

諸外国におけるインフレーション・ターゲティングの動向

はじめに

中央銀行は、物価安定等の究極的な政策目標（以下「最終目標」という）を達成するため、様々な政策手段を用いて金融政策を行っている。しかしながら、金融政策の効果が「最終目標」に波及していくプロセスは、相当程度時間を要する 경우가多く、中央銀行が「最終目標」の達成度合いにより政策効果を判断することには少なからず困難が伴う。こうしたことから、米国、ドイツ、カナダ等では、70年代から80年代初にかけて、金融政策の運営に際し、「最終目標」に比べ敏感に政策効果を反映する「中間目標」を別途設定し、これにより政策運営を行う「中間目標」ターゲティングが積極的に行われた。「中間目標」ターゲティングを行うためには、「中間目標」と「最終目標」との間に安定的な関係が存在することや、中央銀行が「中間目標」に対して比較的高いコントローラビリティを有すること等が前提となるが、当時はマネーサプライがこうした条件を満たす代表的な「中間目標」とされた。

ところが80年代以降、これらの国では、マネーサプライと物価・実質成長率との安定的な関係が必ずしも観察されなくなってきたため、マネーサプライを「中間目標」としてターゲティングしていくことを見直す動きが始まった。こうした動きには、新たなマネー

サプライ指標を導入したり（ドイツ等）、為替レートを「中間目標」としてより重視することにより「中間目標」ターゲティングを維持しようとする立場（フランス等）がある一方で、「中間目標」の設定を断念し、予測や制御がより困難であることを甘受しつつも、「最終目標」である物価を直接ターゲティング（いわゆるインフレーション・ターゲティング）する方がインフレ期待の安定化および中央銀行に対する信認の回復という観点からはむしろ望ましいとして、これを導入する国（ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデン）も増加してきている。本稿は、こうした諸外国におけるインフレーション・ターゲティング導入の動向を、他の金融政策運営の枠組みと対比しつつ紹介するとともに、インフレーション・ターゲティングに関する論点を整理したものである。

本稿の構成は以下のとおりである。まず第1節においては、諸外国におけるマネーサプライなどの「中間目標」およびインフレ率などの「最終目標」をターゲットにした金融政策運営の枠組みについて、最近の動向を概観する。そして、近年英国、カナダ、スウェーデンなどにおいて、従来のマネーサプライや為替相場を「中間目標」とする政策運営に代えて、明示的にインフレ率をターゲットとした金融政策運営を採用するに至った背景を紹介

する。次に第2節では、インフレーション・ターゲティングに関する論点の整理を行う。

1. 各国の金融政策運営の枠組みとインフレーション・ターゲティング

(1) マネーサプライを「中間目標」とするターゲティング

実際の政策運営においては、各国の中央銀行は、各種の政策手段を「操作変数」として用いて「最終目標」の達成を目指すこととなるが、そのためには「最終目標」の現在時点での達成度合いおよび将来の見通しについて、できる限り正確に把握することが必要である。しかし、金融政策の効果が「最終目標」に波及していく経路は複雑であり、かつタイムラグが大きいことから、直接「最終目標」をターゲティングすることは容易ではない。こうした点を考慮して、いくつかの国では「操作変数」と「最終目標」との間に、「最終目標」と比較的安定的な関係を持ち、かつ「操作変数」により近いマクロ変数を「中間目標」(注1)として設定し、これをターゲティングする手法が行われてきた。

実際に、各国で「中間目標」とされてきたのは、各種のマネーサプライである。これはマネーサプライが、

①政策手段である短期金融市場金利ないし支払準備供給量の操作を通じたコントロールが、他の変数に比べ比較的容易であること、

②データの作成ラグが短くその正確性も高いこと、

③「最終目標」である物価等に対して安定した先行性を有すること、

等、政策運営上必要とされる要件を満たしていると考えられたためである。

もっとも、マネーサプライが「中間目標」として機能するために不可欠である「最終目標」との関係の安定性については、70年代には両者の関係が比較的安定していた国が多かったが、80年代以降、それまで想定されたようなマネーサプライと実体経済変数(例えば名目GDP(注2))との間の安定的な関係は必ずしも観察されなくなっている(図表1-①~④)。

こうしたマネーサプライと名目GDPとの関係不安定化の要因としては、

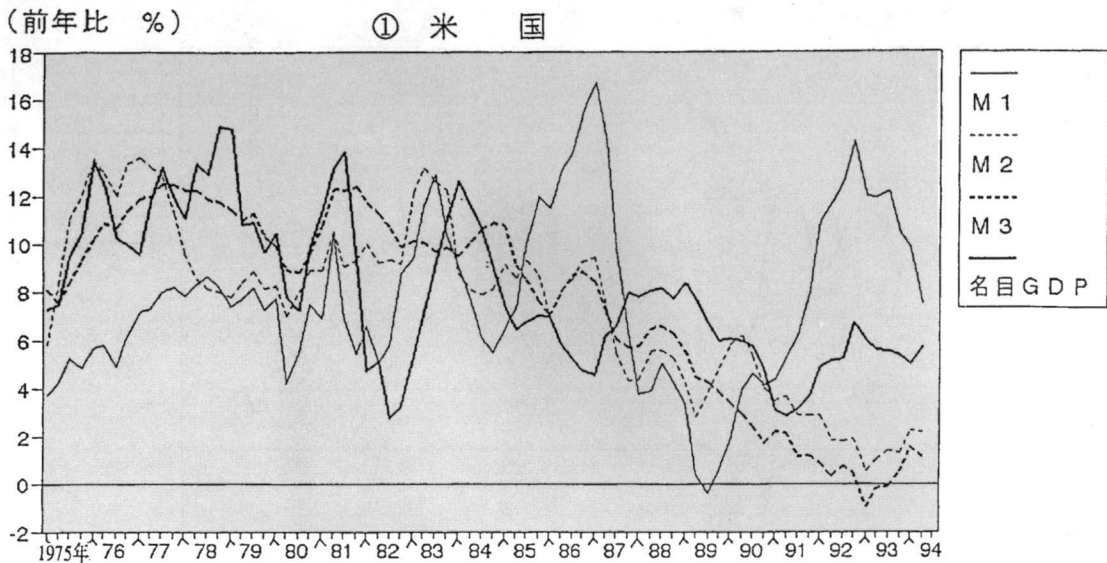
①決済性のマネー対象預金を中心に金融技術革新が進んだことから、マネーの決済需要に大きな変化が生じたこと(米国のM₁、英国のM₀等)、

②以前はマネー対象資産が規制金利商品主体であったため、金融引き締めによる市

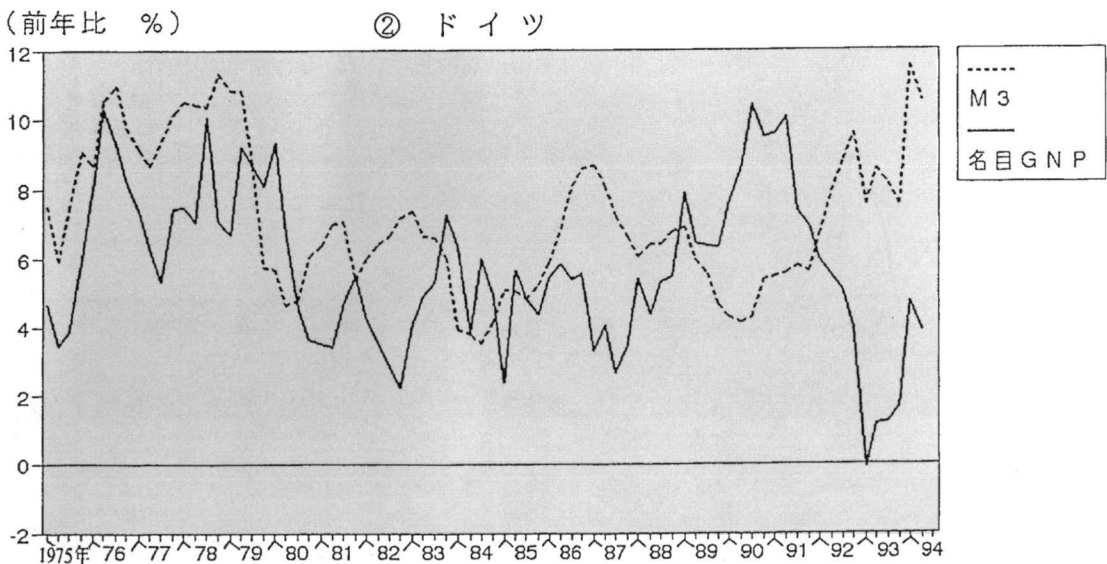
(注1) 本稿では、議論をより分かりやすくするため、以下「最終目標」を国内的な課題である「物価安定」と「持続的経済成長」(実質GDP)に限定し、この2つの「最終目標」に該当せず、かつ「操作変数」ともなり得ないが、金融政策運営上目標となり得るマクロ指標を広い意味での「中間目標」と位置付ける。

(注2) 本来、マネーサプライと「最終目標」である物価および実質GDPとの関連性を比較すべきところであるが、ここではその前段階として両者の積である名目GDPと比較する。このため、マネーサプライと名目GDPとの安定した関係が存在しても、短期的にはそれが直ちに「最終目標」の達成を意味するものではない(マネーと名目GDPとの安定した関係の存在は「最終目標」達成のための必要条件にすぎない)ことには留意が必要である。

(図表1) 各国のマネーサプライと名目GDPの推移



(注) M₁、M₂、M₃ は各四半期の平均残高。



(注) M₃ (末残3か月平均) は90年までは旧西ドイツベース、91年第3四半期以降は統一ドイツベースでの前年比。なお、91年第1四半期、第2四半期の前年比については、90年第4四半期の旧西ドイツ、統一ドイツのM₃の比から前年同期の統一ベースのM₃を推計して近似的に算出した前年比である。
名目GNPは旧西ドイツベース。

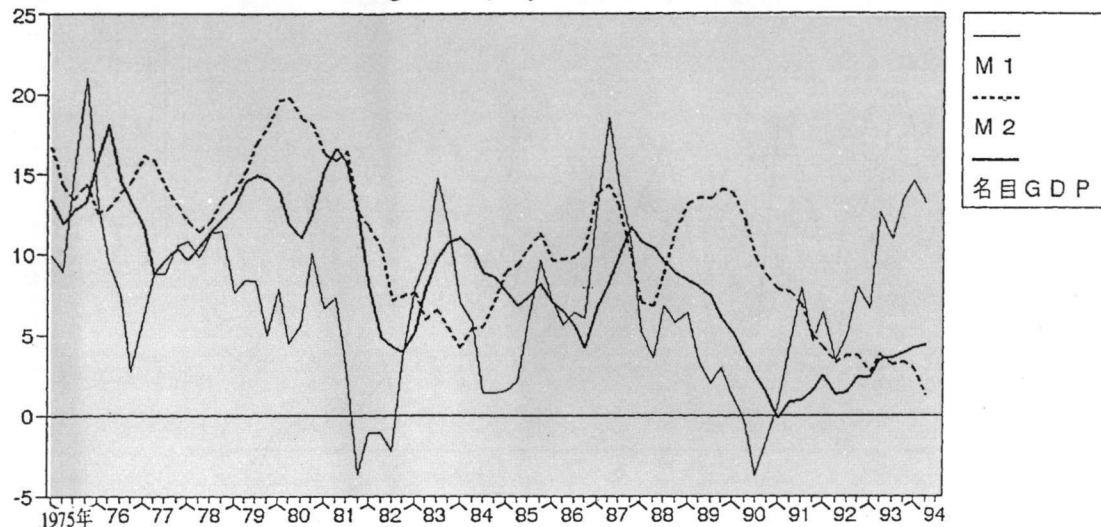
場金利上昇時にはマネー保有の機会費用が上昇し、マネーが名目GDPに先行して伸びが低下していた。しかし近年は金

融自由化の進展により、マネー対象資産の大部分が自由金利商品に変化した結果、広義のマネー指標を中心にこうした

(図表1) 各国のマネーサプライと名目GDPの推移

(前年比 %)

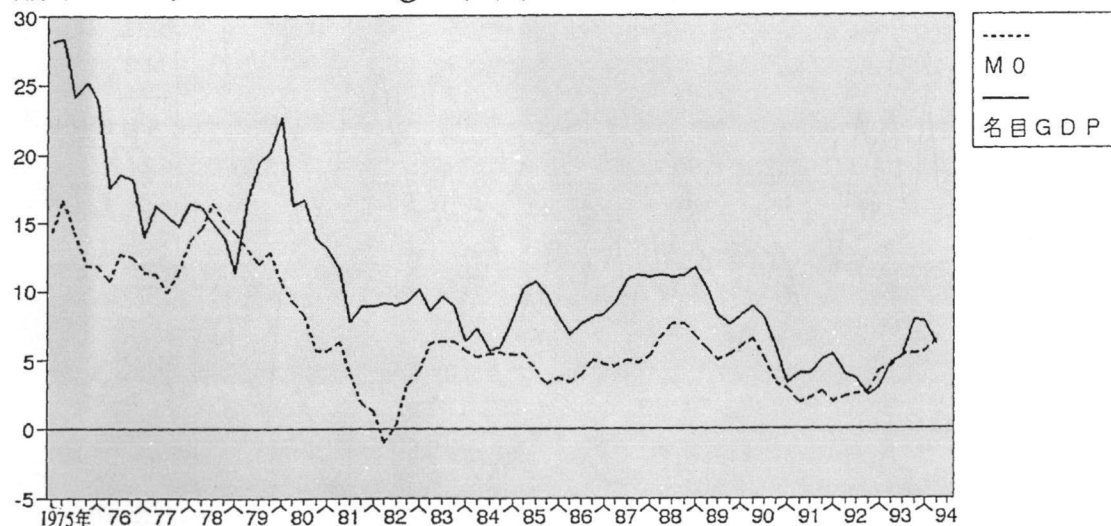
③ カナダ



(注) M₁、M₂ は各水曜日の平均残高。

(前年比 %)

④ イギリス



(注) M₀ は各水曜日の平均残高。

先行性は弱まってきていること（米国のM₂およびM₃等）、

- ③金利自由化の進展により、広義のマネー指標においてはマネー対象資産と非対象資産の同質化が進み、マネー対象資産と非対象資産の間の攪乱的なシフトが生じやすくなったこと（米国のM₂およびM₃、

ドイツのM₃、英国のM₄、フランスのM₃等）、

- ④最近では、企業や家計のバランスシート調整による金融資産圧縮の影響が目立つことや、金融機関の経営環境の変化から貸出スタンスが変動しやすくなったこと（米国のM₂およびM₃等）、

等が各国の中央銀行等により指摘されている。こうした状況から、最近ではマネーサプライ・ターゲティングによる政策運営が困難となってきた国が多い。例えば、米国では政策判断におけるマネーサプライの位置付けを従来に比べ低下させている。また、ドイツでは、中長期的には「物価とマネーサプライとの安定的な関係は崩れておらず、こうした特殊要因の影響が一巡すれば、中間目標としてのマネーサプライの有用性が回復する」(『ブンデスバンク月報』92年1月号)との見方から、中間目標としての位置付けは変えていないが、最近では特殊要因によるマネーサプライの歪みにも配慮した政策運営を行っている。

すなわち、米国では、60年代の金利水準重視の政策運営がインフレ圧力の増大を抑えることができなかったとの反省から、70年以降、 M_1 (現金+決済性預金等)を「中間目標」とする政策運営方針に徐々に転換した。その後75年5月には、F R Bは先行き1年間のマネーサプライの目標値を公表し始め、マネーサプライ・ターゲティングの方針を明確化したあと、78年には議会がハンフリー=ホーキンス法を制定し、先行き1年間のマネーサプライの目標値を公表することを義務付けた。もっとも、その後 M_1 は金融技術革新の進展に伴う需要の不安定化に直面したことから、82年には M_1 に加え、より広義のマネーサプライである M_2 、 M_3 も「中間目標」に加える(注3)ことにより、これらのマネー関連指標を総合したマネーサプライ・ターゲティングに方針を

変更した(注4)。しかしながら、こうしたより広義のマネーを用いても「最終目標」との安定的な関係や先行性が維持されない状況(前掲図表1-①)となっており、最近では、F R Bは「金融政策の判断材料として信頼性が薄れたマネーサプライの位置付けを後退させる。代わりに、将来のインフレ期待を代表する長期金利水準やイールド・カーブの形状、実質金利と長期的な均衡実質金利との格差等に着目していくことが重要である」(グリーンSPAN F R B議長議会証言<93年7月、94年2月>)と表明しており、以前に比べると、より「総合判断」の色彩が強い政策運営に変化している(各国の金融政策運営動向の比較については後掲図表2参照)。

また、ドイツでは、固定相場制末期の大量の資本流入によりインフレ懸念の高まりがみられたことから、74年12月、先行き1年間の中央銀行通貨量(流通現金+所要準備額)に対する目標値の公表を開始、各国に先駆けて、マネタリー・ターゲティングによる政策運営に転換した。その後、流通現金に対する需要が不安定化したことから、88年に現金通貨のウエイトがより低い M_3 を目標とすることに移行したが、基本的にはマネーサプライと経済変数との安定的な関係が維持されてきたことを背景に、マネタリー・ターゲティングを堅持してきた。しかし、90年の東西ドイツ統一前後から最近に至るまで、この安定的な関係が崩れている(前掲図表1-②)。最近の公定歩合引き下げ(94年4月14日)に際して

(注3) さらに、83年には国内非金融部門負債残高にモニタリング・レンジを設定。

(注4) その後、87年には、 M_1 のターゲット・レンジ設定を中止。

(図表2)

主要国の最近の金融政策運営の動向

	最近の運営目標	ターゲット・レンジ	金融政策当局のコメント
米 国	70年代以降、マネーサプライを「中間目標」としてきたが、マネーサプライと「最終目標」との関係の不安定化に伴い徐々にマネーサプライの位置付けを後退させており、最近では各種の金融経済変数(長期金利・実質金利、イールド・カーブ、商品市況等)に着目する「総合判断」の色彩を強めている。	M ₂ : 1.0~5.0 M ₃ : 0.0~4.0 国内非金融部門負債残高: 4.0~8.0 (93年第4四半期対比・%)	「マネーの政策指標としての信頼性は低下したままであり、引き続き注視はしていくものの、政策判断は多くの経済指標の動向を勘案して行う方針。金融政策のガイドとしては、景気に運行しがちなインフレ指標自体よりも、先行性のあるインフレ期待に着目するのもひとつの方法であり、その際、債券価格、金価格、金利の期間構造等がインフレ期待の変化を知るうえで有用」 (94年2月22日グリーンズパン議長議会証言)
ド イ ツ	「中間目標」としてマネーサプライ(M ₃)にターゲット・レンジを設定している。もっともその「位置付け」は統一後のマネーサプライの不安定化に伴い弾力的になっている。なお、M ₃ の目標値設定に際しては、同時に潜在的な名目GNPを想定しており、名目GNPについてもある程度ターゲットイングしているとも考えられる。	M ₃ : 4.0~6.0 (93年第4四半期対比年率・%)	「ドイツにおいてはなおM ₃ と物価情勢の間には中期的にみて密接な相関関係が存在している。したがって、M ₃ は我々自身にとって最適のヤードスティックであると確信している」 (94年1月2日ヴェルト紙日曜版、ティートマイ)「ヤー総裁へのインタビュー記事」
英 国	政策目標としてインフレ率の具体的な数値を挙げてターゲットを設定。マネーサプライについてはインフレーション・ターゲットを達成するためにモニタリング・レンジを設定するとの位置付け。	コアRPI*: 年1.0~4.0% (中期的<96~97年まで>目標) *…RPIより住宅ローン金利を除いたもの。	「金融政策は政府のインフレ目標値(コアRPI: 1.0~4.0%)達成に割り当てることを再確認する。特に、M ₄ 、M ₀ のマネーサプライ増加率、為替レートや資産価格の変化に注意を払いながら、金融情勢、インフレ傾向に対する評価を下し、それに基づいて運営していく」 (93年11月30日クラーク蔵相予算演説)
フ ラ ンス	対外的には、①通貨の対外価値安定、②中期的なマネーサプライ(M ₃)増加率、の2つを「中間目標」に設定しているが、現実の政策運営では、為替相場の安定をより重視したスタンスを採っているとみられる。	M ₃ : 約5% (注) (注) 中期的(4年間)な増加率の目標。	「フランス銀行の政策目標である物価安定を達成するため、次の2点を『中間目標』として重視する。 ①通貨の対外価値の安定 ERMの枠組みの中でフランス・フランの対外価値安定を確保する。 ②中期的(4年間)国内目標 M ₃ の流通速度は大きく変動するとみられるが、M ₃ の中期的な増加率を約5%に設定する」 (94年1月27日、フランス銀行の94年以降の金融政策目標発表文)
カ ナ ダ	インフレ率を直接ターゲットングすることを表明し、ターゲット・レンジを対外公表。	CPI (除く食料品、燃料): 1.0~3.0% (当初95年までの目標。その後)98年に延長された。	「91年に政府およびカナダ銀行は、インフレ率を低下させ、物価安定を達成するために目標を公表した。それは95年までにインフレ率を1.0~3.0%のレンジ内に低下させるということである」 (93年12月22日、カナダ銀行年次報告)
ス イ ス	マネー(中央銀行通貨量)を金融政策の「中間目標」とし、中期的な目標値を設定、公表している。	中央銀行通貨量: 平均1.0 (3~5年間の中期的目標。) (前年比・%)	「物価上昇率の先行指標としてマネーサプライの信頼性は続いている。しかし、それに固執するのではなく、中期的に達成するものと考える」 (93年12月10日、スイス国立銀行マネー目標発表時のプレス・リリース)
スウェーデン	インフレ率の目標値を設定。金融政策のガイドとしては為替相場、輸入物価、金利スプレッド、マネー、賃金の指標を重視。	CPI: 1.0~3.0 (年率・%)	「金融政策の目標はCPIの年間増加率を95年に2%に抑えることである。(ただし、±1%の許容範囲を設ける)」 (93年1月15日、スウェーデン中央銀行金融政策目標発表時のプレス・リリース)
ニュージーランド	準備銀行法により中央銀行総裁と大蔵大臣間でCPI上昇率のターゲット・レンジを合意、公表している。	CPI*: 0.0~2.0 (93年末、前年比・%) *…CPIから間接税導入、輸入物価変動の直接的影響を除く。	「準備銀行法8条とインフレ目標値の合意に従い、準備銀行は金融政策を運営することを約束する」 (90年12月19日、準備銀行総裁と大蔵大臣間の政策目標の合意文書)

も、「マネーサプライが重要な中間目標であることに変化はなく、ターゲティングの放棄は考えていない」（ブンデスバンク・プレス・リリース）としているが、「最近のマネーサプライの増加は税制変更等の特殊要因による歪みから生じたものである」（同）ことを指摘し、当面の政策判断においては、ターゲット・レンジに必ずしも固執しない弾力的な政策運営を行っている。

（２）マネーサプライ以外の「中間目標」によるターゲティング

このように、マネーサプライによる「中間目標」ターゲティングが困難となったことから、これに代わる変数として「名目GDP」を「中間目標」とするアプローチも考案されている（注５）。これは、名目GDPを使用することにより、マネーサプライに付随する各種の金融技術革新・自由化等の影響を除去することで、「中間目標」としての安定性確保を狙ったものであり、マネーの流通速度の変化を調整したうえでのマネーサプライ・ターゲティングとみることも可能である（注６）。

しかしながら、一方で名目GDPターゲティングには以下のような問題点が存在する（注７）ことから、主要国の中で、公式に名目GDPターゲティングを採用している中央銀行は存在しない。

- ①金融政策の名目GDPへの波及経路は複雑で、波及ラグが大きいと、金融政策によるコントロールが難しく、短期の目標値の設定が困難であること。
- ②潜在成長率が政治的な理由等により過大に設定された場合、整合性を保つために名目GDPターゲット・レンジを高め値とすることを迫られ、結果的にインフレーションバイアスを抱える可能性があること。
- ③GDP統計は、マネーサプライ統計や物価統計に比べ公表時点が遅く、統計値公表後もリバイスが行われるため、政策判断時点における利用可能性・正確性の観点から難点があること。

このほか、欧州各国のうち、ERM参加国（フランス、オランダ、ベルギー等）では、為替レートを一定水準に維持することが、實際上金融政策の「中間目標」となっているも

（注５）後に述べるコントローラビリティの低さ等を考慮すると、「名目GDP」はそもそも中間目標としての条件を満たさないと見方も存在する。また、長期的には実質GDP成長率が潜在成長率と一致し、かつ金融政策はその潜在成長率の水準に影響をほとんど与えないとの立場からすると、長期的には「名目GDP」ターゲティングは「最終目標」である物価をターゲティングすることと同じとも考えられる。この点については、金融政策がどの程度のタイムスパンを目標とするか等いくつかの重要な論点を含んでいるが、本稿ではこれ以上立ち入らない。

（注６）フィッシャーの交換方程式の所得型： $PY=MV$ （ P ：物価、 Y ：実質GDP、 M ：マネーサプライ、 V ：流通速度）において、 V の変化のうち、マネーサプライに付随する各種の金融技術革新・自由化等の影響部分を除去すると、長期的には名目GDP（ PY ）と M は同一方向に変動すると考えられる。

（注７）こうした議論については、例えば「第1回国際コンファランス 現代における金融政策の役割」（『金融研究』第2巻第3号＜1983年11月＞）等を参照。

のと考えられる（注8）。当該国が消費する財・サービスのかなりの部分を輸入に依存している場合には、為替相場の安定が物価をはじめとする国内経済の安定に直結することから、特にドイツと経済的関係の深い周辺各国にとっては、為替レートを「中間目標」とすることは「最終目標」を達成するためのひとつの合理的な対応であると考えられる。もっとも、このアプローチの場合、自国の金融政策の独立性が失われるほか、「最終目標」達成が事実上のペッグ対象となる通貨国（ERMの場合にはドイツ）のパフォーマンスに左右される点が大きな問題となる。

（3）「インフレーション・ターゲティング」による金融政策の運営

このように、「中間目標」によるターゲティングには種々の問題点があることから、最近では「最終目標」である「物価」を直接ターゲティングする国が出てきている。もっとも、政策発動から物価に至る波及経路は複雑であり、波及のタイムラグが大きい場合が多いこと、精度の高い予測も難しいこと等から、直接物価をターゲティングすることは容易ではない。しかし、このような困難さを伴いながらもインフレーション・ターゲティングが行われる背景としては、中央銀行にとって以下のようなメリットが存在するためと考えられる。

- ①物価は最終目標そのものであるため目標として最も明快である。このため、中間

目標選定の際に問題となる中間目標と最終目標との関係に配慮する必要がないこと。

- ②ターゲット・レンジを対外公表することにより、政府との関係を含めて中央銀行が信認を獲得することができれば、インフレの不確実性が減少するため、各経済主体のインフレ期待を安定化する可能性があること。
- ③物価統計は速報性が高く、公表後のリバイスも小幅にとどまることから、ターゲティングを行うのに適当であること。

各国におけるインフレーション・ターゲティング導入の経緯やその運営等をやや詳しくみると以下のとおりである（各国の比較については前掲図表2参照）。

（ニュージーランド）

ニュージーランドでは、「70～80年代には、複数の政策目標を設定して、金融政策をファイン・チューニング的に行った結果、他の諸国に比べて劣悪な経済環境を招いた」（Nichollニュージーランド準備銀行副総裁講演＜91年11月11日、New Zealand Banking Industry Conferenceにおいて＞）ことが金融政策への信認低下につながった。こうした反省から、89年に改正されたニュージーランド準備銀行法では「物価安定」を金融政策の単一の目標とすることを明記しているほか、あらかじめ、インフレ率の目標値について中央銀行総裁と大蔵大臣との

（注8）例えば、フランスでは「中間目標」として、マネーサプライの目標値を設定しているほか、通貨の対外的価値安定を挙げている（前掲図表2）。しかし、これらの2つの中間目標の同時達成は一般的には必ずしも両立せず、ディレンマが生じた場合、現実の政策運営では為替相場の安定を第1目標とした金融政策運営を行ってきているとみられる。

間の契約 (Policy Targeting Agreement) を行い、かつ内容を公表することを義務付けることにより、金融政策のスタンスの明確化を図っている。さらに、「こうした合意の履行に対し準備銀行総裁が実質的に責任を負う」(Brash総裁講演<93年6月17日、European Policy Forumにおいて>) こととされているほか、履行状況ならびに政策運営方針について議会で説明する義務を準備銀行に課すことにより、アカウンタビリティの確保に努めている。

同法による合意 (90年12月) により、CPI (間接税導入および輸入物価変動による直接的影響を除く) 上昇率 (年率) を、91年末2.5~4.5%、92年末1.5~3.5%、93年末0~2.0%の範囲内に収めることをニュージーランド準備銀行は対外的に公約した。こうした信認獲得の努力のほか、既に景気が後退局面に入っていたことも手伝って、CPI上昇率は91年中に前年比1%台まで低下し、93年以降の景気回復局面でも同水準が維持されるなど、この目標は達成されており、94年以降も引き続き93年末と同水準の目標を設定している。

(カナダ)

カナダでは、75年にM₁にターゲット・レンジを設定、マネーサプライ・ターゲティングによる政策運営に移行したが、マネーサプライと経済変数との関係の安定性が確保できなかったこと、80年代に入ると米ドル高に伴う輸入インフレ懸念が高まったことから、82年にターゲット・レンジの設定を断念し、為替レートの安定を重視する政策運営に転換した (前掲図表1-③)。

その後、84年に米ドル高懸念が薄れてくると、金融政策判断における為替レートのウェイトを引き下げ、インフレ率や失業率等の種々のインディケーターをみることにより政策判断を行う「総合判断」色の強い政策運営へ移行した。しかしながら、こうした裁量的な政策運営がインフレ抑制に十分な効果を挙げていないとの認識から、91年2月には、中央銀行への信認回復とインフレ期待の鎮静化を目的として、CPI上昇率 (除く食料品・燃料価格) を、年率で92年末2~4%、94年央1.5~3.5%、95年末1~3%のレンジに収めることを対外的に公約 (91年中については、金融政策の波及効果顕現化が遅いことを考慮し目標を設定せず) することにより、インフレーション・ターゲティングを明示的に打ち出した。この目標は、90年頃から景気が後退局面に入っていたことの影響もあってCPI上昇率が低下したことから達成され、最近の景気回復局面においてもインフレ率は安定基調を維持している。こうしたことから、93年12月にはターゲット・レンジ設定期間を98年末まで延長するなど、この目標をさらに堅持する姿勢を示している。

(英 国)

英国では、76年にポンド建てM₃にターゲット・レンジを設定することにより、マネーサプライ・ターゲティングを開始したが、金融自由化の影響から広義のマネーサプライの安定性に乏しかったため、84年以降、狭義のマネー指標であるM₀ (=base money) に目標値を設定することに変更した (前掲図表1-④)。さらに、ERM参加

(90年10月)後は、これに加えて為替レート安定をインフレ抑制の柱とするとの考えから、為替レートの安定を重視した政策運営を実行してきた。

しかしながら、欧州各国の通貨危機により、92年9月には英国がE R Mから離脱することを余儀なくされ、従来の政策運営のフレームワークの維持が困難となった。このため、ポンド安進行から高まったインフレ懸念を鎮静化することと、インフレ抑制の柱である為替レート安定の放棄により損なわれた金融政策の信認を回復することを目的に、離脱直後の92年10月には大蔵大臣が「E R Mからの一時離脱後の経済政策の基本方針」を発表した。この新しいフレームワークの下では、中期的なインフレ率の目標値を設定することによりインフレーション・ターゲティングを行うことを対外的に明示したほか、その達成状況の評価をイングランド銀行の「Inflation Report」により公表することとした。

その後、92年11月の蔵相財政演説では、中期的な(次回国会議員選挙<96~97年頃>まで)インフレ率の目標値(小売物価<除く住宅ローン金利>)を前年比上昇率+1~4%に設定する一方で、マネーサプライについては「十分な先行性を有しないが、将来のインフレ率の予測について補足的な役割が期待できる」(同演説)ことから、M₀の位置付けをターゲット・レンジからモニタリング・レンジへと位置付けを後退させた(M₄にも新たにモニタリング・レンジを設定)。その後の達成状況をみると、景気回復局面入り後も、現時点ではC P I上昇率は幾分低下するなど目標値

をクリアしており、最近においても同様のインフレ目標レンジを引き続き堅持している。

(スウェーデン)

スウェーデンでは、かねてより物価安定等の国内の政策目標を達成するために「名目実効為替レート(貿易額によりウエイト付けされた為替レート)を一定のレンジ内で安定させること」(『OECD Economic Surveys 1990/1991 Sweden』)を重点にして、金融政策を運営してきた。さらに、91年5月には、為替相場安定によりインフレ抑制を目指すことを目的に、自国の為替レートをE C Uにペッグさせることとした。それと同時に、こうした為替レート水準を維持するために、短期金利の水準を大きく変動することを容認するなど、金融政策は国内目標よりも為替相場維持を最優先にする形で運営されることとなった。しかしながら、こうした政策運営にもかかわらず、92年秋には、欧州各国で発生した通貨危機に伴い、固定為替レートの維持が困難になったことから、同年11月にはE C Uへのペッグの放棄、変動相場制移行を余儀なくされた。その後は、一定の為替レート水準を維持するとの義務から解放されたことから、中央銀行は金融政策運営の自由度を回復、「為替相場やマネー等各種インディケーターから『最終目標』であるインフレ率を予測、これにより政策を運営する」(リクスバンク『Monetary Policy Indicators』93年6月)方式に転換した。すなわち、変動為替相場制復帰に伴い自国通貨の下落を起点とするインフレ期待の上昇が懸念されたため、こ

のインフレ期待鎮静化を図ることを目的に、93年よりC P I ターゲット・レンジ（年上昇率1～3%＜C P I から除去する特殊要因については明記せず＞）を導入している。導入後の状況をみると、折からの景気後退の影響もあって、為替レート下落による輸入物価上昇の国内物価への波及度合いは比較的小さく、C P I は安定基調を維持している。

以上のように、各国におけるインフレーション・ターゲティングの導入事例をみると、マネーサプライと「最終目標」との関係が不安定化したこと、ないしは特定通貨に対する為替レートの安定性維持が最近の通貨危機により不可能となったことなど、各種「中間目標」ターゲティングの断念を余儀なくされ、こうした場合に金融政策に対する信認獲得、インフレ期待鎮静化を図るための代替策として、ターゲット・レンジを設定している場合が多い。この中には、特定の目標を設定しない「総合判断」による金融政策では、結果的にファイン・チューニング的な政策運営をすることにつながり、インフレ抑制が達成できなかったとの反省に基づき、ターゲット設定によりインフレを抑制しようとの意図を強く打ち出している国（カナダ、ニュージーランド）もみられる。また、中央銀行に対する信認獲得に注力している様子もみられ、ニュージーランドにおいては、中央銀行総裁に目標達成の責任を課しているほか、定期的に目標値の達成状況を対外的に説明する義務を課している国もみられる。

なお、ターゲット・レンジの設定に際して

は、ターゲットの対象とするインフレ指標ならびに設定するレンジの幅等について具体的な選択を行う必要がある。前者については、経済活動全体の費用の上昇率により近いG D P デフレータ等を用いることも考えられるが、データの速報性や改訂の頻度を考慮し、以上でみたすべての国がC P I（多くはC P I から特殊要因等を除去した指標）を採用している。

また、具体的な政策発動については、前述のように金融政策がインフレ指標に効果が波及するのにかなりの時間を要すること、その波及度合いを事前に正確に予測することが困難なこと等から、設定レンジとの関係で自動的な政策発動ルールを定式化している国はなく、インフレ率を決定する種々の要因を分析、評価することにより将来のインフレ率の傾向を予想し、これを受けて弾力的な政策運営を行っている場合が多い。

現時点におけるインフレーション・ターゲティング導入の効果をみると、同ターゲティング導入後の最近数年間が景気後退局面ないしは景気回復局面初期であったことや、石油等の資源価格も安定していたことから、採用した国々ではインフレの鎮静化に成功するとともに、設定した目標レンジをほぼ達成しており、中央銀行の信認獲得に寄与しているとの評価となっている。

2. インフレーション・ターゲティングを巡る主な論点

前節では、特定の期間のインフレ率について明示的なターゲット・レンジを設定し、これを対外的に公表している国について、その

背景や実際の政策運営のあり方を概観した。これら諸国においては、「物価安定」という最終目標はほぼ達成されており、また中央銀行に対する「信認」獲得にも寄与している。したがって、少なくともこれまでのところは、インフレーション・ターゲティングが一定の成果を挙げているものと評価し得よう。しかし一方で、実際にインフレ率に目標値ないしターゲット・レンジを設定するに際しては、用いる物価指標の選択、外生的ショックの取扱い等に関し、理論的あるいは技術的に検討を要する論点も残されていると考えられる。

(1) 物価指標の選択の問題

目標値ないしターゲット・レンジを設定する物価指標としては多くの可能性が有り得る。第1節で述べたように、実際にインフレーション・ターゲティングを行っている国ではデータの速報性や改訂の頻度等を考慮してCPI（多くはCPIから特殊要因を除去した指標）を採用している場合が多いが、経済活動に伴う支出の価格水準を代表するGDPデフレーター（ないしは内需デフレーター）等の指標の方が望ましいとの見方も存在する。また、特殊要因を除いたコアのCPI上昇率（注9）を求めるために、間接税増税による価格変動等、外的ショックと考えられるインフレ率の変動については、その直接の影響を除去するのが普通である。これは、当該要因による直接の物価上昇分を金融政策運営上アコモデートする（その部分を金融政策でオフセットし

ない）ことを意味する。もっとも、これには、①どの要因を外的ショックと考えるか、②当該ショックの影響をどの程度CPI上昇率から除去するか、という点の判断につき、裁量の余地がある。

特に、間接税増税、石油価格の大幅上昇のような1回限りのショックは、原因ないしそのインパクトが比較的明快であることから問題は少ないが、為替レートあるいはその影響を含む輸入物価のように、比較的長期間のトレンドを持つ経済変数については、その変動によるインフレ率の変動のうちどこまでの部分を金融政策でアコモデートするかを判断するのは難しい。ちなみに、前述のインフレーション・ターゲティングを採用している国々は、いずれも物価全体に対する輸入物価変動の影響がかなり大きいと考えられるが、これらの国々の中でも、為替レート変動による輸入物価の寄与をアコモデートする（その部分を金融政策でオフセットしない）ことを対外的に明示している事例は、ニュージーランドのみにとどまっている（前掲図表2）。

また各国では、80年代後半の資産価格の急上昇、およびその後の急落により、実体経済に大きなインパクトが生じたほか、金融システムの安定性が少なからず損なわれたことから、資産価格を物価に採り込んだ新たな「物価指数」を最終目標にすべきであるとの主張もみられる。しかし一方で、こうした意見に対しては、資産価格は理論的には将来にわたる便益を現在価値に割り引いた価格であるこ

（注9）CPIには、生鮮食料品、燃料、住宅ローン金利等国内の物価基調を反映しないものが含まれていることから、基調判断には、当該特殊要因を除外したコアのCPIを算出して用いる場合が多い。

とから、これをインフレーション・ターゲットに算入すると、現在の消費だけでなく将来の消費（便益）を含めたインフレ率となることから適当ではない、等の反論も数多く存在し、現時点では決着をみていない状況であり、ターゲット対象に資産価格を含めている国は存在しない。

（２）短期的にゼロ・インフレ達成を目標とするのが最適か

インフレ率がプラスないしマイナスになった場合には、たとえその変化が予期された場合でも種々のコスト（注10）が発生すること、さらに価格変化が予期されない場合には、効率的な資源配分が阻害される可能性があること、等を勘案すると、持続的経済成長を図るという面からも、中長期的にはインフレ率はゼロに近い水準で安定していることが望ましいと考えられる。

しかしながら、インフレ率が既に高まっている状況下での政策運営においては、ゼロ・インフレを短期的に達成しようとするのが適切であるとは限らない。例えば、賃金の下方硬直性が強い国では、インフレ水準を引き下

げることによる失業等のコストが、短期的には相当程度大きい可能性がある。もちろん、これは経済主体が持つインフレ期待や経済構造に起因する問題であるが、景気後退局面において、生産水準が大きく低下し、需給ギャップが大幅に拡大する一方で、インフレ率の低下ピッチが鈍いような場合には、インフレ率のみで政策運営を判断すると、金融緩和を十分行うことができず、不況をさらに深刻なものにする可能性がある（注11）。このため、高いインフレ率の下でターゲット・レンジを設定した国では、数年間をかけて徐々にレンジを引き下げて行く形で政策運営を行うことが多い（注12）。

（３）CPIに存在するバイアスの取扱い

前述のようにインフレーション・ターゲティングを行っている国では、CPIを若干修正したコア・インフレ率を目標とすることが多い。しかしながら、CPIには次のような難点があるため、インフレ率にある程度の上方バイアスが生じる可能性がある。

- ①CPIはウエイトが数年間固定されるため、相対価格の変化等に伴い財の代替が

（注10）物価水準の変動により、生産者が価格を改定するために要する事務コストや税制がインフレ中立的ではないこと（累進課税、減価償却制度）による歪みが生じる。また、物価が上昇する場合には、通貨保有の機会費用の増大により、通貨の使用による効率的な経済取引が阻害される可能性がある。

（注11）こうした問題を考える場合、いわゆるサクリファイス・レシオ（インフレ率を1%引き下げるために、累積で年何%の成長率の低下が必要かを示す比率）の水準が問題となる。詳しくは「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 I. コンファランスの模様」（『金融研究』第11巻第1号＜1992年3月＞）参照。

（注12）例えば、カナダでは、91年3月の目標設定の際に、92年末で2.0～4.0%、94年末で1.5～3.5%、95年末に1.0～3.0%と徐々にレンジを引き下げる形でターゲット・レンジを設定した。また、ニュージーランドについても同様の形でレンジ設定を行っている。

生じることによる支出ウェイトの変化をカウントしていないこと。

- ②財・サービスの品質向上分の算出が困難な品目があることや、技術革新が著しい分野では新製品の対象品目算入が遅れること等のバイアスがあること。

- ③物価の調査対象が既存小売店等価格設定が割高な先に偏りがちであること。

②についてみると、従来から、サービス等の分野では品質向上分の算定が困難であることから、CPIの算定に反映していない場合が多いほか、最近では、コンピュータ等の技術革新の著しい分野でも問題を生じている。こうした分野では、品質の高い新商品が次々と登場し、しかも登場後の価格低下ピッチが急激である。ところが、こうした品目が物価調査の対象に取り込まれるのは、基準改訂のタイミング（多くの国では5年ごと）に限られるため、対象品目になる頃には、価格低下が一段落し価格安定期に入り、物価低下に寄与しないという問題点が指摘されている（注13）。

③については、CPI調査対象先が通常既存店に限定されていることやバーゲンセール

が調査に十分反映されていないことから、品目によっては消費者が購入する実勢価格を反映していない可能性が考えられる。

以上の①～③の要因によるCPIの上方バイアスの大きさについては、米国やカナダの場合には、年率0.5～1.0%程度に達しているとの試算結果が示されている（注14）。この上方バイアスは、インフレ率が高い場合にはさほどの影響はないが、インフレ率がほぼゼロに近い水準となっている場合には、目標レンジ設定を行ううえで無視できない誤差となる。

（4）物価上昇率の予測

金融政策とその最終目標である物価との間には、相当期間の波及のタイムラグが存在することから、ターゲット・レンジの設定に当たっては、一定の政策条件の下での将来の物価上昇率の予測値を用いる必要がある。こうした点は、最終目標に対し先行性のある中間目標を用いるターゲティングに比べて本来切実な問題であり、波及のタイムラグに相当する一定期間の予測を行うことが求められる。

物価上昇率の予測には、従来より、①GDPギャップ（ないし $P^* < \text{ピー・スター}$ ）（注15）、

（注13）例えば、日本のCPI（1990年基準指数）では、パソコンが調査対象外となっている。

（注14）アメリカ予算事務局（CBO）（1994）によると、米国のCPIについては上記①、②の効果により、年0.2～0.8%の上方バイアスが生じているとの結果が得られている。また、カナダについても、Fortin（1990）によれば、①～③の効果により年0.5～1.0%程度のバイアスが生じている。

（注15） P^* は、実体経済の需給に加え、マネーの需給の双方を考慮して算出された潜在的な物価水準である。具体的には、フィッシャーの交換方程式を基に、マネーの流通速度の長期トレンド、潜在実質GDPを仮定することにより算出する。さらに、この P^* と実際の物価水準との乖離を比較することにより、将来の物価上昇圧力の程度を測る。詳しくは「物価上昇圧力指標の検討— P^* （ピー・スター）の紹介と分析」（日本銀行『調査月報』平成2年1月号）参照。

②商品市況、③為替相場、④イールド・カーブの傾き（注16）が先行指標として有用であるとの指摘がみられる（注17）が、一致した見解はみられない。もっとも、インフレ率が低い国では、インフレ期待が安定化していることから、一般にインフレ率の変化も比較的緩やかにな

る傾向が観察される。したがって、インフレ予測の精度が特に問題となるようなインフレ率の低い国では、インフレ予測も比較的容易であるものと考えられる（注18）。

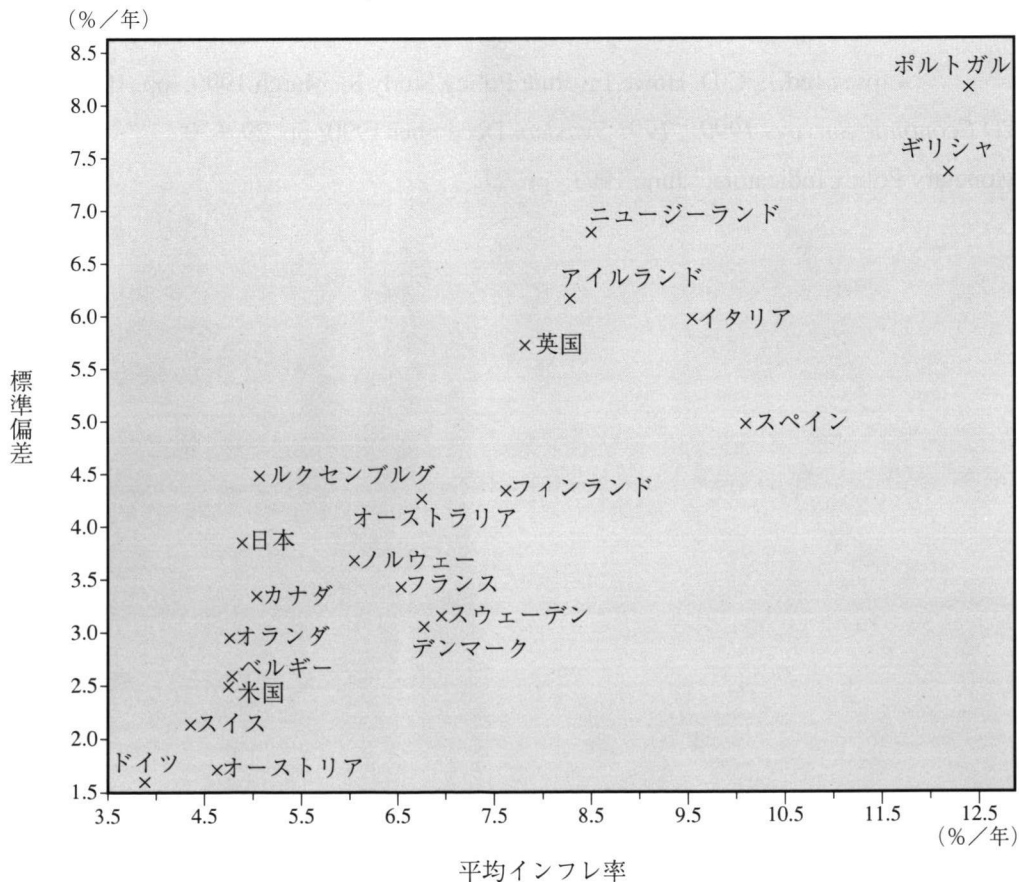
（調査統計局）

（注16）日本におけるイールド・スプレッドと物価上昇率の関係について分析したところによると、イールド・スプレッドは定量面では不十分ながら、定性的には、インフレの先行指標として一定の有用性を有しているとの結果が得られている。詳しくは「金利の期間スプレッドのインフレ指標性について」（『日本銀行月報』1994年7月号）参照。

（注17）このほか、英国で発行されている物価連動国債（利率および償還額が当該時点の小売物価指数の変動に連動して変化する国債）の市場価格の変化から期待インフレ率の値を計測する手法も有効と考えられる。

（注18）OECD諸国（22か国）について、1960～93年の間の平均インフレ率とその標準偏差の関係をみる（図表3）と、正の相関関係にある。この点は、比較対象を平均インフレ率と変動係数（標準偏差／平均インフレ率）に置き換えても同様の傾向である。このように、インフレ率の予測の難易度は現在のインフレ率の水準に左右される。

（図表3） インフレーションの平均と標準偏差
OECD加盟22か国（1960～93年）



【参考文献】

日本銀行金融研究所「第1回国際コンファランス 現代における金融政策の役割」『金融研究』
第2巻第3号、1983年11月

日本銀行金融研究所「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」『金融研究』第11巻第1号、1992年3月

日本銀行調査統計局「物価上昇圧力指標の検討 - P*（ピー・スター）の紹介と分析」『調査
月報』平成2年1月号

日本銀行調査統計局「金利の期間スプレッドのインフレ指標性について」『日本銀行月報』1994年
7月号

Bank of Canada, *Annual report of the Governor to the Minister of Finance and statements of accounts for
the year (1993)*, February 1994, pp. 43.

Congressional Budget Office, "Is the growth of the CPI a biased measure of the changes in cost of living,"
October 1994.

Deutsche Bundesbank, "The correlation between monetary growth and price movements in the Federal
Republic of Germany," *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, January
1992, pp. 20.

Fortin, P., "Do We Measure Inflation Correctly?" in *Zero Inflation, The Goal of Price Stability*, R.G.
Lipsey (ed.), C.D. Howe Institute Policy Study 8, March 1990, pp. 109 ff.

OECD, *OECD Economic Surveys 1990/1991 Sweden*, December 1990, pp. 29~30.

Riksbank, "Monetary Policy Indicators," June 1993, pp. 21.