

# 期待に働きかける金融政策と無責任な中央銀行

朝倉 健男<sup>1</sup>

## はじめに

バブル崩壊後の景気低迷を受けて、日銀が1991年に最初の金融緩和を行って、30年の歳月が流れた。後に「失われた20年」と呼ばれることになる日本経済の危機的状況に対応するため、それ以来ごく限られた期間を除き、日銀による金融政策はほぼ緩和一辺倒となっている。この間の金融政策は当然に、学界においても重要な研究テーマであった。特に名目金利がゼロ金利制約に直面したのちに行われる「非伝統的金融政策」においては、政策金利の低下という伝統的金融政策における出発点がそもそも絶たれている状況下、総需要の増大のチャンネルが様々に考察され、論壇でも論争を呼んだ。

クルーグマンによる政策提言のエレメントは伝統的なIS=LMモデルとその応用（ミクロ的基礎の付加）により説明可能で、多くの理論研究者にとっては馴染みやすいものであるといえる。しかしクルーグマンによる革新的な政策提言である中央銀行が将来のインフレに対して「無責任」になるという部分に関し、クルーグマン自身が具体的な手法を提示しなかった（もしくはできなかった）ため、その後の日銀の金融政策手法を巡る論争にはバリュエーションが生じた。その際、特に中央銀行による「独立的インフレ期待形成」と「政策金利のフォワード・ガイダンス」との本来ある境界線が、政策議論の中で曖昧にされてきた印象がある。筆者の理解によれば中央銀行による「独立的インフレ期待形成」とは将来起こるインフレに関して中央銀行が「無責任」になることを現時点で人々に宣言することで実質金利を引き下げること、「政策金利のフォワード・ガイダンス」とは将来の短期金利のパスを現時点で示して長期金利を引き下げることというように、この両者は明確に異なる政策である。本稿では、両者の政策が持つ本質的な相違点と共に、特に中央銀行の「無責任」さについても考察していく。

## 1 クルーグマンによる期待インフレ形成のエレメント

### (1) IS=LMモデルと「流動性のわな」

そもそも日本に、独立的インフレ期待形成モデルを持ち込んだのはKrugman (1998)であっ

---

<sup>1</sup> 専修大学経済学部助教。

た。クルーグマンによる提言は、1998年という時期が示す通り、1991年に日銀がバブル崩壊後に最初の金融緩和に転じて、すでに7年を過ぎたところである。それ以前にも、バブルの崩壊とそれに続いた景気低迷に関し、その責任を日銀の消極的な金融緩和に求める声は存在していた。岩田（1992）は日本の1990年代前半の景気の低迷を、マネーサプライの伸び率の低さに求め、その背景には日銀によるマネタリーベースの能動的供給を十分に行わない日銀の姿勢があるとした<sup>2</sup>。この岩田の日銀に対する批判は翁（1992）で日銀によるマネタリーベース供給は受動的にしか行えないという反論を経た後に「マネーサプライ論争」とよばれることになった<sup>3</sup>。当時の岩田の主張は日銀を批判する学界の急先鋒であったものの、1992年の時点において、岩田の主張に「インフレ期待」という概念は登場していない<sup>4</sup>。後述するように、日本において金融政策議論にインフレ期待の形成という概念を最初に持ち込んだのは岩田ではなく Krugman (1998) であった。

以下、金融政策を巡るインフレ期待の導入を考察するため、まずマクロ経済学の IS-LM モデルにより、金融政策の効果が無効となる「流動性のわな」を確認する。マクロ経済学の始祖であるケインズが提案し、その後継であるケインズ派のなかでも重鎮であるヒックスによって

<sup>2</sup> なお、まだプラスの金利水準でインフレ期待の概念が導入される以前のマネーサプライ論争における岩田の主張には1つの大きな仮定があった。それはマネーストックとマネタリーベースとの関係を示す「貨幣乗数」が安定的という前提である。貨幣乗数とは以下の2つの内訳からなる。ここでまず、マネーストック M は現金通貨 C と預金通貨 D を足したものである。

$$M = C + D$$

そして、マネタリーベース B は現金通貨 C と準備預金 R を足したものである。

$$B = C + R$$

さらに、準備預金 R は預金通貨 D に準備率 r をかけたものである。

$$R = rD$$

これら3つの式を組み合わせると、マネーストックとマネタリーベースに次のような関係を見出すことができる。

$$\frac{M}{B} = \frac{C + D}{C + R} = \frac{\left(\frac{C}{D}\right) + 1}{\left(\frac{C}{D}\right) + \left(\frac{R}{D}\right)}$$

上の式によれば、貨幣乗数の内訳を考える上において重要なのは、右辺にある (C/D) と (R/D) であり、前者は「現金・預金比率」、後者は「準備・預金比率」と呼ばれている。日銀のマネタリーベースの供給が直接同程度度のマネーストックの増加を生むためには、伝統的な金融政策においてもこの2つの貨幣乗数の構成要素が安定的であるということが前提となる。またこの前提は、中央銀行が金融緩和を行えば、すなわちマネーストックが増加するというモデル上の仮定を置く IS-LM 分析とも親和的である。

<sup>3</sup> この時の「マネーサプライ論争」そのものは、タイムスパンを短期・長期に分けて考えれば翁・岩田の双方の言い分が共に解釈可能とする植田（1992）による「植田仲裁」をもって一応の終焉となった

<sup>4</sup> インフレ期待という概念を用いていなかった当時の岩田（1992）の論拠する主張の背後にあったのは、

$$M \cdot V = P \cdot Q$$

という方程式からなる貨幣数量説にあった（ここで M はマネーストック、V は貨幣の流通速度、P は一般物価、Q は取引数量）。

Hicks (1937) で定式化されたといわれる IS-LM モデルではあるが、その分析対象である財市場と貨幣市場の構造は次のとおりである。

$$Y = C(Y) + I(i) + G \quad (1-1)$$

$$M = L(Y, i) \quad (1-2)$$

ここでYは国民所得、Cは民間消費、Iは民間投資、Gは政府純支出、Mはマネーストック、Lは貨幣需要、iは利子率である。IS-LMモデルにおいて、まずIS曲線は財市場において式(1-1)の均衡状態を満たすような所得Yと利子率iの組み合わせとなる。財市場の45度分析を経て導出されるIS曲線においては投資の限界効率理論によって実質利子率と投資の間には負の相関関係が生じるため、財市場において経済主体は実質利子率が上ればそれだけ投資を抑制すると考える。逆に実質利子率が下がれば投資は拡大し、経済全体の所得も増えていくと考えられている。そのためIS曲線は右下がりの形状となる。

LM曲線は貨幣市場において式(1-2)の均衡状態を満たすような所得Yと利子率iの組み合わせを表す。LM曲線の仮定では同じ貨幣供給量のもとで所得が上昇すれば貨幣市場において貨幣の取引需要が増加し、債権から貨幣への乗り換えが進む。同一の貨幣供給量の下では債券の需要が低下すれば、名目利子率は上昇して債券価格は下落する。つまり貨幣市場においては利子率iと所得Yの間には正の相関関係が成立すると考えられるため、それを示すLM曲線は右上がりの形状となる。

IS-LMモデルにおいて中央銀行が金融緩和を行えば、貨幣供給量の増加によりLM曲線が右にシフトする。つまり中央銀行による金融緩和は、所与の貨幣取引需要の下でそれが行われれば債券需要の高まりと利子率の低下をもたらす。中央銀行の政策金利としてはインターバンク市場における最も短い無担保翌日物の利子率が選択されるが、その低下が呼び水となり他の様々な金利低下を促して需要増大効果を発揮し、IS曲線との交点で決まる所得を増大させるというのが、IS-LMモデルによる金融政策の有効性である。

ここで「流動性のわな」とは、貨幣の利子弾力性が無限大となるケースをさし、それは水平のLM曲線として表される。この流動性のわなは、名目金利が最も低いケースにおいて起こるとされ、高価格で債権を購入しても将来の利上げの場面で多大なキャピタル・ロスを生じさせるため、流動性のわなにおいて人々は債券を購入しようとはせず貨幣を持つとするであろう。このような局面が極端化すれば貨幣需要は無限大となり、水平のLM曲線では中央銀行が貨幣供給を増加させても利子率は低下しないため、投資や消費などの総所得は変化しない。つまり流動性のわなでは金融政策は無効となる。

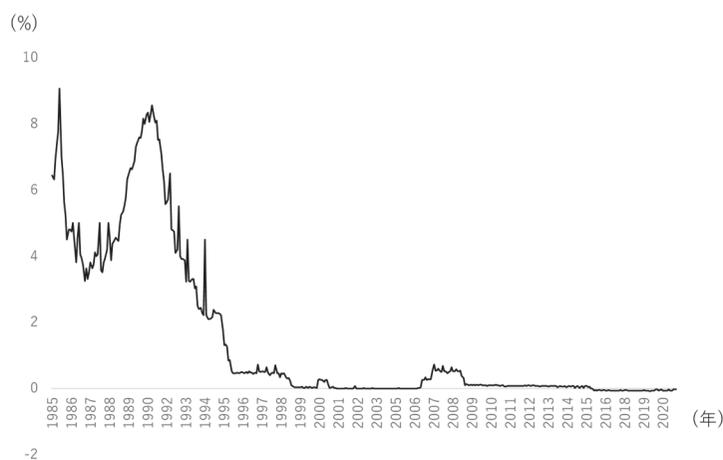
## (2) Krugman (1998) 登場の背景となったゼロ金利制約下での金融政策運営

以上のような「流動性のわな」はマクロ経済学の入門分野ではアドホックな分析として講じられているものの、大恐慌以来の世界各国における中央銀行や政府の現実的な課題はインフレの克服にあり、主要国において流動性のわなが発生するのは経済モデルの中の静学的なスケッチに限られるものであると思われていた。ところで、ケインズからヒックスに受け継がれた IS-LM 分析において、流動性のわながもたらされる金利水準が具体的に何%であるかという提示はない。しかし、少なくとも現金の保有に規制がない経済を前提とすれば、現金の名目収益率がゼロ%である以上、名目金利の下限がゼロ%にあることは想像に難くない。

図1は日本の政策金利であるコール・レートの推移である。それによれば、バブル崩壊以降の平成不況期にコール・レートは大幅に引き下げられ、1995年半ばから今日に至るまでゼロ近傍に張り付いている。名目金利の下限をゼロ%と考えるなら、日本は1995年には流動性のわなの状態であり、金融政策の効果が極めて大きな制限がかけられていると考えられる。

一般に、中央銀行の伝統的な金融政策は短期金利誘導型であるとされ、金利チャネル効果はその効果のすべてを媒介する。具体的には、インターバンク市場の最も短い金利であるコール・レートを日銀が低下させれば、それが金利体系全体に波及し、民間の銀行の貸出行動に影響を与えてやがて総支出を変化させるというものだ。白川(2008)によれば伝統的な金融政策の波及経路とは具体的に、①中央銀行が債権手形オペレーションを用いて準備を増加(減少)させると、②それによりコール市場の需給が変化しコール・レートが低下(上昇)し、③裁定により違う長さの金利も低下(上昇)して株価等の金融資産価格も変化し、④個々の民間銀行の貸

図1 コール・レートの推移



(出所) 日銀資料より筆者作成

し出し行動にも影響を与え、⑤企業や家計の経済主体の行動が GDP を変化させる、というトランスミッション・メカニズムが想定されている。これに対して非伝統的金融政策とは短期金利誘導型と違いコール・レートの低下を媒介せずにゴールである GDP の増加を目指すものである。

### (3) Krugman (1998) による流動性のわな

1998年にクルーグマンにより提唱された新たな「流動性のわな」モデルは、ヒックスによるクラシカルな流動性のわなモデルから出発し、そこに動学的要素を取り込んだモデルとして、経済理論の研究者にはなじみやすいものとなっている。クルーグマンモデルの流動性のわなのエレメントは第一義的には実質金利という概念をモデルに挿入したことである。クルーグマンはたとえ足元の金融政策に強い制限がかけられている場合でも、将来のインフレ率を引き上げることによって「実質金利」を低下させることは、日本のように政策金利がゼロ%になっている状況であっても可能だとする。

改めて確認すると、

$$i = r - \pi \quad (1-3)$$

ここで、 $i$ は実質金利、 $r$ は名目金利、 $\pi$ は期待インフレ率である。この1-3式は「フィッシャー方程式」と呼ばれるもので、1990年代の半ば以降の日本において、名目金利がゼロに張り付いて流動性のわなに陥っている場合、実質金利を引き下げするためには期待インフレ率を引き上げる必要があるとクルーグマンは主張した<sup>5</sup>。

野口 (2015) によれば、財市場において IS 曲線における投資は実質金利の関数であるとされているものの、それを貨幣市場の LM 曲線と併せて同時分析する静学的な IS-LM モデルにおいて、実質金利は所与として変化しない定数として扱われてきた。静学的世界の期待インフレ率には、過去のインフレ率の実績値がそのまま適用されるためだ。期待インフレ率が変化しないということは、フィッシャー方程式 (1-3 式) において  $\pi$  が変化しないということになり、その前提の下では、実質金利と名目金利は等しくなる。

やや繰り返しになるが、静学的な IS-LM モデルが想定している金融緩和効果とは、①中央銀

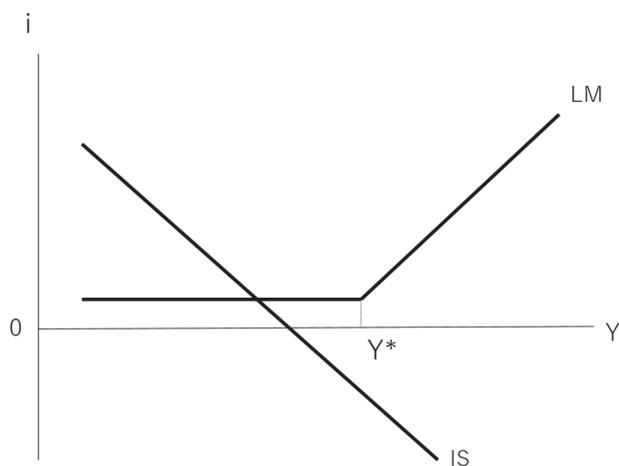
---

<sup>5</sup> 実質金利の発想自体は、IS 曲線導出の基礎理論における金利が実質金利であるため、IS-LM 分析とは元来整合的である。ここでもし、ある経済主体が 1,000 万円のローンを組んだとする。この 1,000 万円は名目金額で契約されるため、額面上 1,000 万円はいつまでも不変である。しかしこの時にデフレが起きてしまえば、返済にかかる実質金利は上昇し、仮に事業会社ならば収益はデフレにあわせて減少してしまうかもしれない。このようなメカニズムを考えれば、経済主体が金融機関から資金を借り入れて設備投資や住宅投資を行う場合に考慮される金利は、名目金利ではなく実質金利となる。

行が貨幣供給量を増加させると右上がりの形状の LM 曲線が右にシフトし、②利率が低下して設備投資や住宅投資が増加し、③IS 曲線と LM 曲線の交点が右上に移動して、そこで達成される GDP が増加する、という過程を経る。しかしすでに述べたように、LM 曲線が水平である流動性のわな場合は中央銀行が金融緩和によって貨幣供給量を増やそうとしても、LM 曲線は移動しないため、金融緩和は無効である。

この場合流動性のわなの下では、GDP ギャップがゼロとなる望ましい金利（自然利子率）が著しく低下して、場合によってはマイナスになっていると考えられる。自然利子率がマイナスとなるようなケースは極めてまれであるとされるが、例えば 1990 年代後半の日本の大規模な金融危機のようなケースでは自然利子率がマイナスになった可能性は考えられる。ここで期待インフレ率がゼロである場合、中央銀行は金融緩和によって貨幣供給量を増加させるが、現金の名目収益率がゼロ%である以上は名目金利の下限はゼロであり中央銀行が政策金利をゼロ%以下に誘導することは少なくとも伝統的な金融政策の枠組みでは考えられなかった。そして期待インフレ率をゼロ%とするのであれば、実質金利の下限もやはりゼロ%となる。そうすると、少なくとも自然利子率がマイナスの世界では、足元で中央銀行がいくら金融緩和を推し進めようとしても、現実の政策金利水準は自然利子率との対比では引き締めの金融政策運営とならざるを得ない。このような状況をみて、クルーグマンは IS-LM モデルにおいて流動性のわなをヒックスの流動性のわなから拡張した。図 2 はクルーグマンによって改めて提示された IS-LM 分析の概念図である。それによれば、横軸 Y は GDP、縦軸 i は実質金利となる。Y\*は GDP ギャップゼロにおける GDP となるが、それを達成するための金融政策は名目金利ゼロ下限に

図 2 クルーグマンによる流動性のわな



(出所) Krugman (1998) より筆者作成。

直面しており、LM 曲線をいくら右にシフトさせても、GDP ギャップは解消されないということになる。

#### (4) 期待インフレ形成の導入

上記のクルーグマンによる流動性のわなの状況で、あくまでも金融政策の力のみで GDP ギャップを縮小させるには、静学的バージョンの IS-LM 曲線において仮定されていた期待インフレ率が一定、またはゼロという前提を崩すことから始めなければならない。より具体的には、1-3 式のフィッシャー方程式が端的に示すように期待インフレ率を引き上げない限り、均衡実質利子率を下回るような実質金利は達成されず、金融緩和は効果を持たない。ここに、初めて期待への働きかけという、金融政策の作用に期待インフレ率が介在する下地が築かれた。

期待への働きかけを考えた場合、クルーグマンは流動性のわなに陥っている足元での金融政策よりも、より将来的な金融政策のスタンスの継続性を重視する。そのうえでクルーグマンは中央銀行が人々の将来のインフレ期待に働きかけるには将来のインフレに対して中央銀行が「無責任」になることを今約束できれば、その範囲において期待インフレ率は上昇すると述べている。この考え方は、それまで主に貨幣数量説的概念をベースに日銀の金融緩和の不十分さを論じていた岩田ら国内リフレ派を大いに刺激するものであった。ただしこのクルーグマンの提言には大きな問題がある。それはクルーグマン自身により中央銀行が「無責任」になるための具体的な手法が提示されていないことである。

一般に中央銀行が足元で例えば将来 2%上昇されると発表しても、それだけでインフレ期待を起こすことは難しい。そもそも 2%程度の物価上昇では経済主体は買い急がないため需要の先食い効果は生じない。であるならば、仮に中央銀行が 10%のインフレ目標を設定したとしよう。しかし中央銀行がそれを達成したのちに物価水準を元に戻すための引き締め政策を行う場合は、経済主体にとっては物価の道筋が初めからみえているということになり、この場合もインフレ期待が起きることはない。こうした問題は政策の時間非整合性 (time-inconsistency) と呼ばれるが、いずれにしても人々の期待インフレ率を上昇させるためには、中央銀行が相当長い期間にわたりインフレに対して徹底的に「無責任」になることが必要となる。この点がクルーグマンの提言の核心部分であるが、どうしたら「無責任になれるのか」、クルーグマンは示さなかった。

ここまでの考察をまとめると以下のことがいえるだろう。クルーグマンによる流動性のわなに関しては第一にヒックスの IS-LM モデルをベースにその静学的なモデルに期待インフレ率という動学的な要素をモデルに組み込んでおり、「ミクロ的基礎付けを持つマクロモデル」として、特に理論研究者にとって馴染みやすい性質を持っている。第二に、とはいえ実際に期待イ

ンフレ率を引き上げる場合に、具体的にどのようにすれば中央銀行が将来起こるインフレに対して「無責任」になれるかという手法が提示されておらず、このことはそれ以降の中央銀行を巡る政策期待の関係で様々な論議を生む原因となった。

## 2 中央銀行の独立的インフレ期待形成と政策金利のフォワード・ガイダンスは何が違うのか

### (1) フォワード・ルッキングとフォワード・ガイダンス

これまで述べてきたように、クルーグマンによる「流動性のわな」によって提示された、金融政策への期待に働きかける趣旨の政策は、以後実際の日本の非伝統的金融政策において論壇の主要なテーマとなった。しかしそもそもクルーグマンは自身が、期待インフレ率を引き上げるための具体策を示さなかったことで、その後の論壇にはやや混乱が生じた。あるいはクルーグマンは示さなかったというより、「示せなかった」のかもしれない。このことはしばしば「ほら吹き男爵」に例えられる。つまり底なし沼に嵌った騎手と馬が、騎手自らの腕力で馬を持ち上げ沼から脱出するようなものとされる。

つまりクルーグマンの流動性のわなも中央銀行が無責任になることが明瞭な解であったが、沼にはまった騎手と馬が自らを持ち上げるのと同様に、手段に関してはなかなかできようもない代物ともいえる。そのような場合、実現不可能な手法に関してはとかく解釈のゲームに陥りやすい。実際にフォワード・ガイダンスという用語は人によってさまざまに定義されてきた。フォワード・ガイダンス (forward guidance) とはそもそも直訳すれば「前方案内」のことであり、それ自体では何を示しているのかはわからない。しかし、日本におけるフォワード・ガイダンスはクルーグマンによって導入された人々の「(将来の) 期待に働きかける」政策の総称として特にその初期段階ではフォワード・ルッキング (forward looking) として用いられるケースが特に多かった。

そもそも金融政策がゼロ金利制約に直面してから行われる非伝統的金融政策の手法としては、それを分析した研究に田中 (2018) がある。表 1 は田中 (2018) における非伝統的金融政策の種類の整理である。それによれば、フォワード・ガイダンスとは、政策金利のフォワード・ガイダンス、独立的期待インフレ率の形成、成長期待の形成に細分化されている。ところがこうした理解は必ずしも論壇等で十分に認識されてきたとはいえない。

そこで以下では、政策金利のフォワード・ガイダンスと中央銀行による独立的インフレ期待形成の相違点を考察する。

表 1 田中（2018）による非伝統的金融政策の分類

		メカニズム	ねらい
A:準備の大量供給		ポートフォリオリバランス	直接的な信用の拡大(貸出増加)
B:非伝統的資産の購入		資産価格の上昇	中長期金利の引き下げ→投資・消費増(貸出増加)
		(長期金利などの引き下げ)	
C: フォワードガイダンス	1:政策金利のフォワードガイダンス	短期金利の予想の低下 (市場参加者の期待に働きかける)	中長期金利の引き下げ→投資・消費増(貸出増加)
	2:独立的期待インフレ率の形成	インフレ期待の上昇 (企業、家計の期待に働きかける)	実質金利の低下→投資・消費増(貸出増加)
	3:成長期待の形成	成長予想の上昇 (企業、家計の期待に働きかける)	投資・消費増(貸出増加)
D:相対型貸出資金供給		銀行の貸出増	投資・消費増(貸出増加)
E:マイナス金利政策		金利の裁定	政策金利の低下→中長期金利の引き下げ→投資・消費増(貸出増加)

(出所) 田中（2017）図表2、田中（2018）図表1をもとに、筆者再構成。

## (2) 政策金利のフォワード・ガイダンスとは

表 1 にもあるようにクルーグマンによる期待インフレ率の引き上げ提案と政策金利のフォワード・ガイダンスは政策上のメカニズム、狙いの両面ともに大きく異なるエレメントを有している。しかしクルーグマン以降の期待に働きかける金融政策議論において、それらはあまり深く考察されることはなかった。それはある意味で、論壇において各々の論者が自分の言い分を一方向的に述べることに終始し白熱した経済論壇の副反応ともいえようが、ここでは改めてまず政策金利のフォワード・ガイダンスに関してのエレメントを整理することとする。

政策金利のフォワード・ガイダンスとは、端的に「将来の短期金利を引き下げることにより現在の長期金利を引き下げる」ことである。そのエッセンスは純粋期待仮説（expectations hypothesis）として広く知られているもので、金利の基幹構造に基づき、長期金利とは以下の方程式で表される。

$$I_t = \frac{i_1 + i_2^e + \dots + i_t^e}{t} \quad (2-1)$$

この際、2-1 式は、t 期もの長期金利は、そのリスク・プレミアムを所与と仮定した場合、現時点での短期金利と t 期までの各将来時点における短期金利の予測の平均値であることを表し

ている<sup>6</sup>。

このことを援用した政策金利のフォワード・ガイダンスとは、 $t+1$  期以降の政策金利水準に関して、中央銀行がその予測を操作することにより、足元のコール・レートだけではなくより長めのゾーンの金利の低下を促し、長期金利の低下を通じて金融緩和の糸口を見出そうとするものであった。ここで重要なことは、政策金利のフォワード・ガイダンスにおいて想定されていることは、あくまでも中央銀行がコントロールするのは将来における政策金利であり、期待インフレ率それ自体ではないという点にある。

### (3) 中央銀行の独立的インフレ期待形成とは

政策金利のフォワード・ガイダンスに対して、中央銀行による独立的インフレ期待形成とは、繰り返すがクルーグマンの流動性のわなにおける政策提言の本質であり、ゼロ金利制約下日本において経済を均衡させる自然利子率はマイナスであるとの認識の下に立ち、実質金利を低下させるためにいかにして期待インフレ率を引き上げることが出来るのかという、「期待インフレ率」を引き上げるための政策であった。

クルーグマンによれば、将来におけるインフレ発生に対して日銀が「無責任」になる約束（commitment）を現在において経済主体に対して行えば、将来の物価上昇期待が生まれ、均衡実質金利に対して実質金利は低くなり、これが金融緩和効果をもたらすというものである。

田中（2008）では、このような中央銀行の独立的インフレ期待形成に関して、日銀が「通貨の番人としての責任を放棄する」、「将来インフレが起きた時にそのインフレを容認するか、あるいはインフレ抑制能力を喪失しているか」という文脈でのみそれが可能とされている。これを換言すれば、中央銀行が通貨の番人としての役割を放棄するか、またはその能力を喪失することによってインフレ期待が独立的に構成されるわけであるから、その場合の中央銀行は将来時点での政策金利をコントロールできうるはずもないということを現在の経済主体が認識することともいえよう。いずれにしても重要なことは、田中（2008）によれば、中央銀行による独立的インフレ期待形成と、政策金利のフォワード・ガイダンスは相違点のある政策であるという点は間違いない。

この点に関しては、政策金利のフォワード・ガイダンスの場合は、中央銀行によるアナウンス（ガイダンス）の仕方が大きく関係する。朝倉（2021）の研究にもあるように、政策金利のフォワード・ガイダンスは、「期間ベース型」「カレンダーベース型」「経済指標ベース型」の3種類に類型化される。このうち「期間ベース型」とは、例えば中央銀行が、当面の低金利水準

---

<sup>6</sup> より正確には $(1 + I_t) = (1 + i_t)(1 + i_t^e) \dots (1 + r_t^e)$ という長短金利の方程式を $I_t$ について解き、それを線形近似したものが長期金利となる。

を「for some time」「an extended period」というように、一定の期間にわたって継続するというものだ。「カレンダーベース型」とは中央銀行が具体的な日時を当面の低金利水準の継続条件とし、「経済指標ベース型」とは、中央銀行が当面の低金利水準の継続条件にインフレ率や失業率など具体的な経済指標を閾値として用いるものである<sup>7</sup>。

しかし、これらの政策金利に関するフォワード・ガイダンスは「足元の低金利がいつまで続くのか」、裏を返せば「政策金利をいつのタイミングで引き上げるのか」ということが暗黙の前提となっており、日銀が通貨の番人としての責任を放棄することでは決してない。

ここまでの議論をまとめると、第一にクルーグマンによって示された独立的インフレ期待形成において決定的に重要なことは、中央銀行が通貨の番人としての役割を放棄し、将来のインフレに対して「無責任」になることにあるが、クルーグマン自身が示さなかった中央銀行が「無責任」になる方法としては、フォワード・ガイダンスとフォワード・ルッキングが相混じって解釈された。第二に政策金利のフォワード・ガイダンスとは中央銀行が将来の短期金利の予想を引き下げることにより現在の長期金利を引き下げる政策、第三に独立的インフレ期待形成とは中央銀行が通貨の番人の役目を放棄することで期待インフレ率の上昇を目指す政策。第四に、この両者は相違する政策であり、だとすれば政策金利のフォワード・ガイダンスでは中央銀行は将来のインフレに対して「無責任」にはなれないという点にある。

### 3 「失われた 20 年」を巡る金融政策論議の百花繚乱

#### (1) 政策金利のフォワード・ガイダンスで説明する中央銀行の「無責任」とは

これまで述べてきたように、中央銀行の独立的インフレ期待形成と政策金利のフォワード・ガイダンスは異なるエレメントを持つ政策で、田中（2008）に立脚する限り、上記の2つの政策を1つの枠組みで説明するのは難しいように思われる。

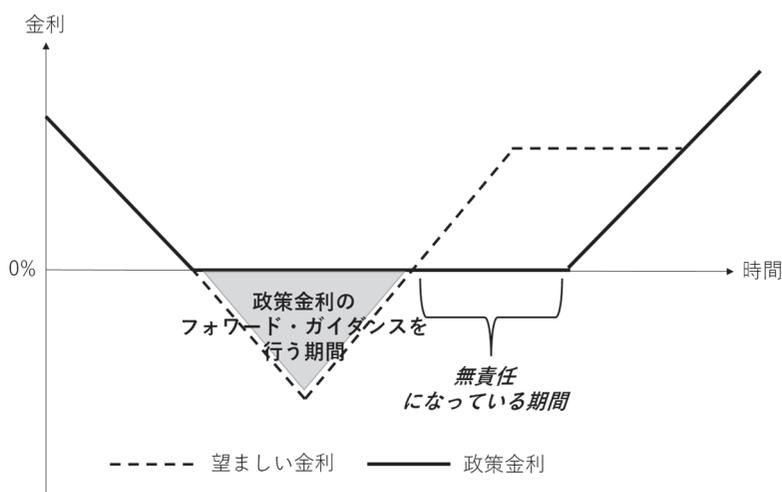
他方で中央銀行の「無責任」を伴う独立的インフレ期待形成を政策金利のフォワード・ガイダンスの枠組みの範疇で説明する手法も存在している。例えば小林（2020）はゼロ金利制約下における非伝統的金融政策において、まず金利の下限をゼロと仮定し、政策金利がゼロ以下には下げられないのに対し、景気中立的となるような望ましい利子率（例えば自然利子率）がマイナスになる場合、外見上の政策金利がゼロであってもそれは実質的な金融引締であるとの認識により、その後仮に望ましい利子率がゼロ以上に復帰しても、その時点で望ましい金利に追

<sup>7</sup> 政策金利のフォワード・ガイダンスに関しては、しばしば論議の対象となるものに、その類型が「デルファイ型」なのか「オデッセイ型」なのかという比較がある。一般に、前者は緩やかな約束で、後者が厳しい約束であるとされる。これらの議論は特にアメリカの学界でホットイシューとなっている。詳しくは Campbell et al（2012）を参照されたい。

随して政策金利を引き上げてしまえばトータルとしては金融引き締めに偏った金融政策になってしまう。小林は、そのために望ましい金利がゼロ以下のうちに同金利が将来的にプラスに上昇してもなお、政策金利はゼロ金利に維持することを現在のうちにアナウンスして金利制約下で望ましい金利がマイナス化していた時期の金融引き締めに偏った政策の帳消しを狙うことが政策金利のフォワード・ガイダンスであるとする。そして、望ましい金利がプラスに上昇しても政策金利をその上昇に追従させない期間を、中央銀行が「無責任」になる時だと位置づけている。

この小林（2020）の見解は、中央銀行が将来のインフレに関して無責任になることによってこそ実現される独立的インフレ期待形成と、中央銀行が将来の短期金利のパスを示して現在の長期金利を引き下げることと考える田中（2020）の見解とは明確に異なるものである。つまり小林（2020）の意味での、独立的インフレ期待形成と政策金利のフォワード・ガイダンスはつまるところ同一の枠組みにある政策なのだ。

図3 政策金利のフォワード・ガイダンスで説明する中央銀行の「無責任」



（出所）小林（2020）図表9-3をもとに筆者作成。

## （2）制度設計としての「インフレ・ターゲット」研究と独立的インフレ期待形成の合流

中央銀行による政策金利のフォワード・ガイダンスと独立的インフレ期待形成のエッセンスの吟味が曖昧になった点として、「インフレ・ターゲット」を巡る議論があった。

元々のインフレ・ターゲット政策とは、1987年のニュージーランドを皮切りに採用された新たな中・長期的な金融政策の運営方法で、決して中央銀行が「無責任」になるという政策では

なかったということはいうまでもないだろう。そもそもインフレ・ターゲットの枠組みは中央銀行の透明性の向上、政策判断の論拠の明確さや先行きの金利経路の公表など、本来「無責任」とは対極に位置する金融政策のあり方である。しかしクルーグマンによる流動性のわなが注目されると、日本においても期待インフレ率の上昇のための政策として本来中央銀行がより「責任を持つ」政策であるはずのインフレ・ターゲットがことさら注目された<sup>8</sup>。つまり実質金利を引き下げるとの目的に、期待インフレ率を安定させるための政策が取り込まれた。そしてまた、制度設計としてインフレ・ターゲットを論じていた学者・エコノミストも、クルーグマンの提案をきっかけに独立的インフレ期待形成に親和的となり、インフレ・ターゲットの導入のために独立的インフレ期待形成を援用した。その際の論調は「インフレ・ターゲットはグローバルスタンダードであるから、日銀もこれを採用すべき」というものだった。

### (3) クルーグマン提案そのものの他力本願性

クルーグマンが「ほら吹き男爵」に例えられることはすでに述べた。そのうえで、クルーグマンによる提言の本質を考察してみたい。それによれば、中央銀行による独立的インフレ期待形成は、インフレ期待そのものを狙うにも関わらず、単独での採用は難しいという壁にぶつかる。少なくとも「無責任」を自任しても、中央銀行による独立的インフレ期待形成とは、将来いつかはインフレが起こるといことが所与となっており、その際に日銀がそれを放置するという前提に組み立てられている。

この際、ややわかりにくいのは、中央銀行による独立的インフレ期待形成それ自体は、政策金利のフォワード・ガイダンスの効果をもとより包含するものとして解釈されることである。この含意の差は「充分条件」か「必要条件」かの違いであるが、しかし、クルーグマンによる政策提言の本質は中央銀行単体による期待インフレ率の上昇であるために、その多くの部分は研究者によっても十分に理解されていない。

つまり中央銀行によるインフレ期待が独立的インフレ期待形成と政策金利のフォワード・ガイダンスを背景として、政策金利のフォワード・ガイダンスによる GDP の上昇はそこに含まれる。しかし、その効果を包含しなくても、中央銀行は将来のインフレに対して「無責任」になれば成しうるといのが、中央銀行による独立的インフレ期待形成の本質なのである。

---

<sup>8</sup> 例えば伊藤・林 (2006) は元来、ニュージーランド、イギリス、カナダ、オーストラリアのインフレ・ターゲットに関する中長期的な仕組みに関する研究成果であるにも関わらず、クルーグマンによる流動性のわなを経て、短期的な期待インフレ率の上昇への処方箋として多くのリフレ派に好まれた。

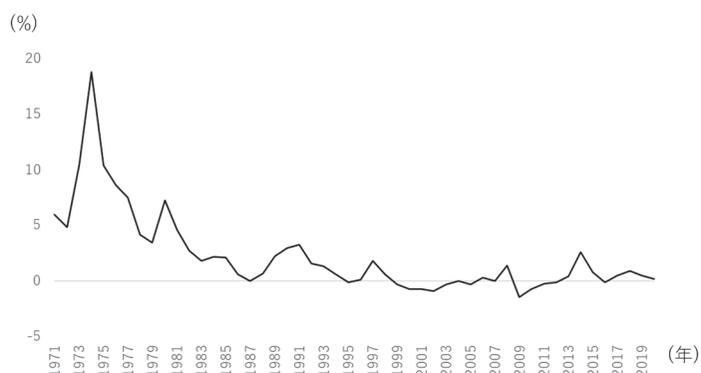
#### (4) 「無責任」になることを否定した日銀の異次元緩和

日銀の金融政策にとって大きな転換点となったのは白川前総裁に代わり、安倍首相の肝入で日銀総裁に黒田総裁が就任した直後に行われた2013年4月の量的・質的金融緩和いわゆる「異次元緩和」の発表である。量的・質的金融緩和は、安倍内閣の経済ブレーンであったリフレ派の意向を色濃く反映したもののだが、中央銀行が「無責任」になるという意味では、その政策は事実上、無責任になることを頑なに拒んだ政策であった。

その証左は、何よりも日銀の物価目標である2%が2013年の異次元緩和の開始以降達成されていないという歴然たる事実がある。図4は、日本のインフレ率であるCPIの対前期比の上昇率である。それによれば、2013年の異次元緩和以降も日銀は無責任にはなれなかった。例えば日銀が「無責任」であるためには、第一次オイル・ショックによる年率20%の物価上昇を許容することではなかったか。しかし筆者の知る限り、中央銀行が将来のインフレ発生に対して無責任になるなど、現在の中央銀行に課せられたマンドートの下では不可能である。原理的にはそれは、日銀法から「物価の安定」という条文を削除することに他ならないが、それは無理からぬことであった。そこで、異次元緩和においては「出口」に対して封印するという「臆病のわな」を日銀は自ら決め込んだのであった<sup>9</sup>。

以上の状況を踏まえると、中央銀行の独立的インフレ期待形成と政策金利のフォワード・ガイダンスにおける混同が論壇において明確に示されなかったという点は以下に整理される。

図4 日本のインフレ率（消費者物価指数）



(出所) 総務省「統計局」資料より筆者作成。

<sup>9</sup> このような日銀の姿勢から垣間見えることは、例えば、世界金融危機による非伝統的金融政策を経て実際に利上げにまで至ったFRBやBOEと比較して、日銀は「出口」に関しては終始、時期早尚であるとして、そこに言及することすら行わない姿勢を示していた点あげられる。このような日銀の固くにもみえる姿勢は、特に量的・質的金融緩和と政策で導入した2%という独立的インフレ期待形成がなかなか実現しないなか、インフレ率が2%かそれ以上になるまでは「無責任」にはなれないながらも、他方で緩和を続けざるを得ないという「臆病のわな」に陥ったことを示している。

第一に、アカデミアにおいて独立的インフレ期待形成と政策金利のフォワード・ガイダンスを同一の枠組みで説明する学者が存在したこと。第二に、同じくアカデミアにおいて、「責任を持つ」仕組みであるインフレ・ターゲットに関する研究と、中央銀行が「無責任になる」研究との混同がなされたこと。第三に、クルーグマン提案それ自体が、本来はいずれ物価上昇するだろうという他力本願に立脚していたこと。第四に、であるからこそ、日銀による異次元緩和は「無責任になれなかった」、がゆえに、出口の封印という一見無責任であるかのような対外的発信を行わざるを得なかったことである。

## おわりに

本稿ではクルーグマンの提言と期待に働きかける金融政策として、提案とその政策を巡って議論が紛糾した日銀の金融政策について考察してきた。クルーグマンは、伝統的な IS=LM モデルに立脚しており、多くの研究者から支持を得た。しかしこれまで述べてきたように、クルーグマン提言の本質である、中央銀行の独立的インフレ期待形成の必要条件である中央銀行が将来起こるべきインフレに対して「無責任」になるという文脈は、様々な捉え方をされてきたし、現行の中央銀行制度の枠組みに立つ以上、中々理解するのは難しい。

本稿を終えるにあたり、ここでは今一度原点に立ち返り中央銀行が貨幣経済において存在するそもそもの意義を考えてみたい。突き詰めて考えれば中央銀行の本質的役割は「貨幣経済の番人」にある。一般に貨幣には国民経済を支える3つの重要な機能があることが知られているが、もしここで文字通り「無責任」な中央銀行が登場し、仮にインフレ目標 100%を掲げたとしよう。この場合、貨幣を持てば持つほど目減りしてしまうので、人々は貨幣など誰一人として持とうとはしないだろう。逆に財を持っていればその価値が上昇するので、皆が財を所有するために経済取引は物々交換の形態を採ることとなる。物々交換の経済は「欲望の二重の一致」を不可欠とする非常に不効率な経済である。ともすれば、人々は仕事などする時間も無く欲望の二重の一致を求めて大きな時間を弄することとなる。そうなると生産活動などまなならず経済は大幅なマイナス成長になるだろう。

上記の例は極端に聞こえるかもしれないが、つまるところ貨幣の持つ3つの機能を最大限に利用する貨幣経済を守るためには「物価の安定」は不可欠なのである。逆にいえば、無責任になれないからこそ存在するのが中央銀行という存在ではなかろうか。

## 参考文献

- Campbell, J. Evans, C. Fisher, J. and Justiniano, A. (2012) “Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012.
- Hicks, J. R. (1937) “Mr. Keynes and the Classics – A Suggested Interpretation”
- Krugman, Paul R. (1998) “Japan: Still Trapped” (中岡望訳『恐慌の畏-なぜ政策を間違えつづけるのか』中央公論社、2002年、所収)
- 朝倉健男 (2021) 「主要国 4 中央銀行 金融政策の比較分析-歴史・制度・将来展望-」博士論文、専修大学
- 伊藤隆敏・林伴子 (2006) 『インフレ目標と金融政策』東洋経済新報社
- 岩田規久男 (1992) 「『日銀理論』を放棄せよ」『週刊東洋経済』1992年9月12日号
- 植田和男 (1992) 「マネーサプライ動向の『正しい』見方 岩田・翁論争を裁定する」『週刊東洋経済』1992年12月12日号
- 翁邦雄 (1992) 「日銀理論は間違っていない」『週刊東洋経済』1992年10月10日号
- 小林照義 (2020) 『金融政策 [第2版]』中央経済社
- 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
- 田中隆之 (2008) 『「失われた十五年」と金融政策 日銀は何を行い何を行わなかったのか』日本経済新聞出版社
- (2017) 「日銀の大量資産購入とその「出口」 証券アナリストジャーナル 2018. 5
- (2018) 「金融政策はこれでよいか - 大量資産購入とマイナス金利政策」『アベノミクスと日本経済のゆくえ』専修大学出版局
- 野口旭 (2015) 『世界は危機を克服する ケインズ主義 2.0』東洋経済新報社