



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

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

上田晃三*

kouzou.ueda@boj.or.jp

No.08-J-15
2008年10月

日本銀行
〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30号

* 企画局（現金融研究所）

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局までご相談ください。転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

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[◆]

上田 晃三^{*}

要旨

本稿では、この約 20 年に亘る、ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの 4 ヶ国におけるインフレーション・ターゲティング（以下 IT）の変貌とその背景に関する事例の整理を実施した。分析を通じて分かったことは以下の 3 点である。1 つめは、これら 4 ヶ国の中銀は、IT 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ということである。2 つめは、この変貌の背景には、経済に発生したショックの内容・大きさだけでなく、各国における政治的背景や、IT の枠組みに対する信認の強さもあったということである。3 つめは、過去 20 年間に金融政策の透明性が大幅に向上・強化され、これが 4 中銀の政策運営に対する批判への防御となり、IT の枠組みに対する信認を確立・維持する助けとなっていたということである。

◆ 本稿の作成に当って、日本銀行のスタッフから有益なコメントを頂いた。この場を借りて、深く感謝の意を表したい。もちろん、あり得べき誤りは筆者に属する。本論文の内容や意見は、筆者個人に属するものであり、日本銀行の公式見解を示すものではない。なお上田（2008）は本稿を要約したものである。

* 日本銀行企画局（現金融研究所）（kouzou.ueda@boj.or.jp）

目次

1. はじめに.....	3
2. インフレーション・ターゲティングの考え方.....	4
2-1 Svensson (1997a) モデル.....	5
2-2 テイラー・ルールとの関係.....	6
2-3 柔軟性：先行研究の定義と本稿の定義.....	7
2-4 透明性：意義を巡る議論.....	8
2-5 資産価格変動に対する対応.....	10
3. インフレーション・ターゲティングの枠組み.....	10
3-1 制度.....	11
3-2 インフレ目標の設定.....	11
3-3 経済・物価見通しの公表.....	12
3-4 金融政策の決定と将来の政策に関する情報発信.....	13
4. インフレーション・ターゲティングの変貌.....	14
4-1 経済・物価情勢の概観.....	14
4-2 厳格な政策運営の試み.....	15
4-3 「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策運営の実施.....	16
4-4 資産価格変動への配慮.....	18
4-5 金融政策の透明性の向上・強化.....	20
5. まとめ.....	22
補論 各国の事例.....	24
A. ニュージーランド (RBNZ)	24
B. カナダ (BOC)	29
C. 英国 (BOE)	34
D. スウェーデン (Riksbank)	42
参考文献.....	52
図表編.....	60

1. はじめに

インフレーション・ターゲティング（以下 IT）は、今から 20 年前の 1988 年にニュージーランドで初めて導入されて以来、2006 年時点、22 の国が正式に IT の導入を宣言し、未だどの国も IT を放棄していない¹。しかし、この 20 年の道のりは決して平坦であったわけではない。IT 導入国中銀は、数回の景気循環を通して多くの困難に直面し、政財界やメディアから多くの批判にさらされてきた。そして IT 導入国中銀は、多くの困難・批判を克服する過程で、少しずつ、IT の運営を変化させてきたため、過去 20 年間で IT の運営は大きな変貌を遂げた。

本稿では、(1) この 20 年の間に IT がどのような変貌を遂げたか、(2) その変貌の背景は何か、という問いに答えることを目的とする。そこで本稿では、経済理論との関係についての議論も交えながら、IT を比較的早い段階から導入している主要 4 ケ国（ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデン）²についての事例研究を実施する。

IT に関するの先行研究は、①IT の国際比較（例えば、Bernanke et al. [1999], 日本銀行企画室 [2000], Mishkin and Schmidt-Hebble [2001], Fracasso et al. [2003], Roger and Stone [2005]）や、②IT の理論の構築（例えば Svensson [1997a]）、③IT の効果に関する実証研究（例えば Blinder et al. [2008]のサーベイを参照）、④IT 実施国の事例研究（Bernanke et al. [1999]、伊藤・林 [2006]）など多岐にわたる。

本稿はこれら先行研究の中で④の範疇に属する。④の中で、本稿と最も深く関連し、最も広く知られた先行研究は Bernanke et al. (1999) であろう。Bernanke et al. (1999) は、本稿が注目する 4 ケ国を中心に綿密な事例研究をしており、本稿の分析もこれに負う所が大きい。しかし、Bernanke et al. (1999) が出版されてから既に約 10 年が経過しており、この間に、IT の運営は大きく変貌を遂げている。そこで本稿では、IT 開始から、Bernanke et al. (1999) が出版され、現在に至るまでの約 20 年に亘る、4 ケ国（ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデン）の IT の変貌を分析するとともに、その背景にも着目する。

分析を通じて得られた結論は以下の通りである。1 つめの結論は、これら 4 ケ国の中銀は、IT 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たが、1990 年代後半頃から徐々に、足許のインフレ率が目標から乖離するような局面でも、先行きの経済・物価見通しを参考にしながら、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ということである。さらに 2000 年入り後、4 中銀は、導入当初 1-2 年とされていたタイム・ホライズンを長めに

¹ 上記は Dotsey (2006) による。IT の導入国数は文献により異なっており、Walsh (2008) では、2006 年時点の IT 導入国は 25 ケ国となっている（2007 年時点も同数）。

² 以下では、4 中銀をそれぞれ RBNZ (Reserve Bank of New Zealand の略)、BOC (Bank of Canada の略)、BOE (Bank of England の略)、Riksbank (Sveriges Riksbank の略)と呼ぶこととする。

することで資産価格変動にも配慮した政策運営を IT の枠組みの中で試みるように変貌を遂げた。

2 つめの結論は、この変貌の背景には、(1) 経済に発生したショックの大きさ、ショックの内容（一時的か持続的か、需要ショックか供給ショック等）だけでなく、(2) 政治的背景（財政赤字の大きさ、法律上の中銀の独立性など）や、(3) IT の枠組みに対する信認の強さがあったことである。このため同じタイプのショックに対しても、4 中銀の対応は区々となった。例えば、IT 導入直後、IT の枠組みに対する信認が高くない中であって、4 中銀は、足許の物価安定に向けて厳格な政策運営を試み、金融政策の透明性を向上・強化させてきた。その後、4 中銀を取り巻く政治的背景が好転し、4 中銀が自身の行動と説明を通して、インフレ目標を達成していくことによって、IT の枠組みに対する信認が次第に強まっていった。この間にみられたインフレ期待の安定は、再びインフレ率が大きく上昇するリスクを小さくした。このような背景の下で、4 中銀の政策運営は、足許の物価安定に向けて厳格な運営から、中期的な物価と実体経済の安定をめざす運営に変貌を遂げた。

3 つめの結論は、4 中銀による金融政策の透明性が、大幅に向上・強化されてきたということである。4 中銀は、定期刊行物や総裁をはじめとする幹部のスピーチなどを通して、物価安定の意義や政策判断の根拠（経済・物価の見通し）などを丁寧に説明してきた。また、BOE や Riksbank は、議事要旨・投票結果の公表、RBNZ や Riksbank は、先行き金利経路の公表も行っている。このような透明性向上の背景としては、特に IT 導入後においては、透明性向上策が 4 中銀の政策運営に対する批判への防御となり、IT の枠組みに対する信認を確立する助けとなっていたことが挙げられる。IT の枠組みに対する信認が確立した後でも、信認を保ち続け、市場との対話と通じて金融政策を効果的にするために、透明性は強化されてきている。4 中銀における望ましい金融政策の透明性の度合いを考える際には、政治体制（連邦制か否か）、経済的状況（経済・物価情勢、不確実性の大きさ、金融市場の成熟度）、信認の度合いなどの影響にも留意を払う必要があると考えられる。例えば、Riksbank は 2007 年 2 月に先行きの金利経路の公表を始めたが、現時点では市場参加者の間に、それが市場とのコミュニケーションの改善につながったとの評価は聞かれていない。

本稿の構成は以下の通り。第 2 節では、IT の考え方として広く受け入れられている Svensson (1997a) の理論を紹介し、その他論点を主に理論的骨組みに沿って整理する。第 3 節では、ニュージーランド・カナダ・英国・スウェーデンの 4 ヶ国における IT の枠組みの比較を行う。第 4 節では、各国の事例研究をもとに、IT の変貌を整理する。第 5 節はまとめである。各国の詳細な事例については、補論を参照されたい。

2. インフレーション・ターゲティングの考え方

1992 年以前、タイトルに”inflation target(ing)”を含む学術論文は 13 しかなかったが、

ITの導入に伴い、その後5年で68にまで増加した (King [1997])。しかし、インフレ率が高位にあり、インフレ期待・長期金利も高止まりしていた中で、依然として学界の関心は、専らインフレ・バイアスをなくすことにあった (Barro and Gordon [1983])。そしてこのための方策として中銀が物価安定に向けて厳格な姿勢を示すことが必要との見解が学界の間に広まっており、ITは、中銀が政府・国民と出来高契約を結ぶことでインフレ・バイアスをなくす制度的枠組みとして捉えられていた (Perrson and Tabellini [1993], Walsh [1995], 展望は白塚・藤木 [1997])。

1990年代後半にはITに関する幾つかの代表的な論文が発表され、ITとは、先行きの経済・物価見通しを参考にしながら、中期的な物価と実体経済の安定をめざす政策であることが論じられた。本節では、ITの理論的礎をなすものとしてしばしば引用されることの多い Svensson (1997a) を紹介し、その含意と幾つかの論点について簡単に議論する。

2-1 Svensson (1997a) モデル

以下のフィリップス曲線を仮定する。

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha_1 y_t + \varepsilon_{t+1} \quad \dots (1)$$

ここで、下添え字 t は年単位の時間、 π はインフレ率、 y は GDP ギャップ、 ε は供給ショックを表す。この式は、インフレ率が、前年のインフレ率と GDP ギャップに依存することを意味する。

中央銀行は、(2) 式で定義される社会厚生損失関数を最小化するような政策を実行する。

$$E_t \sum_{\tau=1}^{\infty} \delta^{\tau-t} L(\pi_{\tau}, y_{\tau}), \quad \dots (2)$$

$$\text{ここで、} L(\pi_{\tau}, y_{\tau}) = \frac{1}{2} [(\pi_{\tau} - \pi^*)^2 + \lambda y_{\tau}^2]$$

ここで E_t は t 時点における期待値をあらわす演算子、 π^* はインフレ目標、パラメータ λ はインフレ率の安定と比べた実体経済 (GDP ギャップ) の安定にかかるウエイト ($\lambda \geq 0$) を表す。

(1) 式の制約の下での(2)式の最小化問題を解くと、

$$E_t \pi_{t+2} - \pi^* = -\frac{\lambda}{\delta \alpha_1 k} E_t y_{t+1}, \quad \dots (3)$$

$$\text{ここで、} k = \frac{1}{2} \left(1 - \frac{\lambda(1-\delta)}{\delta \alpha_1^2} + \sqrt{\left(1 + \frac{\lambda(1-\delta)}{\delta \alpha_1^2} \right)^2 + \frac{4\lambda}{\alpha_1^2}} \right)$$

が得られる。(3) 式は、中央銀行がめざすべき「目標の基準」 (target criterion, Woodford

[2005, 2007a,b)]、すなわち、2年後のインフレ率見通しの目標からの乖離と1年後のGDPギャップ見通しの望ましいトレード・オフ関係を表す。

Svensson (1997a, 2003)、Woodford (2005, 2007a,b) によれば、この「目標の基準」と整合的になるように金融政策を実行することこそがITの本質である。目標の基準は、1-2年後の見通しについての式という点で、ITは足許の物価安定に向けて厳格な運営をするのではなく、中期的な物価安定をめざすべきということを示唆し、物価変動以外の要素（ここでは景気変動）による社会損失も明示的に考慮しているという点で、ITは物価だけでなく、実体経済の安定も考慮すべきということを示唆している。ITの下では、中銀は、目標の基準が将来に亘って常に満たされるように、足許だけでなく将来に亘る政策金利経路を選択する必要がある。

—— 目標の基準に沿って考えると、1年先のGDPギャップがゼロとなることが予測されるのであれば、2年先のインフレ率をインフレ目標に等しくすることが望ましい。1年先のGDPが潜在GDPより（強い）弱いことが予測されるのであれば、2年先のインフレ率はインフレ目標をある程度（下）上回るようにするべきである。

—— (1)式に関して、インフレ率が、将来のインフレ率とGDPギャップに依存すると変更することで得られるニュー・ケインジアンモデルでは、「目標の基準」は、インフレ率見通しの目標から乖離とGDPギャップ変化の見通しとの望ましいトレード・オフ関係として表されることが多い (Woodford [2007a,b])。

2-2 テイラー・ルールとの関係

(3)式は、インフレ率とGDPギャップの望ましいトレード・オフ関係を表したものであるが、この式からは、望ましい政策金利に関する情報は得られない。いま、IS曲線が以下の(4)式で表せるのであれば、(5)式のように望ましい政策金利（政策反応関数）を求めることが可能である。

$$y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \eta_{t+1} \quad \dots (4)$$

$$i_t = \pi_t + \frac{1-c}{\beta_2 \alpha_1} (\pi_t - \pi^*) + \frac{1-c + \beta_1}{\beta_2} y_t \quad \dots (5)$$

$$\text{ここで、} c = \frac{\lambda}{\lambda + \delta \alpha_1^2 k}$$

(4)式で、 i は政策金利、 η は需要ショックを表す。(4)式は、GDPギャップが、前年のGDPギャップと実質金利に依存することを意味する。(5)式は政策金利がインフレ率の目標からの乖離とGDPギャップに依存するという意味で、係数の大きさの違いを除けば、テイラー・ルール (Taylor [1993]) に等しい。

Svensson (1997a, 2003, 2005) や Woodford (2005, 2007a,b) らは、(5)式のテイラー・ル

ールで表されるような利子率ルール (instrumental rule)よりも、(3)式で表される目標の基準を重視している。その理由は、「頑健性」と「柔軟性」にある。「頑健性」を持つ理由は、(5)式のテイラー・ルールを導出するためには、(3)式の導出より一つ多くの式 (すなわち IS 曲線(4)式) を追加する必要がある、その分だけ、(3)式の方がより平易であるからである³。「柔軟性」に関して、Svensson (1997a, 2003) は、経済構造の変化やショックに関する新たな情報が入るたびに、(3)式に基づく政策では「柔軟」に政策反応を改定することが可能となるが、利子率ルールではそうすることができないと論じている^{4,5}。

2-3 柔軟性：先行研究の定義と本稿の定義

Svensson (1997a,b) など IT の理論・実証研究においては、「柔軟性」という言葉は、以下の2つの意味で使われている。本稿においても柔軟性という言葉を用いるので、ここで定義しておく。

先行研究における「柔軟性」の第1の定義は、金融政策の目的となる損失関数のウェイト λ が正となることである。これは、Svensson (1997b) が提唱した考え方で、金融政策の目的は、物価安定だけでなく、その他の要素 ((2)(3)式では GDP ギャップであるが、一般的にはそれだけとは限らない) にも依存するという意味での柔軟性である。逆に、 λ がゼロとなるような IT は、「厳格」(Strict) な IT と呼ばれている⁶。

³ 上の例のようなモデルの構造式が完全にバックワードという仮定を緩め、モデルに将来の期待の項を含めた場合についても、利子率ルールと比べて目標の基準は比較的頑健な形で表される (Woodford [2007a,b])。一方テイラー・ルールは、上記セットアップの下では最適な政策となるが、フォワード・ルッキングなモデル等においては最適性を満たさないことが多い。

⁴ 包括的な実証分析として知られる Bernanke et al. (1999, p.4 p.6) も、「IT は、金融政策のルールというよりはフレームワークである。」「實際上、IT は、私たちが制約付きの裁量政策 (Constrained Discretion) と呼ぶ環境の中で、金融政策を実施することを許容するフレームワークを提供する。IT は、中央銀行に概念的な構造と内在した規律を課すことによって、すべての柔軟性を失うことなしに、ルールと裁量とそれぞれの利点を兼ね備えることができる」と論じている (Bernanke and Mishkin [1997]も同様)。

⁵ 利子率ルールは有用であるとの反論もある。例えば、McCallum and Nelson (2005) は、Svensson (2003, 2005) の主張を批判し、IT における目標の基準はモデルのセットアップに依存することや、平易な形で書かれた利子率ルール (例：テイラー・ルール) は、不確実性の下で頑健であることを示している。Taylor (2007) は、「IT の下でも、政策担当者は、依然として政策金利を決定しなければならない。ルールに関する研究が続けられなくてはならない理由は、ルールは、金融政策の基本原則を有しているからである」と述べている。しかし Taylor (2007) は同時に、「IT と利子率ルールは、二者択一というよりは補完的である。Svensson (2005) と McCallum and Nelson (2005) の論争は、IT と利子率ルールの間的重要な違いを示すものであるが、IT と利子率ルールが互いに排他的と見なすと、実際の政策における重要な側面を見逃してしまうことになる。例えば、Woodford が提唱する IT に近い政策を実施している、英国・ノルウェー・スウェーデンでは、利子率ルールは政策決定のクロス・チェックとして機能している」と論じている。

⁶ Svensson (1997b) は、柔軟でなく厳格な IT を実行すると、物価安定のために過度に積極的に政策を実行することになるため、金利や為替レートなど操作変数が大きく変動し、非生産

先行研究における「柔軟性」の第2の定義は、損失関数を所与として、裁量の要素を備えた政策運営を行うという意味である。これは、Svensson (1997a) らによって、(3)式の目標の基準と整合的になるように行う政策を、(5)式のルールと比較する場合に提起された考え方であり、彼らは、前者の政策によって、経済構造の変化やショックに関する新たな情報が入るたびに臨機応変な対応ができると論じている。柔軟な政策運営の下では、政策判断は、当期のインフレ率、先行きのインフレ率だけでなく、他の諸々の要素にも依存することになる。

このような定義の違いのため、理論的な論文では、同じIT採用国の政策運営が柔軟であるとされたり、ないとされたりする可能性がある⁷。しかし実務的にはこのような違いを論じることは困難であるし、生産的でない場合もあるかもしれない。

そこで、本稿では、特に必要な場合を除いて、「柔軟性」を、物価安定以外にも配慮した政策という意味で用いることとする。損失関数で考えるのであれば第1の定義と整合的であり、実際の運用を考えるのであれば、当期ないしは先行きのインフレ率のみに依存した政策でないという意味で第2の定義とも整合的である。

2-4 透明性：意義を巡る議論

ITの実証・理論研究を主導した多くの著名な研究者（例えば、Mishkin, Svensson, Woodford）は、共通して、ITの実行には透明性が不可欠と議論している。その理由は、①民主的要請、②政策効果を高めるため、③信認を通じた効果が存在するためである。特に経済学的に重要となってくるのは、②③である。

②に関し、Woodford (2005) は、「民間が最大限中銀の行動を理解するようにすることは、民主的要請—中銀が政策実行の実質的な自主性を付与されているのならば、これだけで素晴らしい理由であるが—からだけでなく、金融政策を最も効果的にするために重要である。これは、政策についての期待が重要であり、それ以外は現状においてほとんど重要でないからである。」「中銀が経済・物価に影響を与えられるかは、単にオーバーナイト物金利の水準でなく、将来のオーバーナイト物金利経路に関する市場期待に影響を与えられるかに大きく依存している」と論じている。これは、上記Svensson (1997a) のモデルをフォワード・ルッキングモデルに拡張した、いわゆるニュー・ケインジアン経済学 (Woodford [2003]) に即した論拠と言える。

的となる等の理由を挙げ、政策運営は柔軟であるべきと論じている。また、実際の政策運営は柔軟であるとも論じている。伊藤・林 (2006, 第1章) は、 λ がゼロとなるようなITを「原理主義的インフレ・ターゲティング」と呼び、「なかでも特に重要なのは、インフレ・ターゲティングが、たんに現在のインフレ率を、何が何でも目標値に近づける『原理主義的』なルールではない、ということである」と論じている。

⁷ 例えば損失関数のウェイト λ がゼロの場合の政策運営について議論する場合、第1の定義では柔軟ではないが、第2の定義では柔軟となるというような解釈の違いが出てくることになる。

③に関し、Mishkin (2007, Chap. 5) は、「インフレ目標を明示的に表明することによって、信認を高め、インフレ期待をアンカーすることができる。これによって低く安定したインフレ率を達成するばかりか、生産のボラティリティも小さくすることができる。」「透明性とコミュニケーションは、特に事前に発表され明示的に定義されたインフレ目標の達成に成功したことを示すことによって、中銀の独立性や中銀の政策に対しての大衆の支援を勝ち取るのに役立つ」と論じている。現 BOE 総裁である King など BOE エコノミストは、BOE が金融政策に関する法的独立性を政府から与えられる以前から、「物価安定による便益について啓蒙することで社会厚生を増すことができ、分析の一貫性・説得性を判断する材料を提供することによって中銀の評判と信認を高めることができる。」「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 (Briault, Haldane and King [1996])^{8,9}。

②③の理由から、Svensson (1997a, 2003)、Woodford (2005, 2007a,b) ら IT を主導してきた経済学者の多くは、中銀の目標（損失関数、目標の基準）の公表や先行きの金利経路の公表を主張している¹⁰。目標に関する望ましい透明性の実例として、Woodford (2007a,b) は、ノルウェー銀行が明示しているストラテジーのうち、「インフレ率と稼働率が適当なバランスを保つようにすること」という条項を挙げている。

一方で、透明性向上による弊害も指摘されている。例えば、Mishkin (2007, Chap. 5) は、過度の透明性は、市場とのコミュニケーションを複雑化し中央銀行に対するサポートを弱める（KISS <Keep It Simple Stupid>原理を破る）恐れがあると論じている。このため彼は、損失関数の公表と金利経路の中位値のみの公表に否定的である^{11,12}。

⁸ この③の理由は、信認の高まりによって大衆の支援を得られるという意味では1つめの理由（民主的要請）と重なるものであり、同時に信認の高まりがインフレ期待をアンカーし経済・物価の安定に資するという意味では②（政策効果の向上）とも重なるものと言える。もっとも上述の Woodford (2005) による主張は、将来の金利経路のみに着目したものであり、その論拠は異なる。

⁹ 「信認」の定式化が困難なこともあって、②と比べて③の理論的貢献は多くなく、標準的な理論的骨組みが存在する訳でもない。しかし、1980年代に盛んに行われたインフレ・バイアスに関する研究 (Barro and Gordon [1983]など) を受ける形で、透明性の強化によって、如何に信認を高めインフレ・バイアスを除去していくかについての理論的研究も幾つかなされている (例えば、Cukierman and Meltzer [1986], Cukierman and Liviatan [1991], Faust and Svensson [2001], Jensen [2002], Geraats [2005], Walsh [1999, 2003 8.3 節])。

¹⁰ Svensson (1997a, 2003) は、高い透明性によって、中銀内における目標達成に向けての集中を高め、より一貫した政策の実行と過去の政策に関するより精緻な内部評価を可能にするほか、透明性の高いコミュニケーションは、より精緻な外部のモニタリングと評価も可能にし、それによって中銀の目標達成に向けてのインセンティブを高めることができると論じている。

¹¹ もっとも Riksbank へ提言していたように、先行きの金利経路の公表自体には反対ではなく、ただ不確実性に関する説明が重要との立場である (Giavazzi and Mishkin [2006])。

¹² Walsh (2008) は、IT には謙虚さ (modesty) が大事であり、コミュニケーションによって、インフレ期待をアンカーするだけでなく、金利経路を公表して期待を操作 (steer) しようとすることは、あまりにも野心的すぎると論じている。

また、Morris and Shin (2002, 2005) は、高い透明性によって市場の価格発見機能が失われ、社会厚生が低下すると論じている。この問題は、中銀の予測能力が民間より劣るほど、深刻となることが理論的に知られているが、Svensson (2006) は、現実的な理論モデルの設定では、透明性が向上すれば社会厚生は上昇すると反論している。

2-5 資産価格変動に対する対応

2000年頃から、住宅価格の急激な上昇、グローバル・インバランスの拡大を背景に、資産価格変動とその巻き戻しに関する懸念が広がっていた。ITの枠組みを保った上で、どのように資産価格変動に対応するかに関しては、識者によって大きく意見が分かれている（表1）。

ITの実証・理論研究を主導した多くの研究者は、物価・実体経済の変数に加えて資産価格を考慮することによる追加的便益が小さいことや、資産価格バブルの識別が困難であること等を指摘し、ITの枠組みの変更に否定的な見解を表明している。例えば、Svensson (2003) は、「ITにおいては、資産価格はインフレ率とギャップに影響を与えると予想される部分においてのみ政策に影響を与える。」「資産価格は目標でも損失関数の要素でもない。言うまでもなく、たいていの現実的な状況の下では、資産価格変動がもっともらしいファンダメンタルズの期待によるものか、バブルによるものか、そして金利経路の調整を促すようなインフレ率やGDPギャップへの反動があるか、を判断することはとても難しい。」「私は、中銀の政策反応関数、例えばテイラー・ルールの修正について議論するのは生産的でないと信じている」と論じていた。

一方、一部の学界、国際機関（BISや最近ではIMF）は、タイム・ホライズンの延長という形でのITの修正を主張している。例えば、BISのWhite (2006) は、「金融的なインバランスの蓄積が多くの年数を経て物価にもたらす影響を十分に見極めるために、政策のホライズンは（1-2年）より長くとるべきである」と論じている。

3. インフレーション・ターゲティングの枠組み

ニュージーランド・カナダ・英国・スウェーデンの4中銀のITの変貌とその背景を調べる前に、本節では、準備として各国において、ITがどのような制度に則り、どのように運営されているかを概観する。ここでは、ITの運営を、①制度（法律・目的・人事・政府の関与）、②インフレ目標の設定、③経済・物価見通しの公表、④金融政策の決定と将来の政策に関する情報発信、の4段階に分けて整理する（表2～5）¹³。以下、特段の説明がない限り、2008年3月の情報を基にしている¹⁴。

¹³ ここでの分類は、Geraats (2002) や Eijffinger and Geraats (2006) に近い。

¹⁴ 資料は各国中銀ディスクロージャー資料を中心に用い、以下の文献も参考にした。Bernanke and Mishkin (1997), Bernanke et al. (1999), Siklos (1999), 日本銀行企画室 (2000),

3-1 制度

表2は、ITを含めた金融政策運営を裏づけする制度をまとめたものである。各国中央銀行法（表2、1行目）において、中央銀行・金融政策の主な目的は、カナダ以外では、物価の安定と定められている（表2、2行目）。カナダでは、物価安定は生産活動・貿易・雇用の安定と並んだ目的の一つに過ぎない。ニュージーランドの中央銀行法では、具体的な目標については、Policy Targets Agreement（以下PTA）で定められることになっている（表2、5行目）。

金融政策を担当する中銀役員人事についてみると（表2、3行目）、総裁とその他の委員（以下、委員）については、スウェーデンでは議会が、その他の国では政府が、実質的な人事権を有しており、任期は3～7年の間にある。

金融政策決定への政府の関与についてみると（表2、4行目）、金融政策の決定は、4中銀に委ねられているが、スウェーデン以外では、幾つかの条件を満たせば政府の関与も認められている。

—— 例えばニュージーランドでは、政府がPTAを覆すことも可能である。すなわち政府は異なる経済目的のために金融政策を実施するように中銀に指示を与えることが12ヶ月の間ならば可能である。12ヶ月経つ前に新しいPTAが交渉によって締結されなければならないが、もしPTAが交渉によって決まらない場合には、総裁は罷免され得るとされている（RBNZ [2007a]）。カナダでは、財務大臣と総裁との間で定期的な協議を行うことが定められているが、そこで意見の相違があった場合、財務大臣は、総裁と協議のうえ、総督¹⁵の承認を得て、総裁に対し、条件および期限を明示して、書面により金融政策に関する指示を行うことができる。BOCは当該指示に従わなければならない。英国でも、公益のため、極端な経済状況により必要とされると判断した場合には、財務省は、総裁と協議の上、命令により金融政策に関してBOEに指示することができる」とされている。

3-2 インフレ目標の設定

表3は、インフレ目標の設定に関する事項をまとめたものである。ITの導入時期をみると（表3、1行目）、ニュージーランドが最も早く1988年4月となっている¹⁶。ITの導入を中銀・政府のうちどちらが宣言したかは国により異なっている。ニュージーランドと英国では財務大臣が導入を宣言した一方、スウェーデンでは中銀自らが

Mishkin and Schmidt-Hebble (2001), Fracasso et al. (2003), Kuttner (2004), Berg (2005), Roger and Stone (2005), Eijffinger and Geraats (2006), Claussen (2007), Kahn (2007), Mackie et al. (2007).

¹⁵ 総督（Governor in Council）は、実質的には内閣の助言に基づいて権限を行使する。

¹⁶ IT開始時期については、中銀が明示している場合を除き、実際の運用が始まった時期としている。ニュージーランドでは、実際の運用は1990年3月からである。

IT 導入を発表した。カナダでは、財務大臣と総裁が共同で導入を宣言している。

インフレ率の目標値についてみると（表 3、2 行目）、各国とも目標（の中心）は 2%となっている。ただし、ニュージーランドではレンジ、英国では点となっている。カナダでは中心とレンジ（1-3%）を並列に表記し、スウェーデンでは中心から±1%の乖離を許容するとしている¹⁷。

物価指数としては（表 3、3 行目）、消費者物価指数（CPI）の総合（ヘッドライン）インフレ率が採用されている。ただし、実際の運用においては、4 中銀とも様々なコア指数も参考にしている¹⁸。

タイム・ホライズンをみると（表 3、4 行目）、各国とも、2 年程度のタイム・ホライズンを設定し、先行きのインフレ率の安定を目標とすることとしている。

インフレ目標の決定主体についてみると（表 3、5 行目）、英国では財務大臣、スウェーデンでは中央銀行となっている。ニュージーランドとカナダでは、両者が協議して決定することになっている。

目標を達成できない場合の説明責任のあり方をみると（表 3、6 行目）、ニュージーランドでは、その原因、対処法、先行きの予測を Policy Statement で説明することとなっている¹⁹。英国では、インフレ率が 1-3%の範囲を超えた場合、財務大臣に原因と対処法を公開書簡で提出することが求められている。カナダとスウェーデンでは、目標を外した場合の措置は明文化されていない。

目標の改定頻度をみると（表 3、7 行目）、ニュージーランドでは、PTA は総裁就任時に改定されることとなっている（9 条(1)）が、その間にも改定が認められており（9 条(3-4)）、実際には総裁就任のタイミングより頻繁にこれまで計 8 つの PTA が結ばれている。カナダでは目標は 5 年毎に改定される。英国・スウェーデンでは特に定められていない。

3-3 経済・物価見通しの公表

表 4 は、各国の経済・物価の見通しの公表についてまとめたものである。4 中銀と

¹⁷ BOC の Thiessen 総裁 (1994) は、当時、インフレ率を精密にコントロールすることは不可能なので、目標は点ではなくレンジで表されていると話している。Berg (2005) では、カナダもスウェーデンも目標は点として分類されている。

¹⁸ ニュージーランド (1999 年 6 月まで)、カナダ、スウェーデンの CPI は、モーゲージ金利の影響を受けるため、インフレ率の上昇（下落）に対して実施した利上げ（下げ）が、一見インフレ率の更なる上昇（下落）を招いたように誤解される可能性があることには注意を要する。

¹⁹ ニュージーランドでは、目標を外した場合、総裁罷免の可能性があるとされている。しかし、1997 年 12 月と 2002 年 9 月の PTA 改定によって、明示的な免責条項が削除され、足許ではなく medium-term のインフレ率安定を目標とすることが定められた結果、総裁罷免の可能性は実質的に消滅している。

も、名称こそ異なるが定期刊行物（以下、レポート）において（表4、1行目）、先行き2-3年の実質GDPとインフレ率予測値を公表している（表4、2・3行目）。RBNZとRiksbankは、公表する変数の数が多く、GDPギャップ・失業率の予測値も公表している。

経済見通しの前提となる金利についてみると（表4、4行目）、BOE以外では、内生金利を前提としている。BOCでは、標準的な政策反応関数を用いているとされているが、その内生金利は公表されていない。RBNZとRiksbankは、規範的な視点から目標を達成するような金利の先行きを想定に用いている²⁰。また、4中銀は、予測に用いるモデルを公開している（表4、5行目）。これらは、民間の合理的期待の要素を取り込んだモデルとなっており、2-1節で説明したモデルを拡張したものと考えられる。実際の作業では、4中銀とも、モデル以外から得られる情報も織り込んだ予測を行っている。

リスクの説明についてみると（表4、6行目）、RBNZとBOCは、文章のみでリスク評価を行っている。BOEは、更にファンチャートを用いて、リスクの幅を示しているほか（図5）、異なる想定金利に基づく予測経路も公表している。Riksbankも、ファンチャートを用いているほか、異なるシナリオにおける予測経路も公表している（図6）。予測主体は（表4、7行目）、RBNZでは総裁であるが、他の中銀では委員会となっている。BOCは、レポートの公表が最も遅い（表4、9行目）。

3-4 金融政策の決定と将来の政策に関する情報発信

表5は、金融政策の決定と将来の政策に関する情報発信についてまとめたものである。政策決定の頻度は（表5、1行目）、年6~12回の間にある。

政策決定方式をみると（表5、2行目）、RBNZでは総裁単独で²¹、BOCでは法律上は総裁であるが運用上は委員会のコンセンサスで、BOEとRiksbankでは委員の投票によって行われている。委員数は（表5、3行目）、RBNZを除いて6ないしは9人となっている。議事要旨と個人毎の投票行動は（表5、4・5行目）、BOEとRiksbankでは2週間後に公表されている。

政策発表・レポート公表の時期をみると（表5、6・7行目）、決定された政策は、即日または翌日朝に公表され、レポートは、政策発表後、同日から約1週間のうちに

²⁰ Riksbankは、「実体経済・インフレ率が過度に変動することなく、2年後のインフレ率が目標に近づく」という意味で、金融政策が”well-balance”するような金利を用いると明示している。

²¹ RBNZは、総裁個人のインフレ目標達成に関する説明責任を重視する立場から、今日でも委員会による金融政策の意思決定を採用していない数少ない中央銀行である。この背景について、Sherwin 副総裁（1999）は、1980年代のニュージーランドの行政改革全体の流れの中で、政府が政策決定を総裁個人に委ねる見返りに、総裁とインフレ目標を明記した契約を結ぶことになったと論じている。

公表されている。

BOE を除く 3 中銀では、毎回の会合毎に、公表文が発表されている（表 5、8 行目）。BOE では、政策に変化のあったときのみ、公表文が発表される。記者会見は（表 5、9 行目）、Riksbank では毎回の会合毎に行われているが、BOC では行われていない。RBNZ と BOE は、レポート公表時に記者会見を実施している。

先行きの政策金利の公表についてみると（表 5、10 行目）、RBNZ では、先行きの 3 ヶ月物金利の経路を公表している。Riksbank では、先行きの政策金利経路を公表しているほか、金融政策スタンスが異なる場合や金融市場にストレスがかかった場合など異なるシナリオにおける金利経路も公表している。BOE では、異なる想定金利に基づく予測を示すことによってある程度政策の先行きを示唆している。BOC は、先行きの政策金利の公表を行っていない。

3 節の分析によれば、IT の枠組みの詳細は 4 中銀毎に区々である。この点は、各国中銀の金融政策に関する透明性指数を作成した先行研究で、4 中銀に対する評価に差があることから確認できる（表 6）。4 中銀の中で BOC の透明性が低いとの評価は、指数間で共通である。

4. インフレーション・ターゲティングの変貌

本節では、ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンの 4 中銀に共通していると思われる、IT の変貌とその背景について報告する。各国の差異を含めた詳しい事例については、補論を参照されたい。

4-1 経済・物価情勢の概観

IT 変貌の背景となる、各国の経済・物価情勢を確認するために、IT 導入以前の 1985 年から 2007 年までの政策金利・インフレ率・GDP ギャップの推移を図示する（図 1,2）。この図から読み取れるポイントは大きく以下の 2 つである。1 つめは、IT の導入を境にインフレ率が低下していることである。

この事実は、IT の導入によってインフレ率が低下した、つまり、IT が成功した、と解釈できそうである。しかし、この解釈には、有力な反論がある（Blinder et al. [2008], Walsh [2008] によるサーベイ参照）。なぜなら、IT の導入がインフレ率を低下させたのか、それとも高いインフレ率が IT の導入を招いたのかをデータから統計的に識別するのは難しいからである²²。さらに、統計分析の結果は、比較にあたって、一国の

²² Bernanke et al. (1999) や伊藤・林 (2006) は、各国はデイスインフレの過程で IT を導入していることを指摘している。

IT 導入の前後のデータを分析するのか、あるいは、IT の導入・非導入国のデータから差異を検出するように分析するのか、という分析手法にも影響される。こうした事情から、インフレ期待・インフレ率・インフレ率予測の不確実性などへの IT の影響を分析した実証研究は多いが、その対象国、分析手法に応じて結論は区々となっている。しかし、IT のインフレ期待への影響に関して言えば、Walsh (2008) は、IT の非導入国よりも IT 導入国において、インフレ期待がより強くアンカーされていると論じている。

2 つめのポイントは、インフレ率がしばしば目標レンジを逸脱しているということである。総合（ヘッドライン）とコアを併せてみると、ニュージーランドでは 1995～96 年、2000～01、2006 年にかけて、カナダでも 2003 年に目標レンジを上回っている。英国では、2007 年まででは一度、2007 年 3 月に目標の閾値を上回っている。逆にスウェーデンでは 1997～2000 年、2004～06 年に目標レンジを持続的に下回っている。目標レンジからシステムテックな乖離が見られるような状況下で 4 中銀がどのような政策運営を行い、政府への説明と市場との対話を行ったか、との点を調べることは、4-2 節、4-3 節で示すように、IT の変貌とその背景を明らかにする上で有用である。

4-2 厳格な政策運営の試み

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 1,2）。1986～90 年の長期金利（10 年物）は、4 ヶ国とも 10%以上であった（表 7）。

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、デイス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、表 8）、英国では中銀の法的独立性が担保されておらず、政策金利の決定権は英国中銀ではなく財務大臣にあったこともあって、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（表 7）。政財界などからは、急速なデイス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。

—— ニュージーランドでは、デイスインフレを達成するために採られた高金利政策に対する批判が広まり、1994～96 年には、ヘッドライン・インフレ率が目標レンジを上回る中で、総裁罷免や目標レンジ拡大の議論が高まっていた（Financial Times [1995], Brash [1996], Bernanke et al. [1999, p.108-9]）。

—— Economist (1995a,b) 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。

学界では、インフレ・バイアスに関する理論的研究 (Barro and Gordon [1983], Rogoff [1985], Walsh [1995]など) が進み、インフレ期待の不安定化を防ぐために中銀が物価安定に向けて厳格な姿勢を示すことが必要との見解が広まっていた。

—— 1994年8月、当時FRB副議長であったBlinderは生産とインフレ率の間の短期的なトレード・オフの存在を指摘し、物価安定だけでなく景気についても注意を払うべきと述べたところ、中央銀行員・メディアから激しい批判を浴びている (Newsweek [1994], Mishkin [2007 p.101])。

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 (表9)。しかし、こうした政策運営は政府の意向で修正させられた場合もあった。

—— 例えばRBNZのSherwin副総裁(1999)は、RBNZ Bulletinの”Inflation Targeting: 10 Years on”と題した論文で、「RBNZの目標へのコミットメントと、総裁個人がそれを達成するアカウンタビリティを対外的な積極的情報発信で強調することを通して、インフレ期待全般に影響を与えるRBNZの役割もあって、IT開始間もなく、目標は強い拘束力を持つものと (hard-edged character of targets) 考えられた」と論じている。しかし、ニュージーランドでは、緩和的な金融政策を誘導するため、PTAが政府によって何回か改定させられている。RBNZは目標レンジの上限引き上げに反対していたが (Archer [1995], Mayes and Chapple [1995])、1996年12月には、PTA見直しによって、目標レンジの上限が2%から3%に引き上げられ、実体経済に配慮することが明記された。

—— BOEのGeorge総裁は、物価安定を実現するために緊縮的な政策が必要であることを、Clarke財務大臣に対して繰り返し助言していた。しかし、1997年以前の英国の金融政策は財務大臣によって決められていたため、総裁の助言にも関わらず、緩和的な政策がしばしば実施されていた。例えば、1995年5月には、総裁が利上げを助言したにも関わらず、財務大臣は金利を据え置いた。1996年6月には、総裁は反対したが、財務大臣は利下げを決定した。

4-3 「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策運営の実施

1990年代後半頃になると、デイスインフレが進み、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（図1,2）。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（表7）。

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導入以降、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。デイスインフレを実現し、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。二つめは、金融政策の透明性の向上である（後述）。三つめは、1990年代中期にかけて、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（表8）。四つめは、中銀の法的独立性の強化である。例えば英国では、1997年に政策金利決定権を財務大臣からBOEに移すことが発表されている。

また同じ頃、Svensson (1997a) や Bernanke et al. (1999) など、ITのあり方に関する理論的・実証的研究が進展した（2節参照）。

このような背景の下、4中銀は、自発的に、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、①足許よりも中期的な物価安定を重視する「フォワード・ルッキング」かつ、②実体経済など物価以外の動向にも明示的に配慮する「柔軟」な政策を実施する姿勢を鮮明にした（表10）。こうしたITの変貌は、制度面の変化というよりもむしろ運用上の変化を伴っていた。RBNZでは、PTAの見直しによって、足許のコアから中期的な総合インフレ率を目標にするような制度変更が行われたが、他の3中銀では、目立った制度変更は行われていない。

—— RBNZのSherwin副総裁は、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。

—— RiksbankのBäckström総裁は、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。

—— RBNZでは、1997年12月のPTA見直しで、目標からの乖離に関する(免責)条項が削除され、代わりに外的要因に対して総合的なインフレ圧力が高まるのを防ぐという表現に改められた。これは、目標となる物価指数がコアから総合インフレ率に変わったことを示唆している。2002年9月のPTA見直しでは、medium-termのインフレ率を目標とすることが定められ、足許から中期的なインフレ率を目標とするようになった。

4 中銀による実際の政策運営をみても、「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策が採られていることが分かる。すなわち4中銀は、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たが、実体経済に及ぼす影響を鑑みながら、先行きの物価・経済を安定化するような政策を実行した。

—— 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(図4上段)。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(図4下段)。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RBNZ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。さらに、利下げの根拠となった物価・経済見通しは、RBNZ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(図4の見通し(projection)部分)。RBNZ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、RBNZ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、インフレ率の見通しが目標レンジの中央を上(下)回っている期間は、GDPギャップの見通しがマイナス(プラス)となっている。これは2-2節で紹介した「目標の基準」と整合的な政策、すなわちフォワード・ルッキングかつ柔軟な政策を実施している例と解釈可能である。

—— 英国では、2000年8月、足許のインフレ率は2%近くであったが、金利不変の前提の下、2年後のインフレ率の見通しの中心が約2.7%と目標の2.5%を上回る見通しであった。一方、実質GDP成長率については、やや減速する見通しであった(図5上段)。このような状況下、BOEは金利据え置き(利上げしないこと)を決定した。また、2005年8月、足許のインフレ率が原油高と稼働率の高まりを映じて目標を上回り、先行きのインフレ率も、市場の予想金利(利下げ)を前提とすると目標を上回り続ける見通しであった。一方、実質GDP成長率をみると、足許、経済の減速が鮮明になっており、先行きについても今後約1年間は緩やかなものに止まる見通しであった(図5下段)。このような状況下、BOEは利下げを決定した。

4-4 資産価格変動への配慮

2000年頃からは、一般物価が安定している中であって、住宅価格などの資産価格が大きく変動しており、資産価格バブル発生の懸念や、その巻き戻しによって実体経済が大幅に変動し、金融市場・金融システムの安定性が損なわれる危険が高まってい

た。図3は、一般物価（ここではCPI）と、資産価格として4中銀のレポートで引用されることの多い住宅価格の推移をプロットしたものである。各国ともこの10年、住宅価格が大きく上昇しており、特にニュージーランド・英国では住宅価格は2000年の2倍以上となっていることが分かる。

このような背景の下、4中銀は、ITの枠組みの中で物価安定に向けてより柔軟に、資産価格変動も考慮に入れた総合判断的な政策運営を実施する態度を示した。すなわち、4中銀は、物価や実体経済だけでなく資産価格にも配慮することが、長期的にみた経済・物価の安定につながり、そのためには、長めのタイム・ホライズンが時によって必要であることを説明している（表11）。

—— BOCにおいては、2006年の定期的な目標見直しの際に、そのバックグラウンド・ペーパーにおいて資産価格への言及がなされている。そこでは、「1990年代後半から2000年代初めにおけるBOCの見方は、中銀コミュニティのコンセンサスと一致しており、中銀が資産価格に焦点を当てるのは、それが将来の生産や物価に追加的な情報を与える場合に限られ、現在の金融政策の枠組みの中で反応するべきというものであった。2000年代初めから、そうしたコンセンサスに僅かな動きが起きている。タイム・ホライズンに関して、幾らかの柔軟性が必要となってくるかもしれない。これによって、通常のホライズンにおけるインフレ率に何らかの犠牲を払うことになるかもしれないが、より長いホライズンで、金融・経済・物価の更なる安定を達成することができるであろう。例外的な状況では、資産価格変動に反応し、インフレ率が目標に戻るまでのホライズンを延長することが適当であるかもしれない。しかしBOCは、たいていの場合、現行の6-8四半期の時間軸は依然適切であると結論づけた」と説明している（BOC [2006]）。

—— タイム・ホライズンの延長と絡んで、レポートの予測期間は、BOEでは2004年8月に、Riksbankでは2005年3月に、2年から3年に延長されている。

RiksbankとRBNZでは、実際に、住宅価格上昇に配慮して利上げが実施されている。

—— 2006年1月、Riksbankは利上げを実施したが、この時の議事要旨では、「住宅価格と家計の借入が急速に伸び続けていることを考慮に入れる理由もまた存在する。その理由は、もしこの動きがこれまでと同じ速いスピードで続くのであれば、将来成長と雇用が大きく減退するリスクが存在するためである」と記述されている。4月、Ingves 総裁（2006）は、「The Inflation Target and Monetary Policy」と題するスピーチで、「今年初めの金利決定の背景には、（住宅に関わる）リスクが、利上げを数ヶ月遅らせないことの一理由の一つとして考えられたことがある」と述べている。5月には、金融政策ストラテジーが発表され、資産価格や他の金融変数を考慮に入れることが明記された。

—— RBNZのBollard総裁は、2007年3月利上げを決定したが、プレスリリース

の中で、最近の住宅価格と国内景気の強いモーメントに懸念を表明し、その巻き戻しが中長期的なインフレ率に大きなリスクをもたらすと指摘している。

—— BOE が住宅価格に反応したことを示す明確な証拠は確認できなかったが、2003年11月から2004年8月までの利上げに関しては、BOEのプレスリリースや議事要旨において住宅価格上昇への言及が見られるほか、Financial Times (2003, 2004) は、住宅価格上昇を利上げの重要な根拠に挙げている。

以上見てきた各国の事例は、足許の物価安定に向けて厳格な運営から、「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策運営への変貌と要約できる。この変貌の背景には、(1) 経済に発生したショックの大きさ、ショックの内容（一時的か持続的か、需要ショックか供給ショック等）だけでなく、(2) 政治的背景（財政赤字の大きさ、法律上の中銀の独立性など）や、(3) ITの枠組みに対する信認の強さがあった。そして(3)の信認の強さは、法律上の中銀の独立性が高まったことに加えて、4中銀が自身の行動と説明を通して、インフレ目標を達成していくことによって培われていった²³。

4-5 金融政策の透明性の向上・強化

ITの運営方法が変化していく中で、金融政策の透明性も大幅に向上・強化されている。まずIT導入当初についてみると、4中銀は、レポートやスピーチなどを通して、物価安定の意義・政策判断の根拠などを丁寧に説明した。このような透明性向上の背景には、透明性が4中銀の政策運営に対する批判への防御策として機能し、ITの枠組みに対する信認を確立する助けとなっていたことが挙げられる。

—— 例えばRBNZのBrash総裁は、平易な言葉で書かれた小冊子を配布し、ITは何故経済成長を阻害しないのかを説明した (Economist [1998])。

—— 英国では、BOE総裁と財務大臣の間には、意見の対立が頻繁に見られたが、BOEはレポートなどを通して積極的に判断の根拠を示すことで、BOEの独立性への支持を集めていった (Roll et al. [1993], Economist [1996c])。現BOE総裁であるKingなどBOEエコノミストは、BOE Quarterly Bulletinの”Central Bank Independence and Accountability: Theory and Evidence”と題した論文の中で、「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 (Briault, Haldane and King [1996])。

インフレ期待が安定化し、デフインフレが達成された後も、4中銀は、透明性を

²³ この点、Walsh (2008) は、金融政策環境は3つの側面—制約 (constraints、例としてフィリップス曲線)、目的 (objectives)、信認 (beliefs、例として、政策運営が裁量かコミットメントか否か、発言は信用されるか否か) —によって特徴付けられると論じており、本稿の考えに近い。

強化している。4 中銀は、信認が再び失われることのないように、フォワード・ルッキングかつ柔軟な政策についての説明を行い（前掲表 10）、政策判断の根拠となる見通しやモデル、議事要旨・投票結果、そして先行き金利経路の公表なども行っている。資産価格変動に対しても、4 中銀は、これに取り組む姿勢を明らかにし（前掲表 11）、レポートでは予測期間の延長を行っている。

- Eijffinger and Geraats (2006) や Dincer and Eichengreen (2007) によって作成された透明性指数を時系列でみると、1998 年以降、BOC を除く 3 中銀で指数が上昇している（表 12）。
- 委員会における議事要旨や投票結果は、BOE では 1998 年から、Riksbank では 1999 年から公表されている (Bäckström [1999a])。先行きの金利経路は、RBNZ では 1997 年から、Riksbank では 2007 年から公表されている（図 6）。
- 資産価格変動への配慮に関連し、レポートの予測期間は、BOE では 2004 年 8 月に、Riksbank では 2005 年 3 月に、2 年から 3 年に延長されている。BOC は、2006 年の目標見直しに関するバックグラウンド・ペーパー (BOC [2006]) で、「ホライズンを調整する必要があると判断された状況では、BOC は、コミュニケーションを通じて、その変化の理由とどのように反応する予定であるかについて説明するつもりである」と説明している。

4 中銀における望ましい金融政策の透明性の度合いを考える際には、政治体制、経済的状况（経済・物価情勢、不確実性の大きさ、金融市場の成熟度）、信認の度合いなどの影響にも留意を払う必要があると考えられる。

- 金融政策の透明性と政治体制の関係についてみると、BOC が議事要旨や投票結果を公表していないことに関して、Chant (2003) は、地方の圧力が存在し得るため、それらを公表するか否かは国家が連邦制か否かにも依存すると論じている²⁴。
- 透明性と信認との関係について、Jensen (2002) は、理論モデルを用いて高い透明性が必ずしも社会的に望ましいとは限らないと論じている。具体的に彼は、信認が低い状態では、高い透明性は中銀の規律を高めるので社会的に望ましいが、信認が確立し、経済変動をもたらすショックが大きい状態では、インフレ率を安定化しすぎることによって経済変動が大きくなるので、高い透明性は社会的に望ましくないことを示している。
- 4 中銀は、不確実性の存在を意識した情報発信を行っている。BOE や Riksbank はファンチャートを用い（図 5、6 上段）、Riksbank は更に異なるシ

²⁴ BOC の HP によれば、正・副総裁の任命権を有する取締役 12 名については、カナダ各地の出身で地域と重要なリンクを提供することとされており、HP 上には、メンバーの写真・名前の下に出身地が掲載されている。現在の外部取締役の構成は、オンタリオ・ケベック両州出身者 2 名、他州出身者 1 名となっている。ECB においても、政策理事会に専務理事とともに各国中央銀行総裁が参加しているという点で、カナダと同様の事情に直面している (Issing [2005])。

ナリオに基づく金利経路を公表している(図6下段)。RBNZは、2002年5月、公表する予測変数の数を削減する一方で、リスクに関する文章を充実させている(Hampton et al. [2003])。

透明性強化の今日的課題の一つが、先行きの金利経路の公表である。透明性強化の動きは、金融政策を効果的にし、中銀への信認を高めるという観点から、多くの経済学者に支持されている。しかし、政策金利経路の公表だけで市場とのコミュニケーションが向上するとは限らない(表13)。

—— Riksbankは、2007年2月、金利の先行きの公表を開始するとともに(図6)、講演などの場で政策の先行きのシグナリングを減らすことを決定した(Ingves [2007a])。2008年2月、Riksbankは、前年12月発表のレポートで示唆した通りに利上げを決定したが、この決定は金利変更なし・あるいは引き下げを予想していた市場にはサプライズであり(Financial Times [2008])、Ingves 総裁(2008)によれば、利上げそのものよりもサプライズであったことに批判が集まった。市場参加者は、金利の先行きを公表したことよりも、金利変更がいつなされるのかについてのコメントが制限されたことを問題視し、Riksbankの沈黙を嫌悪している(Reuters News [2008a,b])。

5. まとめ

本稿では、ITを比較的古くから導入しているニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデンについて、経済理論との関係についての議論を交えながら、ITの変貌とその背景に関する事例研究を実施した。分析を通して得られた結論は以下のとおりである。

1つめの結論は、4ヶ国(ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデン)の中銀は、IT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たが、1990年代後半頃から徐々に、足許のインフレ率が目標から乖離するような局面でも、先行きの経済・物価見通しを参考にしながら、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ということである。さらに2000年入り後、4中銀は、導入当初1-2年されていたタイム・ホライズンを長めにすることで資産価格変動にも配慮した政策運営をITの枠組みの中で試みるように変貌を遂げた。本稿はこの変貌を、足許の物価安定に向けて厳格な運営から、「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策運営への変貌と要約する。

2つめの結論は、この変貌の背景には、(1) 経済に発生したショックの大きさ、ショックの内容(一時的か持続的か、需要ショックか供給ショック等)だけでなく、(2) 政治的背景(財政赤字の大きさ、法律上の中銀の独立性など)や、(3) ITの枠組みに対する信認の強さがあったことである。ITの導入によって、インフレ期待が即座に安定化し、長期国債へのリスク・プレミアムが低下したわけではなく、IT導入当初は

むしろ IT の枠組みに対する信認は高くなかった。このような中であって、4 中銀は、足許の物価安定に向けて厳格な政策運営を試み、金融政策の透明性を向上させてきた。その後、4 中銀を取り巻く政治的背景が好転し、4 中銀が自身の行動と説明を通して、インフレ目標を達成していくことによって、IT の枠組みに対する信認が次第に強まっていった。この間にみられたインフレ期待の安定は、再びインフレ率が大きく上昇するリスクを小さくした。このような背景の下で、4 中銀の政策運営は、足許の物価安定に向けて厳格な運営から、中期的な物価と実体経済の安定をめざす運営に変貌を遂げた。

3 つめの結論は、4 中銀による金融政策の透明性が、大幅に向上・強化されてきたということである。4 中銀は、定期刊行物や総裁をはじめとする幹部のスピーチなどを通して、物価安定の意義や政策判断の根拠（経済・物価の見通し）などを丁寧に説明してきた。また、BOE や Riksbank は、議事要旨・投票結果の公表、RBNZ や Riksbank は、先行きの金利経路の公表も行っている。このような透明性向上・強化の背景としては、特に IT 導入後においては、透明性向上策が 4 中銀の政策運営に対する批判への防御となり、IT の枠組みに対する信認を確立する助けとなっていたことが挙げられる。IT の枠組みに対する信認が確立した後でも、信認を保ち続け、市場との対話と通じて金融政策を効果的にするために、透明性は強化されてきている。4 中銀における望ましい金融政策の透明性の度合いを考える際には、政治体制（連邦制か否か）、経済的状况（経済・物価情勢、不確実性の大きさ、金融市場の成熟度）、信認の度合いなどの影響にも留意を払う必要があると考えられる。例えば、Riksbank は 2007 年 2 月に先行きの金利経路の公表を始めたが、現時点では市場参加者の間に、それが市場とのコミュニケーションの改善につながったとの評価は聞かれていない。

2007 年夏以降、国際金融市場の混乱や、原油価格・食料価格上昇という相対価格変動を伴う供給ショックに直面し、IT を通じてインフレ期待をアンカーする効果が試されるべきを迎えたとの見方がある。原油・食料価格急騰がインフレ期待の不安定化を招く危険性がある状況では、IT の導入によって、ヘッドライン・インフレ率の一時的な上昇と低下、コア・インフレ率の安定という望ましい結果をもたらすことができるかもしれない。しかし、本稿で見てきたように、IT の導入によって即座にインフレ期待がアンカーされたわけではない。一時的にせよ、インフレ率が目標のレンジを超える場合には、信認を維持するために、IT が「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な枠組みであること等、国民に対する一層丁寧な説明が要求されるであろう。

補論 各国の事例

A. ニュージーランド (RBNZ)

(1988年4月～1990年3月： ITの開始)

インフレ率とインフレ期待の高止まりを懸念していた Douglas 財務大臣は、1988年4月のTVインタビューで、インフレ率を今後数年間で0-1%に抑制する意思を表明した。これがITの開始とされる (Sherwin [1999], 発言当時副総裁<以下、肩書きは発言ないし論文執筆時点>)。その後1989年12月に新しい中央銀行法が成立、1990年2月に施行された。最初の Policy Targets Agreement (以下PTA) は1990年3月に設定され、1992年12月までにインフレ率を0-2%の目標レンジに抑制することが定められたほか、1990年4月のレポートでは、段階的な目標設定として、1990年12月にかけてインフレ率を3-5%に、1991年12月にかけて1.5-3.5%にすることが発表された。

主な事実の整理

1988年4月	ITの開始
1990年2月	新しい中央銀行法施行
1990年3月	最初のPTA設定
1990年12月	PTA見直し。インフレ率抑制の期限を延期
1994～96年	ヘッドライン・インフレ率が目標レンジの上限を上回る。総裁罷免、目標レンジ拡大の議論が高まる
1996年12月	PTA見直し。目標レンジの上限を2%から3%に引き上げ。实体经济に配慮することが明記される
1997年6月	金利、Monetary Conditions Index (MCI) の先行きを公表 予測構築にあたっては、固定金利の代わりに将来のインフレ率を目標の中心に収束させるような金利を前提とすることに変更 MCIを金融政策の操作変数に採用
1997年12月	PTA見直し。目標からの乖離に関する(免責)条項を削除し、代わりに外的要因に対して総合的なインフレ圧力が高まるのを防ぐという表現に改められる
1999年3月	操作変数としてMCIを放棄
1999年9月	CPIの作成方法変更によってモーゲージ金利が目標インフレ率から除外される
2000～01年	インフレ率は目標レンジの上限を上回っていたが、2001年3月利下げを実施
2002年5月	定量的予測が減り、金融政策に関連のある予測されないファクターに

	関する文章が増加 ²⁵
2002年8月	新総裁 Bollard の任命 ²⁶
2002年9月	PTA 見直し。medium-term のインフレ率を目標にする。目標レンジの下限を0%から1%に引き上げ ²⁷
2006年	ヘッドライン・インフレ率は目標レンジの上限を上回っていたが、金利変更なし
2007年3月	住宅価格上昇に懸念を表明し、利上げを実施

(1990年12月～1993年： PTA の改定と RBNZ による厳格な政策運営の試み)

最初の PTA は2月の運用開始後すぐ同年12月に改定され、インフレ率抑制の期限が1993年12月と1年延期された。これは、経済への悪影響を和らげたいという政府側の意図によるものであったが、メディアにも、デイスインフレによる経済への悪影響に対する懸念が存在していた。一方の RBNZ は、信認回復のために、物価安定に向けて厳格な運営を実行する意志を鮮明にしていた。

—— Bernanke et al. (1999, p.104) は、PTA の改定は、1990年10月の総選挙で IT を導入した労働党が敗北し、保守の国民党政権が誕生したこと、政府が急速なデイスインフレは経済に悪影響をもたらすと信じていたことを反映したものと論じている。

—— 政府と同様の懸念はメディアにも窺われる。NZ BBC の Brash 総裁 (1993) へのインタビューにおいて、レポーターは「インフレなしに経済成長できるのか。それは実験のようなものではないか」と質問している。

—— この頃の RBNZ の対応をみると、まず上記質問に対し、Brash 総裁は、「以前はニュージーランドにおいて実験と受け止められていたが、今は、成長とインフレの間に長期的なトレード・オフが存在しないことは国際的によく認識されていると思う」と返答している。Sherwin 副総裁 (1999) は、当時を振り返り、「RBNZ の目標へのコミットメントと、総裁個人がそれを達成するアカウントビリティを対外的な積極的情報発信で強調することを通して、インフレ期待全般に影響を与える RBNZ の役割もあって、IT 開始間もなく、目標は強い拘束力を持つものと (hard-edged character of targets) 考えられた」と論じている。Archer (1993) は、「ニュージーランドは物価安定の信認を回復する過程にあり、信認を回復するためには明確で観察できるインフレ目標が望ましい」と

²⁵ Hampton et al. (2003) は、透明性は確かに向上したが予測の公表がすべてではないとし、予測の中央値を強調せずリスクを詳しく記述する方向にシフトしたと説明している。

²⁶ Economist (2002) は、財務大臣が総裁任命にあたり RBNZ にこれまでより緩和的な政策運営を望んだと論じている。

²⁷ ”medium-term”のインフレ率が目標となったことは、1997年12月のPTA改定と合わせて、実質的な免責条項の廃止を意味している。目標レンジの下限引き上げに関しては、RBNZ は、低すぎるインフレ率によって生じる弊害を指摘している。

論じている。

(1994年～1996年12月： PTAの改定とRBNZによる厳格な政策運営の試み)

1996年12月にはPTAが再度見直され、目標レンジの上限が2%から3%に引き上げられるとともに、「持続的な経済成長・雇用・成長機会に最大限貢献できるように」という文言が加えられた。これは、インフレ率が目標レンジの上方付近を推移する中で、中銀の高金利政策に対する批判が国民と選挙を控えた政治家の間に広がっていたためである。一方のRBNZは、信認の低下を危惧し目標レンジ拡大に反対していた。

—— 当時の背景として、まず経済・物価情勢をみると、1994～96年には、ヘッドライン・インフレ率は目標レンジの上限を上回って推移していた。これは経済情勢が好転し、実質GDPが高い伸びを示していたことが影響している。1994年半ばからRBNZは金融引き締めを実施するが、ヘッドラインはモーゲージ金利上昇を映じて更に上昇することとなる。一方コアについては、RBNZは1994年に様々なコア指標に関する論文を続けて発表し、コアはヘッドラインを下回って目標レンジの概ね上方付近を推移していることを示している (Roger [1994a,b,c])。

—— こうした経済・物価情勢下における国民の反応・政治状況をみると、1994～95年には、主にヘッドラインの上昇を理由に、RBNZ外部で総裁罷免に関する論争が起こっている。しかし、総裁は辞任するつもりはないと述べると共に財務大臣も総裁を支持している (Bernanke et al. [1999, p.108-9], Financial Times [1995a,b])。続いて1995～96年にかけては、国民の関心が低インフレから高実質金利にシフトする中で、96年10月の総選挙を控え、目標レンジを広げるべきという論争が起こっている (Brash [1996], Bernanke et al. [1999, p.109])。

—— このような背景の下、RBNZは、目標レンジの拡大に否定的な見解を示していた。例えば、Mayes and Chapple (1995) は、「事前の信認が低い下では、(柔軟性と信認の間の) トレード・オフのどちらを選ぶかの誘因は、短いタイム・ホライズン—狭い目標レンジ—の方 (すなわち信認の方) にある」と論じ、Archer (1995) は、「目標レンジを広げると、潜在的に、より大きな政策の誤りを生む可能性がある」と論じている。もともとPTAは、財務大臣が総裁との協議の上に見直されたものであり、Brash総裁もPTA改定の際には、目標レンジ拡大を”modest change”と述べている (Bernanke et al. [1999, p.113])。

(1997年6月～1999年3月： MCIを操作変数とする金融政策の実行)

1997年6月から、RBNZは、MCI²⁸を金融政策スタンスを示す指標としてだけな

²⁸ MCIは、金利と為替レートを加重平均したもので、RBNZでは1996年頃から参考計数と

く、政策を実行する際の操作変数として用いていた。しかし、1997～98年にMCIに基づき金融引き締めを実施したことによって、国内景気悪化を招いたとの批判が起こり、1999年3月、RBNZはMCIを放棄した。MCIの代わりに操作変数には、金利(OCR, overnight cash rate)が用いられるようになった(Sherwin [1999], Svensson [2001])。

—— 1997年6月からRBNZは、±50bpsの範囲を付してMCIの望ましい水準もしくは経路を公表した(Svensson [2001])。MCIの利用は、小国開放経済においては金利と為替レートが共に金融政策の波及経路で重要との理解の下、政策意図について市場とのコミュニケーションを向上することを企図したものであった(Sherwin [1999])。この時から金利とMCIの先行きの公表も始まっている。

—— 1997～98年、アジア危機が発生するが、RBNZは、為替の減価を反映したMCIに基づき金融引き締めを実施した。その後国内景気が悪化し、多くの論者がRBNZを批判していた(Sherwin [1999], Economist [2000], Svensson [2001], Mishkin [2007 Chap. 3], 伊藤・林 [2006])。

(1990年代後半～2006年：「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策運営への変貌)

1990年代後半～2000年代前半になると、インフレ率・長期金利の低下が顕現化してきた(図1、表7)。こうした背景の下、政府だけでなくRBNZにも物価安定に向けて厳格な姿勢を緩め、「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策を採る動きが見られている。

—— Sherwin 副総裁 (1999) は、「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ず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。

—— 2000年後半から2001年前半にかけて、ヘッドライン・インフレ率は4%超と目標レンジ上限を大きく上回り、コアも多くの指標が目標レンジ上限を上回っていた。これには、原油価格上昇、タバコ税率上昇、ニュージーランド・ドルの減価といった要因が寄与していた。一方で、株価低迷、鈍い貸出需要、低い企業収益といった国内経済の下方リスクが存在したほか、3月頃までには世界経済の減速が明確になってきた。このような下、総裁は、2001年3月、利上げではなく利下げを決定し、その後も2001年中、計1.75%の利下げを実施した。この時のRBNZによる説明を見ると、3月のプレスリリースでは、「ほとんどのインフレ指標は加速しているが、最近の事象は、金融政策が効果を持つ時までにはインフレ圧力は緩やかになっていることを示唆している」と、フォワード・ルッキングな政策であることを説明している。実際、2001年3月の

して用いられていた。

レポートでは（図 4）、内生金利を前提として、インフレ率の見通しが目標レンジの中央を上（下）回っている期間は、GDP ギャップの見通しがマイナス（プラス）となっている。これは 2-2 節で紹介した「目標の基準」と整合的な政策、すなわち「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策を実施している例と解釈可能である²⁹。

- 2006 年、ヘッドライン・インフレ率は目標レンジ上限を上回っていたが、ガソリンを除いたインフレ率は目標レンジ内に収まっており、RBNZ は金利変更を行っていない。

（2002 年～2007 年： 住宅価格変動への対応）

2002～07 年にかけて RBNZ は一貫して住宅価格上昇への懸念を表明していたものの、2002～04 年においては、住宅価格上昇に対してははっきりとした行動を採っていない。しかし 2007 年になると、総裁は利上げを実施し、その根拠として住宅価格の上昇を明記している。

- 2007 年の RBNZ による Finance and Expenditure Committee への報告書 (RBNZ [2007b]) では、2002～03 年を振り返り、「後知恵ではあるが、移民急増の重要性を過小評価していたため、2001 年の予防的利下げを反転させるのが比較的遅れてしまった。」「もしこれら（移民）のショックの重要性、そして住宅市場への影響を理解していれば、もっと早く利上げしていただろう。しかし当時は、世界経済の減速、原油価格上昇、為替の増価に注目する人がほとんどであり、2002～03 年に利上げしていたら、それは予測者のコンセンサスやコメントターの意見に明確に反しており、既に強かった為替の増価圧力をさらに著しく悪化させていたかもしれない」と報告している。

- 2004 年 1 月、Bollard 総裁 (2004) は、「投機的な資産価格バブルが現在もしくは近い先のインフレを伴わない場合に我々はどうすべきかは困難な問題である。」「PTA で定めているように金融政策は (medium-term で) フォワード・ルッキングであることを要求している。通常私たちは、今後 3 年間のことを考える。しかし、既に述べたようにそれには例外がある。資産価格変動のミスアラインメントは潜在的に永続する性質であることを踏まえると、場合によっては、いつリスクが生じるか、どのようにそれを防ぐのが最適か、そしてどのような代価となるのかといった点に関してより長い視野を持つことが有用であるかもしれない」と述べている。しかし現況について、「将来の住宅価格についての誤った認識によって資源が適正に配分されないことを心配する正当な

²⁹ ただしプレスリリースは続けて、「今日の利下げは非常に難しい (balanced) 決定であった。インフレが想定した以上に持続するリスクがまだあるので、更なる利下げが不可避な訳ではない」と説明しており、インフレ上昇のリスクにも警戒を払っている。その後インフレ率は低下している。

理由は存在する。しかし、現行の金融政策を物価の安定を確保する以上に緊縮的であることを保証するほど、資源の不適正な配分の規模と住宅市場の修正による結果は深刻でないようにみえる」と論じている。

—— 2007 年に入ると、インフレ率は低下していたが、住宅価格上昇と財政支出増加に支えられて国内景気が回復してきたため、総裁は、3 月利上げを決定する。総裁はプレスリリースの中で、最近の住宅価格と国内景気の強いモーメントに懸念を表明し、その巻き戻しが中長期的なインフレ率に大きなリスクをもたらすと指摘した³⁰。

B. カナダ (BOC)

(1991 年 2 月： IT の開始)

カナダでは、高いインフレ率、高い国債金利のリスク・プレミアム、1991 年に導入された連邦付加価値税 (Goods and Services Tax) を契機とした賃金・物価スパイラルの懸念が強まり、1991 年 2 月、財務大臣と総裁が共同で IT の導入を宣言した (Bernanke et al. [1999, p.118], Dodge [2005])。

—— 効果が現れるまでのラグを勘案して、段階的な目標設定、すなわち 1992 年末までに中心値を 3%(上下 1%幅、以下同じ)、1994 年 6 月までに中心を 2.5%、1996 年末までに中心を 2%にすることが定められた。また、インフレ率を低下させる意志を明確にするため、BOC は目標を”inflation-reduction targets”と呼んだ (Bernanke et al. [1999, p.118])。

主な事実の整理

1991 年 2 月	IT の開始
1993 年 11 月	総選挙を控え、金融政策への批判と総裁の再任を疑問視する意見。総選挙後、総裁は交代。金融政策の決定が委員会に委ねられる
1994 年	タバコ税によってヘッドライン・インフレ率が目標を下回る ³¹
1995 年 5 月	最初のレポート発表。経済・物価に関する見通しはなし
1995 年 5～8 月	インフレ率が目標レンジの上限近くにあったが、継続的に利下げを実施
1996 年	翌年の実質 GDP 予測値の公表
1997 年 11 月	インフレ率の予測がレポートに掲載される。1998 年からはコア・インフレ率と実質 GDP の予測値が継続的に公表されている (Kuttner

³⁰ この頃急速な為替の増価が進んでいたが、RBNZ は 6 月にも利上げを実施している。利上げは、市場には予期されていなかった。同月には、1985 年の変動為替相場移行以降初めての為替介入も実施されている。総裁は、この点に関し、現在の為替水準はファンダメンタルズと比べて”exceptional and unjustified”と述べる。あるエコノミストは、為替介入は金融政策 (利上げ) と整合的でなく RBNZ への信認が失われると論じている (Financial Times [2007])。

³¹ タバコ税減税が主因でコアは目標レンジ内で安定していた。Thiessen 総裁 (1994) は、「政策運営上コアが重要である」と論じている。

	[2004])
2003年1～2月	ヘッドライン、コア・インフレ率が共に目標レンジを上回る。為替増価の中、3月、利上げを実施
2003年4月	4月のレポート以後、MCIが取り上げられなくなる
2003年	コアだけでなくヘッドライン・インフレ率の予測値も公表
2006年11月	目標見直しの際のバックグラウンド・ペーパーにおいて、資産価格に言及

(1992年～1994年： 経済的・政治的困難の下での厳格な政策運営の試み)

1990-91年の不況下の高金利政策によって失業率が高まったとの見方と、1993年の総選挙における野党の攻撃の中、1993年秋、Crow 総裁は再任されなかった (Toronto Star [1993b], Wall Street Journal [1993])。この間、BOCは、物価安定を重視した厳格な政策運営の必要性を訴え、中銀・ITへの信認を勝ち取ろうと努めている。また財政再建の必要性も訴えている。

—— 1992年頃からの経済・物価情勢をみると、ヘッドラインもコア・インフレ率も最終的な目標の2%に達するほどに低下していたが、国内景気は減速し、失業率が高くなっていった。政治状況をみると、1993年夏頃から、同年11月の総選挙を控え、野党自由党などは、与党の”single-minded fight against inflation”を批判し、インフレ制御への強い傾倒によって失業が発生したと主張した。また、Crow 総裁の再任を問う議論が白熱していた (Globe and Mail [1993], Bernanke et al. [1999, p.135])。

—— 11月の選挙では、野党自由党が勝利した。インフレ目標はそのまま延長されたが、Crow 総裁は再任されず Thiessen 副総裁が総裁に就任することとなった (Toronto Star [1993b], Wall Street Journal [1993])³²。また、それまで総裁一人に委ねられていた金融政策の決定が委員会 (Governing Council) のコンセンサスに委ねられることになった (Annual Report [1994], Bernanke et al. [1999, p128-9])。この決定について、Bernanke et al. (1999) は、1990年代前半において Crow 総裁個人の傾向が BOC の政策として認識されたことに対する対応であったかもしれないと論じている。

—— このような背景の下、BOCは、信認を勝ち取るために物価安定を重視した厳格な政策運営の必要性を頻繁に訴えている。総選挙を前にした6月、Crow 総裁は国会で、「BOCは、州の財務大臣 (provincial finance ministers) が要求するように経済を刺激し赤字を軽減するために利下げをすることはできない。利下げの鍵は、(外国人とカナダ人両方の) 投資家の間にインフレが彼らの貯蓄

³² 政府は、Crow 総裁は”personal reasons”によって自ら再任を辞退したと述べているが、メディアは、Crow 総裁がもう少し柔軟であったら、財務大臣は彼を再任させたであろうと論じていた (Toronto Star [1993b], Wall Street Journal [1993])。

を侵食しないという信認が確立していくことである」と証言している (Toronto Star [1993a])。同年 10 月、Freedman 副総裁 (1994) は、「長期的な目標は物価安定であるので、インフレ率が一旦目標レンジの下限に届いたからといって、インフレ率を押し上げるのは不適當である」と述べている。後任の Thiessen 総裁 (1994) は、「確かに、インフレ率が目標レンジの下限近くに止まると予測されるという点で見通しは素晴らしい。」「しかし、このような成果は自動的に得られるわけではない。」「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。

—— BOC は、財政再建の必要性も頻繁に訴えている。Crow 総裁は、総裁として最後となる 1993 年の Annual report の中で、金利と為替への圧力を減殺するために政府債務の削減を要求している (Bernanke et al. [1999, p.137])。後任の Thiessen 総裁 (1994) も、「財政は持続可能でなければならない」と論じている。また Dodge 総裁 (2002) は、IT 導入が間もない頃を振り返り、「大きなインバランスのため、我々は強い薬を打ち、高金利に耐えなければならなかった。これは、短期的に、経済に大きな混乱と痛みをもたらした。さらには、金利が低下しても、少なくとも一部に財政問題を反映して、かなりのリスク・プレミアムが金利に上乗せされていた」と論じている。

(1995 年： 財政再建の進行と「柔軟」な政策運営への変貌)

1995 年頃になると、BOC の政策が物価安定に向けて幾分柔軟になってきている。この背景には、政府による財政再建の進行と IT の枠組みに対する信認の増大があると考えられる。BOC の政策は緊縮的過ぎるとの批判は依然として存在していたが、政治的問題には発展しなかった。

—— この頃には財政再建が進んでいた。1993 年から自由党政権は、地方への補助金削減など歳出削減と増税を実施し、4 年間で構造的財政収支でみて対 GDP 比 8%規模の財政再建を達成した(表 8、背景については伊藤・林 [2006] 参照)。長期金利も着実に低下していた(表 7)。Dodge 総裁 (2002) は、「一旦財政の調整が進むと、金融市場は即座にそれに気付き、リスク・プレミアムが有意に低下した。我々は、低インフレの恩恵を得ることができた。」「一時的な物価変動が、その他の物価に伝播しインフレ期待に影響を与えることがないと信じる確かな理由があるのであれば、中銀は一時的な物価変動を控えめに扱う (downplay) ことができる。このようにできる理由は、IT が金融政策に対する信認を確立しインフレ期待をアンカーさせるのに役立ったからである。」と話している。

—— 1995 年 5~8 月、カナダ・ドル安の下インフレ率が目標レンジの上限近くにあった(ヘッドライン 2.3-3.0%、コア 2.3-2.5%) が、経済が想定した通り拡大

していないとして、BOCは継続的に利下げを実施した。Bernanke et al. (1999, p.138)は、この事実を指し、BOCは信認を獲得するためのディスインフレに努力し、良い金融政策はフォワード・ルッキングであることを大衆に理解させて初めてこうした政策を採ることが可能になったと評価している³³。

—— 1996年に入ると国内景気の悪化、失業の増加は一層深刻な問題となっていた。Fortin (1996)は、カナダにおける名目賃金の下方硬直性に着目し、BOCは、インフレにだけ焦点を当て高い金利によって永続的な高失業（The Great Canadian Slump）を生んだと批判している³⁴。しかし、1997年の総選挙では、BOCによる丁寧な説明が功を奏し、金融政策は大きな争点とならなかった（Bernanke et al. [1999, p.143]）。

—— 1997年秋、インフレ率が低下し雇用者数の伸びも緩やかであった中、急速な経済成長を抑制するために、BOCは利上げを実施した。財務大臣はその判断を支持している（Toronto Star [1997], Globe and Mail [1997]）。

（1995年～2006年：為替レートへの配慮）

資産価格、特に為替レートに対する対応をみると、BOCは、1995年5月のレポート発表以来、毎回のレポートにMCIを掲載していた。しかし2003年、インフレ率が目標を上回り為替の増価が進む中で利上げを実施したことを契機に、MCIは、2003年4月のレポート以降取り上げられなくなっている。その後一段と為替の増価が進行しているが（図7）、BOC幹部は、変動為替相場制についてのスピーチを頻繁に行い国民の信認を維持しようと努めている。

—— 図7にあるようにBOCの政策金利がFEDの政策金利に追随していることは、BOCが為替レートに配慮していることを示唆している³⁵。

—— 1998年、インフレ率は目標レンジの下方まで下落し、特にヘッドラインは下限をも下回っていた。しかしBOCは1,8月と金利を引き上げている。これはアジア金融危機が発生していたものの、国内経済は堅調で先行きのインフレ率は緩やかに上昇する見込みであったのに加えて、当時の公表文にある通り、特にカナダ・ドルが安かったことが影響している。またその後9～11月には連続して金利の引き下げを実施しているが、これは金融危機の波及によってFEDが利下げを実施したことによるものである。

³³ 1995年5月には、最初のレポートが発表されている。もっともレポートの開始時期は4ヶ国中で最も遅いほか、当時のレポートでは経済・物価に関する見通しは示されていなかった。

³⁴ これに対しThiessen 総裁 (1996) は、インフレ率を低下させることと低位に維持することの違いを述べた後、インフレ率を低位に保つのは何人かの批評家が主張するように高金利政策でなく低金利政策であると論じている。

³⁵ 図7は、米国経済の影響を受けてカナダ国内の経済・物価が不安定化することをBOCが事前に見通して行動した結果と解釈することも可能であろう。

- 2002 年後半からは、エネルギー価格高騰、保険料・稼働率上昇を受けて、インフレ率が目標の中心を上回った。BOC は、2002 年 7 月の利上げ以降、金融緩和の時宜を得た停止が必要との声明を発表するが、海外経済に不透明感が強かったために、政策金利の据え置きを続けていた。しかし、2003 年に入ると、為替の増価が進み MCI が緊縮的政策を示唆したにも関わらず、インフレ率がコア・ヘッドライン共に目標レンジ上限を上回るようになった。このような中で、3~4 月、BOC は利上げを実施すると共に、4 月のレポート以後 MCI を掲載しなくなった。この決定を指し、National Post (2003) は、「Dodge 総裁は MCI を本当に軽視しているようだ」とのエコノミストの言葉を引用している。
- 2003 年の上記決定以降、為替の増価が進行していた。この頃の Dodge 総裁のスピーチを見ると、変動為替相場制やグローバル・インバランスに関する話が多いことが分かる (例えば Dodge [2002, 2005, 2006])。スピーチで総裁は、IT の枠組みが機能するためには、変動為替相場制が欠かせず、またそうすることによって世界需要や価格変動など海外経済から波及してくるショックに対する調整や貯蓄・投資フローの変化に対する調整をスムーズにできること、更に IT によって為替相場の大幅な変動に対して柔軟に対応できることを一貫して述べている。

(2005~2006 年： 資産価格変動への配慮)

為替レート変動に加えて、住宅価格変動なども含めたより広範な資産価格変動に関連して、BOC は一般物価の安定に対して持つ 6-8 四半期の時間軸よりも長めの視野を持つことが必要かもしれないと述べている。しかし、実際にそのように行動した証拠は確認できなかった。

- 2005 年、為替や住宅価格などより広範な資産価格変動に対する政策対応について、Dodge (2005) は、「私たちが現在直面している問題は、18-24 ヶ月というタイム・ホライズンが、金融政策が様々なショックの後、インフレ率を目標に戻すために適当であるかというものである。私たちが考えなければならないショックの一つのタイプは、資産価格の大きな変動である。これらのタイプの資産価格変動は、私たちの典型的なタイム・ホライズンを超えて、将来のインフレ率について何らかの情報を含んでいるのであろうか？もしそうであるならば、私たちはどうするべきであろうか？これは私たちが資産価格を目標とすべきということでは決してない。むしろ問題は、インフレ率が目標に戻るタイム・ホライズンを延長するのが適当であるかというものである。同様の問題は為替レート・ショックにも当てはまる」と論じている。
- 2006 年 11 月の定期的な目標見直しの際には、そのバックグラウンド・ペーパーにおいて資産価格への言及がなされている。そこでは、「1990 年代後半か

ら 2000 年代初めにおける BOC の見方は、中銀コミュニティのコンセンサスと一致しており、中銀が資産価格に焦点を当てるのは、それが将来の生産や物価に追加的な情報を与える場合に限られ、現在の金融政策の枠組みの中で反応すべきというものであった。2000 年代初めから、そうしたコンセンサスに僅かな動きが起きている。タイム・ホライズンに関して、幾らかの柔軟性が必要となってくるかもしれない。これによって、通常のホライズンにおけるインフレ率に何らかの犠牲を払うことになるかもしれないが、より長いホライズンで、金融・経済・物価の更なる安定を達成することができるであろう。例外的な状況では、資産価格変動に反応し、インフレ率が目標に戻るまでのホライズンを延長することが適当であるかもしれない。しかし BOC は、たいていの場合、現行の 6-8 四半期の時間軸は依然適切であると結論づけた。ホライズンを調整する必要があると判断された状況では、BOC は、その変化の理由とどのように反応する予定であるかについて説明するつもりである」と説明している (BOC [2006])。

C. 英国 (BOE)

(1992 年 10 月： IT の開始)

英国は、1992 年 9 月の欧州通貨危機をきっかけに変動為替相場制に移行した。金融政策への信認を強化しノミナル・アンカーを回復するために、同年 10 月、財務大臣は、RPIX (小売物価指数からモーゲージ金利支払を除いたもの) 前年比を 1-4% の範囲内にすることを宣言した。

主な事実の整理

1992 年 10 月	IT の開始 依然として財務大臣が金融政策を決定
1993 年 2 月	財務大臣と総裁の間で金融政策に関する毎月のミーティングを開くことを決定 レポート公表開始。民間部門のインフレ予測と BOE のインフレ予測を報告
1993 年 8 月	3 回目のレポートから BOE は財務省の事前審査なしに提出
1993 年 11 月	総裁は金融緩和に警告するが、財務大臣は利下げを決定
1994 年 4 月	総裁と財務大臣の間の政策会議の議事要旨を 6 週間後に発表することを決定
1995 年 5 月	総裁は利上げを助言するが、財務大臣は金利据え置き
1995 年 6 月	目標をレンジから点に変更 ³⁶

³⁶ その理由としては、目標レンジの中に収まっていればどの水準でも良いという誤解を与えたり、裁量政策を許容し規律を損なう恐れがあることが挙げられている (Bowen [1995], 1995 年 6 月財務大臣の演説 (Bernanke et al. [1999]))。

1996年2月	ファンチャート作成開始
1996年6月	総裁は反対するが、財務大臣は利下げを決定
1997年5月	財務大臣は、政策金利決定権をBOEに移すことを発表
1998年2月	予測の前提金利を明示。固定金利と市場金利に基づく予測を併用
1998年6月	新しい中央銀行法施行 政策発表文、議事要旨・投票結果、レポートの公表が義務化(14,15,18条)
2000年8月	インフレ率の見通しは目標を上回っていたが、利上げを実施せず
2004年1月	目標とする物価指数をRPIXからCPIに変更
2004年8月	予測期間を3年へ延長。従来は、政策金利不変を前提とした見通しが標準シナリオで、市場の予想金利を前提にした見通しは参考シナリオであったが、両者の位置付けを入れ替え
2005年8月	足許のインフレ率は目標を上回り、インフレ率の見通しも目標付近ないしは目標を上回っていたが、利下げを決定
2007年4月	3月のインフレ率が目標の2%を1%超上回ったため、総裁は財務大臣に公開書簡を提出 ³⁷

(1993年～1996年： BOE 総裁と財務大臣の意見対立)

1997年以前、BOEのGeorge総裁は物価安定を実現するために緊縮的な政策の必要性を繰り返し助言していたが、金融政策の決定権は総裁ではなく財務大臣にあり、Clarke財務大臣は総裁の助言をしばしば無視した金融政策を実行した。このような中で、BOEは透明性を向上させ、BOEの法的独立性に対する世論の支持を集めていった。

—— BOEは1997年以前、金融政策の決定権を付与されていなかったが、財務大臣への助言や1993年8月からは独立したレポートの公表が可能であった。また総裁と財務大臣の間の政策会議の議事要旨は、1994年からは6週間後に公表されていた。このため、マスコミなど外部は、BOEの助言の根拠、政策判断までの経緯等を知ることができた。

—— 1993年5、8、11月のレポートでは、BOEはインフレを予想し金融緩和に警告した。しかし財務大臣は11月に金利を0.5%引き下げ、1994年に入ってから更なる金融緩和を実施した(Bernanke et al. [1999, p.162])³⁸。

³⁷ 書簡では、インフレ率の上昇は、原油・食料価格上昇によるものであるが貸出増加に伴う支出の伸び、稼働率上昇、企業の価格引き上げ意欲の高まりも寄与していること、しかし前回のレポートでの考えを大きく変えるものではなく数ヶ月でインフレ率は戻る見通しであることを説明。

³⁸ もっとも、その後のインフレ率の上昇はマイルドであったので、財務大臣の政策判断は正しい。

- 1995 年に入ると経済に減速感が出てきた一方で、英ポンド安が進み先行きのインフレ率が 4%近くまで上昇することが予想されたため、5 月、総裁は利上げを助言する。しかし財務大臣は金利を据え置いた。この一件に関し、Economist (1995a,b,c) は一貫して財務大臣を批判している³⁹。
- 1995 年 9 月、George 総裁 (1995) は、「私はまた、あまり誘惑的ではない表現で、それが確かに心地良く感じられるという理由により、『ほんの少しだけ』（目標より）高いインフレを意図的にめざすべきだという主張を聞いたことがある。しかし議長、私たちは以前そこにいたのです。このアプローチ—誘惑的な表現であれ—の問題は、私たちは『ほんの少しだけ』高いインフレをどのように達成すればよいのか分からないことにある。インフレは動学的過程である。安定の歴史を有する国では、暫くの間、『ほんの少しだけ』高いインフレと共存 (get away with 'just a bit' more inflation) することができるかもしれない。しかし、この国の歴史を所与とすると、経済活動維持のために高いインフレを許容することをいったん表明すれば、国民—価格設定における生産者、賃金交渉における従業員など—にとっては、環境が良好な間に可能な限り高い価格を設定したり高い賃金を得ようとするのが、完全に合理的である。すると、インフレは加速し、ある時点で、それは元に戻されなくてはならなくなる。そして、インフレ率が最初から安定化されていた場合と比べて、その時点における金融の引き締めは、ほとんど確実により破壊的でなければならず、金利はより高く押し上げられることになる」と論じている。
- 1996 年 6 月には、総裁の意に反し、財務大臣は 0.25%の利下げを決定した。つづいて 8 月には、総裁は、中期でのインフレの上方リスクを懸念し予防的引き締めを提案する。8 月の Economist (1996b) は、総裁と財務大臣のどちらが勝つかは金融政策の信認に極めて重要と論じている。結局 10 月に財務大臣は同意し 0.25%の利上げを決定した (Economist [1996a,b,c,d])。
- この間 BOE は、レポートでインフレ率の先行き予測を公表したり、1996 年からはファンチャートの公表を開始したりすることによって、総裁による助言の根拠を示してきた。現 BOE 総裁である King など BOE エコノミストは、「物価安定による便益について啓蒙することで社会厚生を増すことができ、分析の一貫性・説得性を判断する材料を提供することによって中銀の評判と信認を高

³⁹ その後、GDP 成長率の下方改訂と外国為替市場での英ポンド買い支えを受けて、George 総裁 (1995) は 9 月、「私たちは、金利を今すぐ引き上げる根拠が少しずつ小さくなっていることに同意する。実際利上げを促していないし、夏期休暇の前以降、そうしていない」と述べている。しかし続けて、「私たちは依然、更なる利上げがなければ、今後 18 ヶ月インフレ目標を達成できないとみており、そのような見方は、金融市場や大多数の外部の予測者に共有されているように見える」とも述べている。1995 年 8 月の Economist (1995b) は、5 月の判断は財務大臣の勝利としたものの、BOE がレポートを使って判断の根拠を詳しく示しているのに対して財務大臣が判断の根拠を説明しないことを強く批判している。Economist (1995c) によれば、BOE の予測能力に対する批判も存在しているとのことである。

めることができる。」「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 (Briault, Haldane and King [1996])。

- 1993年11月、Roll 卿を議長としたグループは、BOE の金融政策運営上の独立性と透明性を主張するレポートを公表している (Roll et al. [1993])。Economist (1996c) も BOE の独立が必要と論じている。BOE 内部からも King (1995) は、「英国は、幾つかの点—例えば透明性—において進んでおり、幾つかの点、例えば中銀の独立性においては遅れている」と論じている。

(1997年～1998年： 金融政策の法的独立性の担保)

1997年5月、財務大臣は政策金利決定権を BOE に移すことを発表する。1998年6月には新しい中央銀行法が施行された⁴⁰。

- 1997年5月の総選挙で労働党に政権が交代すると、同月、Brown 財務大臣は、0.25%の利上げを発表すると共に、政策金利決定権を BOE に移すことを発表した。後者は驚きとして受け止められた (Bernanke et al. [1999, p.169])。
- 1997年5月のレポートは、「政策金利決定の運用上の責任を BOE へ移譲したことは、金融政策の信認を向上させるはずである。この発表は、長期のインフレ期待を 0.5%低下させた」と論じている。

(1997年～2005年： 「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策運営への変貌)

金融政策の法的独立性が担保されて以降、BOE の政策運営は、「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」になっている。

- 当時副総裁であった King (1997) は、「金融政策は2つの要素—インフレ目標とショックへの反応—を持つということを、中央銀行がこれまで公に認めることをためらってきたのは驚きである。IT がこの2つの異なる金融政策の要素を含む政策枠組みとして理解されるのであれば、IT が生産を無視するという批判は間違っている」と述べている。この発言は、実体経済にも配慮した柔軟な政策の可能性を示している⁴¹。また、このような発言は物価安定に向けての大衆の信認低下を引き起こす可能性があることを考慮すると、King は、BOE の法的独立性強化もあり IT の枠組みに対する信認確立に自信を深めていたと

⁴⁰ その後政府による BOE への批判はほとんど見られなくなった。2007年4月、前月の CPI が目標の閾値を超えた際も、財務大臣は、総裁からの公開書簡に対して「説明に感謝する。政府は今後も MPC のフォワード・ルッキングな決定を支持し続ける」と返信している。

⁴¹ もっとも、2-2 節で示したように、たとえ厳格な IT ($\lambda=0$) の場合でも、政策反応関数は足許の GDP ギャップに依存するため、King (1997) の発言が柔軟な IT を意味したものと断言することはできない。

考えることもできよう。

- もっとも新しい中央銀行法施行直後、BOE は、物価安定に向けて厳格な対応を選択した。インフレ率が目標を上回り労働市場がタイトである一方、経済は減速している中で、1998年6月、委員の多くは国内要因によるインフレ圧力の増大を抑制する必要があると判断し、利上げを決定している⁴²。しかし、この利上げは、市場には驚きとして受け止められた⁴³。また、財界からは経済成長と雇用にも関心を払うべきだと批判が起こり、同年7~9月、金利を据え置いた際も、財界から激しい批判が起こっていた (Economist [1998a,b,c])⁴⁴。
- 2000年8月、実質GDP成長率は、やや減速していく見通しであった。一方、インフレ率は足許2%近くであったが、金利不変の前提の下、2年後のインフレ率の見通しの中心が約2.7%と目標の2.5%を上回る見通しであった (図5上段)。しかし、このような状況下、BOEは金利据え置きを決定した。
- 2005年8月、実質GDP成長率をみると、足許、経済の減速が鮮明になっており、先行きについても、市場の予想金利(利下げ)を前提とすると、今後約1年間は緩やかなものに止まる見通しであった。もっとも2年後には実質GDP成長率は3%を超えるところにまで回復している。一方、足許のインフレ率は、原油高と稼働率の高まりを映じて目標を上回り、先行きのインフレ率は、目標を上回り続ける見通しであった (図5下段)⁴⁵。しかし、このような状況下、BOEは利下げを決定している。
- 上記2000年8月、2005年8月における政策運営は、2-2節で紹介した「目標の基準」と統合的な政策、すなわち「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策を実施している例と解釈可能であろう。

(2000年8月、2005年8月： 票割れ時の市場とのコミュニケーション)

2000年8月、2005年8月には、MPCの中で意見対立が起こり、票は5対4で割れ

⁴² 議事要旨をみると、利上げは8対1で決定されている。1人の反対委員は、経済減速の兆しを重く見て、逆に利下げを主張している。利上げに賛成する委員たちは、国内に起因したインフレ圧力の増大を抑制する必要があると主張している。

⁴³ 議事要旨をみると、MPCでは、市場やコメンテーターが今回の金利据え置きと今後2年間では緩やかな利下げを予想している中、BOEが利上げをすることによる影響が話し合われており、何人かの委員は、この数ヶ月の経済のインバランスが拡大するリスクに比べれば、サプライズによる影響はほとんどないと論じている。次にレポートを見ると、5月のレポートでは、インフレ・リスクは上方向としていたが、ファンチャートを見る限り先行きのインフレ率は目標をやや下回る位置で安定していた。8月のレポートでは明確にインフレ率上昇を予想している。

⁴⁴ 結局10月になって、国際経済と金融市場の動向、国内企業・家計のマインドの悪化を主因に、利下げが実施された。

⁴⁵ 金利不変の前提では、インフレ率は目標付近で安定する見通しであった。

ていた。このような状況下、委員間で異なる意見をレポートや記者会見でどのように集約して公表するか、市場の金利予想とどのように折り合いをつけるかといった点で、市場とのコミュニケーションが困難になっていた。

—— 2000年8月金利据え置いた時の MPC の投票は5対4の僅差であった。委員の投票行動の違いは、委員間における、市場の金利予想とどう折り合いをつけるかについての考えの違いに加えて、インフレ見通しの違いを反映している⁴⁶。こうした下での BOE の情報発信をみると、King 副総裁は、記者会見で、「予測の中位値よりもリスク・バランスの評価を重視しており、予測の中位値と政策金利決定の間に機械的なリンクは存在しない」と述べ、インフレ見通しの中心が目標を上回っていても利上げをしないことの根拠を説明している (Economist [2000])⁴⁷。このときのレポートでのリスク・バランスに関する記述は、Overview では、「大きな不確実性が存在しており、すべての委員が予測の基になる前提を共有していない。ある委員は、競争圧力と生産性上昇によって先行きのインフレ率は0.5%ポイント程度低くなる見通しとしている」と金利据え置きを根拠を示している。しかし、ファンチャートは概ね上下対称に見えるほか、各論の節では、「インフレのリスクは概ねバランスしている」と説明している。こうした BOE の説明振りに対して、一部は金融政策の成熟化の証と評価する一方、一部は舵が効かない状態 (rudderless) と批判している (Economist [2000])。

—— 2005年8月利下げ時の MPC の投票も5対4の僅差であった。MPC 内で意見が分かれ、また市場は更なる利下げを織り込んでいた中で、King 総裁は利下げ決定時の記者会見で、「市場予想を当然と考えるべきでない」と述べている。しかし市場は更なる利下げを予想した。その後、議事要旨が発表され、投票が5対4の僅差で King 総裁が少数派であったことが判明すると⁴⁸、英ポン

⁴⁶ 議事要旨によると、金利据え置きを主張した委員の一部と利上げを主張した委員の一部は、判断は“finely balanced decision”としている。金利据え置きを主張した委員たちは、その根拠として、利上げを急ぐ必要性に乏しく、利上げをすると今後も更なる利上げが行われると市場が結論付けてしまうリスクがあることや、インフレ見通しを下振れするような前提の方が良いと考えていることなどを挙げている。利上げを主張した委員たちは、その根拠として、GDP など強めの情報が現れていること、インフレ率は中位値より高めとなると想定しており、インフレ・バイアスは上方向であること、市場は年内の利上げを想定していることなどを挙げている。

⁴⁷ 後に議事要旨から、King 副総裁は利上げを主張していたことが判明する。

⁴⁸ 議事要旨をみると、利下げを主張した委員たちは、国内経済が減速していることなどを指摘し、早めに利下げをすることによって将来大きな政策変更が必要となるリスクを軽減することができることを主張している。King 総裁を含む据え置きを主張した委員たちは、利下げをしないことは市場にはサプライズとなるであろうが、委員の最新の見通しは、市場が織り込む連続的な利下げではインフレ率を目標に安定化できないと論じている。また、労働市場はほとんど緩んでおらず、経済は最大能力“full capacity”近傍にあることなどを指摘し、インフレ圧力が収まったと判断するのはまだ早く、利下げを待つことによるリスクはほとんどないとも主張している。

ドは急上昇した (Economist [2005], Financial Times [2005a,b,c,d])。

(2002年～2004年： 資産価格変動への対応)

2000年前後からは住宅価格が急激に上昇していたが、資産価格変動に対する政策対応について、BOEにおけるコンセンサスの形成や明確な行動は確認されない。しかし、委員は資産価格変動に対する懸念をスピーチなどで表明しており、実際に2003年11月から2004年8月にかけて、資産価格変動を意識した利上げが行われているようにも窺われる。

—— 委員の発言をみると、King 副総裁 (2002) は、「最近の資産価格動向に対する正当な懸念があるが、(インフレ目標の下でインフレ率が安定していても資産価格の上昇によって経済の安定が脅かされる、という) ポリシー・ジレンマは IT の枠組みの中で分析すべきである。」「インバランスの増加は将来のある時点においてインフレ率の目標からの大幅な乖離を引き起こし得るものであり、例えば来年のインフレ率の目標からの乖離と、それより将来の目標からの乖離のトレード・オフを発生させる。これが、資産価格変動によって金融政策が受ける挑戦を正しく考察する方法だと思う。簡単な答えはないが、政策がインフレ率に影響を与えられるタイム・ホライズンについて注意深く考慮しさえすれば、IT で十分である、と説明したと思いたい」と述べている。このスピーチについて、Economist (2003) は、King 副総裁は通常の IT では十分でないことを認めたと解説している。

—— 委員の Bean (2003, 2004) は、資産価格と IT は矛盾しないことを簡単なニュー・ケインジアンモデルを使って示し、Bean (2007) は、資産価格を考慮する際、より長い視野を持つことにすれば IT の枠組みを変える必要はないとしたが、実践上、資産価格バブルの識別、政策効果が出るまでのラグといった困難が存在することを指摘している。

—— 実際の政策決定をみると、BOE は、2003年11月から2004年8月まで計1.0%の利上げを実施している。この背景には、世界経済が回復し、国内経済についても消費、貸出が堅調で住宅価格が高まったことがあるが、BOE のプレスリリースでは、貸出や住宅価格が利上げの大きな理由であるようには見えない⁴⁹。

⁴⁹ 2003年11月のプレスリリースでは、「世界経済の回復はモーメンタムを増しているように見える。年初は減速したが、国内の経済成長は回復しており、貸出の伸びは強い。ビジネスサーベイは回復がより広範になることを示唆している。家計支出や住宅市場は、委員が予測したほど減速していない。従って、需要が強くなり、年初の通貨減価が伝播するにつれて、インフレ圧力は徐々に増してくるであろう。このような背景の下、委員は、0.25%の小幅利上げが RPIX インフレ率の目標 2.5%に達するようにするために必要であると判断した。」と説明している。2004年1月からは、指標となる物価指数が RPIX から CPI に変更され、足許のインフレ率が目標を下回るようになった。そのため、5,6月の利上げの際には、BOE は、利上げは将来のインフレ率の安定を重視したフォワード・ルッキングな判断であることを説

しかし、2003年11月の議事要旨を見ると、多くの委員が、「金利が引き上げられなければ、家計の借入は最終的には持続不可能な速さで増加しそうであり、住宅価格が更に過大評価されれば住宅価格の急激な調整のリスクが高まり、金融政策運営を複雑化するであろう」と考えていたことが分かる。また2004年8月から、レポートの予測期間が3年に延長されているが、これは、資産価格を考慮して物価安定と実体経済の安定だけを考慮する場合よりも長めのタイム・ホライズンを設定したことの一つの証と解釈されよう⁵⁰。BOEの判断を巡り、Financial Times (2003, 2004) は、住宅価格上昇が利上げの主因であると解説している⁵¹。

(2007年～2008年： 国際金融市場の混乱、商品価格上昇への対応)

2007～2008年にかけて、国際金融市場の混乱や、原油価格・食料価格上昇という相対価格変動を伴う供給ショックに直面する中、BOEは利下げを実施した。インフレ目標の変更に関する議論も出始めている。

- 経済・物価情勢をみると、2007年夏からのサブ・プライム問題の発生を受けて、金融市場が脆弱となり国内経済見通しも悪化した。一方でエネルギー、食料品、輸入品価格の上昇によって、インフレ率は上昇しており、2008年5月以降のCPIは、目標を1%超える見通しとなった。
- このような中で、BOEは2007年12月から2008年4月まで計75bpsの利下げを実施した。2008年5月レポート公表時の記者会見では、インフレ目標の変更について質問が生じている。これに対しKing総裁は、「目標を変えたからといって我々が直面しているジレンマの本質を変えることは全くない。現在イ

明している。住宅に関する説明は見られるが僅かである。2004年6月のプレスリリースでは、「世界経済の回復は維持されている。国内の経済成長もトレンド並みないしはトレンドを超えており、ビジネスサーベイは更なる成長と整合的である。小売支出は、所得の伸びと予想以上の住宅価格の伸びによって、依然堅調である。投資の先行き期待も回復している。CPIインフレ率は目標の2%を下回っており、近い将来もそのままであろう。しかし、収益が回復し、商品価格が大きく上昇している。稼働率は逼迫しており、通貨高ではあるが、インフレ圧力は高まっていくであろう。このような背景の下、委員は、CPIインフレ率をmedium-termで目標に達するようにするために0.25%の利上げが必要であると判断した」と説明している。⁵⁰ 2004年8月のインフレ見通しをみると、2年後のインフレ率は目標付近、3年後のインフレ率は目標を僅かに上回る程度となっている。

⁵¹ 2003年11月の利上げの判断に関し、Financial Times (2003) は、「BOEは資産価格バブルを破裂させることなくデフレートするという最も困難な仕事に着手した。King総裁は、住宅価格を管理するような金利の調整は失敗に繋がると頻りに明らかにしているが、委員はむしろ、高インフレのリスクが広がっている環境の下で住宅価格が最も重要な要素であると結論づけている」と論じている。2004年6月の利上げに関し、Financial Times (2004) は、「MPCは住宅価格の変化を目標にしていなと強調することに苦労している。MPCへのアドバイザーが議会で話したように、最近の住宅価格上昇は英国経済の見通す上で鍵となる」と論じている。

ンフレ目標を変える時ではない」と述べている (Dow Jones [2008])。

D. スウェーデン (Riksbank)

(1993年1月： ITの開始)

1993年1月、Riksbankの委員会は、金融政策の目的は1995年以降のCPI変化率を2% (±1%の幅を許容) に制限することであると宣言した。

—— Bernanke et al. (1999, p.174) は、前年11月の変動為替相場制移行後すぐにITの導入が宣言されたことは、為替の急激な変動によって失われたノミナル・アンカーを早急に探さなくてはならなかったため、その決定は委員会に代表を送ったすべての政権政党に支持されたと論じている⁵²。1994～2002年まで総裁であったBäckström (2003) は、1992年の通貨危機を受けて、政府も野党もインフレへの闘いをする重要な時が来たとの思いを共有していたと述べている。

主な事実の整理

1993年1月	ITの開始
1994年8月	利上げ。翌月の総選挙を控え、議会や貿易団体から批判
1995年	スタッフでなく委員会がレポートを発表。先行きのインフレ率が目標レンジを超えるか否かに関する記述を開始
1996年4月	予算の文章の中で、ITを明示的にサポート
1996年1月	1994年以来の利下げを実施
1996年11月	ヘッドライン・インフレ率がマイナスになる
1997年中	インフレ率は目標の中心を下回るが金利据え置き
1997年9月	シンプル・ルール発表
1997年12月	先行きのインフレ率を不確実性の幅とともにグラフで表示
1999年1月	新しい中央銀行法施行 物価安定という目的の明確化と法的独立性の強化 議事要旨・投票結果の公表 ⁵³
1999年3月	委員はインフレ率が目標から乖離するためには以下の2つの根拠— (1) 12-24ヶ月先のインフレ率が永続的には影響を与えないような要因によって変動する場合、(2) 目標に戻そうとすると实体经济に大きなコストをもたらす場合—が存在し得ることを決定した、と議会証言
1999年11月	シンプル・ルールに基づき利上げを実施
2005年3月	予測期間を3年へ延長。前提金利として市場予想金利を固定金利と併

⁵² Bäckström (2003) によれば、当時委員8人中7人が国会の議席に応じて決められていた。また当時の法律では、重要な政策を決定する際には政府と協議することが求められていたため、政府もITの導入を十分理解していた。

⁵³ Bäckström (1999a), Rosenberg (2006a) 参照。

	用
2006年1月	住宅価格上昇を一つの理由に利上げを実施
2006年5月	金融政策ストラテジーを発表。資産価格を考慮に入れることを明示
2007年2月	金利先行きの公表開始。同時にシグナリングを減らす
2007年6月	議事要旨に発言者名を明示

(1993年～1996年： 信認が低い中での厳格な政策の実施)

IT導入当初はITが機能するか懐疑的な見方が広がっており、Riksbankは、ITへの信認を勝ち取るために、物価安定に向けて厳格な政策を実行した。しかし、議会や経済団体だけでなく委員会内においても激しい批判が起きていた。

—— Bäckström (2003)によれば、IT導入当初から2%という目標が達成されるかについて懐疑的な見方が広がっていた。また、そもそも2%という目標水準が望ましいのか、目標を達成したとき、実体経済に何が起こるのか、との点についての疑問も存在していた。総理らはITへの支持を会見などで表明していたが、(1996年までは)どの政権政党も予算の文章の中に目標の定義を明示的に書くことはせず、物価の安定は、政府からの明示的な支持に欠けたRiksbank単独の目的であるように扱われていた⁵⁴。

—— 1994年8月には、RiksbankはIT導入後最初の利上げを実施しているが、翌月の総選挙を控え、議会や貿易団体など各方面から激しく批判された⁵⁵。委員会内でも野党社会民主党からの代表者は反対した。このようにIT開始直後は、「目標への正式な支持、明確で公式な独立性、委員会からの一体となった支援、金利が目標を達成するための操作変数であるということに関する同意が欠けており、ITが短命で終わるリスクがあった。さらにRiksbankは、大きな財政赤字による金融政策への障害にも耐えなければならなかった」(以上Bäckström [2003])。

—— Riksbankは、1994年8月から1995年7月までに計2%の継続的な利上げを実施した。その根拠について、Bäckström (2003)は、経済が回復し稼働率が上昇していることや銀行部門の問題が解決されつつあることを基にしたものと論じている。同じく、Bäckström (1997)は、「Riksbank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

⁵⁴ 1993年11月には、委員の投票によってBäckströmが新しい総裁に選ばれるが、野党側代表者はBäckströmを”junior”, ”inferior”として反対していた。

⁵⁵ この批判に対し、Bäckström (2003)は、金融市場に事前に十分明確な示唆を与えていなかったことを反省している。

き上げられた」と話している。Andersson and Berg (1995) は、1994 年のインフレ率自体は 2-3%で安定していたが、Riksbank は、政治的信認（IT に対する政府のコミットメント、財政赤字）と手続き的信認（Riksbank 自身の目標達成能力）の欠如によってインフレ期待が高水準しかも上昇していたことを問題視し、特に手続き的信認を勝ち得るために、フォワード・ルッキングに利上げを実施したと論じている。

- 1994 年 9 月の総選挙では、野党であった社会民主党が勝利したが、選挙前の言動とは異なり政府は Riksbank を支援している (Bäckström [2003])⁵⁶。更に、1995 年 6 月には、緊縮的な財政プログラムが承認された。しかし選挙後も、経済団体からは、「利上げは不安と攪乱を引き起こしている。中銀のインフレへの闘いは経済成長を窒息させている」などの批判がみられた (Dow Jones International News [1995])。
- 1995 年 7 月以降の Riksbank は、6 月の財政プログラム承認後も、物価安定が持続するか否かを見極めるため 1996 年 1 月まで政策金利を維持している (Bäckström [2003])。
- 上記判断に対し政治家などからは失望・批判が多く起こっている。1999 年の法律改正以降、議会の財政委員会によって金融政策の評価が始まったが、1999 年や 2001 年のレポートは、1994～96 年の金融政策は過度に緊縮的であり、それが 1996～97 年にインフレ率が目標の 2%を下回った原因であると批判している (Reuters News [1999a])。これに対し Bäckström (2003) は、CPI がモーゲージ金利の影響を受けることを指摘し、「議会になぜ批判されるのか理解するのは困難だ。問題なのは批判されることでなく批判に根拠がないことだ」と論じている⁵⁷。

(1996 年： 「柔軟」な政策運営への変貌)

財政健全化や政府による IT の明示的なサポートと、これまでの Riksbank による厳格な政策の実行が寄与し、IT の枠組みに対する信認が高まっていったため、1996 年頃になると、Riksbank の政策運営が「柔軟」になってきている。

- 1996 年 4 月には、予算の文章の中で初めて”The Government supports this direction of monetary policy”という文言が加えられている。これを Bäckström (2003) は、インフレ目標が Riksbank による単なる発明から、政府による直接

⁵⁶ 委員は議会の議席数に応じて決められるため、選挙後、総裁交代の憶測が生じたが、Bäckström 総裁の続投が認められ、低インフレを主張する委員が多く任命された。また 8 月以降も利上げが続いたが、委員会内に反対票は出なかった。

⁵⁷ 2006 年 11 月議会の金融委員会が委託した Giavazzi and Mishkin (2006) による評価レポートでは、利下げの遅れの原因として、健全な財政政策という物価安定のための前提条件が満たされていなかったことを挙げている。

的・明示的な目的に変化したと評価している。彼は、現在のような IT のより正確で柔軟な運用を勝ち得るまでには長い時間、多大な思考と努力を必要としたと述べている。また一旦信認が確立すると、中央銀行は金利を大きく引き上げなくても済む (can wield its interest weapon more leniently) と論じている⁵⁸。

—— 1996 年 1 月、Riksbank は、緊縮財政が継続しインフレ期待の上昇が抑制されたと判断し、1994 年以來の利下げを実施した (Bernanke et al. [1999, p.193])。1996 年中、Riksbank は、計 5%弱の利下げを実施している。

(1996 年～1999 年： 「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策運営の実施)

1996 年 10 月には、ヘッドラインでみたインフレ率がマイナスになり、その後も 1999 年頃までインフレ率は低水準で推移した。これに対し Riksbank は、インフレ率低下の原因を丁寧に説明したほか、「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策運営の必要性を主張し、過度の金融緩和には否定的な見解を示している。議会からは激しい批判が起こっている。

—— 1996 年 10 月のインフレ率の低下に関して、Riksbank と政府は、食料への VAT 引き下げとモーゲージ金利の低下による一時的なもので、コアは 1.5-2% 程度と説明した (Bernanke et al. [1999, p.195])。12 月のレポートでは、低インフレの原因として、上記に加え、経済政策に対する信認の増加、それに伴う金利 (モーゲージ金利) の低下とスウェーデン・クローナの増価、国際競争の激化も挙げている。副総裁 Heikensten (1997) は、緊縮的な財政政策も指摘している⁵⁹。その後もインフレ率の低下は長く続いたが、Riksbank は、1997 年 6 月のレポートで多数のコア指標を紹介し、これらは安定していると主張した。一方、経済情勢をみると、1996 年の 12 月レポートでは、強い輸出と設備投資を主因に、1996 年における経済の回復が確認されたと説明している。

—— 政策対応を見ると、Riksbank は、1996 年 12 月利下げを実施した後、1997 年中は金利を据え置いている。1996 年 12 月のレポートで、Riksbank は、インフレ率を短期間に安定化しようとする経済が不安定化すると論じた上で、金融政策スタンスは比較的バランスしていると説明している。1997 年 3 月のレポートによると、足許 2 月のインフレ率は 0.4%と、目標である $2 \pm 1\%$ の下限を下回っており、インフレ率の見通しは、1997 年中は平均 0.5%程度、1998 年中は 2%をやや下回る程度となっていた。一方、実質 GDP 成長率の見通しは、1997 年は 2%、1998 年は 3%であり、GDP ギャップは、足許マイナス (供給超過) であるが、先行きについては GDP 成長率が回復するにつれて急速にマイ

⁵⁸ Apel, Heikensten and Jansson (2007) は、1994 年と 1996 年の Bäckström 総裁発言の変化を基に、金融政策が厳格 ($\lambda = 0$) なものから柔軟 ($\lambda > 0$) なものに変化したと論じている。

⁵⁹ Giavazzi and Mishkin (2006) による評価レポートでは、インフレ期待の低下は主に信認の増大によるもので、他に財政の改善も影響していると指摘している。

ナス幅が狭まると説明されていた。このような見通しの下での政策判断は、物価と経済の望ましいトレード・オフ関係を示した「目標の基準」と整合的な、フォワード・ルッキングかつ柔軟な政策運営の証左と解釈可能である⁶⁰。

—— 1998～99年になると、ヘッドライン・インフレ率が再びマイナスになったほか、コアもターゲットの目標レンジを下回った。1998年12月のレポートでは、一時的な要因としてモーゲージ金利と間接税の低下が寄与したほか、国際経済の減速がコアの低下に寄与したと説明している。

—— 政策対応をみると、Riksbankは、1998年6月から1999年3月まで継続的に利下げを実施している。しかし1998年12月のレポートでは、目標レンジを下回っても短期的なインフレ率の安定化は行えないし行うべきでないと主張している。また、1999年3月に開かれた議会の財政委員会において、Bäckström総裁は、「委員は、インフレ率が目標から乖離するためには以下の2つの根拠が存在し得ることを決定した。(1) 一つめは、12-24ヶ月先のインフレ率が永続的には影響を与えないような要因によって変動する場合である。そのような要因は、モーゲージ金利や間接税・補助金の変化であるかもしれない。それらは、短期的にはインフレ率の経路を変えるが、持続的な影響はない。(2) 二つめは、目標にすぐに戻そうとすると实体经济に大きなコストをもたらす場合である。そのような場合には、タイム・ホライズンに目をつぶり (disregard)、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」と説明している (Bäckström [1999b])⁶¹。

—— 1999年1月には、新しい中央銀行法が施行され、物価安定という目的の明確化と法的独立性の強化がなされた⁶²。

—— こうした結果に対しては、上述したように、1999, 2002年の議会レポートでこれまでの政策が過度に緊縮的であったとの激しい批判が起きている (Reuters News [1999a], Bäckström [2003], Viotti [2004])。もともと財務大臣は、中銀は議会の経済政策をサポートすべきと発言している (Reuters News [1997]) ほか、IMFもRiksbankの政策を一貫して支持している (IMF [1997, 1999])⁶³。

⁶⁰ Svensson (1997a) のモデルを厳密に解釈すれば、インフレ率見通しの目標からの乖離がマイナスで、GDPギャップの水準の見通しもマイナスであるので、目標の基準と整合的とはいえない。しかし、Woodford (2007a,b) らに提唱された合理的期待を織り込んだニュー・ケインジアンモデルに基づく目標の基準は、インフレ率見通しの目標から乖離とGDPギャップ変化の見通しとの関係であり、この基準とは整合的となっている。

⁶¹ 同様の内容を Berg (1999) は、1999年Riksbankは、(1) 一時的な要因 (間接税・補助金・モーゲージ金利など) による物価変動を無理に安定化しようとしないうこと、(2) 5-8四半期先のフォワード・ルッキングな政策を運営することを明確にしたと説明している。

⁶² Bäckström (2003) は、1992年以降Riksbankは独立に行動できたが、このような法的独立性は1999年まで法律に正式に明記されていなかったと論じている。

⁶³ IMF (1999) は、「私たちは金融政策スタンスを支持する。ITの厳守は透明性と信認を高め、

(1997年～1999年： 透明性の強化)

上記の「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟」な政策運営を実施する過程で、Riksbankの透明性は強化されている。1997年9月には、シンプル・ルール (simple rule-of-thumb) が発表され、1999年には、議事要旨・投票結果の公表が開始された。

—— Riksbankは、1997年9月以降、レポートにシンプル・ルール⁶⁴を明示していた。シンプル・ルールについて、9月のレポートは、「金融政策運営の基本的な原理は、シンプル・ルールで定式化できる。すなわち、固定金利の前提の下でのインフレ見通しが適当なタイム・ホライズンにおいて目標と一致しているのならば、金融スタンスはよくバランスがとれている。もし見通しが目標を上回って（下回って）いるのであれば、金融スタンスは緩和的（緊縮的）であり、政策金利は、迅速にないしは近いうちに、引き上げ（引き下げ）られるべきである」と説明している。

—— 1997年12月のレポートから、先行きのインフレ率を不確実性の幅とともにグラフで表示するようになった。

—— 1999年1月には、新しい中央銀行法が施行されると同時に、議事要旨・投票結果の公表が始まった。

(1999年～2006年： シンプル・ルールに従った政策運営の開始と終了)

1997年9月、シンプル・ルールが発表された後、1999年11月、Riksbankは、シンプル・ルールに従って0.35%の利上げを実施する⁶⁵。Giavazzi and Mishkin (2006)は、1999～2005年の政策はシンプル・ルールに概ね従ったものと論じている。しかし市場

近年インフレ圧力が徐々に沈静化していく中、Riksbankは注意深く金利を低下させることができるようになった。この3年間CPIインフレ率は持続的に目標レンジを下回っているが、私たちはこの差は主に金利と間接税の変化によるものと理解している」と論じている。

⁶⁴ Rule-of-thumbという用語は、1997年6月のレポートで始めて登場しているが、内容についての具体的説明は9月のレポートからとなっている。シンプル・ルールは、1997年9月から1999年10月までレポートで解説された。

⁶⁵ このようなシンプル・ルールは、2-3節で紹介した2つの意味での柔軟性をどちらも満たしていない。すなわち、先行きの実体経済に関する変数を考慮していないという点で、損失関数のウェイト λ はゼロであり、第1の定義と非整合である（2年後のインフレ率見通しを用いると、(5)式は、 $i_t = \pi_t + (\delta\alpha_1 k)(E_t \pi_{t+2} - \pi^*) / (\beta_2 \lambda) + \beta_1 y_t / \beta_2$ と書け、厳格なIT ($\lambda=0$)の下では、インフレ予測項にかかる係数が無限大となるので、実質上、当期のGDPギャップにかかる係数はゼロとなる)。そして、これがルールという点で第2の定義とも非整合である。Giavazzi and Mishkin (2006)は、シンプル・ルールによって金融政策の十分な柔軟性が失われると述べ、ショックの性質によってタイム・ホライズンは変わるべきであると論じている。

とのコミュニケーションが上手く進まなかったこともあり、実際の政策は次第にシンプル・ルールから離れていった。

- 物価情勢をみると、1999年10月のヘッドラインは0.8%、コアは1.7%と目標を下回っていたが、同月のレポートによると、1年後のコア・インフレ率が1.8%、2年後が2.1%へと上昇する見通しであった。11月の議事要旨をみると、ルールという表現は見られないが、(6人中)4人の委員は、今後1-2年のコア・インフレ率が10月のレポートよりも僅かに高くなる見通しであると結論づけ、もう1人の委員とともに利上げに賛成している⁶⁶。
- 利上げに関し、貿易団体からはインフレ目標は完全雇用の障害であるという批判も起きていたが (Reuters News [1999b])、Bäckström 総裁 (1999c) は、議会に対して、「より広範な供給不足によって、インフレの動揺を招く兆候は今のところないが、そのリスクは上昇している。さらに状況は短期間のうちに変わり得る。Riksbank はこれに警戒しなければならない。私たちは予防的行動を採る容易をしなければならない。以前の上昇局面、1970～80年代においては、経済政策の引き締めがしばしば遅すぎ、当然の結果として、生産と雇用が抑制され、失業が増加した。このようなことは今回起きてはならない。政策金利を正常化する目的は、GDP 成長率を長期的な成長と整合的にし、持続的な雇用増加と経済規模が許す程度に低い失業水準を達成するためである」と報告している。
- その後の実際の政策は、次第にシンプル・ルールから離れており (Giavazzi and Mishkin [2006])、2006年 Ingves 総裁 (2006) は、シンプル・ルールに関し、「金融政策を説明するために以前用いていたシンプル・ルールを捨て去るのは自然な流れであった。ルールの目的は理解するのが簡単ということにあったが、金融政策の考えを十分に描写していなかった。」「将来のある特定時点(2年後)のインフレ率への着目が過剰に解釈される可能性を持っていた」と話している。

(2002年～2005年： 資産価格変動への配慮)

2002年頃からは、一般物価が安定する中であって、住宅価格が大きく上昇していた。これを受けて、Riksbank は、議事要旨やレポートの中で、資産価格に配慮していることを示唆していた。

- 2002年11月、Riksbank は、足許のインフレ率は目標付近で安定していたが海外経済の減速が内需へ波及することを懸念し利下げを決定した。その後インフレ率の低下が進み、2004～06年にかけてはインフレ率が目標の下限を持続

⁶⁶ 残り2人のうち1人は、更なるインフレ率上昇を予測し、利上げに賛成している。もう1人はインフレ見通しは10月レポートと大して変わっていないほか、賃金の見通しが高すぎると主張し、利上げに反対している。

的に下回っていた中であって、Riksbank は 2005 年まで継続的に利下げを実施している。しかし利下げに際して、Riksbank は、議事要旨において、住宅価格上昇への懸念を表明していた⁶⁷。

—— Giavazzi and Mishkin (2006) は、2002 年 5 月の利上げと、その後の利下げの遅れ（2002 年 11 月に実施）と小幅な下げによって、その後のインフレ率の低下と失業率の上昇を招いたとし、予測の間違いは仕方がないが、住宅に対する過度の強調は IT と整合的でないと批判した⁶⁸。政治家やエコノミストの中には、利下げが緩やかであることに不満を持ち、インフレ率が目標を下回り利下げ余力があるのにそうせず、Riksbank は雇用の拡大を妨げていると批判する者もいた (Reuters News [2005a])⁶⁹。

—— 2005 年 3 月のレポートから Riksbank は、前提金利として市場の予想金利を固定金利とともに用いたほか、予測期間を 3 年に延長している。これは、資産価格を考慮して長めのタイム・ホライズンをもった政策を運営したいという意図を反映したものと解釈される⁷⁰。

(2006 年： 資産価格変動に対する政策対応)

2006 年には、はっきりとした形で資産価格を意識した政策が実行され、金融政策

⁶⁷ 2003 年 12 月の議事要旨では「ある委員は、高い住宅価格は利下げに注意を払う一つの理由となり得ると述べた。利下げは、住宅価格の動向を悪化させ、モーゲージと家計の借入を更に増加させることになる」と書かれている。2005 年 3 月金利据え置き時、同年 6 月 0.5% の利下げ時のプレスリリースでは、「現在の低金利は家計の借入と住宅投資の急速な伸びに繋がっている。これは金融政策において幾らかの注意を必要とする」との説明がされている。

⁶⁸ Giavazzi and Mishkin (2006) は、以下の 9 つの提言を行っている。(1) IT の柔軟性は、金融政策が物価・雇用安定をめざすことを示唆していることを明示すること、(2) 資産価格は独立な目標ではないことを明示すること、(3) インフレ目標を持続的に下回っている場合には、より緩和的な政策を実行することを示唆すること、(4) 将来の金利経路を公表し、不確実性について明らかにすること、(5) 住宅コストに影響を受けない物価指数を用いること、(6) 2% という目標を変える説得的な理由はないが、更なる研究は有用、(7) Inflation Report の公表と議会の金融委員会での公聴のタイミングをずらすことによって、議会との対話の質を高めること、(8) 公開での議論は主に議会で行うこと、(9) 委員は任命される前に議会でのヒアリングに出席すること。

上記(3)は、物価水準ターゲット的な運営を示唆している。上記(8)は、過去数年に亘り、首相は金融政策について批判的なコメントを繰り返しており (Reuters News [2006])、政治家による発言を牽制するための提言である。Riksbank (2007) は、この中で(3)には同意していない。

⁶⁹ 2005 年 9 月、Heikensten 総裁が突然退任することが明らかになると、メディアは、来年に選挙を控えていること、総裁の任期は 2009 年までであること、インフレ率は低いものの Riksbank は利下げをしてこなかったことなどを指して、政府が総裁を解任に追いやったとの記事を掲載した。Heikensten 総裁は、この記事の内容を否定している (Global Insight Daily Analysis [2005], Reuters News [2005b,c])。

⁷⁰ 2005 年 3 月、市場予想金利は緩やかな利上げを示唆していた。この金利を前提とするとインフレ率は緩やかに上昇し、3 年後には CPIX が目標近くに収束する見通しとなっていた。

ストラテジーの中で、明確に資産価格を考慮することを明記するようになった。しかし政財界やメディア、外部評価委員（Giavazzi and Mishkin [2006]）からは、批判が起きている。

—— 2006年1、2月になると、足許のインフレ率は依然1%を下回っている中にあって、住宅価格の上昇を一つの理由に、Riksbankは利上げを実施した⁷¹。この時の議事要旨を見ると、利上げの根拠として、国内経済の高成長、稼働率の上昇、労働需給のタイト化がまず挙げられた上で、「住宅価格と家計の借入が急速に伸び続けていることを考慮に入れる理由もまた存在する。その理由は、もしこの動きがこれまでと同じ速いスピードで続くのであれば、将来成長と雇用が大きく減退するリスクが存在するためである」と記述されている。また4月、Ingves 総裁 (2006) は、「近年、低金利もあって、住宅価格と家計の借入が急速に増加している。我々は、こうした動向が行き過ぎて将来深刻な調整を生むリスクに懸念を持っていることを表明してきた。一つのリスクは、住宅価格の急激なブレーキによって、家計が彼らの借入負担が過大であることを認識し、貯蓄を急速に増加させることである。これは、需要の深刻な減少を招くかもしれない。今年初めの金利決定の背景には、このようなリスクが、利上げを数ヶ月遅らせないことの一理由の一つとして考えられたことがある。もしこのような見通しを立てていなかったならば、利上げを数ヶ月遅らせることは完全に可能であったであろう」「世界（タイム・ホライズン）は2年で終わらない。個人的な意見であるが、急速な貸出ブームの効果について明確な答えを持ち合わせていないからといって、少なくともリスクを悪化させないように行動することを妨げるべきではない」と説明している⁷²。

—— 2006年5月、Riksbankは新しい金融政策ストラテジーを発表し、資産価格や他の金融変数も考慮に入れることを明記した（Riksbank [2006]）⁷³。Riksbankは、背景説明で、「金融政策は、インフレ率（と実体経済）を考慮に入れるようにデザインされており、金融安定は考慮に入れていない。しかし、例えば資産価格や借入の経路は、度々合理的に説明するのが難しくなったり長期的に持続不可能になったりする。これは、将来急激な調整が行われ、実体経済やインフレに影響を与えるリスクとなる。金融政策の決定においては、今後2年間のインフレ・実体経済の予測が基礎をなす通常の方法とは異なったやり方で、このようなリスクを考慮に入れる必要があるかもしれない。実践においては、この種のリスクを考慮に入れると、金利の変化が、通常最も適当と思われる場合

⁷¹ 前年12月の投票は3対3で分かれたこともあり、1月の利上げは事前に予想されていた（Financial Times [2006a]）。

⁷² IMF (2008) は、この2006年の事例を中銀が急激な資産価格上昇に”lean against”した具体例として紹介している。

⁷³ その他のポイントは、(1) CPIが目標であるが、他にもCPIXなども参照。(2) 2年後のインフレ率を目標とし、実体経済の動きも考慮に入れる。(3) Well-balance するような金利を想定。

(4) 明快な情報公開がITへの信認と政策の柔軟性に不可欠である。

よりも、幾らか早くまたは遅くなされることになる」と解説している。また Ingves 総裁 (2007b) は、これが教科書的な Flexible IT とは異なることを認めている。

—— 9月の選挙を控えた Persson 首相は、中銀は利上げを正当化できるのか質している (Reuters News [2006])。Giavazzi and Mishkin (2006) は、「私たちは、Riksbank は最近コミュニケーション戦略において一つの深刻な過ちを犯したと信じている。それは金融政策の運営における資産価格の役割に関する議論である。最近 (2006年1、2月) の住宅という一つの特別な資産価格に関してのプレスリリースは、国民や市場が Riksbank に対して持つ信認の弱体化に繋がった。資産価格の政策決定への影響に関する議論は、IT の枠組みの柔軟性が一体何を意味するのかについて誤解を招いた」と批判している。2006年6月の Financial Times (2006b) は、「ITの終わりの始まり」と題した記事で、「2004年1月から2006年2月までインフレ率が目標の幅の下限を持続的に下回り、Riksbank は物価の不安定性を生んだ。もしストラテジーに真剣に取り組むのならゼロ金利の方向までシフトするべきだったのに、2005年6月に1.5%まで下げた後は逆に利上げを実施した。これは Riksbank が住宅市場の動向が経済を不安定化し価格安定に負の影響をもたらすと結論付けたため、この判断はおそらく正しかったのだろう。しかし、ITとは整合的でない。(2006年5月に発表したストラテジーは)中銀が採用するものとしては完全に分別のあるストラテジーであるがITと整合的でない。少なくとも目標のバンドを撤廃しなければ、現在のストラテジーは信用できない」と解説している。

—— 上記、Financial Times の記事に対し、Rosenberg 副総裁 (2006b) は、「ITは疑いもなく成功している。インフレ率は目標から乖離したが、インフレ期待は”well anchored”の状態にある。目標の幅は、許容できるインフレ率乖離の厳格な制限ではなく、目標の乖離が不可避であるということをシグナリングする目的に資するものである。実体経済を不安定化するので目標を常に達成しようとすることはしない」との反論を載せている。

(2007年2月～2008年2月： 先行きの金利経路の公表を巡る困難)

2007年2月になると、Riksbank は、レポートで金利の先行き (Well-balance するような内生金利) の公表を開始した (図 6)。一方で講演などの場で政策の先行きのシグナリングを減らすことを決定した (Ingves [2007a])。しかし現時点では市場参加者の間に、先行きの金利経路の公表が、市場とのコミュニケーションの改善につながったとの評価は聞かれていない⁷⁴。

⁷⁴ 他国においてはニュージーランド・ノルウェーを例に、透明性の向上、先行きの政策金利の公表が市場にもたらした影響は然程大きくないとの分析結果が報告されている (Archer [2004], Mackie et al. [2007], Blinder et al. [2008])。

- 図6上段にあるように、金利経路はファンチャートで表されている。また、不確実性の存在を考慮するため、異なるシナリオに基づく金利経路も作成している（図6下段左は、金利想定を変えた場合、図6下段右は、賃金が上振れた場合）。
- 先行きの金利経路公表の副作用として考えられる、市場参加者が思考停止に陥り市場機能が損なわれる危険性について、Ingves 総裁 (2007c) は、「これまでのところそのような兆候はない。私たちと市場参加者は将来の金利について若干異なる見方をしているのは明らか」と述べている。
- 2007年6月には、Riksbank は、2月のレポート比で平均50bps金利見通しを上振れさせたが、これに市場は反応し長期金利が上昇した。そして Riksbank は、市場からは改定幅が大きすぎるとの批判を浴びている (Rosenberg 副総裁 [2007], Wickman-Parak 副総裁 [2007])。
- 2008年2月、Riksbank は、前年12月発表のレポートで示唆した通りに利上げを決定したが、この決定は国際金融市場の混乱から金利変更なし、あるいは引き下げを予想していた市場にはサプライズであり (Financial Times [2008])、Ingves 総裁 (2008) によれば、利上げそのものよりもサプライズであったことに批判が集まった。市場参加者は、金利の先行きを公表したことよりも、この公表に伴って金利変更がいつなされるのかに関する幹部からのシグナリングが制限されたことを問題視し、Riksbank の沈黙を嫌悪している (Reuters News [2008a,b])。

参考文献

(一般論)

- 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.
- 上田晃三, 2008. インフレーション・ターゲティングの変貌. 日銀レビュー 08-J-11.
- 白塚重典・藤木裕, 1997. ウォルシュ・スベンソン型モデルについて—インフレーション・ターゲティングの解釈を巡って—, 金融研究 16(3), 33-60.
- 日本銀行企画室, 2000. 諸外国におけるインフレ・ターゲティング.
- Barro, R.J. and D. Gordon, 1983. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy* 91(4), 589-610.
- Berg, C, 2005. Experience of inflation-Targeting in 20 Countries. *Riksbank Economic Review* 1, 20-47.
- Bernanke, B.S. and F.S. Mishkin, 1997. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? *Journal of Economic Perspectives* 11(2), 97-116.
- Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin, and A.S. Posen, 1999. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, B.S. and M. Gertler, 1999. *Monetary Policy and Asset Price Volatility*. A Paper Presented at a Symposium Sponsored by the FRB Kansas City, 26-28 Aug.

- Bernanke, B.S. and M. Gertler, 2001. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? *American Economic Review* 91(2), 253-7.
- 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.
- Borio, C. and P. Lowe, 2002. Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus. BIS Working Papers 114.
- Borio, C., 2006. Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century. BIS Working Papers 216.
- Briault, C., A. Haldane, and M. King, 1996. Central Bank Independence and Accountability: Theory and Evidence. *BOE Quarterly Bulletin*: Feb, 63-8.
- Cecchetti, S.G., H. Genberg, and S. Wadhvani, 2002. Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework. Prepared for the Conference on Asset Price Bubbles: Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies, organized jointly by the FRB Chicago and the World Bank.
- Claussen, C.A., 2007. Monetary Policy Frameworks – Norges Bank in the Light of the Literature and International Practice. *Norges Bank Economic Bulletin* 78(3), 115-31.
- Cukierman, A. and A. Meltzer, 1986. A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information. *Econometrica* 54(4), 1099-1128.
- Cukierman, A. and N. Liviatan, 1991. Optimal Accommodation by Strong Policymakers under Incomplete Information. *Journal of Monetary Economics* 27(1), 99-127.
- Dincer, N.N. and B. Eichengreen, 2007. Central Bank Transparency: Where, Why, and With What Effects? NBER Working Paper 13003.
- Dotsey, M., 2006. A Review of Inflation Targeting in Developed Countries. *FRB Philadelphia Business Review* Q3, 10-20.
- Economist*, 1995a. Target Practice. 22 April.
- Economist*, 1995b. Who's Afraid of Inflation? 16 Sep.
- Economist*, 2001. On Target? 30 Aug.
- Eijffinger, S. and P. Geraats, 2006. How Transparent are Central Banks? *European Journal of Political Economy* 22, 1-21.
- Faust, J. and L.E.O. Svensson, 2001. Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals. *International Economic Review* 42(2), 369-97.
- Financial Times* (by W. Münchau), 2006b. The Beginning of the End for Inflation Targeting. 5 Jun.
- Fracasso, A., H. Genberg and C. Wyplosz. 2003. How Do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks. Special Report 2 of Geneva Reports on the World Economy. Norges Bank, ICMB and CEPR.
- Fry, M., D. Julius, L. Mahadeva, S. Roger and G. Sterne, 2000. Key issues in the choice of monetary policy framework. In L. Mahadeva and G. Sterne. (eds.), *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*. London : Routledge, 1 – 216.
- Geraats, P., 2002. Central Bank Transparency. *Economic Journal* 112, 532-65.
- Geraats, P., 2005. Transparency and Reputation: The Publication of Central Bank Forecasts. *Topics in Macroeconomics* 5(1), 1-26.
- International Monetary Fund, 2008. The Changing Housing Cycle and the Implications for

- Monetary Policy. World Economic Outlook, Chapter 3. Apr.
- Issing, O., 2005. Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century. FRB St. Louis Review 87(2), 65-83.
- Jensen, H., 2002. Optimal Degrees of Transparency in Monetary Policymaking. Scandinavian Journal of Economics 104(3), 399-422.
- Kahn, G.A., 2007. Communicating a Policy Path: The Next Frontier in Central Bank Transparency. FRB Kansas City Economic Review (1), 25-51.
- Kuttner, K.N., 2004. A Snapshot of Inflation Targeting in its Adolescence. A Paper Presented at a Conference Sponsored by the Reserve Bank of Australia, 9-10 Aug.
- Mackie, D., G. Cooper, V. Papakos, N. Mai, and M. Barr, 2007. Central Bank Communication Hits Diminishing Marginal Returns. JPMorgan Research.
- McCallum, B.T. and E. Nelson, 2005. Targeting Versus Instrument Rules for Monetary Policy. FRB St. Louis Review 87(5), 597-611.
- Mishkin, F.S. and K. Schmidt-Hebbel, 2001. One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know? NBER Working Paper 8397.
- Mishkin, F.S., 2007. Monetary Policy Strategy. Cambridge: MIT Press.
- Morris, S. and H.S. Shin, 2002. Social Value of Public Information. American Economic Review 92(5), 1521-34.
- Morris, S. and H.S. Shin, 2005. Central Bank Transparency and the Signal Value of Prices. Brooking Papers on Economic Activity 2, 1-43.
- Newsweek (by R. Samuelson), 1994. Economic Amnesia. 12 Sep.
- Newsweek (by S.S. Roach), 2006. An Elegant But Dangerous Idea. 24 Jul.
- Persson, T. and G. Tabellini, 1993. Designing Institutions for Monetary Stability. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 58-84.
- Roger, S. and M. Stone, 2005. On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets. IMF Working Paper 163.
- Rogoff, K., 1985. The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Target. Quarterly Journal of Economics 100(4), 1169-89.
- Siklos, P.L., 1999. Inflation-Target Design: Changing Inflation Performance and Persistence in Industrial Countries. FRB St. Louis Review, 47-58.
- Svensson, L.E.O., 1997a. Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. European Economic Review 41, 1111-46.
- Svensson, L.E.O., 1997b. Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting? Public Lecture held at Victoria University of Wellington, New Zealand. 18 Nov.
- Svensson, L.E.O., 2003. Monetary Policy and Real Stabilization. NBER Working Paper 9486.
- Svensson, L.E.O., 2005. Targeting Versus Instrument Rules for Monetary Policy: What Is Wrong With McCallum and Nelson? FRB St. Louis Review 87(5), 613-25.
- Svensson, L.E.O., 2006. Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) is Actually Pro-Transparency, Not Con. American Economic Review 96(1), 448-52.
- Taylor, J.B., 1993. Discretion versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 195-214.
- Taylor, J.B., 2007. The Dual Nature of Forecast Targeting and Instrument Rules: A Comment

- on Michael Woodford's "Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy: Policy Rules in Practice. A Paper Presented at a Conference Sponsored by the FRB Dallas, 13 Oct.
- Walsh, C.E., 1995. Optimal Contracts for Central Bankers. *American Economic Review* 85(1), 150-67.
- Walsh, C.E., 1999. Announcements, Inflation Targeting and Central Bank Incentives. *Economica* 66, 255-69.
- Walsh, C.E., 2003. *Monetary Theory and Policy*. Cambridge: MIT Press, 2nd ed.
- Walsh, C.E., 2008. Inflation Targeting: What Have We Learned? A Paper Presented at a Conference Sponsored by BOC. 22-23 July.
- White, W.R., 2006. Is Price Stability Enough? BIS Working Papers 205.
- Woodford, M., 2003. *Interest and Prices*. Princeton: Princeton University Press.
- Woodford, M., 2005. Central-Bank Communication and Policy Effectiveness. A Paper Presented at a Symposium Sponsored by the FRB Kansas City, 25-27 Aug.
- Woodford, M., 2007a. The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy. *Journal of Economic Perspectives* 21(4), 3-24.
- Woodford, M., 2007b. Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy: Policy Rules in Practice. A Paper Presented at a Conference Sponsored by the FRB Dallas, 13 Oct.

(各国中央銀行資料)
 各国中央銀行ディスクロージャー資料 (Inflation Report などのレポート, Annual Report, ホームページ等)

- (ニュージーランド)
- Archer, D., 1993. Relative Prices, Inflation, the Terms of Trade and the Policy Targets Agreement. *RBNZ Bulletin* 56(4), 360-74.
- Archer, D., 1995. Some Reflections on Inflation Targets. In A.G. Haldane ed. *Targeting Inflation*.
- Archer, D., 2004. Communication with the Public. In *Practical Experience with Inflation Targeting*, Prague: Czech National Bank, 145-55.
- Bollard, A., 2004. Asset Prices and Monetary Policy. An address to the Canterbury Employers' Chamber of Commerce, Christchurch. 30 Jan.
- Brash, D.T., 1993. Interview with Dr Don Brash, *RBNZ Bulletin* 56(3), 284-90.
- Brash, D.T., 1996. Address to the Auckland Manufacturers' Association.
- Economist*, 1998. The Return of Sado-Monetarism? 10 Sep.
- Economist*, 2000. Can the Kiwi Economy fly? 30 Nov.
- Economist*, 2002. From Brash to Bollard. 29 Aug.
- Financial Times* (by N. Tait), 1995. NZ Bank Chief Sticks to Policy. 3 May.
- Financial Times* (by T. Hall), 1995. NZ Bank Chief Admits Price Rise Slippage. 30 Jun.
- Financial Times* (by P. Garnham), 2007. Kiwi Tumbles as RBNZ Intervenes. 11 June.
- Hampton, T., R. Philip, and D. Stephens, 2003. Monetary Policy Communication and Uncertainty. *RBNZ Bulletin* 66(2), 29-34.
- Mayes, D. and B. Chapple, 1995. Defining an Inflation Target. In A.G. Haldane ed. *Targeting Inflation*.

Reserve Bank of New Zealand, 2007a. What is the Policy Targets Agreement? RBNZ homepage.

Reserve Bank of New Zealand, 2007b. Submission to the Finance and Expenditure Committee's Inquiry into the Future Monetary Policy Framework. July.

Roger, S., 1994a. Alternative Measures of Underlying Inflation. RBNZ Bulletin 57(2), 109-29.

Roger, S., 1994b. An Illustrated Guide to the Role of Underlying Inflation in Monetary Policy. RBNZ Bulletin 57(3), 234-42.

Roger, S., 1994c. Alternative Measures of Underlying Inflation: Further Results.. RBNZ Bulletin 57(4), 330-40.

Sherwin, M., 1999. Inflation Targeting: 10 Years on. RBNZ Bulletin 62(3), 72-80.

Svensson, L.E.O., 2001. Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: Report to the Minister of Finance.

(カナダ)

Bank of Canada, 2006. Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information.

Chant, J., 2003. The Bank of Canada: Moving Towards Transparency. BOC Review Spring, 5-13.

Dodge, D., 2002. Canada's Experience with Inflation Targets and a Flexible Exchange Rate: Lessons Learned. Remarks to the Canadian Society of New York. 20 Feb.

Dodge, D., 2005. Inflation Targeting: A Canadian Perspective. Remarks to the National Association for Business Economics, Washington D.C. 21 Mar.

Dodge, D., 2006. Global Imbalances: Why Worry? What to Do? Remarks to the New York Association for Business Economics, New York. 29 Mar.

Fortin, P., 1996. The Great Canadian Slump. Canadian Journal of Economics 29(4), 761-87.

Freedman, C., 1994. Formal Targets for Inflation Reduction: The Canadian Experience. In J.A.H. de Beaufort Wijnholds et al. eds. A Framework for Monetary Stability. Dordrecht and Boston: Kluwer Academic. 17-29.

Globe and Mail (by A. Freeman), 1993. Who's the Boss of the Bank? 15 Nov.

Globe and Mail (by S. McCarthy), 1997. Thiessen Vows to Cool Economy Higher Rates Needed to Counter Threat of Inflation, Central Bank Governor Says. 20 Nov.

National Post (by J. Thorpe), 2003. Strong Loonie No Inflation Fighter. 13 Mar.

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

Thiessen, G., 1996. Towards a More Transparent and More Credible Monetary Policy. Remarks delivered at the Ecole des Hautes Etudes Commerciales.

Toronto Star (by S. McCarthy), 1993a. Can't Just Cut Interest Rates to Spur Economy, Crow Insists. 3 Jun.

Toronto Star (by S. McCarthy), 1993b. Single-Minded Crow Declines Second Term. 23 Dec.

Toronto Star (by W. Walker), 1997. Martin Backs Thiessen's Policies Opposition Fears Rate Hikes Will Kill Job Creation. 8 Oct.

Wall Street Journal (by J. Urquhart and A. Willis), 1993. New Government Names Governor of Bank of Canada. 23 Dec.

(英国)

- Bean C., 2003. Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough? In A. Richards and T. Robinson eds. *Asset Prices and Monetary Policy*. Reserve Bank of Australia, 48-76.
- Bean C., 2004. Asset Prices, Financial Stability, and Monetary Policy. *American Economic Review* 94(2), 14-8.
- Bean C., 2007. "The Meaning of Internal Balance" Thirty Years On. Speech at the James Meade Centenary Conference. 13 Jul.
- Bowen, A., 1995. Inflation Targetry in the United Kingdom. In A.G. Haldane ed. *Targeting Inflation*.
- Dow Jones Capital Markets Report, 2008. BOE King: CPI To Be Above +3% For "Several Quarters". 14 May.
- Economist, 1995a. Ken Clarke's Monstrous Error. 13 May.
- Economist, 1995b. Ken versus Eddie. 5 Aug.
- Economist, 1995c. Ken and Eddie's Christmas Pantomime. 16 Dec.
- Economist, 1996a. Ken v Eddie, part two. 18 May.
- Economist, 1996b. Old Lady Sings the Blues. 10 Aug.
- Economist, 1996c. Accidental Hero. 21 Sep.
- Economist, 1996d. Better Late Than Never. 2 Nov.
- Economist, 1998a. Surprise Rise. 4 Jun.
- Economist, 1998b. The Return of Sado-Monetarism? 10 Sep.
- Economist, 1998c. Garbage in, Garbage out. 15 Oct.
- Economist, 2000. Inflation (1), Outdated Maps. 10 Aug.
- Economist, 2003. Still Bubbling. 16 Jan.
- Economist, 2005. Unboring. 18 Aug.
- Financial Times (by E. Crooks and A. Fifield), 2003. Mervyn King and the Bank of England Will Find It a Challenge to Keep Inflation to Target Levels While Keeping the Economy Growing. 8 Nov.
- Financial Times (by K. Burgess and L. Warwick-Ching), 2004. Is It Time to Worry about Ballooning Prices? 12 Jun.
- Financial Times (by F.T. Cave), 2005a. Bank of England Makes First Rate Cut in Two Years. 4 Aug.
- Financial Times (by F.T. Cave), 2005b. Rate-setters 'Will Play Each Ball on its Merits'. 11 Aug.
- Financial Times (by F.T. Cave), 2005c. Mervyn King Outvoted in Tight Rate Decision. 17 Aug.
- Financial Times (by W. Münchau), 2005d. Fight Inflation with Flexibility. 21 Aug.
- George, E., 1995. Monetary Policy Realities. Speech to the North West Chamber of Commerce, Manchester. 18 Sep. In *BOE Quarterly Bulletin* 35(4), 388-91.
- King, M., 1995. Do Inflation Targets Work? Speech to the Centre of Economic Policy Research. 26 Sep. In *BOE Quarterly Bulletin* 35(4), 392-94.
- King, M., 1997. The Inflation Target Five Years On. Lecture delivered at the London School of Economics. 29 Oct.
- King, M., 2002. The Inflation Target Ten Years On. Speech delivered to the London School

- of Economics. 19 Nov.
- Roll, E., et al., 1993. Independent and Accountable: A New Mandate for the Bank of England. CEPR.
- (スウェーデン)
- Andersson, K. and C. Berg, 1995. The Inflation Target in Sweden. In A.G. Haldane ed. Targeting Inflation.
- Apel, M., L. Heikensten and P. Jansson, 2007. The Role of Academics in Monetary Policy: A Study of Swedish Inflation Targeting. Riksbank Economic Review (1), 21-57.
- Bäckström, U., 1997. Sweden's Economy and Monetary Policy. Speech at Swedish Shareholders Association, Stockholm. 19 Nov.
- Bäckström, U., 1999a. Sweden and EMU. Speech at Carlsson Investment Management. 22 Jan.
- Bäckström, U., 1999b. The Current Situation for Monetary Policy. Submitted to Standing Committee on Finance. 25 Mar.
- Bäckström, U., 1999c. The Current Situation for Monetary Policy. Submitted to Standing Committee on Finance. 6 Oct.
- Bäckström, U., 2003. The Road to Price Stability in the 1990s. Riksbank Economic Review (3), 5-44.
- Berg, C., 1999. Inflation Forecast Targeting: the Swedish Experience. Riksbank Quarterly Review 3, 44-70.
- Dow Jones International News (by B. Forsberg), 1995. Sweden's Riksbank Criticized By Corporate Organizations. 20 Jul.
- Financial Times (by P. Munter), 2006a. Sweden Expected to Raise Rates on Friday. 17 Jan.
- Financial Times (by W. Münchau), 2006b. The Beginning of the End for Inflation Targeting. 5 Jun.
- Financial Times (by D. Ivison), 2008. Sweden Surprises with Rate Cut. 13 Feb.
- Giavazzi, F. and Mishkin F.S., 2006. An Evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005. Report for the Riksdag Committee on Finance.
- Global Insight Daily Analysis (by T. Packer), 2005. Swedish Central Bank Appoints New Governor. 12 Oct.
- Heikensten, L., 1997. Address before Conference of the Stockholm Chamber of Commerce and Veckans Affärer. 29 Jan.
- Ingves, S., 2006. The Inflation Target and Monetary Policy. Speech at Swedish Economics Association. 4 Apr.
- Ingves, S., 2007a. The Relationship between the Swedish Riksbank and the Riksdag. Speech at Sveriges Riksdag. 8 Jun.
- Ingves, S., 2007b. Housing and Monetary Policy - A View from an Inflation Targeting Central Bank. A Paper Presented at a Symposium Sponsored by the FRB Kansas City, 30 Aug.-1 Sep.
- Ingves, S., 2007c. Monetary Policy, Openness and Financial Markets. Speech at SEB, Stockholm. 24 Sep.
- Ingves, S., 2008. Introduction on Monetary Policy. Speech at the Riksdag's Committee on Finance. 26 Feb.

International Monetary Fund, 1997. IMF Concludes Article IV Consultation with Sweden. Public Information Notice Number 97/24.

International Monetary Fund, 1999. IMF Concludes Article IV Consultation with Sweden. Public Information Notice Number 99/87.

Reuters News, 1997. Sweden Says Law Not Needed for All Riksbank Policy. 6 Oct.

Reuters News, 1999a. Sweden Finance Committee Criticises C.Bank Policy. 20 May.

Reuters News, 1999b. Swedish C.Bank Defends Intention to Raise Rates. 18 Oct.

Reuters News (by S. Johnson), 2005a. IMF Backs Sweden Cbank, Says Case for Rate Cut Weak. 25 May.

Reuters News (by K. Lundback), 2005b. Sweden Gov't Rejects Talk C.Bank Chief Was Ousted. 30 Sep.

Reuters News, 2005c. Politics Not Reason for Leaving-Swedish C.Bank Head. 7 Oct.

Reuters News (by P. Lannin), 2006. Cool Inflation Puts Swedish C.Bank in Hot Spot. 21 Feb.

Reuters News (by J. Sennero and N. Pollard), 2008a. Riksbank Communication Review: a Good Idea. 20 Feb.

Reuters News (by A. Cox), 2008b. Swedish Markets Hate the Sound of Riksbank Silence. 22 Feb.

Riksbank, 2006. Monetary Policy in Sweden. 18 May.

Riksbank, 2007. The Executive Board's Consultation Response Regarding the Report "An Evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005." Economic Review (1), 96-117.

Rosenberg, I., 2006a. Assessment of Monetary Policy. Speech at Norges Bank. 30 Mar.

Rosenberg, I., 2006b. Swedish Policy of Inflation Targeting Certainly Does Not Lack Credibility. Financial Times. 15 Jun.

Rosenberg, I., 2007. Monetary Policy and the Riksbank's Communication. Speech at Swedbank, Stockholm. 8 Oct.

Svensson, L.E.O., 2007. What Have Economists Learned about Monetary Policy over the Past 50 Years? Speech at the Conference of Monetary Policy over Fifty Years, Frankfurt am Main. 21 Sep.

Viotti, S., 2004. Swedish Monetary Policy. Riksbank Economic Review (2), 47-76.

Wickman-Parak, B., 2007. The Riksbank and Monetary Policy – Perspectives on Interest Rate Forecasts. Speech at Statistics Sweden. 3 Oct.

図表編

(表 1) 資産価格変動に対する識者等の見解

IT の枠組みの変更に関する否定的な意見	
Bernanke and Gertler (1999, 2001)	<p>物価と金融の安定を達成するために最適な枠組みは、米国において今実践されている暗黙的な、または、より明示的・透明な形で多くの他の国で採用されている、柔軟な IT である。</p> <p>資産価格がボラタイルな時、その原因がバブルであろうと生産性であろうと、積極的な IT ルールは生産・インフレ率を安定化する。積極的にインフレ率に反応すれば、資産価格に反応しても追加的便益はない。</p>
Svensson (2003)	<p>IT においては、資産価格はインフレ率とギャップに影響を与えると予想される部分においてのみ政策に影響を与える。</p> <p>資産価格は目標でも損失関数の要素でもない。言うまでもなく、たいていの現実的な状況の下では、資産価格変動がもっともらしいファンダメンタルズの期待によるものか、バブルによるものか、そして金利経路の調整を促すようなインフレ率や GDP ギャップへの反動があるか、を判断することはとても難しい。</p> <p>私は、中銀の政策反応関数、例えばテイラー・ルール of 修正について議論するのは生産的でないと信じている。</p>
Woodford (2003, p.440-41)	<p>資産価格は新しい市場の条件によって最も頻繁に調整される価格であるから、資産価格変動は我々が最小化をめざす類の歪みとはならない。</p>
Giavazzi and Mishkin (2006)	<p>IT が留意すべきこと－雇用やインフレへの影響－以上に資産価格に別途注目すると、政策効果は悪化しかねない。</p> <p>バブルに予防的に対処するのはほとんど不可能であり、中銀は代わりに、資産の崩壊が起きたとき迅速に対処する準備をすることによって、金融の動揺が深刻な問題とならないようにすることができる。</p>
IT の枠組みの修正を主張する意見	
Cecchetti et al. (2002)	<p>IT を導入している中銀が、2 年ないしそれ以上先のインフレ率の目標からの乖離をもたらす資産価格のミスアラインメントに反応することによってマクロ経済のパフォーマンスを向上できると信じる確かな理論的理由がある。</p>
BIS の Borio and Lowe (2002)	<p>インフレ率の望ましい水準からの乖離を排他的に安定化しようとする金融政策の枠組みは、マネーと金融の安定の正しい組み合わせをもたらすだろうか？これは、IT が実際に見ている相対的に短い期間を前提とすると、特に難しい問題である。そのような枠組みは、副次的に金融の安定を促進すると信じる確かな理由は存在するが、一方でリスクも存在する。もっとも重要なことは、そのような枠組みでは、特にインフレ圧力が沈静化しているときに進行する金融システムへの脅威に十分タイムリーに反応できないかもしれないということである。</p>

BIS の White (2006)	金融的なインバランスの蓄積が多くの年数を経て物価にもたらす影響を十分に見極めるために、政策のホライズンは (1-2 年) より長くとるべきである。
BIS の Borio (2006)	政策を精練するには、更なる柔軟性が必要となる。一つは、IT において通常 1-2 年のホライズンを延長することである。もう一つは、見通しにおいてリスク・バランスにより注意を払うことである。
IMF (2008)	<p>モーゲージ市場の発展に伴いその経済における影響が大きくなったので、金融政策は住宅部門とモーゲージ市場の予期されない動向にもっと積極的に反応する必要があるかもしれない。CPI や GDP ギャップに加えて住宅価格にも反応することによって、経済の安定が高められる可能性がある。</p> <p>住宅価格の動向に関心を多く払うからといって、中銀の主な公式な目的を変更する必要はなく、例えばインフレや生産目標のタイム・ホライズンを延長するというように、現行の目的を柔軟に解釈することによって達成できる。</p>
メディアの論調	
Economist (2001)	低インフレが実現する下、危険なインバランスが蓄積。しかし物価安定のみを目標とする IT ではこのような問題を解決できない。
Newsweek (2006)	IT は、資産価格バブル・世界的な過剰流動性問題を無視している。
Financial Times (2006b)	(Riksbank に対して) ストラテジーに真剣に取り組むのならゼロ金利の方向までシフトすべきだったのに、2005 年 6 月に 1.5%まで下げた後は逆に利上げを実施した。これは Riksbank が住宅市場の動向が経済を不安定化し価格安定に負の影響をもたらすと結論付けたためで、この判断はおそらく正しかったのだろう。しかし、IT とは整合的でない。(2006 年 5 月に発表したストラテジーは) 中銀が採用するものとしては完全に分別のあるストラテジーであるが IT と整合的でない。少なくとも目標のバンドを撤廃しなければ、現在のストラテジーは信用できない。

(表 2) IT の背景となる制度 (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
法律	Reserve Bank of New Zealand Act (1990年2月施行)	Bank of Canada Act	Bank of England Act (1998年6月改正施行)	Sveriges Riksbank Act (1999年1月改正施行)
目的	物価の安定 (8 条) Policy Targets Agreement を設定 (9 条、以下 PTA)	国家の経済活動に資するよう信用および通貨を管理し、国家の通貨単位の対外的な価値を維持し、金融面の措置により可能な範囲において、生産活動、物価、貿易、雇用の変動を緩和し、カナダの経済面および金融面の安寧に資する (前文)	総裁 1 名、副総裁 2 名、取締役 16 名からなる取締役会 (court) が BOE の目的を決定 (1,2 条) 財務省が BOE の目標を明示 (12 条) 金融政策の目的は、物価の安定を維持し、物価安定を妨げない限りにおいて、政府の経済政策 (成長と雇用に関する目標を含む。) を支援 (11 条)	物価安定の維持。共に安全で効率的な決済システムを促進 (1 条)
人事	総裁は、Board の推薦者から財務大臣が任命 (任期は 5 年) (40 条) Board の委員は財務大臣が任命 (54 条)	総裁および副総裁は、総督の承認を得て、取締役 (directors) が任命 (任期は 7 年) (6,7 条) 取締役は、財務大臣により任命 (9 条)。	正・副総裁は国王・女王によって任命 (1 条) (任期は 5 年) 2 委員は財務大臣との協議の上総裁が任命。その他 4 委員は財務大臣が任命 (13 条) (任期は 3 年)	委員は General Council によって任命 (任期は 6 年) (1 条) General Council の委員は議会によって任命 (1 条)
政府の関与	政府が PTA を覆すことも可能 (12 条)	財務大臣と総裁の間で金融政策につき意見の相違が生じたときは、財務大臣は、総裁と協議のうえ、総裁に対し、条件および期限を明示して、書面により金融政策に関する指示を行うことができる。BOC は当該指示に従わなければならない (14 条)	財務省は、公益のため、極端な経済状況により必要とされると判断した場合には、総裁と協議の上、命令により金融政策に関して BOE に指示することができる (19 条)	
その他	PTA (1990 年 3 月開始) は、総裁の任命・再任の度に改定され、具体的な目標を設定		取締役会によって決定された BOE の目的 健全な経済に資するため、安定的・効率的なマネー・金融の枠組みを維持 (2007 年 5 月再承認)	

(表3) インフレ目標の設定 (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 財務大臣がTVインタビューで今後2-3年の間にインフレ率を0近傍ないしは0-2%に抑制する意思を表明	1991年2月 財務大臣と総裁が共同で導入を宣言	1992年10月 財務大臣がRPIX(小売物価指数からモーゲージ金利支払を除いたもの)前年比を1-4%の範囲内にすることを宣言	1993年1月 RiksbankのGoverning Boardが95年以降のCPI前年比を2±1%にする目標を発表
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
タイム・ホライズン	medium-term	18-24ヶ月	reasonable time ⁷⁵	通常2年以内
目標の決定主体	財務大臣と総裁	財務大臣と中央銀行	財務大臣	中央銀行
目標を達成できない場合	原因・予測・対処法をPolicy Statement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
改定頻度	総裁就任時 (これまで90.3, 90.11, 92, 96, 97, 99, 02, 07年)	5年毎(現在のは2011年まで) (これまで91, 95, 98, 01, 06年)	不定	不定
目標の推移	当初は段階的な目標設定 最終的な目標 0-2% (90.3-96.12) 0-3% (96.12-02.9) 1-3% (02.9-08.3)	当初は段階的な目標設定 最終的な目標は、2±1%で変わらず	RPIX 1-4% (92.10-95.06) RPIX 2.5% (95.06-03.12) CPI 2% (04.01-08.3)	2±1%で変わらず
物価指数に関する備考	CPI target measure の定義 1997年9月まではコアCPI、その後99年6月まではCPIX、その後はCPIを用いたもの 1999年6月以前のCPIはモーゲージ金利含む	コアCPIの定義 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	過去目標としていたRPIXの定義 小売価格指数からモーゲージ金利を除去	CPIXの定義 モーゲージ金利、間接税・補助金を除く

⁷⁵ レポートでは2年後に点線が付されている。

(表4) 経済・物価見通しの公表 (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
レポートの名称	Monetary Policy Statement	Monetary Policy Report	Inflation Report	Monetary Policy Report
見通しを公表する変数	実質 GDP、インフレ率、金利 (3ヶ月物) 商品・原油価格、輸出入価格・数量、経常収支、住宅価格、住宅投資、移民、失業率、設備投資、財政支出、貿易・非貿易財価格、潜在 GDP・GDP ギャップ	実質 GDP、インフレ率 (コア・総合) (翌年は半期毎、翌々年は年次) 原油・天然ガス価格、(以下、年次) 海外主要国・地域の GDP、消費、投資、財政支出、在庫投資、輸出、輸入	実質 GDP、インフレ率 原油価格	実質 GDP、インフレ率 (コア・総合)、政策金利 海外主要国・地域の GDP、輸出入、為替、消費、GDP ギャップ、雇用者数、失業率、生産性、ULC、原油価格
予測期間	3年	2-3年 (毎年4月に延長)	3年	3年
前提とする金利	内生 (インフレ率を目標に合致させるための金利)	内生 (標準的な政策反応関数)	市場金利 足許固定	内生 (金融政策が well-balance ⁷⁶ するような金利)
見直し作成に用いるモデル	FPS	ToTEM (海外予測などで利用) MUSE (米国予測)	幾つかのモデル BEQM が主	幾つかのモデル RAMSES など
リスク評価	予測は中心のみ 文章 考えられる上振れ・下振れリスクを示した表	文章	ファンチャート 異なる金利による経路	ファンチャート (金利含む) 異なる金利による経路 異なるシナリオにおける経路
予測主体	総裁	Governing Council	MPC の best collective judgment	Executive board
頻度 ⁷⁷	年4回	年4回	年4回	年6回
頁数	50	30 (10)	50	70 (10)
公表開始	1991年3月	1995年5月	1993年2月	1993年6月

⁷⁶ Well-balance とは、実体経済・インフレ率が過度に変動することなく、2年後のインフレ率が目標に近づくような状態

⁷⁷ カナダとスウェーデンについては、単純化した中間レポート (update) を含む。

(表 5) 金融政策の決定、将来の政策に関する情報発信
(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
政策決定会合 頻度	年 8 回	年 8 回	年 12 回	年 6 回
政策決定方式	総裁個人	法律上、総裁 (運用上は 委員会の コンセンサス)	投票	投票 (同数の場合は 総裁が決定)
委員会名		Governing Council	Monetary Policy Committee (MPC)	Executive board
委員数	—	6 人	9 人	6 人
議事要旨	なし	なし	2 週間後	2 週間後
投票結果	—	—	個人毎に明示	個人毎に明示
会合後、政策発 表の時期	即日	翌日朝	即日	翌日朝
政策発表後、レ ポート公表の 時期	同日	2 日後	約 1 週間後	同日
公表文	あり	あり	変化があったと きのみ	あり
記者会見	レポート公表時	なし	レポート公表時	あり
先行きの金利	金利 (3 ヶ月物)	なし	異なる想定金利 に基づく予測	Well-balance する 政策金利先行き 異なる想定金利 に基づく予測

(表 6) 透明性指数の国際比較

	RBNZ	BOC	BOE	Riksbank	FRB	ECB	BOJ	サンプル平均
Fry et al. (2000)	92	79	94	95	95	-	89	58.5 (91)
Fracasso et al. (2003)	8.2	5.8	9.2	6.8	-	-	-	6.5 (20)
Eijffinger and Geraats (2006) 2002年6月時点	14	10.5	13	14	10	10.5	8	10.7 (9)
Dincer and Eichengreen (2007) 2005年時点	13.5	10.5	12	13	8.5	10.5	9.5	5.2 (100)
Mackie et al. (2007)	9	6	7	10	8	5	9	7.1 (10)

(注)

・ サンプル平均は単純平均値。括弧内は、サンプル数。

・ 指数の作成方法

Fry et al. (2000) : アンケートの回答をもとに、①政策決定の説明、②見通しやフォワード・ルッキングな分析、③公表されたリスク評価・リサーチでの説明の3つから成る「政策説明」指数を作成

Fracasso et al. (2003) : レポートを分析し、①説得性、②専門性、③包括性、④書式、⑤情報の内容の5項目に基づいて総合評価

Eijffinger and Geraats (2006) : ①政治的透明性、②経済見通しの透明性、③手続き的透明性、④政策上の透明性、⑤運営上の透明性の5つの観点から、透明性指数を作成したもの

Dincer and Eichengreen (2007) : Eijffinger and Geraats (2006)と同じ5分類を採用

Mackie et al. (2007) : ①明示的な目標、②公表文、③議事要旨、④投票結果、⑤政策決定者の定例的な分析、⑥政策金利の予測、⑦成長率の予測、⑧インフレ率の予測、⑨稼働率の予測、⑩政策決定者による予測か否かの10項目を合計し、若干の調整

(表 7) 長期金利 (10 年物)

	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

(表 8) 中央政府の財政収支

	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<マイナス>は黒字<赤字>。(資料) Datastream

(表 9) IT 開始直後の 4 中銀政策担当者の発言

RBNZ の Sherwin 副総裁 (1999)	RBNZ の目標へのコミットメントと、総裁個人がそれを達成するアカウントビリティを対外的な積極的情報発信で強調することを通して、インフレ期待全般に影響を与える RBNZ の役割もあって、IT 開始間もなく、目標は強い拘束力を持つものと (hard-edged character of targets) 考えられた。
RBNZ の Mayes and Chapple (1995)	事前の信認が低い下では、(柔軟性と信認の間の) トレード・オフのどちらを選ぶかの誘因は、短いタイム・ホライズン—狭い目標レンジ—の方にある。
RBNZ の Archer (1995)	目標レンジを広げると、潜在的に、より大きな政策の誤りを生む可能性がある。
BOC の Crow 総裁 (Toronto Star [1993a])	BOC は、州の財務大臣 (provincial finance ministers) が要求するように経済を刺激し赤字を軽減するために利下げをすることはできない。利下げの鍵は、(外国人とカナダ人両方の) 投資家の間にインフレが彼らの貯蓄を侵食しないという信認が確立していくことである。
BOC の Thiessen 総裁 (1994)	確かに、インフレ率が目標レンジの下限近くに止まると予測されるという点で見通しは素晴らしい。 しかし、このような成果は自動的に得られるわけではない。 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。
BOE の George 総裁 (1995)	安定の歴史を有する国では、暫くの間、「ほんの少しだけ」高いインフレと共存 (get away with 'just a bit' more inflation) することができるかもしれない。しかし、この国の歴史を所与とすると、経済活動維持のために高いインフレを許容することをいったん表明すれば、国民—価格設定における生産者、賃金交渉における従業員など—にとっては、環境が良好な間に可能な限り高い価格を設定したり高い賃金を得ようとするのが、完全に合理的である。すると、インフレは加速し、ある時点で、それは元に戻されなくてはならなくなる。
Riksbank の Bäckström 総裁 (2003): IT 開始直後の環境について	目標への正式な支持、明確で公式な独立性、委員会からの一体となった支援、金利が目標を達成するための操作変数であるということに関する同意が欠けており、IT が短命で終わるリスクがあった。さらに Riksbank は、大きな財政赤字による金融政策への障害にも耐えなければならなかった。
Riksbank の Bäckström 総裁 (1997): 1994~95 年の利上げについて	Riksbank 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。

(表 10) 1990 年代後半以降の 4 中銀政策担当者の発言

<p>RBNZ の Sherwin 副総裁 (1999)</p>	<p>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。</p>
<p>BOC の Dodge 総 裁 (2002)</p>	<p>一旦財政の調整が進むと、金融市場は即座にそれに気付き、リスク・プレミアムが有意に低下した。我々は、低インフレの恩恵を得ることができた。</p> <p>一時的な物価変動が、その他の物価に伝播しインフレ期待に影響を与えることがないと信じる確かな理由があるのであれば、中銀は一時的な物価変動を控えめに扱う (downplay) ことができる。このようにできる理由は、IT が金融政策に対する信認を確立しインフレ期待をアンカーさせるのに役立ったからである。</p>
<p>BOE の King 副 総裁 (1997)</p>	<p>金融政策は2つの要素—インフレ目標とショックへの反応—を持つということを、中央銀行がこれまで公に認めることをためらってきたのは驚きである。IT がこの2つの異なる金融政策の要素を含む政策枠組みとして理解されるのであれば、IT が生産を無視する、との批判は間違っている。</p>
<p>Riksbank の Bäckström 総裁 (1999b)</p>	<p>委員は、インフレ率が目標から乖離するためには以下の2つの根拠が存在し得ることを決定した。</p> <p>(1) 一つめは、12-24 ヶ月先のインフレ率が永続的には影響を与えないような要因によって変動する場合である。そのような要因は、モーゲージ金利や間接税・補助金の変化であるかもしれない。それらは、短期的にはインフレ率の経路を変えるが、持続的な影響はない。</p> <p>(2) 二つめは、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である。そのような場合には、タイム・ホライズンに目をつぶり (disregard)、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。</p>

(表 11) 資産価格変動に対する 4 中銀政策担当者の発言

RBNZ の Bollard 総裁 (2004)	PTA で定めているように金融政策は (medium-term で) フォワード・ルッキングであることを要求している。通常私たちは、今後 3 年間のことを考える。しかし、既に述べたようにそれには例外がある。資産価格変動のミスアラインメントは潜在的に永続する性質であることを踏まえると、場合によっては、いつリスクが生じるか、どのようにそれを防ぐのが最適か、そしてどのような代価となるのかといった点に関してより長い視野を持つことが有用であるかもしれない。
BOC (2006) : IT 見直しのバックグラウンド・ペーパー	1990 年代後半から 2000 年代初めにおける BOC の見方は、中銀コミュニティのコンセンサスと一致しており、中銀が資産価格に焦点を当てるのは、それが将来の生産や物価に追加的な情報を与える場合に限られ、現在の金融政策の枠組みの中で反応するべきというものであった。2000 年代初めから、そうしたコンセンサスに僅かな動きが起きている。タイム・ホライズンに関して、幾らかの柔軟性が必要となってくるかもしれない。これによって、通常ホライズンにおけるインフレ率に何らかの犠牲を払うことになるかもしれないが、より長いホライズンで、金融・経済・物価の更なる安定を達成することができるであろう。例外的な状況では、資産価格変動に反応し、インフレ率が目標に戻るまでのホライズンを延長することが適当であるかもしれない。しかし BOC は、たいていの場合、現行の 6-8 四半期の時間軸は依然適切であると結論づけた。
BOE の King 副総裁 (2002)	最近の資産価格動向に対する正当な懸念があるが、(インフレ目標の下でインフレ率が安定していても資産価格の上昇によって経済の安定が脅かされる、という) ポリシー・ジレンマは IT の枠組みの中で分析すべきである。インバランスの増加は将来のある時点においてインフレ率の目標からの大幅な乖離を引き起こし得るものであり、例えば来年のインフレ率の目標からの乖離と、それより将来の目標からの乖離のトレード・オフを発生させる。これが、資産価格変動によって金融政策が受ける挑戦を正しく考察する方法だと思う。簡単な答えはないが、政策がインフレ率に影響を与えられるタイム・ホライズンについて注意深く考慮しさえすれば、IT で十分である、と説明したとしたい。
BOE の Bean 委員 (2003)	本稿は、金融政策が、資産価格の変動や金融のインバランスに、インフレ率見直しへの影響以上に、反応すべきか否かを分析する。私の結論は、政策担当者は、そのような動向に留意すべきであるが、マクロ経済への含意は、適当に柔軟かつフォワード・ルッキングな IT の概念の中に十分に包含されているというものである。資本と借入の蓄積を考慮するように修正されたニュー・ケインジアンモデルによると、クレジット・クラッシュの可能性は、最適政策のデザインを微妙に予期されない向きに変えることが分かった。

<p>Ingves 総裁 (2006)</p>	<p>今年初めの金利決定の背景には、(住宅に関わる) リスクが、利上げを数ヶ月遅らせないこと理由の一つとして考えられたことがある。もしこのような見通しを立てていなかったならば、利上げを数ヶ月遅らせることは完全に可能であったであろう。</p> <p>世界は2年で終わらない。個人的な意見であるが、急速な貸出ブームの効果について明確な答えを持ち合わせていないからといって、少なくともリスクを悪化させないように行動することを妨げるべきではない。</p>
<p>Riksbank の Svensson 副総裁 (2007, 2007年5月 就任)</p>	<p>しかしながら、もし貸出や資産価格の動きが金融・決済システムに脅威を与えることが示唆されるのであれば、通常の金融政策に制約を課し、何らかの行動を必要とすることになるかもしれない。</p>

(表 12) 透明性の強化

－ Eijffinger and Geraats (2006) の透明性指数 －

	1998年6月	2002年6月	変化幅
RBNZ	10.5	14.0	+3.5
BOC	10.5	10.5	±0
BOE	11.0	13.0	+2.0
Riksbank	9.0	14.0	+5.0
FRB	8.5	10.0	+1.5
ECB	8.5	10.5	+2.0
BOJ	8.0	8.0	±0

(注) ①政治的透明性、②経済見通しの透明性、③手続き的透明性、④政策上の透明性、⑤運営上の透明性の5つの観点から、透明性指数を作成したもの

－ Dincer and Eichengreen (2007) の透明性指数 －

	1998年	2005年	変化幅
RBNZ	10.5	13.5	+3.0
BOC	10.5	10.5	±0
BOE	11.0	12.0	+1.0
Riksbank	9.0	13.0	+4.0
FRB	7.5	8.5	+1.0
ECB	8.5	10.5	+2.0
BOJ	8.0	9.5	+1.5

(注) Eijffinger and Geraats (2006) と同じ5分類を採用

(表 13) 市場とのコミュニケーションが困難となった例

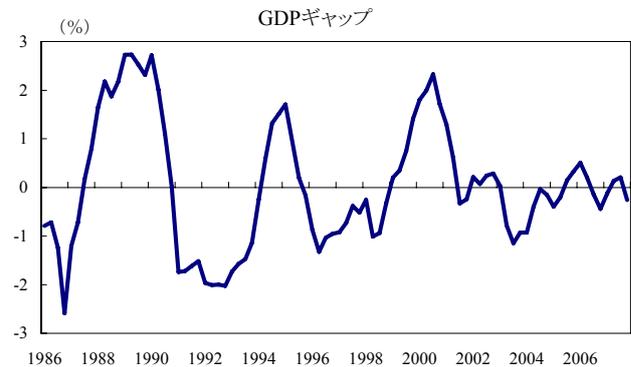
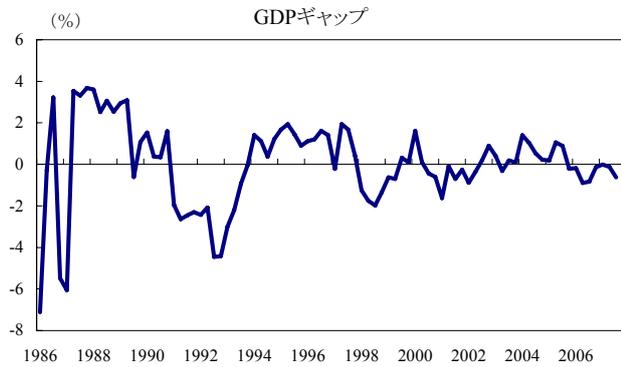
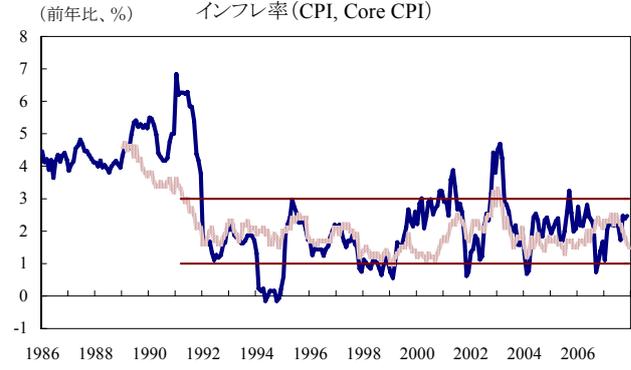
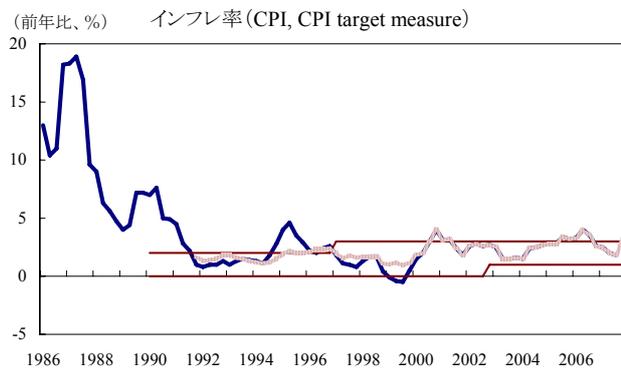
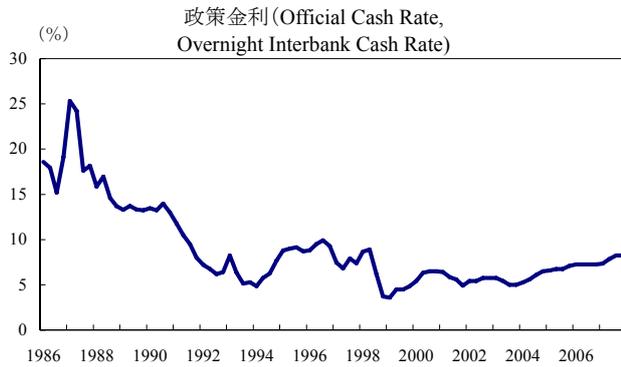
RBNZ における Monetary Conditions Index (MCI)	1997 年 6 月から、RBNZ では、金融政策スタンスを示すインディケータ ーとしてだけでなく、政策を実行する際の操作変数として、金利と為替レ ートを加重平均した MCI を用いていた。Sherwin 副総裁 (1999) によれば、 MCI の利用は、小国開放経済においては金利と為替レートが共に金融政策 プロセスに重要との理解の下、政策意図について民間とのコミュニケーション を向上することを企図したものであった。しかし、1997~98 年 MCI に基づき金融引き締めを実施したことによって、国内景気悪化を招いたと の批判が起こり、1999 年 3 月、RBNZ は MCI を放棄した。
BOC における MCI	BOC では、1995 年 5 月のレポート以来、毎回のレポートに MCI を掲載 していた。2002 年後半から、エネルギー価格高騰、保険料・稼働率上昇 を受けて、インフレ率が目標の中心を上回って上昇した。BOC は、2002 年 7 月の利上げ以降、金融緩和のタイムリーな除去が必要との声明を発表 するが、海外経済に不透明感が強かったために、政策金利の据え置きを続 けていた。しかし、2003 年に入ると、為替の増価が進み MCI を緊縮的に していたにも関わらず、インフレ率がコア・ヘッドライン共に目標レンジ を上回るようになった。このような中で、3,4 月、BOC は利上げを実施す ると共に、4 月のレポート以後 MCI を掲載しなくなった。
BOE における 票が割れる中 での情報発信	2000 年 8 月金利据え置き時、2005 年 8 月利下げ時ともに、委員会の投票 結果は 5 対 4 の僅差であった。こうした状況では、異なる意見をレポート や記者会見でどのように集約して公表するか、市場の金利予想とどのよう に折り合いをつけるかといった点で、民間とのコミュニケーションが困難 になっていた (詳細は補論参照)。
Riksbank にお ける シンプル・ルー ル	Riksbank は、1997 年 9 月のレポートで、シンプル・ルール (simple rule-of-thumb) を発表した。シンプル・ルールについて、9 月のレポート は、「金融政策運営の基本的な原理は、シンプル・ルールで定式化できる。 すなわち、固定金利の前提の下でのインフレ見通しが目標を上回って (下 回って) いるのであれば、金融スタンスは緩和的 (緊縮的) であり、政策 金利は、迅速にないしは近いうちに、引き上げ (引き下げ) られるべきで ある」と説明している。1999 年 11 月には、シンプル・ルールに従って 0.35% の利上げを実施した。しかしその後の政策は、次第にシンプル・ルールか ら離れていた (Giavazzi and Mishkin [2006])。2006 年 Ingves 総裁 (2006) は、 シンプル・ルールに関し、「金融政策を説明するために以前用いていたシン プル・ルールを捨て去るのは自然な流れ。ルールのは理解するのが簡 単ということにあったが、金融政策を十分に描写していなかった。将来の ある特定時点 (2 年後) のインフレ率への着目が過剰に解釈される可能性 を持っていた」と話している。

<p>Riksbank における 先行きの金利 パスの公表と シグナリング の減少</p>	<p>Riksbank は、2007 年 2 月、金利の先行きの公表を開始するとともに（図 6）、講演などの場で政策の先行きのシグナリングを減らすことを決定した (Ingves [2007a])。2008 年 2 月、Riksbank は、前年 12 月発表のレポートで示唆した通りに利上げを決定したが、この決定は金利変更なし、あるいは引き下げを予想していた市場にはサプライズであり (Financial Times [2008])、Ingves 総裁 (2008) によれば、利上げそのものよりもサプライズであったことに批判が集まった。市場参加者は、金利の先行きを公表したことよりも、金利変更がいつなされるのかについてのシグナリングが制限されたことを問題視し、Riksbank の沈黙を嫌悪している (Reuters News [2008a,b])。</p>
---	--

(図1) 政策金利・インフレ率・GDPギャップの推移

ニュージーランド

カナダ

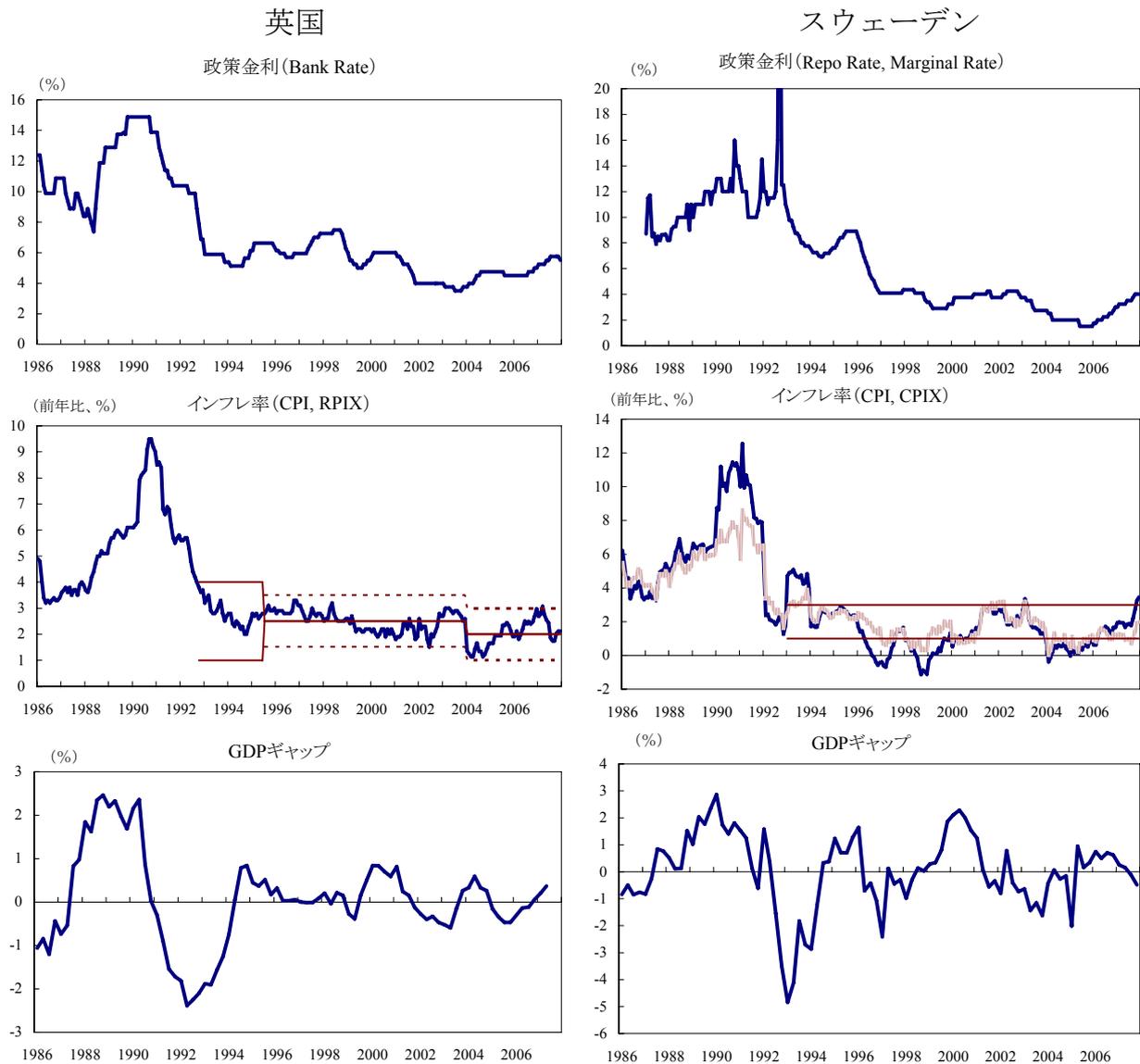


(注)

- ・ 政策金利の代わりに、ニュージーランドの1999.1Q以前は Overnight interbank cash rate を、カナダの1997.4Q以前は Overnight money market rate を用いている。
- ・ 中段の薄線は各国中銀が多く引用するコア・インフレ率 (表3参照)。水平な細線は、段階的措置を無視した最終的な目標インフレ率 (点線は閾値)。1999年6月以前のニュージーランドのCPIには金利が含まれている。
- ・ GDPギャップは、 $\lambda=1,600$ のHPフィルターによって計算。

(資料) 各国中銀資料

(図2) 政策金利・インフレ率・GDPギャップの推移

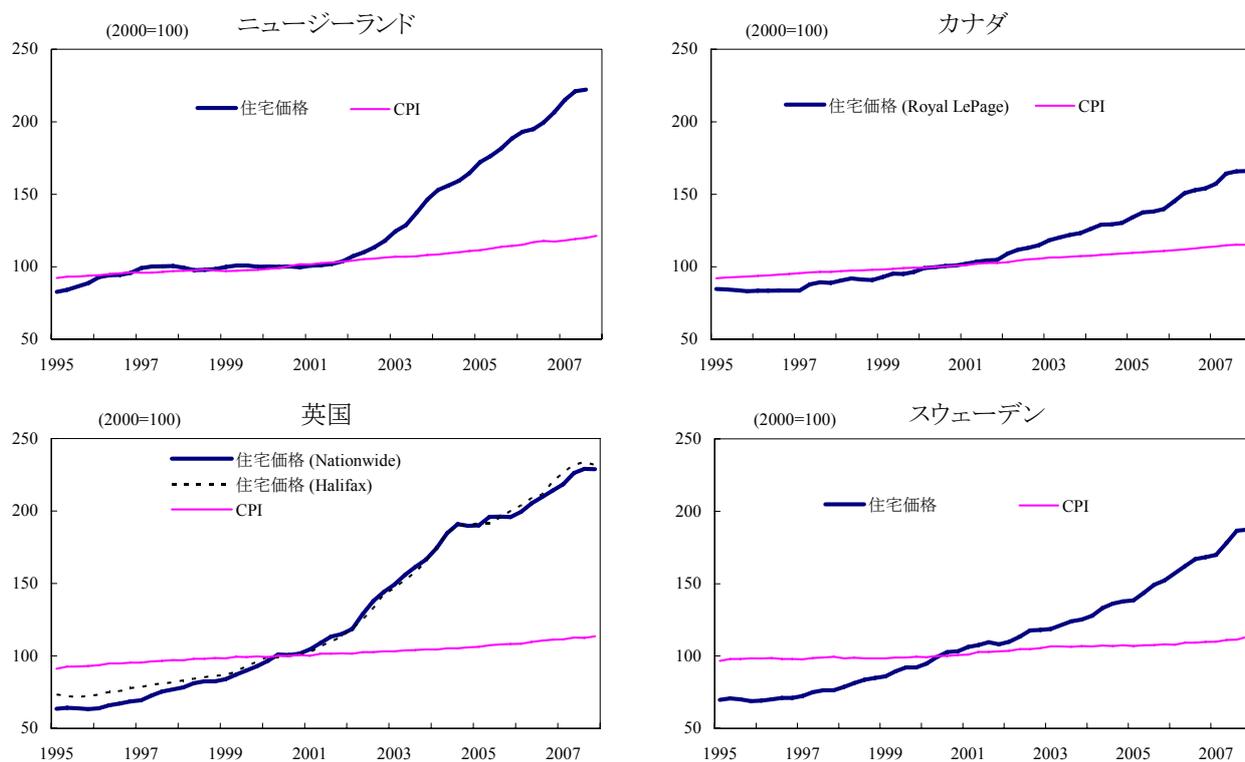


(注)

- スウェーデンの1994.2Q以前では、政策金利の代わりに Marginal rate を用いている。
- 英国のインフレ率は、2003年以前はRPIX 除くモーゲージ金利、2004年以後はCPI。スウェーデンの薄線はCPIX。水平な細線は目標インフレ率（点線は閾値）。
- GDPギャップは、 $\lambda=1,600$ のHPフィルターによって計算。

(資料) 各国中銀資料

(図3) 住宅価格の推移



(資料) 各国中銀資料

(図4) RBNZによる物価・経済見通し (2001年3月のレポート)

Figure 1
Consumer price inflation²
(annual percentage change)

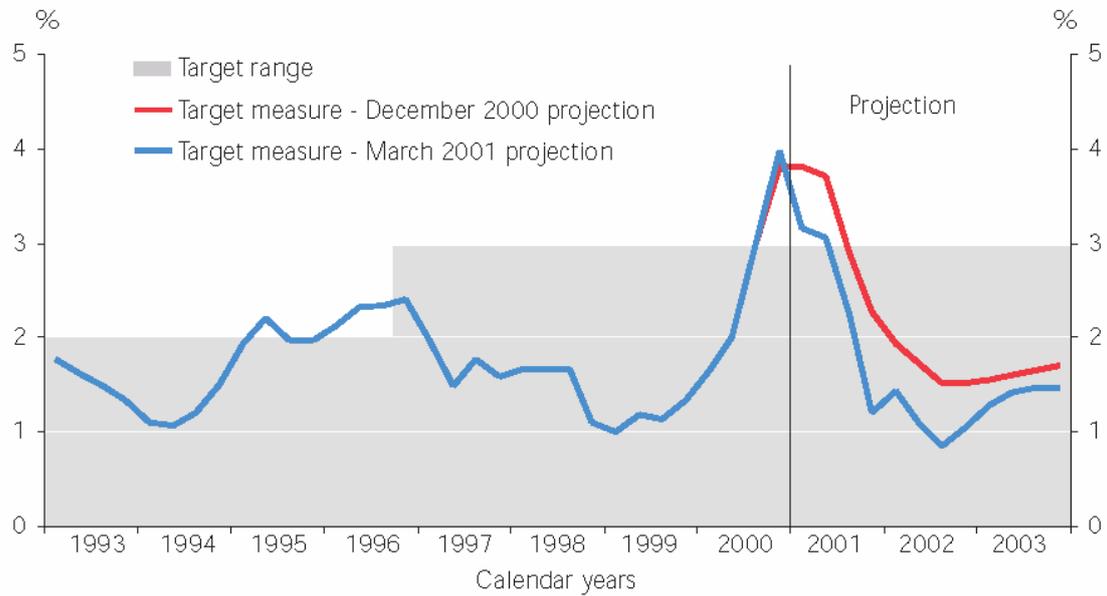
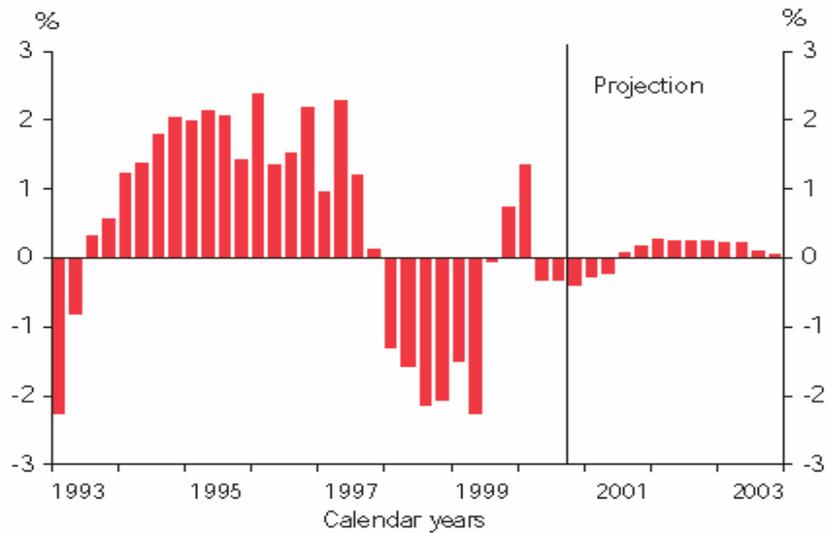


Figure 17
Output gap
(per cent of potential GDP)



(図 5) BOE による物価・経済見通し

(2000年8月のレポート)

Chart 2
Current RPIX inflation projection based on constant nominal interest rates at 6%

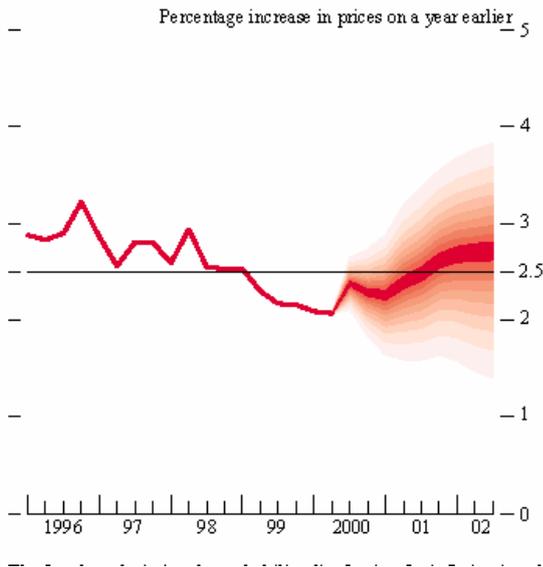
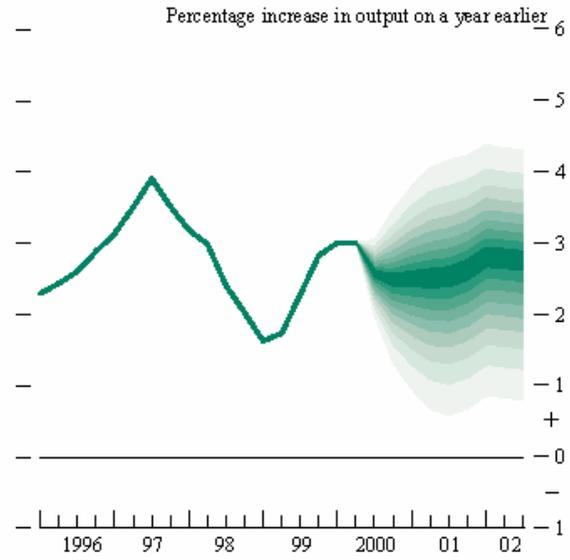


Chart 1
Current GDP projection based on constant nominal interest rates at 6%



(2005年8月のレポート)

Chart 2
Current CPI inflation projection based on market interest rate expectations

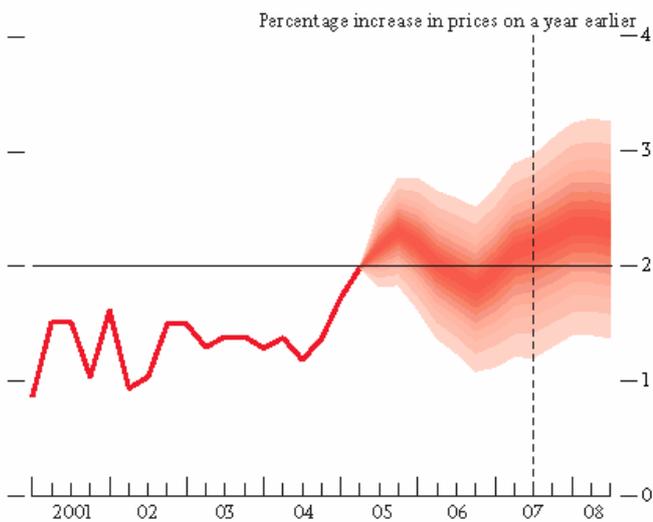
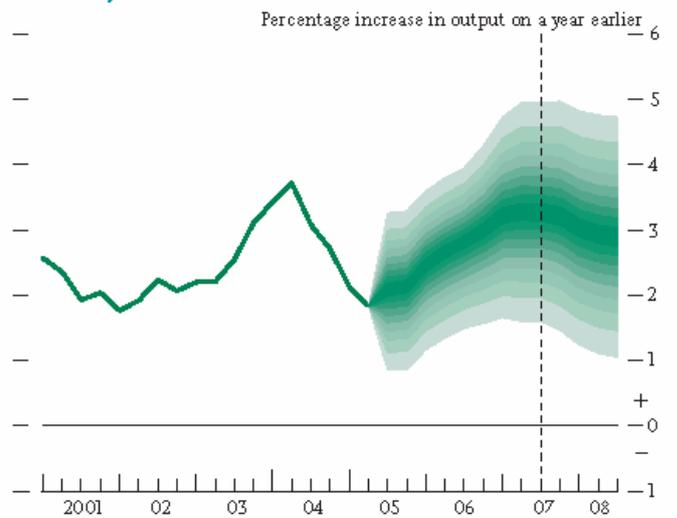


Chart 1
Current GDP projection based on market interest rate expectations



(図 6) Riksbank による金利経路の公表とリスク評価
(2007年2月のレポート)

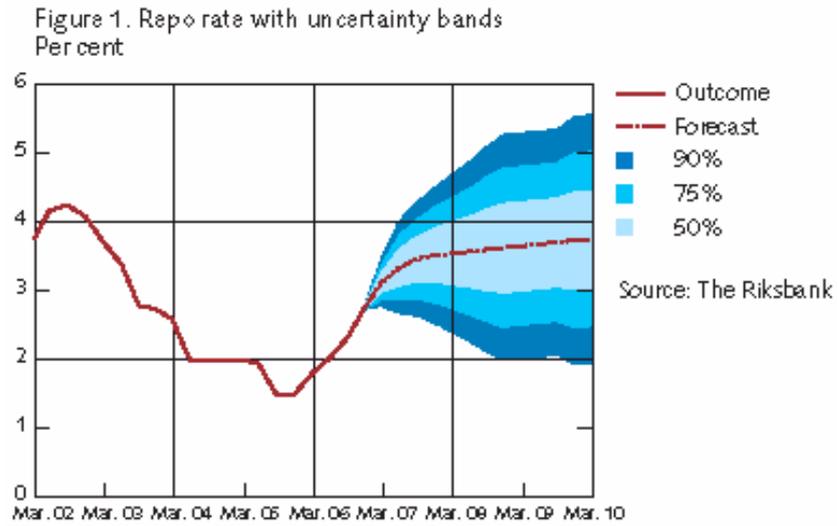
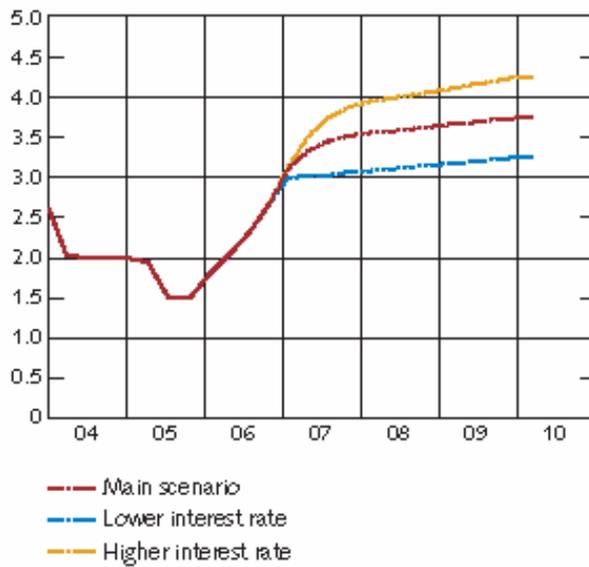
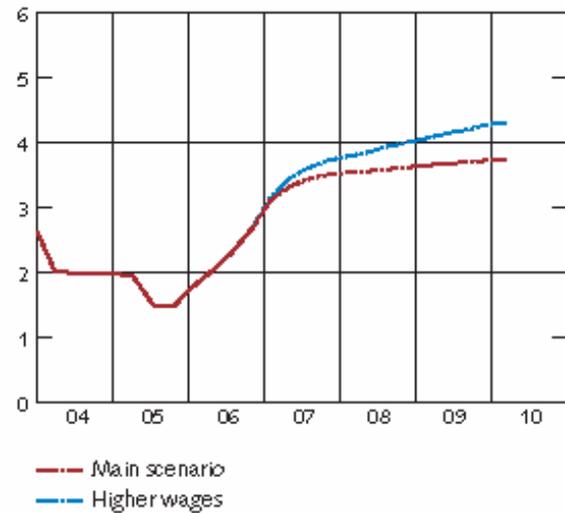


Figure 21. Repo rate assumptions
Per cent



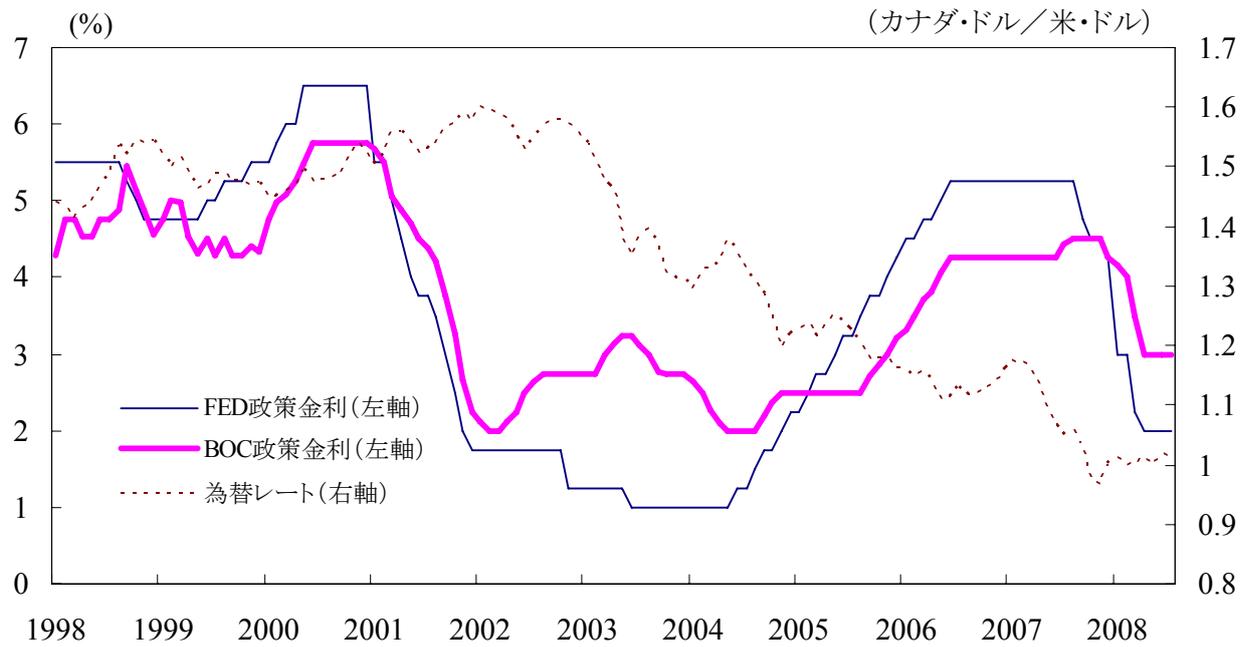
Note. Broken lines represent the Riksbank's forecast.
Source: The Riksbank

Figure 32. Repo rate, scenario with higher wages
Per cent



Note. Broken lines represent the Riksbank's forecast.
Source: The Riksbank

(図7) FEDとBOCの政策金利、為替レートの推移



(資料) 各国中銀資料