

## インフレーション・ターゲティングの変貌

上田 晃三

Bank of Japan Review

2008年10月

インフレーション・ターゲティングを導入しているニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの中銀は、その導入当初、インフレ期待の安定を重視する観点から、足許の物価安定に向けて厳格な運営を試みていたが、その後徐々に、中期的な物価と実体経済の安定をめざす運営に変貌していった。すなわち各国の中銀は、実体経済の安定にも配慮して、たとえ足許の物価が目標から乖離するようなことはあっても、それを無理に安定化するのではなく、時間をかけて緩やかに安定化することをめざした運営を行うようになっている。このような政策運営方法とインフレーション・ターゲティングを採用していない主要国の政策運営方法は収斂してきているとの評価もされている。

### 1. はじめに

インフレーション・ターゲティング（以下 IT）が 1988 年にニュージーランドで導入された後、20 年が経過した。以下では、IT を比較的早い段階から導入している主要 4 ヶ国（ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデン）の例をとって IT の歴史を振り返り、その政策運営の変貌を概観する（図表 1）。なお本稿は日本銀行ワーキングペーパー（上田 [2008]）に基づくものであり、詳細は同ペーパーを参照されたい<sup>1</sup>。

2008 年 3 月時点において、これら 4 ヶ国の中銀は、消費者物価指数（CPI）総合の前年比を 2%程

度に安定化することを目標としており、ニュージーランドと英国の中銀では、目標を達成できない場合に書面で原因や対処法等を説明することとなっている<sup>2</sup>。また、政策効果が出るまでのラグ、実体経済にもたらす影響を考慮に入れて、4 中銀は、物価安定の達成期間をやや長めに設定し、足許の物価を無理に安定化するのではなく、先行きの物価を緩やかに安定化することをめざした運営を行っている。

こうした 4 中銀による IT の運営は、この約 20 年間に、足許の物価安定に向けての厳格な運営から、中期的な物価と実体経済の安定をめざす運営

【図表 1】 4 ヶ国における IT の枠組み（2008 年 3 月時点）

	ニュージーランド	カナダ	英国	スウェーデン
導入時期	1988 年 4 月	1991 年 2 月	1992 年 10 月	1993 年 1 月
目標値・幅	1-3%	中心値を 2% 1-3%のレンジ	2%	2% ±1%を許容
物価指数	CPI 総合	CPI 総合 コア CPI を操作上の指針	CPI 総合	CPI 総合 コアである CPIX も参照
達成期間	中期	18-24 ヶ月	妥当な時間	通常 2 年以内
目標を達成できない場合	原因・予測・対処法を書面で説明 総裁罷免の可能性	明文化されていない	1-3%の範囲を超えたら 財務大臣に原因と対処法を公開書簡で提出	明文化されていない

【図表 2】4ヶ国におけるインフレ率

CPI 総合インフレ率(%)

	ニュージーランド	カナダ	英国	スウェーデン
1986～90年	9.5	4.5	6.1	6.2
1991～95年	2.1	2.3	3.8	4.2
1996～00年	1.5	1.7	1.6	0.5
2001～07年	2.6	2.3	1.7	1.6

(注)前年比の期間平均。英国は1989年から。(資料)各国中銀ホームページ

【図表 3】4ヶ国における長期金利

10年物長期金利(%)

	ニュージーランド	カナダ	英国	スウェーデン
1986～90年	14.2	10.0	10.0	11.6
1991～95年	8.2	8.7	8.7	9.8
1996～00年	6.9	6.0	6.2	6.0
2001～07年	6.1	4.7	4.7	4.3

(注)期間平均。(資料)Datastream

【図表 4】4ヶ国における財政収支

中央政府の財政収支の対名目GDP比率(%)

	ニュージーランド	カナダ	英国	スウェーデン
1986～95年	-2.2	-6.6	-3.6	-2.4
1996～07年	2.6	0.6	-1.5	0.7

(注)期間平均。プラス&lt;マイナス&gt;は黒字&lt;赤字&gt;。(資料)Datastream

へと大きく変貌している。この変貌の背景には、IT導入以降徐々にデフインフレが進み、インフレ期待や長期金利が低位に安定するようになってきたことなどがある。

## 2. IT導入直後の政策運営

ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの4ヶ国は、1980年代、慢性的な高インフレ・高金利に苦しんでいた。1986～90年のインフレ率(前年比)は、ニュージーランドでは9.5%に達していたほか、他の3ヶ国でも4.5～6.2%であった(図表2)。1986～90年の長期金利(10年物)は、4ヶ国とも10%以上であった(図表3)。

ITは、そのような環境の1990年前後、インフレ期待を安定化し、デフインフレを達成するために導入された。しかし、IT導入によって、即座にインフレ期待が安定化し、長期国債に付されるリスク・プレミアムが低下したわけではない。むしろ、IT導入直後においては、4ヶ国の政府がGDP対比でみて2～7%の財政赤字を抱えていたことや(1986～95年、図表4)、英国では中銀の法的独立性が担保されていなかったこともあって、IT

の枠組みに対する信認は高くなかった。インフレ期待はIT導入後も高止まりし、1991～95年の各国の長期金利は、僅かに低下したものの依然として8～10%の高水準にあった(前掲図表3)。政財界などからは、急速なデフインフレの過程で景気が悪化するとの懸念から中銀への批判が起こっていたほか、市場では、インフレ目標は達成できないとの疑念が広がっていた。1995年、英雑誌『エコノミスト』は、「目標を導入しても政府が望んだほどインフレ期待は下落しておらず、市場は目標が破られるだろうと予想している。」「政府は目標を緩和して経済成長を達成しようという誘惑に駆られている。この誘惑は、多くの先進国の成長が急に緩やかになり、経済が過熱するリスクが低下した今、ますます大きくなっている」と論じている<sup>3</sup>。

このような背景の下、4中銀は、ITの枠組みに対する信認を確立し、インフレ期待を安定化させるために、足許の物価安定に向けて厳格な政策運営を試みた。1994年、カナダ中銀のThiessen総裁(当時)は、「私たちは、インフレ率を目標レンジ内に抑え、物価安定を達成するというコミット

メントを維持することによって、信認を獲得し続けなければならない」と論じている<sup>4</sup>。スウェーデン中銀では、1994～95年の間に継続して利上げを実施しているが、これに関し Bäckström 総裁（当時）は、「スウェーデン中銀が長い目でインフレ率を目標に抑えることができることは、国民は単純に信じていなかった。このことは、高い国債金利、為替安、急速な賃金の上昇などによって明らかだった。従って、金融政策は、物価安定目標は真剣なものであるということを示すことに集中しなければならなかった。政策金利は、1994年夏から1995年まで数回引き上げられた」と論じている<sup>5</sup>。

### 3. IT の変貌

1990年代後半頃になると、デフレーションが進み、インフレ期待や長期金利も低位に安定するな

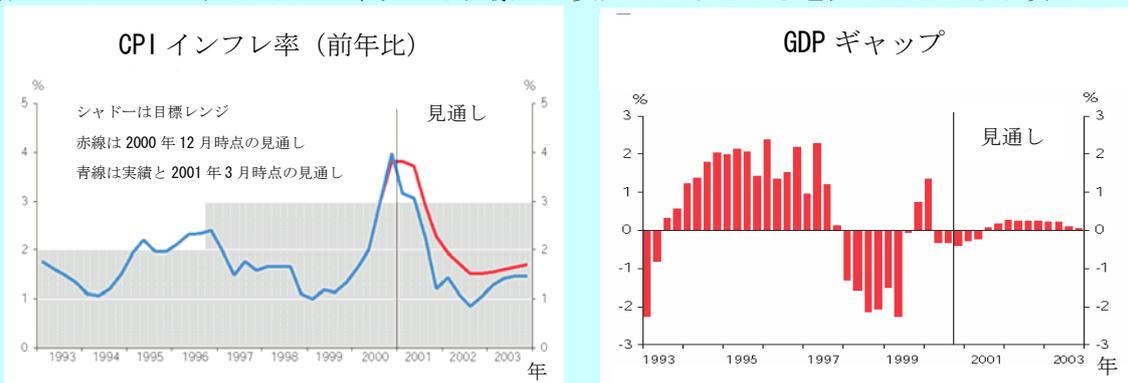
ど、ITの枠組みに対する信認が次第に確立されてきた。1996～00年のインフレ率（前年比）は、スウェーデンにおいては0.5%、その他3ヶ国においては1.5～1.7%にまで低下した（前掲図表2）。インフレ期待も低下し、1996～00年の長期金利は6%台にまで低下した（前掲図表3）。

これには、その間、インフレを引き起こす外からのショックが小さかったことや、グローバル化の進展等、経済・産業構造が変化したことに加えて、以下の要因も寄与したと考えられる。一つめは、IT導入直後、4中銀が物価安定に向けて厳格な政策運営を試みてきたことである。デフレーションを実現し、インフレ目標を達成すべく、4中銀が厳格な政策運営を試みてきたことは、景気悪化という代償を払いつつも、ITの枠組みに対する信認の確立に寄与した可能性が考えられる<sup>6</sup>。二つめは、金融政策の透明性の向上である。4中銀は、

#### 【BOX】 ニュージーランド中銀による2001年3月の利下げ

2001年3月のニュージーランド中銀による利下げは、ITに基づく政策運営が、足許よりも中期的な物価・経済の安定を重視し始めた1つの例と考えられる。ニュージーランドでは、2000年後半から、原油価格上昇、タバコ税率上昇などが寄与し、2001年3月には足許のインフレ率は4%超と目標レンジ上限の3%を大きく上回っていた（下段左図）。一方で、世界経済減速を主因に景気悪化が顕現化し、GDPギャップは足許マイナス（需要不足）となっていた（下段右図）。こうした状況においては、足許の物価安定に対して厳格なITの運営を試みるのであれば、インフレ率の上昇を抑制するために利上げが必要となるが、景気悪化が深刻化しGDPギャップが大きなマイナスとなる危険性がある。経済の安定に留意を払うのであれば、利下げが必要となるが、この場合インフレ率は目標から上方に乖離し続けることになる。このようなジレンマに直面したニュージーランド中銀は、2001年3月、足許の物価安定よりも景気の悪化に配慮し、利下げを決定している。

利下げの根拠となった物価・経済見通しは、ニュージーランド中銀が、足許よりも中期的な物価・経済の安定をめざしたことを裏付けする内容となっている（下図の見通し部分）。ニュージーランド中銀では、望ましいと考える金利を前提とした見通しを作成しているため、公表された物価・経済見通しは、ニュージーランド中銀が望ましいと考える先行きの経路を示すと考えられる。ここで2001年3月時点の見通しをみると、向こう1年間、GDPギャップの見通しは小幅にマイナスであるものの、インフレ率の見通しは目標レンジの中央（1.5%）に一致せず上方に乖離しており、また、向こう3年にわたって、インフレ率は目標レンジの中央に、GDPギャップはゼロに、徐々に収束する見通しとなっている。これは、ニュージーランド中銀が、足許の物価安定よりも向こう1年間の景気悪化に配慮を示し、3年程度かけて徐々にインフレ率とGDPギャップを目標内に安定させることを選択したことを示唆している。



（資料） ニュージーランド中銀 「Monetary Policy Statement」（2001年3月）

定期刊行物やスピーチ等を通して、物価安定の意義、政策判断の根拠等を丁寧に説明した。現英国中銀総裁である King らは、1996 年、「透明性は、それ自身、または中銀の独立性や公式な中銀の契約と組み合わせることによって、中銀がインフレ・バイアスと戦う上での助けとなる」と論じている<sup>7</sup>。三つめは、政府の財政再建が進んだことである。財政収支は、1996～07 年平均でみて英国以外の 3 ヶ国において黒字となっているほか、英国においても、1986～95 年と比べて GDP 対比 2%以上財政収支が改善している（前掲図表 4）。四つめは、中銀の法的独立性の強化である。英国では 1997 年に政策金利決定権を財務大臣から英国中銀に移すことが発表されている。

IT の枠組みに対する信認が確立されてきたことによって、4 中銀は徐々に、足許のインフレ率が目標から乖離するようなことはあっても、足許よりも中期的な物価を重視し、実体経済など物価以外の動向にも明示的に配慮する姿勢を鮮明にするようになった。例えば、ニュージーランド中銀の Sherwin 副総裁（当時）は、1999 年、「今日、インフレ期待は物価安定の目標と整合的な水準により良くアンカーされているので、インフレ率を短期的に目標レンジの端や外にもたらしような出来事に積極的に反応する必要が薄れている」と論じている<sup>8</sup>。スウェーデン中銀の Bäckström 総裁（当時）は、1999 年、「（目標にすぐに戻そうとすると実体経済に大きなコストをもたらす）場合には、物価安定の達成期間に目をつぶり、インフレ率が目標に緩やかに戻るようにする根拠があるかもしれない」と論じている<sup>9</sup>。足許のインフレ率が目標レンジの上限を大きく上回り、景気が悪化していた 2001 年 3 月に、ニュージーランド中銀が決定した利下げは、中期的な物価と実体経済の安定をめざした政策の具体例と考えられる（BOX 参照）。

#### 4. 政策枠組みとしての IT

近年の IT は、本稿で詳細に論じられなかった点でも変貌している。4 中銀は、金融政策の透明性を向上・強化した。また 2000 年入り後、一般物価が安定する中で住宅価格などの資産価格が大きく変動したため、4 中銀は、資産価格が物価や実体経済に与える影響にも配慮することが、長期的な物価と実体経済の安定につながり、そのた

めには、物価安定の達成期間を長めにする必要があるとの姿勢を示している。

この間、学界からは IT の変貌を、インフレ期待安定化のツールからコミュニケーションの枠組みへの変化と位置付けた上で、主要国の金融政策の透明性が向上した現時点では、その政策運営方法と IT を採用していない主要国の政策運営方法は収斂してきているとの評価もされている<sup>10</sup>。

<sup>1</sup> 上田晃三、2008. インフレーション・ターゲティングの変貌：ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの経験。日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 08-J-15。

<sup>2</sup> カナダでは、CPI 総合から 8 品目（果実・野菜・ガソリン・石油燃料・天然ガス・モーゲージ金利・都市間鉄道・タバコ）と間接税を除去したコア CPI を操作上の指針としている。スウェーデンでは、CPI 総合からモーゲージ金利と間接税・補助金を除去した CPIX も参照している。

<sup>3</sup> Economist, 1995. Target Practice. 22 April.

Economist, 1995. Who's Afraid of Inflation? 16 Sep.

<sup>4</sup> Thiessen, G., 1994. Future Directions for the Bank of Canada and Monetary Policy. Speech to Canadian Club, Toronto. 5 Apr.

<sup>5</sup> Bäckström, U., 1997. Sweden's Economy and Monetary Policy. Speech at Swedish Shareholders Association, Stockholm. 19 Nov.

<sup>6</sup> ただし、IT の導入によってインフレ率が低下したのかという点に関して、学界のコンセンサスはまだ得られていない。詳しくは、以下の展望論文を参照。

Blinder, A.S., M. Ehrmann, M. Fratzscher, and J.D. Haan, and D. Jansen, 2008. Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence. NBER Working Paper 13932.

Walsh, C.E., 2008. Inflation Targeting: What Have We Learned? A Paper Presented at a Conference Sponsored by Bank of Canada. 22-23 July.

<sup>7</sup> Briault, C., A. Haldane, and M. King, 1996. Central Bank Independence and Accountability: Theory and Evidence. Bank of England Quarterly Bulletin: Feb, 63-8.

<sup>8</sup> Sherwin, M., 1999. Inflation Targeting: 10 Years on. Reserve Bank of New Zealand Bulletin 62(3), 72-80.

<sup>9</sup> Bäckström, U., 1999. The Current Situation for Monetary Policy. Submitted to Standing Committee on Finance. 25 Mar.

<sup>10</sup> 例えば脚注 6 にある Walsh (2008) 参照。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行企画局（現金融研究所）上田晃三（Eメール：kouzou.ueda@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。