経済を読む眼

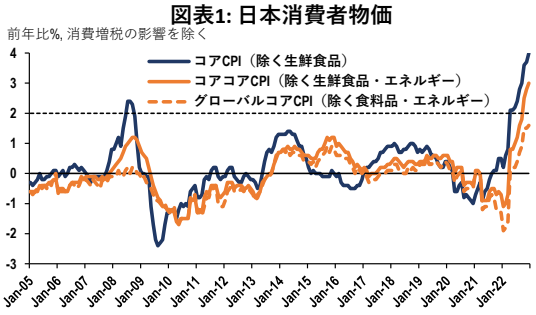
日本は金融政策の転換期を迎えたのか？―米国との比較を交えて―[1]

2023 年 2 月 16 日
JST 資金運用本部
チーフエコノミスト　　鵜飼博史

１．デフレ均衡から脱却しつつある日本経済

日本のコア CPI（除く生鮮食品）上昇率は 2022 年末に前年比 4.0%に届き、コアコア CPI（除く生鮮食品・エネルギー）も 3.0%、更に今回のインフレの主因であるエネルギーと食料品を除いたグローバルコア CPI も 1.6%と物価安定目標に近付いている（図表 1）。日本銀行は日本経済がデフレ均衡に陥っていると考え、2013 年以来、大規模緩和を通じて大きな弾み（escape velocity）を付けることで、デフレ均衡からインフレ目標近傍の均衡へと日本経済を飛ばそうと試みたが[2]、叶わなかった。しかし、ロシア・ウクライナ紛争に端を発した最近の外生的な供給ショックを引き金としてインフレ率は高まり、インフレ期待も企業が 5 年先で 2%を見込む状況となり、日本経済はデフレ均衡から漸く脱しつつあるようにみられる。本稿は、このような状況を踏まえ、政策ルールを用いたシミュレーションによって日本銀行の金融政策姿勢を検証することを目的としている。

図表1: 日本消費者物価



出所：総務省統計局

まず、このデフレ均衡とは、Benhabib, Schmitt-Grohé, and Uribe (2001)[3]が提唱した概念で、積極的なテイラータイプの金融政策ルール――インフレが目標から乖離したら名目金利をその乖離幅よりも大きく変更するというルール――が金利のゼロ下限制約と組み合わさると、経済に 2 つの均衡点が生じ、片方は通常のインフレ目標近辺の均衡だが、もう一つはデフレ下の均衡点になる。これを Bullard セントルイス連銀総裁に倣って視覚的に示せば[4]、テイラータイプの金融政策で動く名目政策金利とフィッシャー方程式

[1] 本稿は、2 月 14 日現在のデータに基づいている。

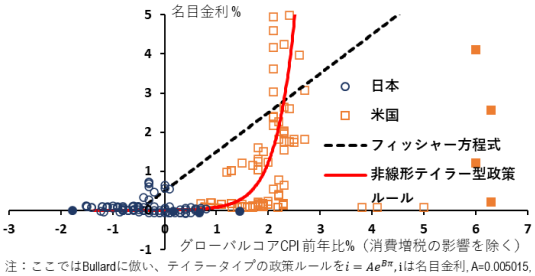
[2] 中曽宏 (2014)「日本経済と金融政策」を参照。

[3] Benhabib, J., Schmitt-Grohé, S., and M. Uribe (2001) “The Perils of Taylor Rules,” *Journal of Economic Theory 96(1-2)*を参照。

[4] Bullard, J. (2010) “Seven Faces of ‘The Peril,’” Federal Reserve Bank of St. Louis Review 92(5)を参照。これは、あくまでも概念図であって、実際に用いられる政策ルールではない。

――名目金利は実質金利とインフレ期待の和に等しくなる――が交わる所でインフレ目標近傍の均衡とデフレ均衡（Deflationary steady-state）の 2 つの均衡が存在することがみてとれよう（図表 2）。そして 2001 年以降の CPI 上昇率をプロットすれば、米国はコロナ禍以降に CPI が爆発的に上昇しているが（塗り潰し部分は 2022 年）、それ以前はインフレ目標近傍の均衡点の周囲を動いていたのに対し、日本は 2021 年まで、デフレ均衡の周囲を動いていたことがみてとれる。ただし、2022 年（塗り潰し部分）に限定すると、直近の CPI 上昇率が 1.5%まで上昇している。デフレ均衡からかなり乖離したところに位置しており、ここから再びデフレ均衡に戻る可能性も否定はできないが、今後金利を上げてもデフレに逆戻りしなければ、日本もデフレ均衡ではなくインフレ目標に近付けることも可能にみえる。

図表2: インフレ目標均衡とデフレ均衡



注：ここではBullardに倣い、テイラータイプの政策ルールを$i = Ae^{B\pi}$, iは名目金利, A=0.005015, B=2.75とする。サンプル期間1Q01-4Q22, 塗り潰し期間1Q22-4Q22。
出所：Bullard (2010), Ugai (2021), 総務省統計局, BLS, Haver Analytics, JST

しかし、日銀はイールドカーブ・コントロール（以下、YCC）の長期金利ターゲットの変動幅を拡大したりしているものの、O/N 無担保コール金利を-0.1%から未だに動かしていない。これは、大幅に緩和的な金融環境を維持して CPI 上昇率を 2%近傍に根付かせる、すなわち物価安定目標を安定的、持続的に達成するためである。他の先進国が高いインフレが賃金に二次波及してインフレを更に加速させることを防ごうとしているのに対し、日本銀行はむしろインフレを賃金に二次波及させることによってインフレ目標近傍の均衡に日本経済を根付かせようとしているという、主要国ではユニークな姿勢を採っている。

以下では、テイラールールという政策ルールをベンチマークの 1 つとして用い、2021 年以降に金融引き締めの初動が遅れて大幅なインフレを実現させてしまった Fed と比較しながら、日本銀行が金利を引き上げていく時期が近付いているのか、デフレ・ディスインフレからの脱却に力を入れるあまり、本当のインフレを招来する可能性はないのか、を虚心坦懐に検討する。さらには、金融政策の現在の枠組みを Fed と比較しつつ、これを見直すと政策姿勢がどう変わり得るのかという点を、検討する。

２．テイラールールでみた日本の金融政策

（１）テイラールールの推計

まず、テイラールールを計測して、日本銀行が現在、CPI が上昇していても金融引き締めを見送っていることの妥当性を検証してみよう。その際、上記の非線形テイラールールはあくまでも例示であって、実際の政策論には用いられていないので、ここではよく使われるオーソドックスな線形のテイラールールを用いることとする。

第 1 は、Original Taylor rule[5]である。以下のように、自然利子率を一定とする。

$$\widehat{O/N\text{無担保コール金利}} = \text{自然利子率} + \text{インフレ目標} + 1.5\left(\text{インフレ率}_t - \text{インフレ目標}\right) + 0.5\,GDP\,\text{ギャップ}_t$$

ここで自然利子率を日本の潜在成長率に鑑みて 0.7%に設定する。また、GDP ギャップは日本銀行の推計値を用いる。GDP ギャップは、2022 年第 3 四半期にマイナスではあるがゼロにかなり近付いたところまでしか推計されていないので、第 4 四半期は小幅のプラス成長となった点を勘案して、0%と仮置きした。また、インフレ率は、現在のようにエネルギーと食料品が供給ショックによって急騰していることと、米国と比較する視点も踏まえ、グローバルに用いられているグローバルコア CPI（除く生鮮食品・エネルギー）を用いる。そのうえで、比較のために日本銀行が CPI の趨勢を表すとして最も重視しているコアコア CPI（除く生鮮食品・エネルギー）を使用したシミュレーションも行う。

第 2 は、自然利子率が可変であることを考慮した、やはり一般的に用いられる Modified Taylor rule である。

$$\widehat{O/N\text{無担保コール金利}} = \text{自然利子率}_t + \text{インフレ目標} + 1.5\left(\text{インフレ率}_t - \text{インフレ目標}\right) + 0.5\,GDP\,\text{ギャップ}_t$$

ここでは、日本が長きにわたりデフレ均衡に陥っていたことに鑑み、廣瀬 (2020)の推計したデフレ均衡下の自然利子率を用いる[6]。しかし、上述のように現在はデフレ均衡から脱却しつつある可能性もあるほか、コロナ禍という強いショックで自然利子率が一旦低下した可能性も反映させるため、こうした想定を置かずに、実質 O/N 無担保コール金利に HP フィルターをかけて導出した自然利子率も、参考までに使用する。ただし、HP フィルターは直近の状況に左右され易いほか、名目金利が ELB にぶつかることによるバイアスも考えられるので、かなりラフな推計であることを断っておきたい。

---

[5] Original Taylor rule については、Taylor, J. (1993) “Discretion versus policy rules in practice,” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39 を参照。

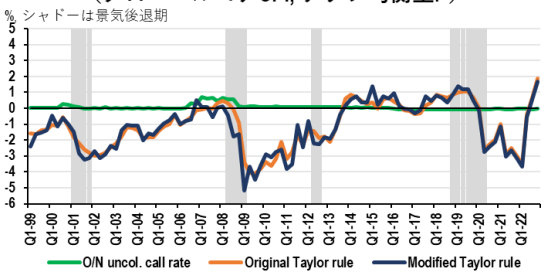
[6] Hirose, Y. (2020) “An Estimated DSGE Model with a Deflation Steady State,” *Macroeconomic Dynamics*, Vol.24 及び廣瀬康生 (2020)「デフレ均衡モデルを用いた自然利子率の推定」会計検査研究 No.62 を参照。なお、廣瀬は 2019 年第 3 四半期までしか推計していないので、その後は直近まで潜在成長率との関係を基に延長している。

（２）テイラールールと短期政策金利の比較

まず、デフレ均衡の継続を仮定し、グローバルコア CPI を用いてテイラールールを計算した結果が、図表 3 である。これをみると、1999 年以降、総じて実際の政策金利（O/N 無担保コール金利）の方がテイラールールよりも高く、緩和不足が示唆されている。日本銀行の金融政策が長らく金利の有効下限制約（effective lower bound, 以下 ELB）に直面してきたためである。このため、日本銀行は、世界に先駆けて、1999 年からゼロ金利政策＋フォワードガイダンス、2001 年から量的緩和＋フォワードガイダンス、2010 年から信用緩和の性質を強めた包括的金融緩和＋フォワードガイダンス、2013 年から量的質的金融緩和＋フォワードガイダンス等を用いてこの緩和不足を補ってきた歴史がある。その中で世界金融危機の局面（2008～09 年）では、グローバルコア CPI ベースでは当初から緩和が不足しているようにみえるが、この点は日本銀行が重視しているコアコア CPI でみれば、当初は緩和不足でなく、その後危機によって景気が急速に悪化していくところで大幅な緩和不足に転換している（図表 4）。

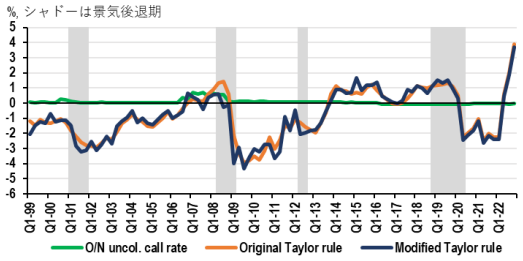
その後、アベノミクスの下で日本銀行が量的質的金融緩和に踏み出して以降は、総じて O/N 無担保コール金利がテイラールールよりも低くなっており、これに国債や ETF 等の大量購入や、2016 年からはマイナス金利政策の導入と、量的緩和からイールドカーブ・コントロール政策への転換が加わっていた（図表 3、4）。

図表3: テイラールールとO/Nコール金利
（グローバルコアCPI, デフレ均衡型r*）



注：Original Taylor rule: $\widehat{call} = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$
r^*=1%, $\pi^* = 2\%$, π_tはグローバルコアCPI前年比, Gap_tは日本銀行推計GDPギャップ, 4Q22のGDPギャップはゼロと想定
Modified Taylor rule: $\widehat{call}_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$.
r_t^*は廣瀬(2020)推計のr^*, 廣瀬(2020)が推計を止めた後はその後の潜在成長率を基に廣瀬推計と潜在成長率の関係から伸ばしている, $\pi^* = 2\%$, π_tはグローバルコアCPI前年比, Gap_tは日本銀行推計GDPギャップ, 4Q22 GDPギャップはゼロと想定
出所：Taylor (1993), 廣瀬(2020), 日本銀行, 総務省統計局, Haver Analytics, JST推計

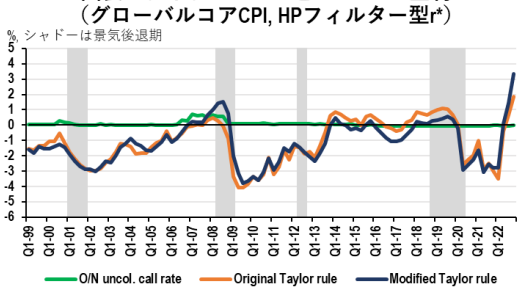
図表4: テイラールールとO/Nコール金利
（コアコアCPI, デフレ均衡型r*）



注：Original Taylor rule: $\widehat{call} = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$
r^*=1%, $\pi^* = 2\%$, π_tはグローバルコアCPI前年比, Gap_tは日本銀行推計GDPギャップ, 4Q22のGDPギャップはゼロと想定
Modified Taylor rule: $\widehat{call}_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$.
r_t^*は廣瀬(2020)推計のr^*, 廣瀬(2020)が推計を止めた後はその後の潜在成長率を基に廣瀬推計と潜在成長率の関係から伸ばしている, $\pi^* = 2\%$, π_tはグローバルコアCPI前年比, Gap_tは日本銀行推計GDPギャップ, 4Q22 GDPギャップはゼロと想定
出所：Taylor (1993), 廣瀬(2020), 日本銀行, 総務省統計局, Haver Analytics, JST推計

2022 年第 4 四半期には、この 20 年間で最も大きな緩和幅となり、グローバルコア CPI ベースでは、O/N 無担保コール金利とテイラールールとの差は 2%に近付いており、2013～19 年までの緩和期間より若干大きくなっている（図表 3）。ただ、このような緩和幅になったのは僅か 1 四半期間である。参考までに、自然利子率を実質金利の HP フィルターで代替したものをみると、Modified Taylor rule では足許の緩和幅は更に大きくなり、3%程

図表5: テイラールールとO/Nコール金利
（グローバルコアCPI, HPフィルター型r*）



注：Original Taylor rule: $\widehat{call} = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$
r^*=1%, $\pi^* = 2\%$, π_tはグローバルコアCPI前年比, Gap_tは日本銀行推計GDPギャップ, 4Q22のGDPギャップはゼロと想定
Modified Taylor rule: $\widehat{call}_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$.
r_t^*は廣瀬(2020)推計のr^*, 廣瀬(2020)が推計を止めた後はその後の潜在成長率を基に廣瀬推計と潜在成長率の関係から伸ばしている, $\pi^* = 2\%$, π_tはグローバルコアCPI前年比, Gap_tは日本銀行推計GDPギャップ, 4Q22 GDPギャップはゼロと想定
出所：Taylor (1993), 日本銀行, 総務省統計局, Haver Analytics, JST推計

度となる（図表 5)。ここからすれば、O/N 無担保コール金利のマイナス金利を撤廃しても良さそうにみえる。ただし、HP フィルターという手法は実質金利の最近の低下が自然利子率に強く現れ易く上方にバイアスがかかり易いことを割り引いてみる必要があるほか、これもやはりまだ 1 四半期間の現象である。

物価がデフレ均衡に戻らないように、日本銀行がオーバーシューティング・コミットメントを行っているという意味では、短期政策金利の修正をもう少し待つという考え方はあろう。現に、実際の物価をインフレ目標近傍へ安定的にシフトさせるためには、デフレ期ではインフレ期よりも緩和と引き締めに非対称性を持たせるべきと考え、前掲図表 2 にあるような非線形テイラールールでみる場合には、まだ緩和し過ぎとまでは言えないようにもみえる。日本銀行が YCC を通じて O/N 金利が示唆するよりも緩和的な環境を作っているという意味では、YCC は見直しないし撤廃しても良い時期に来ているようにみえるものの、マイナス金利の解除については、賃金の上昇まで後押しをしてデフレに戻らないと確信できるまで待つと考えることは理解できる。しかし、少なくともこの状態がもう少し続くのであれば、マイナス金利の撤廃がいずれ視野に入ると考えられる。

（３）米国のケースとの比較

ただし、それでは金融緩和の行き過ぎになるのではないかという疑問もある。実際、米国では、2021～22 年に金融引き締めの初動が遅れ、高いインフレを招来している。そこで、米国についても同様にテイラールールで政策金利の緩和の程度を評価し、日本の緩和幅と比較してみよう。米国では失業率の自然失業率からの乖離幅を用いてテイラールールを計算することも多いが、ここではテイラールールを生み出した Taylor (1993)と、最近の米国の状況に応用した Bordo and Levy (2022)に倣い、更には日本との比較も容易になるように、GDP ギャップを用いることにする。具体的には[7]、政策金利は FF 金利とし、自然利子率は Original Taylor rule では 2％と想定し、Modified Taylor rule では Laubach and Williams (2003)が計算した結果を用い、彼らが計算を止めた 2020 年第 3 四半期以降は、Lubik and Matthes (2015)の計算結果を用いた[8]。GDP ギャップは CBO の計算を使用した。また、Fed が特に世界金融危機以降、FF 金利以外の非伝統的金融政策を併用しているので、そうした量的緩和やフォワードガイダンスの効果まで踏まえた Proxy FF 金利も併せて掲載した[9]。

---

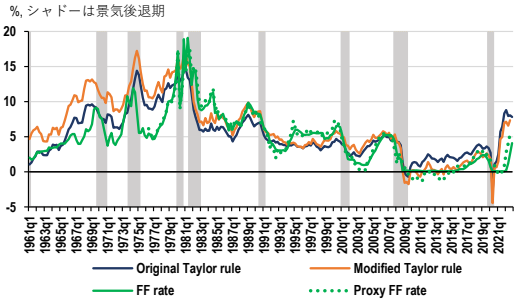
[7] ここの計算方法は、Bordo, M., and M. Levy (2022) “The Fed’s Monetary Policy Exit Once Again Behind the Curve,” *How monetary policy got behind the curve-and how to get back* (2022)所収に準拠している。

[8] Laubach, T., and J. Williams (2003) “Measuring the Natural Rate of Interest,” Review of Economics and Statistics, vol.85, no.4 及び Lubik, T., and C. Matthes (2015) “Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches,” EB15-10 – Federal Reserve Bank of Richmond を参照。

[9] Choi, J., Doh, T., Foerster, A., and Z. Martinez (2022) “Monetary Policy Stance Is Tighter than Federal Funds Rate,” FRBSF Economic Letter を参照。

シミュレーション結果（図表 6）をみると、FF 金利とテイラールールが示す金利との乖離幅は、利上げを開始した 2022 年第 1 四半期には、Modified Taylor rule で 8%台半ば、Original Taylor rule でも約 7%ともものすごく大きく、この乖離幅は景気が弱くなると金融緩和を繰り返して大インフレを根付かせてしまった 1970 年代半ば（Modified Taylor rule で 10%台、Original Taylor rule で 8%程度）と遜色がない。つまり、金融引き締めの初動の遅れが浮き彫りになっている。また、2000 年代前半には、この乖離幅は 1970 年代程ではないが、Greenspan 議長が日本的なデフレに陥るリスクを怖れていたこともあって、Fed は緩和を長く続け過ぎており、それが世界金融危機の原因の一つになったとみられる。しかしこの点については、現在は、2022 年以降の金融政策の引き締めを急激に行っている。

図表6: テイラールールとFF金利



注：Original Taylor rule: $\widehat{FF} = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$
r^*=2%, $\pi^* = 2\%$, π_tはコアPCEデフレーター前年比, Gap_tはCBO推計GDPギャップ
Modified Taylor rule: $\widehat{FF}_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$
Proxy FF rateはChoi, Doh, Foerster, and Martinezの推計によるQEやForward guidanceの効果も含めたFF金利,
r_t^*はLaubach-Williamsの1-sided estimate of r^*, $L-W$が推計を止めた後はLubik-MatthesのTVP-VAR method
によるr^*, $\pi^* = 2\%$, π_tはコアPCEデフレーター前年比, Gap_tはCBO推計GDPギャップ
出所：Taylor (1993), Choi, Doh, Foerster, and Martinez (2022), Laubach and Williams (2003), Lubik and Matthes (2015), Bordo and Levy (2022), BEA, CBO, Haver Analytics, JST推計

さらに、Fed は世界金融危機以降、量的緩和やフォワードガイダンスを併用するようになったので、それを映じた Proxy FF 金利をみると、現在は FF 金利自体よりも引き締めが強まってはいるが、2021 年後半から 2022 年第 1 四半期の大幅な乖離幅には変化がない。

この結果を現在の日本と比べると、現在の日本は O/N 無担保コール金利とテイラールールが示す金利の乖離幅が大きくなっているとは言え、その規模は米国の 2022 年第 1 四半期当時の乖離幅の 1/4～1/3 であり、この点からも、O/N 金利の引き上げの決断までには、まだ多少の余裕があるようである。

３．日本の物価安定目標枠組みの評価：米国の新しい目標設定との比較

（１）Fed の新しい目標設定の意味

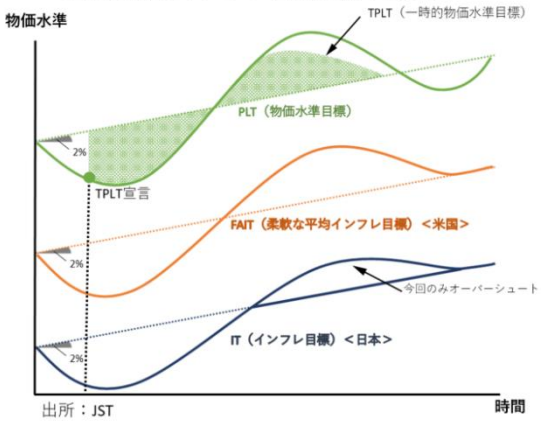
そもそも Fed が金融引き締めに遅れたのは、インフレ率上昇には一時的要因が大きいという考えに固執していたこともあるが、もっと根本的な問題として、Fed が 2020 年に採用した新しい目標の性質に由来する面があると考えられる[10]。以下の 2 つの目標の修正によって、Fed は現実にはインフレを平均的には 2%以上になるように政策運営を行う可能性が高く、leaning against the wind となるような予防的な金融政策を採ることも

[10] 以下の議論は Levy, M., and C. Plosser (2022) “The Murky Future of Monetary Policy,” Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 104(3)を参考にしている。

難しくなっており、こうした点が今次局面での引き締めの遅れに影響していると考えられる[11]。

第 1 に、Fed は、インフレ目標政策（Inflation targeting, 以下 IT）を、期間を明示せずかつ柔軟な平均インフレ目標政策（Flexible average inflation targeting, 以下 FAIT）に変更した。FAIT は、そもそも米国が金利の ELB によって金融緩和が抑制され、デフレに陥ることへの恐怖感に基づいて見直したものである。IT を強める方策として古くから議論されてきたのは、そもそもは物価水準目標政策（Price-level targeting, 以下 PLT）である。これは過去にインフレ率が 2%に達しなかった場合には、未達の累積分を全て取り戻すまでインフレにすることによって、常に 2%ペースで上昇する物価水準を達成することをコミットするものである（図表 7）。PLT が厳格に運営されるとデフレ回避には有効であるものの、インフレ率が上昇しても下落しても対称的に扱われるので、供給ショックで物価が変動しても全て取り返すように政策対応すると弊害が大きいという問題がある。歴史的にも、1930 年代にスウェーデンで採用されたことしかない。そこで、Bernanke (2017)[12]が、現実的かつデフレを回避する案として、一時的物価水準目標（Temporary price-level targeting, 以下 TPLT）を提唱した。これは Fed は通常 IT を目指すが、インフレ率が大きく下がり、Fed が FF 金利が ELB に直面すると判断したら TPLT を宣言し、宣言した日から計算して、インフレ率が平均して 2%になるまでインフレにし、一旦平均で 2%を達成したら IT に戻る、というようにレジーム・スウィッチする考え方である（前掲図表 7）。PLT と同じ考え方に則っているが、インフレ率が下落した時だけに発動される点が特徴で、デフレに対してはやはり非対称的な扱いだが、取り戻す過去のインフレ率の目標未達分が PLT よりも小さい点が現実的である[13]。しかも、通常は IT を採用しているので、インフレに対して対称的な対応となる。

図表7: 各種インフレ目標政策の概念図



出所：JST

Fed が実際に 2020 年に採用した FAIT はこの TPLT に近い考え方で、インフレ率を平均的に 2%にするので、インフレ率が 2%を下回ればその後にオーバーシュートさせるものである。ただし、TPLT よりも裁量性が高く、どの程度の期間で平均するかは定められていないうえ、インフレ率が 2%を上回った時にどう対処するかを、（恐らくは意

[11] Bernanke も、Fed が次回金融政策の枠組みを再点検する際には、柔軟な平均インフレ目標（FAIT）を維持するか修正するかを考えるうえで、今回の高いインフレ率を招来した事例は重要な要素になる、と述べている（Bernanke, B. (2022) *21st century monetary policy – the Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19* を参照）。

[12] Bernanke, B. (2017) "Monetary policy in a new era," prepared for Peterson Institute for International Economics conference *Rethinking Macroeconomic Policy* を参照。

[13] ただし、民間や市場とのコミュニケーションが相当難しいという問題は残るだろう。

図的に）明らかにしていない。この結果、インフレ率の扱いが上下非対称になっていると解釈し易くなり、2%のインフレ率が事実上の下限になっているようにみえる。そうすると、平均すれば 2%よりも高いインフレ率になる可能性が高い点で、PLT や TPLT とは異なると考えられる（前掲図表 7）。

第 2 に、Fed はさらに、雇用目標について、最大雇用からの deviations を評価し対処するとの考え方から、最大雇用からの shortfall を評価し対処するとの考え方に変わり、雇用市場の過熱ではなくクールダウンだけに対処する非対称な目標設定に変わった。これも金融政策がどちらかと言えばインフレを容認する方向への変化である。しかも雇用の最大化を包摂的な最大化という概念に変えることで、所得や人種の違いを超えて最大雇用にするという所得再配分の観点まで導入した。これは実際には金融政策での対応が難しい上に、政治介入の余地を広げるリスクもある。

（２）日本銀行の物価安定目標とオーバーシューティング・コミットメントへのインプリケーションと最近の見直しの議論

さて、日本銀行の現在の金融政策の枠組みは、上述した Fed の枠組みと似ているのだろうか。まず日本銀行は 2%の物価安定目標を動かしていない点で、Fed の FAIT とは異なる。その代わり、日本銀行は現在、インフレのオーバーシューティング・コミットメントを採用しており、この組み合わせは TPLT に近い性質になる（前掲図表 7）。ただし、これは恒久的な目標の変更ではなく現局面での一時的な政策対応に過ぎない。全体として、Fed のように恒久的にインフレ側にバイアスがかかり易い仕組みにはなっていない点で相違している。

これとは別に、日本銀行が物価安定目標の安定的・持続的な達成に向けて金融緩和を愚直に行っているのに対し、2%の物価安定目標を長期目標に変え、短期的には達成しなくても良いように変えるべきとの議論が、世間で広く聞かれるようになってきた[14]。これは、①金融政策は期待のアンカーとして長期的には 2%の物価安定目標を満たすべきであり、経済成長率が低い日本にとって、これによって将来の金融緩和の余地を大きくしておくことには意義がある、しかし、②物価の安定が経済の安定や金融システム・市場の安定の前提条件とみなすことができない以上、短期的には物価安定だけでなく経済活動や金融システム・金融市場の安定等様々な目標を追うべきだ、と整理することができる[15]。実際、日本銀行は長くインフレ目標を持たなかった後、2012 年には中長期的な物価安定の目途について、CPI が 2%以下のプラスの領域とし、その下で当面は 1%を目途としていた。こうした経緯に鑑み、当面のインフレ目標を仮に 1%とした場合にテイラールールの示唆がどう変わるかをシミュレーションした。

---

[14] 例えば、令和臨調 (2023)「政府と日本銀行の新たな『共同声明』の作成・公表を」がある。また、鵜飼博史 (2022)「日銀は 2023 年に金融政策の正常化に踏み出すか？―共同声明の改定まで展望して―」科学技術振興機構も参照。

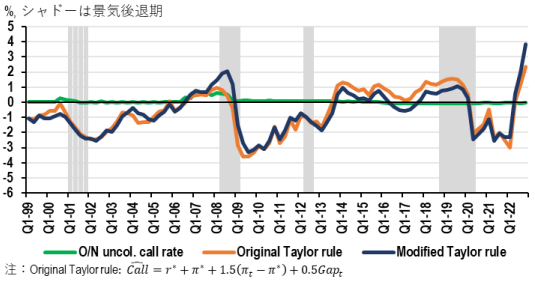
[15] 詳細は鵜飼博史 (2020)「非伝統的金融政策のイノベーションと誤解」『日本金融の誤解と誤算』所収を参照。

図表 8 がデフレ均衡型の自然利子率を用いたもので、対象となるインフレ率はグローバルコア CPI 上昇率である。これらをみると、直近ではテイラールールが示唆する政策金利は Original Taylor rule、Modified Taylor rule ともに 2%台半ば程度まで上昇している。参考までにみた HP フィルター型の Modified Tayulor rule では、上昇バイアスの可能性を念頭に置くにしても、最大で 4%程度になる（図表 9）。以上から、実際の O/N 無担保金利との乖離幅が Fed の 2022 年代 1 四半期の 1/3～1/2 程度にまで大きくなる。インフレ目標が当面は 1%で良く、それ以外の目標も考慮すべきと考えるのであれば、マイナス金利政策の撤廃を早々に判断することも可能であることが示唆される。

図表8: テイラールールとO/Nコール金利
（物価目標1%, デフレ均衡型r*）

注：Original Taylor rule: $\widetilde{Call} = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$
r^*=1%, π^* = 2%, π_tはグローバルコアCPI前年比, Gap_tは日本銀行推計GDPギャップ, 4Q22のGDPギャップはゼロと想定
Modified Taylor rule: $\widetilde{Call_t} = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$,
r_t^*は廣瀬(2020)推計のr^*, 廣瀬(2020)が推計を止めた後はその後の潜在成長率を基に廣瀬推計と潜在成長率の関係から伸ばしている, π^* = 2%, π_tはグローバルコアCPI前年比, Gap_tは日本銀行推計GDPギャップ, 4Q22 GDPギャップはゼロと想定
出所：Taylor (1993), 廣瀬(2020), 日本銀行, 総務省統計局, Haver Analytics, JST推計

図表9: テイラールールとO/Nコール金利
（物価目標1%, HPフィルター型r*）



注：Original Taylor rule: $\widetilde{Call} = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$
r^*=1%, π^* = 2%, π_tはグローバルコアCPI前年比, Gap_tは日本銀行推計GDPギャップ, 4Q22のGDPギャップはゼロと想定
Modified Taylor rule: $\widetilde{Call_t} = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$,
r_t^*は廣瀬(2020)推計のr^*, 廣瀬(2020)が推計を止めた後はその後の潜在成長率を基に廣瀬推計と潜在成長率の関係から伸ばしている, π^* = 2%, π_tはグローバルコアCPI前年比, Gap_tは日本銀行推計GDPギャップ, 4Q22 GDPギャップはゼロと想定
出所：Taylor (1993), 日本銀行, 総務省統計局, Haver Analytics, JST推計

筆者は、2%の物価安定目標を長期目標に変え、短期的にはもう少し柔軟に金融政策を行うことで経済活動が過熱するリスクを回避するとともに、金融市場・金融システムに過度の悪影響を及ぼさないようにする考え方に賛成である。そうしないと、2%の物価安定目標の達成がいよいよ近付いた時に、急激に金利を引き上げることになるだろう。次期日本銀行総裁への起用案が国会に提示されている植田和男教授も、かつて「無理をせずに 2%達成をより中長期的な目標とし」と同様の見解を示したことがある[16]。しかし、日本銀行としては、物価安定目標の安定的・持続的な達成を実現させる千載一遇のチャンスが来ている、との考え方にあることも理解できる。鍵は、目標達成との距離に加え、現行緩和政策が生み出す副作用と、インフレ率の上昇が行き過ぎるリスクの回避、そして目標達成のチャンスと捉えて緩和政策を長く続ける考え方を採った時の金利の将来の急変の影響を、どの程度勘案するかであろう。

[16] 植田和男 (2018)「日銀　出口への難路（上）緩和効果・副作用の相反　焦点」日本経済新聞経済教室を参照。

著者紹介：鵜飼博史

1983 年から約 30 年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009 年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014 年から 2016 年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016 年から 2022 年 8 月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022 年 9 月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。
当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。
当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。