

2000年9月26日
日本銀行企画室

米国連邦準備制度および欧州中央銀行の 「物価の安定」についての考え方¹

[はじめに]

「物価の安定」を確保し、金融政策の透明性を高めていくことは、現在では多くの国において、中央銀行の重要な課題となっている。こうした課題の達成に向け、各国の中央銀行は、それぞれの国の経済的状况や歴史、制度などを反映した、さまざまな工夫を行っている²。

こうした中で、近年みられる特徴的な動きとしては、90年代入り後、いくつかの中央銀行が、インフレ・ターゲティングを採用していることが挙げられる³。しかし、こうした動きは、経済規模の大きな国や大きな通貨エリアに広がっているわけではない（図表1）。例えば、米国の連邦準備制度⁴（Federal Reserve System、以下「FRS」と略）や、欧州中央銀行⁵（European Central Bank、以下「ECB」と略）は、いずれも

¹ 本稿は、各国中央銀行の公表した資料やスタッフ、エコノミストの発表した論文に基づいて、日本銀行企画室が取りまとめたものである。

² 具体的には、いわゆるインフレ・ターゲティングや、マネーサプライや為替レートのターゲティング、あるいは、政策を決定する会合の議事要旨の公表や、経済や物価の情勢についての判断を示す等、各国により、さまざまな違いがみられる。

³ インフレ・ターゲティングとは、インフレ率にある程度長い目でみた数値目標を設定し、その達成を目的として金融政策を運営するとともに、インフレ目標値と関連付けた形で政策の透明性を確保するという政策運営の枠組みと理解することができる。なお、日本銀行企画室〔2000〕参照。

⁴ FRSは、ワシントンDCにある連邦準備制度理事会（FRB）と、全米各地にある12の連邦準備銀行（地区連銀）によって構成されている。

⁵ なお、欧州共同体設立条約上は、ECBおよびEU加盟国の中央銀行を包括する「欧州中央銀行制度」（European System of Central Banks、ESCB）という語が用いられている。

インフレ・ターゲティングは採用していない⁶。また、E C B 発足前の欧州諸国の中央銀行の多く（ドイツのブンデスバンク < Deutsche Bundesbank > やフランス銀行、イタリア銀行等）も、インフレ・ターゲティングは採用していなかった。

そこで本稿では、代表的な中央銀行として F R S、E C B（および、E C B 設立前のブンデスバンク）を取り上げ、これらの中央銀行が金融政策を運営していくうえで、「物価の安定」をどのように定義し、どう位置付けているのかなどを紹介する。

以下、 . で全体の要旨を述べた後、 . でこれらの中央銀行の事例を、個別に紹介する。

. 要 旨（図表 2 参照）

金融政策の目的について、まず法律上の規定をみると、E C B やブンデスバンクは、「物価の安定」（ないし「通貨価値の安定」）を第一義的な目的としている。一方、F R S は、法律上は「物価の安

⁶ インフレ・ターゲティングも、インフレ率の実績値に対して機械的に政策対応を行うものではないため、「インフレ・ターゲティングを採用しているかどうか」の区別は、必ずしも絶対的なものではない。ただ、F R S や日本銀行は、インフレ率の目標値自体を示していないことから、インフレ・ターゲティングを採用していない中央銀行に区分することができる。

また、E C B については、後述のように「物価の安定」の定義を数値で示していることから、「インフレ・ターゲティングをほのめかしている」(Gramlich [2000]) といった見方もある。しかし、E C B 自身は、「単一の指標や中間目標への依拠は、さまざまな状況の中で適切な対応を促すことにつながらない」、「特定のターゲットからの乖離や特定の指標の動きに応じて、機械的に政策対応するといったことを避ける」(European Central Bank [1999]) と述べているほか、同行のイッシング理事も、「E C B 理事会は、伝統的なマネタリー・ターゲティングでも直接的なインフレ・ターゲティングでも、両者の単純な組み合わせでもない、新たに仕立てた金融政策の戦略を採用した」(Issing [1999]) と述べている。

定」とともに「最大の雇用」も政策目的に掲げられている。

次に、金融政策運営の実際をみると、いずれの中央銀行も、金融政策は、まずは中長期的な「物価の安定」を目指すべきであり、経済成長や雇用の創出はこうした政策運営を通じてもたらされるといった考え方に基づいて、金融政策を運営している。その意味で、現実の金融政策運営上は、「物価の安定」の位置付けに関し、各中央銀行の間に大きな違いはないようにみられる。

「物価の安定」の意義としては、いずれの中央銀行もほぼ共通して、(i)価格のシグナルがより明確になり、これを通じて効率的な資源配分がもたらされる、(ii)物価の変動に由来する先行きについての不確実性が減少することを通じ、経済主体の合理的な意思決定がより容易となる、(iii) これらを通じて健全な経済発展の基盤を形成する、といった点を挙げている⁷。

「物価の安定」の定義・基準について、F R Sは特定の数値によって示すことはしておらず、議長の講演などを通じて、「経済主体が将来の一般物価水準の変動を気にかけなくてもよい状態」といった定性的な考え方を述べている。一方、E C Bは、「物価の安定」について、「ユーロエリア全体の消費者物価指数の上昇率が中期的に前年比2%を下回る」という、数値による基準を示している。

物価見通しの公表について、F R Sは、連邦公開市場委員会⁸(以

⁷ これらに加えて、E C Bや Bundesbankは、「物価の安定」の意義として、「社会的安定の維持」、「公平性の確保」といった点も挙げている (European Central Bank [1999] 等)。

⁸ Federal Open Market Committee。これは、F R Sの金融調節方針を決定する委員会であり、連邦準備制度理事会 (F R B) の理事 (Governors) および全米各地にある連邦準備銀行 (地区連銀) の総裁 (Presidents) により構成され、通常年8回開催される。このうち議決権を持つのは、F R B理事 (7名)、ニューヨーク連銀総裁、その

下、「FOMC」と略)に参加する連邦準備制度理事会(以下、「FRB」と略)の理事および連邦準備銀行(以下、「地区連銀」と略)の総裁が各自提出するインフレ率見通しを、「レンジ」等の形で年2回公表している。

一方、ECBは現時点では物価見通しを公表していないが、2000年中に何らかの形で見通しを公表する方針を明らかにしている。ただ、ECBは同時に、物価見通しについて、(i)不確実性を伴うこと、(ii)前提条件に大きく左右されるものであり、また、前提条件が変われば陳腐化しうること、(iii)政策決定過程における意味も限られていること、を指摘している。

以上をまとめると、「物価の安定」が効率的な資源配分の実現や不確実性の低下を通じて経済発展の基盤となるものであり、こうした「物価の安定」を目指して金融政策を運営していくことが、中長期的には経済の発展や雇用の創出に最も寄与することになるといった認識は、これらの中央銀行の間で概ね共有されている。一方で、「物価の安定」の定義の仕方や、「物価の安定」を実現していくための具体的な金融政策運営の方法については、それぞれの中央銀行の置かれた経済的状况や歴史、制度の違いを反映し、さまざまな相違もみられる。

他の地区連銀総裁(11名)のうち輪番で選ばれる4名、の合計12名であるが、議決権を持たない地区連銀総裁7名も、FOMCには出席し意見を述べる。詳細については、Board of Governors of the Federal Reserve System [1994] 参照。

．各国の事例

1 ．米国連邦準備制度（Federal Reserve System、F R S ）

1 - 1 ．金融政策上の「物価の安定」の位置付け

F R S の金融政策の目標は、連邦準備法（Federal Reserve Act ）により、「物価の安定」、「最大の雇用」および「穏やか（moderate）な長期金利」と規定されている⁹。

ただ、F R S は、自ら刊行している F R S に関する解説書（Purpose & Functions）の冒頭で、「F R S は、完全雇用と物価の安定を目指し、通貨や信用の状況に影響を与えることにより、国の金融政策を遂行する」と記している。さらに同書は、「中央銀行はまずは物価の安定を目指すべきであると、多くのアナリストは信じている」、「物価の安定は最大の持続的な産出や雇用、および穏やかな長期金利の条件となる。こうした状況のもとでは、財やサービスの価格がインフレによって歪められることがなく、したがって、資源の効率的な配分のためのより明確なシグナルとして機能するからである」と述べている¹⁰。

このように F R S は、金融政策は、まずは「物価の安定」を目指して運営されるべきであり、他の政策目的である「最大の雇用」や「穏やかな長期金利」は、こうした政策運営を通じて、最も効果的に

⁹ 1913 年連邦準備法 Section 2 A による。

なお、法律上、F R S の金融政策に、「物価の安定」に加え、雇用という目標も与えられていることについては、金融政策を短期的な視野に影響されやすくするものとの見方もある（例えば、Akhtar & Howe [1991]）。こうした問題意識に立って、F R S の金融政策の目標を「物価の安定」のみに限定しようという法案も、これまで議会に何度か提出されている（例えば、1995 年 9 月に Connie Mack 上院議員によって提出された“The Economic Growth and Price Stability Act”）。

¹⁰ Board of Governors of the Federal Reserve System [1994]

実現される、という考え方を示している¹¹。

1 - 2 . 「物価の安定」の定義

F R Sは、「物価の安定」の定義について、議長講演などを通じ、「経済主体が意思決定を行うに当たり、将来の一般物価水準の変動を気にかけなくてもよい状態¹²」という表現で、定性的な考え方を示している。

しかし、F R Sは「物価の安定」という状態を具体的なインフレ率の数値で示すことはしていない。その背景としては、「一般物価水準」という概念の定義やその把握は必ずしも容易ではないこと¹³、物価を計測する手法は、社会や技術の変化・進歩に常に遅れる可能性があること¹⁴、資産価格などの取り扱いも難しいこと¹⁵、などを指摘している。

¹¹ 同様の考え方は、多くのF R S幹部の発言などによっても示されている。例えばMcDonough [1997] や Meyer [1999] 参照。

¹² 英語の原文は、以下の通りである。

“Price stability obtains when economic agents no longer take account of the prospective change in the general price level in their economic decision-making”(Greenspan [1996])

なお、ニューヨーク連銀のマクドノー総裁も、長期的な物価の安定の定義として「家計や企業の意味決定にとってインフレが考慮の対象とならない状況(“I would define price stability as being reached when inflation is not a consideration in household and business decisions”）」という考え方を示している (McDonough [1997])

¹³ 「我々の目的である『物価の安定』が達成されているのかどうか、どのように把握すればよいのだろうか。個々の物価の計測と、これらを全て足し合わせて総合的な物価水準の指標にしていくことは、また別の問題である。『一般物価水準』やその変動といった概念が、曖昧でない形で定義されたことは一度もない。」(Greenspan [1998])

¹⁴ 「『物価』という単純な概念も、実はたいへん難しい。例えば、ソフトウェアや医療サービスの価格を、どう考えるべきであろうか。今後とも、価格の計測が難しい産出物はますます増えていくことが予想される。こうした中で我々は、将来の物価動向をどのように捉えればよいのだろうか。」(Greenspan [1997])

¹⁵ 「インフレの基本的な物差しである財・サービスの価格はもちろん重要だ。では、資産価格のような、将来の財・サービスへの請求権はどうだろうか。近年の日本の経験は、この問題の難しさを物語っている。1980年代後半の日本では、財・サービスの価格は安定していたが、資産価格の高騰が資源配分を歪め、結局はマクロ経済のバ

1 - 3 . 物価見通しの取り扱い

1 - 3 - 1 . 物価見通し公表の制度的枠組み

(1) 物価見通しの公表に至る経緯

F R S は、「1978 年完全雇用・均衡成長法¹⁶ (通称「ハンフリー・ホーキンス法」、以下でもこの名称で記す)」によって、(イ)経済動向等に関する見解と分析、(ロ)マネーサプライの目標値、さらには、(ハ)この目標値と政府経済見通しなどとの関係について、年 2 回 (通常 2 月および 7 月に) 提出する、通称「ハンフリー・ホーキンス報告書」 (Monetary Policy Report to the Congress) の中で示すことを義務付けられた¹⁷。

このうち、マネーサプライ目標値の公表義務について F R S は、79 年 2 月以降、F O M C で決定した先行きのマネーサプライ伸び率のレ

フォーマンスを損なうことになった。」 (Greenspan [1997])

¹⁶ The Full Employment and Balanced Growth Act of 1978.

同法は、1946 年雇用法 (Employment Act of 1946) の改正法として、1978 年 8 月に制定された。1946 年雇用法は、第 2 次大戦直後、国防費の削減や軍人の除隊により、大恐慌時のような失業問題の再燃が強く懸念されていた中で、議会が政府に対し、「最大の雇用、生産、購買力の達成」を政策目標として課すことを目的に制定された。1978 年完全雇用・均衡成長法は、1946 年雇用法の定める政策目標に「合理的な物価の安定」を加え、F R S に半年に 1 度、議会に宛てた報告書の提出を求めるなどの変更を加えたものである。

¹⁷ 具体的な法律の内容は、以下の通りとなっている。

「連邦準備制度理事会は、議会に対して年 2 回 (2 月 20 日および 7 月 20 日以前) 次の内容を含む報告書を提出しなければならない。

(a) 最近の米国経済動向、およびドル相場の影響に関する見解と分析。

(b) 当該年の通貨・信用総量の増減率に関する連邦準備制度理事会および連邦公開市場委員会の目標 (objectives) および計画値 (plans) 。なお、年央の報告書では、翌年の目標値および計画値も公表する。

(c) 上記の目標値と、最新の大統領経済白書で示された政府の短期的目標 (goals) 、およびその他議会で承認されたあらゆる短期的な目標値との関係。」

レンジを、ハンフリー・ホーキンス報告書の中で公表することにより、その義務を果たしてきた。

この間、「マネーサプライ目標値と政府経済見通しなどとの関係について示す」という法的義務について、FRSは、ハンフリー・ホーキンス法施行直後の79年2月のハンフリー・ホーキンス報告書では、政府見通しについてのコメントを述べることを通じて、この要請に添えていた。

しかし、続く79年7月のハンフリー・ホーキンス報告書以降、FRSは、インフレ率、成長率（名目・実質GDP前年比）および失業率について、FOMCに参加するFRBの理事、および、12の地区連銀の総裁がそれぞれ提出する見通しの「レンジ」や「中心的傾向（Central Tendency）¹⁸」を、自ら公表するようになった。

（2）最近の動き

なお、2000年以降、公的機関の報告義務の軽減を定めた、いわゆる「サンセット法¹⁹」により、FRSのハンフリー・ホーキンス報告書の提出義務やマネーサプライ目標値の公表義務は、その効力を失った²⁰。

こうした中でFRSは、実体経済との関係が不安定化しているマネーサプライについては数値の公表を取り止める一方、議会への報告

¹⁸ 中心的傾向（Central Tendency）とは、提出された見通しのうち最大値と最小値を除いたもののレンジである（Meyer [1998b] 参照）。

¹⁹ “Federal Reports Elimination and Sunset Act of 1995”。同法は、連邦政府や連邦関係機関の事務負担を軽減し、コストを削減する観点から、連邦政府や連邦関係機関の報告書の作成・提出義務を免除することなどを規定したものである。

²⁰ もっとも、FRSの議会に向けた報告書の提出義務について、これを継続する方向での議案も検討されている。

書の提出については、従来同様のスケジュールで 2000 年入り後も継続しており²¹、この報告書の中で、インフレ率などの見通しの「レンジ」や「中心的傾向」についても、従来通り公表を続けている。

1 - 3 - 2 . 物価見通しの概要

(1) 見通しの対象

現在、F R S の物価見通しの対象は、「個人消費支出チェーン型物価指数 (P C E chain-type price index)」の前年比である。これは、米国商務省が C P I などに基づいて作成する、個人消費支出デフレーターに近い指数である²²。

(2) 見通しの期間

見通しの期間については、2月のハンフリー・ホーキンス報告書の中では当該年の第4四半期における前年比(すなわち、約1年先の見通し)を、7月の同報告書の中では、当該年および翌年の第4四半期における前年比(すなわち、約半年先および約1年半先の見通し)を、

²¹ 1999年2月のF O M C 議事要旨によれば、ハンフリー・ホーキンス法のもとでの議会に向けた報告書の提出やヒアリングについて、「金融政策について説明し、アカウントビリティを果たす場として有用であり、法的義務が失効した後も継続すべきである」とのF O M C の見解が述べられている。

²² C P I の個別品目指数などを用いつつ、基準年ウエイトによる指数と直近年の支出ウエイトによる指数を幾何平均し、支出構成の変化を取り込んだ指数であり、事実上、個人消費支出デフレーターと同様のものとして用いられている。

なお、F R S は 1988 年 7 月までは G N P デフレーター、その後 1999 年までは C P I を見通しの対象としていたが、2000 年以降、見通しの対象をこの指数に変更した。その理由として F R S は、「個人消費支出チェーン型物価指数は、支出構成の変化を反映させることができるため、ウエイトが固定されている C P I が持つ『上方バイアス』の問題を、ある程度回避することができる」と説明している (Board of Governors of the Federal Reserve System [2000])。

それぞれ示している。

(3) 見通しの特色 (図表3、4)

物価見通しの「レンジ」および「中心的傾向」の範囲はかなり狭く、例えば、95年以降の物価見通しの「中心的傾向」は、0.5%以内の幅に収まっている(図表3)。

この「レンジ」や「中心的傾向」は、政府のインフレ見通しから外れている場合もある(同)。また、これらの「レンジ」や「中心的傾向」と現実のインフレ率とが乖離した場合にも、FRSは、必ずしも常に政策変更を行っているわけではない(図表4)。

1-3-3. 物価見通し作成の具体的な手続き

FRSの物価見通しの「レンジ」および「中心的傾向」は、以下のような手続きを経て作成される。

通常年8回開催されるFOMCの前週には、FRBのスタッフが作成した、経済金融情勢などについての内部資料が、FRB理事および地区連銀総裁に配布される²³。また、FOMCの開催される週の月曜日には、FRBのスタッフからFRB理事に対

²³ これらの資料は表紙の色から、「グリーン・ブック」、「ブルー・ブック」などと呼ばれている。

グリーン・ブックは経済金融情勢についてのFRBスタッフの分析・判断を示した内部資料であり、経済成長率や失業率、インフレ率についての先行き6~8四半期分の予測が含まれる(予測値は、項目別分析の積み上げによるものと計量モデルによるものとの両者が含まれる)。これは、FRBの調査統計局が中心となって作成し、FOMCの前週の木曜日にFRB理事や地区連銀総裁に配布される。

ブルー・ブックは金融政策の選択肢を提示した内部資料であり、FRBの金融政策局が作成し、FOMCの前週末にFRB理事や地区連銀総裁に配布される(詳細については、Federal Reserve Bank of New York[1998]およびMeyer[1998b]を参照)。

し、経済・物価見通しなどについての報告が行われる。この間、地区連銀総裁に対しては、各地区連銀の調査部局のスタッフから、経済金融情勢について適宜報告が行われる²⁴。

このうち2月、7月のFOMCの直前には、FRB理事および各地区連銀の総裁は、経済成長率やインフレ率についての各自の見通しを、FRBのスタッフ（調査統計局長）に提出する²⁵。

FOMCでは、FRBのスタッフ（調査統計局長等）から、経済情勢などについての報告が行われる。これを受けて、FOMCに参加しているFRB理事および地区連銀総裁の間で、議論が行われる。

FOMCでの議論を踏まえ、FOMCの終了後、あらかじめ提出した経済・物価見通しの改訂を望むFRB理事や地区連銀総裁は、改訂見通しをスタッフに再提出する。こうした手続きを通じて最終的に固まった見通しをもとに、見通しの「レンジ」および「中心的傾向」が算出され、これがハンフリー・ホーキンス報告書に盛り込まれる

1 - 4 . インフレ・ターゲティングに対する考え方

FRSはインフレ・ターゲティングを採用していない。

なお、インフレ・ターゲティングに関し、FRBの理事は、講演等を通じて、以下のような考え方を述べている²⁶。

²⁴ FRB内部では毎週月曜日に、執行部からFRB理事に対して経済金融情勢の報告が定例的に行われているが、FOMC直前の月曜日には、定例の報告にスタッフによる経済・物価見通しの報告を加える形で、通常よりも長めの報告が行われる（詳細については、Federal Reserve Bank of New York[1998]およびMeyer [1998b]を参照）。

²⁵ 通常、FOMCは1日で終了するが、ハンフリー・ホーキンス報告書の提出やFRB議長の議会証言を控えた2月、7月のFOMCは、2日間にわたって開催される。

²⁶ ちなみに、FRBのマイヤー理事は、インフレ・ターゲティング採用国にしばしば

インフレ・ターゲティングには、政策への信認や透明性を高めるといったメリットがあり、悪性インフレの歴史を持つ国々においては、そのメリットは特に大きくなると考えられる²⁷。

ただ、インフレ・ターゲティングには、(1)目標値をどのように設定するか、(2)サプライ・ショックにどう対応するか、といった問題がある²⁸。

インフレ・ターゲティングは、あくまで、インフレ率の予測に基づいて政策を運営するものである。一方、米国も含めインフレ・ターゲティングを採用していない国でも、インフレのコントロールを目指した金融政策運営が行われている。したがって、現実の金融政策運営の面では、インフレ・ターゲティングを採用するか否かによって、大きな違いが生じるわけではない²⁹。

インフレ予測が難しい以上、インフレ・ターゲティングを採用すれば、それでインフレを防止できるというわけではない³⁰。米国はインフレ・ターゲティングを採用せずとも、インフレの抑制に成果を挙げ得ている³¹。

連邦準備法は、FRSの目標として「最大の雇用」も掲げており、物価の安定のみを目的とするインフレ・ターゲティングは、法的になじみにくい³²。

みられる特色として、(1)金融政策の責任が、財政当局から独立した中央銀行へと移された、(2)高インフレ期を経験した、といった点を挙げている。さらに、弾力的な為替制度への移行が、インフレ・ターゲティングのような金融政策の枠組みを求めるとの考えも述べている (Meyer [1999])。

²⁷ Gramlich [2000]

²⁸ Ferguson [1999]

²⁹ Gramlich [2000]

³⁰ Gramlich [2000]

³¹ Meyer [1999]

³² Gramlich [2000]

2 . 欧州中央銀行 (European Central Bank、 E C B)

2 - 1 . 金融政策上の「物価の安定」の位置付け

欧州共同体設立条約は、 E C B の第一義的な目標を、「物価の安定 (Price Stability) を維持すること」であると定めている³³。

E C B は、「物価の安定」の意義として、以下の点を挙げている。

相対価格のメカニズムを通じて効率的な資源配分を実現し、経済の潜在的な生産力を高める。

将来の価格水準が不確実である場合には、資源が生産的な用途ではなく、インフレやデフレのヘッジに振り向けられることになる。物価の安定を維持していくことは、こうしたコストを回避し、効率的な投資判断を行い得る環境を整備することになる。

インフレ・リスクにかかるプレミアムの低下を通じて、長期金利を低下させる。

富や所得の再分配を巡る歪みを回避する。

さらに E C B は、「物価の安定」と経済成長は、長期的にはトレードオフの関係がなく、「物価の安定」を目指した金融政策運営が、経済の繁栄と生活水準の向上にも最も貢献することは、長年にわたる経験と理論によって裏付けられている、と指摘している。そのうえで、

³³ 欧州共同体設立条約 105 条 (1) による。なお、同条項は、物価の安定を妨げない限りにおいて、欧州中央銀行制度が欧州共同体の一般的な経済政策をサポートすべきことも規定している。原文は以下の通りである。

"The primary objective of the ESCB shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Community with a view to contributing to the objectives of the Community as laid down in Article 2."

ECBが「物価の安定」を目標として金融政策を運営していくことが、長期的には、持続的な雇用や所得の創出などを通じて、ユーロエリアおよびユーロ市民の経済的目的に最も貢献すると述べている³⁴。

2 - 2 . 「物価の安定」の定義

ECBは、最も重要な政策目標である「物価の安定」の定義を、具体的な数値によって示していくとの考え方を採っている。

そのうえで、現在、「物価の安定」について、「ユーロエリア全体の消費者物価指数（Harmonised Index of Consumer Prices、以下『HICP』と略）³⁵の上昇率が中期的に前年比2%を下回る」という基準を示している³⁶。同時に、「『上昇率』という言葉を用いていることが示すように、HICPが長期間にわたり低下するデフレは『物価の安定』とはみなされない」とも述べている。

このように、「物価の安定」という状態を消費者物価（HICP）の変化率の数値で示していることについてECBは、「人々が物価の動きを評価する場合、通常は消費者物価に注目することと整合的である」と説明している³⁷。また、具体的に「2%を下回る」という数値としている理由として、ECBのドイゼンベルグ総裁は、「観察され

³⁴ European Central Bank[1999]参照。なお同論文は、「多くの研究結果によれば、インフレが税制や社会保障制度に内在する歪みを悪化させた場合のコストは大きなものであることを示している」とも指摘している。

³⁵ 各国のCPI統計を調整して計測対象の項目を共通化した、ユーロエリア全体の消費者物価指数。

³⁶ 1998年10月13日のECB政策理事会で決定し、同年12月にECBがマネーサプライの参照値を決定する際の前提となった。また、その1年後（1999年12月）のマネーサプライ参照値の決定の際にも、この定義は維持されている。

³⁷ European Central Bank [1999]

るインフレ率にはおそらく上方バイアスがあると考えられ、その程度はよくわからないが、2%の範囲には収まると考えられる」と説明している³⁸。

なお、ECBが、「物価の安定」を具体的な数値で定義している背景を、ECBや欧州各国の中央銀行の公表資料等から窺うと、以下のような事情が指摘できるように思われる。

ユーロエリアにはさまざまな国々が含まれており、国によって、インフレの歴史も異なっているため(図表5)、ECBが多様な主体と政策を巡る対話を行っていくうえで、具体的な数値を示すことが、一つの有益な手段となり得ること³⁹。

ECBは中央銀行としての歴史が新しく、物価安定の達成についての実績や評判がないため、物価安定へ向けた政策スタンスへの信認を早期に確立することが、とりわけ重要であったこと⁴⁰。

欧州通貨統合への参加のための収斂基準(コンバージェンス・クライテリア)として、インフレ率については、「CPI上昇率が最も低い3か国の平均値から+1.5%ポイント以内にあるこ

³⁸ Duisenberg [2000a]

³⁹ この点につき、例えば Bundesbank は、「ECB は特に難しいポジションにある。というのは、ECB は、金融政策の歴史や思考形式が異なる国々の人々を納得させていかなければならないからである」と述べている(Deutsche Bundesbank [2000])

なお、こうした欧州の事情は、通貨統合の前提となる「コンバージェンス・クライテリア」を具体的な数値(例えば、「財政赤字対GDP比3%以内」等)で示す必要があったという事情と、共通しているようにも思われる。

⁴⁰ この点について、ECB は次のように説明している(European Central Bank [1999])、「ECB にとって、当初から信認を確立することはとりわけ重要であった。なぜならば、ECB は新しい機関であるため、独立したトラック・レコードや評判(reputation)を有していないからである。」

また、Bundesbank も、次のように述べている(Deutsche Bundesbank [2000])、「イングランド銀行や ECB にとっては、金融政策のレジームが変わった後、なるべく速やかに信認を確立することが、とりわけ重要であった。」

と」という条件が参加国に課されていた⁴¹。こうした経緯から、「物価の安定」の定義をCPI変化率の上限値によって示すというやり方については、ユーロエリア諸国でも、ある程度馴染みがあったとみられること⁴²。

97年2月以降、この定義を定めた98年10月時点まで（実際にはその後2000年1月まで）、HICPの前年比は一貫して2%を下回って推移しており、「HICPの上昇率が中長期的に前年比2%を下回る」という「物価の安定」の定義は、ユーロエリア諸国にとって現実的に達成可能と考えられたこと。

2 - 3 . ECBの金融政策運営の「2つの柱」

ECBは、「物価の安定」という目標を達成していくために、広義マネーサプライの参照値の設定と、幅広い指標による物価のリスク評価を「2本の柱 (two pillars)」とするという、金融政策の「戦略 (strategy)」を示している。そのうえで、こうした「戦略」を明らかにしておくことにより、金融政策について人々との対話を進め、政策の透明性を高めるとともに、政策への信認を獲得していくことができるという考え方を明らかにしている。

この「2本の柱」のそれぞれの内容は、以下の通りである⁴³。

⁴¹ 具体的には、ユーロ導入第一陣を決定した1998年春の審査時には、オーストリア、フランス、アイルランドの当時のCPI上昇率の単純平均値(+1.2%)に1.5%ポイントを加えた「+2.7%」が「参照値(reference value)」とされた。なお、この方式は、今後新たにユーロ導入を希望する国に対しても引き続き適用される。

⁴² この点について、ECBは、次のように説明している(European Central Bank[1999])。「ユーロシステムにおける物価安定の定義は、通貨統合以前に多くのユーロエリアの中央銀行によって行われてきた定義と整合的であり、各国中央銀行による金融政策の戦略(strategy)の成功を継承するうえで、重要な要素となる。」

ちなみに、ECBの制度設計に強い影響を及ぼした Bundesbank は、「規範的物価上昇率」として「CPI前年比2%」という数値を示していた(後述)。

⁴³ 以下の記述は、European Central Bank [1999] に基づいている。

広義マネーサプライ（M3）についての参照値の公表

ECBは、「マネーサプライは、物価の安定の維持を目指す中央銀行にとって信頼し得るアンカーとなる」⁴⁴との考え方に立って、広義マネーサプライ（M3）の前年比に「物価の安定」と整合的な「参照値(reference value)」を設定し、公表している⁴⁵。

ECBは、この「参照値」は「目標値」ではなく、M3が短期的には政策金利によってコントロールできなくても差し支えないとしている。さらにECBは、M3の伸び率が参照値から乖離しても、これを参照値に戻すために機械的に政策金利の変更を行うことはなく、むしろ、こうした乖離について、「その要因となっている経済変動を発見・解釈するための分析を促すもの」と捉えている。そのうえで、「分析の結果発見された攪乱要因が物価の安定を脅かし得るものであれば、金融政策はこうしたリスクに対応するため適切な手段を講じることになる」と述べている。

このようにECBは、マネーサプライの操作可能性よりも、そ

⁴⁴ こうした考え方には、後述する Bundesbank の金融政策運営が強い影響を及ぼしているように窺われる。ちなみに ECB は、以下のように述べている (European Central Bank [1999])。

「ユーロシステムへの参加国の中央銀行は、長い年月をかけて物価の安定の維持についての評判を築き上げてきた。各国の中央銀行の目標・実績との整合性を可能な限り保証することで、ユーロシステムはこうした評判を受け継ぐことが可能であり、将来の信認形成へも寄与する。」

⁴⁵ ECB 政策理事会が 1998 年 12 月 1 日に初めて公表した参照値は「4 1/2%」となっており、1999 年 12 月の見直し時にも、この参照値の据え置きが決定されている。この参照値は、以下の諸要因を基に算出したものである。

ユーロエリアの CPI 上昇率は、ECB が「物価の安定」として定義する「2%を下回る水準」。

趨勢的な成長率は 2 ~ 2 1/2%。

M3 の流通速度は、中期的に年率 1/2 ~ 1% のテンポで低下。

なお ECB は、M3 の参照値を「幅(レンジ)」の形で示さず、一つの数値で示している理由として、「レンジの形で公表すると、『M3 の伸び率がレンジを外れた場合には機械的に政策金利が変更される』といった誤った解釈を招きかねず、こうした解釈は、ECB の戦略と相容れないものであるため」と説明している (European Central Bank [1999])。

の情報変数としての意味合いを重視しているといえる。

幅広い指標による物価のリスク評価

ECBは、「物価の安定」について、CPIによるインフレ率の具体的な数値による定義を示す一方で、インフレ率の実績に対して機械的に政策対応するといった考え方は明確に否定している⁴⁶。そのうえで、「物価の先行きと物価安定に対するリスクを、幅広い経済指標を用いた分析によって明らかにしていく」という方針を示している。

この「幅広い経済指標」には、例えば、賃金や為替レート、長期金利やイールド・カーブ、実体経済関連指標、財政政策関連指標、コストに関連した指数、企業・消費者のサーベイ調査などが含まれる。

2 - 4 . 物価見通しの公表に対する考え方

ECBは、現時点では物価見通しを公表していない。もっとも、ドイゼンベルグ総裁は、欧州議会での証言などを通じて、2000年中に何らかの形で物価見通しを公表する意向を表明している。その内容は以下の通りである⁴⁷。

ECBは2000年中に、何らかの物価についての予測値を公表する方向で、内部での検討を進めている。

ただ、こうした予測値の政策決定過程における役割は過大評価されるべきではない。予測値は、政策理事会で考慮される情報

⁴⁶ 現実のデータをみても、ECBは、現実のHICP前年比が2%を上回るかどうかによって、機械的に政策対応を行っているわけではない(図表6)。また、政策変更時の対外公表文等でも、あくまで先行きの物価を巡るリスクを幅広い指標から評価している旨を述べている。

⁴⁷ Duisenberg [2000c]

の一つに過ぎず、インフレ・ターゲティング採用国におけるインフレ見通しとは、役割が異なる。

こうした予測の意味合いや、予測が不確実性を伴うものであること、また、前提条件に大きく左右され、前提条件が変われば陳腐化しうるものであること等については、人々によく説明していきたい⁴⁸。

2 - 5 . インフレ・ターゲティングに対する考え方

ECBは「物価の安定」の定義を具体的な数値によって示しているが、ECB幹部は、インフレ・ターゲティングは採用していないとの趣旨の見解を述べている⁴⁹。またECBは、マネタリー・ターゲティングも含めたターゲティング政策全般に対して、「単一の指標や中間目標への依存は、さまざまな状況の中で適切な対応を促すことにつながる」、「物価安定を目指した金融政策の戦略は、特定のターゲットからの乖離や、特定の経済指標の動きに応じて、機械的に政策対応するといったことを避けるものである」といった考え方を明らかにしている。

⁴⁸ なお、 Bundesbank は、 ECB の物価予測の公表について、以下のように述べている (Deutsche Bundesbank [2000]) 。

「計量モデルから導出される物価の予測値は、あくまで過去の経済構造に基づいている。ユーロエリアでは、通貨統合に伴い、かなりの構造変化が生じているはずであり、物価予測値は、とりわけ大きな不確実性を抱えている。

仮に ECB が 2000 年下期中に物価予測を公表するとしても、その数値がとりわけ多くの不確実性を含むことは、十分認識されなければならない。さらに、この予測値が、金融政策の意思決定過程において限られた意味合いしか持たないことも、十分に説明されなければならない。」

⁴⁹ Issing [1999]

なお、 ECB の DUISENBERG 総裁も、「 ECB の内部見通しの役割は、直接的なインフレ・ターゲティングにおけるインフレ見通しが持つ役割とは異なる」と述べている (Duisenberg [1999]) 。

(参考) ブンデスバンク⁵⁰ (ドイツ連邦銀行)

(1) 金融政策上の「物価の安定」の位置付け

ブンデスバンクの金融政策の目標は、法律上、「通貨価値の安定 (safeguarding the currency)」と明記されていた⁵¹。

この「通貨価値の安定」の意義としてブンデスバンクは、刊行物や講演等を通じ、「通貨価値・購買力の安定は、市場経済のスムーズな機能の前提となるものであり、これを確保することが、結局は持続的な成長やより多くの雇用につながる」との考え方を示していた⁵²。さらに、通貨価値の安定は「社会的公平 (social equity) にも大きく貢献する」という点も指摘していた⁵³。

(2) 「物価の安定 (通貨価値の安定)」の定義

ブンデスバンクは、政策目標とする「通貨価値の安定」について、自らの刊行物の中で、「一般的には、通貨の購買力を一定に保つような物価水準の安定と同視することができる」と述べている⁵⁴。ただ、

⁵⁰ ここでは、欧州中央銀行制度の成立前のブンデスバンクを考察の対象とする。

⁵¹ ドイツ連邦銀行法 (Bundesbank Act, Part 1, 3. による。なお、原文の英語訳は以下の通り。

“The Deutsche Bundesbank shall regulate the amount of money in circulation and of credit supplied to the economy, using the monetary powers conferred on it by this Act, with the aim of safeguarding the currency”

⁵² ブンデスバンクは、以下のように述べている (Deutsche Bundesbank [1995])。

「市場経済のもとでの中央銀行は、通貨の購買力を安定させることにより、着実な経済成長を伴った、長期的な高水準の雇用の維持を可能とする金融環境を創ることになる。」

こうした考え方は、FRS や ECB とも概ね共通するものといえる。

⁵³ Tietmeyer [1998]

⁵⁴ “Monetary stability can in general be equated with stability of price level, from which a constant purchasing power of money follows” (Deutsche Bundesbank

その定義をインフレ率の具体的な数値で示すといったことはしていなかった⁵⁵。

(3) 物価見通しの公表に対する考え方

ブンデスバンクは、物価見通しを公表していなかった⁵⁶。

一方、ブンデスバンクは、マネーサプライを中間目標とした政策運営を行っていたことから⁵⁷、毎年末に、翌年のマネーサプライ伸び率の目標値を公表してきた。この目標値を作成する前提としてブンデスバンクは、「中期的な潜在成長率」や「予想される通貨流通速度の変化」とともに、77～85年までは「不可避的インフレ率」(unavoidable inflation)、86年以降は「規範的物価上昇率」(the rate of normative price increase)と呼ばれる、先行きのCPI上昇率を公表していた⁵⁸。

ただ、これらは以下の点から、「『物価の安定』の数値基準」や「物価見通し」とは、やや性格を異にするものといえる。

これらは、望ましいマネーサプライの伸び率を算出するための中期的な物価上昇率と考えられており、現実の物価上昇率との

[1995])

⁵⁵ ブンデスバンクは、「『物価の安定』を具体的な数値で示すことについては、定義を明確にするという要求には応えるものであっても、一方で、それでインフレというものを正確に捉えられるのかという問題がある」と指摘している(Deutsche Bundesbank [2000])。なお、こうした問題意識は、FRSとも概ね共通しているように思われる。

⁵⁶ 物価見通しについてブンデスバンクは、不確実性を伴う、為替レートや商品価格といった外生変数の前提などに大きく左右される、といった問題点を、最近の論文で指摘している(Deutsche Bundesbank [2000])。

⁵⁷ 1975～1987年までは中央銀行通貨量、1988年以降はM3を中間目標としていた。

⁵⁸ すなわち、この「不可避的インフレ率」ないし「規範的物価上昇率」と、潜在成長率および通貨流通速度の変化率の3つの要因を基に、マネーサプライの伸び率の目標値を算出していた。

関係はあまりない(図表7)。したがって、「物価見通し」とは性格が異なる。

また、「不可避的インフレ率」は、「すでに経済主体に織り込まれてしまったインフレ圧力については、これを直ちに打ち消すことはせず、徐々に解消を図っていく」という考え方を反映している⁵⁹。その意味で、「物価安定の数値基準」とも性格が異なる。

もっとも、「規範的物価上昇率」(87年以降は2%)については、 Bundesbank は「中期的に許容可能なインフレ率の最大限度とみられる数値」と説明している⁶⁰。その意味で、これは、 Bundesbank の考える「物価の安定」の上限に近いようにも思われる。

(4) インフレ・ターゲティングに対する考え方

マネーサプライ・ターゲティングを行っていた Bundesbank は、インフレ・ターゲティングの考え方に対し、以下のような否定的な見解を示していた⁶¹。

インフレ・ターゲティングを行うためには、本来、中央銀行の金融調節と最終目標であるインフレ率との関係が、きちんと理解されていなければならないはずである。しかし、金融政策によってインフレ率を直接コントロールすることはできないし、物価の動きが金融政策だけで決まるわけでもない。また、金融

⁵⁹ Deutsche Bundesbank [1995]

例えば、第二次オイルショック後の 1980 年の「不可避的インフレ率」は 4 % と、かなり高めに設定されていた。これは、オイルショックによるインフレ率の上昇は徐々に鎮静化させていくのが望ましいとの考え方によるものといえる。

⁶⁰ Deutsche Bundesbank [1995]

⁶¹ Schmid [1998]

政策手段と物価水準との間には、長く、かつ変動するタイムラグがあり、両者の間のトランスミッション・メカニズムもよくわかっていない。

金融政策の透明性に関して、中央銀行が全てを知り得るわけではない以上、完璧な透明性はもともと望み得ない。

インフレ・ターゲティングはドイツにとって現実的な選択肢とはならない。むしろ、十分な理由もなく採用すると、大きな混乱を招きかねないものである。

なお、ブンデスバンクは、インフレ・ターゲティング採用国について、以下のようにコメントしている⁶²。

近年、いくつかの国がインフレ・ターゲティングを採用している。ただ、これは、インフレ・ターゲティングが手法として優れているからではなく、金融調節手段や最終目標と中間目標との関係が不安定化したために、セカンド・ベストの方策として採られたものと考えられる。

インフレ・ターゲティング採用国でも、他の国々と同様、金融政策が物価水準に直接影響を与えられるわけではない⁶³。

結局、いかなる金融政策の戦略が適切かは、各国の個別の経済状況によると言うほかはない。

以 上

⁶² Deutsche Bundesbank [2000]

⁶³ なお、ブンデスバンクは、イングランド銀行のインフレ・ターゲティングについて、「イングランド銀行のインフレ予測を示すファン・チャートも、これがどのような情報に基づいて作成されているのか、一般の人々は知ることができない。したがって、こうした予測値の公表は、中央銀行の裁量をそれほど大きく減らすものではない」と述べている (Deutsche Bundesbank [2000])。

(主要参考文献)

日本銀行企画室、「諸外国におけるインフレ・ターゲティング」、『日本銀行調査月報』2000年6月号、69～97頁

日本銀行国際局国際調査課・フランクフルト事務所、「欧州中央銀行月報の創刊号より(資料)」、『日本銀行調査月報』1999年2月号、69～76頁

Akhtar, M. A. and Howe, H., "The Political and Institutional Independence of U.S. Monetary Policy," *Federal Reserve Bank of New York Research Paper*, No.9110, May 1991

Board of Governors of the Federal Reserve System, *Purposes and Functions*, December 1994

, *Monetary Policy Report to the Congress*, February 2000

Deutsche Bundesbank, *The Monetary Policy of the Bundesbank*, October 1995

, "Monetary Policy Transparency," *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, March 2000, pp.15-29

Duisenberg, Willem F., *Presentation of the ECB's Annual Report 1998 to the European Parliament*, October 1999

, *Hearing before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, March 2000a

, *From EMI to the ECB –Speech at the Banque de France's Bicentennial Symposium*, May 2000b

, *Presentation of the ECB's Annual Report 1999 to the European Parliament*, July 2000c

European Central Bank, "The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem," *ECB Monthly Bulletin*, January 1999, pp.39-50

Federal Reserve Bank of New York, *U.S. Monetary Policy and Financial Markets*, February 1998

Ferguson, Roger W. Jr., *Transparency and Responsibility in Monetary Policy*, Remarks before the National Economists Club, Washington D.C., September 1999

Gramlich, Edward M., *Inflation targeting*, Remarks before the Charlotte Economics Club at Charlotte, North Carolina, January 2000

Greenspan, Alan, *Achieving Price Stability*, Introductory Comments for a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, August 1996

, *Rules vs. Discretionary Monetary Policy*, Remarks at the 15th Anniversary Conference of the Center for Economic Policy Research at Stanford University, September 1997

, *Problems of Price Measurement*, Remarks at the Annual Meeting of the American Economic Association and the American Finance Association, January 1998

Issing, Otmar, *The ECB's monetary policy in the context of globalization*, November 1999

Johnson, Karen, Small, David and Tyron, Ralph, "Monetary Policy and Price Stability," *Board of governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, Number 641, July 1999

McDonough, William J., "A Framework for the Pursuit of Price Stability," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, August 1997, pp.1-7

Meyer, Laurence H., *The Strategy of Monetary Policy*, Remarks at the Alan R. Holmes Lecture, Middlebury College, March 1998a

, *Come with me to the FOMC*, Remarks at the Gills Lecture, Willamette University, Salem, Oregon, April 1998b

, *New Challenges for Monetary Policy: The View from Jackson Hole*, Remarks before the Department of Finance Lecture Series, University of Missouri, October 1999

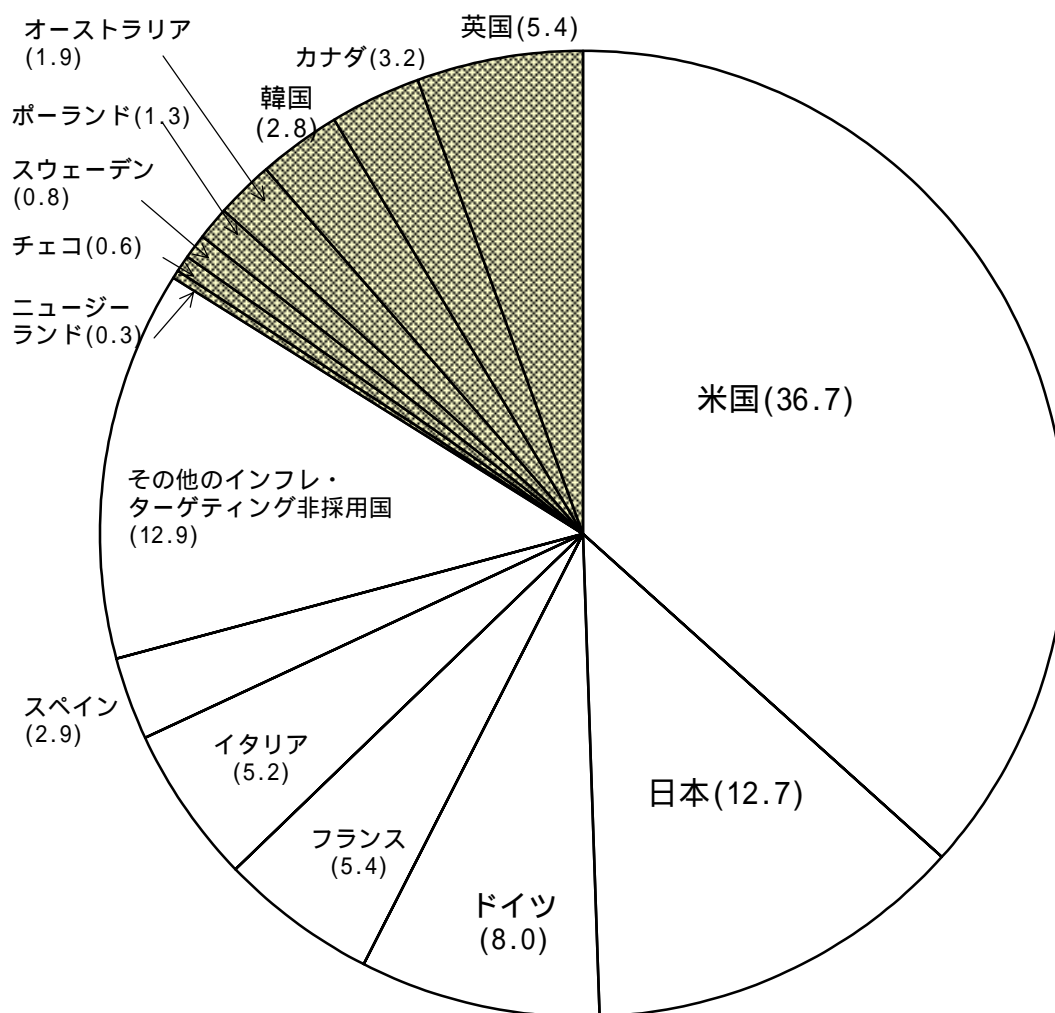
Mishkin, Frederic S. and Posen, Adam S., "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, August 1997, pp.9-15

Schmid, Peter, "Monetary Policy: Targets and Instruments," Stephen F. Frowen and Robert Pringle ed., *Inside the Bundesbank*, 1998, pp.32-44

Tietmeyer, Hans, "The Bundesbank: Committed to Stability," Stephen F. Frowen and Robert Pringle ed., *Inside the Bundesbank*, 1998, pp. 1

-10

インフレ・ターゲティング採用国のGDPシェア



○インフレ・ターゲティング非採用国

■インフレ・ターゲティング採用国

() 内は、各国のOECD加盟国計に占めるGDPシェア(98年、購買力平価ベース)。

(資料) OECD等

各中央銀行の事例

	米国	欧州 (ユーロエリア)	ドイツ
中央銀行	連邦準備制度 (Federal Reserve System)	欧州中央銀行 (European Central Bank)	ドイツ連邦銀行 (Deutsche Bundesbank)
政策目標	物価の安定 (stable prices) 最大の雇用 (maximum employment)	物価の安定 (price stability)	通貨価値の安定 (safeguarding the currency)
根拠法規	連邦準備法 Section 2 A	欧州共同体設立条約 105条(1)	ドイツ連邦銀行法 3条
「物価の安定」の意義や他の経済目標との関係についての対外的な説明	FRS は、「完全雇用と物価の安定を目指して金融政策を遂行することを使用とすると述べている。 「物価の安定」の意義や、その他の政策目的との関係については、「物価の安定は、資源の効率的な分配などを通じて、最大限の持続的な産出と雇用、およびモデレートな長期金利の条件となる」と説明し、物価安定を第一義的な目標とする旨を明らかにしている。	ECB は、「物価の安定」を目標とする金融政策運営は、長期的には持続的な雇用や所得の実現などを通じて、最もユーロ経済に貢献するものであると述べている。 「物価の安定」の意義としては、価格機能を通じた効率的な資源配分、インフレ期待の鎮静を通じた長期金利の低位、将来に向けた経済活動を巡る不確実性の低下、富や所得の再分配を巡る歪みの防止、を挙げている。	ブンデスバンクは、「通貨価値の安定」は、「通貨の購買力を一定に保つような物価水準の安定と同視することができる」と述べている。 さらに、「物価の安定」の意義については、「市場経済のスムーズな機能の前提となるものであり、これを確保することが持続的な成長やより多くの雇用につながる」と述べている。また、社会の公平性を確保する上でも有用であると指摘している。
「物価の安定」の定義・考え方	特定のインフレ率の数値を示すことはせず、「経済主体が意思決定を行う際に、将来の一般物価の変動を気にかけなくてもよい状態」といった定性的な表現をしている。	現在、「ユーロエリア CPI (HICP) の上昇率が中期的に前年比 + 2% を下回ること」と定義している。また、「デフレは物価の安定とはみなされない」と述べている。	特定のインフレ率の数値を示すことはせず、「貨幣の購買力が一定に保たれている状態」という、定性的な表現をしている。
物価見通しの公表の有無	半年に一度、FRB 理事および地区連銀総裁の見通しの「レンジ」等を示している。	現在、物価見通しは公表していない (なお、2000 年中に、何らかの見通しを公表する予定)。	物価見通しは公表していなかった。
インフレ・ターゲットについての考え方	首脳の発言等をみると、「目標値の設定やサプライショックへの対応といった問題がある」、「米国はこれを採らずともインフレ抑制に成果を挙げ得ている」等の考え方が示されている。	「単一指標への依拠は、さまざまな状況の中で適切な対応を促すことにながらない」、「幅広い指標によって物価を巡るリスクを明らかにしている」との考え方を示している。	「インフレ・ターゲットは、操作目標と中間目標、最終目標という関係が不安定化した中での次善の方策に過ぎない」との考え方を示している。

FRSのインフレ率見通しの推移

	FRSのインフレ率見通し		政府のインフレ率見通し
	レンジ	Central Tendency	
90 / 2月 7月	3.50 ~ 5.00% (90)	4.00 ~ 4.50% (90)	4.10% (90)
	4.00 ~ 5.00% (90)	4.50 ~ 5.00% (90)	4.80% (90)
	3.50 ~ 5.00% (91)	3.75 ~ 4.50% (91)	4.20% (91)
91 / 2月 7月	3.00 ~ 4.50% (91)	3.25 ~ 4.00% (91)	4.30% (91)
	3.00 ~ 4.50% (91)	3.25 ~ 3.75% (91)	4.30% (91)
	2.50 ~ 4.25% (92)	3.00 ~ 4.00% (92)	3.90% (92)
92 / 2月 7月	2.50 ~ 3.50% (92)	3.00 ~ 3.50% (92)	3.10% (92)
	3.00 ~ 3.50% (92)	3.00 ~ 3.50% (92)	3.10% (92)
	2.50 ~ 4.00% (93)	2.75 ~ 3.25% (93)	3.30% (93)
93 / 2月 7月	2.50 ~ 3.00% (93)	2.50 ~ 2.75% (93)	2.80% (93)
	3.00 ~ 3.50% (93)	3.00 ~ 3.25% (93)	3.30% (93)
	2.00 ~ 4.25% (94)	2.00 ~ 3.50% (94)	3.30% (94)
94 / 2月 7月	2.25 ~ 4.00% (94)	about 3% (94)	3.00% (94)
	2.50 ~ 3.50% (94)	2.75 ~ 3.00% (94)	2.90% (94)
	2.00 ~ 4.50% (95)	2.75 ~ 3.50% (95)	3.20% (95)
95 / 2月 7月	2.75 ~ 3.75% (95)	3.00 ~ 3.50% (95)	3.20% (95)
	3.00 ~ 3.50% (95)	3.125 ~ 3.375% (95)	3.20% (95)
	2.50 ~ 3.50% (96)	2.875 ~ 3.25% (96)	3.20% (96)
96 / 2月 7月	2.50 ~ 3.00% (96)	2.75 ~ 3.00% (96)	3.10% (96)
	3.00 ~ 3.25% (96)	3.00 ~ 3.25% (96)	3.20% (96)
	2.50 ~ 3.25% (97)	2.75 ~ 3.00% (97)	2.80% (97)
97 / 2月 7月	2.75 ~ 3.50% (97)	2.75 ~ 3.00% (97)	2.60% (97)
	2.00 ~ 2.75% (97)	2.25 ~ 2.50% (97)	2.40% (97)
	2.50 ~ 3.00% (98)	2.50 ~ 3.00% (98)	2.60% (98)
98 / 2月 7月	1.50 ~ 2.50% (98)	1.75 ~ 2.25% (98)	2.20% (98)
	1.25 ~ 2.25% (98)	1.75 ~ 2.00% (98)	1.60% (98)
	1.50 ~ 3.00% (99)	2.00 ~ 2.50% (99)	2.10% (99)
99 / 2月 7月	1.50 ~ 2.50% (99)	2.00 ~ 2.50% (99)	2.30% (99)
	1.75 ~ 2.50% (99)	2.25 ~ 2.50% (99)	2.40% (99)
	1.50 ~ 2.75% (00)	2.00 ~ 2.50% (00)	2.40% (00)
00 / 2月 7月	1.50 ~ 2.50% (00)	1.75 ~ 2.00% (00)	2.30% (00)
	2.00 ~ 2.75% (00)	2.50 ~ 2.75% (00)	3.20% (00)
	1.75 ~ 3.00% (01)	2.00 ~ 2.50% (01)	2.50% (01)

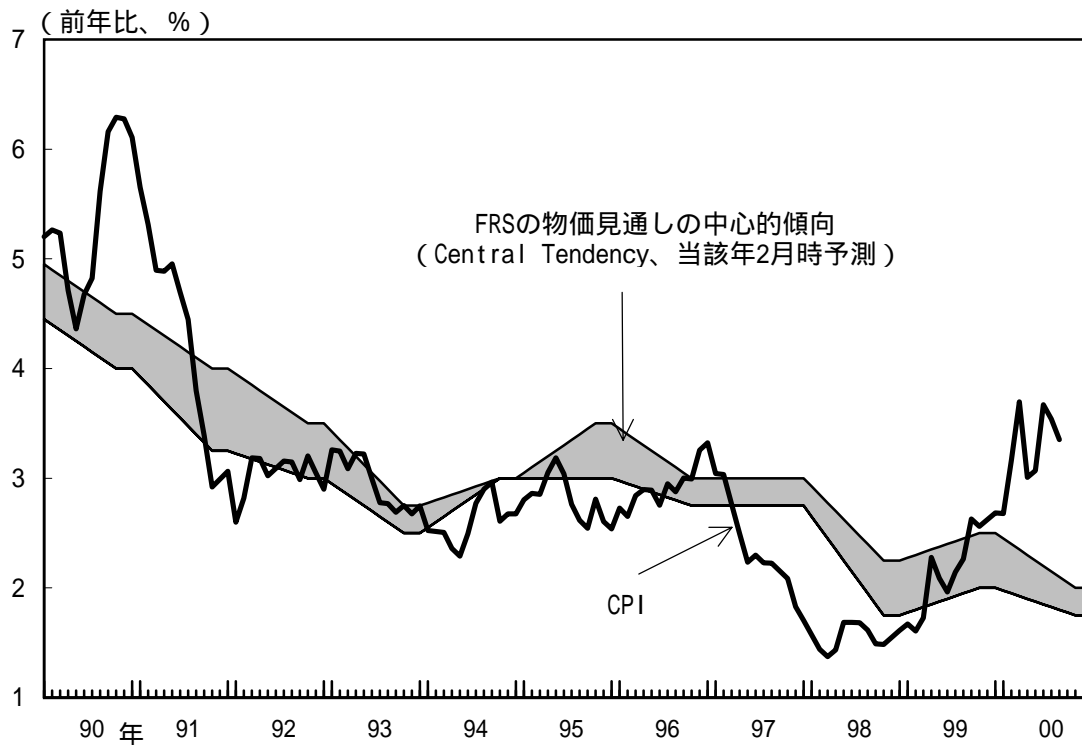
(注) 1. ()内は見通しの対象となっている年。

2. FRSは、2000年2月からPCE chain type price indexに基づく物価見通しに変更。

(資料) FRB, Annual Report

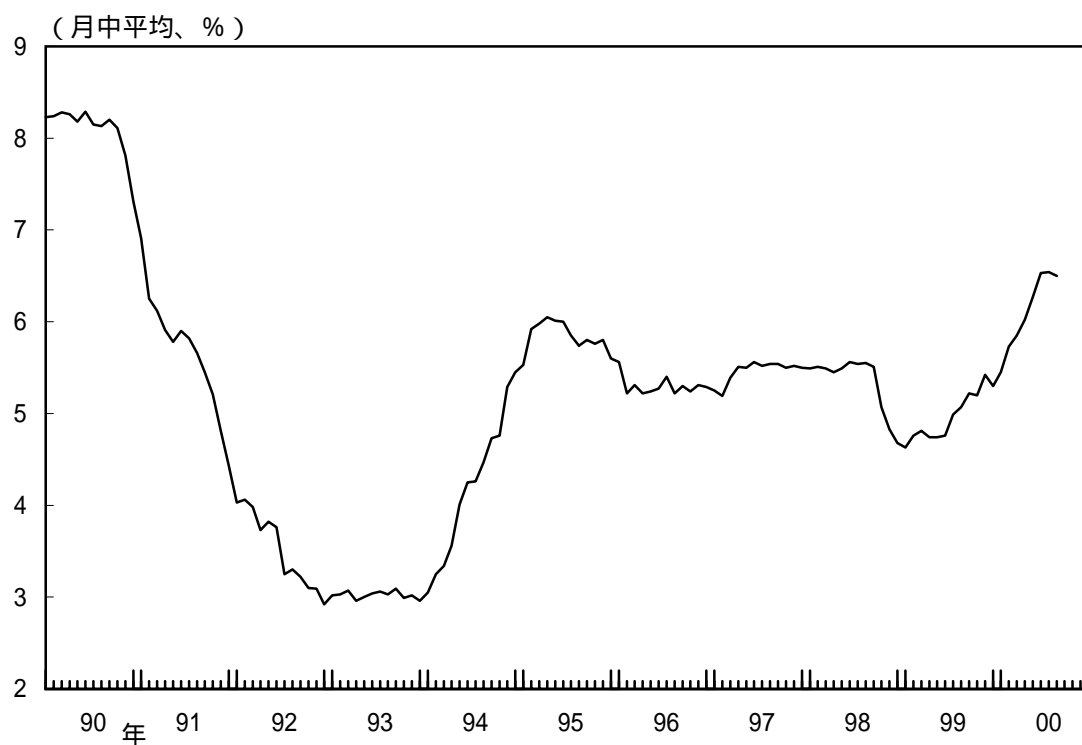
F R S の政策対応

(1) C P I と F R S の物価見通しレンジ



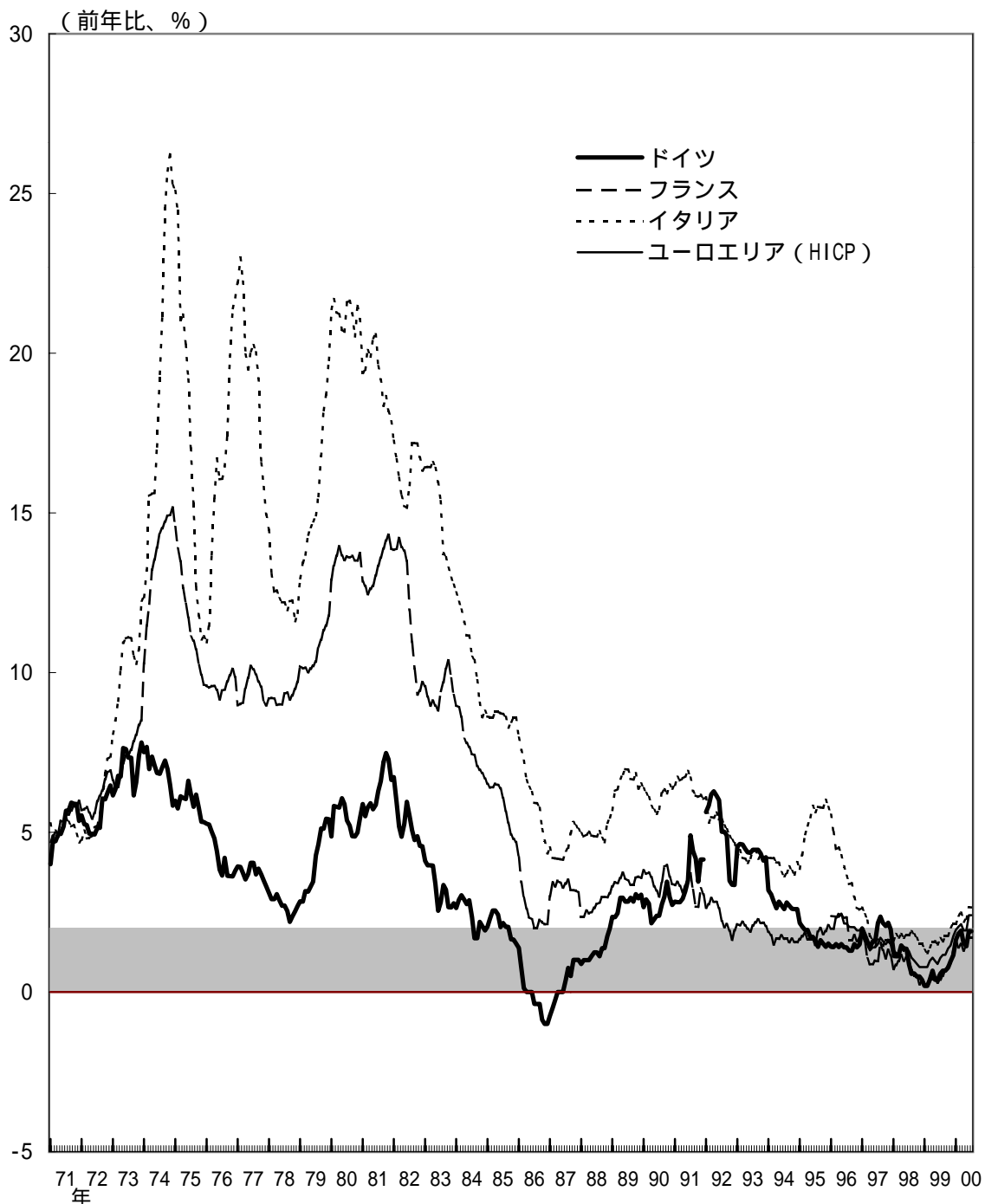
(注) 1. シャドー部分は、FRSの当該年の第4四半期における前年比予測を基に線形補完したもの。
2. FRSは、2000年2月からPCE chain type price indexに基づく物価見通しに変更。

(2) F F レート



(資料) FRB, Annual Report 等

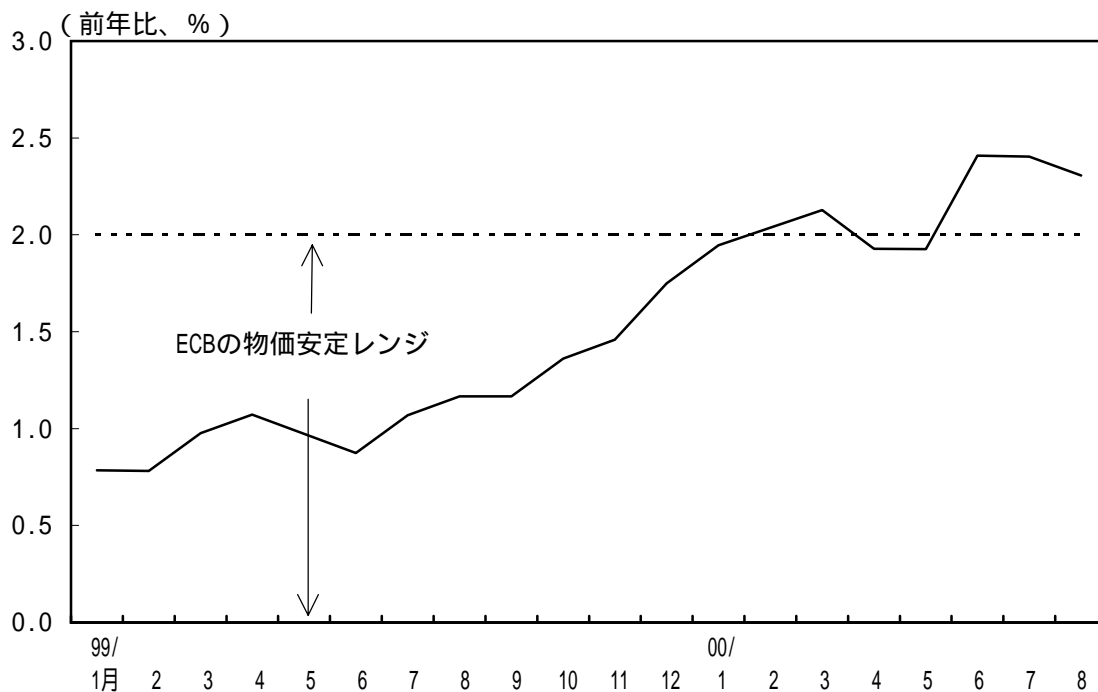
ユーロエリア各国のCPI上昇率



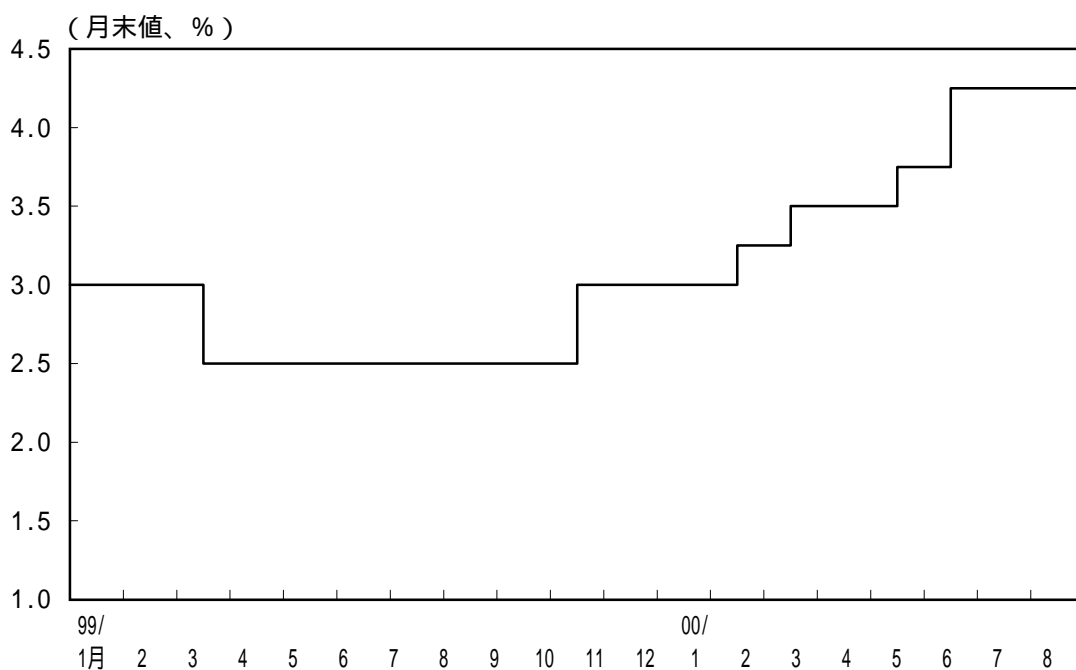
(注) 1. シャドー部分は、CPI上昇率：0～2%の範囲を示す。
2. ドイツのCPIは、91年までは旧西独ベース。

ECBの政策対応

(1) H I C P



(2) 主要リファイナンス・オペ金利



Bundesbankの「不可避的・規範的物価上昇率」



(注) CPIは91年までは旧西独ベース。