

## 第5回金融研究所国際コンファランス総括報告 —— 1990年代における物価安定 ——

—— 米スタンフォード大教授  
ジョン・テイラー

(掲載にあたって)

本稿は、金融研究所が1991年10月24、25日に開催した第5回国際コンファランス「1990年代における物価安定：国内・国際両面の政策課題」での討議の様態を、ジョン・テイラー米スタンフォード大教授が取りまとめた総括論文の抄訳である。テイラー教授は、マクロ経済政策等の分野で卓越した業績をもち、1989～91年の間、大統領経済諮問委員会（CEA）委員を務めたほか、日本経済に関する研究でも著名な学者であり、1987年4～6月には客員研究員として当研究所に滞在したことがある（金融研究所）。

はじめに

今回コンファランスの各セッションは、それぞれ物価安定の問題にかかわる特定のテーマを扱っていた。まず、第1セッションでは最近の各地域ごとのインフレの推移とインフレ率の変化のありうべき原因について、次に第2セッションではインフレの計測とインフレ予測指標を巡るテクニカルな問題について、さらに第3セッションではインフレを抑制し、物価の安定を維持するための、広範囲にわたる政策課題について、それぞれ焦点が当てられた。各セッションとも、提出論文に基づいて活発で刺激的な議論が展開されたが、この総括報告では、参加者の間に、コンセンサスがみられた分野と、いまだに多くの意見の違いがみられた分野の区別を強調するように努めてみたい。

### 1. インフレの歴史とその背景

第1セッションでは、最初にParkin（西オンタリオ大学教授）が、米国およびカナダにおけ

るこれまでのインフレの推移について報告を行った。同教授の報告によると、同地域のインフレは、1960年代、70年代に徐々に上昇した後、80年代初頭に急激な低下をみたが、その後は4.0～4.5%程度のインフレが続いている。Bomhoff（エラスムス大学教授）の論文は、欧州諸国について、概ね米国と同様のインフレ・パターンが認められることを指摘している。Fry（バーミンガム大学教授）の取上げた環太平洋諸国8か国でも、1980年代のインフレが比較的低率でかつ安定的に推移した点までを含めて、欧米諸国と非常に似かよったパターンが観察されている。しかしながら、日本は今回のコンファランスで報告の対象となった国における重要な例外であった。植田（東京大学助教授）によると、日本以外の国では1980年代初頭まで高い率のインフレが持続したが、日本では高インフレは70年代の半ばまでに終わっていた。この問題については、後に政策問題を論ずる際、もう一度立返ることとしたい。

これらのインフレ・パターンをもたらした直接的な原因については、マネタリーな要因、特にマネーサプライが重要であるというのが報告者の一致した見解であった。Parkinは、米国およびカナダにおけるインフレの原因がマネーサプライの変動であることを示した。Bomhoffは欧州について、またFryは環太平洋諸国についてそれぞれ同様の結果を報告した。この点については、各論文に対するコメントの中でも、異論はみられなかった。

しかしながら、通貨需要の安定性については意見の不一致がみられた。これまでの通貨需要の安定性、さらには実際の政策運営の観点からは最も関心の高い1990年代における安定性のいずれに対しても、多くの疑問が投げかけられた。Fryは、環太平洋諸国8か国グループ全体としての通貨需要の安定性をチャウ検定および残差平方和検定の手法を用いて検討し、これらの国を全体としてみた場合の通貨需要が驚くほど安定していると指摘した。しかしながら、Stevens（オーストラリア準備銀行首席エコノミスト）は、回帰方程式の残差分散が大きい場合には、構造安定性テストの検定力は極めて低いため、Fryの結果は強い批判にさらされる可能性がありうることを指摘した。おそらく、先進国と比較すれば通貨需要関数は不安定であろうし、また、各国を個別に分析すれば、より不安定な結果が得られるように思われる。

Bomhoffは、カルマン・フィルタを用いた分析結果を基に通貨需要の安定性を主張したが、この点についてもコメンテーターの間には

反対の見解が多かった。Coleby（イングランド銀行理事）は英国について、またIcard（フランス銀行調査総局長）はフランスについて、それぞれ通貨需要の安定性を否定した。さらにRich（スイス国民銀行調査局長）は、1990年代に欧州の金融統合が実現すれば、通貨需要の安定性が低下する可能性があるとの議論を展開した。

Parkinは、マネタリーな直接的原因からさらに踏込んで、より背後にあるインフレ原因を問題にした。すなわち、もしマネーサプライ増加率の変化がインフレ率を変えたのだとしても、それではマネーサプライ成長率の変化は何によってもたらされたのか、という問題である。この点についてParkinは、米国とカナダにおけるインフレの高進とその後の低下は、1970年代にKydlandとPrescottによって定式化された動学的不整合性（time inconsistency）の問題（訳注1）としてとらえることによって説明できるのではないかという、刺激的（provocative）な考え方を提示した。KydlandとPrescottによれば、政策当局が一つの政策にコミットできない場合には、高インフレという望ましくない（sub-optimal）均衡から脱却できない可能性がある。

この仮説について突込んだ議論が行われたが、コンセンサスはほとんど得られなかった。Gordon（ノースウェスタン大学教授）は、1960年代と70年代の高インフレは、ケネディ政権下のCEA委員であったHeller、Tobin、Okunが最初に提案したインフレ・失業モデルの誤りに起因するとの議論を展開した。Laidler（西オン

（訳注1）民間経済主体がインフレ予想を形成したあと、中央銀行がその金融政策運営によって実際のインフレ率を決定できるとすれば、中央銀行には、失業率を低下させるために、民間の予想を上回るインフレ（surprise inflation）を発生させる誘因が存在する。しかし、民間経済主体の期待形成が合理的であれば、民間主体は、中央銀行にこうした誘因が働くことを織込んで当初から高めのインフレ予想を形成してしまうため、結果として失業率は低下せずインフレ率が高まるだけ、という次善的な均衡しか実現されない。これが、KydlandとPrescottによって指摘された動学的不整合性の問題である。

タリオ大学教授)、Meltzer (カーネギー・メロン大学教授) および私は、インフレのコストの大きさに関する見方が変化したことが一因であると論じた。インフレのコストは、以前に考えられていたよりも高いことが示される一方、デysinフレのコストについても、より精度の高い (通常の場合、より低い) 推計結果が得られるようになったが、これらの事実は一般に受け入れられてきている。これらは、インフレの上昇とその後の下落を説明する要因と思われる。

金融政策の変化に影響を与えたと思われるその他の要因としては、他にも以下のような点が指摘された。Axilrod (元連邦準備制度理事会・金融政策局長) は、米国における賃金と失業の関係の変化について論じ、レーガン大統領による航空管制官のストライキに対する厳しい対応を引合いに出して、この変化の原因の一部は労働組合の交渉力低下によるものであるとした。Icard は、1980年代のフランスにおいてデysinフレのコストを引下げた要因として、インデクセーション方法の変更の重要性を指摘した。要すれば、金融政策の変化をもたらした原因については、Parkin の挑戦的な説明と並んで、今後検証されるべきもっともらしい仮説が数多く存在する。

インフレ率の推移に関して、明らかに今回コンファランスでは答えが得られず、今後の研究にゆだねられた点が二つある。まず第一に、Syron (ボストン連銀総裁) は、これ程多くの国が1980年代を通じて、より低い率ではなく、4%前後というインフレ率を選択したようにみえるのは何故だろうかという疑問を提起した。後に論ずる、インフレ率を4%以下に引下げることの得失に関する議論は、この疑問に対し部分的な答えを与えるかもしれない。

今後の研究が待たれる第二の点は、ごく最近の1980年代末から90年代前半にかけてのインフ

レを巡る問題点である。米国とカナダにおいては、1987年から88年にかけて金融が引締められ、その結果成長率の低下および景気後退が生じたが、これはインフレ率の上昇を抑える試みであったのだろうか。それとも、インフレ率を4.0~4.5%以下に引下げようとする試みであったのであろうか。さらに、こうした最近の — あるいは現在の — 経験は、1990年代におけるゼロ・インフレ政策ないし物価安定政策に対しどのような教訓を有するのであろうか。

## 2. インフレの測定と予測指標

インフレ測定の技術的問題に関するGordonのプレゼンテーションについては、今回コンファランスの中では珍しく、かなり幅広い合意が得られたように思われる。Gordonが示したインプリシットな推定値によれば、インフレ測定上のバイアスは、1.5%ないし2.5%といった、それほど大きいとはいえない範囲にとどまっているように思う。すなわち、Davis (ニューヨーク連銀上級副総裁兼調査局長) は、インフレ測定上のバイアスを考えると、1.0~1.5%程度の調整が必要であることを示唆し、これについては中央銀行からの参加者の多くが「我々がゼロ・インフレと言う場合、2%前後のインフレ率を念頭においており、この数字は、我々の見方に合っている」と述べて同意を表明した。Kohn (連邦準備制度理事会・金融政策局長) は、米国議会に提出された物価安定法案における物価安定の定義も、文字どおりのゼロ・パーセント・インフレではなく、より幅広いものとなっていることを指摘した。

このセッションにおける唯一の重要な意見の不一致は、1970年代末から80年代初めにおいて、CPI指標が住宅ローン金利を含んでいたために米国や英国の政策当局者が判断を誤ったか否かという点である。イングランド銀行および連邦準備制度からの参加者はこの

ような可能性を否定した。もっとも、将来については、判断を誤るようなことはないとも誰かが述べており、この点はいずれにしても歴史的な興味の対象に過ぎないともいえよう。

インフレ指標に関するRasche（ミシガン州立大学教授）の議論は、より多くの意見の不一致を引起こした。Rascheは、為替相場、商品市況、金利の期間構造のいずれもがインフレ指標としてはあまり有用でないとする一方、広義マネーサプライの変形であるP\*（ピー・スター）（訳注2）をインフレ指標として重視している。しかしながら、Gordonの「P\*に人々の関心が集まるとは驚きだ（appalling）」というコメントや、伊藤（一橋大学教授）の「インフレ研究の分野ではスターはまだ見つかっていない」といった発言は、P\*の指標性についての見方の対立を反映したものであった。またKohnは、Rascheによって棄却された指標のうち幾つかは、厳格な意味でのインフレ予測指標ではないとしても、ある程度の有用性はあるとした。Nicholl（ニュージーランド準備銀行副総裁）は、為替相場の動きは将来のインフレの良い指標である場合もあると主張し、Goldstein（IMF調査局次長）は、これらの指標（金利と為替相場）を組合せて用いることは有効であるかもしれないとした。

今回コンファランスの議論の中では欠落していたが、金融政策の分析を行ううえで重要であると思われるいま一つの点は、政策の立案やインフレ予測を行ううえで、大型計量モデルとこれら各種の指標のいずれがより有用か、という問題である。重原（日本銀行金融研究所長）によるOECDのシミュレーション結果のプレゼンテーションには大型計量モデルが暗黙裡に使われていたし、Kohnもモデルの

使用を議論したが、これらは提出ペーパーやコメントの中の議論の焦点ではなかった。この点も将来研究が進められるべき分野であろう。

### 3. 政策

政策に関する議論では、大きく分けて三つの分野に焦点が当てられた。すなわち、

- （1）ルール対裁量および信認に関する問題、
- （2）国際政策協調と為替相場の安定を巡る問題、そして、
- （3）ゼロ・インフレ・ターゲットの問題と最終目標としてのゼロ・インフレの妥当性、である。

ルール対裁量の問題について、Laidlerの論文は、「物価安定を維持するうえで裁量的な政策運営は必要だが、それが適切に行われるためには、裁量の濫用につながるインセンティブから政策担当者を守ることが大切である」と締めくくられている。この点については、今回コンファランス参加者の間にかなりの広い合意があったと思う。

しかしながら、同時に重要な語義上（semantic）の問題が議論された。すなわち、裁量的政策と区別して体系的（systematic）政策と言う場合、それは何を意味するかという問題である。Beebe（サンフランシスコ連銀上級副総裁兼調査局長）および重原は、植田論文に対するコメントの中でこの点を指摘した。彼らが述べたのは、日本の金融政策は他の国々より早く低インフレ率を実現したわけであり、その意味で明らかに何か「正しい」ことをしていたと考えられる、という点であった。こうした政策は、相当早い時期から一般の信認を得て、かなり体系的に遂行されたものと評価される。したがって、この時期の

（訳注2）P\*とは、通貨需給、実体経済の需給の両方を勘案して潜在的物価水準を推計したもの。詳細は、調査月報平成2年1月号〔研究〕「物価上昇圧力指標の検討－P\*（ピー・スター）の紹介と分析」参照。

日本の金融政策 ― そして他の幾つかの中央銀行の80年代の政策についても同様 ― を全く裁量的なものとみるのは、これらの時期における政策運営が体系的に行われていた事実を見落しているように思われる。政策運営には完全な裁量とは言い切れないものがあった。「ある程度（“somewhat”）」の信頼感の伴う、「ある程度（“somewhat”）」は体系的な要素を持った政策運営が行われていたのである。

これは、単なる語義上の問題と片づけてしまうべき性格のものではないと思う。我々は、良い経済政策運営がどのような特徴を持っているのかを明確にする必要がある。日々の、または月々の運営において、いわば、場当たりの経済政策、中央銀行が経済環境の変化に対して予測不可能なしかたで対応するといった政策は、良い政策ではない。経済理論は、金融政策の遂行について確実性が高い方が物事がうまくいくことを示している。政策判断は、最終的には個々の人間によって行われるのはいうまでもない。実際、今回コンファランスの出席者の多くが、その人々に当たろう。しかし、その場合でも、経済的ショックに対し、ある程度システマティックに反応するのが、良い政策であるように思う。政策担当者が入手したデータを解釈し、行動するにあたっては、明らかに裁量が必要であろう。しかしながら、政策当局者の行動が成功するのは、それが体系的に行われた場合のことが多い。

ゼロ・インフレ政策については、今回コンファランスでは完全なコンセンサスは形成できなかった。Parkinは、「カナダでは、ゼロ・インフレを最終目標とすることは有識者の間の

コンセンサスである」と強く言明したが、これに対するFischer（マサチューセッツ工科大学教授）とGordonの批判的な反応は、大きな意見の不一致の存在を端的に示すものであった。また、Meltzerはこの目標に対して多少の、Kohnは非常に強い支持を表明した。しかしながら、少なくとも今回コンファランス参加者には、完全なゼロ・インフレを目指すことの妥当性について、依然若干の疑問が残された。

#### 4. 結 論

最後に結論として、このコンファランスで合意が得られた主要な点を強調しておきたいと思う。まず、マネーサプライ成長率の変化は、その理由が何であれ、それはインフレの変化をもたらす、ということについては合意がみられた。次に、金融政策に対する信認の重要性についても、誰一人としてこれに異論を示す者はなかった。第三点目として、インフレ率を低率で安定させることの重要性についても、それが3%であるか（Fischerは4%という上限を提示）、1.0~1.5%であるかは別にして、意見の不一致はほとんどなかった。最後に、経済政策全体が良く機能すれば、金融政策もより良く機能するというKohnの指摘についても、異論はみられなかった。このことは、より開放的な貿易政策、より健全な財政政策や、金融市場における一段の規制緩和、構造改善の重要性を意味する。三重野総裁はこのコンファランスの冒頭に、金融政策が経済政策全般の優れた運営により補完されることの重要性を強調された。私の総括報告も、この点を強調して終わりたい。

---

第5回国際コンファランスにおける討議内容の詳細については、『金融研究』（日本銀行金融研究所、1992年3月発行予定）所収の「第5回国際コンファランスの模様」参照。また、コンファランス議事録は1992年夏ごろマクミラン社より刊行予定。

---

## 参 加 者 一 覧

### 1. 海外中央銀行・国際機関（26名）

#### （北米）

連邦準備制度理事会・金融政策局長

Mr. Donald L. Kohn

ボストン連銀総裁

Mr. Richard F. Syron

カンザスシティー連銀上級副総裁兼調査局長

Mr. Thomas E. Davis

ニューヨーク連銀上級副総裁兼調査局長

Mr. Richard G. Davis

リッチモンド連銀第一副総裁

Mr. Jimmie R. Monhollon

サンフランシスコ連銀上級副総裁兼調査局長

Mr. Jack H. Beebe

フィラデルフィア連銀総裁

Mr. Edward G. Boehne

カナダ銀行顧問

Mr. Paul Jenkins

#### （欧州）

ベルギー国民銀行調査局課長

Mr. Johan Claeys

イングランド銀行理事

Mr. Anthony Coleby

フランス銀行調査総局長

Mr. André Icard

ドイツ・ブンデスバンク調査局長

Dr. Reiner König

イタリア銀行調査局金融課長

Mr. Franco Passacantando

オランダ銀行内国調査局次長

Dr. L. H. Hoogduin

スウェーデン・リクスバンク上級経済政策顧問

Dr. Lars Hörngren

スイス国民銀行調査局長

Mr. Georg Rich

#### （大洋州）

オーストラリア準備銀行首席エコノミスト

Mr. Glenn R. Stevens

ニュージーランド準備銀行副総裁

Mr. Peter Nicholl

#### （アジア）

インドネシア銀行理事

Dr. Hasudungan Tampubolon

韓国銀行統計局長

Mr. Han-Eung Kim

シンガポール通貨庁経済局次長

Mr. Tharman Shanmugaratnam

フィリピン中央銀行内国調査局次長

Mrs. Celia M. Gonzalez

ネガラ・マレーシア銀行経済局長

Dr. Zainal Aznam Yusof

#### （国際機関）

BIS金融経済局次長

Dr. Helmut W. Mayer

IMF調査局次長

Mr. Morris Goldstein

OECD政策調査局長

Mr. Constantino Lluich

---

## 2. 学者 (17名)

### (金融研究所海外顧問)

カーネギー・メロン大学教授

Prof. Allan H. Meltzer

マサチューセッツ工科大学教授

Prof. Stanley Fischer

### (金融研究所特別顧問)

東京大学教授

貝塚 啓明

### (ペーパー提出)

東京大学助教授

植田 和男

バーミンガム大学教授

Prof. Maxwell Fry

西オンタリオ大学教授

Prof. Michael Parkin

エラスムス大学教授

Prof. Eduard Bomhoff

ノースウェスタン大学教授

Prof. Robert Gordon

ミシガン州立大学教授

Prof. Robert Rasche

西オンタリオ大学教授

Prof. David Laidler

カリフォルニア大学バークレイ校教授

Prof. Kenneth Rogoff

### (その他)

スタンフォード大学教授 (前CEA委員)

Prof. John B. Taylor

ロチェスター大学教授

Prof. Charles Plosser

ブルッキングス研究所主任研究員

Dr. Ralph C. Bryant

大阪大学客員教授 (イェール大学教授)

浜田 宏一

一橋大学教授

伊藤 隆敏

元連邦準備制度理事会・金融政策局長

Mr. Stephen Axilrod

## 3. 日本銀行 (3名)

金融研究所長

重原 久美春

調査統計局長

山口 泰

金融研究所研究第1課長

田口 博雄



(参考)

第5回 国際コンファランス「1990年代における  
物価安定：国内・国際両面の政策課題」のプログラム

日 時	セッション	議 長	報 告 者	指 定 討 論 者
10/24 (木)	総裁スピーチ		三重野 康 (日本銀行総裁)	
	I Price Performance and Sources of Inflation	Edward G. Boehne (フィラデルフィア 連銀総裁)	Michael Parkin (西オンタリオ大学教授)	Ralph C. Bryant (ブルッキングス研究所主任研究員) Paul Jenkins (カナダ銀行顧問)
			Eduard Bomhoff (エラスムス大学教授)	Anthony Coleby (イングランド銀行理事) André Icard (フランス銀行調査総局長)
	海外顧問スピーチ		Allan H. Meltzer (カーネギー・メロン大学教授)	
10/25 (金)	I Price Performance and Sources of Inflation	貝塚啓明 (東京大学教授)	Maxwell Fry (バーミンガム大学教授)	Glenn R. Stevens (オーストラリア準備銀行首席エコノミスト) Han-Eung Kim (韓国銀行統計局長) Zainal Aznam Yusof (ネガラ・マレーシア銀行経済局長)
			植田和男 (東京大学助教授)	浜田宏一 (大阪大学客員教授) Jack H. Beebe (サンフランシスコ連銀上級副総裁兼調査局長)
	II Measurement and Indicators of Inflation	Lars Hörngren (スウェーデン・リク スバンク上級経済 政策顧問)	Robert Gordon (ノースウェスタン大学教授)	Richard G. Davis (ニューヨーク連銀上級副総裁兼調査局長) Georg Rich (スイス国民銀行調査局長)
			Robert Rasche (ミシガン州立大学教授)	Peter Nicholl (ニュージーランド準備銀行副総裁) 伊藤隆敏 (一橋大学教授)
	海外顧問スピーチ		Stanley Fischer (マサチューセッツ工科大学教授)	
	III Price Objectives and Policy Requirements	重原久美春 (日本銀行 金融研究所長)	David Laidler (西オンタリオ大学教授)	Donald L. Kohn (連邦準備制度理事会・金融政策局長) Reiner König (ドイツ・ブンデスバンク調査局長)
			Kenneth Rogoff (カリフォルニア大学バークレイ校教授)	
	Overview		John B. Taylor (スタンフォード大学教授)	