

金融政策におけるインフレ・ターゲットについて

今 井 讓

1. はじめに

金融政策においては1970年代、中間目標としてマネーサプライが世界的に重視されてきた。しかし1980年代に入り、金融自由化・革新などの影響を受けて貨幣需要関数が不安定となり、マネーサプライの中間目標としての地位が下がり始め、それに代わる新たな金融政策のアプローチが模索されるようになった。そのようななか、最近ニュージーランド、カナダなどでインフレ・ターゲティングが導入され、徐々に世界的に広まる傾向がある。こゝではこのインフレ・ターゲティングに焦点を当てて考察を進めたい。

2. マネタリー・ターゲット

金融政策の運営において、2段階アプローチが世界的趨勢であった。その中間目標として1970年頃迄は銀行貸出額が注目されていたが、1970年を過ぎてマネーサプライが重視されるようになった。その理由としては、①マネーサプライとインフレ或いはGNPの相関関係が強い、②マネーサプライのコントロールが可能である、③そのデータ収集が迅速で正確である、が挙げられる。

例えば米国では、1975年3月から1年間のマネーサプライの増加率を標的とするようになった。とくに1979年からは、ボルカー議長のもとマネタリー・コントロールにもっとも重点がおかれた時期であった。しかしそれ以降は、積極的なマネタリー・コントロールへの金融政策運営の変化、金融自由化・革新に

伴い、貨幣需要は著しく不安定化し、中間目標としての貨幣の地位は低下し始める。したがって82年には、それ迄の中間目標であった M_1 の信頼性が低下したため M_2 、 M_3 も中間目標に加えられ、83年には国内非金融部門負債残高にモニタリング・レンジが設定され、徐々に貨幣の定義の範囲を広げていった。結局、86年から M_1 は正式に中間目標としての地位を退き (M_1 の増加率の発表は、1975年から1986年迄であった)、また1993年から M_2 もダウングレードされるようになり¹⁾、米国において連銀も新たなアンカーを模索しているといった状況である。現在のところ、新たな中間目標を置くよりも情報変数を利用しながら、いわゆる「総合判断」の色彩が強い政策運営が行われている。

このような政策運営のなかで、理論的にはマネタリスト、合理的期待学派の流れが続いており、より一層期待が重視されるようになっており、世界的にインフレ・ターゲット・アプローチが導入される傾向がみられる。例えば、ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンなどではインフレ・ターゲットが導入されており²⁾、それらの経験をも踏まえてより一層検討される必要性が大きくなっている。

3. インフレ・ターゲットの理論的根拠

ケインジアンにおいては、政策立案者はパラメータを一定と仮定し、さらに価格も固定的であると仮定して、政策変化は安定的に量的な政策効果を発揮すると考えてきた。しかし、そのような前提にたって物価よりも雇用・生産量を

1) B. M. Friedman [9] 参照

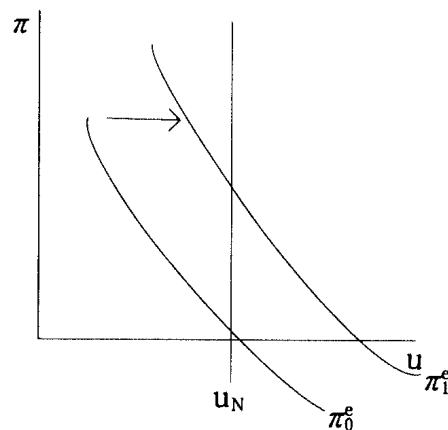
2) インフレ・ターゲットを導入した国および導入時を示すと次のようになる

	導入時期
オーストラリア	1993
カナダ	1991.2
フィンランド	1993.2
イスラエル	1991.12
ニュージーランド	1990.3
スペイン	1995.1
スウェーデン	1993.1
イギリス	1992.10

B. S. Bernanke and F. S. Mishkin [12] p. 99

目標として行われた政策が結果としてインフレの変動をより大きくし、その結果雇用・生産量の変動をより一層大きくしたといえる。

これに対し合理的期待学派が大きく反省を迫ったのは、政策の変化は当然期待の変化を生じ、モデルにおいてパラメータは不変ではありえないということであった。つまり情報が公開され、期待が合理的に形成されるようになると、金融政策は実物経済に影響を及ぼさず、物価のみに影響を及ぼすと考える。しかし期待が十分に形成されないとき、その期待が重要な役割を果たすようになり、インフレ期待と現実のインフレ率のくい違いが生産量に影響を及ぼすことになるのである。これは正にフィリップス曲線の問題である。予想インフレ率と現実のインフレ率のくい違いが雇用・生産量に影響を及ぼし、期待が現実のインフレ率に調整してしまうと元の生産量に戻ってしまう。したがって長期的には失業率は自然失業率のもとで垂直線になってしまうのである。期待インフレ率が現実のインフレ率の変化に調整するスピードは、図(3-1)に示される



図(3-1)

ように、予想を組み込んだ (expectation-augmented) フィリップス曲線の重要な要因であって、Lucas の場合、経済単位は情報を得れば期待はすぐに調整されるから、情報が公開されれば金融政策は大半が価格に影響を及ぼし、生産量に影響を及ぼさないことになる。つまり合理的期待論者によれば、貨幣から価格への長い変動し易いラグは将来インフレについての予想の変化に依存する。そのため個々の経済単位がインフレ予想を形成するさいの情報を得易くな

るように、インフレ・ターゲットを公表し、政策過程を透明にすることが重要となる。このように考えると、金融政策は長期的には物価のみに影響を及ぼすべきもので、短期的にはディスインフレ政策によるコストができるだけ小さくなるようにスムーズにインフレを低下させることが必要で、そのためには中央銀行に独立性を与え、インフレ・ターゲットを公表して、その政策過程を説明して、アカウンタビリティ、透明性を高めることが重要になるのである。

しかしこのような合理的期待学派の考え方に対し、ディスインフレ政策は、①賃金・価格調整が遅い場合、さらに②期待の調整が遅い場合には、量調整を伴い、大きなコストを伴うことになる。したがってインフレ・ターゲットを導入する場合、金融政策の変化に対して価格調整の反応が速いかどうか、もし遅くて大きな量調整をひきおこすのであれば、インフレ・ターゲットは好ましくないということになる。

インフレ・ターゲットは金融政策の目標が物価の安定のみであるが、もちろん物価の安定が最終目標では決してない。物価が安定している程、経済学的にも投資と貯蓄は円滑に行われ、経済はもっとも効率的に運営されることになり、名目額によって決まる税システムと関連した歪みもなく、最終的には経済成長率が物価の変動の大きい国より高いことが実証されているからである。したがって、迅速にスムーズに物価が安定されれば、好ましい結果をもたらすと考えられるが、それが遅く量調整の方が大きければ、逆にインフレ・ターゲット・アプローチは雇用・生産量の不安定をもたらし、効果的な反循環的政策 (countercyclical policy) の運営を妨げると、反対論者は主張する。

制度的整備をしてより速く価格調整が行われるためには、①賃金・価格の硬直性に関しては、経済の規制をできるだけ緩和して競争を促進することであり、②期待の調整に関しては、中央銀行に対する信認の問題であり、中央銀行の独立性・政策過程の透明性、アカウンタビリティを高め、国民の金融政策に対する信認を高めることであろう。

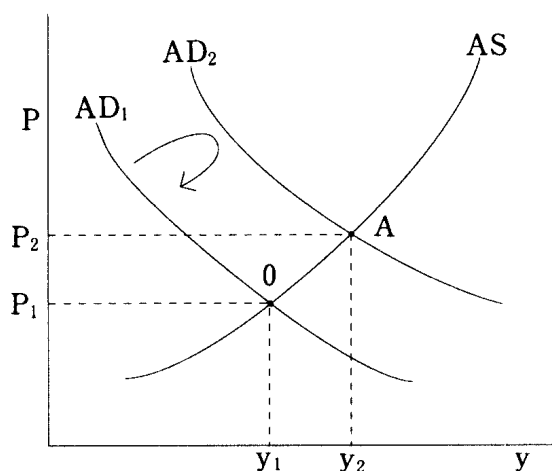
インフレ率には、中央銀行の公表するターゲットとするインフレ率、個々の経済単位が形成する予想インフレ率と現実のインフレ率がある。中央銀行に対

する信認が大きい程、中央銀行のターゲットとするインフレ率と個々の経済単位が形成するインフレ率とは一致するであろう。これらのインフレ率と現実のインフレ率は、金融政策の情報が十分に理解され、賃金・価格の伸縮性が大きければ、インフレ・ターゲットのもとでとられた金融政策によって迅速にスムーズに近づくであろう。その結果、金融政策の変化は迅速に物価に影響し、ディスインフレ政策のコストを最小限にして物価安定が達成されることになる。そこでは雇用は自然失業率に落ち着いて、物価安定のもと経済単位はもっとも効率的な経済行動が行えることが保証されることになるのである。

4. インフレ・ターゲットの問題点

—需要ショックと供給ショック—

金融政策においてインフレ・ターゲットを導入する場合、金融政策は需要管理政策であるから、需要ショックに対しては有効であると考えられる。すなわち総需要・供給分析アプローチで考えると、図(4-1)に示されるように、 AD_1 曲線が何らかの理由で AD_2 曲線に右にシフトして交点が O から A に移った場合、物価が $P_1 \rightarrow P_2$ 、生産量が $y_1 \rightarrow y_2$ に移ったことを意味する。この場合金融政策により総需要曲線を元に戻すと、物価も雇用も元に戻り、インフレ・ターゲットは有効であることが示される。



図(4-1)

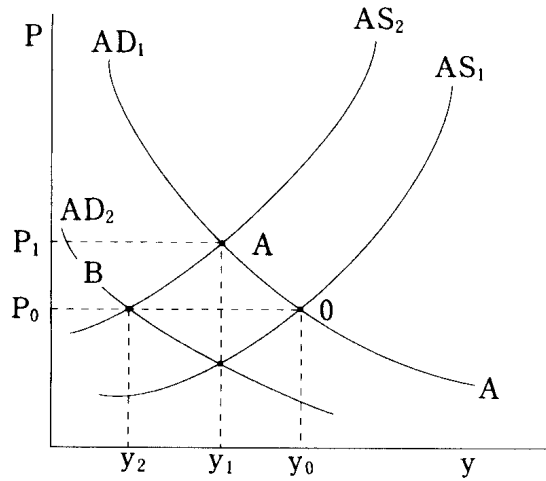


図 (4-2)

それに対し供給ショックの場合、例えば同じように何らかの理由で AS_1 曲線が AS_2 曲線にシフトした場合、物価が $P_0 \rightarrow P_1$ に上昇し、生産量は $y_0 \rightarrow y_1$ に低下する。この場合インフレ・ターゲティングのもと金融政策により AD_2 曲線にシフトさせると、交点は B に移る。物価は元の P_0 に戻るが、生産量は y_2 に著しく低下したことになる。この場合物価安定を唯一の目標とする結果、生産量は過度に低下することを意味し、物価安定のために生産量の大きな変動というコストを支払わざるを得ないことを意味する。もちろんこの生産高の不安定性の大きさは、総需要曲線の傾き（貨幣需要の所得・利子弾力性、投資の利子弾力性、貯蓄の所得弾力性などに依存）に依存し、それは図 (4-3)、(4-4)

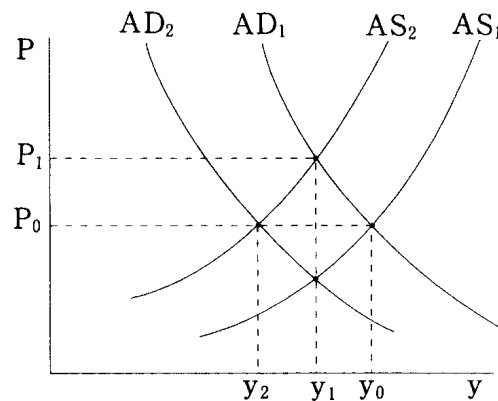


図 (4-3)

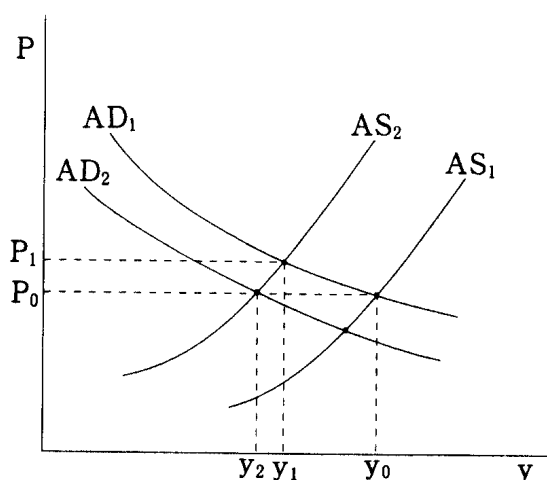


図 (4-4)

を比較すれば明かである。つまり AD 曲線が垂直である程、AS 曲線の左へのシフトにより僅かな生産量の減少と大きな価格の上昇をひきおこしており、また AD 曲線が水平である程、僅かな価格上昇と大きな生産量の減少をひきおこすことになる。このように AD 曲線の傾きによって供給ショックに対する経済の反応は異なるが、いずれにしても物価に変動がおきた場合、需要ショックによるものか供給ショックによるものか、種々の経済指標をみて見究める必要があるだろう。

5. カナダのケース

例えば現実にインフレ・ターゲティングが導入されているカナダのケースについて具体的に検討してみよう。実際に導入されるさいには、次に挙げる問題点がとくに考慮されるべきであろう。

- (1) インフレをどこ迄抑えるのか
- (2) どの速さで抑えるのか
- (3) インフレの測定の問題

先ず1991年2月にカナダ銀行総裁の Crow と大蔵大臣 Wilson が共同で一連のターゲットを発表して、正式にインフレ・ターゲティングが導入されたことになる。そのターゲットの幅は2%で、インフレを抑えるスピードは、その中心

点を、

1992年終り迄に 3%に

1994年半ば迄に 2.5%に

1995年終り迄に 2%に

徐々にもっていこうとするものである。1993年12月には政権の交替があり、その継続が危ぶまれた。しかし New Liberal Government は総裁に Crow から Thiessen を任命し、政府とカナダ銀行はこのプログラムを支持して、1998年迄の2%のターゲットの延長を決めている。この場合、CPIがターゲット・レンジ内に入るように特定化しているのであるが、短期的にはコアCPI（エネルギー、食料品価格、間接税の影響を排除したもの）を考慮しながらその望ましい経路を調整しており、長期的にはCPIとコアCPIとは一致すると考えられている。例えば1994年半ばではCPIのインフレ率は0%、コアCPIのそれは1.8%であった³⁾。そして実際の金融調節においては、カナダ銀行は操作標的としてMCI (Monetary Conditions Index) の概念を導入した。つまり変動相場制のもとでは、金融政策は利子率と為替レートを通じてその影響を及ぼすと考えられるので、MCIの変化は90日もの商業手形の利子率の変化とカナダ・ドルの為替相場の変化の加重平均として定義され、そのウェイトは3:1である。具体的にはMCIが増やされる必要があるときには、公開市場操作或いは政府預金の移動による金融機関の決済残高への調整を通じて行う。そのさいの実際の介入は3ヶ月ものTBに対してであったが、1994年6月よりオーバーナイト・レートにシフトし⁴⁾、これを通じてMCIに影響を及ぼし、イールドカーブ、為替レート、金融状況全般に影響する。さらには長期利子率の変化を通じて住宅、耐久消費財、企業投資さらに為替相場の変化による支出への影響を通じて生産活動に影響を及ぼす。このような支出活動の強さと予想インフレ率が、現実のインフレ率に影響を及ぼす。さらにこのインフレ率が予想インフレ率に影響し、それが又インフレ率に影響を及ぼすと考えられるのである。インフレ・

3) F. S. Mishkin and A. S. Posen [13] p. 55参照

4) G. G. Thiessen [4] p. 44参照

ターゲットを導入した国はどこもインフレを抑え、低い水準に維持するといった点では成功している。しかし世界的に物価の安定した時期でもあり、一層の検討が必要である。カナダにおいて、インフレ・ターゲット採用後のインフレ動向は成功しているといえるが、インフレ・ターゲットを導入した諸国の近年のインフレ動向を見ると次のようである。

近年のインフレ率

インフレ・ターゲットを採用した国	平均 ⁵⁾				
	1950年代	1960年代	1970年代	1980年代	1990-95年
オーストラリア	6.5	2.4	9.8	8.4	3.3
カナダ	2.4	2.5	7.4	6.5	2.7
フィンランド	6.2	5.1	10.4	7.3	2.7
ニュージーランド	5.1	3.3	11.5	11.9	2.7
スペイン	6.2	5.8	14.4	10.3	5.3
スウェーデン	4.5	3.8	8.6	7.9	5.0
イギリス	4.3	3.5	12.7	6.9	4.6
G-3国					
ドイツ	1.1	2.4	4.9	2.9	3.2
日本	2.9	5.3	8.9	2.5	1.6
米国	2.1	2.3	7.1	5.5	3.5

6. おわりに

ニューヨーク連銀から出版される Economic Policy Review の最新刊号 (Aug. 1997) は、インフレ・ターゲットの特集号であった。それ程米国の連銀でも注目されていることを意味しており⁶⁾、インフレ・ターゲットの採用国からその経験を学ぼうとするものであろう。

ここでは簡単に名目 GNP ターゲティングと比較してみよう。何らかの理由での供給ショックにより短期の総供給曲線が AS_0^s から AS_1^s にシフトした場合長期の完全情報水準も AS_0^l から AS_1^l にシフトし、価格水準は $P_0 \rightarrow P_1$ に上昇

5) M. King [10] p. 27

6) 実際、米国では Connie Mark 上院議員によってインフレ・ターゲットの法案が提出されている。

し、生産水準は $y_0 \rightarrow y_1$ に減少する。しかしインフレ・ターゲットのもとでは引締政策がとられ、AD 曲線は AD_1 にシフトする。その結果物価は P_0 に戻り安定するが、生産量は著しく下がり y_2 になる。それに対し名目 GNP ターゲットの場合、目標とされる名目 GNP は $Y=py$ と表され、図 (6-1) にみられるように XX 線として示される。この名目 GNP ターゲットのもとでは、総需要曲線は AS_1^{\dagger} 曲線と XX 曲線の交点を通るように AD_2 曲線にシフトされ、物価は P_2 と上昇するが、生産高は y_3 に落ち着き、インフレ・ターゲットのもと程著しい生産量の縮少をひきおこさないことになり、名目 GNP ターゲットの方がインフレ・ターゲットより理論的には適切であるといえる⁷⁾。

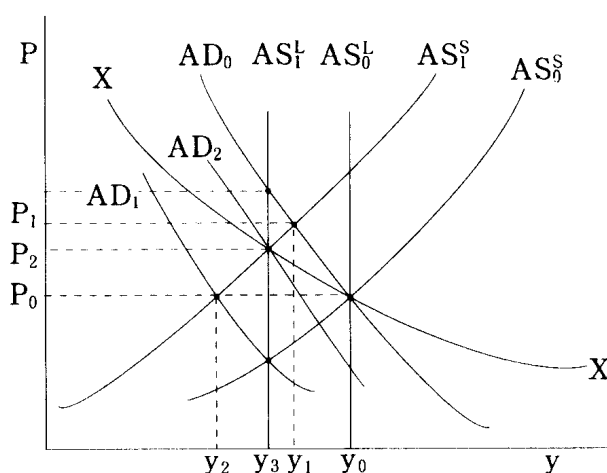


図 (6-1)

しかし現実的には、インフレ・ターゲットの場合データの速報性が高く、正確度も高い。さらに、これは非常に単純明快であり、中央銀行がこれを目標としてアカウンタビリティ、透明性を増していけば、個々の経済単位にとってもより分かり易いものとなろう。他方名目 GNP をターゲットとすると、政治的に歪められるという問題も生じ易い。以上のようにインフレ・ターゲティングは現実的には大きなメリットをもち、世界的な趨勢となりつつある。

しかし一方で最大の難点は、中央銀行にとってその達成は容易ではなく、ラ

7) 今井譲 [15] 参照

グも非常に大きいということ、またマネタリー・ターゲットにおいて貨幣需要の不安定性が問題であったのと同じことが、本稿でも検討されたようにインフレ・ターゲットのもとでは供給ショックの場合に問題があるということである。今後種々の経験を踏まえて、一層の検討が必要とされるであろう。

(筆者は関西学院大学商学部教授)

〈参考文献〉

- [1] J. Ammer, R. T. Freeman, "Inflation Targeting in the 1990s" *International and Finance Discussion Papers* NO.473, Board of Governors of The Federal Reserve System, June 1994.
- [2] F. S. Mishkin, "The Rational Expectations Revolution", *Working Paper*, 5043 NBER. Feb 1995.
- [3] Bank of Canada, *Monetary Policy Report*, May, Nov, 1995. May 1996.
- [4] G. G. Thiessen, "Uncertainty and the Transmission of Monetary Policy in Canada" *Bank of Canada Review*, Summer 1995.
- [5] C. Freedman, "The Role of Monetary Conditions and the Monetary Conditions Index in the Conduct of Policy" *Bank of Canada Review*, Autumn 1995.
- [6] R. T. Freeman and J. L. Willis, "Targeting Inflation in The 1990s: Recent Challenges" *International and Finance Discussion Papers No. 525, Board of Governors of the Federal Reserve System*, Sept 1995.
- [7] T.Noël, "Bank of Canada operation in financial markets" *Bank of Canada Review*, Winter 1995-1996.
- [8] B. M. Friedman, K. N. Kuttner, "A Price Target for U. S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets" *Brookings Papers on Economic Activity*. 1 : 1996.
- [9] B. M. Friedman, "The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines For U. S. Monetary Policy", *Working Paper 5465 NBER*, Feb 1996.
- [10] B. T. McCallum, "Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom and in General. *Working Papers 5579 NBER*, May 1996.
- [11] M. King, "How should Central Banks Reduce Inflation?" *Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City*, Fourth Quarter 1996.
- [12] B. S. Bernanke and F. S. Mishkin. "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *Journal of Economic Perspectives*, Spring 1997.

- [13] W. J. McDonough, "A Framework for the Pursuit of Price Stability" *Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York*, Aug 1997.
- [14] F. S. Mishkin and A. S. Posen. "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries" *Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York*, Aug 1997.
- [15] 今井 讓 「金融政策における中間目標変数について—主として名目GNP 標的について—」 町永昭五編著『金融システム論』御茶の水書房 1974.7。
- [16] 日本銀行 「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」『日銀月報』1994、12。
- [17] コンファランス 「より有効な金融政策を目指して」、日本銀行金融研究所『金融研究』1996.3。
- [18] 白塚 重典 「インフレーション ターゲティング対象物価指標を巡る論点整理」 Discussion Paper 96-J-15 日本銀行金融研究所 1996.10。