

金融危機とインフレ目標

——国際比較の観点から——⁽¹⁾

地主敏樹

はじめに

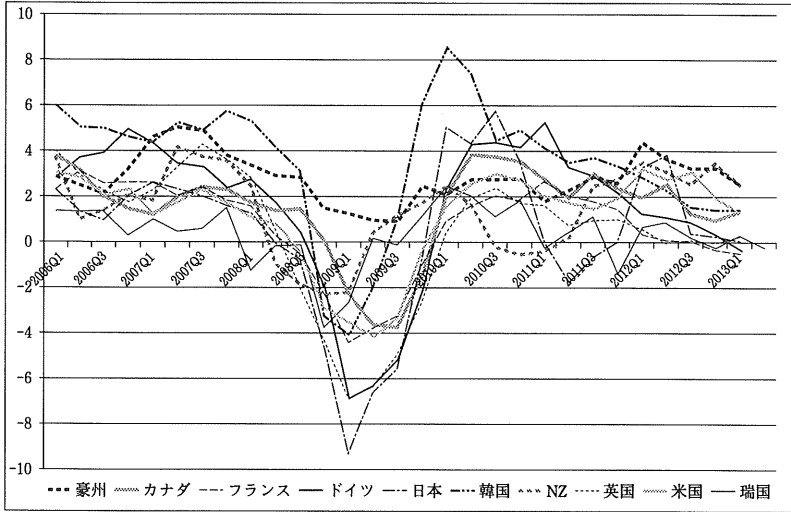
世界金融危機は、極めて大きな影響を日本経済に及ぼした。日本経済の落ち込みは、危機の震源地であったアメリカのみならず、他の先進各国（英仏独加）と比べても大きなものとなった。

日本の GDP の諸項目の中では、輸出の急減が鮮明であった。このことに注目した研究者の中には、日本の金融機関が大きく傷んで、日本の輸出業者向けの金融を提供できなかったのではないかという、仮説を呈示するものも現れた（Weinstein and Amiti (2011)）。しかし、日本の輸入が大幅に減少していなかったことから、貿易金融を提供できなかったのは、邦銀ではなく米銀が傷んでおり、後者の信用状が有効でなくなったからであるということが真相であったと、解釈されるようになった。

日本経済は、危機後の円高にも悩まされた。名目実効為替レートでみると、先進各国通貨の中での日本円の急上昇が如実である。インフレ率を勘案した実質実効為替レートでみると、カナダドルとほぼ並んでいるが、ともに危機後に約30%増価した。「実質実効レートで測定すると、過去により高い水準を経験

(1) 本稿で呈示しているような金融政策の国際比較は、石垣健一教授をリーダーとする研究チームでの共同研究の延長線上にある。本稿で使用したデータの収集加工には、劉・井尻・Cao の諸君の補助を得た。また、本稿で提示した考察のかなりの部分は、地主・小巻・奥山 (2012) の内容と関わっている。本稿は、日本証券奨学財団の助成を受けた研究成果の一部である。記して、謝意を表したい。

図1 GDP 成長率



データ出所：IFS および Datastream

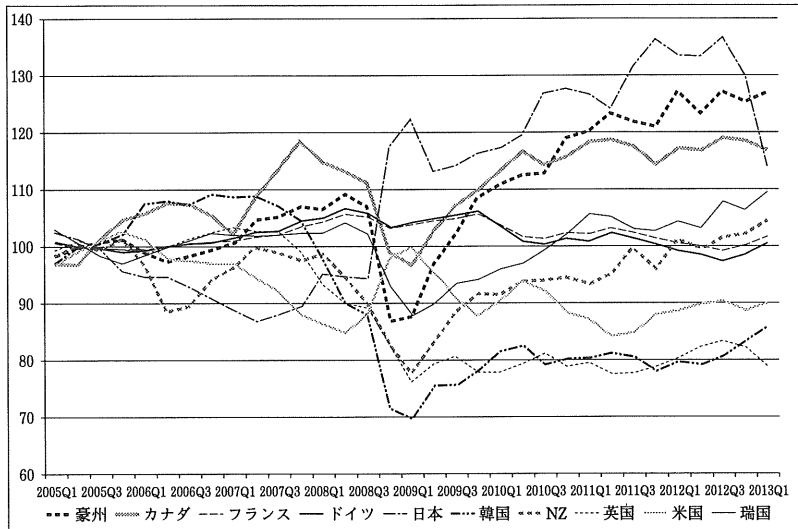
したことがある」と指摘する向きもあったが、無視できない大幅な増価であったことに間違いはない。

同じ時期に韓国ウォンは約20%減価しており、韓国経済は急回復しているのである。為替レートのみで両国のパフォーマンスの相違を説明できるべくもないが、重要なファクターであったであろうと推察される。

本稿では、上記のような国際比較に、インフレ目標の有無という観点を組み込んでみたい。インフレ目標制を採用しているか否かによって、金融危機への対応は異なるものとなったであろうか。また、金融危機後の経済パフォーマンスは左右されたであろうか。国際比較を通して、インフレ目標が、こうした危機に対して有効かどうかを吟味したい。

主要なインフレ目標採用国として、第1グループ：先進国の英国とスウェーデンとカナダ、第2グループ：オセアニアのNZと豪州、および第3グループ：アジアの韓国とタイが、挙げられよう。これらの国々は、目標インフレ率とそ

図2 名目実効為替相場



データ出所：IFS および Datastream

の実現期限を公表することで、目標実現への強いコミットメントを示してきた。さらに、「インフレーション・レポート」などを通して詳細な政策情報を公開して、市場の期待へ積極的に働きかけてもいる。⁽³⁾

他方で、米国と日本は2012年まで目標数値を公表しなかったし、公表しても target とはせずに goal という呼称でコミットメントを緩くしていた。また、ユーロ圏は目標数値を公表していたものの実現期間は明示せず、政策情報公開も限定的で目標実現へのコミットメントは弱いと考えられた。日米およびユーロ圏を、本稿では第4グループ：インフレ目標制の非採用国として、取り扱い⁽⁴⁾う。

(2) インフレ目標を採用している諸国については、伊藤・林（2006）を参照。

(3) 地理的なグループ分けそのものには根拠がないが、後述するように、第2グループと第3グループの2カ国には、それぞれ共通点が多い。

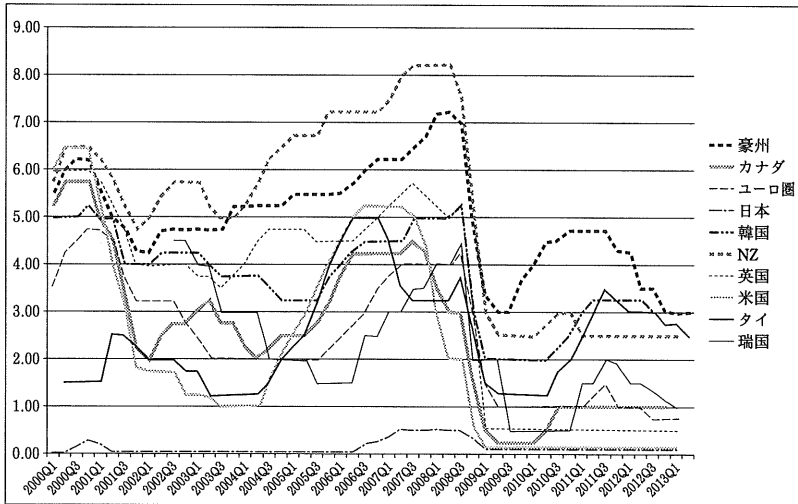
(4) 2013年のインフレ目標 (target) 導入後の日本は、第4グループに入れるべきではないだろうが、本稿が検討対象とする期間の大半は第4グループに入っていた

1 金融危機対応策の概観

本節では、金融危機に対してのマクロ金融政策を概観してみよう。一部の先進国は量的緩和にまで踏み込んだが、そうでない国々も本稿では検討対象(5)に含んでいるので、政策金利の調整に注目しよう。図3に、2000年以後の各国の政策金利の推移を示した。

例外はあるものの、2000年代初頭は、当時のITバブルへの対応で、政策金利水準は高い。01年に入るとITバブル崩壊への対応で急速に利下げしている。利下げ幅は、米国が4.75%ポイントで最大、カナダが3.75%ポイントで次いでいる。その後、オセアニア2カ国から利上げが始まり、英国とカナダ、米国とタイ、ユーロ圏と韓国と続いて、最後にスウェーデンと日本が引き締めへ転じている。景気回復のタイミングが異なっていたことが、転換時点の相違の主原

図3 政策金利



データ出所：IFS および Datastream

と考えられよう。

(5) 政策金利の調整以外の金融危機対応については、植田(2010)などを参照。

困であった。

06年頃から金融危機の直前まで、多くの国々ではインフレ率の上昇が問題となっていた。好景気が続いて労働市場は逼迫しつつあったし、資源価格も上昇してインフレ率を押し上げていた。⁽⁶⁾この状況に対して、日本がやや例外であるものの、他の国々は利上げを続けて、引き締めを強化していたのである。オセアニア2カ国が7～8%と最も高い水準にまで引き上げており、他の諸国は4～5%台にまで引き上げていた。マイルドなデフレーションの持続に悩む日本だけが0.5%までしか引き上げていなかった。

各国は、09年秋の金融危機開始に応じて一斉に利下げに転じるが、利下げの到達点によって、2つのタイプに明別されている。ゼロ金利制約に直面していると言える水準＝1%以下の低水準にまで政策金利を引き下げたのが、順に米国、カナダ、英国、ユーロ圏、スウェーデンの5か国であった。5か国の利下げ幅は平均しても4%ポイントを超える大幅なもので、それがごく短期間に実施されたのであった。日本も到達点ではこのグループに分類できるが、出発点も1%以下の水準であったので、例外的である。インフレ目標制に関わる分類では、第1グループ（インフレ目標を採用している先進国）と第4グループ（インフレ目標制を採用していない先進国）とが、この低金利タイプに混在している。

もう一つの高金利タイプは、政策金利を1%以下にまで引き下げなかった国々である。インフレ目標制に関わる分類では、第2グループ（インフレ目標を採用しているオセアニア2カ国）と第3グループ（インフレ目標制を採用しているアジア2カ国）とが、この高金利タイプに含まれる。オセアニア2カ国は、危機前の政策金利水準が高かったため、到達点が低くないとはいえ、利下げ幅は大きく平均すると5%ポイントであった。アジア2カ国は、それほど出発点の政策金利も高くなかったため、利下げ幅は小さく、平均して3.5%ポイント

(6) 地主・小巻・奥山（2012）第2章参照のこと。

金融危機とインフレ目標

であった。これらの国々は、総じて金融危機のインパクトが小さく、失業率の増大もインフレ率の低下も比較的(7)に小幅だったことが共通している。

以下では、この2つのタイプに諸国を分類したうえで、各国の金融政策運営をやや詳しく吟味していこう。

2 低金利タイプ：危機後に政策金利を1%以下に引き下げた6行

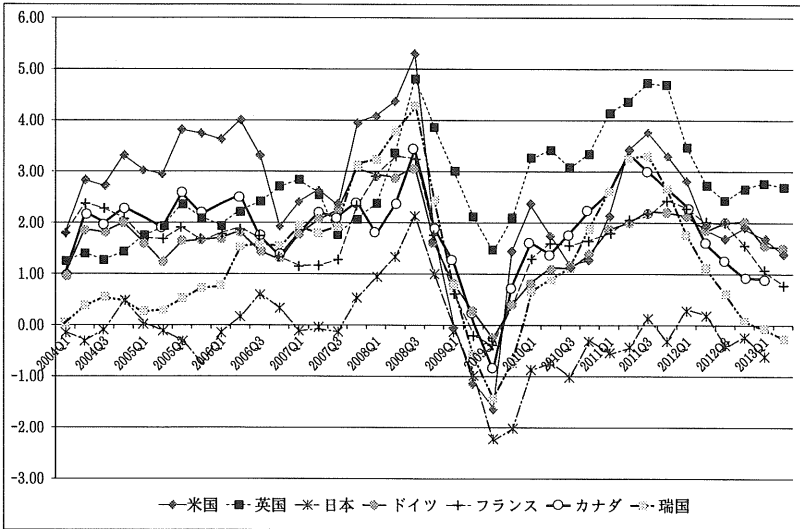
先進国ばかりのこのグループの中では、アメリカが最も早く07年秋に利下げへ転換し、急速に利下げを繰り返した。金融危機の震源地であり、金融産業の重要性の高い経済だから、対応を急いだことも自然であろう。この急速な利下げに対しては、欧州大陸諸国などから国際商品市況上昇との関連が批判的の的とされたという。

米国に続いて利下げに転換したのは、英国とカナダであった。英国は目標を超えるインフレ率に直面していたので、利下げを続けることはできなかったが、インフレ率が目標近傍にあったカナダは、米国に追随して利下げを繰り返した。イングランド銀行は、資源価格高騰が一時的なものと推測していたが、政策行動には反映できなかったのである。インフレ目標制に制約されたのだと、評価できるかもしれない。08年9月のリーマンショックを受けて、漸くに英国も急速利下げに転換した。

欧州中央銀行（ECB）も危機直前までインフレ対応で利上げを実施したが、リーマンショック以後は急速利下げに転換した。ECBは、国際商品市況のみならず、ユーロ圏の好景気に基づくホームメイドのインフレも警戒していた。また、「ユーロ圏内に顕著な金融上のアンバランスは存在しない」という評価を、繰り返していた。事後的にみると、ユーロ圏内の周辺諸国の経済状態への目配りが不足していたと、言わざるを得ないだろう。スウェーデンのリクスバ

(7) 政策金利を短期的にせよ1.25%ポイントまで引き下げたタイプは、この高金利タイプではやや例外的で、金融危機の直前から直後にかけて、インフレ率の特異な大幅上下動を経験していた。

図4 低金利タイプ諸国のインフレ率



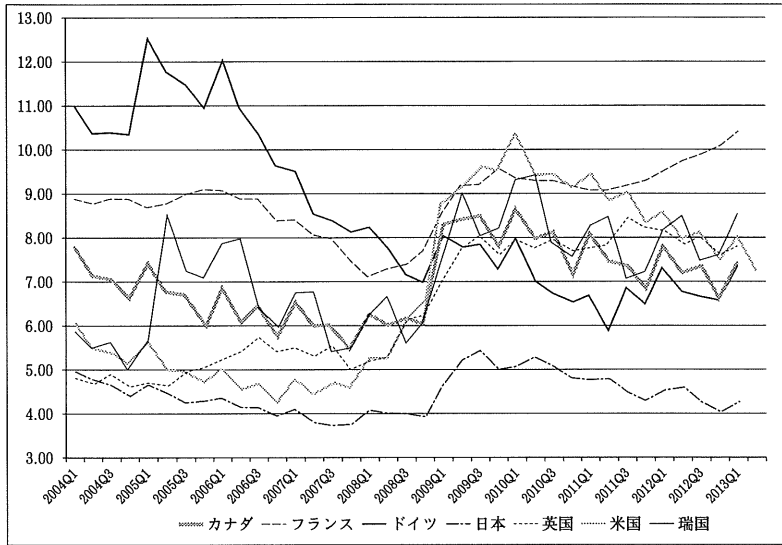
データ出所：IFS および Datastream

ンクも同様に、ホームメイドのインフレーションを警戒しており、06年後半からの利上げシリーズの最後が09年夏となった。ユーロ圏もスウェーデンも、2000年代初頭のITバブル崩壊からの回復が、米英に比べて遅れて始まり、08年にも景気拡大局面が続いていたのである。一見すると、ECBとリクスバンクの政策行動はよく似ており、インフレ目標制の採否は政策行動を左右していないように見えるかもしれない。しかし、リクスバンクは政策金利の予想将来経路を公表していたので、最後の利上げと同時にその後の利下げも予告しており、ECBと同じ政策行動であったとは言えない。政策情報の公開というインフレ目標制の特長の一つが、うまく利用されたのである。⁽⁸⁾

第1グループ（インフレ目標制を採用している先進国）では、危機対応が一

(8) ただし、ECBは、ユーロ圏各国の利害が必ずしも一致しないために、政策決定に関する情報公開を極端に制限している。リクスバンクとの差異を、インフレ目標の採否の結果とするのは、やや的外れかもしれない。

図5 低金利タイプ諸国の失業率



データ出所：IFS および Datastream

段落すると、カナダ銀行が2010年から利上げを繰り返して1%水準に戻した。次いで、リクスバンクが2011年に利上げを繰り返して、2%水準にまで戻した。ともに、インフレ率が3%を超えて上昇しつつあったことへの対応であったと考えられる。インフレ目標制が効いたのであろう。ただし、同じインフレ目標国でありながら、イングランド銀行は0.5%水準に政策金利を留めたままである。2011年には、インフレ率が4%から5%へと上昇していたので、インフレ目標国としては例外的な政策行動であったといえよう。

第4グループ（インフレ目標を採用していない先進国）の、危機後の政策運営をみてみよう。日本とアメリカは、ゼロ金利水準の政策金利を一切動かしていない。ともに、量的緩和のような非伝統的金融緩和策の実施に踏み込んでい⁽⁹⁾た。日本のインフレ率はゼロ%近傍にあったが、アメリカのCPIインフレ率

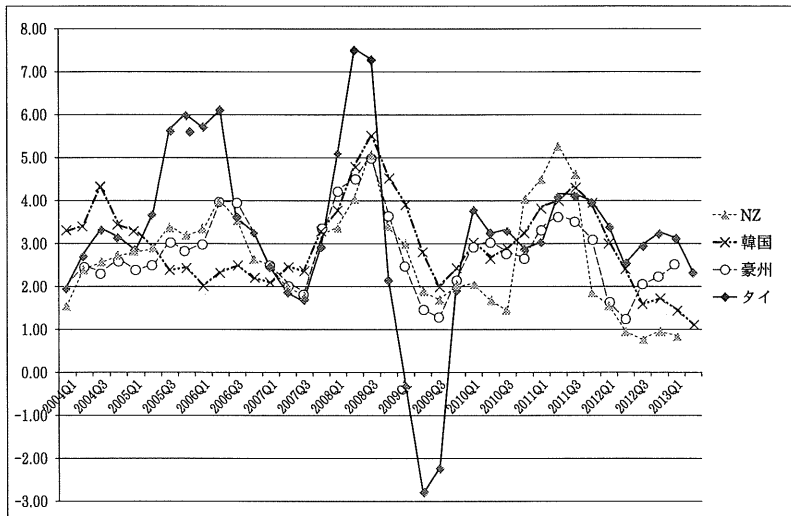
(9) ECBも、ユーロ圏の銀行向けに長期資金を無制限に提供した。

は3%を超えていた。コアPCE指数で政策を判断しているということもあるが、インフレへのウェイトが相対的に低いと評価できるかもしれない。他方で、ECBは2011年にインフレ率が2%を越えつつあったので、利上げを2回実施して1.5%水準にしたが、同年後半にはユーロ圏周辺国の財政危機が始まったので再び利下げに転じた。⁽¹⁰⁾

3 高金利タイプ：危機後の政策金利が1%を超えていた4行

危機後に引き下げた政策金利が相対的に高い水準に留まっただい高金利タイプには、第2グループ（オセアニア地域のインフレ目標制を採用している2行）と第3グループ（アジア地域のインフレ目標制を採用している2行）が入っていた。

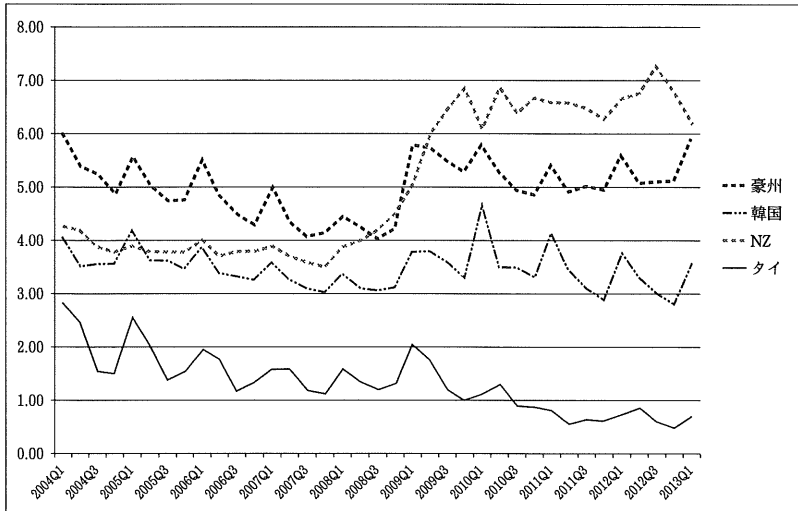
図6 高金利タイプ諸国のインフレ率



データ出所：IFS および Datastream

(10) 危機に陥った国々の国債の無制限購入も、実施した。

図7 高金利タイプの失業率



データ出所：IFS および Datastream

第2グループの2行をみてみよう。ニュージーランド準備銀行とオーストラリア準備銀行は、ともに早期からインフレ目標政策を実施してきて、信認を確立してきた。07年まではともに好景気で失業率が4%前後にまで低下していた上に、インフレ率も上昇中で08年半ばには5%に到達することとなった。この状況に対応して、両行は政策金利を7~8%水準にまで引き上げて、引き締めを図っていたところで、リーマンショックに直面した。どちらも急速な利下げに転換したが、2.5~3%水準まで引き下げを停止した。どちらも、インフレ率は約2%にまでしか低下しなかった上に、失業率も6%前後までしか上昇しなかったのである。

その後、オーストラリア準備銀行は、中央銀行諸行の中で最も早く09年末に利上げに転換し、10年末にかけて1.75%ポイントもの急速な利上げを実施した。ニュージーランド準備銀行は、遅れて10年半ばに0.5%ポイント利上げしたが、11年初頭には同じだけ利下げして2.5%水準に戻している。オーストラリア準

備銀行も、11年末には利下げに再転換して、12年末には3%水準に戻している。

次いで、アジアの2行を吟味しよう。タイ銀行と韓国銀行は、1990年代末のアジア通貨危機の後に、インフレ目標制を導入した。どちらも、インフレ目標値の公表、実現期限の設定、インフレーション・レポート等を通じた政策情報の公開など、インフレ目標制の標準的な枠組みを、忠実に踏襲してきている。インフレ目標制を導入したアジア諸国の中では、最も信認が高い2行であると評価できよう。

両行ともに、危機直前にインフレ対応で利上げした後に、リーマンショックでやはり急速利下げに転換した。ただし、タイ銀行の金融危機前の経験はやや特殊である。06年半ばまで急速に利上げして政策金利を5%水準にまで高めた後、07年に入ると利下げを繰り返して3.25%にまで引き下げている。その後08年に入って、再び0.5%ポイントの利上げをしていたので、他の中央銀行諸行と異なっている。金融危機が一旦沈静化すると、2010年半ばから、ともに利上げへ転換した。韓国は1.25%ポイント、タイは2.25%ポイントの利上げを実施した後、11年末から12年半ばに利下げに再転換している。

これら4行の政策運営の特長として、政策方向の転換が頻繁なことと、ニュージーランド準備銀行を例外として、政策金利の変動が大きいことが、挙げられよう。この期間におけるインフレ率の大きな上下動が、こうした政策運営をもたらしたといえるのではないだろうか。4行ともにインフレ目標制を堅持すべく政策運営を実施しているので、インフレ率の上昇を看過できないのであろう。また、インフレ目標を堅持して、政策情報の公開も進めているので、そうでない中央銀行と比較すると、政策方向の転換に慎重である必要が軽減されたのかもしれない。

4 金融危機後のパフォーマンス

本節では、各国の経済パフォーマンスをまとめて、吟味しておきたい。もちろん、金融政策だけが経済パフォーマンスの差異をもたらした要因であるはず

表1 各国のパフォーマンス：インフレ率

インフレ率	危機以前 2002-2008Q2			危機前グループ平均			危機以後 2008Q3-2013			危機後グループ別平均			インフレ 目標値
	平均	標準偏差	変動幅	平均	標準偏差	変動幅	平均	標準偏差	変動幅	平均	標準偏差	変動幅	
カナダ	2.20	0.72	3.57	第1グループ			1.70	1.10	4.29	第1グループ			2%±1%
英国	1.86	0.62	2.42	1.88	0.79	3.24	3.26	0.95	3.35	2.06	1.19	4.45	2%
瑞国	1.58	1.02	3.74	第4グループ			1.22	1.53	5.70	第4グループ			2%
仏国	1.94	0.50	2.14				1.48	0.90	3.68				2%弱
独国	1.69	0.60	2.29	1.59	0.65	2.58	1.49	0.79	3.32	1.10	1.06	4.57	2%弱
日本	-0.08	0.58	2.76	第2グループ			-0.37	0.97	4.38	第2グループ			1%
米国	2.79	0.91	3.13				1.80	1.58	6.93				2%
豪州	2.90	0.68	2.65	2.78	0.70	2.64	2.66	0.96	3.77	2.58	1.23	4.14	2-3%
NZ	2.66	0.73	2.63	第3グループ			2.50	1.51	4.50	第3グループ			1-3%
韓国	3.01	0.72	2.77				3.01	1.16	4.41				3%±1%
タイ	3.05	1.91	7.15	3.03	1.31	4.96	2.60	2.22	10.08	2.81	1.69	7.25	0.5-3%

データ出所：IFS と Datastream 四半期データ。

はない。各国が経験した外生的なショックも異なるものであろうし、経済金融システムも異なるのでショックの影響も異なるものとなったであろう。したがって、本節の考察は、金融政策の運営の優劣を判定するものとはならない。ただし、インフレ目標制に関わるグループ毎のパフォーマンスを見ることで、なんらかの示唆が得られるかもしれない。

最初にインフレーションの推移をみてみよう。表1には、各国のインフレ率のパフォーマンス（平均水準、標準偏差および変動幅＝最大値－最小値）を、危機前（2002－2008QII）までと危機後（2008QIII－2012）について、まとめた。各統計量に対して、インフレ目標に関わるグループ別の平均値も呈示している。

日本とアメリカは目標値を公表する前の時期がほとんどなので例外とすると、危機前にはどの国もほぼ目標値を実現していたことが分かる。標準偏差や変動幅でインフレ率のボラティリティをみても、タイを例外として、ほとんどの国々のパフォーマンスはよく似た範囲に納まっている。グループ別にみると、先進国からなる第1グループと第4グループの平均インフレ率が2%弱であるのに対して、オセアニアの第2グループとアジアの第3グループの平均インフレ率

が3%前後と高くなっていることが目立つぐらいであろう。

危機後の時期を危機前と比べると、どのグループでもインフレ率のボラティリティが高まったことに、気づかされる。それと、インフレ目標を採用してこなかった第4グループだけ、平均のインフレ率が顕著に低下している。インフレ目標を採用しているグループは、平均インフレ率もほぼ目標水準近傍に納まっている。英国だけが大きな例外だが、インフレ目標が、期待のアンカーとして貢献したのかもしれない。

次に、同じ枠組みで、失業率に関する各国のパフォーマンスを吟味してみよう。

金融政策は長期的には实体经济に対して中立的であるとしても、経済がどの経路を辿るかには影響するので、5～7年程度の中期的な平均パフォーマンスには十分に影響し得るだろう。危機前には、インフレ目標を採用していなかった第4グループの失業率が高かった。欧州大陸の独仏2国の失業率が高かったからである。他方で、アジア2カ国の第3グループの失業率が低いが、これは経済構造によるものと考えるべきだろう。ボラティリティをみると、アジアの第3グループが顕著に安定していることを除くと、他の3グループはほぼ似た

表2 各国のパフォーマンス：失業率

失業率	危機以前 2002-2008Q2			危機前グループ平均			危機以後 2008Q3-2013			危機後グループ別平均		
	平均	標準偏差	変動幅	平均	標準偏差	変動幅	平均	標準偏差	変動幅	平均	標準偏差	変動幅
カナダ	6.86	0.77	3.00	第1グループ			7.55	0.76	2.63	第1グループ		
英国	5.11	0.31	1.10	5.93	0.79	2.97	7.69	0.61	2.41	7.73	0.78	2.95
瑞国	5.82	1.29	4.80	第4グループ			7.93	0.98	3.80	第4グループ		
仏国	8.40	0.57	2.00	第4グループ			9.23	0.72	3.00	第4グループ		
独国	10.16	1.23	4.77	7.10	0.75	2.68	7.06	0.58	2.17	7.38	0.71	2.76
日本	4.58	0.60	1.83	第2グループ			4.65	0.45	1.50	第2グループ		
米国	5.27	0.59	2.13	第2グループ			8.57	1.10	4.37	第2グループ		
豪州	5.25	0.82	3.11	4.73	0.71	2.56	5.20	0.50	1.90	5.73	0.66	2.50
NZ	4.21	0.59	2	第3グループ			6.27	0.82	3.10	第3グループ		
韓国	3.48	0.33	1.23333	第3グループ			3.46	0.47	1.9	第3グループ		
タイ	1.89	0.60	2.11	2.68	0.47	1.67	0.98	0.41	1.57	2.22	0.44	1.74

データ出所：IFS と Datastream 四半期データ。

金融危機とインフレ目標

ようなパフォーマンスであった。

危機後を危機前と比べてみると、インフレ目標を採用している第1グループと第2グループとで、顕著に失業率が上昇している。ともに、インフレ率は目標近傍に維持していたので、失業率の低下よりもインフレ率の安定を優先して政策を運営した結果なのかもしれない。なお、アジアの第3グループでは、失業率はむしろ低下している。インフレ目標を採用していなかった第4グループは、失業率は微増にとどまっている。米国の失業増大をドイツの失業減少が相殺した結果である。

5：最 後 に

本稿では、世界金融危機に対する主要各国の政策金利の調整と経済パフォーマンスについて、インフレ目標制の採否と関連付けて、吟味してきた。厳密な実証分析ではないが、インフレ目標が危機対応に影響した可能性を示唆する、いくつかの興味深い事例が見つかった。主要なポイントを列挙しておこう。

- 1) 米国と並んで金融危機に直撃された英国は、米国ほど早期に急速利下げを実行しなかったが、目標を超えるインフレに直面していた。インフレ目標制を採用していなければ、米国に追随できたかもしれない。
- 2) リーマンショック直前の08年夏に、インフレ率高騰への対策として、利上げた中央銀行が多い。ただし、政策情報公開の限定的な ECB は単に利上げただけであったが、政策金利の予想将来経路を公表しているリクスバンクは利下げへの転換も予告することができた。
- 3) インフレ目標を採用していなかった先進国グループでは、金融危機後にインフレ率が顕著に低下した。インフレ目標が公表されている経済では、賃金・価格の決定が安定的になるのかもしれない。
- 4) インフレ目標を採用していた先進国グループとオセアニアでは、金融危機後に失業率が顕著に上昇した。失業率の低下よりも、インフレ率の安定を重視した結果かもしれない。

- 5) 英国は、金融危機後の政策運営において、目標を超えるインフレ率に直面しながらも、低金利政策を維持し続けた。インフレ目標を採用している国々の中では例外的な政策運営である。

参 考 文 献

- 伊藤隆俊・林伴子、『インフレ目標と金融政策』、東洋経済出版社、2006年。
植田和男編著、「世界金融・経済危機の全貌—原因・波及・政策対応—」、慶應義塾出版会、2010年。
地主敏樹・小巻泰之・奥山英司著、『世界金融危機と欧米主要中央銀行—リアルタイム・データと公表文書による分析—』、晃洋書房、2012年。
Weinstein, David and Mary Amity, “Exports and Financial Shocks”, *Quarterly Journal of Economics*, November 2011.