

# インフレ・ターゲティングの検討

## —ニュージーランドの教訓を参考にして—

今 井 讓

### I はじめに

金融政策の運営にさいして、ルールか裁量かは古くて新しい問題である。金融政策はかつては長く金本位制のルールのもとに行われた。しかしその崩壊とともに管理通貨制のもとでは、とうぜん政策目標あるいはアンカーなるものが必要となり、ケインズ経済学にもとづいて雇用、物価、為替相場と複数個の目標のもとに金融政策は運営されてきた。

しかし複数個の目標を有する金融政策の運営は政治等の影響を受け易いとされ、またとくに最近ではケインズ経済学の衰退とともに新古典派経済学にもとづいた物価安定の重視のもとで、インフレ・ターゲットつまり単一の目標をアンカーとする金融政策運営方式が世界の潮流となっている。本稿ではこのインフレ・ターゲット方式のもととなる論拠と、この運営方式を世界で最初に採用し、したがってその実績も長いニュージーランドの具体的な運営の仕方について考察していきたい。

### II ケインズ以前の経済学

ケインズ (J. Keynes) によって貨幣理論と実物経済の理論が統合されたが、それ以前の古典派・新古典派経済学では、いわゆる二分法 (dichotomy) といわれる貨幣理論と実物経済学が完全に二分されて分析されるアプローチがとられた。

すなわち貨幣理論では、貨幣量は貨幣数量説にもとづいて物価のみに影響を及ぼし、実物経済には何ら影響を及ぼさないとする貨幣ヴェール観がとられ、他方実物経済の世界では価格メカニズムによって、労働市場では労働需要曲線と供給曲線の交点で完全雇用は自動的に達成される。また資本市場では利子率による貯蓄と投資の均衡が自動的に達成され、それにもとづいて財市場では供給が需要と一致し、「供給はそれ自らの需要をつくる」といういわゆるセイの法則が働くことが想定され、その結果国内経済は個々の経済主体が無限の欲求を追及することにより、最も効率の良い経済成長が達成されると考えられるのである。

また国際経済に関しては、金本位制のもとでは輸出超過は金の流入、流通貨幣量の増加となる。それは貨幣数量説にもとづいて国内物価水準の上昇を導き、固定相場性のもとでは国際競争力低下を招き、輸入を増加させると想定される。また輸入超過国は反対のメカニズムで輸出を増加させると想定され、金本位制と自由貿易体制のもとで、国際経済秩序が自動的に維持されるメカニズムが考えられるのである。

このように古典派・新古典派では、価格メカニズムによって国内的には常に完全雇用が保証され、国際的には一方的に富める国ができたり、破産する国ができたりということがない自然秩序が保証されると考えられている。この新古典派経済学のもとに19世紀後半の資本主義は自由主義を謳歌するが、その様相は今日のグローバリゼーションの状況と相似通ったものがある。

しかしこのような二分法と貨幣数量説にもとづいた古典派・新古典派理論に対し、ヴィクセル (K. Wicksell) の流れとなるいわゆるヴィクセル・コネクションといわれるミュルダール (G. Myrdal), リンダール (E. Lindahl), ミーゼス (L. Mises) などの北欧学派の人たちは貨幣理論と実物経済の二分法に対し批判的に検討を進め、それがケインズによるケインズ革命といわれる貨幣理論と実物経済学の統合に結実するのである<sup>1)</sup>。つまり金本位制の崩壊

---

1) 平井 [15] 参照

とともに管理通貨制に移行し、貨幣量のコントロールが裁量的に可能となる制度的変化がもたらされる。その結果貨幣量の変化は流動性選好説にもとづいて利子率に影響を及ぼし、それが投資に影響を及ぼし、乗数理論にもとづいて実物経済、物価に影響を及ぼしていき、有効需要の原理による新しい貨幣経済学が構築されるのである。

### Ⅲ ケインズ革命と反革命

第二次大戦後、国内的にはケインズ経済学にもとづいて有効需要原理による財政金融政策によって順調な安定的成長が計られ、国際的にはIMFおよびGATT体制による国際貿易の発展が計られ、実際順調に各国とも右肩上がりの経済成長、国際貿易の発展をなしえた。

しかしその結果、政府の規模は過大となり、規制は過度に強化されて競争は制限され、とくに1970年代に入り石油ショックとともに、資源の高騰、労働組合の交渉力の増大により、コストプッシュ・インフレ、スタグフレーションがみられ、経済の効率性の顕著な低下が目立つようになった。このようなケインズ経済学の悪い側面が注目されるなか、フリードマン(M. Friedman)を中心としたシカゴ学派のマネタリストの反革命が経済学界において注目されるようになった。

再びこのようにして新古典派経済学が復活するが、ケインズ経済学と新古典派経済学の対立に関しては、本質的には価格の硬直性にもとづいて経済は不安定であり、政府は民間経済に介入して安定した経済運営を行うべきであるとするケインズ経済学と、経済は価格メカニズムが機能して自動均衡化メカニズムにより本来安定しており、政府が民間経済に介入しない方が効率的な安定した経済運営が行われると考える新古典派経済学の対立とみることができる。

したがってフリードマンは小さな政府を主張し、財政政策はクラウディング・アウト効果により民間投資を締め出し、その効果は相殺されて景気対策としては無効となり、かえって結果として民から官への資源移転をひきおこ

し、非効率性を増し、有害であると考え。また金融政策に関しては、金本位制というルール方式から管理通貨制に移行し、裁量方式のもと通貨供給量の不安定性さらにはそれに伴って実物経済の不安定性が増幅されていると考え、したがってフリードマンは通貨供給量の安定的なルール方式を提唱したのである。

しかし1980年代に入り、インフレの鎮静化、さらに金融の自由化のもと各国における通貨の定義の変更などにより、貨幣需要関数が不安定となり、貨幣量を標的としたルール方式から新たな金融政策の枠組みがもとめられるようになった。

#### IV インフレ・ターゲット方式の理論

1980年代に入ってマネタリー・アグリゲートも標的としての機能を果しえなくなり、それに代わって何をアンカーとするかが大きな問題となるが、1990年代にはインフレ・ターゲットがアンカーとして世界的に利用されるようになった。インフレ・ターゲット採用の論拠としては、貨幣は長期的には実物経済に影響を及ぼさないという貨幣の中立性を前提とする新古典派理論にもとづいており、貨幣は物価のみに影響を及ぼし、実物経済は短期的にのみ価格変化とそれに伴う予想価格の変化のルートを通して影響されると考えられるので、低い安定したインフレ率を達成し、国民のインフレ予想を安定させることが実物経済にとって望ましいものとなる。

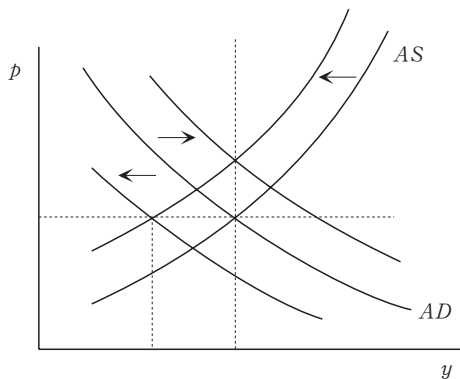
すなわち金融政策の実施から最終目標のインフレまでその影響が及ぶのに長い距離があり、当然金融政策運営上タイムラグが注目され、国民の予想形成に働きかけることが重要なテーマとなる。したがってその学問的基盤としてはケインジアン<sup>1</sup>のIS-LM分析の前提となるバックワードルッキング・モデルから期待形成に重点をおいたフォワードルッキング・モデルに移行することを意味する。そのためには中央銀行は数値で目標を設定したうえ、国民の予想形成を安定させるためにコミットして、その過程で透明性 (transparency)、説明責任 (accountability) を果たして予想に影響を与えることが重要

となる。

そもそもケインズ以前の経済学は、単純化していえば完全雇用を前提とした価格調整の経済学であり、ケインズ経済学は価格を固定した量調整の経済学であり、不完全雇用を前提とした経済学であるといえる。それに対して新古典派経済学ではケインズ以前の経済学と同じく、二分法にもとづいて金融政策が影響力を発揮できるのは長期的には価格のみであると考え、その延長線上にインフレ・ターゲティング方式があるといえる。一方インフレ問題に 대응できない価格固定を前提としたケインズ経済学に対して向けられた批判にポストケインジアンが応じたのが総需要・供給曲線のアプローチである。

つまり総需要曲線 ( $AD$ ) と総供給曲線 ( $AS$ ) の交点で均衡価格・生産水準が決まり、ケインジアンにとってもインフレ問題への対応が可能となるのである。この場合金融政策運営上、需要曲線のシフトによる経済状況の変化に対しては、その対応は容易であるといえる。つまり需要増による需要曲線の右へのシフトに対しては、需要曲線を左にシフトさせる政策を取れば良いし、需要曲線の左へのシフトに対しては需要曲線を右にシフトさせる政策を取れば良いということになる。

(4-1) 図 総需要・供給曲線



問題となるのは、たとえば石油や一次産品をはじめとする原材料価格の高騰や労働組合の要求する名目賃金の上昇によるコストアップによって、 $AS$

曲線の左へのシフトが引き起こされ、インフレと雇用・生産量が減少する場合である。このようなコストプッシュ・インフレに対し、(4-1) 図に示されるように、厳格に価格安定にこだわればさらに  $AD$  曲線を左にシフトさせてインフレを阻止する必要があるが、より一層雇用・生産高の減少をひきおこす。雇用の安定に重点をおけば  $AD$  曲線を右にシフトさせて、より一層のインフレを覚悟しなければならない。金融政策の目標を物価におくか、雇用におくかその政策対応は難しく、インフレ・ターゲット方式運営のときの難しさもそこにある。このコストプッシュ・インフレの場合、狭義の硬直的なインフレ・ターゲット方式をとれば、あまりにも実物経済への犠牲が大きく、実物経済の変動幅を過大にする傾向にある。広義の弾力的なインフレ・ターゲット方式では、供給ショックに対しては一時的にショックを追認してそれを無視し、長期的な影響を重視するということになる。

それにしても新古典派理論ではそもそも価格メカニズムが十分に機能すれば、ショックがあってもすぐに完全雇用に収斂するはずであるのに、現実の実物経済の変動が何故生じるかということに関しては、フリードマンらの説明によると、インフレが生じた場合短期的には労働供給曲線が貨幣錯覚（マネーイリュウジョン）によって右にシフトして雇用・生産高が拡大する。またデフレの場合は反対のことが生じ、いずれにしても時間の経過とともにインフレの期待値と現実値が一致すれば、貨幣錯覚は無くなり、元の雇用・生産量に戻る。したがって短期的には価格変化による貨幣錯覚により雇用・生産量の変動が生じ、長期的には貨幣錯覚は消え、貨幣の中立性が維持され、二分法の世界に戻ってしまうのである。

ケインジアンインフレ理論であるフィリップス曲線はこのような発想で、新古典派的には単純に表現すれば、次のように示される。

$$\pi_t = \pi_t^e + \alpha(u_t + u^*)$$

$\pi$  : インフレ率     $u$  : 失業率    添字  $e$  : 予想値     $u^*$  : 自然失業率

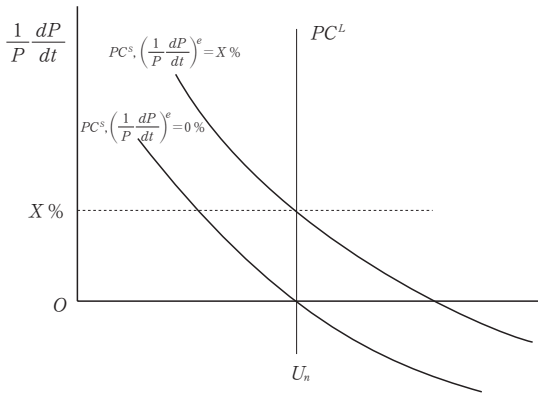
この式は、現実のインフレ率は予想インフレ率と失業率あるいはデフレギャップに依存していることを示し、この式の下では  $\pi_t = \pi_t^e$  のとき  $u_t = u^*$  とな

り、インフレ現実値と予想値が一致したとき、自然失業率となることを意味する。

これはさらにフリードマンによってケインジアンモデルのフィリップス曲線がインフレ予想を組み込んだフィリップス曲線に修正される。

ここでは短期フィリップス曲線 ( $PC^S$ ) はケインズ理論と同じく右下がりであり、この曲線に沿ってインフレ率が上昇すると失業率が減少し、インフレ率と失業率のトレードオフ関係が認められる。しかしたとえインフレ率  $X\%$  が継続的に続けば、予想インフレ率も  $X\%$  となり、短期フィリップス曲線も右にシフトし、予想インフレ率  $X\%$  のフィリップス曲線が描かれる。

(4-2) 図 インフレ予想が組み込まれたフィリップス曲線



その結果  $X\%$  のインフレ率のもとでも元の自然失業率に戻ってしまい、このように短期フィリップス曲線は予想が現実のインフレ率に応じていくにしたがってシフトしていき、長期フィリップス曲線 ( $PC^L$ ) はインフレ率が高かろうが低かろうが同じ自然失業率となり、垂直線となる。

このように考えると、マクロ経済学のモデルは長期的には自然失業率を前提とし、短期的にこれからの乖離は価格の変動による予想値と現実値の差異により生じると考えられ、金融政策の短期的な変動過程のポイントは価格の変動とその予想形成となり、金融政策はできるだけ価格の安定を目指し、現

実値と予想値の差異をおこさないことが、実物経済の安定性に通じることになる。

コストプッシュ・インフレのときには、短期的には短期フィリップス曲線にそってインフレ率の変動を容認して雇用を安定させるように政策運営を行うが、中・長期的には予想が変化して短期フィリップス曲線が予想の変化に応じて右にシフトしないようにすれば良いわけで、予想形成が非常に重要なポイントとなる。

したがって予想形成に影響を及ぼす時間的不整合 (time inconsistency) あるいは動学的不整合 (dynamic inconsistency) を取り除き、裁量的政策 (discretionary policy) より公約的政策 (commitment policy) あるいはルール政策 (rule-based policy) が重要となり、それは日本でとられた「時間軸」という考え方にもみられ、将来予想を安定させるためにインフレ・ターゲット方式が優れているとされるのである。

その際中央銀行当局は独立性を保ち、中・長期的にはインフレ・ターゲットを設けてインフレを安定させる決意を示して、短期的にはインフレ率を容認して雇用の安定を計るが、中・長期的にはインフレ予想の変化による短期フィリップス曲線のシフトをもたらしさないようにして、持続的な経済成長を達成するために、説明責任を果たし、透明性を高め、国民の信任をうることが、インフレ・ターゲティングの重要な要件となる。

また予想が現実値に即時に調整するとした場合、それでも生じる景気変動は理論的には実物要因で景気変動する均衡景気循環論 (equilibrium business cycle theory) または実物景気循環理論 (real business cycle theory) に発展し、景気循環は生産性の変化など実物世界のみで説明され、最近の理論的發展はふたたび短期的にも長期的にも完全な二分法の世界に入り込んでしまったことになる。

## V ニュージーランドにおけるインフレ・ターゲット方式の導入

ニュージーランドは世界で最初にインフレ・ターゲットを導入した国であ



る。この国はかつては世界で有数の豊かな福祉国家であったが、英国が1973年 EC に加盟して英国への輸出特惠を失ったこともあり、徐々にその経済力が弱体化していった。それにもかかわらず大きな政府、がんじがらめに規制されたまま福祉国家の悪い側面を過度に持ち続けたといえる。

1984年労働党政権の誕生とともにニュージーランド・ドルの通貨危機に際し、いわゆるロジャーノミクス (Rogernomics) といわれる構造改革がおこなわれるが、これは世界でもっとも模範となる新古典派経済学にもとづいた抜本的な構造改革といえるものであり、この年をさかいに一気に自由化・民営化に向けて構造改革に突き進んだ。そしてその一貫として金融市場の思い切った自由化、金融政策の改革すなわちインフレ・ターゲティング方式が導入されたのである。

まずこのときの構造改革について簡潔に述べると、次のようになる<sup>2)</sup>。

- 1) まず1984年の金融市場、産業全般、労働市場、農業部門、貿易部門における規制緩和・撤廃の始まり。
- 2) 1985年の変動相場制への移行
- 3) 1986年の税制改革
- 4) 1989年の国・地方自治体の行政改革・教育改革  
(小中高校運営に関する規制緩和、権限委譲)
- 5) 1989年のインフレ・ターゲティングを導入した金融政策の改革
- 6) 1991年の社会保障改革 (社会保障給付額の引下げ)  
労働市場改革 (労組強制加入規定の非合法化、個人雇用契約の促進など)
- 7) 1992年の大学改革 (授業料の有料化など)
- 8) 1993年の医療改革 (公立病院のクラウンエンティティ化など)
- 9) 1994年の財政責任法による均衡財政責任の確立

などと徹底的な構造改革が行われた。その構成は実物面の改革である規制緩

---

2) 今井 [18] 175頁

和・民営化、小さい政府を目指したものと、一方金融面の改革である金融市場の自由化と物価の安定化をもたらすインフレ・ターゲティングの導入とからなる。今でこそ先進国のほとんどの国がインフレ・ターゲティングを採用しているが、ニュージーランドが世界で最初の採用国である<sup>3)</sup>。つまり1989年に the Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) Act が制定され、1990年2月1日に実施され、それにもとづいて価格安定を唯一の目標とすることが定められている。これは大蔵大臣 (Treasurer) と RBNZ の総裁が契約を結ぶもので、最初の PTA (Policy Target Agreement) なるものが1990年3月に署名されている。それは1992年12月終わりまでにインフレを0-2%にするというものである。

金融政策運営上の数値目標としてはCPIを掲げるが、実質的な運営上の標的としては生鮮食品価格、エネルギー価格、間接税などが除かれたコア・インフレーション (Core Inflation あるいは Underlying Inflation) に一層注意を払っている<sup>4)</sup>。

そして運営される政策の透明性、説明責任という観点からは『金融政策ステートメント』 (Monetary Policy Statement) が年2回、『年次報告書』 (Annual Report)、『ニュージーランド準備銀行ブレティン』 (the Reserve Bank of New Zealand Bulletin) また『インフレーション報告書』 (Inflation Report) などが発刊されている。

また政策遂行の責任者は総裁1人だけであり、RBNZの金融政策の評価を依頼されたスヴェンソン (L. Svensson) は五人の委員会による政策決定をするように変更することを提唱したが、財務省の多くの人も変えることに反対して、今も総裁一人で政策決定することになっている<sup>5)</sup>。ただし総裁の仕事ぶりをモニタリングして大蔵大臣に定期的に報告し、総裁の辞任も進言でき

---

3) インフレ・ターゲットを採用した国は1990年ニュージーランド、1991年カナダ、1992年イギリス、1993年スウェーデン、オーストラリア、2001年アイスランド、ノルウェーなどが挙げられ、新興国を含むと20カ国を超える。

4) Bernanke [3] p. 93

5) Brash [6] p. 9

る委員会を有している。

1990年に署名されたPTAの初回は1992年12月終わりまでにインフレを0－2％にするというものであり、2002年9月に署名されたPTAからは中期的に（medium term）平均1－3％にコントロールすることを要求している。これは大きな変更で短期的には1－3％を超えてもよいことを意味しており、弾力的な運営が期待されていることが分かる<sup>6)</sup>。

つまりサプライショックがあった場合、どれだけ政策的にインフレ抑制に敏感に反応するかということであり、インフレの安定化だけでなく雇用・生産量の安定化にもウェイトをおき、弾力的なインフレ・ターゲティングが望まれていることが分かる。すなわち「キーとなる政策判断はサプライサイド・ショックがどれ位短期的期待に影響を及ぼすかに依存する」と元総裁ブラッシュは指摘しており<sup>7)</sup>、予想が組み込まれた短期フィリップス曲線がシフトしない限りにおいて、雇用に重点が置かれることを意味する。

これはインフレ率の安定に重点をおけば、生産・雇用量の振幅が大きくなって、(5-1) 図<sup>8)</sup>においてC点の位置になるであろうし、逆に生産・雇用量に重点をおけばインフレ率の振幅が大きくなってA点のあたりに位置すると考えられる。

とくにニュージーランドのような小国が金融政策を行う場合、為替レートの物価への影響が大きいことが特色としてあげられる。これは金融政策の波

6) PTAの変遷は次のようである。

1990. 3. 1992年12月に毎年インフレ率0－2％

1990. 12. 1993年12月に延長

1992. 12. 12か月で0－2％

1996. 12. ターゲットの幅を12か月で0－3％に拡大

1999. 12. 不必要な生産高、利率率、為替レートの変動を避けるように、4項(c)が含まれる。

2002. 9. CPIの毎年0－3％のインフレ率から中期的に平均1－3％に修正

2007. 3. 中期的に1－3％

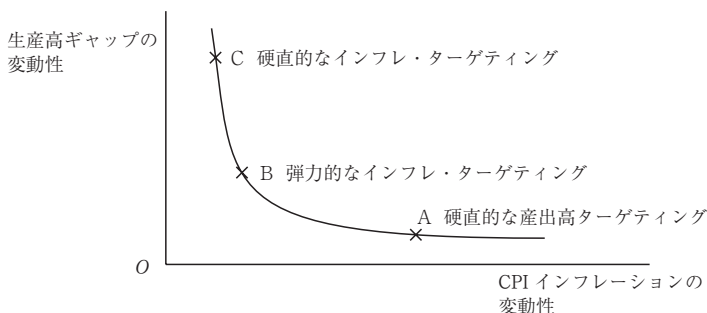
2008. 12. 中期的に1－3％

[I]を参照

7) Bollard [9] p. 9

8) Bollard [9] p. 9

(5-1) 図 インフレと産出高ギャップのトレード・オフ



及メカニズムの問題であり、この国の波及メカニズムはつぎのように示される<sup>9)</sup>。

この波及メカニズムの起点は、OCR (Official Cash Rate) といわれる政策金利で、1998年以来導入されたものである。これはそれまでインフレをコントロールするために1997年6月に導入された実効為替レートと短期金利（3か月もの）のそれぞれの比率を1：2の割合で加重平均されたMCI (Monetary Condition Index) に代わって導入されたもので、年8回見直されることになっている<sup>10)</sup>。

すなわち商業銀行は決済用の口座を有する準備銀行から、その預金に対しOCRより0.25%低い金利を受け取り、他方準備銀行から資金供給をうける場合（買いオペ）、OCRより0.25%高い金利を支払うのである<sup>11)</sup>。このOCRの決定にさいしては、総裁に助言を与える委員会（Official Cash Rate Advisory Group OCRAG）が設置されており、このOCRの導入に関しては透明性を高め、振幅を小さくし、政策の有効性を高めたと評価されている<sup>12)</sup>。

インフレ・ターゲット自体本来最終目標であり、インフレは金融政策運営の結果である。現在行われている政策の結果がでる迄のタイムラグは大きく、

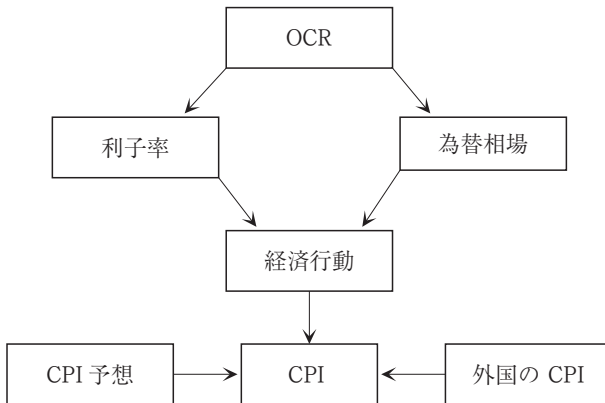
9) RBNZ [10] p.16

10) Bernanke [3] p. 98

11) Frazer [8] p. 5

12) Sethi [12] 参照

(5-2) 図 ニュージーランドにおける金融政策の波及効果



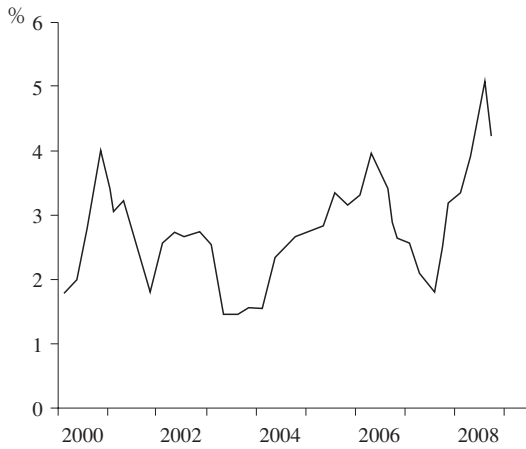
不安定である。したがってこれをルールとすることは不可能で、正確にいえば金融政策運営のターゲットというより、大きな枠組みであるといえる。政策の起点として OCR を操作して利率全体に影響を及ぼし、さらには外国為替レートに影響を及ぼす。さらに自国のインフレ予想、外国のインフレ状況が影響して最終的に CPI に反映されることになる。したがって為替レートの影響は第 1 次効果 (first round effect) は無視し、間接効果としてそれが国内経済に波及することを勘案して、さらに国民のインフレ予想形成に働きかけて、最終的にインフレ目標を達成しなければならない。

このようにして 1990 年以降インフレ・ターゲット方式が採用されてきたが、その後のインフレ率、経済成長率また OCR の変化は (5-3)、(5-4)、(5-5) 図のように示される。

以上のデータを見る限り、インフレ・ターゲット採用後ニュージーランド経済はそれ以前より、インフレ率の振幅は減少し、実物経済状況もずっと評価されるものである<sup>13)</sup>。ただこの時期は世界的にインフレも落ち着き、実物経済状況も比較的順調で、それらの要因も大きく寄与していると思われる。

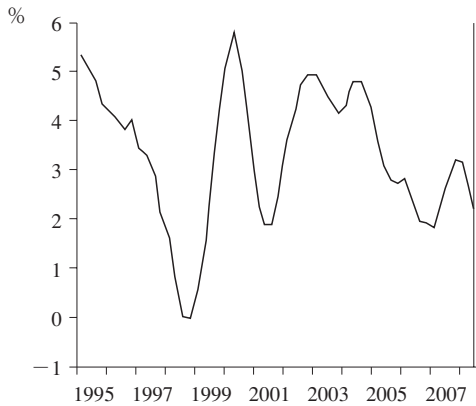
13) 元総裁 Brash も講演でニュージーランドのインフレ・ターゲティング導入後 14 年間の振り返って評価している。Brash [6] 参照

(5-3) 図 CPI インフレーション



(出所) Statistics New Zealand

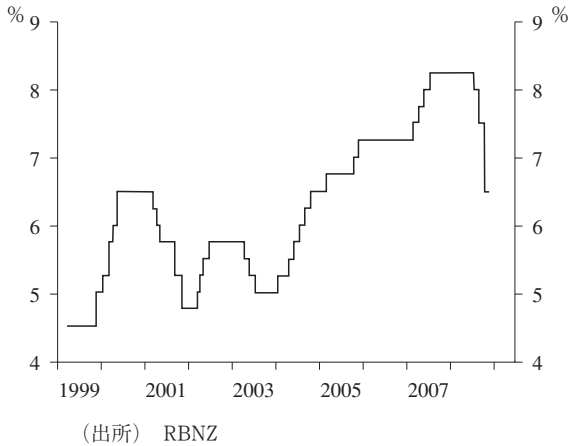
(5-4) 図 GDP 成長率



(出所) Statistics New Zealand

またマクロ的な指標が良くなっているが、他方各国の国内では格差社会をひきおこし、内需が衰退し、外需依存、特に米国、中国依存の経済構造を作り出し、世界的に不安定な経済構造になってしまったことは否めない。

(5-5) 図 OCR の変化



## VI 終わりに

以上、本稿前半では経済学は古典派・新古典派の二分法がとられ、金融の世界では貨幣数量説にもとづき、貨幣量の変化は物価のみに影響を及ぼすものと見られていたことが示された。しかしケインズ革命により実物経済と貨幣が統合された貨幣経済学が確立され、第二次大戦後ケインズ経済学の有効需要原理にもとづいた財政・金融政策のポリシーミックスが世界で支配的となり、貨幣数量説は姿を消したかのように見えた。

しかしフリードマンの出現とともに貨幣数量説が復活し、再び二分法の世界に戻っていく。とくに1980年代に入り、レーガン、サッチャー政権の出現とともにその流れは顕著となり、世界は新古典派経済学にもとづいて小さい政府、規制緩和の構造改革が進められた。ここでは財政政策の無効性が主張され、実物経済の世界では規制緩和による価格の伸縮性・競争の促進を進め、金融の世界では経済行動の基準となる物価の安定が最重要課題となり、インフレ・ターゲティングが世界の潮流となるのである。新古典派経済学では価格調整による自然失業率への自動的均衡メカニズムを前提とし、短期的には

貨幣錯覚による価格予想の重要性が強調され、中央銀行による透明性や説明責任の重要性が強調されるのである。

ターゲットであるインフレ自体金融政策の結果であり、インフレが安定することは経済が安定していることを意味し、これを最終目標として金融政策のアンカーとして掲げることは何も問題はない。つまり物価を安定させれば実物経済が安定するというよりも、実物経済を安定させれば結果として物価が安定するのであり、インフレ・ターゲットを金融政策運営の枠組みのなかでのアンカーと考えるべきであろう。しかし金融政策自体有効性の非対称性を持っており、インフレを抑えるのには有効であるが、不況には無効であるとされる。またストック経済といわれる今日の経済において、CPIの安定をめざす金融政策で資産価格の変動をどう考慮していくかということも大きな問題である。

いずれにしてもニュージーランドのインフレ・ターゲティングに見られるように、時間の経過とともに弾力的なインフレ・ターゲティングに重点を移してきており、長期的にはインフレの安定のみを目標とするが、短期的にはインフレのみを標的とするのではなく、雇用・生産量の実態経済も配慮しつつ金融政策運営を行うという金融政策運営の枠組みを作るという方向に重点を移している。

今日世界金融危機にさいして需要ショックがおきており、インフレ・ターゲティング方式の運営にさいしても、これに対してはデフレが起きないように全力を投入して需要曲線を右にシフトさせる必要があり、しかし金融政策による不況脱出には限界があり、新古典派のシナリオにはなかったケインジアン的な発想の財政政策が強力に進められているのも注目されるところである。つまり金融政策だけでデフレを阻止することは難しく、財政政策で需要を補完して実体経済を安定させることにより、インフレ・ターゲットは達成されることになるということであろう。

(筆者は関西学院大学商学部教授)



## 参考文献

- [ 1 ] Policy Targets Agreement” (1990, 1992, 1996, 1997, 1999, 2002, 2007, 2008)  
<http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/0073109/html>
- [ 2 ] Brash Donald T. (1998) “Inflation Targeting in New Zealand: experience and practice”  
an address at Stockholm
- [ 3 ] Bernanke Ben S., Laubach Thomas, Mishkin Frederic S., Posen Adam S. (1999) *Inflation Targeting, Princeton Univ. Press*
- [ 4 ] Sherwin Marray (1999) “Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience”, *RBNZ Bulletin* vol 62 no 2
- [ 5 ] Archer David J. (2000) “Inflation Targeting in New Zealand”, A presentation at The International Monetary Fund
- [ 6 ] Brash Donald T. (2002) Inflation targeting 14 years on”, *RBNZ Bulletin* vol 65 no. 1
- [ 7 ] RBNZ (2002) “The Taylor rule and its relevance to New Zealand monetary policy”  
*RBNZ Bulletin* vol 65 no. 1
- [ 8 ] Frazer Jan (2004) “Liquidity management in the New Zealand banking system” *RBNZ Bulletin* vol 67 no. 4
- [ 9 ] *Bollard Allan and Karagedikli* (2006) “Inflation Targeting: The New Zealand Experience and some Lessons”, Speech  
<http://www.govt.nz/speeches/2361827.html>
- [10] Reserve Bank of New Zealand (2007), *Explaining New Zealand’s Monetary Policy*
- [11] Reserve Bank of New Zealand (2008) *Monetary Policy Statement*
- [12] *Sethi Rishab* (2008) “The changing transmission mechanism of N. Z. monetary policy”,  
*RBNZ Bulletin* vol 71 no. 2
- [13] Treasury (2008) *New Zealand Economic and Financial Overview 2008*  
<http://www.treasury.govt.nz/economy/overview/2008/00.html>
- [14] 平井俊顕 (2003) 『ケインズの理論』 東京大学出版社
- [15] 今井 譲 (1984) 『マネタリズムの政策と理論』 東洋経済新報社
- [16] 伊藤隆敏 林伴子 (2006) 『インフレ目標と金融政策』 東洋経済新報社
- [17] ARC レポート (2007) 『ニュージーランド』 世界経済情報サービス(ワイス)
- [18] 今井 譲 (2007) 「ニュージーランドの構造改革と金融システム」 今井譲編著『福祉国家の金融システム改革』 中央経済社
- [19] 加藤 涼 (2007) 『マクロ経済学講義』 東洋経済新報社