

# インフレ・ターゲット

松 岡 博 幸\*

## Inflation Target

Hiroyuki Matsuoka

Under the Reserve Bank of New Zealand Act 1989, the Bank is required to Independently manage monetary policy. The Bank uses monetary policy to maintain price stability as defined in the Policy Targets Agreement (PTA). The current PTA requires the Bank to keep inflation between 1 and 3 percent on average over the medium term. The Bank implements monetary policy by setting the Official Cash Rate (OCR). The most important feature of the PTA is that it is a public document signed between the Bank and a government.

### I. 日銀の量的政策とインフレ・ターゲット

2007年2月、日銀(日本銀行)は、短期金利の誘導目標をそれまでの0.25%から0.5%へ引き上げた。いわゆる利上げである。1999年2月から続いたデフレ下の実質的なゼロ金利政策を解除し、短期金利を0%から0.25%へ引き上げた2006年7月以来の引き上げである。

ここでいう短期金利とは、「無担保コール翌日物金利」のことである。銀行間で行われる無担保で翌日まで貸し付けられる際の金利のことを意味している。また、誘導するとは、民間銀行は、中央銀行たる日銀に当座預金を持っているが、その当座預金量を日銀が増やしたり、減少させたりすることにより誘導する。民間銀行が日銀に有する当座預金量が増えれば、資金の利用可能性が増大し、短期金利は下がる。また、当座預金量が減少すれば、各銀行が利用できる資金量が減り、短期金利は上昇することになる。

このように、実は、われわれが長く親しんできた公定歩合(現基準金利)の意義は著しく低下し、現在、公定歩合は過去果たしてきた政策金利的役割を果たしていない。現在の政策金利は、先に上げた「無担保コール翌日物金利」である。民間銀行が保有する当座預金量をコントロールすることによってこの金利を上下させている。政策金利として公定歩合を直接上下させることに代え、マネーの量的変化を通じ、短期金利を変動させようとしている。

日銀と最終的には同じく物価の安定を主要なねらいとしつつも、世界の中央銀行には、違ったアプローチをとる国がある。例えば、ニュージーランドである。ニュージーランドでは、インフレに関する目標値を文書で明確化し、短期金利の誘導であろうが、何であろうが、その目標値にそった金利・金融政策を中央銀行はとらなければならない。インフレ・ターゲット政策である。

ここでは、ニュージーランドにおけるインフレ・ターゲットについて概観し、その後、わが国の量的政策との相違点に触れることにより、理解を深めることにしたい。

---

\* 経営情報学科

## II. NZ 準備銀行のインフレ・ターゲット

わが国の中央銀行たる日本銀行に日本銀行法(1998 年)があるように、ニュージーランドの中央銀行(Reserve Bank of New Zealand)には、ニュージーランド準備銀行法(1989 年)がある。

ニュージーランド準備銀行法に規定されている準備銀行の政策目標は、一定の物価水準の達成と維持である。それを実行するため、財務大臣と準備銀行総裁は、政策目標に関して合意を結ぶ。このことにより、中央銀行と政府の立場が異なることによる対立を避けることができる。例えば、インフレを退治するためには、金融の引き締め(金利の上昇)が求められる。しかし、それには、金利、例えば、銀行の貸出金利が上昇することによる企業の投資の冷え込み、すなわち、景気の減退の危険をともなう。インフレ退治を優先しようとする中央銀行と景気の維持を優先しようとする政府(国)には、いつの時代にもみられることであるが、対立が生じ、景気の減退(政府の不支持)を恐れる政府の側からしばしば何らかの形の介入が行われる。金融政策は、中央銀行が決めることだとしながらも、金利引き上げによるデメリットを公の場で述べたりすることがそれである。

この財務大臣と準備銀行総裁との間の合意は、最近では、2002 年 9 月 17 日に結ばれている。そこでは、準備銀行は、消費者物価のインフレ目標を中期平均で 1~3%としている。前回の合意では、「12 ヶ月」で 0~3%であった。

つまり、毎年、毎年、厳格に一定の目標値内にインフレを抑えるのではなく、中期で一定の目標をクリアすればよいことになる。では、この中期とは、どの程度であろうか。ここで規定されている「中期」とは、3 年程度のことである。3 年程度の中期で見て、インフレを 1%~3%に抑えなければならない。

もちろん、インフレがその目標値の上限を上回る、あるいは下限を下回る場合も出てくるであろう。この目標値外の動きに対しては、準備銀行による利子率による調整が行われる。この利子率とは、準備銀行が定める公定金利である OCR(Official cash Rate)である。この利子率を上下させることにより、後に触れるように銀行間短期金利をコントロールし、家計・企業が直面する利子率にも影響を与えている。

また、準備銀行は、年に 8 回 OCR の数値を公に告知しなければならない。この OCR は極めて重要であるので、次節で再び取り上げる。

ニュージーランドの経済規模は小さい。したがって、経済活動やインフレ状況は、「利子率」や「為替レート」に大きく影響を受ける。であるから、準備銀行は公定金利である OCR を設定する際、これらの変数を考慮に入れる。準備銀行が考慮に入れる他の重要な要因としては、「信用状況」、「インフレ期待」(インフレ予想)、「世界経済の状態」などである。

## III. OCR

通常、一般の銀行は、少額の中央銀行口座資金(決済口座資金)で 1 日をスタートする。しかし、取引が進むにつれて、受取りよりも支払いが多くなってしまう場合も出てくる。銀行は資金不足に陥る危険が最小になるようキャッシュフローを管理する。口座の収支がゼロ以下になることは認められていないので、顧客への支払いをカバーするために短期で資金を借りることになる。

### 1. 営業日内借入れ

資金市場では主に 2 タイプの借り入れがある。営業日内物と翌日物である。各銀行は、担保として何らかの債券を提供することを条件に、営業日内で中央銀行たる準備銀行から借入れを行うことができる。政府債券や銀行・企業が発行する債務不履行の危険性が極めて低い短期債権が担保

の対象となる。営業日内借入れに関して準備銀行は金利を課さない。しかし、その貸出しは、その営業日内の終了までに借入れ銀行から払戻しが行われなければならない。

この形の貸し出しは、営業日内買戻し条件付貸出し、略してレポ(repo)という。資金を借入れる必要のある銀行、すなわち、一方の当事者が、もう一方の当事者である準備銀行に債券を売り、その日の終わるまでにそれを買い戻すことに合意する。借手である銀行が債務不履行に陥ったとしても、貸手である準備銀行は同価値の資産を保有している。つまり、失った資金を取り戻すためにそれらを売ることができるのである。

準備銀行からの営業日内借入れは、民間銀行間のキャッシュフローを処理している。例えば、A銀行が午前11時にB銀行に1億ドル支払い、B銀行は午前12時にA銀行に1億ドル支払ったとした場合、その取引は互いに相殺される。その日の終わりにおける両銀行の資金状況に影響を与えない。ただ、決済はリアルタイムで生じる。午後11時A銀行は最初の1億ドルをどこからか調達しなければならないのであるから、その場合、準備銀行のレポが用いられることになる。

## 2. 翌日物借入れ

2番目のタイプの借入れは、OCRが機能する分野である翌日物借入れである。営業日の終わりには、決済口座で負債を抱えている銀行もあり、余剰資金を抱えている銀行もある。準備銀行は、各銀行の決済口座をある望ましい水準にまで回復させようとする。決済口座で余剰資金を抱えている銀行に対して、準備銀行はOCRより0.25%低い金利を支払う預金受入れを提案する。資金が不足している銀行に対しては、準備銀行は、OCRより0.25%高い金利で翌日物を貸し付けることを打診する。これは翌日物レポと呼ばれる(図1)。

もしB銀行に1億ドルの資金不足があり、OCRが5.00%に設定されている場合、準備銀行は、5.25%でB銀行に翌日物の貸付けを行う。また、A銀行が決済口座に1億ドルの資金を持っている場合、準備銀行はその資金を翌日まで預かり、4.75%の金利を支払う。

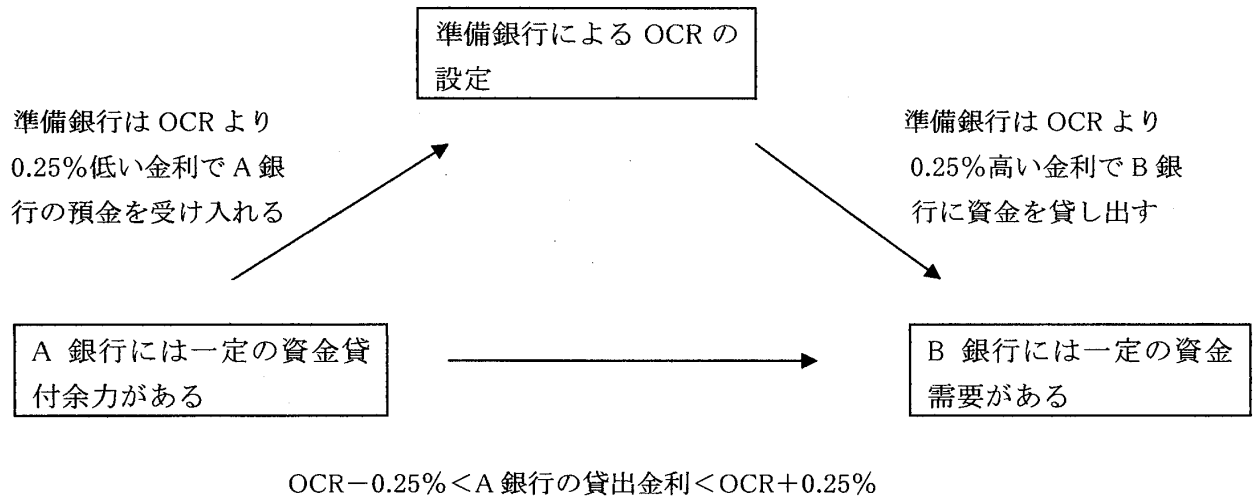
ただ、銀行には第2の選択肢がある。銀行は、銀行間資金市場で互いに貸し借りを行うことができる。A銀行は、直接B銀行に資金を貸し付け、例えば、5%の金利を課することができる。B銀行は、準備銀行から借りるより0.25%少ない金利を払うことになり、A銀行は、準備銀行に資金を預けるより0.25%の金利分多くの利益をあげることができる。したがって、両銀行とも、準備銀行を介さず、互いに直接取引を行う誘因を持っている。翌日物資金市場の取引は、このように行われる。この例からいえば、各銀行は、4.75%と5.25%の間の何らかの利率で取引を行おうとする。この間であれば、民間銀行同士にメリットがあることになる。

OCRは、このように、銀行の短期の利子率に影響を与え、ひいては、長期利子率、経済全体にも影響を与えることになる。このようにして、OCRは、インフレ目標値を達成するための準備銀行の手段となっている。

## IV. 政策目標合意書

既に触れたように、準備銀行(中央銀行)の主要な目的は、物価水準を安定させることであると1989年ニュージーランド準備銀行法は規定しており、また、時の政府の財務大臣と準備銀行総裁は、物価の安定維持に関して特定の目標を設定する合意書を交わすことになっている。政策目標合意書PTA(Policy Targets Agreement)がこれである。準備銀行総裁が任命され、あるいは再任が求められる時、新しいPTAについて交渉が行われなければならない。ただ、政府の新しい財務大臣が任命される時には、再交渉が行われる必要はない。このPTAが特に求めているのは、特定の物

図1 銀行間の短期資金市場における取引



価目標を設定し、その合意、あるいは何らかの変更は公にしなければならないということである。この PTA の規定は、準備銀行総裁と財務大臣との間の合意によってのみ変更することができる。このようにして、どちらサイドも一方的に変更することはできない。

ただ、ここで十分注意しなければならないのは、準備銀行法の下で、政府の意向が PTA に優先する場合があることである。具体的には、12 ヶ月の期間は、PTA に規定されたものとは別の経済目標のために金融政策を用いるよう政府は準備銀行に指示することができる。もちろん、この政府による指示は公にされなければならない。また、その時は、政府の意向を優先させる期間を含む新たな PTA について、政府と準備銀行との間で交渉が行われなければならない。また、優先期間が終わる時には新たな PTA が締結されなければならない。この場合、どちらのケースでも、新たな PTA が交渉されないならば、その総裁は解雇される。ただ、今までこの優先条項は用いられたことがない。

1989 年準備銀行法が成立して以来、今日まで 7 つの PTA が締結されている。アラン・ボラード(Alan Bollard)総裁とマイケル・カレン(Michael Cullen)財務大臣の間に結ばれた 2002 年の PTA の主要なポイントは次の 4 つである。

- ① 中央銀行たる準備銀行は、物価水準の安定維持を目標として金融政策を行わなければならない。また、政府側の全体的な経済目標は、完全雇用の実現であり、より高い実質所得の実現であり、また、公平な所得分配の追求である。このように、持続可能でかつバランスのとれた経済発展を促進する。
- ② 準備銀行のインフレ目標値は、中期で平均 1～3%である。その際、物価水準は、ニュージーランド統計局が出している全グループの消費者物価指数(CPI)で計られる。
- ③ 多くの理由により、実際のインフレーション率は、ターゲットの焦点である中期のインフレ目標値の周りを変動するものと思われる。実際のところ、しばしば突発的な出来事が起こる。例えば、世界市場で取引される商品価格の急激な変動によって物価水準が影響を受けるであろうし、間接税の変化や物価に直接影響を与えるような政府政策の変更、経済活動に大きな影響を与える自然災害などがそれである。このような攪乱要因が起こったとき、中期でのタ

ーゲットを満たすように準備銀行は反応することになる。

- ④ また、年間のインフレ率が中期でのターゲットの範囲外にある場合、あるいはそのような事態が予想される時、準備銀行は、準備銀行法が別に定める政策報告書(Policy Statements)で、インフレを中期のターゲットに抑えるため、なぜそのような結果になったのか、あるいはなぜそのような結果が起こると予想されるのか、どんな手段がとられたのか、これらを説明しなければならない。また、準備銀行は、物価の安定という目標を追求する中で、金融政策を持続可能で矛盾なく透明な方法で実行しなければならない。また、生産水準、利子率、為替レートの不必要の変動を避けるようしなければならない。さらに、準備銀行は、金融政策の実施に当たり、その判断と行動に関し十分な説明責任を負わねばならない。

このように見た時、おそらく、PTAの最も重要な特徴は、それが公の文書であるということにある。選挙に有利なるように、経済活動の一時的な浮揚をもたらすために金融政策を用いようとする政府による試みを避けようとしている。金利の引き下げなど、何らかのインフレ要因となる一時的な景気刺激策を期待する政府に対して、準備銀行はインフレが進むと公に告知することにより、利子率の引き下げを拒否できる。実際のところ、現在の準備銀行法が制定される1989年以前には、政府は密かに金融政策が特定の経路をたどるよう指示することができた。

準備銀行法では、物価の安定によって、人々の所得と貯蓄の価値を守ろうとしている。

「金融政策それ自体は、より速い持続的な経済成長を生むことはできない」

(Reserve Bank of New Zealand [2007])

という考えが背後にある。物価の安定をもたらすことにより、企業と家計が最も効果的な決定を行うことができる予想可能な経済状況を実現する。そのことにより、ニュージーランドの持続可能な経済成長を極大化しようとしている。

## V. わが国の政策とインフレ・ターゲット政策の違い

1990年以降、ニュージーランドにおける年平均のインフレ率は、2.5%である(図2)。これに対して、1970年代は12%、1980年代は11%の高率であった。70年代、80年代の高率のインフレに対して、インフレは抑えられている。インフレ・ターゲット政策の採用後、インフレの沈静化には成功しているといえる。これらの事実は、わが国へ強い示唆を与えるであろうか。

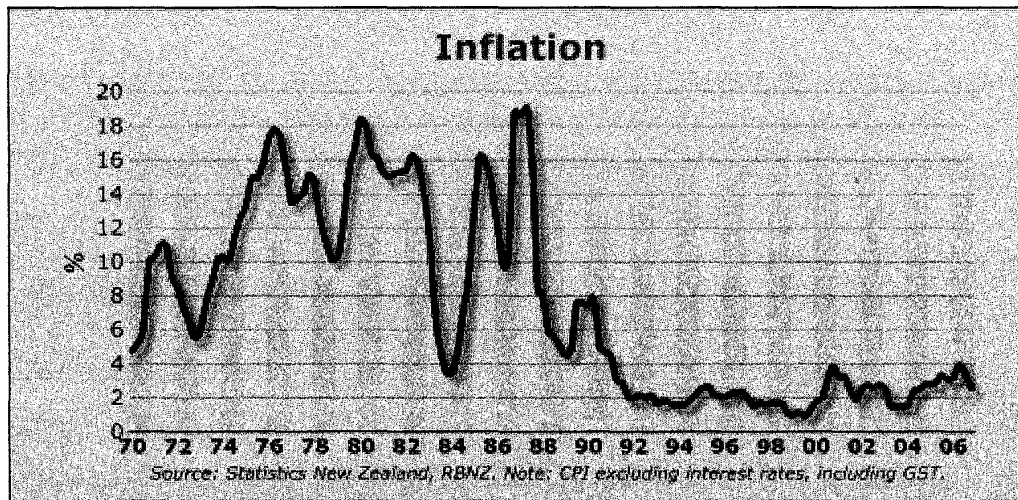
- ① 日銀とNZ準備銀行の政策目標は何か。

日銀であろうとニュージーランドの中央銀行であろうと、その政策の第一の目標は、「物価の安定」、すなわち、インフレ・デフレ退治にある。これは、日銀法、NZ準備銀行法の主要な部分に明記されている。

- ② 物価の安定というのが具体的な目標はあるのか。

ニュージーランドの場合、インフレの目標値を年1~3%としている。わが国の場合、このような規定はない。ただ、「物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和策を実施する」という目標が発表されたし、日銀内で政策を決める立場にある政策委員間での「中長期的な物価の安定理解」として0~2%が示されている。両国のこのような数値は本質的に同じものではないのか。これについては次のようにいえる。日銀の目標は公に明文化されたものではなく、また、日銀の政策を日銀側から発表したものである。それに対し、ニュージーランドのそれは、公に明文化されたものであり、それに止まらず、時の政府と中央銀行の約束という形をとっている。この目標を守るのが準備銀行側の責任である。この違いには目を向けるべきである。

図2 ニュージーランドの物価上昇率



### ③ 物価の安定のための具体的政策

物価の安定、インフレ・デフレ退治のため、どのような政策を行うのか。日銀の場合、民間銀行が日銀に持つ当座預金量のコントロールを通じた短期金利の引き上げ・引き下げであり、NZ 準備銀行の場合、公定金利 OCR を用いた短期金利の引き上げ・引き下げである。両政策とも民間の短期金利の誘導という点では同じである。

この点については、わが国の場合、民間銀行による過度の日銀借入という弊害や金融をめぐる環境整備などを背景に、徐々に日銀がその貸出金利(公定歩合)に依存しない金融調整を行うようになってきた経緯があることは指摘できる。

今後、わが国もデフレ状態を本格的に脱却し、プラスの物価上昇期待が定着する時期が来るであろう。その時、デフレからの脱却のためではなく、インフレを抑えるための手段として、再び、インフレ・ターゲット政策が注目を集める時代が来るかも知れない。この小論も、そのような議論の一つの手がかりとなればよい。

### 参考文献

松岡博幸「ニュージーランドのマクロ経済政策」、『ニュージーランド研究』第10巻、2003年12月、49-57頁。

松岡博幸「ニュージーランドの金融制度」、『ニュージーランド学会誌』第11巻、2004年6月、35-41頁。

Reserve Bank of New Zealand (2003), The Official Cash Rate in action.

Reserve Bank of New Zealand (2007), What is the Official Cash Rate ?

Reserve Bank of New Zealand (2002), Policy Target Agreement 2002.

Reserve Bank of New Zealand(2002), What is the Policy Target Agreement ?

(平成19年3月22日受理)