

コラム

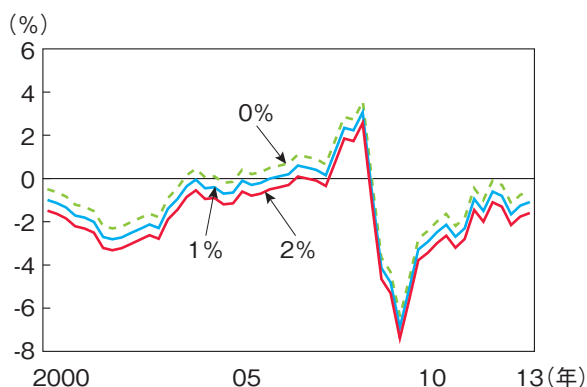
1-4 テイラー・ルールの前提条件の違い

金融政策運営を巡っては、古くから「ルール」対「裁量」という論争がある。これは、中央銀行の金融政策運営が裁量的に行われるべきか、一定のルールに従うべきかについての争いであり、Kydland and Prescott (1977) や Barro and Gordon (1983) などの研究以降、理論と実証の両面から、長年にわたって活発な議論が続いている⁸³。現実には、「ルール」と「裁量」の一方だけが正しいと決めることはできず、近年の先進国の金融政策運営を見ると、基本的にはルールに従いつつ、ある程度の裁量は必要という考え方が主流である。中央銀行の政策金利の決定に関するルール（政策反応関数）では、Taylor (1993) が提示したテイラー・ルールが有名である。これは、政策金利が、(1) 現実の消費者物価上昇率と目標とする消費者物価上昇率の乖離、(2) 現実のGDPと潜在GDPの乖離（GDPギャップ）、に応じて決まるという単純な考え方に基づく。実際の金融政策決定はこのような簡単なルールによって実施されているわけではないが、過去のアメリカの金融政策をうまく説明できたことなどから、日本でも、金融政策運営を評価するための有効なベンチマークの一つとして多用されている。

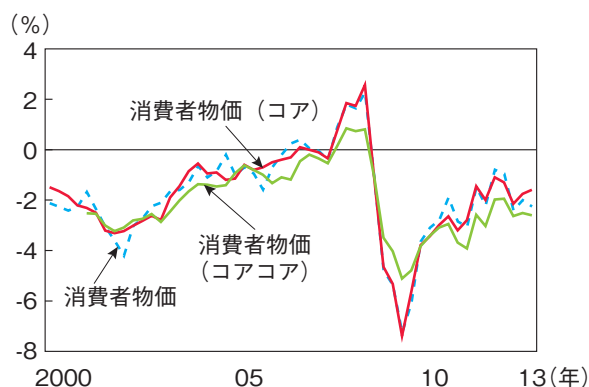
ただし、テイラー・ルールを利用する際、前提条件によって結果にばらつきが生じることに留意が必要である。実際、(1) インフレ目標値、(2) 利用する物価指標、を変更した場合のテイラー・ルールに基づく政策金利を比較すると、前提条件によって生じるばらつきは、決して無視できる大きさではない（コラム1-4図）。日本銀行の前の金利引上げ時（2006年7月）には、利上げが示唆されるケース、示唆されないケースの両方がある。さらに、パラメータの設定や推計方法によっても違いが生じる（付図1-5）。日本銀行の政策金利の調整の適切性を確認する上で、テイラー・ルールは今後も重要な羅針盤になると考えられるが、以上の検討から明らかなように、金融政策運営の評価において、テイラー・ルールを利用する際には、ある程度の幅を考慮することが重要である⁸⁴。

コラム1-4図 テイラー・ルールの前提条件による違い

(1) インフレ目標値による差



(2) 利用する物価指標による差



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「コールレート」により作成。
2. 消費者物価（コア）は「生鮮食品を除く総合」、消費者物価（コアコア）は「生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合」（内閣府試算値）。
3. 均衡実質金利は潜在成長率を使用。

注 (83) この2つの論文は、一定の条件の下で、裁量的な政策にはバイアスがあるため好ましくなく、一定のルールに基づく政策が最適であるという結論を示している。

(84) アメリカに関する同様の分析については、Kahn (2010) を参照。

● 財政ファイナンスと金利上昇リスク

「物価安定の目標」を達成するための金融緩和政策の一環として、日本銀行が国債購入の増額を進めると、市場が財政赤字のファイナンスに対して疑念を抱く可能性がある。それは我が国の財政規律に対する信認を毀損し、リスクプレミアムの増大を通じた長期金利の急上昇を招くおそれがあるとの指摘も見られる⁸⁵。急激な金利上昇の我が国経済への影響としては、(1) 政府の利払費が急増して財政の持続可能性が大きく低下すること、(2) 国債を大量に保有する金融機関が金利上昇（＝国債価格の下落）によって巨額の損失を余儀なくされ、金融システム不安が発生する懸念があること、(3) 企業の資金調達コストの上昇や資金繰りの悪化に伴う企業経営への影響、(4) 家計の住宅ローンの返済増、などが挙げられる。

実際には、我が国において、現在、そうした金利上昇は起きていない。財政法の第5条において日本銀行の国債引受けを禁止していること、政府が財政健全化に向けた取組を進めていることなどを背景に、今までのところ、国債に対する信認は維持されているといえる。ただし、「量的・質的金融緩和」により、市場が財政赤字のファイナンスに対して疑念を抱く可能性があるとの指摘もあるため、日本銀行には、引き続き市場との対話を強化するとともに、政策の透明性を高めることが求められている。また、政府においても、引き続き持続可能な財政構造を確立するための取組を進め、財政運営に対する信認を確保することが重要である。

2 デフレ状況に見られる変化

これまで緩やかな下落傾向が続いてきた我が国の消費者物価の動向を整理するとともに、大胆な金融緩和などを背景に、2013年春以降に見られるデフレ状況の変化について確認する。また、デフレ脱却の意義を考えるために、デフレの経済的な弊害について検討し、その最近の変化も取り上げる。さらに、円安方向への動きが消費者物価に及ぼす影響などについて検証する。

(1) 消費者物価の前年比下落幅が縮小

最近の消費者物価の動向から、我が国のデフレ状況の変化を概観した上で、平均購入単価の動きに着目して、家計の「低価格志向」についても変化が見られることを確認する。さらに、デフレの背景を、消費者物価の要因分解と日米のフィリップス曲線の比較を通じて整理する。

● 緩やかなデフレ状況に変化

消費者物価について、連鎖基準方式の「生鮮食品を除く総合（いわゆるコア、以下「コア」

注 (85) 財政ファイナンスとインフレの関係についての先駆的な研究として、Sargent and Wallace (1981) が挙げられる。