

タクティカル・インフレ・ターゲット

The Hypothesis of Tactical Inflation Target

森 浩 晴

Hiroharu MORI

Abstract:

現在のデフレ経済を脱出する方法として真剣に議論されているのが「インフレ・ターゲット」だ。この「インフレ・ターゲット」は、ある程度のインフレとなるまで日銀は紙幣を増やし続けるという政策である。日銀がどんどん紙幣を増やせば、世の中に多くの貨幣が出回り、人々は物を買うようになり、景気はよくなり、物価は上昇しインフレになる、という仮説。

この仮説の諸問題を理論設定からアプローチしたのが本論である。

キーワード:

金融政策／合理的期待／インフレ受給関数

1. はじめに

まず、インフレ・ターゲットの問題点を掲げてみる。

インフレターゲットの考えには、

- ①日銀が紙幣を増やしても銀行が貸出さなければ、世の中に貨幣は出回らない。
- ②仮に銀行が貸出そうとしても、この不況時に借り入れてまで物を買おうという企業や個人がいないのではないか。

という2つの問題点がある。

以上の2点を考えれば、日銀が紙幣を増発するだけの「インフレ・ターゲット」は現実的ではないと思われる。しかも、仮に、インフレ・ターゲット論者の言うように物価が上昇しつづけ、インフレになったとして、今度は、さらに、次の③、④のような問題点も挙げられる。

- ③日銀がインフレを管理できずに、今度は激しいインフレで苦しむのではないか。

終戦後の日本も、第1次世界大戦後のドイツも、そして多くの途上国も、巨額の政府債務をインフレにより帳消しにしてきた歴史がある。しかし、同時に、経済は激しいインフレで崩壊してしまったのである。このような事態を防ぐために、先進国では、通貨の発行は、政府から独立した中央銀行に任せているのである。

現在のところ、日銀はインフレ・ターゲットに反対しているのであるが、日銀法を改正してまで、日銀にインフレを起こさせようという主張もある位である。そこまですて、インフレ・ターゲットを導入する場合には、取り返しのつかないインフレで経済崩壊の危機につながらないように十分注意する必要がある。

- ④通常、金融政策は効果が出るまでに半年から2年かかる。

今行なう政策は半年から2年後に効いてくる。ということは、インフレを起こす政策を行ない、それが有効であったとしても、半年間は景気対策としての効果はなく、逆に、半年から2年後には景気がよくなっていて、かえって、インフレを助長する恐れもある訳である。

「デフレの時代にインフレの心配なんて」との意見もあるだろう。しかし、想起して頂きたいのは、バブル景気のときに、地価高騰対策として行なった金融引締め政策の効果が、バブル崩壊後になって効いてきたからこそ、平成不況は本格化してしまった点である。つまり、バブル景気のときに、本当は不況の心配もする必要があったのである。従って、デフレの今からインフレの心配をする必要があるのである。

2. 日銀の効力

以上のように、紙幣を増発するだけのインフレ・ターゲット政策を行なっても、足元の景気は回復せず、将来のインフレの危険性が増すだけであろう。

元々、金融政策が効果がなかったり、効果が出るのに時間がかかるのは、日銀は紙幣を刷るだけで、株を買ったり消費をするのは、貨幣を受け取った人なので、その人々の行動を待たなくてはならないからなのである。

その点を克服するため、日銀が直接株を買えば良いという案が出てくる。そうすれば、①、②、④の問題点は解決し、すぐに株価は上昇し、消費も増え、投資も増えることにより需要が増加し、その結果、物価も上昇しデフレは克服されるという展開である。

このように、日銀が直接買えば、タイム・ラグ（時間差）は無いので、デフレ対策として効果はありそうである。もちろん、株といっても特定の銘柄ではなく、TOPIXや日経平均などの指数（全体）を買えば良いのである。

但し、株を買うには、日銀法の改正が必要であるし、日銀がインフレをコントロールできるかという問題点③は依然として残ったままである。また、日銀が大量に株を買うということを今まで行なったことがないので、どのような影響が出るかわからないという不安もあろう。

故に、日銀による株買い上げによるインフレ・ターゲットを安易に行なうべきでは無い。しかし、デット・デフレーション（*）の進行による国家財政の破綻や不良債権処理の泥沼化などを防ぐために、デフレをどうしても克服したいというのであれば、思いきって、そこまでやるべきとも考えられる。

*：デット・デフレーション

デフレによる債務負担の増加とデフレの悪循環。デット（Debt：債務、借金）とデフレーション（物価の持続的下落）の合成語。デフレは、債務の負担を増加させ、企業や個人の破産を増加させる。そうなると、投資や消費などの需要も減少し、さらに物価が下落し、企業倒産が増加し....と、デフレと倒産の悪循環が起こる。

これは、日銀が実物資産を購入するスタイルのインフレ・ターゲットとも言われる。

しかし、日銀が株を買うことに対しては、以下の2つの問題点が指摘されている。

⑤経済の内容が改善していないのに株を買っても株価は一時的にしか上昇せず、あまり効果はないのではないのか。

確かに、経済が良くなっていないのに、無理に株価を上げるのは難しいようにも思える。かつて、政府が株価維持対策のため株の買い上げを行おうとしたことに対して、あまり効果がないとの考えも指摘されていた。

しかし、今回は、株を買うのが政府ではなく日銀ですから話は異なってくる。なぜなら、政府は株を買う資金に限りがあるが、日銀が意地でも株価を上げようというのであれば、紙幣をどんどん刷って、それを株の購入代金として支払えば良いのでいくらでも買うことが可能である。ですから、必ず、株価を上昇させることが出来るのである。

しかも、いったん株価が上昇すれば、株価の下落で胃の痛い思いをしていた人も、株価上昇で儲かるようになり、消費も活発になるであろう。消費が活発になれば、企業の注文も増加し、高い株価に見合った企業の業績に改善されていくものと思われる。

また、株価が上昇すれば、大量の株を保有している銀行や生命保険会社も持っている株の価値が上昇し、経営体力も大幅に改善され、金融危機も緩和されるはずである。そうなれば、さらに、人々の見通しは明るくなり、ますます、景気は良い方向に進んでいくと考えられる。

⑥日銀の財務体質を悪化させることになるのではないのか。

確かに、日銀が株を買って万が一にでも下がれば日銀は損をし、日銀の財務体質は悪化する。私たちは、日銀を信用しているからこそ、日本銀行券、つまり紙幣を受け取っているのであるから、日銀の財務体質が悪化し、信用力がなくなれば、紙幣を受け取らなくなり、貨幣経済が崩壊するおそれもある。

しかし、そもそも、日銀が本気で株を買えばいくらでも買える訳なので、株価は上昇するはずであるし、万が一、損をした場合でも、その損については、政府が税金で負担すると約束しておけば、日銀の財務体質は悪化しない構造である。

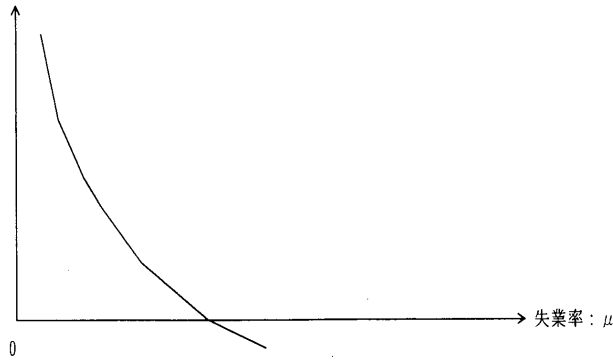
3. 合理的期待形成見地からのアプローチ

古来、インフレーション理論は各経済学者によって種々提唱されている。

次に記したものは、多年に亘る統計数値から導出した、

【フィリップス・カーヴ】

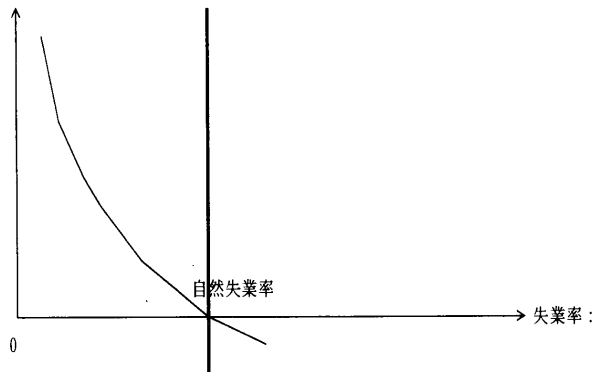
物価上昇率： π



フィリップス・カーヴであり、悪しき経済指標たる「失業率」と「物価上昇率（インフレ率）」の双方を同時に沈静化出来ない（二律背反／トレードオフ）とされる定式である。

【自然失業率仮説】

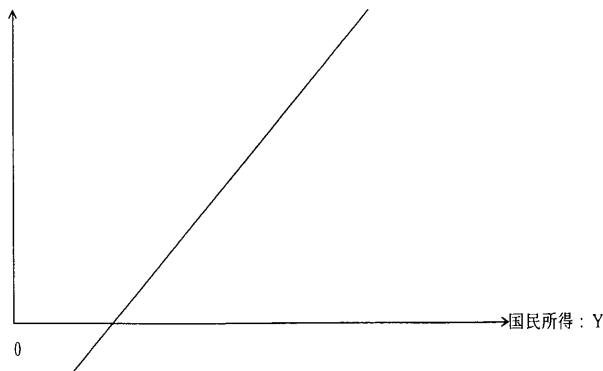
物価上昇率： π



これに合理的期待（Rational Expectation）の思想を取り入れたものが、フリードマンの「自然失業率仮説」である。（折角、政府の財政政策により失業率を鎮めても、人々は理性的に物価上昇を「期待（Expect）」してしまうので、結果職を離れ、失業率水準はもとの域（その国家・様態固有の数値＝自然失業率）にまで回帰して

【インフレ供給曲線】

物価上昇率： π

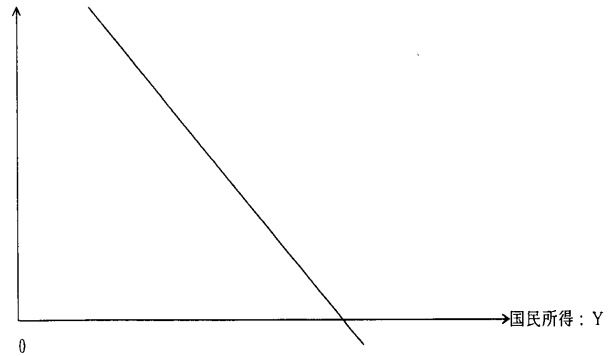


しまう。つまり、その自然失業率の呪縛から逃れることが出来ない、というNegativeな仮説である。

更に、通例の市場供給曲線に期待因子を導入したもの（将来的にインフレになるのではないか、という「期待」を加味）で「インフレ供給曲線」が呈示されている。

【インフレ需要曲線】

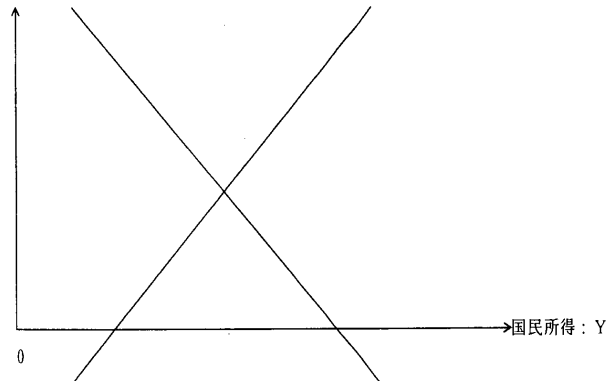
物価上昇率： π



一方、通例の市場需要曲線に期待因子を導入したもの（将来的にインフレになるのではないか、という「期待」を加味）で「インフレ需要曲線」が呈示されている。

【インフレ受給曲線】

物価上昇率： π



こうした「インフレ受給曲線」のクロスポイントで短期的には物価上昇率が定まる t されているのが、諸派の説である。

この底流にあるのは、人々が合理的（理性的）に判断して、無理無駄の無い経済活動をする、という大前提である。

この所与条件をインフレ・ターゲットでも鑑みた場合、現在、マスメディア上で論議されているその即効性や否定論はどのような帰結点に至るのであろうか。

4. 合理的期待とインフレ・ターゲット

【所与条件】

- ・人々の期待インフレ率： $\pi 1$
- ・中央銀行のターゲット・インフレ率： $\pi 2$
- ・現実のインフレ率： $\pi 3$
(インフレ率がマイナス値であれば、デフレの意。)
- ・現状マネーサプライ： $M1$
- ・緊急追加マネーサプライ： $M2$
- ・マネーサプライとインフレ率との相関関数： F
- ・ターゲット・インフレ率による景気浮揚効果： U
- ・ U に至る相関関数： G

もし、人々が合理的期待を持ち得ないのであれば、

$$\begin{aligned} \pi 2 &= F(M1+M2) \\ U &= G(\pi 2) \\ &(\pi 2 > \pi 3) \end{aligned}$$

となり、中銀（金融政策当局）の思惑通り、デフレ一掃の効果を期待することもやぶさかではない。

ところが、ここで、人々が合理的期待を持ってしまうと、

$$\begin{aligned} \pi 2 + \pi 1 &= F(M1+M2) \\ U' &= G(\pi 2 + \pi 1) \\ U' &> U \\ &(\pi 2 + \pi 1 > \pi 2 > \pi 3) \end{aligned}$$

となり、中銀（金融政策当局）の思惑以上に、インフレが加速してしまう可能性は否めない。

（土地等の不良債権を多数抱える法人・個人にとっては、現金こそ価値有る様態がデフレである。ここに、金融政策当局が、アナウンスメント効果を通じて、インフレ・ターゲットを表明・実行した場合、法人・個人の「合理的期待」が内面に発生してしまう。

例えば、5%程度のターゲット値を設定しても、受ける市中が、同値の期待を有した場合、どの様な行動に出るか。インフレが期待されるのであれば、冷え切った不動産も値上げが期待されるので、寧ろこれを保有し続けるか、或いは、現金から土地への換金／多少の金融調達を経て土地等の購入に走る図式が想定される。このActionは、実際にインフレを喚起してしまい、現実には「5%+5%=10%」程度のインフレが生じてしまう。またこうした動静が呼び水となり、インフレ醸成をインスパイアする危険性もあることになる。言ってみれば、「インフレスパイラル」である。）

5. 慎重論

戦後何度かのハイパーインフレーションに苛まされてきた日本では、金融政策当局がインフレに対して、過度の警戒心を有している。

人々、市中内に、有形無形の「期待」が内在していることを自明としてその慎重なる立場を取り続けているものと考えられる。

扇情的に異を唱えるだけでなく、こうして理を詰めて論拠を展開していくと、正に期待インフレの怖さというものを捉えることが出来る。

やはり、本質的には、インフレ・ターゲットは慎重に実施し、仮に行うとしても、極めて低い設定値でタクティカル（戦略的）に実行することが望まれよう。

【参考】

- ①1981 「マクロ経済学」 中谷 巖
- ②2002 「インフレ・ターゲット考察」 石川 秀樹