利下げと、利上げのどちらに備えるべきか」と記者から問われたのに対して、「中心的な予測は、金融政策の蓋然性が高い次の一手は利上げである（the most likely next move in monetary policy is an increase in interest rate.）」と明言した。また、カーニー総裁は、同日の記者会見で、「ポジティブなサプライショックが生じている世界では、それは、良いディスインフレーションである」とも述べた。

以上みたように、2009 年以降のインフレ率の上振れ下における量的緩和の拡大や、2014 年 12 月の CPI 前年比の急低下にもかかわらず、政策運営面で現状維持を続けていることからみて、BOE が非常に柔軟な政策運営の姿勢をとっているのは明らかである。

²³ Bank of England, “Robert Peston interviews the Governor regarding the fall in the Consumer Prices index”, Courtesy of BBC, 13 January 2015.

²⁴ Bank of England, “Inflation Report Q&A”, 12th February 2015.

FRB による 2%のインフレ率の長期的ゴールは、黒田総裁の下での日銀の 2%の物価安定目標とは、性格が大きく異なる。

物価の安定を第 1 義的な政策目標としている中央銀行が多い中で、雇用の最大化と物価安定の 2 重の使命 (dual mandate) を課せられている FRB の負担は大きい。1978 年 10 月 27 日に、「ハンフリー＝ホーキンス完全雇用法」が施行され、FRB に 2 重の使命が課せられた。セントルイス連銀のソーントンの分析 (Thornton[2011]) によると、ボルカーが議長に就任した 1979 年から、FRB が信用緩和政策を導入した 2008 年末²⁵までの間は、FRB が対外公表する声明文で、政策目的として「雇用の最大化」に明示的に言及することは一切なかったとした。これは、失業率が 8%を超えていた 1981 年 11 月から 1984 年 1 月の期間にも当てはまる。法律上の dual mandate にもかかわらず、リーマンショック前の FRB の政策運営では、事実上、雇用の最大化は、物価安定に比べれば、従属的な扱いをされていたのである。

政策目標として、「雇用の最大化」が明示的に謳われたのは、FRB が 2010 年 11 月 3 日に大規模資産購入プログラム (LSAP) を導入する 1 回前の同年 9 月 21 日の FOMC 対外公表文である。このときの表現は、「基調的なインフレ率は、委員会が長期的に、雇用の最大化と物価安定を確保していく使命と整合的であると判断する水準よりもやや下回っている」とした。つまり、大規模な資産購入プログラムを導入する理屈付けとして、1 回前の FOMC 声明から、雇用の最大化が使われた側面が大きい。QE2 の導入以降は、FRB は、雇用の最大化と物価の安定をともに重視する傾向を強めた。2012 年 12 月 15 日、FRB は、QE3 の拡大とともに、フォワードガイダンスを修正し、「0~0.25%の超低金利を少なくとも失業率が 6.5%を超えており、1~2 年先のインフレ見通しが FOMC の 2%の長期的ゴールを 0.5%以上上回らない限り継続する」という、エバンズ・ルールを採用したのは、その端的な現れである。

FRB の場合、2%のインフレの長期的ゴールは、単独で導入されたものではない。FRB のコミュニケーションの分かりやすさを向上させる枠組みの一つとして、実質成長率や失業率の長期的ゴールとともに、2012 年 1 月 15 日に導入されたものである。

2011 年 11 月の FOMC では、FRB のコミュニケーションの分かりやすさを高めるための議論が行われ、「多くの委員は、明示的なインフレの長期的ゴールを示すことのメリットを指摘しつつも、そのようなステップは、雇用の最大化よりも物価安定により重きを置いているという誤解を生じかねないとの点で了解が得られた」(議事要旨) としている。2012 年 12 月の FOMC では、コミュニケーション小委員会が「委員会の長期的ゴールと政策戦略」と題する草案を提示し、議論が重ねられた。委員は、一般的に「そのようなステート

²⁵ 2008 年 12 月 16 日の FOMC 議事要旨によると、ニューヨーク連銀への政策指示 (policy directive) では、冒頭部分で「物価安定と持続的な成長を促す」という表現で始まり、最後に、さりげなく「雇用の最大化と物価安定という委員会の目的」という文言が初めて取り入れられたが、FOMC の声明文には、後者の表現は使われていない。

メントが金融政策の透明性と説明責任を高めるのに役立つ」としたものの、二人の委員が「委員会の見解の多様性を捉えるために十分に微妙な違いを記した文書は、実際、委員会の行動と意図に対する国民の理解を高めるとは限らない」との懸念を表明したとしている。それを受けて、バーナンキ議長は、小委員会に対して次回会合に修正版を提出するよう指示した。こうした経緯を経て、2012年1月24/25日のFOMCでは、「長期的ゴールと金融政策戦略」と題するステートメントが Tarullo 理事を除く全員で合意され、委員会終了後発表された。実質成長率、失業率、インフレ率の3つに長期的ゴールが設定された（議事要旨）。

FRB の場合は、物価安定の説明に用いている個人消費支出（PCE）デフレーターの上昇率が2%を超えたのを見極めてから、長期的ゴールの導入に踏み切った。FRB は、少なくとも長期的ゴールを導入した時点では、インフレ抑制を目指していたことになる。

2012年1月25日のFOMC終了後の記者会見²⁶で、バーナンキ議長は、エコノミスト誌の記者から、「もしインフレ率が2%の長期的ゴールを上回ったら、雇用情勢の回復を待つために、そうした乖離を一時的に許容するのか」と問われたのに対して、①インフレ率と失業率は、対等に（symmetrically）扱う、②FRB は、インフレ率と失業率をリアルタイムでコントロールできないので、我々のコントロールできない理由で、インフレ率や失業率が望ましいレベルから乖離する期間はありうる、③これらのゴールは中期的なものであり、フレキシブルな概念である、と返答した。また、フランクフルト・アルゲマイネ紙の記者から、「FRB は、スウェーデン中銀やノルウェー中銀のようなインフレ目標の類に近づいているのか、もしくは、ある種の物価安定のゴールを持ちながらも、真のインフレ・ターゲットではない ECB に近づいているのか」と問われたのに対して、「FRB は、今後も dual mandate の物価安定と雇用の最大化を対等に扱うので、用語上、インフレ目標を採用していない」と返答した。

イエレン議長は、2013年4月16日の講演²⁷で、「2012年1月25日のFOMCステートメントは、FRB が2%のインフレ率と雇用の望ましい水準からの乖離を次第に解消していくバランスのとれたアプローチをとることを明確にしている。この表現は、フレキシブルなインフレ目標の現代的定義と完全に整合的である」と述べた。

実際問題として、イエレン氏の議長就任後、FRB は、「雇用の最大化と物価安定を対等に扱う」という、バーナンキ議長の発言とは異なり、雇用情勢の改善により重点を置き始めたと言える。この背景には、イエレン議長が労働経済分野の卓越した専門家としてのキャリアを持っていたことが大きい。イエレン氏は、夫でノーベル経済学賞を受賞したジョージ・アカロフ氏と共著で、1980年代から1990年代にかけて、労働市場に関する学術論文を

²⁶ FRB, “Transcript of Chairman Bernanke’s Press Conference”, January 25, 2012.

²⁷ FRB, “Vice Chair Janet L. Yellen, Panel Discussino on “Monetary Policy: Many Targets, Many Instruments. Where Do We Stand?”, At the “Rethinking Macro Policy II”, a conference sponsored by the International Monetary Fund, Washington, D.C., April 16, 2013.

多数発表している (Akerlof and Yellen[1985], Akerlof and Yellen[1990]等)。

イエレン議長は、2014年3月19日の記者会見²⁸で、「労働市場における slack (需給の引き緩み状態) が究極的にはインフレ圧力ないしデフレ圧力をもたらす」と述べ、広範な雇用関連指標をみていく必要性を強調した。また、イエレン議長は、2014年3月31日のシカゴでのスピーチ²⁹で、労働市場の slack に関して多面的な分析を行い、①物価安定のゴールは雇用の最大化のゴールと同等に重要であるので、労働市場における slack に関する判断が FRB の政策決定に当たって最大の関心事の一つである、②労働市場の slack は、賃金の伸び率を低める要因であり、緩やかな賃金上昇率は FRB の仕事が終わっていないことを示すもう一つの兆候である、という2点を指摘した。

こうした2014年3月の記者会見やスピーチにおけるイエレン議長の発言を総合的に考慮すると、FRBは、雇用の最大化と物価安定は、対等に扱うとしつつも、まず、優先すべきは、労働市場の slack の解消であり、そのことが名目賃金の上昇率の高まりを通じて、中期的には2%のインフレの長期的ゴールの達成につながると考えているように窺われる。こうした考え方が、イエレン議長就任後の FRB の柔軟な政策運営に反映されているとみることができる。具体的にみてみよう。

2%のインフレ率の長期的ゴールの導入後、FRB が金融政策の説明に用いている PCE デフレーターの前年比は、振れを伴いつつも低下し、2014年12月現在は0.7%と1%台割れの状態にあるが、そうした中でも、2014年10月、FRB は、dual mandate のうちの、雇用の最大化を重視し、雇用情勢の改善を踏まえて tapering を完了している。2014年12月で、PCE デフレーターは、33か月連続で2%の長期的ゴールを下回り続けている (図表12)。FRB が tapering を完了後の2014年12月16/17日に開催された FOMC の議事要旨では、「インフレ率はエネルギーコストの低下やドル高の影響から暫くの間は目標値を下回るものの、FOMC は、コアインフレ率が現状程度 (1.3~1.4%) にあっても、インフレ率が2%の目標値に徐々に戻っていくという点で委員が合理的に確信を持てるのであれば、金融政策の正常化を開始し得るという点で了解が得られた」としている。上記のような諸点を踏まえれば、FRB の2%のインフレの長期的ゴールも、事実上かなりの程度形骸化しており、文字通り、長期的ゴールになっているとみられることもできる。

バーナンキ・イエレン両議長の対外的説明や、その後の政策運営状況や FOMC で示された委員の時々の情勢判断からみて、FRB も非常にフレキシブルな政策運営の姿勢を採用していると言える。

ECB も例外ではない。ECB は、1998年の創立以来、物価安定の数量的定義を示している。ECB の物価安定の数量的定義は、1998年10月の「2%以下 (below 2%)」でス

²⁸ FRB, “Transcript of Chair Yellen’s Press Conference”, March 19, 2014.

²⁹ FRB, “Chair Janet L. Yellen, “What the Federal Reserve Is Doing to Promote a Stronger Job Market””, At the 2014 National Interagency Community Reinvestment Conference, Chicago, Illinois, March 31, 2014.

タートし、2003年5月以降、デフレを許容しない見地から2%弱 (below, but close to , 2%) となっている。

この数量的定義の性格について、2000年12月1日の講演³⁰で、ECBのソランス理事は、「①物価安定の数量的定義は、概念的にも、実務上もインフレ目標ではない、②ECBは、中長期的に（マーストリヒト条約が定めた）物価安定を達成する義務を負っているが、金融政策は、それをターゲットにはしない」と説明している。つまり、ECBは、直接的なインフレ目標（a direct inflation targeting strategy）を採用していないのである。

ECB[2011]は、詳細に検討しながらも結局、直接的なインフレ目標を採用しなかった理由として、次の3点を指摘し、ECBは、「ユーロ圏経済の構造に関連した相当の不確実性を考慮すると、単一の（インフレ）予測に依拠するのは不適切であると判断した」としている。

①インフレの数値に完全に焦点を当てることは、物価安定への脅威の性格を特定するための包括的で信頼できる枠組みではない。

②達成期間（例えば2年）といった教科書的なインフレ目標アプローチの様々な側面は、ある程度任意なもので、多くの場合最適ではない。

③貨幣集計量に含まれる情報を伝統的なマクロ経済モデルの基礎となるインフレ予想に結び付けるのは困難である。

リーマンショック後のECBの政策金利動向をみると、インフレ率の急低下を踏まえ、2009年5月7日に、過去最低水準の1%に引き下げられた。2011年4月7日と同年7月7日には、欧州債務危機が終息していないにもかかわらず、インフレ率の高まりを受けて、25bpずつ政策金利を引き上げた。ドラギ総裁は、就任後、インフレ率は3%近かったにもかかわらず、直ちに2度の利下げで政策金利を1%に戻し、トリシェ総裁の前2回の利上げが間違いであったことを示した。2012年7月5日には、欧州債務危機の再燃を踏まえ、インフレ率が2%を超えていたにもかかわらず、0.75%への利下げを実施した。その後は、ユーロ圏のインフレ率低下を踏まえ、3回の利下げが実施され、2014年6月5日には、政策金利が0.15%に引き下げるとともに、預金ファシリテイの金利や超過準備等の金利も-0.1%に引き下げられ、初のマイナス金利となった。こうしたECBの金融政策の動向をみると、ECBの場合も、非常にフレキシブルな政策運営の姿勢を採用しているとみることができる。

³⁰ ECB, Eugenio Domingo Solans, “Monetary policy under inflation targeting”, at the Fourth Annual Conference of Banco Central de Chile, Santiago de Chile, 1 December 2000.

4. 期限を切ったインフレ目標の陥穽

第3節で詳しく検討したように、主要国の中央銀行は、物価安定を目標にしている点では、共通しているが、それをどのように実現していくかについてのスタンスは、日銀が期限を切ったインフレ目標に固執しているのに対して、米英欧3中銀が正式にインフレ目標を導入しているBOEを含め、非常に柔軟な政策運営に徹してきており、大きな違いがある。そもそも、インフレ目標を導入した国では、その導入以前に高めのインフレを経験していた国が多い。主要国の中銀で、低いインフレ率を引き上げる目的で、正式にインフレ目標を採用したのは、日銀が初めてである。前記のように、2%のインフレの長期的ゴールを導入したFRBも、導入時のPCEデフレーターの前年比は、2%を超えていた。期限を切ったインフレ目標がなぜ問題なのか、考えてみよう。

第1は、ゼロ金利制約下では、貨幣数量説も貨幣乗数アプローチも成立しないことから、インフレ目標を導入しても、それを達成できる実効性ある政策手段がないことである。

インフレーション・ターゲティングに関しては、1999～2001年頃に日銀も導入すべきという議論が高まったことがある。この時は、「デフレを克服しないと不良債権問題は解決しないし景気回復も覚束ない」として、日銀は、インフレーション・ターゲティングを採用し、非伝統的な手段を総動員してでもデフレ克服に取り組むべきといった趣旨の主張が数多くみられた。また、中原伸之審議委員は、インフレ目標の議案を提出し続け、毎回否決された。

これに対して、日銀は、インフレーション・ターゲティングを導入しても、それを達成できる実効性のある政策手段がなければ金融政策に対するクレディビリティがかえって低下してしまうとして、その採用に否定的な姿勢を示し、2001年3月に量的緩和政策の導入に踏み切ったという経緯がある。

量的緩和政策は、その解除の条件を消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率が安定的にゼロ%以上となるまでとした点でインフレーション・ターゲティングに似た側面を有しているが、中期的なインフレ率目標を掲げ、それと現実のインフレ率が乖離した場合に政策変更を行うという意味でのインフレーション・ターゲティングとは明確に異なる。

その後デフレが継続する中で2002年以降日本の景気は拡大傾向を辿った。また、こうした中で不良債権問題も大手行では消費者物価の前年比変動率がプラスに転じる約半年前の2005年3月末におおむね解決した。こうした点からみて、1999～2001年頃の「デフレを克服しないと不良債権問題は解決しないし、景気回復も覚束ない」という主張は、正しいものではなかったことが分かる。

量的緩和政策導入後から2001年末までの間に、多くの審議委員が講演を行っているが、中原伸之委員を除くと、インフレーション・ターゲティングに関して、ほぼ同様の指摘を行っていることは注目に値する。植田和男委員は、2001年9月29日の講演³¹で、「景気を

³¹ 日本金融学会における植田審議委員講演「流動性の罫と金融政策」2001年9月29日、

刺激するための金融政策手段が限られている現状では、こうした達成目標時期を明示しても、市場の冷ややかな反応を招くに止まり、政策手段とならないどころか金融政策に対する信認を失わせる結果となるのではないかと懸念している」と述べている。その後の講演で、田谷禎三委員³²、須田美矢子委員³³、中原真委員³⁴、山口泰副総裁³⁵、三木利夫委員³⁶が植田委員とほぼ同趣旨のことを述べている。こうした点からみて、日銀がインフレ目標を採用しなかった最も大きな理由は、「インフレ目標を導入しても、目標を達成する有効な政策手段がない状況では、日銀の政策に対するクレディビリティがかえって低下してしまう」という点にあったことは間違いないと思われる。

2012年2月14日の日銀の事実上のインフレ目標の導入は、これまでの日銀の政策委員会の考え方を大きく変えるものであった。それだけに、市場にとっては、大きなサプライズとなったが、半面、日銀は、達成が容易でない約束をしてしまった点で無理をしてしまった感は否めない。Woodford[2012]は、「マネタリーベースの増加が必然的に名目GDPの増加につながるという、貨幣数量説的な教義のような理論は、強固な理論的根拠を持たず、これまでの実証データからも支持されない」と述べている。金融政策で消費者物価の上昇率を引き上げるのは、難しいからである。日銀がインフレ目標を正式に導入しても、目標を達成する有効な政策手段がない状況という2001年当時の状況に大きな変化が生じているとは考えられない。

量的・質的金融緩和の波及ルートとして、日銀では、①長めの金利や資産価格のプレミアムへの働き掛け、②リスク資産運用や貸出を増やすポートフォリオ・リバランス効果、③金融市場や経済主体の期待の抜本的な転換、といった3点を挙げていた。このうち、3番目の「金融市場や経済主体の期待の抜本的な転換」に関しては、岩田規久男氏の主張がそのバックグラウンドにあると考えられる。

岩田規久男氏の主張は、数多くの著書や論文でみてとることができる。日銀副総裁就任1年前の著書(岩田[2012])では、①日米とも、マネタリーベース残高とブレイクイーブンインフレ率(BEI)との間に明瞭な相関関係³⁷があるとし、この単回帰式³⁸を用いて、マネタリーベース残高を50兆円積み増して162兆円(2012年3月の残高実績112兆円+50兆円)に増やせば、BEIを2%まで引き上げ、実際のインフレ率も2%を達成できると指摘したうえで、②日銀が期待インフレ率として、BEIを用いず、エコノミストの予測値(コンセンサスフォーキャスト)を使用していることを強く批判していた。また、日銀副総裁就任

p.8.

³² 静岡県金融経済懇談会における田谷審議委員挨拶要旨 2001年10月4日、p.4.

³³ 埼玉県金融経済懇談会における須田審議委員挨拶要旨 2001年11月5日、p.5.

³⁴ 石川県金融経済懇談会における中原真審議委員挨拶要旨 2001年11月22日、p.5.

³⁵ 日本総合研究所経済講演会における山口副総裁講演 2001年11月26日、p.4.

³⁶ 札幌市における金融経済懇談会三木利夫審議委員基調説明 2001年12月6日、p.6.

³⁷ リーマンショック後の期間の相関係数は、米国が0.86、日本が0.92。

³⁸ 同書p.110の図表4-7。ただし、相関係数が示されているだけで、パラメーターやt値等は一切明示されていない。

直前の 2013 年 3 月 4 日の「資本市場研究会」主催の講演会では、「当座預金が 10%と増えると、予想インフレ率は 0.44 ポイント上がる」と指摘したと報道されている³⁹。

こうした岩田規久男氏の主張は、どのようにみるべきであろうか。そもそも、マネタリーベースの増加が期待インフレ率の上昇をもたらすメカニズムについては一切説明されていないし、そういう経済理論や理論モデルは存在しない。また、この考え方は実証的にも、支持されない。米国について、梅田[2013]は、以下のように指摘している（図表 1 3）。

「ブレイクイーブンインフレ率は、リーマンショック後急低下したあと、持ち直した。この持ち直し局面は、FRB がマネタリーベースを急拡大した時期に当たることから、この時期だけをとると両者の間に相関関係があるようにみえるが、長期的には、相関関係は全く認められない⁴⁰。むしろ、ブレイクイーブンインフレ率は、金融市場の不安度を示す VIX 指数と明瞭な相関関係があり（両者の相関係数は 0.82）、また、VIX 指数は、新規失業保険申請件数と相関関係がある（相関係数は 0.71）。こうした点からみて、マネタリーベースの増加は、期待インフレ率を高めるという主張は、実証的な根拠が乏しい」

一方、日本においては、2004 年 3 月に発行が開始された物価連動国債は、2008 年 8 月を最後にリーマンショックの影響から発行が停止された。白川方明日銀総裁（当時）は、2012 年 2 月 23 日の衆議院予算委員会⁴¹において、中川秀直委員から物価連動債の利率について問われたのに対して、「先生ご指摘の物価連動国債、これは私どもも、もちろんこの数字を見ております。ただ、この物価連動国債の市場は非常に今小さくなってきて、流動性が低くて、日本については、これからなかなかインフレ予想がはじき出せないという現状にあります」と答えた。

物価連動国債は、2013 年 10 月 8 日に発行がようやく再開されたことから、2013 年 10 月以降については、新ベースの BEI のデータが利用可能である。BEI の推移をみると、発行再開時の 0.9%程度からその後消費税率引き上げが確定してことを織り込んで、ピーク時の 2014 年 4 月頃には 1.4%程度まで高まったものの、2014 年半ば以降はマネタリーベースの急増にもかかわらず、BEI は、低下傾向にあり、2015 年 1 月には 0.8%程度まで低下している（図表 1 4）。因みに、2015 年 1 月のマネタリーベース残高は、279 兆円に達している。従って、「マネタリーベースの増加が期待インフレ率の上昇をもたらす」という岩田規久男氏の主張は、日本でも、事実として否定された。日銀の量的・質的金融緩和の重要な根拠が崩れた格好となっている。

³⁹ ロイター 2013 年 3 月 4 日 17:13 JST、日本経済新聞電子版 2013 年 3 月 4 日 17:44。

⁴⁰ 2003 年 1 月から 2012 年 7 月の月次データを用いて、米国のブレイクイーブンインフレ率と米国のマネタリーベース残高の相関係数をとると、無相関であるうえ、マネタリーベースのパラメーターは符号条件が逆（マイナス）であることが分かる。

⁴¹ 衆議院会議録第 180 回国会予算委員会第 15 号（平成 24 年 2 月 23 日）。

岩田副総裁は、2015年2月5日の講演⁴²で、従来用いていたBEIのグラフを使用しなかった。そして、その後の記者会見では、「日銀当座預金が10%増えると予想インフレ率0.44%上昇する」という、2013年3月4日の発言は事実かと記者から問われた。これに対して、岩田副総裁は、①「何月何日に何を申し上げたのか、何%であったか、具体的な日時、数字までは記憶になく、調べてみないと分かりません。(中略)BEIとベースマネー、当座預金の関係を前提にお話したことは事実です」と事実を認め、②「BEI、予想インフレ率は、日本銀行の金融政策運営において非常に重要なキーポイントとっていますが、これをどのように計測するかは非常に難しいということです」と、BEIの欠陥を素直に認め、さらに、③「日本銀行では様々な、膨大な指標が提供されるようになり、予想インフレ率は様々なサーベイデータをみなければならぬということがだんだん分かってきました。(中略)こうしたBEIの動きにはよく分からないところがあります。従って、それだけをみて予想インフレ率がどうなっているかを判断するのは少しリスクで、サーベイデータとか、賃金の交渉状況や企業の価格設定行動がどうなっているかといった広い範囲でデータをみるようにしています」と付け加えた。そのうえで、岩田総裁は、「物価安定目標の達成について、例えば2年が、私が就任してから2年の今年(2015年)4月ぴったりとすれば、そこまでうまくいかない状況だということは事実です。(中略)需給ギャップを縮めながら予想インフレ率を上げていくことによって物価が上がっていくという基調は変わっていないと思います」と、事実上、達成時期が先ずれしたことも認めつつも、将来の達成に期待をつないだ。

期限を切ったインフレ目標の第2の問題点は、上記第1に挙げた有効な政策手段ないということの当然の帰結として、量的緩和に歯止めがかからないということである。原油価格が急落する中で、日銀は、2014年10月末に、追加緩和を実施した。2014年末で、日銀の総資産対GDP比率は、60%を超え、20%台の米英欧3中銀の約3倍となっている(図表15)。マネタリーベース対GDP比率は、2014年末で、日銀は51%と、FRBの23%、BOEの20%、ECBの12%をはるかに上回る高水準にある(図表16)。2%のインフレ目標の達成が先ずれすればするほど、日銀の総資産はさらに膨らみ続けることになる。追加緩和後は、長期国債を年間80兆円、ETFを同3兆円純増させるので、このままいくと日銀の総資産対GDP比率は、2015年末には80%程度、2016年末には93%程度になると見込まれる⁴³。総資産対GDP比率が80%程度になると、2015年1月15日にスイスフランの無制限介入の停止に追い込まれたスイス中銀(SNB、2014年9月末80%)並みとなる。

第3は、上記2の結果として、日銀の国債購入政策がますます財政ファイナンスに近づくことである。量的・質的金融緩和では、長期国債の新規発行額の7割が購入されたが、2014年10月末の追加緩和で新規発行額の9割が購入されることになった。中銀の国債購入

⁴² 日本銀行、「岩田副総裁記者会見要旨」、2015年2月4日。

⁴³ 2015年、2016年の名目GDPの予測値は、「OECD Economic Outlook 25th November 2014」による。

が財政ファイナンスかどうかについて、梅田[2013]は、Thornton[2010]の議論を踏まえ、「金融政策の目標が達成されたときに、中央銀行が財政上の配慮なしに、長期国債の保有高を順調に減らしていけるかどうかという点である」と指摘した。

この点で参考になるのは、日本の量的緩和政策の終了時の経験である。2001年3月から2006年3月の量的緩和政策の実施時を振り返ると、日銀は日銀当座預金残高の目標値を引き上げるために、長期国債と短期国債の購入を増やした。長期国債の保有高は、ピーク時の2004年8月に67兆円を超えた。2006年3月に量的緩和政策が解除されたあと、日銀は保有していた長期国債の残高を41兆円台まで26兆円減らすことができた。量的緩和政策の実施時における長期国債の買入れは、事後的にみれば、財政ファイナンスではなかったことになる。上記のような財政ファイナンスの判定基準に従えば、量的・質的金融緩和については、財政ファイナンスかどうかの最終的な見極めは、出口を迎えるまではできない⁴⁴。

しかし、瞬間風速的には、現在の日銀の国債購入政策は、前記のように新規国債の発行額の殆どを買い入れている点で、限りなく財政ファイナンスに近い。2014年末の保有長期国債対GDP比率をみると、日銀は約40%に達しており、既に、リーマンショック後積極的に長期国債を購入してきたBOEの2倍、FRBの3倍となっている（図表17）。

因みに、国債の日銀引き受けが実施されていた1930年代前半の高橋財政期（1932～1936）においては、日銀は通貨の膨張を防ぐ観点から引き受けた国債の約89.7%を民間銀行に売却していた（鎮目[2002]）。こうしたことから、日銀保有長期国債の対GNP比率は、高橋財政期のピーク時で4.1%（1933年）、戦時下のピークで10.9%（1941年）に過ぎない（図表18）。梅田[2006]は、高橋財政期の金融政策について、以下のような総括を行っている⁴⁵（図表19）。

「マネタリーベースの前年比はピーク時の33年央でも15%程度にとどまった。その意味で、高橋財政期には、金本位制下の通貨縮小から一転して通貨量は増大の方向に動き、金融政策はアコモデイティブ（accommodative）な役割を果たしたが、36年頃までは、引き受け国債の売りオペによって通貨量膨張の行き過ぎは回避され、事後的にみれば通貨量の調節はおおむね円滑に行なわれたとみることができる」

以上の検討から明らかのように、量的・質的金融緩和の一つの大きな問題点は、2年間という、期限を切ったインフレ目標を導入したことである。前記のように、黒田日銀総裁は、「『2%』程度の物価上昇率を目標にして金融政策運営を行うことは、グローバル・スタンダード」と述べたが、2年間という期限を切るインフレ目標は、グローバル・スタンダード

⁴⁴日銀が出口を迎えられない可能性もある。また、仮に、輸入インフレの再現等によってCPI上昇率が2%を超え、首尾よく日銀が出口を迎えられたとしても、その場合には、長期金利の上昇や、IOERの引き上げによる国庫納付金の減少等、難しい問題が生じることになる。この点については、梅田[2013]、梅田[2014]を参照。

⁴⁵ 梅田[2006]、p.161。

では決してない。また、本節で詳しく検討した、近年における主要国中銀の現実の柔軟な政策運営を踏まえたものでもない。

量的・質的金融緩和が導入されたあとの日本経済新聞社のインタビューで、コロンビア大学のマイケル・ウッドフォード教授は、2年という期限を設けたことに関して、「物価上昇率を短期間に高めるのはいつも難しい。だから、どの中央銀行も期日を示すのは避ける。今は平時と違って政策金利がほぼゼロに張り付いているから物価を押し上げるのはなおさら難しい。こうした中で特定の期日を示すのは賢くない」と述べている⁴⁶。

日銀の量的・質的金融緩和について、過去の日銀執行部のメンバーは、概してコメントを差し控える傾向にあるが、大蔵省事務次官、日銀副総裁を歴任した武藤敏郎大和証券理事長は、2015年1月31日の日本経済新聞社のインタビュー⁴⁷において、「そもそも『2年』に期間を特定したことに問題がある。当初は決然とした態度を表明したことで、期待に働きかけようとする意図があったと思う。だが自ら期限を区切って物価目標を達成しようとしている中央銀行は他にない。実現できなければ二度と使えない政策だ。他の中銀が期間を特定しないのは自信がないからではない。クレディビリティ（信認）を大事にするからだ」と批判的な見解を述べている。

⁴⁶ 日本経済新聞社、「黒田流緩和、『私ならそうしない』、米第一人者の懸念」。2013年4月28日、電子版。

⁴⁷ 日本経済新聞社、「日銀『物価目標の達成時期、明示必要ない』、2015年1月31日、電子版。

5. 交易条件の変化と金融政策対応のあり方

2000年代に入ってから、原油価格の急騰などから交易条件が大きく悪化し、その後、原油価格の下落から交易条件が改善するという局面が2度生じている。具体的にみると、1回目は、2007年から2008年にかけての交易条件の急速な悪化とリーマンショック後の原油価格の急落に伴う交易条件の一時的な改善であり、2回目は、2010年以降の原油価格の急騰に伴う交易条件の大幅悪化と2014年秋口以降の原油価格急落による交易条件の改善である(図表20)。GDP統計では、実質GDPのほかに、実質GDIと交易利得(損失)が計算されている。実質GDI=実質GDP+交易利得(損失)という関係がある。図表21が示すように、2007年から2008年にかけてと、2010年から2014年にかけて、交易損失がかつてない規模に膨らみ、実質GDIが伸び悩んだ姿がみてとれる。2回目については、原油価格の急落に伴う交易条件の改善はタイムラグを伴って、これから大きく顕在化すると考えられる。こうした交易条件の変化に対して、金融政策はどのような対応すべきであろうか。この問題を考えるには、2度の石油ショックの経験が参考になる。

まず、海外からのコスト上昇圧力に対して、金融政策はどのように対応すべきであろうか。輸入コスト上昇の直接的な影響に限っては、物価に転嫁していくのは、やむを得ない。その分まで金利引き上げで抑えようとする、企業収益や賃金の圧縮を通じて景気を大きく冷え込ませる要因になるからである。しかし、そうした状況を越えて人々の期待インフレ率の高まりを通じて、ホームメイド・インフレに転化していく惧れがある場合には、第2次石油危機後の日銀の政策対応に端的に表れているように、早め早めの金利引き上げで対応していくべきと考えられる。こうした考え方こそ、1970年代における2度の石油ショックの経験から得られた貴重な教訓である。

前記のように日本では2007年から2008年にかけて物価上昇率が高まる一方で、国内景気は2008年に入ってから減速傾向を強めた。こうした状況の下で、日銀は、景気・物価情勢を注視しつつ、2008年9月まで、政策金利(0.5%)の据え置きを続けた。この時期において、このようなCPI上昇率の高まりを日本経済の改善の兆候や、日銀の低金利政策継続の効果と受け止める人は皆無であった。単なる輸入インフレに過ぎないとの見方が大勢であったのである。上記のような海外からの輸入インフレ圧力は、一時的なものにとどまり、そうした影響が剥落するにつれて、消費者物価指数の上昇は衰え、2009年3月以降は、再び前年比マイナスに転じた。

これに対して、今回は、2013年4月4日の量的・質的金融緩和の導入を受けて、2年間で2%のインフレ目標の達成に向けて、大胆な金融緩和が継続されている。日銀は、2013年から2014年にかけてのCPI上昇について、「2%の『物価安定の目標』の実現に向けた道筋を順調にたどっています」⁴⁸と、異次元緩和の政策効果が順調に顕在化してきている現

⁴⁸ 日本銀行、「日本経済：慎重論に答える」、エコノミック・クラブNYにおける講演の邦訳、

れと自己評価してきた。しかし、第2節の分析を踏まえれば、2013年以降のCPI上昇率の高まりは、基本的には、輸入インフレによる面が大きいとみることができる。

一方、原油価格の下落などから交易条件が改善しているときは、金融政策はどうあるべきであろうか。

交易条件の改善は、2つの要因によって生じうる。円高と資源価格の低下である。財務省の「貿易統計」の貿易取引通貨別比率（2014年下半期）をみると、輸出の円建て比率は36%程度と、輸入の円建て比率（21%）程度を大きく上回っている。円高は、外貨建て輸出契約価格、外貨建て輸入契約価格が一定の場合、輸出価格よりも輸入価格の低下が相対的に大きくなることから交易条件を改善させるが、半面、輸出面には悪影響をもたらす面もある。これに対して原油価格の低下は、輸入価格を引き下げ一方、輸出価格には影響しないことから、確実に交易条件の改善をもたらす、所得の海外流出を抑えるかたちで、実質賃金の改善効果を通じて景気を下支えすると期待される。原油価格の大幅下落は、物価へは押し下げる方向で作用するものの、日本経済には大きな恩恵をもたらす筈である。そうであれば、金融政策は何らの政策対応はとらないことが望ましい。原油価格などの変動による交易条件の変化に対しては、金融政策はシンメトリック（対称的）に対応するのが適切である。つまり、原油価格の急騰による一時的なインフレ率の上振れや、原油価格の急落に伴う一時的なインフレ率の低下は、どちらも許容し、前者の場合、引き締めはせず、後者の場合、特段の緩和措置はとらないといったように、中央銀行は基本的には静観するということである。

こうした点に関する正しい理解は、FRBやBOE、および白川総裁時代の日銀には、共通していたとみることができる。具体的にみてみよう。

前記のように、2007年から2008年にかけてのCPI上昇率の高まりに対して、日銀は政策金利を据え置いた。FRBは、原油価格の低下が目立ってきていたにもかかわらず、2014年10月に、taperingを予定通り完了した。BOEは、2014年12月のCPI上昇率が0.5%まで低下しても、前記のようにBOEのカーニー総裁、オズボーン財務相とも「グッドニュース」と受け止め、追加緩和策はとっていない。

一方、日本では、2014年半ば以降は、輸入インフレ要因が後退するにつれて、CPI上昇率は次第に鈍化してきており、2014年10月以降の原油安が定着すると、2015年春先には、前年比ゼロ%近傍ないし、前年比マイナスに転じる可能性すら出てきている。こうした中で、原油価格の急落を受けて、日銀は、2014年10月末には、追加緩和に踏み切った。

この間のECBの金融政策対応は、どのように評価できるであろうか。少なくとも、ドラギ総裁就任後、2013年頃までは、ECBは巧みな金融政策運営に成功したと言える。2011年秋口の2回の利下げと2011年12月のLTR0の導入、そして、2012年9月のOMTの導入は、欧州債務危機の落ち着きに大きく貢献した。その後、LTR0の繰り上げ返済が進み、ECBの

総資産はピークの3兆ユーロから2兆ユーロまで減少した。ECBは、4中銀の中でいち早く非伝統的な金融政策から脱却する兆しを示していた。

しかし、ユーロ圏のインフレ率が急低下し始めた2014年半ば以降、ECBの政策対応は、迷走気味となった。ECBは、インフレ率の低下を踏まえ、2014年6月には、政策金利を0.15%まで引き下げるとともに、預金ファシリティの金利や超過準備への付利金利を-0.1%に引き下げるといふ、マイナス金利政策を初めて導入した。ユーロ圏のインフレ率低下には歯止めがかからず、ユーロ圏の2014年12月のCPI上昇率が-0.2%となったのを受けて、2015年1月22日に、ECBは、初めて量的緩和政策を導入した。量的緩和政策の概要は、次の通りである⁴⁹。

①資産購入プログラムの拡張 (expanded asset purchase programme)

- (i) 2014年導入済みのABSPP (2014年11月21日スタート) とCBPP3 (2014年10月20日スタート) と並行して、月額600億ユーロ購入
- (ii) 購入は少なくとも2016年9月までとするが、必要に応じて2%弱のインフレ率への経路が見極められるまで、継続(2016年9月までの19か月間の累積購入額は1.1兆ユーロ)
- (iii) 2015年3月から購入開始

②購入対象

- (i) 国債、EUの国際機関債、投資適格債 (流通市場より購入)
- (ii) 内訳は、国債450億ユーロ、欧州機関債50億ユーロ、ABSとカバードボンド100億ユーロ
- (iii) ユーロ買入国債の額は、ECBの出資比率に応じて購入
- (iv) 買入国債の満期は、2年~30年
- (v) EU/IMFの支援国 (ギリシャ、キプロス) は、別途の基準⁵⁰

③リスクシェアリング

- (i) 欧州機関債 (購入額の12%) は、加盟中銀によって購入
- (ii) 残りの80%の加盟中銀の購入分は、リスクシェアリングの対象外 (各中銀の負担)
- (iii) ECBは、8%分購入
- (iv) 資産購入の20%分は、リスクシェアリングの対象 (加盟中銀が出資比率に応じて負担)

ECBの量的緩和導入に対しては、政策理事会において投票は行われなかったものの、ブendesバンクのバイトマン総裁と、ドイツ出身のラウテンシュレーガー専務理事、オランダ中銀のクノット総裁、オーストリア中銀のノボトニー総裁、エストニア中銀のハンソン総

⁴⁹ ECB, “Press Release – ECB announces extended asset purchase programme”, 22 January 2015

⁵⁰ ただし、1発行体当たりの買入額を全発行額の33%までとする上限規定 (発行体キャップ) により、ECBの保有するギリシャ国債が満期を迎える2015年7月までは購入できない。

裁の5人が反対ないし、この時期での導入に反対の意を示した⁵¹。2015年2月19日にECBが初めて公表した政策理事会の議事要旨（2015年1月22日分）では、数名の委員（some members）が述べた反対の理由について、1頁近くの紙幅を使って丁寧に記述されている。上記議事要旨は、some membersの反対の理由をやや羅列した印象があることから、ここでは、交易条件の変動下の金融政策運営に関する見解を簡潔に述べたものとして、政策理事会終了後に行われたブンデスバンクのバイトマン総裁のインタビューの内容を紹介する。

バイトマン総裁は、2015年1月25日のヴェルト・アム・ゾンターク紙のインタビュー⁵²で、中銀による国債購入は厳格に行われる必要があるとの従来からの姿勢⁵³を強調したうえで、量的緩和を採用する時期ではないと考えたのかという記者の問に対して、以下のように返答した。

「それが（量的緩和）の議案に賛成しなかった理由だ。確かに足元のインフレ率は非常に低い、それは大部分原油安の影響によるものだ。現下の非常に低いインフレ率は一時的な現象であるとの証拠が幾つかある。しかしながら、政策理事会の多くのメンバーは、ユーロ圏の人々が物価の低迷に慣れてしまっていて、最悪の場合は、下方スパイラルに陥ると恐れた。（中略）原油安が生じると、最初は物価に影響が現れるが、経済は次第に活発化する。それゆえ、そうした好影響（second-round effects）が現れないうちに、中銀は政策対応しないというのが適切だ。ECBは中期的な物価安定の目標を持っているが、一時的に目標から乖離することは大いに在りうる」

バイトマン総裁は、交易条件の大幅変動下における金融政策対応のあり方について、明らかに、白川総裁時代の日銀や、FRB、BOEと共通の政策思想を持っていると言える。原油安による輸入インフレ要因の剥落は、コアCPIの伸び率を引き下げ一方で、海外への所得流出の抑制を通じて経済に恩恵をもたらす。原油安のタイミングをとらえて、追加緩和に踏み切るのは、誤りだ。

2014年以降のECBの金融政策運営には、3つの点で疑問がある。第1は、2014年6月にマイナス金利政策を導入し、超過準備を保有するインセンティブを削いでいた中で、量的緩和政策を導入したのは、政策の整合性を欠いている点である。第2は、2015年1月22日の10年物国債の利回りをみると、ドイツが0.36%程度と日本（0.23%）に迫り、スペインが1.56%程度と米国（1.80%）を下回る状況で、量的緩和を導入しても、長期金利のさらなる低下余地は極めて乏しいとみられることである。第3は、ECBが量的緩和を導入しても、上記の第2の要因もあり、インフレ率の押し上げ効果は乏しいとみられることである。FRB

⁵¹ Bloomberg 2015年1月23日、04:16 JST.

⁵² Bundesbank, "The risk of exaggerations increases", interview with Jens Weidmann published in Welt am Sonntag on 25 January 2015.

⁵³ バイトマン総裁のECBによる国債購入についての考え方は、梅田[2013]の第1章、第5章、第6章が詳しく紹介している。

が総資産を4.5兆ドルまで拡大しても、PCEデフレーターは、2014年12月で33か月連続で2%の長期的ゴールを下回っている。日本でも、日銀の総資産対GDP比率は60%を超えているにもかかわらず、インフレ率の低下が生じており、2015年央にはCPI前年比がマイナスとなる可能性もある。ECBのQE導入に反対したオランダ中銀のクノット総裁は、2015年1月25日のロイターのインタビューに対して、「量的緩和によってユーロ圏のインフレ率をECBが目標としている2%をやや下回る水準に引き上げることができない場合、どうすべきか分からない」と不安を述べた⁵⁴。ECBは、正式なインフレ目標を導入していないにもかかわらず、足元のインフレ率低下にとらわれて、交易条件変動下の金融政策運営の在り方に関する一貫した政策思想を持たないまま、黒田総裁下の日銀のように、性急に緩和措置を採用してしまった感が強い。

ただし、ECBと日銀の金融緩和には大きな違いがある。日銀は、主要国の中銀がどこもやったことのないような、さらなる総資産の積み上げを目指しているのに対して、ECBは、縮小した総資産をかつてのピーク時をやや上回る水準に復元させようとしているだけであり、同じ追加緩和と言っても明らかに次元が大きく異なるからである（図表2.2）。

⁵⁴ ロイター2015年1月26日、09:22 JST.

6. 結論

2013年半ば以降、日本のCPIが上昇に転じたのは、エネルギーコストの上昇や円安による面が大きい。2007年から2008年にかけて生じたような輸入インフレがやや規模を縮小したかたちで顕在化したとみることができる。2013年以降のコアコアCPI上昇率の高まりは、①産業競争力の急速な低下に直面したデジタル家電の価格が輸入品へのシフトから円安効果で一時的に上昇したことに加え、②サービス6品目の価格が過去の間違った公共料金政策の是正の影響や、高齢化の進展などに伴う保険収支の悪化の影響などから上昇したことによるものである。こうした点からみて、日本のCPIの変動特性は、デジタル家電の価格が為替レートの影響を受け易くなったのを除けば、基本的には2012年までと2013年以降で大きく変化したとみることはできない。消費税率の引き上げを調整したCPI上昇率は2014年12月には0.5%と1%を切っており、このまま原油安が定着すると、CPI上昇率は2015年央には0%近傍まで低下し、2%の目標達成は難しくなると考えられる。

日銀は、「2%程度の物価上昇率を目標にして金融政策運営を行うことは、グローバル・スタンダード」として、その達成に向けて大胆な資産購入に邁進しているが、2年間という期限を切ったインフレ目標策は、時間をかけてインフレ率を目標に近づける他の主要中銀の柔軟な政策運営とは対極をなすものである。また、そうしたインフレ目標至上主義は、達成する有効な政策手段がないだけに、量的緩和に歯止めがかからず、実質的に財政ファイナンスに近づくという問題を生じている。「マネタリーベースの増加が期待インフレ率の上昇をもたらす」という岩田規久男氏の主張は、前記のように、日本でも、事実として否定された。日銀の量的・質的金融緩和の重要な根拠が崩れた格好となっている。

原油安を受けて追加緩和に踏み切った日銀のスタンスは、交易条件の大幅変動に対してシンメトリックに静観するという、FRBやBOEの政策姿勢とも対極に位置している。

現時点で、日銀は、建前上は、なお期限を切った2%のインフレ目標に固執している。FRBが2014年10月末に大規模資産購入プログラム(QE3)を停止し、金融政策の正常化を模索しようとしている状況下、日銀は、期限を切ったインフレ目標に固執し、原油安のメリットを打ち消すさらなる円安や財政ファイナンスにつながりかねない追加緩和を繰り返すのは不適切である。そうではなく、日銀は、米英欧中銀のように時間をかけてインフレ率を目標に近づけるフレキシブルなインフレ目標に切り替え、原油安の恩恵を享受する政策姿勢に転換することが本来望ましいと考えられる。

[参考文献]

(和文)

飯星博邦・梅田雅信・脇田成[2011]、「量的緩和—レジーム・スイッチ VAR からみた 2 つの政策効果」、浅子和美・飯塚信夫・宮川努編、『世界同時不況と景気循環分析』第 10 章に所収、東京大学出版会、pp.201 - 220、2011 年 3 月。

池尾和人[2013]、『連続講義・デフレと経済政策』、日経 BP 社、2013 年 7 月。

岩田一政[2010]、『デフレとの闘い—日銀副総裁の 1800 日』、日本経済新聞出版社、2010 年 7 月。

岩田規久男[2012]、『日本銀行 デフレの番人』、日本経済新聞出版社、2012 年 6 月。

植田和男[2005]、『ゼロ金利との闘い—日銀の金融政策を総括する』、日本経済新聞社、2005 年 12 月。

梅田雅信[2006]、「1930 年代前半における日本のデフレ脱却の背景：為替レート政策、金融政策、財政政策」、『金融研究』第 25 巻第 1 号、pp.145-181、2006 年 3 月。

梅田雅信[2009]、「日本の消費者物価指数の諸特性と金融政策運営」、内閣府経済社会総合研究所企画・監修、吉川洋編、『デフレ経済と金融政策』第 10 章に所収、慶応義塾大学出版会、pp.295 - 344、2009 年 11 月。

梅田雅信[2011]、『日銀に政策形成—「議事録」等にもみる、政策判断の動機と整合性』、東洋経済新報社、2011 年 3 月。

梅田雅信[2013]、『超金融緩和のジレンマ』、東洋経済新報社、2013 年 3 月。

梅田雅信[2014]、『IOER 導入以降における日米オーバーナイト金利の動向と出口戦略』、首都大学東京大学院社会科学部研究科経営学専攻、Research Paper Series No.138、2014 年 3 月。

大垣昌夫・小川一夫・小西秀樹・田淵隆俊編[2012]、『現代経済学の潮流 2012』東洋経済新報社、2012 年 7 月。

翁邦雄[2011]、『ポストマネタリズムの金融政策』、日本経済新聞出版社、2011 年 6 月。

黒田東彦[2005]、『財政金融政策の成功と失敗』、日本評論社、2005 年 7 月。

齊藤誠[2006]、『成長信仰の桎梏—消費重視のマクロ経済学』勁草書房、2006 年 12 月。

鎮目雅人[2001]、「財政規律と中央銀行のバランスシート—金本位制～国債の日銀引受実施へ・中央銀行の対政府信用に関する歴史的考察—」、『金融研究』第 20 巻第 3 号、pp.213-257、2001 年 9 月。

白川方明[2008]、『現代の金融政策—理論と実際』、日本経済新聞出版社、2008 年 3 月。

白塚重典[1998]、『物価の経済分析』、東京大学出版会、1998 年 6 月。

白塚重典[2005]、『わが国の消費者物価指数の計測誤差：いわゆる上方バイアスの現状』、日銀レビュー2005-J-10。

白塚重典・寺西勇生・中島上智[2010]、「金融政策コミットメントの効果：わが国の経験」、

『金融研究』、第 29 卷第 3 号、2010.72、pp.239-266.

日本銀行[2000]、『「物価安定」についての考え方』、2000 年 10 月。

吉川洋[2013]、『デフレーション―“日本の慢性病”の全貌を解明する』、日本経済新聞出版社、2013 年 1 月。

(英文)

Akerlof, G.,A. and J.,L. ,Yellen[1985], “Unemployment Through the Filter of Memory,” *Quarterly Journal of Economics* (August 1985).

Akerlof, G. ,A. and J.,L. ,Yellen[1990], “The Fair Wage-Effort Hypothesis and unemployment,” *Quarterly Journal of Economics* (May1990).

Baig, T.[2003], “Monetary Policy in a Deflationary Environment,” Chapter 10, *Japan’s Lost Decade*, IMF, pp.206-223.

Baba, N., S. Nishioka, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda and H. Ugai[2004], “Japan’s Deflation Problems in the Financial System and Monetary Policy”, *Monetary and Economic Studies*, Vol.23, No.1, pp.47-111.

Bauer,M., D.[2012], “Fed Asset Buying and Private Borrowing Rates”, FRBSF Economic Letter, 2012-16, May 21, 2012.

Boskin, M.J., E.R., Dulberger, R.J., Gordon, Z., Griliches, and D.W., Jorgenson[1996], “Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living : FINAL REPORT to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to the Consumer Price Index”, Social Security Online, History Home.

Borio, C., and W.,R., White[2003], “ Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes”, paper presented at the Jackson Hole Symposium, “Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy” August 28 - 30, 2003.

Bernanke, B.S.[2000], “Japanese Monetary policy: A Case of Self-Induced Paralysis?”. *Japan’s Financial Crisis and Its Parallels to the U.S. Experience*, ed. Ryoichi Mikitani and Adam A. Posen, IIE Special Report No.13(Washington: Insitute for International Economics),pp.149-166.

Bernanke, B. S. and V. R. Reinhart [2004], “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-term Interest Rates,” *American Economic Review*, 94, pp.85-90.

BIS[2007], “BIS 77th Annual Report”, 24 June, 2007.

BIS[2012a], “Threat of fiscal dominance?”, BIS Paper No 65, May 2012.

BIS[2012b], “BIS Annual Report 2011/2012”, 24 June, 2012.

Caruana,J.[2012], “ Policymaking in an interconnected world”, Luncheon speech by Jaime Caruana,General Manager, Bank for International Settlements, The Federal

Reserve Bank of Kansas City's 36th Economic Policy Symposium on "The changing policy landscape", Jackson Hole, 31 August 2012.

Chen, H., V., Curdia and A., Ferrero [2011], "The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs", Staff Report no. 527, December 2011, Federal Reserve Bank of New York Staff Report.

Curdia, V. and M., Woodford [2009], "Conventional and Unconventional Monetary Policy", prepared for the conference "Debt, Financial Markets, and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of St. Louis, October 15-16, 2009.

Daly, M., B., Hobijn, and B., Lucking [2012], "Why has wage growth stayed strong?", FEBSF Economic Letter, 2012-10, April 2, 2012.

ECB [2011], "The Monetary Policy of The ECB", ECB HP.

Eggertsson, G. and M. Woodford [2003], "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003, pp.139-233.

Fuhrer, J., and G., P., Olivei [2011], "The Estimated Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Treasury Purchase Program", Public Policy Briefs No.11-2, Federal Reserve Bank of Boston.

Friedman, M. [1970], "The Counter-Revolution on Monetary Theory", First Wincott Memorial Lecture delivered at the Senate House, University of London, 16 September, 1970, The Institute of Economic Affairs Occasional Paper 33.

Fujiki, H., Kunio Okina and Shigenori Shiratsuka [2001], "Monetary Policy Under Zero Interest Rate: Viewpoints of Central Bank Economists", *Monetary and Economic Studies*, Vol.19, No.1, pp.89-129.

Fujiki, H., K. Okina and S. Shiratsuka [2001], "Comments on 'Price Stability and Japanese Monetary Policy' by Robert Hetzel", *Monetary and Economic Studies*, Vol.22, No.3, pp.25-36.

Fujiwara, I. [2006], "Evaluating monetary policy when nominal interest rates are almost zero", *J. Japanese Int. Economies* 20(3), pp.434-453.

Gerlach-kristen, P., R., N., McCauley and K., Ueda [2012], "Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lessons", BIS Working Papers No 389, October 2012.

Goldberg, L., S. [2010], "Is the International Role of the Dollar Changing?", *FRB New York Current Issues in Economics and Finance* 16(1, January).

Goodfriend, M. [2001], "Financial Stability, Deflation, and Monetary Policy", *Monetary and Economic Studies*, Vol.19, No.S-1, pp.143-176.

Greenspan, A. [2002], "Opening Remarks", Rethinking Stabilization Policy, A symposium sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming,

August 29-31, 2002.

IMF[2009], “Global Financial Stability Report”, April 2009.

IMF[2012], “Global Financial Stability Report”, October 2012.

Kahneman, D., J., L. Knetsch, and R., Thaler[1986], “Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market”, *American Economic Review* 76(4).

Keynes, J., M., [1924], “A Tract on Monetary Reform”, Macmillan, 1924.

Kimura, T., H. Kobayashi, J. Muranaga, and H. Ugai [2003], “The Effect of the Increase in the Monetary Base on Japan’s Economy at Zero Interest Rates : An Empirical Analysis,” in *Monetary Policy in a Changing Environment*, Bank for International Settlements Conference Series, No.19, pp.276-312.

Krishnaurthy, A., and A., Vissing-Jorgensen[2011], “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rate : Channels and Implications for Policy, Working Paper 17555, NBER WORKING PAPER SERIES.

Krugman, P.[1998], “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No.2., pp.137-205.

Kuttner, K., N. and A., S. Posen[2001], “The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan.” *BPEA*, 2:2001, 93–160.

Meltzer, A.H.[1995], “Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective,” *Journal of Economic Perspectives*, 9, pp.49-72.

Meltzer, A. H.[2001], “Monetary Transmission at Low Inflation: Some Clues from Japan in the 1990s, *Monetary and Economic Studies*, Vol.19, No.S-1, pp.13-34.

Okina, K., and S. Shiratsuka[2004], “Policy Commitment and Expectation Formation: Japan’s Experience under Zero Interest Rates,” *North American Journal of Economics and Finance*, 15 (1), 2004, pp.75-100.

Oda, N. and K. Ueda[2005], “The Effects of the Bank of Japan’s Zero Interest Rate Commitment and Quantitative Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach”, Working Paper 05-E-6, Tokyo: Bank of Japan.

Reinhart, C., and K., Rogoff[2009], “This Time is different Eight Centuries of Financial Folly”, Princeton University Press, 2009.(日本語訳、村井明子訳『国家は破綻する 金融危機の 800 年』、日経 BP、2011 年 3 月)

Stock, J., H. and M., W., Watson[2002], “ Has the business cycle changed and Why?”, *NBER Macroeconomics Annual*.

Thornton, D.,L.,[2010], “Monetizing the Debt”, *Economic SYNOPSES*,2010,Number 14, FRBSL HP.

Thornton, D.,L.,[2011], “What Does the Change in the FOMC’s Statement of Objectives Mean?”, *Economic SYNOPSES*, 2011, Number 1, FRBSL HP.

Ugai, H.[2007], " Effects of the Quantitative Easing Policy : A Survey of Empirical Analyses" , *Monetary and Economic Studies*, Vol.25, No.1, pp.1-47.

White, W., R.[2012], " Ultra Easy Monetary Policy and the law of Unintended Consequences", Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No.126, August 2012.

Willams, J., C.[2012], "Monetary Policy, Money, and Inflation", FRBSF Economic Letter, 2012-21,July 9, 2012.

Woodford, M. [1999], "Commentary: How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?", paper presented at the Kansas City Fed conference.

Woodford, M. [2003], "*Interest and Prices: Foundation of a Theory of Monetary Policy*", Princeton University Press.

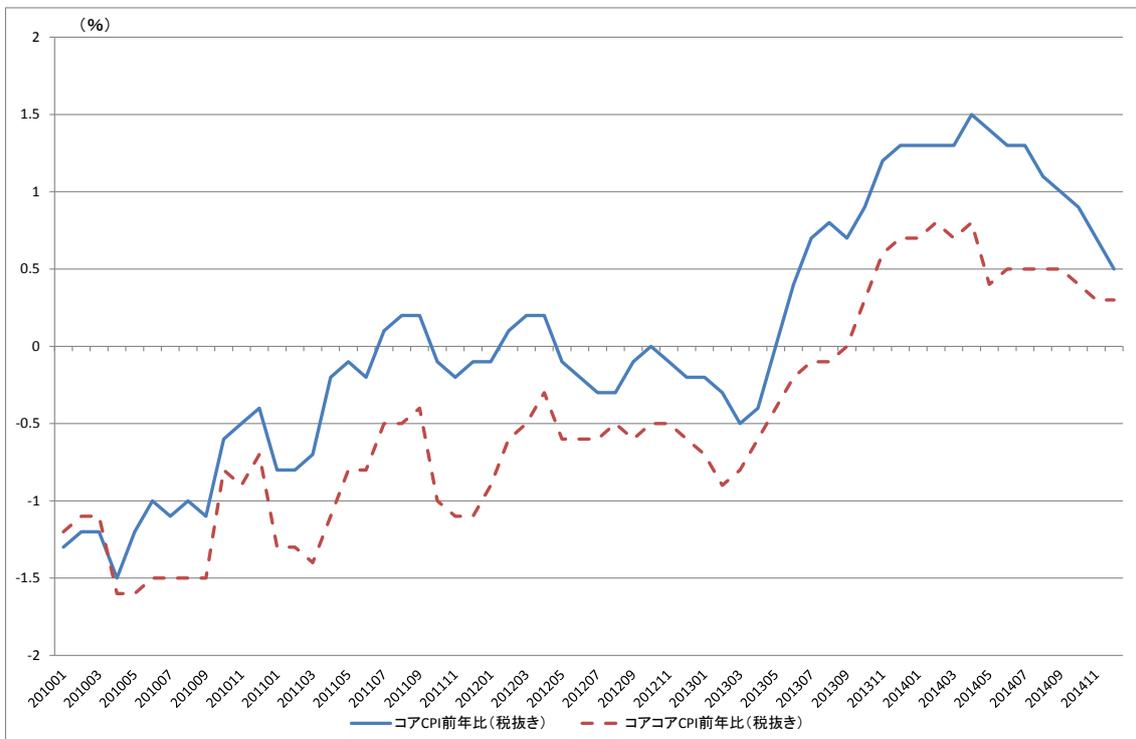
Woodford, M. [2012], "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound", paper presented at the Jackson Hole Symposium, "The Changing Policy Lae," August 31-September 1, 2012.

(図表1) 消費税非課税品目のウエイトと3%フル転嫁の場合の上昇率

	非課税品目のウエイト(対総合)
住居	家賃(1865)、火災保険料(49)
保険医療	診療代(196)、出産入院料(3)
交通・通信等	自動車免許手数料(2)、自動車保険料(202)、外国パック旅行(52)
教育	授業料(228)、教科書(4)
諸雑費	傷害保険料(122)、保育所保育料(52)、介護料(11)、印鑑証明手数料(3)、戸籍抄本手数料(3)、パスポート取得料(3)
ウエイト合計	2795(対総合1万分比)
生鮮食品を除く総合(9604)に対する非課税品目の割合	29.1%(3%がフル転嫁された場合のコアCPI上昇率2.1%)
食料品、エネルギーを除く総合(6828)に対する非課税品目の割合	40.9%(3%がフル転嫁された場合のコアコアCPIの上昇率1.8%)
サービスに対する非課税品目の割合	55%(3%がフル転嫁された場合のサービスの上昇率(1.4%))

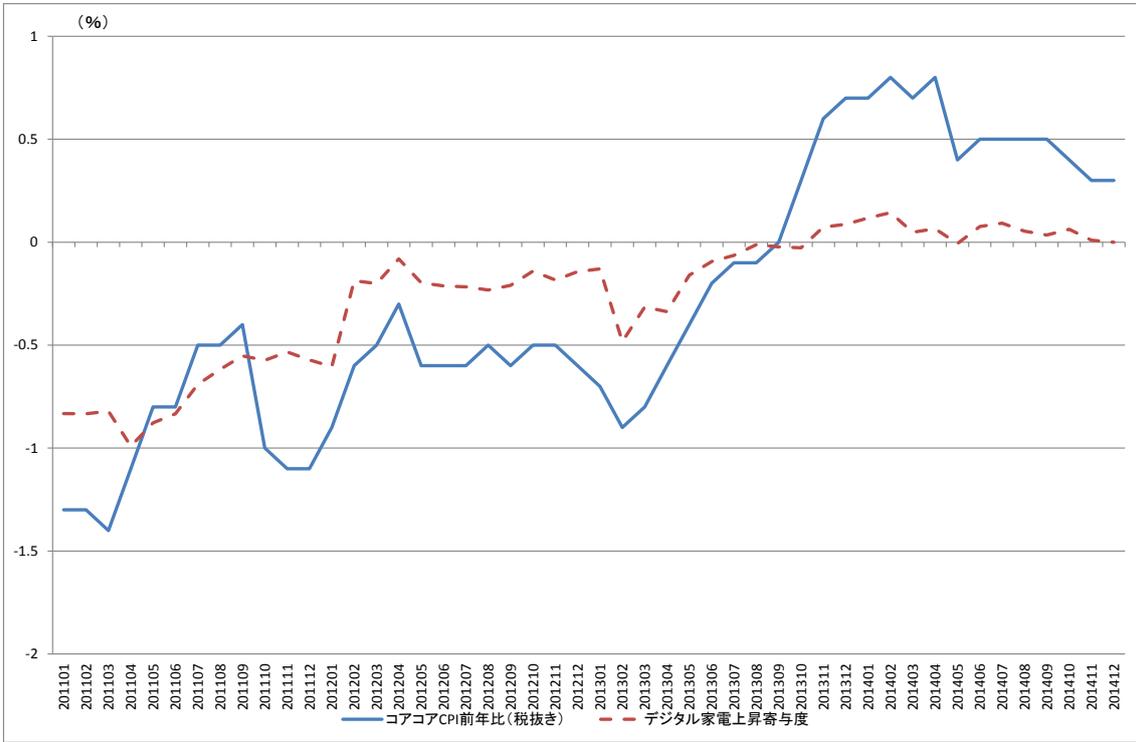
(資料) 総務省統計局「全国消費者物価指数」、国税庁「タックスアンサーNo. 6201 非課税となる取引」により作成。

(図表2) コアCPI、コアコアCPI 前年比(税抜き)



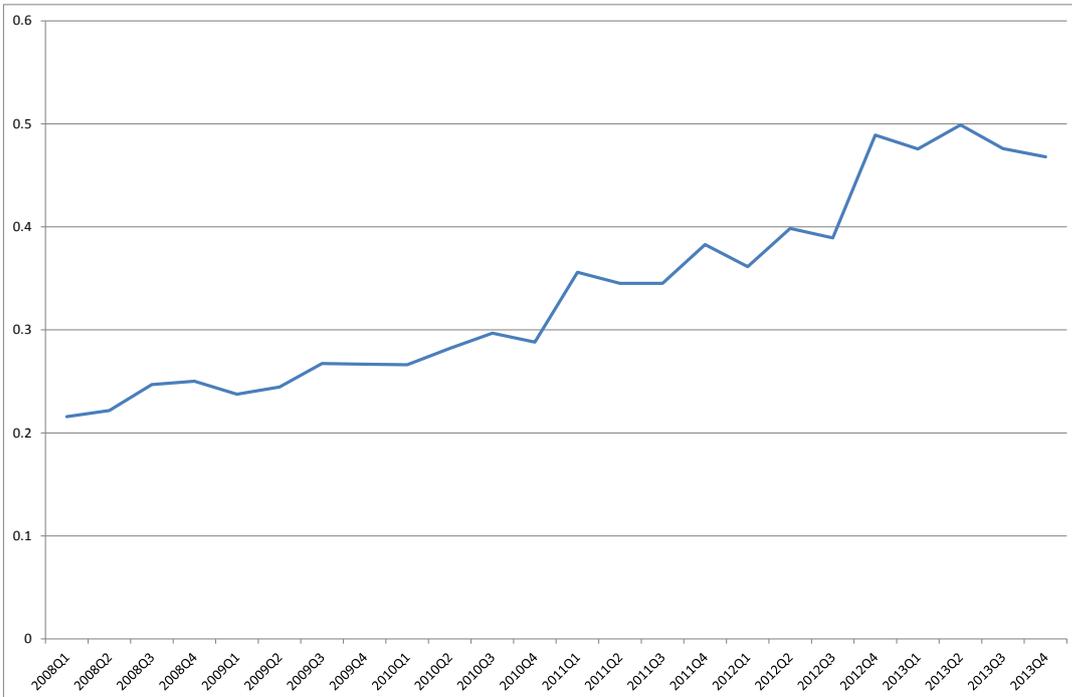
(資料) 総務省統計局「全国消費者物価指数」により作成。

(図表3) コアコア CPI 前年比 (税抜き) とデジタル家電の上昇寄与度



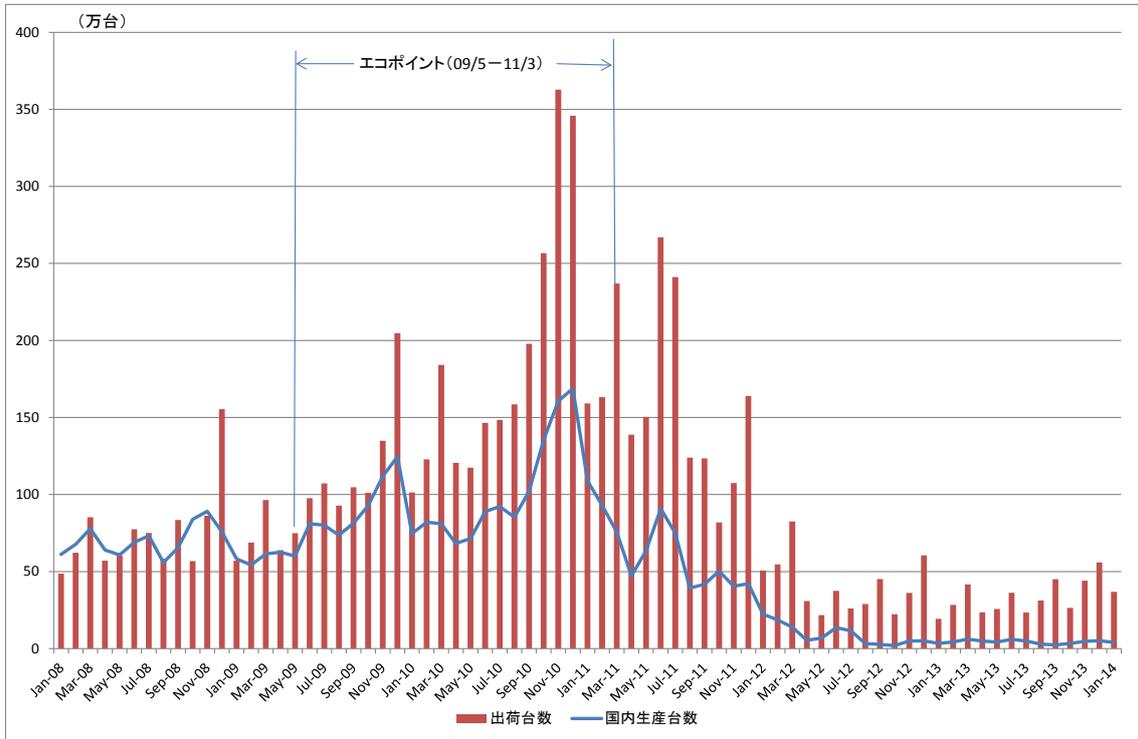
(資料) 総務省統計局「全国消費者物価指数」により作成。

(図表4) 情報機械通信工業の輸入浸透度



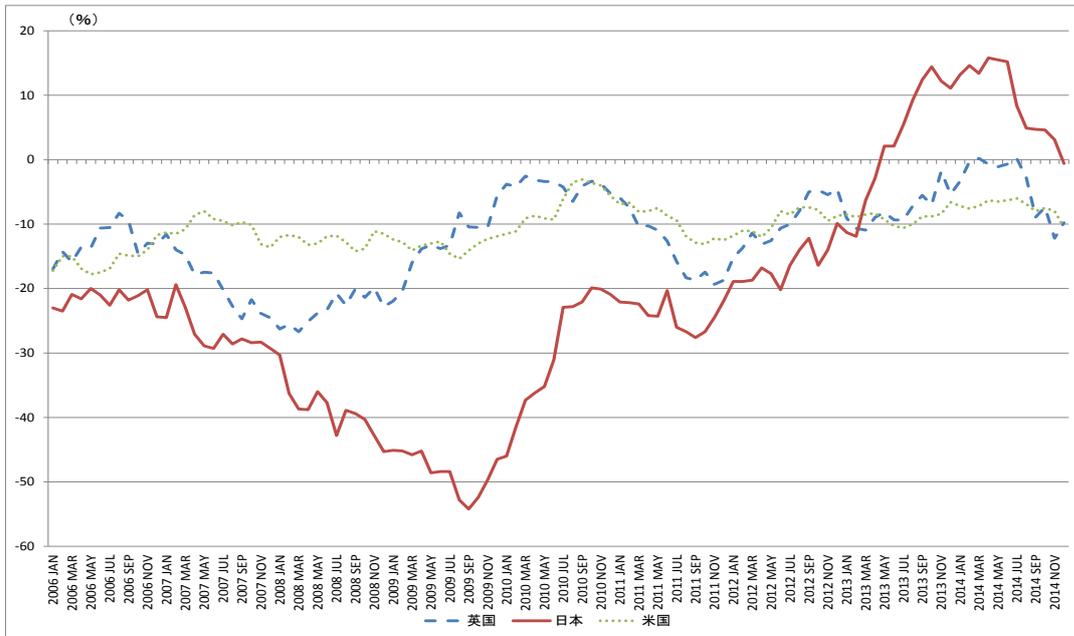
(資料) 経済産業省「生産動態統計」により作成。

(図表5) 国内生産が停止状態に陥ったテレビ



(資料) 経済産業省「生産動態統計」により作成。

(図表6) 日米英のパソコン価格前年比の推移



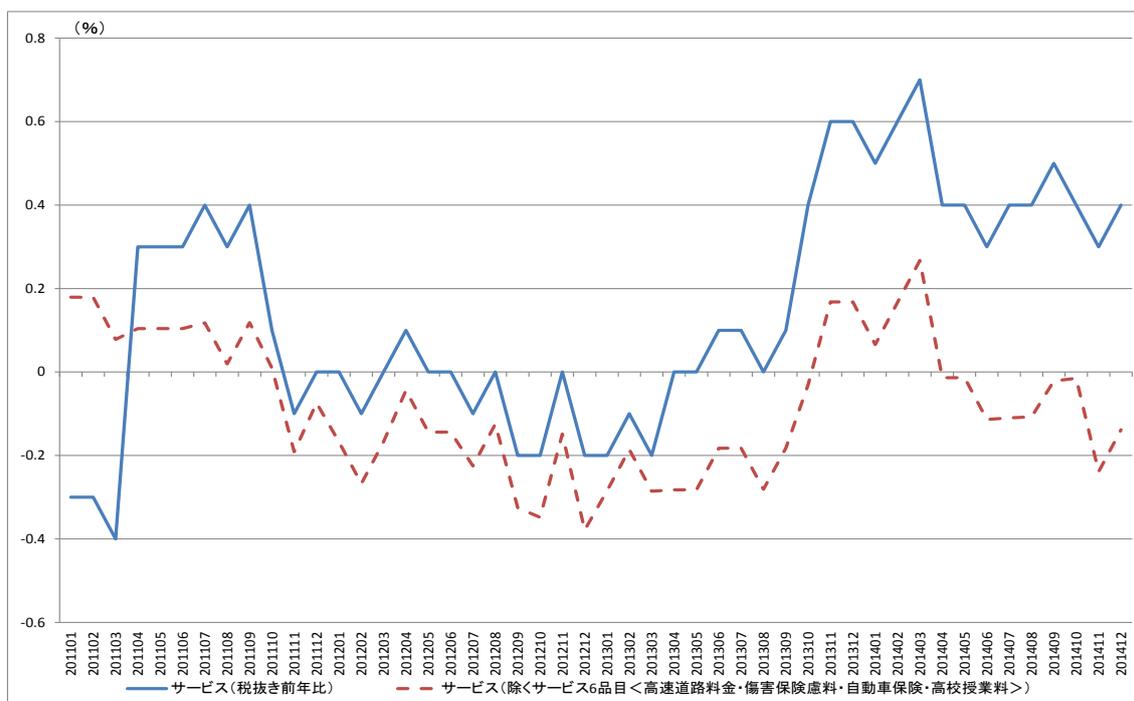
(資料) 総務省統計局「全国消費者物価指数」、米労働省「CPI」、英国統計局「HICP」により作成。

(図表7) 日米英のテレビ価格前年比の推移



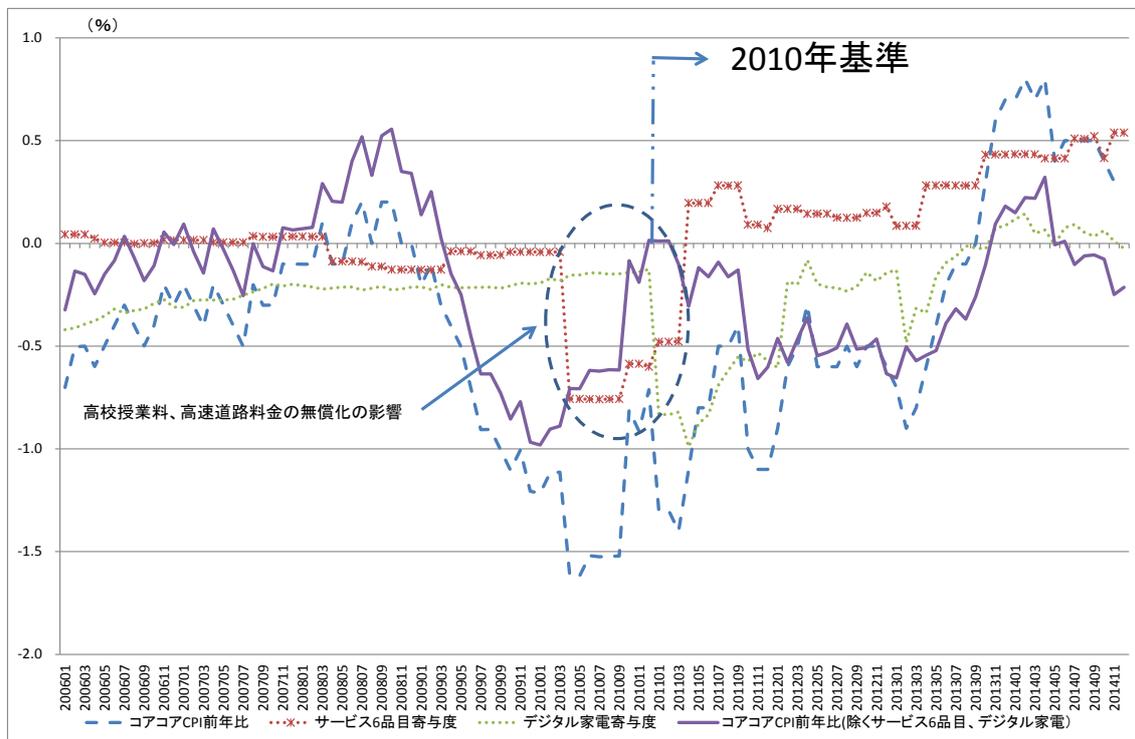
(資料) 総務省統計局「全国消費者物価指数」、米労働省「CPI」、英国統計局「HICP」により作成。

(図表8) サービス価格前年比の推移 (税抜き)



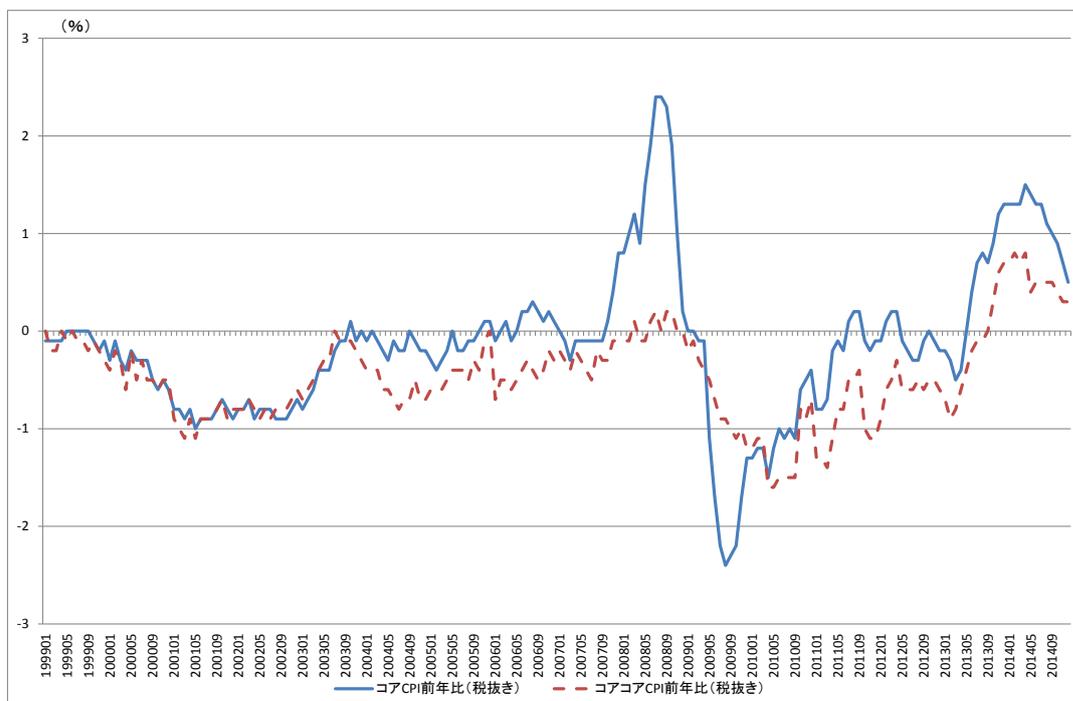
(資料) 総務省統計局「全国消費者物価指数」により作成。

(図表9) コアコア CPI 前年比の推移 (税抜き)



(資料) 総務省統計局「全国消費者物価指数」(2005年基準、2010年基準)により作成。

(図表10) コア CPI 前年比、コアコア CPI 前年比 (税抜き) の推移



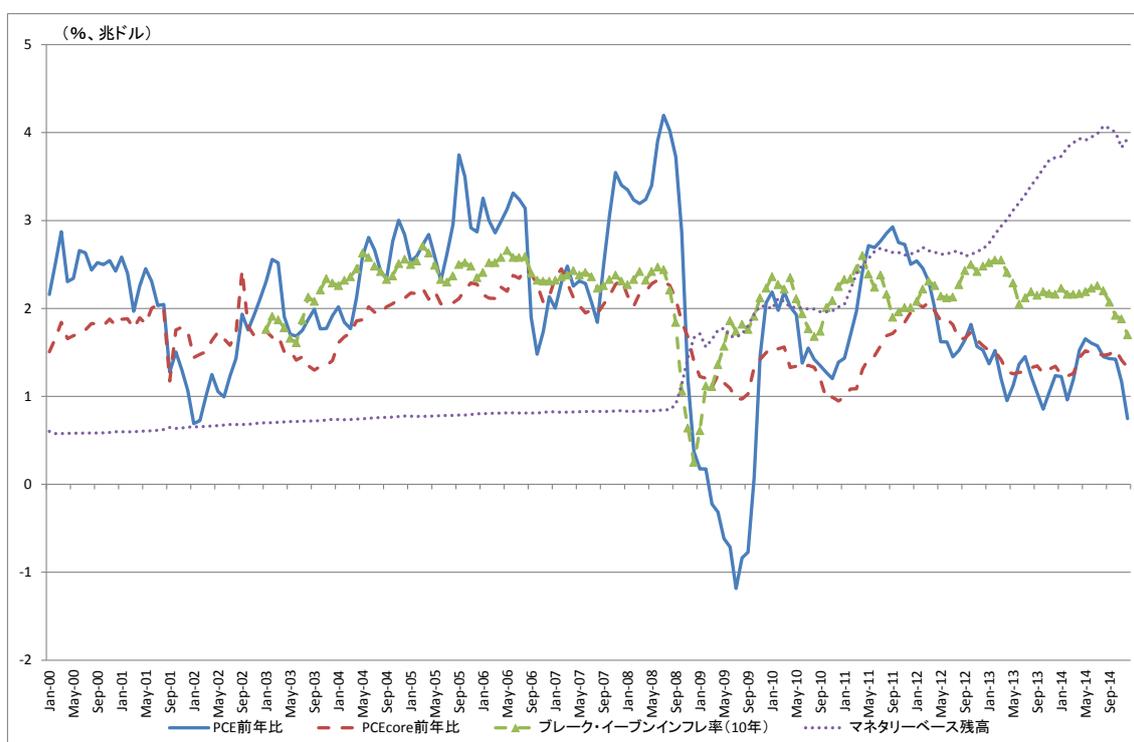
(資料) 総務省統計局「全国消費者物価指数」により作成。

(図表 1 1) リーマンショック後の BOE 公開書簡の発出状況

	日付	CPI上昇率	CPIの対象月
2008	12月15日	4.1%	2008年11月
2009	3月23日	3.2%	2009年1月
2010	2月15日	3.5%	2010年1月
	5月17日	3.7%	2010年4月
	8月16日	3.1%	2010年7月
	11月15日	3.2%	2010年10月
2011	2月14日	4.0%	2011年1月
	5月16日	4.5%	2011年4月
	8月15日	4.4%	2011年7月
	11月15日	5.0%	2011年10月
2012	2月13日	3.6%	2012年1月
2015	2月12日	0.5%	2014年12月

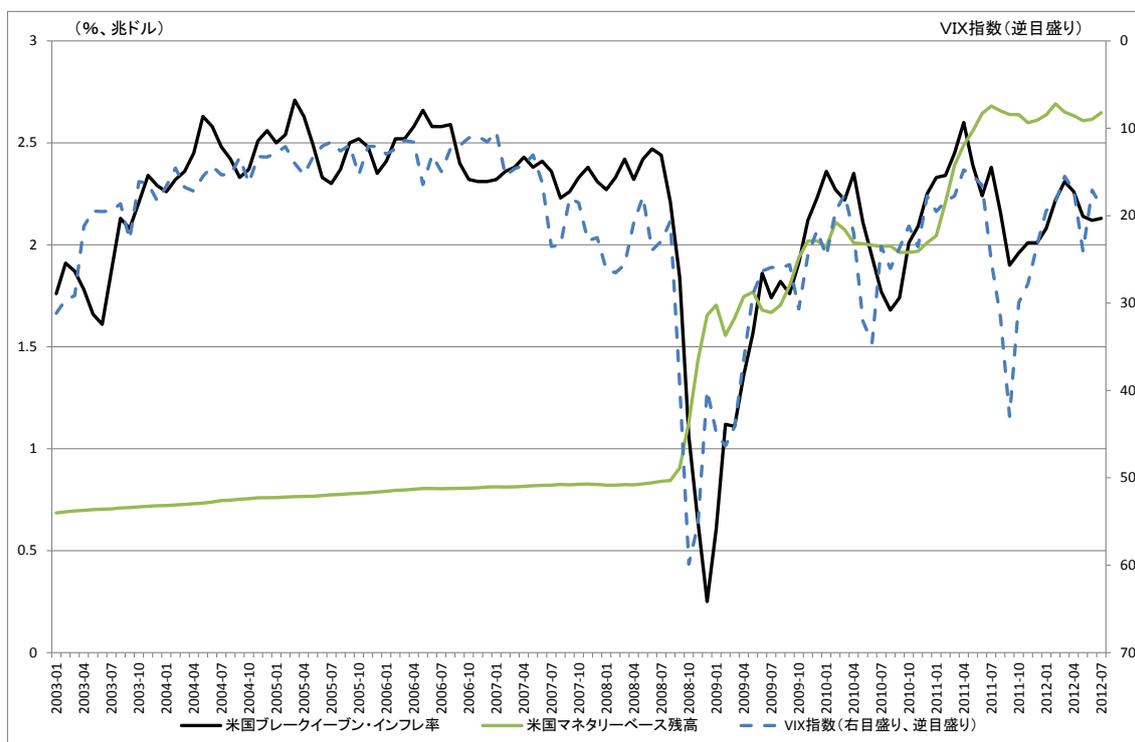
(資料) BOE 「Open Letters from the Governor to the Chancellor」 により作成。

(図表 1 2) 米国の PCE デフレーターと BEI の推移



(資料) 米商務省「Personal Income and Outlays」、FRB「Selected Interest Rates」、
「Factors Affecting Reserve Balances」 により作成。

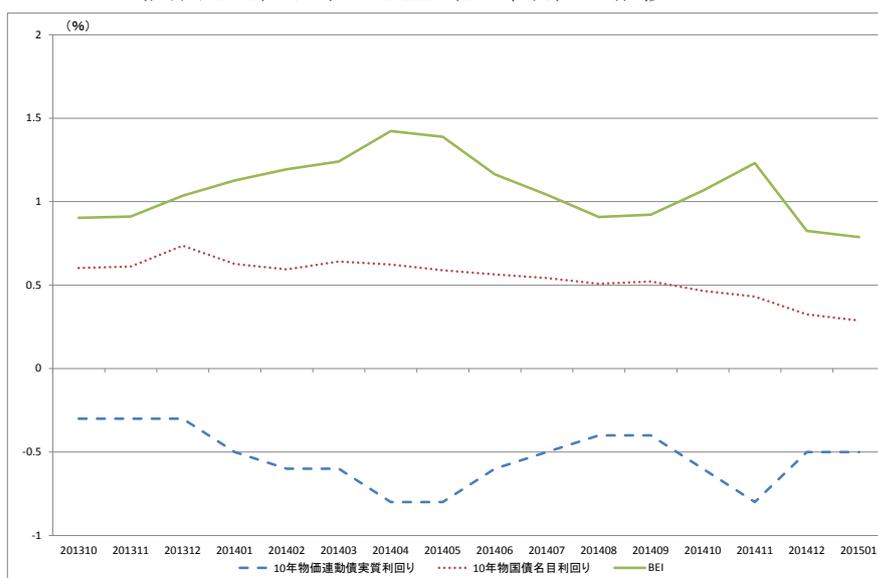
(図表 1 3) VIX 指数とブレイクイーブン・インフレ率の推移



(資料) (資料) FRB 「Selected Interest rates」、「Factors Affecting Reserve Balances」、Bloomberg 「VIX volatility index」 により作成。

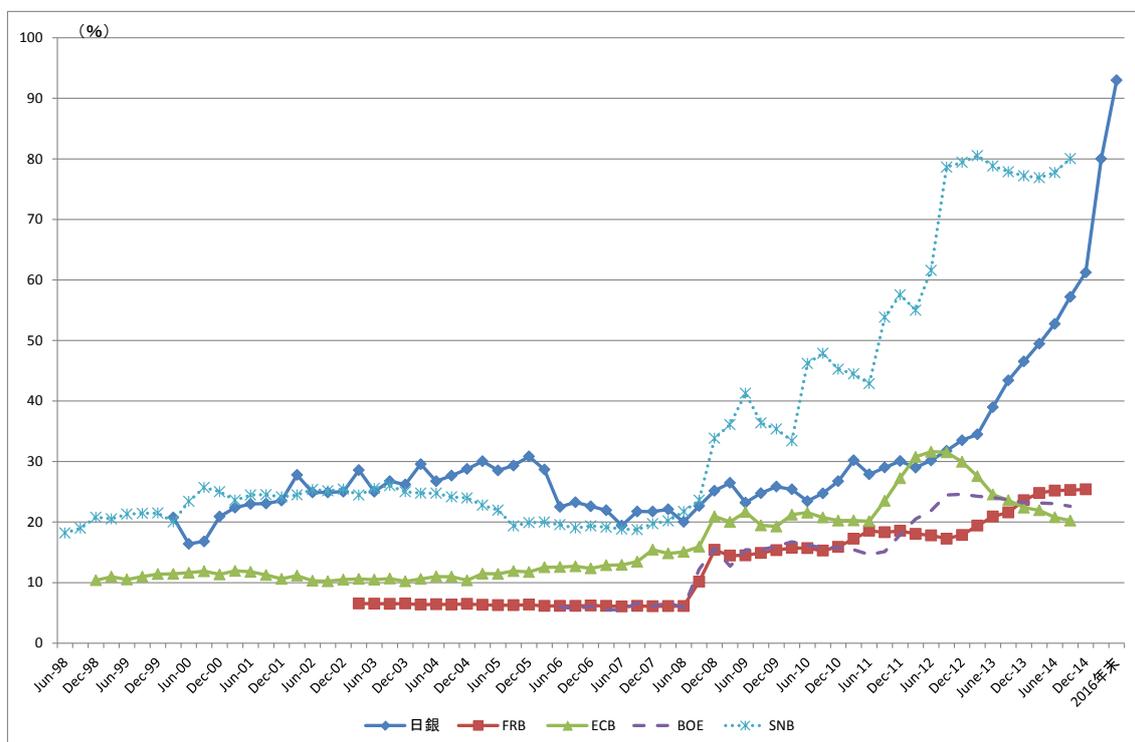
(出所) 梅田[2013]図表 4-6。

(図表 1 4) 日本の BEI (10 年物) の推移



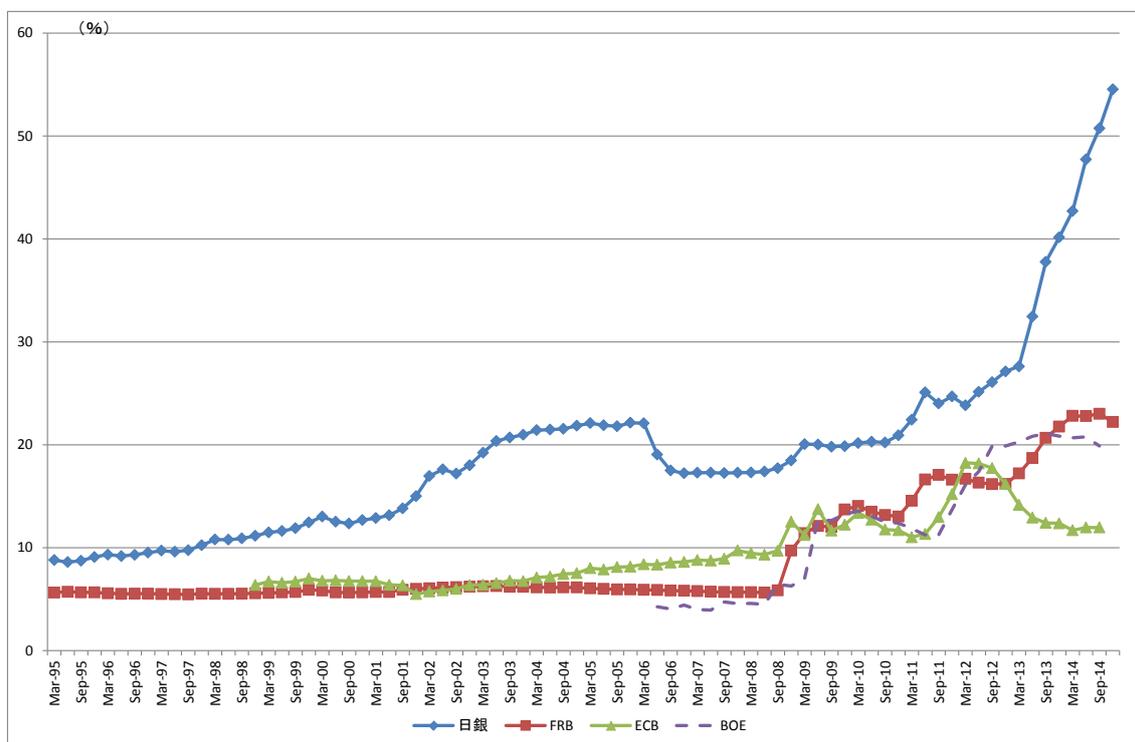
(資料) 証券業協会「売買参考統計値/格付マトリクス」、財務省「物価連動国債 (10 年) の適用指数及び連動係数」、「金利情報」等により作成。

(図表 1 5) 日米英欧 4 中銀およびスイス中銀の総資産対 GDP 比率



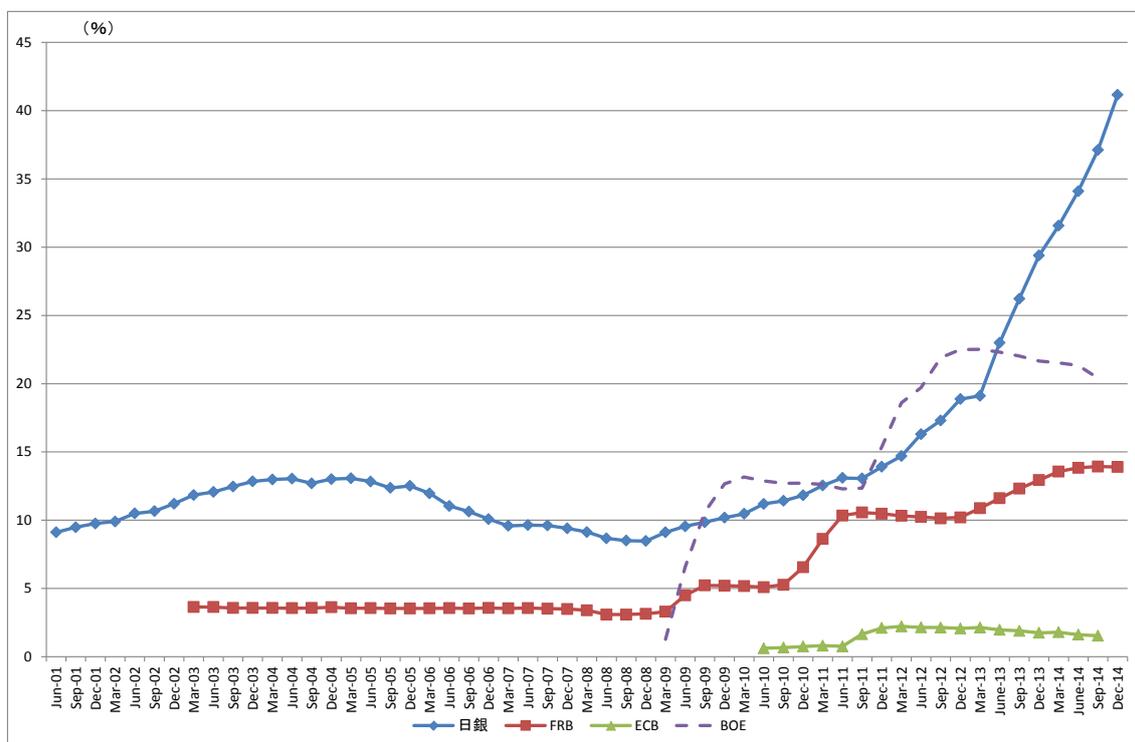
(資料) 日本銀行「日本銀行勘定」、内閣府経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」、FRB「Factors Affecting Reserve Balances」、米商務省「Gross Domestic Product」、ECB「Weekly Financial Statements」、EU 統計局「Quarterly Gross Domestic Product」、BOE「Central Bank's Balance Sheet」、英国統計局「Quarterly Gross Domestic Product」、SNB「SNB balance sheet items」、SECO「Gross domestic product quarterly data」により作成。

(図表 1 6) 日米英欧 4 中銀のマネタリーベース対 GDP 比率



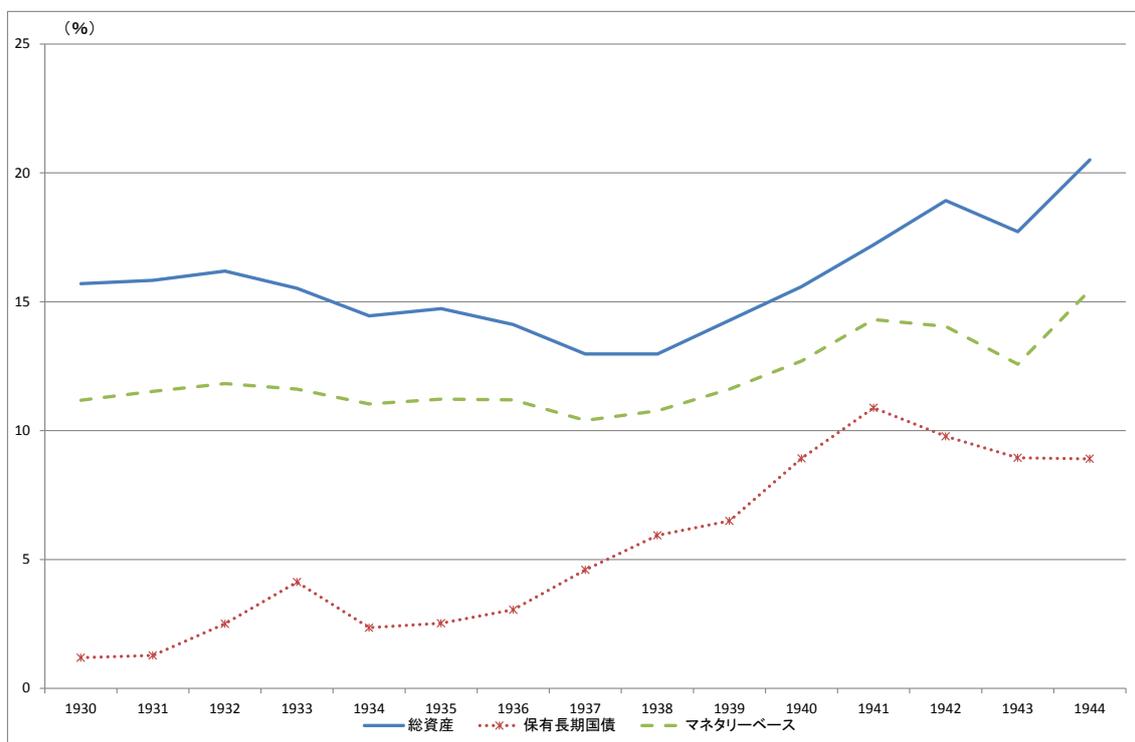
(資料) 日本銀行「日本銀行勘定」、内閣府経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」、FRB「Factors Affecting Reserve Balances」、米商務省「Gross Domestic Product」、ECB「Weekly Financial Statements」、EU 統計局「Quarterly Gross Domestic Product」、BOE「Central Bank's Balance Sheet」、英国統計局「Quarterly Gross Domestic Product」により作成。

(図表 17) 日米英欧 4 中銀の保有長期国債対 GDP 比率



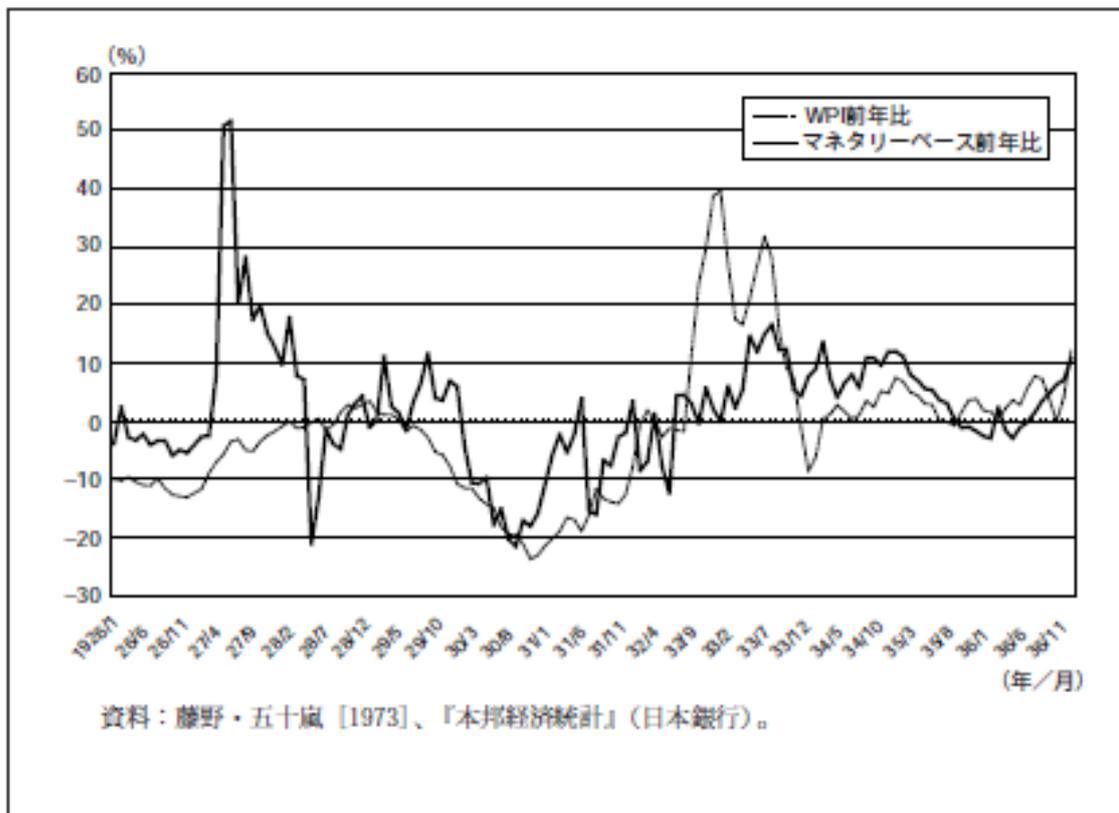
(資料) 日本銀行「日本銀行勘定」、内閣府経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」、FRB「Factors Affecting Reserve Balances」、米商務省「Gross Domestic Product」、ECB「Securities Market Programme」、EU 統計局「Quarterly Gross Domestic Product」、BOE「Asset Purchase Facility-gilts-results」、英国統計局「Quarterly Gross Domestic Product」により作成。

(図表 18) 戦間期の日銀保有長期国債対 GNP 比率



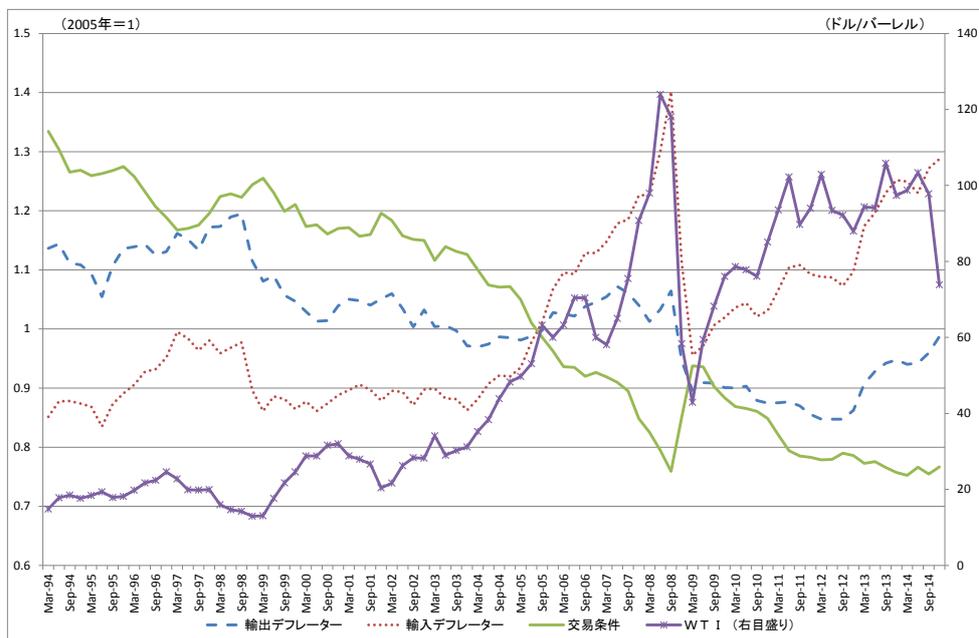
(資料) 日本銀行百年史編纂委員会[日本銀行百年史 (資料編)]、1986年9月、日本銀行HP、経済企画庁「昭和38年度国民所得白書」により作成。

(図表19) マネタリーベースとWPIの推移



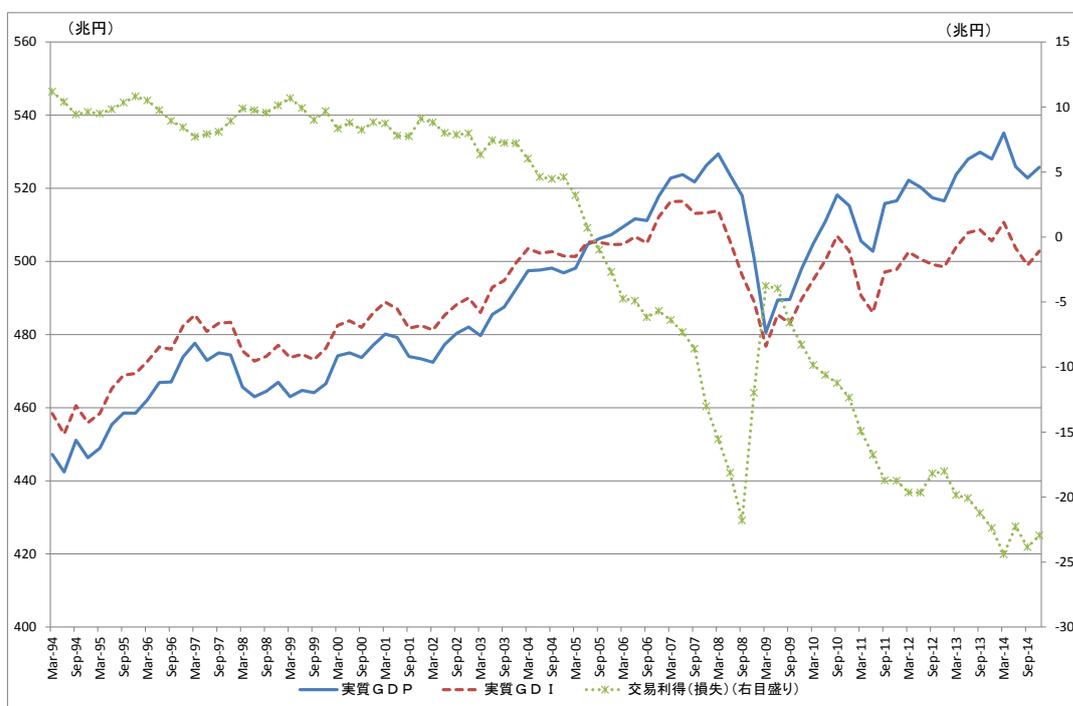
(出所) 梅田[2006]図表8。

(図表 2 0) 交易条件の推移



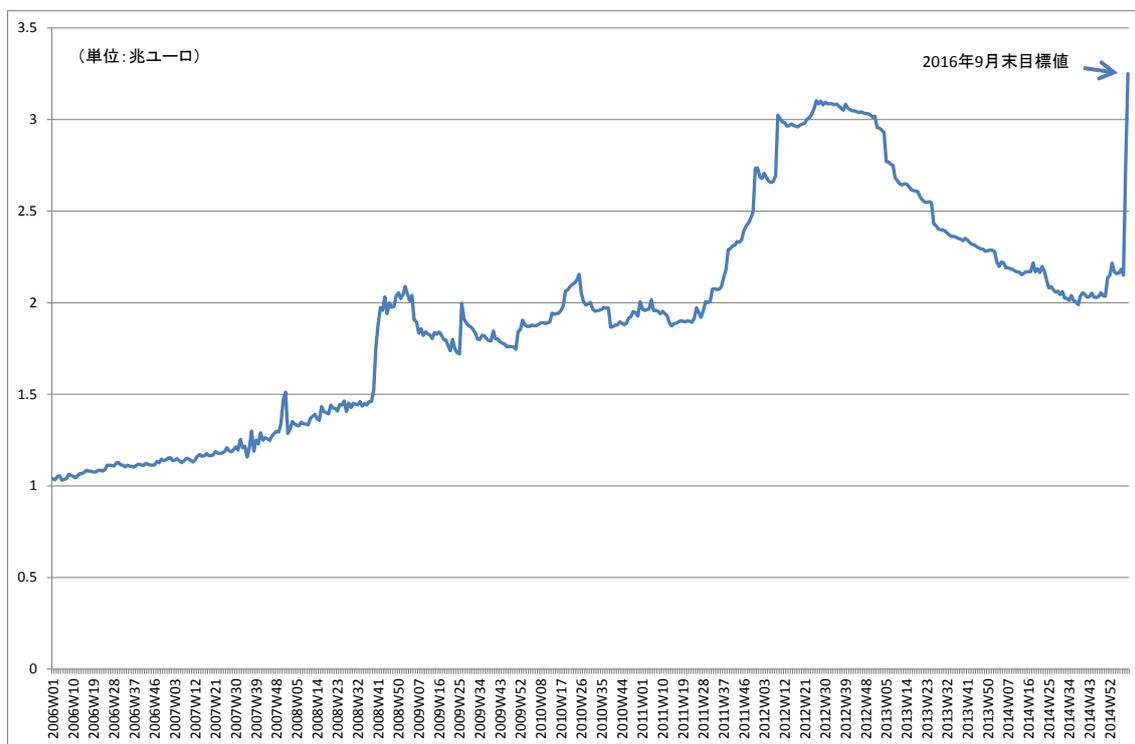
(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」、米エネルギー情報管理局「Petroleum & Other Liquids. Spot prices.WTI」により作成。

(図表 2 1) 実質 GDP、実質 GDI、交易利得 (損失) の推移



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」により作成。

(図表 2 2) ECB の総資産の推移



(資料) ECB 「Weekly Financial Statements」 により作成。