

# 諸外国におけるインフレーション・ターゲティングをめぐる経験

調査部 上席主任研究員 河村 小百合

## 目 次

1. はじめに
2. 主要諸外国における「インフレーション・ターゲティング」導入の経緯と考え方
  - (1) 「インフレーション・ターゲティング」とは
  - (2) 各国における導入の経緯
  - (3) 各国の制度・政策運営の枠組みの特徴
3. インフレーション・ターゲティングの当初の実績に対する評価と近年抱えた課題
  - (1) インフレーション・ターゲティングの当初の実績をどう評価するか
  - (2) インフレーション・ターゲティングと金融の安定性  
(補論1) BOEのインフレーション・ターゲティングによる金融政策運営に対する評価は、金融危機の前後でどのように変化したのか
  - (補論2) 中央銀行の機能付加をめぐる最近の動き
  - (3) インフレーション・ターゲティングと資産価格
  - (4) インフレーションを捕捉するターゲットとして何が最も適切か
4. 「インフレーション・ターゲティング」を採用する先進国の中央銀行における、近年の政策運営
  - (1) イングランド銀行
  - (2) カナダ銀行
  - (3) リクスバンク（スウェーデン中央銀行）  
(補論3) 日米両国の中央銀行による量的緩和、大規模な資産買い入れに対するリクスバンクの見方
5. 「インフレーション・ターゲティング」を採用しない先進国の主要中央銀行の金融政策運営の目標の設定と考え方
  - (1) 連邦準備制度
  - (2) 欧州中央銀行
6. わが国にとって今後望まれる方向性  
(補論4) 金融危機下、インフレーション・ターゲティング採用の有無は物価にどう影響したのか—カナダ銀行の分析

## 要 約

1. 日本銀行が、「量的・質的金融緩和」を2013年4月に開始してから、すでに2年半近い月日が経過したが、「2年で2%」という物価目標は今なお実現できてはおらず、その達成のためには、今後も一定の時間を要するとの見方が少なくない。本稿では、中央銀行による金融政策運営と物価目標の設定の関係に焦点を当て、諸外国の中央銀行の政策運営の経験を取りあげ、その分析と評価を試みる。インフレーション・ターゲティング（以下、IT）を採用する中央銀行は、実際の金融政策運営の判断をする際に、物価目標をどのように扱っているのか、そもそもITはどのような枠組みのもとで運営されているのか、非伝統的手段による場合にはITのもとでどのように金融政策を運営してきたのか。他方、ITを採用しない主要中央銀行はどのような考え方を採っているのか、それら諸点を明らかにすることを通じて、わが国において、今後望まれる政策運営の方向性を考えたい。
2. ITは先進国では1990年代から導入され、新興国では90年代末～2000年代にかけて導入されてきた。90年代初期の導入時点では、物価安定を達成する目標期間はおおむね1～2年とする運営が行われてきたが、そのような枠組みは現実の政策判断にはそぐわないことが次第に明らかになってきた。そのため、2000年代入り後には、少なくともITを採用する先進国中央銀行のなかでは、「柔軟なIT」へと枠組みを切り替えることが主流となった。具体的には、物価目標として採用する指標は「ヘッドラインCPI」（消費者物価指数総合）としつつも、目標の表現方法を、“2%”といった「ポイント方式」ではなく、“2～3%”といった「レンジ方式」や“3±1%”といった「ポイント+上下の許容幅」方式で表現したり、達成のための時間的な視野を「中期」として柔軟性を持たせる、といった工夫がなされるようになった。
3. IT導入初期における、各国のインフレ率低下をいかに評価するかに関しては、IT導入のみで説明することは困難、との見方が主流となっている。同じ時期のインフレ率の低下は、ITを採用しなかった国でも認められるほか、IT導入国においても、それと合わせて構造改革が行われた、といった他の要因も作用した、とする実証分析が存在する。
4. しかしながら、2000年代後半の世界的な金融危機の経験を経て、ITは新たな試練、ないし課題に直面することとなった。各国の中央銀行が、IT採用国であればなおさら、一般物価の動向のみに過度に目を奪われるなかで金融政策を行った結果、金融面における不均衡の蓄積を認知することが遅れ、結果的に世界的な金融危機を招来したのではないか、という批判がなされたのである。以後、中央銀行の金融政策運営上、「物価の安定」と「金融の安定」のバランスをいかにとりつつ、時々の判断を行っていくのか、ということが各国に共通かつ喫緊の課題となっている。しかしながら、その答えについて、国際金融界は、現段階で何らかのコンセンサスを得るにはなお至っていない。
5. ITを採用しつつ、金融危機に遭遇した中央銀行の例として、イングランド銀行（BOE）、カナダ銀行（BOC）、リクスバンク（スウェーデン中央銀行）の近年の金融政策運営を振り返れば、3行とも、その時々のインフレ率は考慮しつつも、実際には必ずしもその計数のみにはとらわれない、柔軟な金

融政策運営を行ってきた経緯がみてとれる。またITを採用することがすなわち、「大規模な資産買い入れ、ないしは量的緩和といった非伝統的な手段の採用も辞さず、インフレ目標の達成を目指す」という手法と不可分に結び付いているわけでもない。実際に、BOCやリクスバンクは、危機の際にも、あえて資産買い入れは選択せず、有担保方式の銀行向け資金供給拡大という、ECBと同様の手法で大規模に資金を供給して危機の収束を図り、その後は比較的短期間のうちに中央銀行の資産規模を元通りに縮小させ、政策金利を手段として用いる通常の金融政策運営が行える状態を回復させた様子が見てとれる。

6. アメリカの連邦準備制度（Fed）および欧州中央銀行（ECB）はともに、「物価安定」としてめざすべき定量的な水準は示しつつも、ITの採用は見送っている中央銀行である。この両者は、定量的な目標水準の表現においても‘target’という用語の使用は巧みに回避している。Fedの場合は、「最大雇用」と「物価安定」をともに達成することをめざす、いわゆる「デュアル・マンデート」が課されていることがその背景にある。ECBの場合は、「物価安定」をめざすとしても、その際の判断は「経済分析」と「金融分析」の両者に基づいて行うべき、という「安定志向の2本柱アプローチ」を金融政策運営上の戦略の選択肢として採用しており、「直接的なIT」は戦略の選択肢として完全に排除するスタンスを明らかにしている。

7. 金融危機後の海外の政策動向をみると、「柔軟なIT」は引き続き採用されてはいるものの、各中央銀行とも、ITを採用するか否かにかかわらず、「物価安定」と「金融の安定」のバランスをいかにとるかについて腐心しながら、実際の金融政策運営を進めている状況にある。わが国としても、2%という物価目標の短期間での達成にばかり過度に拘泥することなく、「柔軟なIT」による金融政策運営に切り替え、今後の金融の安定、とりわけ財政運営をも含めた経済政策全般の運営が持続可能なものとなるように努める必要があると考えられる。

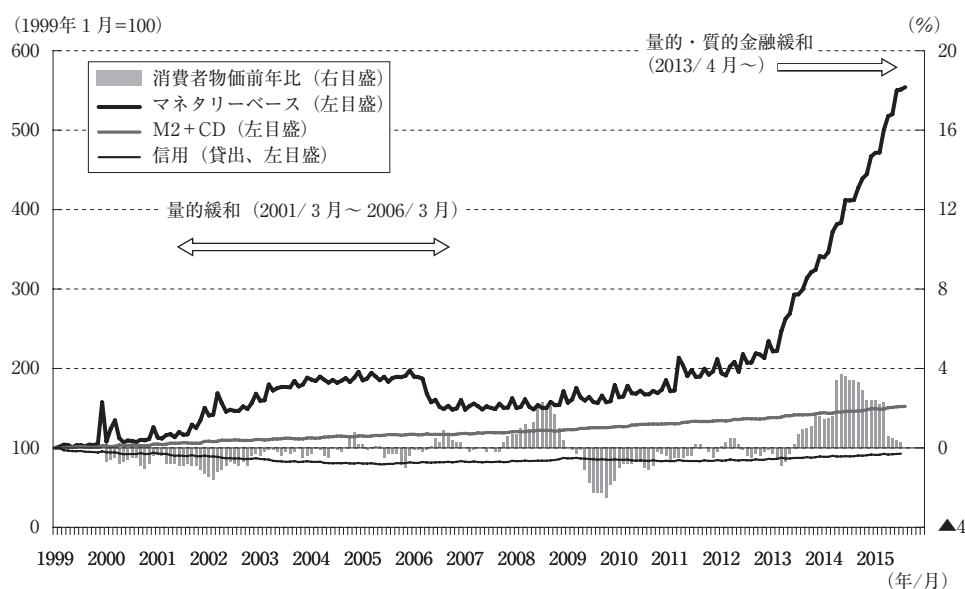
## 1. はじめに

日本銀行が、「量的・質的金融緩和」（以下QQE<=Quantitative Qualitative Monetary Easing>）を2013年4月に開始してから、すでに2年半近い月日が経過した。これは、「2年程度で2%の物価上昇率の達成」を目標に、金融政策運営の枠組みとして「インフレーション・ターゲティング」（以下、本文中は原則IT<=inflation targeting>と記す）を、日銀として初めて導入するものであった。

QQEのもとで日銀は、マネタリーベースを増やすことを目標に、長期国債を2013年の当初は年50兆円規模、2014年10月末の追加緩和後は年80兆円規模で市場から買い入れることを軸とした、非伝統的な手段による金融政策運営を展開してきた（図表1）。しかしながら、この間のわが国の物価動向をみると、QQE導入当初は、外国為替相場が円安に大きく振れたことによる輸入物価高の影響などもあり、ターゲットとする消費者物価がそれまでの前年比マイナス基調から一転して、2013年の秋以降は前年比+1%台半ばの伸びをみせた時期もあった。もっとも、2014年4月の消費税率引き上げ（5→8%）による影響が一巡した2015年4月以降は、原油市況安の影響もあるとはいえ、消費者物価上昇率は前年比でかろうじてプラス、という程度の低い伸びにとどまっている。このように、日銀が当初掲げていた「2年で2%」という物価目標は、実際には期限内に実現することはできなかった。また、今後を見通しても、その達成にはなお相当の時間を要するのではないかとの見方が少なくない。

そこで本稿では、中央銀行による金融政策運営と物価目標の設定の在り方に焦点を当て、諸外国の中央銀行が、いかなる政策運営を行ってきたのかを明らかにすることを主題として扱う。ITを採用する中央銀行は、実際には物価目標をどのように扱っているのか、そもそもITは、どのような枠組みのもの

（図表1）日本のマネタリー・ベース・広義マネー・信用（1999年1月=100）と消費者物価指数前年比の推移



（資料）日本銀行時系列統計データを基に作成

（注1）マネタリーベース、M2+CD、信用（貸出）は1999年1月=100として指数化。消費者物価のみは前年比で、2014年4月の消費税率引き上げの影響を含むベース。

（注2）M2+CDは連続する統計がないため、2003年4月時点の旧統計ベースの指数（1999年1月=100とすると111.2）が一致するように新統計を接続して表示。

（注3）貸出金は国内銀行銀行勘定と信託勘定の合計。

のとして設定されているのか、非伝統的手段による場合には、ITのもとでどのように金融政策を運営してきたのか。他方、ITを採用しない主要中央銀行はどのような考え方を採っているのか。それら諸点を明らかにすることを通じて、わが国において、今後いかなる政策運営が望ましいのかを検討することとしたい。

## 2. 主要諸外国における「インフレーション・ターゲティング」導入の経緯と考え方

### (1) 「インフレーション・ターゲティング」とは

金融政策運営上の「IT」とは、1990年のニュージーランドを皮切りに、諸外国で採用されるようになった金融政策運営の枠組みである。これまでの歴史的な経験を背景に、今日の中央銀行は国を問わず、「物価の安定」を目標に掲げて金融政策運営を行ってきたが、そうしたなかでも、とりわけ以下の点を満たす枠組みのなかで金融政策運営が行われる場合を「IT」と称してきた（日本銀行企画室 [2000] p.2）。すなわち、

- ①インフレ率にある程度長い目でみた数値目標を設定し、
  - ②その達成を目的として金融政策を運営するとともに、
  - ③インフレ目標値と関連付けた形で政策の透明性を確保すること（例えば、インフレ見通しなどを公表すること）を通じて、
  - ④「物価の安定」へ向けた政策運営に対する国民の信認を高める、
- という4点である。

ただし、ITの枠組みないし設計がこのように理解され、運営されていたのは、先進国の中央銀行がこれを導入し始めた1990年代の話である。ITを採用した先進国の各中央銀行はその後、自国の実体経済の動向や財政・政治情勢等と向き合いながらの実際の政策運営を通じて、とりわけ上記の②の、物価目標による実際の金融政策運営への縛りをどの程度かけるか、という点に関して、これを柔軟化させる取り組みを進めていった（注1）。具体的には、90年代のIT導入当初はおおむね1～2年とされていた、物価安定を達成する目標となる期間について、2000年代入り後は長めのものとし、同時に資産価格動向にも配慮して金融政策運営を行うように変化していったのである。このようなITの枠組みは「柔軟な（flexible）IT」と呼称され、2000年代入り後は、先進国においてITを採用する中央銀行における主流となった。ちなみに、そのなかの一つであるイングランド銀行（以下BOE）は、近年の資料において、ITの「核となる構成要素」（定義）として、以下の5点を挙げている（注2）。

- ①物価安定が、金融政策の主たる目標として明示的に認識されること、
- ②インフレ率の定量的なターゲットが公表されること、
- ③金融政策運営が、インフレーションの見通しを含む幅広い情報のセットに基づいて行われること、
- ④透明性
- ⑤説明責任を果たすメカニズム

このうち、とりわけ③の表現振りに、BOE自身も含めた、ITを採用する各中央銀行（inflation targeters）の金融政策運営が「柔軟なIT」へと変貌を遂げていることが窺われる。ちなみに、この資料においては、ITを採用する主な利点は、金融政策運営において、「ルール（rule）」と「裁量

(discretion)」を組み合わせた、「抑制された裁量 (constrained discretion)」が可能になる点であると述べられている (p.5)。

## (2) 各国における導入の経緯

次に、ITの各国における導入の経緯や、そのタイミングの特徴をみてみよう。図表2はITを採用した国を、先進国と新興中所得国、低所得・開発途上国に分けて、それぞれ採用年の順にみたものである。先進国では、1990年に導入したニュージーランドを嚆矢に、カナダ、イギリス、オーストラリアといった、アングロ・サクソン諸国がこれに続いた。しかしながら、その後ITを採用したのは北欧諸国等にとどまり、先進国全体に広がるには至っていない。これは、主要中央銀行のなかでも、とりわけアメリカの連邦準備制度（以下Fed）と欧州中央銀行（以下ECB）が、あえてこのITを導入しなかったことが大きく影響している。他方、新興中所得国でITの導入が始まったのは、90年代末以降である。

各国がITを導入したタイミングをみると、①かつての金融政策運営上の中間目標であったマネーサプライと実体経済との関係が希薄化した後、②高インフレ期間長期化の後、③金融危機の後、④中央銀行が独立性を獲得し、権限や責任が強化された後、などのケースがみられる。導入時点の当該国の物価上昇率との関係を見ると（図表3）、高めの水準でITを導入した国が多く、わが国のように、「デフレ」状態でITを導入した国はほとんどみられない。

なお、FedやECBという主要2中央銀行に限らず、ITを採用しなくとも、中央銀行としての金融政策運営上、望ましいと考える物価水準の定量的な目安ないし物価安定の数値的定義を掲げている例は存在する。ただしその場合は、当該中央銀行はあえて‘target’という用語の使用は回避し、‘goal’、‘objective’、‘aim’といった表現で定

(図表2) インフレーション・ターゲティング (IT) を採用している国の概要

国名	ITの採用年	採用時点におけるインフレ率	2014年12月末のインフレ率 (%)
<b>&lt;先進国&gt;</b>			
ニュージーランド	1990	3.30	0.80 (*)
カナダ	1991	6.90	1.50
イギリス	1992	4.00	0.50
オーストラリア	1993	2.00	1.70 (*)
スウェーデン	1993	1.80	0.30
チェコ共和国	1997	6.80	0.10
イスラエル	1997	8.10	▲0.20
アイスランド	2001	4.10	0.80
韓国	2001	2.90	0.80
ノルウェー	2001	3.60	2.10
日本	2013	▲0.70	2.40 (**)
<b>&lt;新興中所得国&gt;</b>			
ポーランド	1998	10.60	▲0.80
ブラジル	1999	3.30	6.40
チリ	1999	3.20	4.60
コロンビア	1999	9.30	3.70
南アフリカ	2000	2.60	5.30
タイ	2000	0.80	0.60
ハンガリー	2001	10.80	▲0.90
メキシコ	2001	9.00	4.10
ペルー	2002	▲0.10	3.20
フィリピン	2002	4.50	2.70
グアテマラ	2005	9.20	2.90
インドネシア	2005	7.40	8.40
ルーマニア	2005	9.30	0.80
セルビア	2006	10.80	1.80
トルコ	2006	7.70	8.20
アルメニア	2006	5.20	4.60
アルバニア	2009	3.70	0.70
<b>&lt;低所得・開発途上国&gt;</b>			
ガーナ	2007	10.50	17.00

(資料) Sarwat Jahan, *Inflation Targeting: Holding the Line*, International Monetary Fund, March 28, 2012, IMF, *International Financial Statistics*各号を基に、日本総合研究所作成

(原資料) Gill Hammond, "State of the art of inflation targeting", CCBS Handbook No.29-February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012, Scott Roger, "Inflation Targeting Turns 20", Finance & Development, Vol.47, No.1, pp. 46-49, および IMFスタッフによる推計

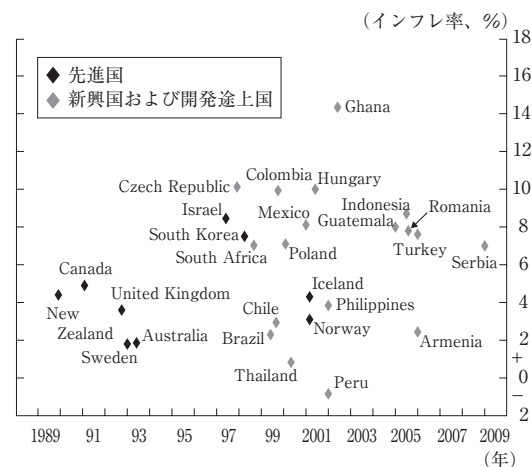
(注1) ニュージーランドおよびオーストラリアの(\*)のインフレ率は、2014年10~12月期の計数。

(注2) 本表における国別グループの分類は、IMF, "World Economic Outlook", April 2015におけるものに従った。

(注3) 日本の(\*\*)のインフレ率には、2014年4月の消費税率の引き上げ(5→8%)の影響が含まれる。

量的な物価水準の目安を示す等の工夫がみられる。そうした中央銀行も含めて、広くITを採用しているとする考え方が、国内外に存在するのも事実である（注3）が、本稿においては、当事者である各中央銀行が、自らの金融政策運営の方針をどのように認識し対外的に説明しているのかという事実にあくまでも忠実に則って、ITを採用しているか否かを判断した。ちなみに、IMFやBISといった国際機関による分類や、BOEやカナダ銀行（以下BOC）といったIT採用中央銀行自身による分類をみても、各中央銀行がITを採用しているのか否かの判断については、当事者である中央銀行自身の認識に忠実に分類が行われている（注4）。本稿では、第5章において、ITをあえて採用しない、FedとECBにおける考え方等を詳しくみることにする。

（図表3）本格的な（fully fledged）インフレーション・ターゲティングの採用国と採用時点におけるインフレ率の状況（2012年2月時点）



（資料）Gill Hammond, "State of the art of inflation targeting", CCBS Handbook No.29 - February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012, p7 chart1

（原資料）Bank of Englandおよび他の中央銀行のウェブサイト

### （3）各国の制度・政策運営の枠組みの特徴

90年代末以降、各国における政策運営の枠組みが「柔軟なIT」へと変貌をとげた後、2000年代後半の金融危機を経て、近年における政策運営の枠組みには、どのような特徴があるのかをみてみよう（図表4）。まず、ターゲットを設定する主体としては、「政府および中央銀行」、「中央銀行のみ」の例が多い。「政府」のみが設定するのは、ノルウェー、イギリス、南アフリカに限られる。ターゲットの指標は、すべての国が「ヘッドラインCPI（＝CPI総合指数）」としている。ただし、その表現方法をみると、「2%」、「3%」といった「ポイント方式」で表現している国は少なく、多くの国では「2～3%」といった「レンジ方式」や、「3%±1%」といった「ポイント+上下の許容幅」で表現しており、ターゲットに柔軟性を持たせている様子がみてとれる。また、「ポイント方式」で示している場合を含めて、ターゲットの達成をめざす時間的な視野は「中期」として柔軟性を持たせている国が多い。各国とも、このような政策運営の枠組みを構築することによって、「柔軟なIT」を達成しようとしている。

また、透明性確保の観点では、各中央銀行ともインフレ率や金利、GDPの予測値等を公表している（図表5）。どの指標を公表するか、どのような形で公表するか（特定時点の予測値の計数そのものか、ファン・チャート（注5）の形によるか、など）、金利の前提をどのように置くか、中央銀行が予測値を示すとしても、誰の予測とするのか（政策委員会かスタッフか、中央銀行の統一見解としてか、など）、といった点に関しては、各国ごとの設計はまちまちとなっている。

さらに、ITを採用する各中央銀行が、どのような形で説明責任を果たそうとしているのかをみると（図表6）、すべての国で「インフレーション・レポート」を公表しているほか、議会でのヒアリングに定期的に応じたり、議事要旨を公表する国が多くみられる。金融政策委員会における投票結果まで公表

(図表4) 諸外国が採用するインフレーション・ターゲットの設計の内容(2012年時点)

国名	誰がターゲットを設定するのか	ターゲットの指標	2012年のターゲット	ターゲットのタイプ	複数年ターゲット?	ターゲットの視野 (horizon)
<b>&lt;先進国&gt;</b>						
オーストラリア	政府 & 中央銀行	H CPI	2% ~ 3%	レンジ	—	中期
カナダ	政府 & 中央銀行	H CPI	2%(1~3%の中心)	P + T	—	6-8 四半期 (*5)
チェコ共和国	中央銀行	H CPI	2% ± 1 pp	P + T	—	中期、12-18カ月
アイスランド	政府 & 中央銀行	H CPI	2.5%	ポイント	—	平均
イスラエル	政府 & 中央銀行	H CPI	1% ~ 3%	レンジ	—	2年以内
ニュージーランド	政府 & 中央銀行	H CPI	1% ~ 3%	レンジ	—	中期
ノルウェー	政府	H CPI	2.5%	ポイント	—	中期
韓国	中央銀行(*4)	H CPI	3% ± 1 pp	レンジ	—	3年
スウェーデン	中央銀行	H CPI	2%	ポイント	—	通常2年
イギリス	政府	H CPI	2%	ポイント	—	常に (at all times)
<b>&lt;新興中所得国&gt;</b>						
アルメニア	政府 & 中央銀行	H CPI	4% ± 1.5 pp	P + T	—	中期
ブラジル	政府 & 中央銀行	H CPI	4.5% ± 2 pp	P + T	2012年および2013年	年単位のターゲット
チリ	中央銀行	H CPI	3% ± 1 pp	P + T	—	2年程度
コロンビア	中央銀行	H CPI	2% ~ 4%	レンジ	—	中期
グアテマラ	中央銀行	H CPI	4.0% ± 1 pp	P + T	2012年および2013年	年末
ハンガリー	中央銀行	H CPI	3%	ポイント	—	中期
インドネシア	政府 & 中央銀行	H CPI	4.5% ± 1 pp	P + T	—	中期
メキシコ	中央銀行	H CPI	3% ± 1 pp	P + T	—	中期
ペルー	中央銀行	H CPI	2% ± 1 pp	P + T	—	常に (at all times)
フィリピン	政府 & 中央銀行	H CPI	4.0% ± 1 pp	P + T	—	中期 (2012-2014年)
ポーランド	中央銀行	H CPI	2.5% ± 1 pp	P + T	—	中期
ルーマニア	政府 & 中央銀行	H CPI	3% ± 1 pp	P + T	—	2013年からは中期ターゲット
セルビア	政府 & 中央銀行	H CPI	4.0% ± 1.5 pp	P + T	—	中期
南アフリカ	政府	H CPI	3% ~ 6%	レンジ	—	継続的なベースで
タイ	政府 & 中央銀行	H CPI	3.0% ± 1.5 pp	P + T	ターゲットは毎年設定	8 四半期
トルコ	政府 & 中央銀行	H CPI	5.0% ± 2 pp	P + T	2012年および2013年	複数年 (3年)
<b>&lt;低所得・開発途上国&gt;</b>						
ガーナ	政府 & 中央銀行	H CPI	8.7% ± 2 pp	P + T	2012年末および2013年	18-24カ月

(資料) Gill Hammond, "State of the art of inflation targeting", CCBS Handbook No.29 - February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012, p9 Table Aを基に日本総合研究所作成

(注1) H CPI=Headline CPI (消費者物価総合指数) の意味。

(注2) P+T=Point with tolerance band (ポイント+許容幅) の意味。

(注3) pp=percentage points.

(注\*4) 中央銀行が、政府とともに設定。

(注\*5) 現行ターゲットは2016年12月まで拡張。

する国は相対的に少数である。政府(財務大臣等)向けの書簡を公表する国も限定的である。その数少ない例であるイギリスについてみると、実際のインフレ率が目標から1%以上かい離する場合に、BOE総裁は財務大臣あてに公開書簡を發出しなければならないこととなっている。ただし、物価安定の達成期間については、あえて具体的には示さずに「常に (at all times)」と表現し、「明示していない」(白川 [2008] p.84)。

(注1) 上田 [2009] は、この点に関して「これら4カ国の中銀(引用者注:ニュージーランド準備銀行、カナダ銀行、イングランド銀行、リクスバンク)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」(p.28~29)と述べている。

(注2) Gill Hammond [2012]. "State of the art of inflation targeting", CCBS Handbook No.29 - February 2012 version, Centre



(図表5) インフレーション・ターゲティングを採用する諸外国の中央銀行が公表する予測の内容

国名	何の予測を公表するのか	金利の前提	誰の予測か
<b>&lt;先進国&gt;</b>			
オーストラリア	GDP、インフレ率、およびコア・インフレ率	市場もしくは一定	中央銀行
カナダ	GDP、インフレ率、およびコア・インフレ率	内因式	政策委員会
チェコ共和国	インフレ率、金融政策関連インフレ率、金利、為替レート、およびGDP	内因式	中央銀行
アイスランド	インフレ率	マクロモデルから生成	スタッフ
イスラエル	インフレ率および鍵となる政策金利のファン・チャート、GDPのレンジ予測	フォワードルッキングな政策反応関数—内因式	スタッフ
ニュージーランド	GDP、インフレ率、および金利予測	内因式	金融政策委員会
ノルウェー	鍵となる政策金利、アウトプット・ギャップ、CPI、およびコア・インフレ率	内因式	総裁
韓国	インフレ率およびGDP	市場	中央銀行
スウェーデン	GDP、CPI、コア・インフレ率、およびレボ・レート	内因式	役員会 (Board)
イギリス	インフレ率およびGDP	市場金利	金融政策委員会
<b>&lt;新興中所得国&gt;</b>			
アルメニア	インフレ率およびGDPのファン・チャート	一定	中央銀行
ブラジル	インフレ率およびGDPのファン・チャート予測	一定および市場	金融政策委員会
チリ	GDPおよびCPI	ターゲットと一貫	役員会 (Board)
コロンビア	インフレ率のファン・チャート予測、およびGDPのレンジ予測	政策ルール	スタッフ
グアテマラ	インフレ率	一定ではないパス	スタッフ
ハンガリー	CPI、コア・インフレ率、GDP、および労働市場	内因式	スタッフ
インドネシア	インフレ率、GDP、およびGDPの構成要素	シナリオおよび期待インフレ率	役員会
メキシコ	インフレ率、GDP、および雇用	内因式	スタッフ
ペルー	インフレ率、GDP、国際収支、および貿易相手のGDPとインフレ率	テイラー・ルール	中央銀行
フィリピン	インフレ率	一定	中央銀行
ポーランド	インフレ率およびコア・インフレ率、GDPおよびGDP構成要素	一定	スタッフ
ルーマニア	インフレ率、コア・インフレ率およびGDPギャップ	モデル・ベースの金融政策反応関数	役員会 (Board)
セルビア	インフレ率	内因式	理事会(Executive Board)
南アフリカ	インフレ率およびGDPのファン・チャート予測	一定	金融政策委員会
タイ	コア・インフレ率およびGDP	一定	金融政策委員会
トルコ	インフレ率、コア・インフレ率およびアウトプット・ギャップ	内因式	金融政策委員会
<b>&lt;低所得・開発途上国&gt;</b>			
ガーナ	ヘッドラインおよびコアインフレ率とGDP	不詳	金融政策委員会

(資料) Gill Hammond, "State of the art of inflation targeting", CCBS Handbook No.29 - February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012, p13 Table Cを基に日本総合研究所作成

for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012, p.5. このハンドブックは個人名で公表されているが、BOEが途上国中銀の業務構築支援 (technical assistance) の際等に使用するようなシリーズの1冊であるとみられる。

(注3) 例えば、2015年9月7日付のBloomberg Businessweek誌の "Those Inflation Targets Keep Getting Harder to Hit" という記事には、'The Fed began inflation targeting in January 2013.' という記述がみられる。

なお、白川 [2008] には、以下のような記述がみられる (p.255~256)。

…前略… インフレーション・ターゲティングという言葉で意味する内容は論者によって大きく異なっているため、議論が噛み合わないケースも多いように思われる。例えば、2003年に開かれたインフレーション・ターゲティングの採用の是非をめぐるコンファレンスでは、有力な連銀エコノミストが「米国はインプリシットにインフレーション・ターゲティングを採用している」と主張する一方で、FRB理事が「FRBはいかなる意味においてもインフレーション・ターゲティングを採用してはいない」と主張する光景がみられた。欧州中央銀行の金融政策についても、エコノミスト・学者からは、しばしば「欧州中央銀行はインフレーション・ターゲティングを採用している」という解釈がなされることがあるが、当事者である欧州中央銀行は一貫して「インフレーション・ターゲティングを採用していない」と主張している。このように、そもそもインフレーション・ターゲティングという言葉でイメージする内容が大きく異なっている。そのような状況を前提とすると、イン

(図表6) 諸外国のインフレーション・ターゲティングの説明責任と透明性の設計内容

国名	公開書簡	議会のヒアリング	プレス通知/カンファレンス	議事要旨 (Minutes)	投票結果	インフレーション・レポート (IR)	公表頻度 (年当たり回数)
<b>&lt;先進国&gt;</b>							
オーストラリア	なし	あり 年2回	通知	あり 2週間後	n.a.	あり	4
カナダ	なし	あり 年2回	PR + IRのPC	なし	n.a.	あり	4
チェコ共和国	なし	なし (報告書)	PR , IRのPC	あり 8日後	公表	あり	4
アイスランド	あり	あり 年2回	PR + PC	あり	投票のバランス	あり	2+2
イスラエル	なし	あり 年2回	PR	あり 2週間後	投票のバランス	あり	2
ニュージーランド	その他	あり 年4回	PR , IRのPC	なし	n.a.	あり	4
ノルウェー	なし	あり	PR + PC	なし	n.a.	あり	3
韓国	なし	あり	PR + PC	あり 6週間後	非公表	あり	2
スウェーデン	なし	あり 年2回	PR	あり 2週間後	公表	あり	3+3
イギリス	あり	あり 年3回	PR + IRのPC	あり 2週間後	公表	あり	4
<b>&lt;新興中所得国&gt;</b>							
アルメニア	なし	あり 年ごと	PR	あり 10日以内	非公表	あり	4
ブラジル	あり	あり 年6回	PR + IRのPC	あり 8日後	投票のバランス	あり	4
チリ	なし	あり 年4回	PR	あり 2週間後	公表	あり	4
コロンビア	なし	あり 年2回	PR , IRのPC	あり 2週間後	多数もしくは全会一致	あり	4
グアテマラ	なし	あり 年2回	PR + PC	あり 4週間後	非公表	あり	3
ハンガリー	なし	あり 年1回	PR	あり	公表	あり	4
インドネシア	なし	なし	PR	なし	n.a.	あり	4
メキシコ	なし	あり 不定期	PR	あり 2週間後	n.a.	あり	4
ペルー	なし	あり 年1回	テレカンファレンス	なし	非公表	あり	4
フィリピン	あり	なし	PR + PC	あり 4週間後	非公表	あり	4
ポーランド	なし	なし (*1)	PR + PC	あり 3週間後	IRで公表	あり	4
ルーマニア	なし	なし	PR + IRのPC	なし	非公表	あり	4
セルビア	あり	なし (*2)	PR + PC	なし	非公表	あり	4
南アフリカ	なし	あり 少なくとも年3回	PR + PC	なし	n.a.	あり	2
タイ	あり	なし	PR + PC	あり 2週間後	投票のバランス	あり	4
トルコ	あり	あり 年2回	PR	あり	非公表	あり	4
<b>&lt;低所得・開発途上国&gt;</b>							
ガーナ	なし	なし	PR + PC	なし	n.a.	あり	4-6

(資料) Gill Hammond, "State of the art of inflation targeting", CCBS Handbook No.29 - February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012, p15 Table Dを基に日本総合研究所作成

(注) PRはPress release, PCはPress conference, IRはInflation Reportの意味。

(注\*1) 総裁が下院に対して年1回、前年の金融政策について報告。

(注\*2) 総裁が議会に対して報告書を説明。

インフレーション・ターゲティングの採用の是非を議論することよりも、金融政策について具体的にどのような運営や説明を行うかを議論するほうが実質的に重要である。

(注4) BOEにおいては、他の中央銀行について、ITを採用しているか否かを分類する際、「fully fledged inflation targeters」(筆者訳：本格的なインフレーション・ターゲッター)という表現を用いたうえで、それに該当するか否かを示している。

(注5) グラフ上で、先行きの一定期間にわたる予測値のパスを、扇(ファン)形で図示して示すもの。

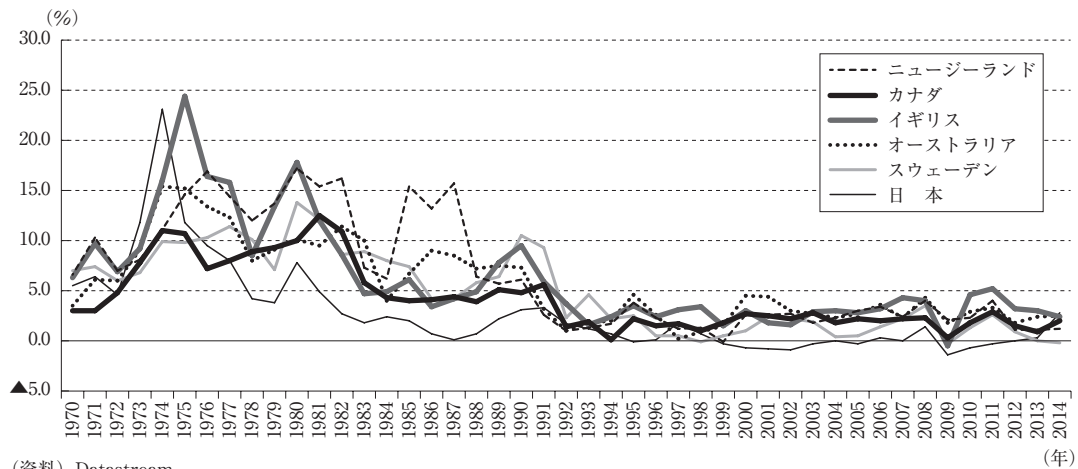
### 3. インフレーション・ターゲティングの当初の実績に対する評価と近年抱えた課題

ここで、ITを採用する各国において、今日においては、「柔軟なIT」という枠組みが主流を占めるに至るまでに、どのような道のりをたどってきたのかを振り返っておこう。

#### (1) インフレーション・ターゲティングの当初の実績をどう評価するか

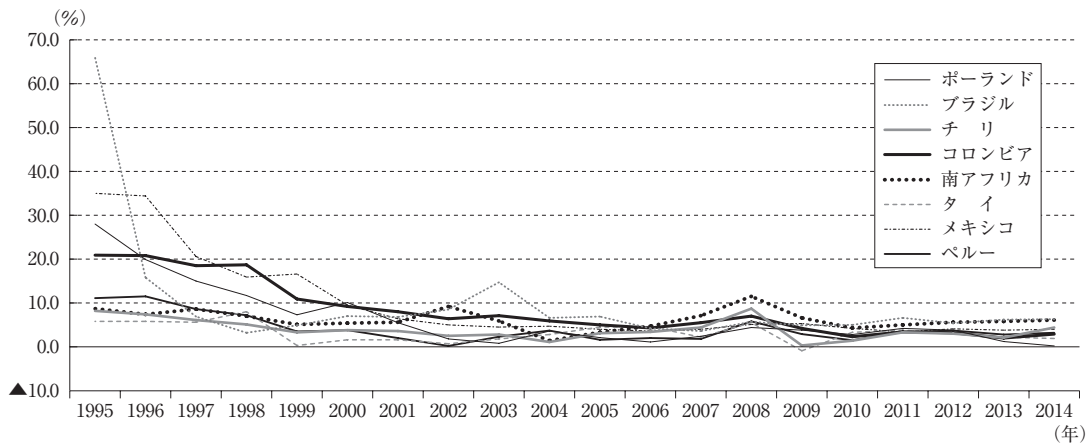
先進国においては1990年代初期から、新興中所得国においては90年代末頃から導入が始まったITに

(図表7) IT導入後の先進国の物価推移



(資料) Datastream  
 (原資料) Statistics New Zealand, CANSIM-Statistics Canada, ONS- Office for National Statistics (UK), Australian Bureau of Statistics, SCB-Statistics Sweden、総務省統計局

(図表8) IT導入後の新興中所得国の物価推移



(資料) Datastream  
 (原資料) Central Statistical Office, Poland, IBGE-Instituto Brasileiro de Geografia e Estatistica, INE-National Institute of Statistics Chile, DANE-The National Administrative Department of Statistics, Colombia, Statistics South Africa, Bureau of Trade and Economic Indices, Ministry of Commerce, Thailand, INEGI-Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, Mexico, INEI-Instituto Nacional de Estadística e Informática, Peru.

ついて、導入後の各国における物価上昇率の実績をみてみよう。図表7および図表8は、やや長めのタイム・スパンでみた、IT採用各国のインフレ率の実績である。先進国でITを導入する動きがみられ始めたのは1990年代入り後、新興国の場合は90年代末～2000年代入り後である。先進国、新興国とも、それぞれのIT導入の頃から、確かに実際のインフレ率の水準は切り下がったように見受けられる。

もっとも、このような物価動向の実績が、果たして何の要因によるものであったのか、IT導入の影響が大きいと言い切れるのかどうかについては、近年においては、実証研究に基づく分析結果の結論が一様ではないことから、各方面から慎重な見方が示されている。

例えば、BOCは、同行の2012年春号の季報に掲載した論文 (Robert Lavigne, Rhys R. Mendes and Subrata Sarler [2012]) において、危機前のITの成果に関する実証研究からは、次の3点が認められる、

---

としている (p.17、訳は筆者)。

(i) IT採用国は、低インフレーションを達成し維持することに成功したが、1990年代や2000年代初頭には、ITの非採用国においても一般的に低インフレーションへのシフトがみられたため、因果関係を認めることは困難である (Ball and Sheridan [2004] (注6); Lin and Ye [2007] (注7))。

(ii) IT採用国のなかで、IT採用が実体経済活動のボラティリティの増加につながることはなかった (Lin and Ye [2007]; Walsh [2009] (注8))。

(iii) インフレーション期待は、IT非採用国においてよりもIT採用国においての方が、より強くアンカーされている (Gürkaynak, Levin and Swanson [2006] (注9), Gürkaynak et al. [2007] (注10), Levin, Natalucci and Piger [2004] (注11))。

また、BOEは、中央銀行研究センターのハンドブック・シリーズ (Gill Hammond [2012]) のなかで、ITに関する様々な実証研究結果に言及したうえで、次のように述べている (p6、訳は筆者)。

インフレーション・ターゲティングのパフォーマンスに関する実証分析結果は一様ではない (not unanimous) が、工業国と新興市場国の双方において、低インフレーションをもたらし、インフレーション期待をアンカーするうえで、枠組みの有効性が幅広く支持されている。しかしながら、その内因性 (endogeneity) について、指摘しておくべき重要なポイントがある。インフレーション・ターゲティングを採用した多くの国においては、政治的・経済的改革の幅広いプロセスの一部として、これを採用したのである。こういう場合はしばしば、政策決定の機動的な構造が強化されるという動きを伴い、例えば、中央銀行に法律上の独立性が与えられる、といったことがある。

IMFも、WEBサイトに掲載している、ITに関する基礎資料 (Sarwat Jahan [2012]) のなかで、次のように述べている (訳は筆者)。

インフレーション・ターゲティングによる特別のインパクトと、同時に幅広く行われる経済改革による一般的なインパクトとを区別することは難しい。しかしながら、インフレーション・ターゲティングに関する実証結果は、そのすべてではないが、幅広く、その枠組みが、低インフレーションを達成し、インフレーション期待をアンカーし、インフレーションのボラティリティを低下させるうえで、効果的であったことを支持するものとなっている。加えて、インフレーションに関するこれらの成果は、生産や金利のボラティリティに、何ら負の効果を及ぼすことはなかった。

このほか、わが国では、白川 [2008] が、次のように述べている (p.257)。

近年、インフレーション・ターゲティングの採用の有無がマクロ経済のパフォーマンスの違いをもたらしているかどうかという点について詳細な実証研究が行われるようになってきているが、判然とした実証結果は得られていない。例えば、Ball and Sheridan (2006) (引用者注：暦年は原文のママ) はOECD

加盟国についてインフレーション・ターゲティングが当該国の経済的パフォーマンスを改善したという証拠を見出せなかったという実証結果を報告している。一方、Gürkaynak, Levin and Swanson (2006) はインフレーション・ターゲティングが英国とスウェーデンの長期的な予想物価上昇率の安定化 (anchor) に寄与しているという実証結果を報告している。問われていることは、それぞれの中央銀行が自国の経済・社会情勢や法的枠組みに即してどのような説明のスタイルを作り上げるかという具体論である。

## (2) インフレーション・ターゲティングと金融の安定性

各国がITを採用した後、先進国であれば十数年、新興国であれば数年程度の期間が経過するなかで、これらの国々も、2007年以降、世界的な金融危機の波にのまれていくこととなった。実体経済情勢および金融情勢が激しく変動するなかで、主要な中央銀行の多くが、政策金利をこれ以上引き下げる余地がないという、いわゆる「ゼロ金利制約」(Zero Lower Bound) 状態に陥り、非伝統的な手段による金融政策運営を余儀なくされた。そうしたなかでITによる金融政策運営は、新たな批判や課題を突き付けられることとなった。

その最たるものは、一部の論者による「ITを採用する中央銀行が、一般物価の安定にばかり、過度に目を奪われていたあまり、結果的に金融危機の発生を招来したのではないか」という批判である(注12)。世界的な金融危機は、2007年夏の、アメリカにおけるサブ・プライム危機や、それに続くイギリスのノーザン・ロック危機を端緒に発生した。そして、その間際まで続いていた「低水準の安定したインフレーション」が、金融の安定を必ずしも保証するものではなかったことが、危機によって明らかとなったのである。しかも、金融危機は、資産価格を大幅に変動させたのみならず、IT採用各国がターゲットとして採用していた一般物価(ヘッドラインCPI)をも、大幅に変動させる結果となった(図表9)。こうした批判の矛先はとりわけ、ITを90年代から採用していたBOEに向けられることとなった(注13、金融危機をはさんでのBOEのITによる金融政策運営に対する評価の変化に関しては、補論1参照)。

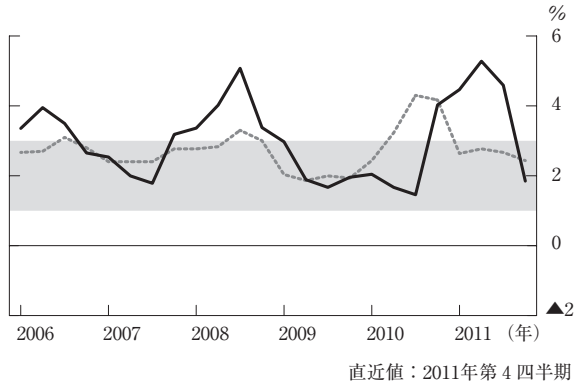
もっとも、金融政策運営上ITの枠組みを採用するか否か、という判断基準と重なる次元の話ではないものの、中央銀行は金融政策運営に際して、一般物価の安定のみならず、金融の安定にももっと配慮すべきだ、という主張は、実は金融危機以前から、一部の当局者等によってなされていた。これは、「BISビュー」と呼ばれるもので、欧州の大陸各国の当局者を中心とする考え方であった。これと対照的なのが「Fedビュー」と呼ばれる考え方で、「金融政策は、バブルを破裂させることはできず、またそうすべきでもなく、むしろバブルが破裂した後に精力的に用いられるべきである」というものであった。

しかしながら、この「Fedビュー」のような考え方は、金融危機によって、真っ向から課題を突きつけられることになった(注14)。この点に関して、ドイツ連邦銀行のワイトマン総裁は、2015年7月9日の同行主催のカンファレンスにおけるスピーチ(注15)において、次のように述べている(訳は筆者)。

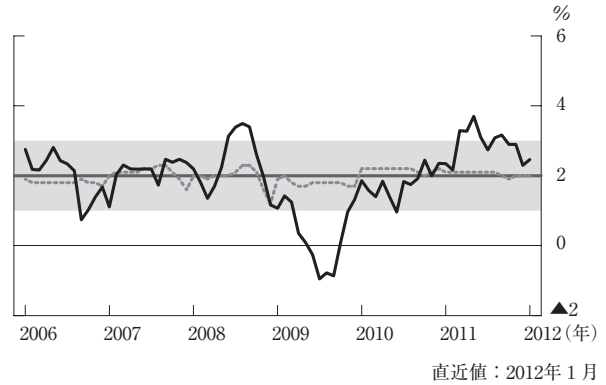
しかしながら、最近の金融危機は、一国際決済銀行(BIS)からばかりではなく、この、金融の不

(図表9) IT採用主要国における、金融危機前後でのインフレ率等の推移

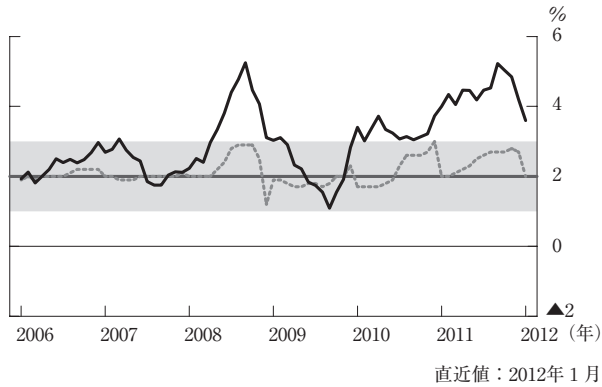
a. ニュージーランド  
(前年比、四半期値)



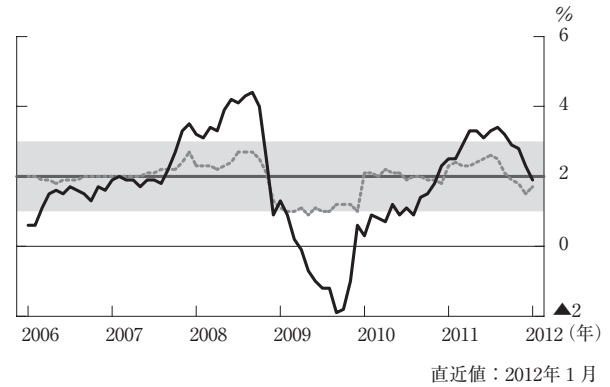
b. カナダ  
(前年比、月次値)



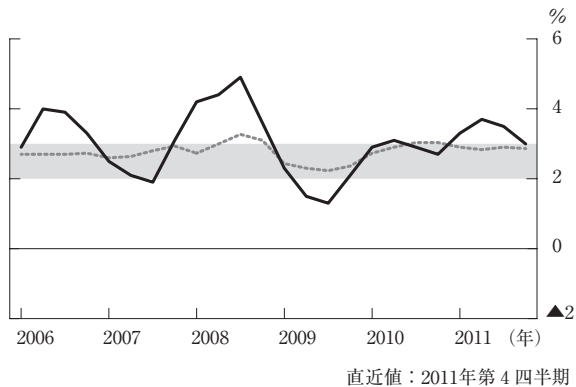
c. イギリス  
(前年比、月次値)



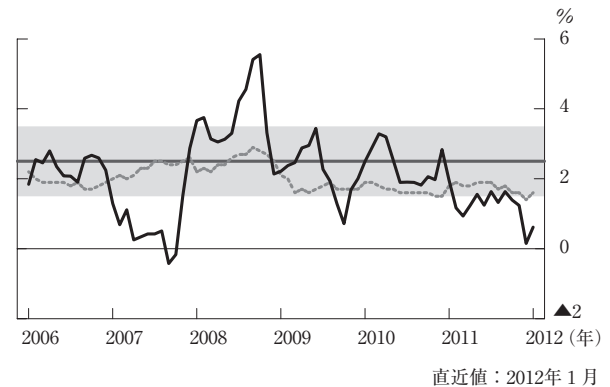
d. スウェーデン  
(前年比、月次値)



e. オーストラリア  
(前年比、四半期値)



f. ノルウェー  
(前年比、月次値)



■ ターゲット・レンジ    — インフレーション・ターゲット    - - - インフレーション期待 (1年先)    — ヘッドライン・インフレーション

(資料) Robert Lavigne, Rhys R. Mendes and Subrata Sarler, "Inflation Targeting: The Recent International Experience", *Bank of Canada Review - Spring 2012*, Bank of Canada, May 2012, p21 Chart 1

(原資料注1) ニュージーランドとオーストラリアは、ヘッドラインCPIのレンジをターゲットとしている。

(原資料注2) イギリスとノルウェーは、公式にはターゲットのレンジはないが、±1%ポイント以内の乖離を特段、強調している。

(注3) スウェーデンのグラフ上のターゲット表示は、原資料のまま。リクスバンクは公式には、ターゲットのレンジが存在するとは表明していない。

均衡に関する『悪気のない無関心 (benign neglect)』アプローチに深刻な疑問を投げかけた。そして、(訳出者注：バブルが破裂した)『後からモップをかける』(‘mopping up afterwards’) アプローチが高くつくことが証明されたことからすれば、なおさらなのである。

このアプローチは、過度なリスクを引き受けるインセンティブをセットするものである。そしてそれは、危機に油を注ぐ重要な部分の役割を担うことになる。そして、ひとたびバブルが崩壊すれば、経済的な崩落は深刻なものとなり、金融政策は打ちのめされることになる。

ここで言われている「『後からモップをかける』アプローチ」(注16)とはすなわち、主要中央銀行が、金融危機の後に、「大規模な資産買い入れ」や「量的緩和」をせざるを得なくなったことを指す。FedやBOEは、本稿執筆時点で、このアプローチによる資産買い入れはすでに停止しており、近々、正常化に向けての政策運営に着手すると見込まれる段階にある。日銀とECBは、着手の時期は相当にずれているが、現在も資産買い入れを継続している。資産買い入れの規模を限定的な程度に抑制しているECBは別として、FedやBOE、日銀に関しては、そのように展開してきた大規模な資産買い入れの、いわば「後遺症」が、今後、相当な期間にわたり長引き、中央銀行の金融政策運営上の足かせとなるリスクがある。金融市場にも実体経済へも、相当な影響が及ぶ状態が長期化する可能性が高いこと(注17)からすれば、「中央銀行はバブルが破裂してから対応すればよい」などとは、もはやとても言えないことは明らかであろう。

なお、ITと金融の安定性との関係を扱った、BISの本年7月のワーキング・ペーパーでは、この点について、次のように述べている(Anders Vredin [2015] p.1、訳は筆者)。

危機の前の時点で、金融政策は、金融の不安定のリスクにもっと注意を払うべきだ、との議論が前面に押し出されていた(注18)にもかかわらず、セントラル・バンカーやリサーチャーの間では、金融政策にとって基本的に望ましいと考えられる戦略や、政策分析や実際の意思決定に関するインプリケーションについて、未だに何らのコンセンサスも形成されていない。

このほか、BOEの中央銀行研究センターのハンドブック・シリーズ(Gill Hammond [2012])のなかでも、「中央銀行が、いかにして積極的に『風に逆らう』(lean against the wind)べきか、明確なコンセンサスは未だにない」(p.17、訳は筆者)、と述べられており、同様の認識が示されている。

ちなみに、ドイツ連邦銀行のワイトマン総裁は、前出の2015年7月9日のスピーチ(注19)において、この両者をいかに両立させるべきかについて、次のように述べている(訳は筆者)。これは、金融政策運営上、ITを採用し、実際にどのように運営していくのかを考える際にも、示唆に富むものと考えられる。

危機前のコンセンサスとは異なり、なかには、金融の安定が、物価の安定と横並びの、もしくはそれに先じる金融政策運営の目的として採用されるべきである、という論者すら存在する。しかしながら、そのようなデュアル・マンドートは、深刻なトレード・オフを生み出す。とりわけ、金融の安定は物価

---

の安定よりもはるかに複雑な概念であり、オペレーションにのせるのが (operationalise) 難しいことによる。私はこれが結局、物価の安定を維持する金融政策の信認を揺るがしかねないことを恐れる。

金融政策は、金融の安定のリスクに対処するのにベストの手段ではない。マクロブルーデンス政策は、よりの絞った手段を用いるもので、それは、金融市場において膨張する不均衡に対処するうえで、より適している。

問題は、“マクロブルーデンス政策が金融の安定の面倒を見”、他方、“金融政策は物価の安定のみに注意を払いさえすればよい”、とクリアーに分離することが、実際に意味をなすのかどうか。言い換えれば、金融政策は森の外に出ているのか？

私はそうは思わない。私は、デュアル金融政策マנדートに賛成ではないが、金融の不均衡が積み上がるときに、金融政策が端に立って傍観してられることはあり得ない。

第1に、マクロブルーデンス政策が、金融の不均衡を根絶できるのか、定かではない。マクロブルーデンス政策の手段にかかる経験はまだ限られており、その道具のセットは未だ不完全なものである。

第2に、危機は、金融の不安定がいかにインフレーションの動向や、物価の安定を守る中央銀行の能力に対して影響を及ぼしたのかを、まざまざと見せつけることとなった (vividly demonstrated)。

それゆえに、金融政策は、金融の不均衡の、物価安定に対するインプリケーションを、考慮に入れることが賢い。金融のサイクルは景気のサイクルよりも長いから、これは、政策運営の時間的な視野を拡大することを意味する。BISの最近の年次報告から引用すれば、“焦点を短期から長期にシフトさせることが、今までにも増して重要なのである”。

(補論1) BOEのインフレーション・ターゲティングによる金融政策運営に対する評価は、金融危機の前後でどのように変化したのか

齊藤 [2014] は、BOEのキング前総裁が、2002年 (副総裁時代) に「10年経過後のインフレーション・ターゲティング」というタイトルで行なった講演と、2012年 (総裁時代) に「インフレーション・ターゲティングの20年」というタイトルで、いずれもロンドン・スクール・オブ・エコノミクスにおいて行った講演を比較・対照しつつ、以下のように述べている (p.45~48から一部を抜粋)。これは、金融危機をはさんで、BOEの、ITによる金融政策運営に対する評価がどのように変化したのかを物語る一例として、興味深い。

#### (1) インフレーション・ターゲティング：10年後時点の評価

2002年の講演においてキングは、1992年のインフレーション・ターゲティングの導入以降、イギリスはそれ以前より物価安定を達成し、そのボラティリティも縮小したと誇らしげに語っていた。そして金利もそれ以前より安定し、経済成長にもプラスに働いたとしている。そして、金融政策がよりシステマティックで予測可能なものとなってきたことを評価している。また、低インフレ下においては、相対価格変化も少ないとしている。

ただし、キングはインフレ率低下の要因について、サービス部門の増加や企業の在庫管理技術の向上についても、その要因としてあげている。… (中略) …



それはともかく、キングはこの講演において、高インフレとシリアスなデフレではどちらが害は大きい、という議論をしている。インフレの例として、1920年代のヨーロッパのハイパーインフレや、近年のラテンアメリカ諸国をあげ、それが経済的・社会的編成を阻害するとしている。…（中略）…

その一方、デフレについては、19世紀後半のイギリスや1930年代のアメリカの経験ではなしに、3世紀に通貨改革を行ったローマのアウレリアン（デフレを行ったことにより暗殺された、とケインズがいったとされる）について、長期的には成功したものの、短期でみれば内乱に結びついたとしている。さらに債務デフレの悪影響（需要を減退させる）についても関説（引用者注：本文ママ）している。

ここで注目されるのは、この時点において1990年代の日本についての言及がある点である。ただし、日本における消費者物価の下落はシリアスなものではないとし、すべての中央銀行はシリアスなデフレを防ぐために努力しているとしていた。

そして、講演の終わりのほうでは、①インフレーション・ターゲティングのみで十分なのか、②現代におけるメインの恐怖はインフレではなくデフレではないのか、という2つの疑問を提示していたことも注目される。

…（中略）… 総体としてこの時点でのキングの講演は、10年間の実績を誇るものとなっていたのであった。

## (2) インフレーション・ターゲティング：20年後時点の評価

当然のことではあるが、今次危機を経験した後の2012時点（引用者注：本文ママ）におけるキング（この時点では総裁）の講演は、10年前の自信に満ちたものとは異なっていた。たとえば、「15年間の明らかな成功の後の5年間の金融危機および世界経済の混乱は、インフレーション・ターゲティングの妥当性についての深刻な疑問を提示してきた」とか、「現在の危機は、物価の安定だけではより一般的に経済の安定のためには十分ではないということを如実に示してきている」等の発言をしなければならないようになってしまったのである。

さらに、それ以前の金融政策運営において依拠してきたニューケインジアン・モデルの妥当性について疑問を提示し、インフレーション・ターゲティングだけでは金融政策運営は十分ではないと認めた。そして、結論的にはマクロ・プルーデンス政策の必要性に触れ、BOEの組織として新たに制定された金融監督政策委員会（FPC）への期待をするといった内容になっていた。

キング前総裁は、非伝統的政策としての量的緩和政策に踏み込まなければならなかったわけであるが、先取的にいうならばその効果はない状況で、しかも退任前の5回のMPCにおいて、連続で量的緩和の拡大提案を多数決で否決されるという状況のなかで、2013年6月をもって退任せざるをえなかったのである。

…（後略）…

## （補論2）中央銀行の機能付加をめぐる最近の動き

金融危機を経て、中央銀行が金融政策を運営する際、「物価の安定」という目標と、「金融の安定」への配慮を、いかに両立させるべきか、という新たな課題が認識され、また、金融政策運営の一つの枠組

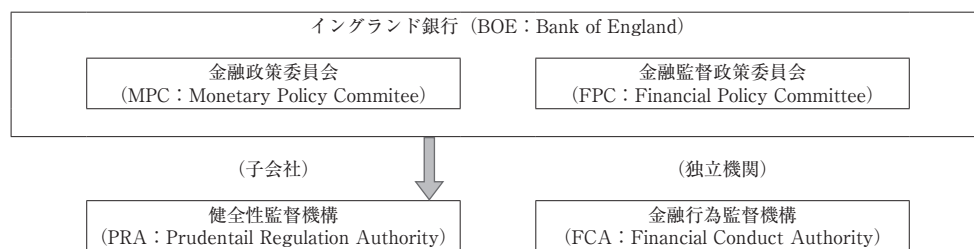
みであるITに対する懐疑的な見方も唱えられている。「物価の安定」と「金融の安定」をどう両立させるか、に関するコンセンサスは、未だに得られてはいない。

そうしたなか、かねてよりITを採用していた各中央銀行は、とりわけ先進国の中央銀行の場合、2000年代初めから、その実際の運営を「柔軟なIT」に切り替えてきていることもあって、金融危機の後も、そのようなITの枠組みそのものを変更する動きはほとんどみられていない（注20）。

ところが、中央銀行がいかなる機能、役割を担うのか、という点に関しては、危機以降、金融の安定を確保するうえでの新たな機能が、中央銀行に付加されるケースがみられている。

例えば、まず、イギリスにおいては、2013年4月に、金融危機を招来させてしまった責任を問う形で、それまで民間金融機関に対する監督機能を担っていた金融サービス機構（FSA: Financial Service Authority）が解体・廃止され、金融監督機能の大半をBOE内に移管する、大掛かりな改革が行われた（図表10）。この新たな体制のもとでは、イングランド銀行内に、監督政策をつかさどる「金融監督政策委員会」（FPC: Financial Policy Committee）も設置されたものの、金融政策運営を担う「金融政策委員会」（MPC: Monetary Policy Committee）とは完全に別個の形とされた。また、実際の健全性監督業務を担う「健全性監督機構」（PRA: Prudential Regulation Authority）は、BOEの子会社として設立された一方で、業務行為規制業務を担う組織としては、BOEからは独立した当局として、「金融行為監督機構」（FCA: Financial Conduct Authority）が設置された。このような制度設計は、「健全性規制と業務行為規制に分かれたいわゆる「ツインピークス・モデル」が構築された」（注21）とみることができよう。

（図表10）イギリスにおける金融危機以降の新たな金融規制体制（2013年4月～）



（資料） 齊藤美彦『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2014年6月、p169、図表終-1を基に、日本総合研究所が一部加筆して作成

また、欧州においても、リーマン・ショックによる金融危機、およびそれに続く欧州債務危機の経験と反省を踏まえて、「銀行同盟」（Banking Union）の取り組みが加速されることとなった。その一環として、「単一監督制度」（SSM: Single Supervisory Mechanism）を構築するための取り組みも進められ、それまでは各加盟国の当局が一手に握っていた民間金融機関の監督機能のうち、「重要な信用機関」（2014年9月の公表ベースでは、欧州で120機関）の監督機能を、欧州中央銀行が一元的に担うこととなった（注22）。ただし、その際には、金融政策運営を審議し決定する「政策委員会」（Governing Council）とは別の意思決定主体として、「監督委員会」（Supervisory Board）が設けられた（注23）。ただし、その発足に際しては、現行のユーロシステムの基本法である条約や規程を大きく改正すること



---

家計等が実質金利の低水準と勘違いし、投機的行動に走ることへの懸念は表明しつつも、インフレーション・ターゲティングは十分であると結論付けていた」（注26）。しかしながら、BOEは結局、2007年以降、金融危機の波にのまれる結果となった。

このほか、スウェーデンのリクスバンクは、2000年代の初めから、「柔軟なIT」による金融政策運営に舵を切ったが、その際、住宅価格等の資産価格も、その変動が一般物価の動向や資源配分に影響を及ぼしかねない場合には、金融政策運営上考慮する旨を明らかにしていた。ただし、そのような政策運営に関しては、資産価格を金融政策運営のターゲットにするものである、との批判がみられた（注27）。

現時点において、リクスバンクは、「柔軟なIT」による金融政策運営上、金融の安定や信用市場、資産価格変動をいかに考慮するかについて、“Monetary Policy in Sweden”のなかで、次のような考え方を明らかにしている（Sveriges Riksbank [2010] p.16、訳は筆者）。

インフレーション・ターゲットを採用し、実体経済が安定的に推移することをおある程度強調する金融政策運営は、金融市場のバランスのとれた展開にも貢献する。しかしながら、経験は、そのような政策をもってしても、資産価格や負債が、時として長期的に制御し難いような展開をみせてしまうことがあることを物語っている。これは将来的には、大規模な価格変動のリスクをはらむもので、実体経済やインフレーションに好ましくない深刻な影響を及ぼしかねない。経験からすれば、問題を起こすのは主として、不動産価格や信用のボリュームの変動であるように見受けられる。このタイプのリスクは常に、定量化したり、通常の分析や見通しの作業で捉えたりすることが容易にできるわけではないが、金融政策の決定には考慮に入れる必要がある。

このほかの中央銀行における、近年の取り組みの例としては、オーストラリア準備銀行において、中央銀行が資産価格に注意を払う必要があるかどうか、すでに数年間にわたり議論が行われている例がある。その際、金融政策運営のスタンスや、積み上げられているリスクについて、いかなる情報を盛り込むべきか、という議論が行われている。また、ポーランド国立銀行が2010年に発表した「金融政策ガイドライン」には、金利の設定をするうえで、より明白に資産価格を認識することが盛り込まれている（注28）。

#### (4) インフレーションを捕捉するターゲットとして何が最も適切か

すでにみたように（図表9）、2007年以降の各国のインフレ率の推移をみると、その変動幅が大きくなっていることがみてとれる。こうした状況を受け、それ以降、インフレーションを捕捉するうえで最も適切なターゲットとはいかなる指標か、という議論が活発化している（注29）。実際に提示された論点の具体例としては、以下のようなものがみられる。

- ・資産価格、とりわけ住宅価格をターゲットに含めるべきか？
- ・輸入インフレの影響を、それがヘッドラインCPIにとって、逆風となる場合も追い風の場合も含めて除外するために、「国内で生成されたインフレ率」をターゲットとすべきか？

- ・(デフレーションのおそれを背景に)「ゼロ制約」(zero bound)を回避するために、ターゲットのレベルを引き上げるべきではないか
- ・(短期的にインフレ率がターゲットを下回ってしまう事態に直面し)ITは、インフレ期待をアンカー(錨でつなぎとめること)できるように、数年間の平均としてとらえるべきではないか
- ・「物価水準ターゲット」(price level target、CPIの前年比ではなく、指数値そのものをターゲットとするもの)の方が、プラスのインフレ期待をより強くアンカーするためには好ましいのではないか
- ・「物価水準ターゲット」は、交易条件のショックが持続するケースに対処するうえでは効果的とはいえないのではないか

このように、ターゲットをいかに設定すべきかに関しては、様々な見解が明らかにされてはいるものの、ITを採用する国々の多くは、前章でもみたように、実際には、ターゲットそのものはヘッドラインCPIのままとしたうえで、その許容変動幅を広く設定したり、達成に向けての目安となる時間の幅を長めに設定したりすることを通じて、対応しているように見受けられる。

(注6) Ball, L. and N. Sheridan [2004]. "Does Inflation Targeting Matter?" In *The Inflation-Targeting Debate*, 249-82, Edited by B. Bernanke and M. Woodford, Proceedings of a conference held by the National Bureau of Economic Research, January 2003, Chicago: University of Chicago Press.

(注7) Lin S. and H. Ye [2007]. "Does Inflation Targeting Really Make a Difference? Evaluating the Treatment Effect of Inflation Targeting in Seven Industrial Countries", *Journal Monetary Economics* 54(8): 2521-33.

(注8) Walsh, C. E. [2009]. "Inflation Targeting: What Have We Learned?", *International Finance*, 12(2): 195-233.

(注9) Gürkaynak, R. S., A. T. Levin and E. T. Swanson [2006]. "Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from Long-Term Bond Yields in the U.S., U.K., and Sweden", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 2006-09.

(注10) Gürkaynak R.S., A.T. Levin, A.N. Marder and E.T. Swanson [2007]. "Inflation Targeting and the Anchoring of Inflation Expectations in the Western Hemisphere", In *Monetary Policy Under Inflation Targeting*, 415-65, Edited by F. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel, Santiago: Central Bank of Chile.

(注11) Levin, A. T., F. M. Natalucci and J. M. Piger [2004]. "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting", Federal Reserve Bank of St. Louis, Review 86(4): 51-80.

(注12) Robert Lavigne, Rhys R. Mendes and Subrata Sarler [2012] p.17.

(注13) これに対してBOCのカーニー総裁(当時。後にBOE総裁)は、「こうした主張は、柔軟なインフレーション・ターゲティングのリアリティと、ITを採用する国の一つであるイギリスが、危機の震源地だったわけではない、という事実を無視するものである」(Carney, M. [2012]. "A Monetary Policy Framework for All Seasons", speech to the U.S. Monetary Policy Forum, New York, New York February 24, 2012)と反論している(Robert Lavigne, Rhys R. Mendes and Subrata Sarler [2012] p.17)。

(注14) Gill Hammond [2012] p.17.

(注15) Jens Weidmann, Welcome remarks, at the Bundesbank Conference "Turning points in history: How crises have changed the tasks and practice of central banks", Deutsche Bundesbank, July 9, 2015.

(注16) Jens Weidmann [2015] の表現。

(注17) 河村 [2015b]。

(注18) Borio, C. and P. Lowe [2002]. "Assert prices, financial and monetary policy: exploring the nexus", *BIS Working Papers*, No.114.

Rajan, R. G. [2005]. "Has Financial Development Made the World Riskier?" in *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

(注19) (注15) に同じ。

(注20) Gill Hammond [2012] p.16.

(注21) 齊藤 [2014] p.169.

(注22) この部分の記述は、河村 [2015]、第2章コラム②による。

(注23) その背景としては、欧州においては、とりわけドイツ等を中心に、金融政策運営の独立性を確保するためには、いわゆるブルーデンス政策（信用秩序の維持）とは責任を切り離す必要がある、との認識がユーロシステムの発足前から根強い。そうした国々では、米英日等では中央銀行の機能として当然のごとく認められている「最後の貸し手」機能を認めることにすら慎重であり、信用秩序の維持、という目的があまりに優先されてしまうと、物価安定という中央銀行の本来の責務に反して安易な資金供給が行われてしまいかねない、と考えられてきた点が挙げられよう。

(注24) これは、監督委員会がまず決定の案を策定し、政策委員会に送付する。一定の期間内に政策委員会が反対しなければ、その決定は採択されたものとみなされる。政策委員会がこれに同意できなければ、監督委員会に再考を求めて決定案を差し戻すこともできるほか、政策委員会と監督委員会との間の見解を調整するために、「調停パネル（Mediation Panel）」が設けられることとなっている。また、それ以外に「レビュー管理委員会（Administrative Board of Review）」が設けられ、決定に関係する法人ないしは自然人が、決定内容に関するレビューを要請することもできる枠組みとなっている。

(注25) Gill Hammond [2012] p.17。

(注26) 斉藤 [2014] p.47。

(注27) 白川 [2008] p.417。翁 [2012] p.95。

(注28) Gill Hammond [2012] p.17。

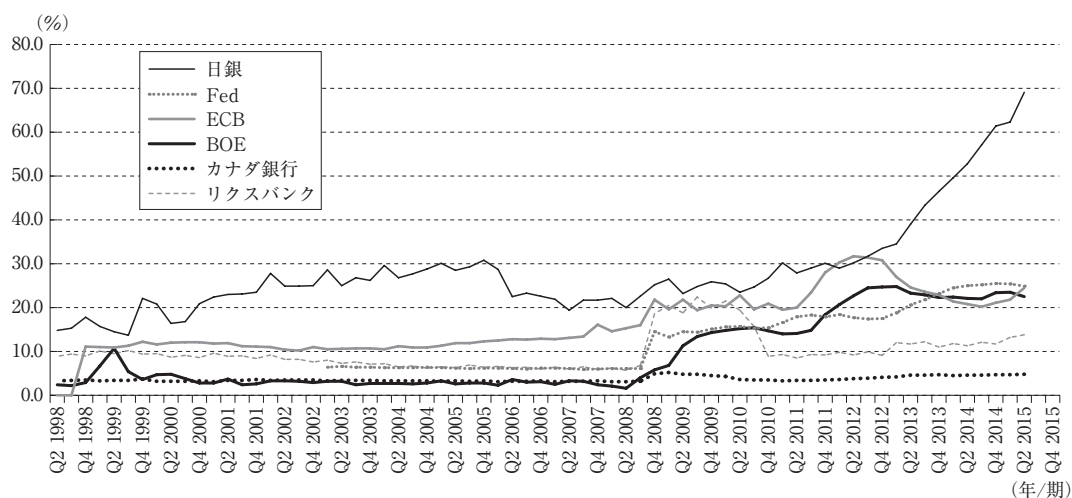
(注29) 本節の記述は主として、Gill Hammond [2012] p.17による。

#### 4. 「インフレーション・ターゲティング」を採用する先進国の中央銀行における近年の政策運営

次に、ITを採用する先進国の中央銀行のうちの主な先が、金融危機以降の近年、実際にどのような政策運営を行ってきたのかを概観してみよう。その際のポイントは、①「ゼロ金利制約」のもとで、いかなる金融政策運営を行ったのか、非伝統的手段（資産買い入れ等）を採用したのか、②実際のインフレ率が、目標との関係でどのように推移するなかで、どのような政策運営が展開されたのか、という点である。ここではその例として、BOE、BOC、リクスバンクの3中央銀行を取りあげる。この3行とも、IT採用中央銀行でありつつ、金融危機後に、期間の長さの差はあれ、また、手段の性質の大きな差はあれ、従来の金融調節では用いない、非伝統的な手段を採用した中央銀行に該当する。

これらのIT採用中央銀行を含む、主要中央銀行の近年の資産規模の推移をみると（図表12）、金融危機以降、IT採用中央銀行のなかにも、資産買い入れ等によるバランス・シートの拡張政策をとった先

（図表12）主要中央銀行の資産規模の推移（名目GDP比）



（資料）Datastream

（原資料）日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、CANSIM-Statistics Canada、SCB-Statistics Sweden。

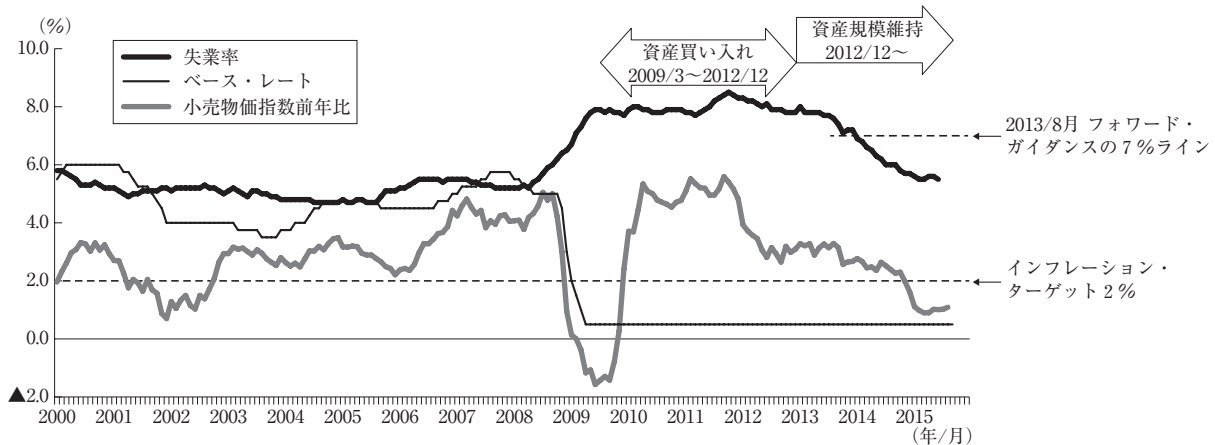
がみられる。もっとも、そのような政策を長期間にわたり継続している中央銀行は日本銀行以外にはなく、BOEやBOCはすでに、資産規模は横ばい、ないし緩やかな縮小基調に入っているほか、リクスバンクは2009年半ばにかけて大きく膨らませた資産規模を、2010年末にかけて急速に縮小させていることがみてとれる。

#### (1) イングランド銀行

BOEは1992年、ERM危機で、ポンドが市場の攻撃を受け、ERMからの離脱を余儀なくされた後、ITを導入した。ただし、そのITによる金融政策運営に対する評価が、外部からの評価のみならず、自己評価をも含めて、金融危機以前と以降とは、様変わりを余儀なくされる結果となったことは、前章で述べた通りである。

イギリスのターゲットである小売物価指数（RPI）前年比は、金融危機をはさみ、大幅な変動をみせた（図表13）。危機直後のRPI前年比の急落を受けて、BOEは政策金利であるベース・レートを2009年4月にかけて、急速に引き下げた。イギリスの場合は、このベース・レート0.50%の水準が「ゼロ金利制約」状態に相当し、その後は、「量的緩和」による大規模な資産買い入れを、2012年末まで断続的に実施した。

（図表13）イギリスの失業率および小売物価指数前年比の推移と政策金利（ベース・レート）、量的緩和実施期間との関係



（資料）Datastream、Bank of England資料を基に日本総合研究所作成  
（原資料）Office for National Statistics.

Gill Hammond [2012] は、「ゼロ金利制約」下においてITを採用することの利点として、「なお必要な量的緩和の度合い」や、「出口として適切な時点はいつか」に関するガイドとなる情報が得られることを挙げているが（p.17）、BOEによる実際の金融政策運営の軌跡をみれば（図表13）、インフレ率の推移のみにはこだわらない形で行われてきた状況がみてとれる。実際、2013年7月に就任したカーニー現総裁は、翌8月に「アウトカム・ベースのフォワード・ガイダンス」を導入したが、その際にはインフレ率のみならず、失業率が「アウトカム」の目安となる指標として提示された。これは、具体的には、次のような内容のものであった。

---

失業率が7%を上回る限り、(イ) 政策金利を0.5%に据え置き、(ロ) 必要であればMPCはさらなる資産購入を行う用意があるが、APF内で保有する資産(国債)の満期到来分は再投資し、残高を減らさないこと、を約束する。

ただし、(イ) 18カ月から24カ月先のCPI上昇率が2.5%を超えそうである、(ロ) 中期的なインフレ期待が十分に抑えられそうもない、(ハ) 金融政策スタンスが金融システムの安定に重大な脅威を与える、と判断される場合にはその限りではない(=「ノックアウト条項」)。

また、その後半年も経たないうちに、イギリスの失業率は、8月に示された「7%」という閾値(しきいち、threshold)をあっさり下回った。それを受けて、2014年2月には、以下のような内容の「フォワード・ガイダンス」が示されている。

MPCは2%のインフレ目標を達成するために、政策を運営する。そしてそのために、成長や雇用のための政府の経済政策をサポートする。

- ・失業率は著しく低下しているが、バンク・レート(政策金利)を引き上げる前に、余分なキャパシティを吸収する余地がなお残存している。
- ・ひとたびバンク・レートが上昇を始めれば、その後2~3年をかけてスラック(緩み)をなくし、インフレーションをターゲット近くに保つための適切なパスは、緩やかなものになると見込まれる。
- ・しかしながら、向こう数年間のバンク・レートの実際のパスは、経済情勢次第である。
- ・もし経済が、稼働率は平常の水準、インフレーションはターゲット近くに戻ったとしても、バンク・レートの水準は、危機前にMPCが設定した水準の平均である5%を相当に下回ることとなろう。
- ・MPCは少なくとも最初のバンク・レートの引き上げまで、買い入れ資産の残高を維持する。
- ・金融政策には、金融の安定に対するリスクを根絶する役割もあるが、それは、Financial Policy Committeeやその他の規制当局による相当なレンジの政策の実行によっても封じ込めることのできないリスクが発生した場合に、最後の防衛線として、ということである。

そして、2014年後半からは、イギリスも原油安の影響を受け、インフレ率はターゲットを下回って推移しているが、BOEやイギリス国内ではこれを、实体经济を下支えするものとして前向きに受け止める考え方が主流となっているように見受けられる。BOEの最近の金融政策運営をみると、資産規模はそのまま再投資によって横ばいで維持しており、近々、正常化に向けた金融政策運営に着手するとみられるFedの動きに合わせて、自らも短期金利の引き上げ誘導に踏み切る構えをみせている。このようなBOEの最近の政策運営は、2%というITを引き続き掲げつつも、実際の金融政策運営は、インフレ率以外の实体经济指標や、その他の情勢、BOEとしての正常化戦略の成否にかかわる海外当局の動向等を見極めつつ、柔軟に行われているさまを物語っているといえよう。

## (2) カナダ銀行

BOCは、1991年2月、ニュージーランドに次ぐ2番手として、ITの導入に踏み切った中央銀行である。

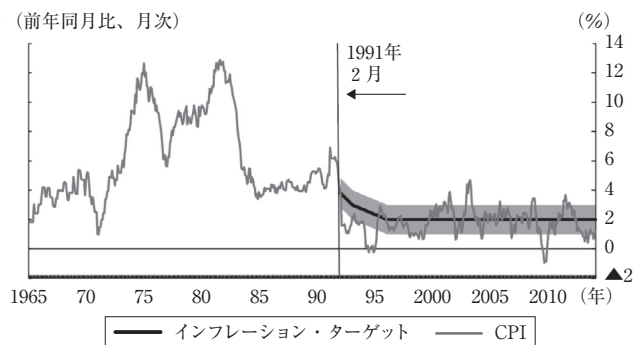


カナダのインフレ率の実績の推移をみれば（図表14）、91年のIT導入を機に、水準は低下し、変動幅は縮小しているようにも見受けられるが、前章で述べたように、これがひとえに、IT導入のみによるものとは、BOC自身も考えてはいない。

カナダの場合は、政策金利はオーバーナイト・レートであり、2009年4月から2010年4月までの間、事実上の最低水準である0.25%に引き下げていた（図表15）。これをBOCでは「実質的な下限」（ELB: Eligible Lower Bound）と称している。合わせて、このELBを実施していた期間中、BOCは適格担保基準の緩和と合わせて大規模な流動性供給オペレーション（liquidity facilities）を実施し、一時的ながら資産規模を拡大させていた（図表16）。BOCの場合は、これが、危機に際して用いた「非伝統的な手段」に相当する。そしてこれは、ECBが欧州債務危機の際に、従来からの金融政策運営上の主力の手段であったリファイナンス・オペを異例の形で大規模に発動して資産規模を拡大させ、危機の収束を図ったのと同じ考え方に基づく金融政策運営であったといえよう。

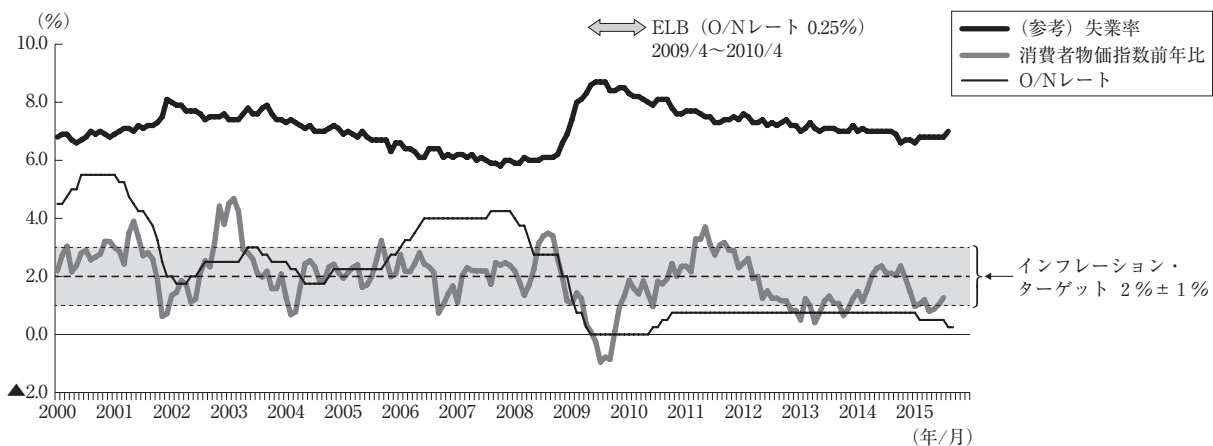
ただし、BOCの場合、当初の想定（2010年6月）よりも早期に、2010年4月の時点でELBを解除して、政策金利を引き上げた。これは、経済情勢とインフレ見通しの好転によるものであり、IT採用国ならではの判断基準で、ELBの早期解除が可能になったものとみられている。同時に、危機対応としての大規模な流動性供給オペに関しても収束を図り、2009年11月時点では、隔週に1回のペースで実施していたものを、2010年1月には月1回のペースに落とし、その後は順次満期落ちさせて、2010年夏に

（図表14）カナダのITの実績



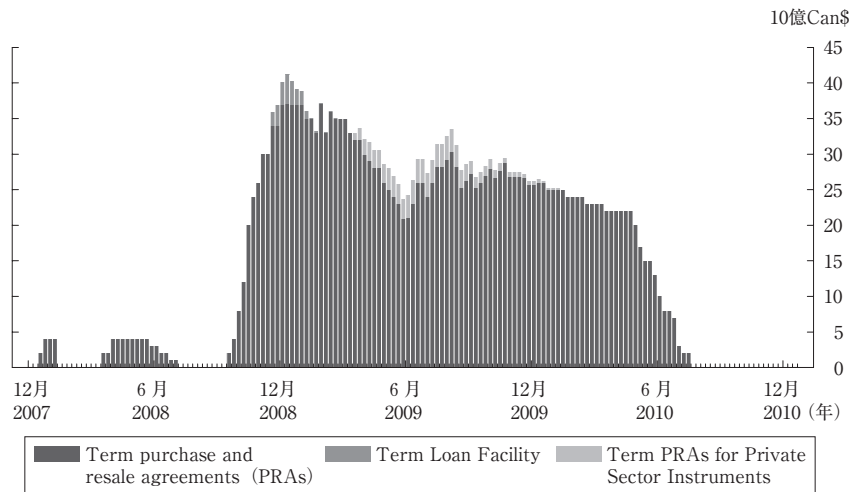
（資料） Tim Macklem, "Flexible Inflation Targeting and "Good" and "Bad" Disinflation", Remarks at John Molson School of Business, Concordia University, Bank of Canada, February 7, 2014, p4 Chart 2  
 （原資料） Statistics CanadaおよびBank of Canadaによる算出結果

（図表15）カナダの消費者物価指数前年比と政策金利（オーバーナイト・レート）の推移



（資料） Datastream、Bank of Canada資料を基に日本総合研究所作成  
 （原資料） Cansim-Statistics Canada.

(図表16) 金融危機時のカナダ銀行の流動性供給残高の推移 (週次)



(資料) Bank of Canada, "Annual Report 2010", p15, Box2

は、平時のベースの資産規模を回復させている (図表16)。このように、短期間で資産規模の縮小が可能となり、通常の金融調節によって市場金利を誘導し、政策金利を上げ下げする状態を回復できたのも、危機下で資産買い入れという手段は選択せず、ECBと同じ考え方に基づく流動性供給オペによる政策運営が行われていたからこそであったといえよう。

このようにBOCの場合は、金融危機に際しても、政策金利を引き下げて「ELB」状態としたり、非伝統的な手段の一つである異例の大規模な流動性供給オペを実施した期間は約1年と、FedやBOE、日銀に比較すれば短期間にとどめている。「ELB」解除の翌年に当たる2011年春には、同行の季報において、他の中央銀行が採った資産買い入れによる非伝統的な金融政策運営に関する分析ペーパーが公表されており (注30)、その段階で、資産買い入れ政策に伴う潜在的なコストないし問題点が、次のように明確に指摘されている。すなわち、①金融市場の歪み、②中央銀行のバランス・シートのマネジメント上、追加的な課題が生じること (中央銀行の財務運営上、損失が発生したり、意図するスタンスで金融政策を運営し得なくなる可能性があること等)、③中央銀行の独立性や信認が潜在的に損なわれかねないこと、④中央銀行が金融の安定を確保するうえで負うべき責任と矛盾すること、⑤マクロ経済上必要な調整が先送りされること、の5点である。このような内容からは、危機下にあっても、BOCがあえて資産買い入れという手段は選択しなかった様子がみてとれる。「ITを採用するのであれば、即、資産買い入れを実施」となるわけでは必ずしもない、ということ、BOCの例は如実に物語っている。

また、BOCとしては、2010年4月以降、政策金利を動かさず、通常の金融政策運営に復した後も、インフレ率の「振れ」のみには左右されることのない、柔軟な金融政策運営が行われている様子がみてとれる (図表15)。

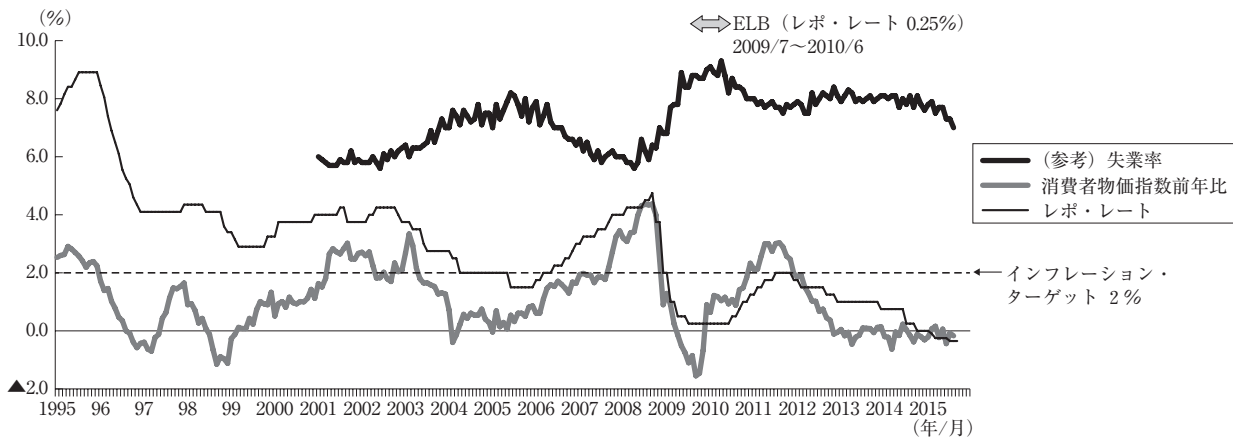
### (3) リクスバンク (スウェーデン中央銀行)

スウェーデンのリクスバンクは1993年にITを導入した。その背景には、80年代の過度な金融緩和に

よるバブルの発生とその後の崩壊、そして深刻な金融危機の経験がある。そしてIT採用中央銀行のなかでも、「90年代後半以降様々な先進的な取り組みを実現してきた」（翁 [2012]、p.89）ことで知られている（注31）。

スウェーデンのインフレ率は、93年のIT導入後、低下した。ただし、それは必ずしもITの導入のみによって達成されたものではないと理解されているのは、ITを採用する他国と同様である。もっとも、90年代末頃には、インフレ率がターゲットである2%を継続的に下回る期間が長くなり（図表17）、他のIT採用中央銀行の先陣を切って、「柔軟なIT」へと舵を切った。また、2000年代入り後は、物価安定とともに、リクスバンクの法律上のもう1つのマנדートである、「決済システムの安定」、言い換えれば「金融システムの安定」をITと同時に達成できるようにすべく、実際の金融政策の運営上は資産価格も考慮に入れる旨のスタンスを明らかにしている。

（図表17）スウェーデンの消費者物価指数前年比と政策金利（レポ・レート）の推移



（資料）Datastream、Sveriges Riksbank資料を基に日本総合研究所作成  
（原資料）SCB-Statistics Sweden.

しかしながら2007年以降、そのスウェーデンも金融危機の波にのまれていくこととなった。80年代末以降の北欧金融危機の経験もあって、リーマン・ショックの影響は、スウェーデンの場合、欧州大陸諸国に比較すれば相対的に軽微なレベルにとどまったが、リクスバンクは、他の主要中央銀行と同様、異例の金融政策運営を迫られることとなった。

2008年秋以降、危機の影響でスウェーデンにおいてもインフレ率が急落し、リクスバンクは政策金利であるレポ・レートを立て続けに引き下げ、2009年7月から2010年6月までは0.25%と、「事実上の下限」(ELB)の水準にあった。同時に、リクスバンクは、危機の収束のため、大規模な流動性供給を実施した。ただし、その手法は、適格担保の範囲を拡大しつつ、固定金利方式、かつ12カ月物という異例の長期で、大規模な有担保貸し出しを行うというものであった（図表18、注32）。これは、BOCのケースと同様、欧州債務危機下におけるECBと同じ考え方に立ち、金融政策運営が行われていたことを意味する。この、大規模な資金供給が行われていた期間中、適格担保の対象は、モーゲージ債やCP等にまで拡大されていた。そして、ECBやBOCと同様、リクスバンクの資産規模の拡大が、FedやBOEの

(図表18) リクスバンクのバランスシート項目の、金融危機前後での変化

		(100万SEK)		
		2008年8月 (危機前)	2009年11月 (危機の最中)	2011年1月 (危機後)
資 産	金および外貨準備	196,067	325,030	322,556
	限界貸付ファシリティ	-	-	1
	市場オペ			
	微調整	-	-	-
	レポ取引	3,501	-	-
	SEK建て長期満期貸付	-	375,301	-
	外貨建て長期満期貸付	-	334	-
	その他資産	3,731	7,210	4,203
資産合計	203,299	707,875	326,760	
負 債	銀行券・硬貨	106,612	105,928	101,622
	預金ファシリティ	376	19	63
	市場オペ			
	微調整	77	128,308	8,309
	リクスバンク証書 (売出手形)	-	246,188	-
	その他負債	37,492	163,407	144,337
	エクイティ	58,742	64,025	72,429
	負債合計	203,299	707,875	326,760

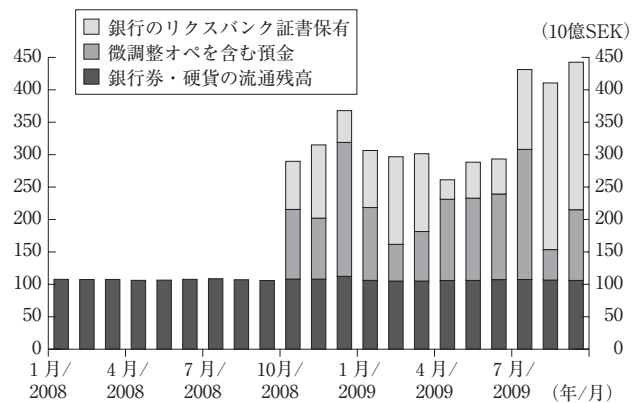
(資料) Marianne Nessén, Peter Sellin och Per Åsberg Sommar. "The Framework for the implementation of monetary policy, the Riksbank's balance sheet and the financial crisis", *Economic Commentaries*, No.1, 2011, Sveriges Riksbank, January 28, 2011, Table 1を基に、日本総合研究所が一部加筆して作成

ような資産買い入れは選択せず、このようなオペレーションによって行われていたからこそ、危機が峠を越した後は、速やかにその規模を縮小することが可能となった(図表12、18)、と認識されている(注33)。

ちなみに、このような政策運営に際してリクスバンクは、2009年10月の『金融政策レポート』のなかの「非伝統的な手段とインフレーションのリスク」(Unconventional measures and the risk of inflation) という論文において、マネタリーベースの増加の内訳を示したうえで(図表19)、「ゼロ金利制約」のもとでの大規模な資金供給を受けて、信用乗数が急低下したことを示している(図表20)。

そして、①教科書のモデルでは、このようなケースはマネーサプライの相当な増加につながり、先行きのインフレーションにとって相当なリスクになる、とされてはいるものの、実際にはそのようにはなっていないこと、②マネタリーベースの増加は、リクスバンクの準備に対する市中の需要の高まりを映じたもので、それはインターバンク市場や債券市場における資金調達問題の結果として生じたものであり、もし、リクスバンクによる大規模な資金供給がなければ、市場金利はさらに上昇し、インフレ率と資源の活用率ははるかに低くなっていたであろう、と述べている(p.49)。

(図表19) リクスバンクの危機時のマネタリーベースの内訳



(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, October 2009, Figure 3.6

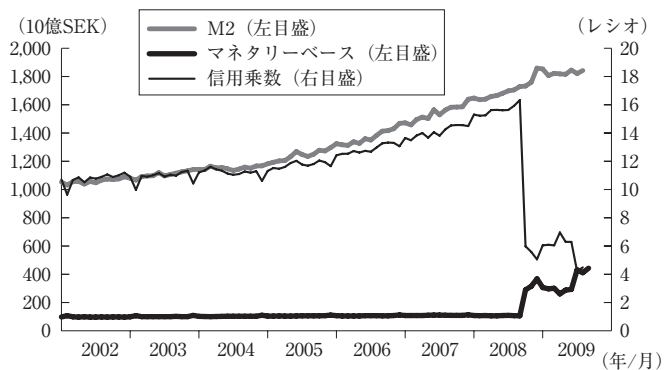
さらに、最近のリクスバンクの金融政策運営をみると、インフレ率がゼロ%前後で弱含むなかで、2015年2月から、政策金利であるレポ・レートを一時的にマイナスにまで引き下げたほか、国債の買い入れオペにも乗り出した(図表21)。ちなみにECBは、3本の政策金利のうちの1本である預金ファシリティ金利を2014年6月にマイナスに引き下げているほか、2015年1月には、ユーロ圏経済のデフレ懸念に対応し、「公共セクター買い入れプログラム」(PSPP: Public Sector Purchase Programme)によって、ユーロ圏各国の国債の買い入れに乗り出すことを決定している(実際の買い入れ開始は同年3月)。このように、リクスバンクの場合、隣接するユーロ圏はスウェーデンとの経済的なつながりが強く、通貨クロネの価値を対ユーロで安定的に推移させる必要もあるため、ECBの金融政策運営の影響を色濃く受けざるを得ない状況にあることがみてとれる。

リクスバンクによる、これまでの国債の買い入れ規模は1,350億SEK(スウェーデン・クローネ)であり、同国のGDPの約4%、国債発行残高の20%に相当する(注

34)。スウェーデンの場合、財政事情は、先進国のなかでもトップクラス的良好な状態にあり、一般政府の債務残高は2015年の対名目GDP比で41.1%(日本は同246.1%)、同じく年当たりの所要資金調達額は7.1%(日本は同52.7%)しかない(いずれも、IMF, Fiscal Monitor, April 2015における見通しベース)。そのような状況下において、リクスバンクの買い入れの規模は、他の主要中銀に比較すれば限定的なものではあるが、同行として、そのねらいは長期金利水準を押し下げて、家計や企業にとっての金融の条件を好転させることにあり、実際にもその効果が確認できる、としている(注35)。

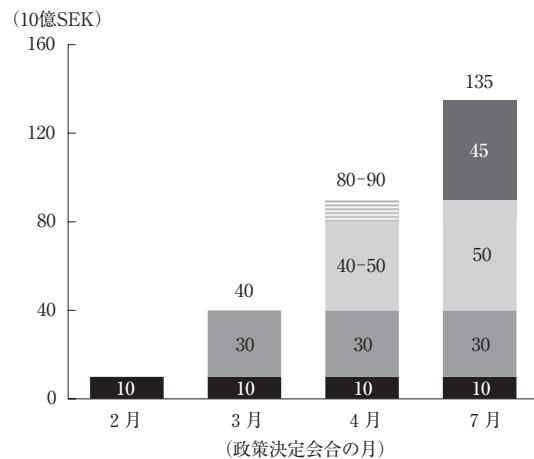
なお、このような金融政策運営に際して、リクスバンクは、ファン・チャート形式での、先行きの政策金利(レポ・レート)の、一定の前提に基づく予測値(図表22)やCPIの同様の予測値(図表23)、リクスバンク以外にECB、Fed、BOEを含めた4中央銀行の政策金利のフォワード・レートに基づく市場予測値(図表24)等も、「金融政策レポート」によって公表している。極めて透明性の高い金融政策運営が実際に行われている状況が窺われる。

(図表20) スウェーデンのM2とマネタリーベース、および信用乗数の推移



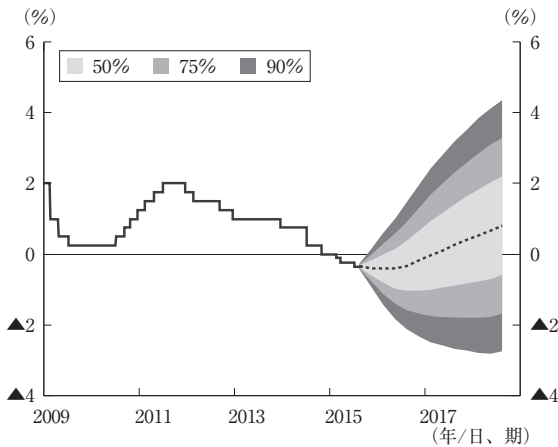
(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, October 2009, Figure B2

(図表21) リクスバンクが決定した国債の買い入れ額(2015年)



(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, September 2015, Figure 1.8

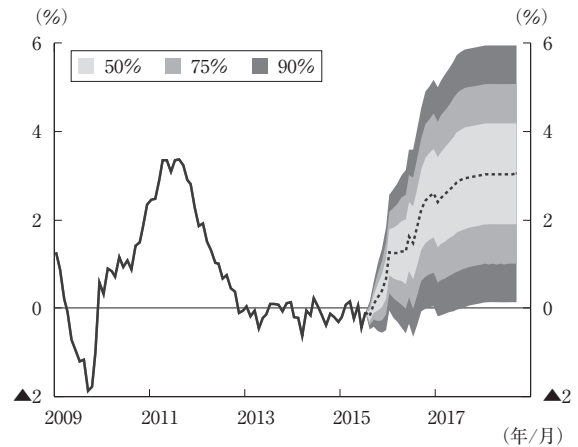
(図表22) リクス・バンクの政策金利(レポ・レート)の、不確実性バンドでみた予測値



(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, September 2015, Figure 1.1

(原資料注) レポ・レートの不確実性バンドは、1999年から、リクスバンクが2007年中にレポ・レートの予測値を公表し始めた時点までの期間における、リクスバンクのヒストリカルな予測のエラーと、リスク・プレミアム調整後のフォワード・レートが将来のレポ・レートを予測する能力、とに基づく。不確実性バンドは、レポ・レートには下限が存在するかもしれない、という事実を考慮には入っていない。実績は日次ベースで、予測値は四半期ごとの平均値。

(図表23) スウェーデンのCPI前年比の、不確実性バンドでみた予測値



(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, September 2015, Figure 1.4

(原資料注) 不確実性バンドは、リクスバンクのヒストリカルな予測のエラーに基づく。

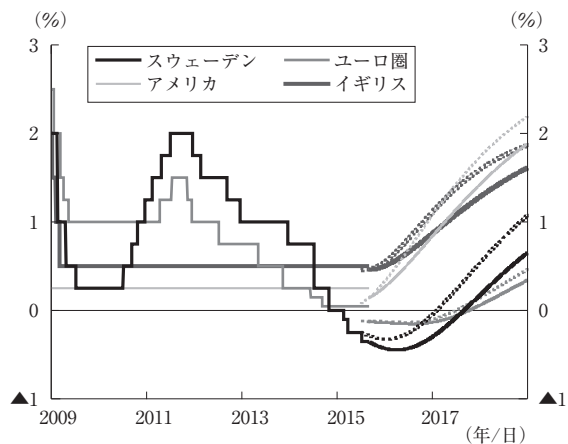
(補論3) 日米両国の中央銀行による量的緩和、大規模な資産買い入れに対するリクスバンクの見方

リクスバンクは、2009年2月の『金融政策レポート』に掲載した論文「金融危機およびデフレ懸念の時の金融政策の他の選択肢」(Monetary policy alternatives in times of financial crisis and concern over deflation)において、日銀やFedが採用した量的緩和、ないし大規模な資産買い入れによるバランス・シートの拡張政策について、次のように述べている(p.53、訳は筆者)。

中央銀行のバランス・シートに影響を及ぼす方策

中央銀行が銀行に資金を貸したり、様々な種類の資産を買い入れたりするとき、銀行の資金調達(流動性)へのアクセスは増加する。これは、裏を返せば、中央銀行の銀行券、硬貨と銀行の預金(準備)の残高の量の合計であるマネタリーベースが増加することになる。これは、経済における信用へのアクセスを増加させることにつながるかもしれない。マネタリーベースの増加は通常、上述のような方策の

(図表24) 主要国の中央銀行の政策金利と、フォワード・レートによる予測



(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, September 2015, Figure 2.1

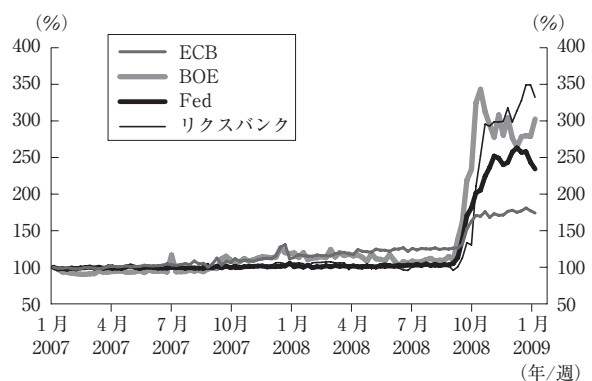
(原資料注) フォワード・レートは、オーバーナイト・レートの期待値として表されるもので、必ずしも正式な政策金利には対応しない。実線は2015年8月31日時点における予測値で、破線は2015年7月1日における予測値。

結果として起こる。しかしながら、これは、政策金利がゼロのときの明白な戦略ともなり得る。これは、例えば、2000年代初期の日本においてテストされた。1990年代後半の景況は、相対的に弱い成長率、インフレ率はゼロ近辺もしくはデフレーションでさえあり、金融セクターには問題がある、という特徴を有していた。1999年に、日本の中央銀行は、政策金利をゼロに引き下げた。2001年には、日銀は、マネタリーベースの増加によって経済を刺激しようと試みるプログラムを開始した。この方策は2006年まで継続され、日本の中央銀行のバランス・シートを大規模に増加させることに貢献した。

マネタリーベースの増加とは、学術的な文献（物価水準ターゲットおよび弱い為替レート）において議論されてきたことを実現する方法かもしれない。しかしながら、日本では、マネタリーベースが大規模に増加したにもかかわらず、そのプログラムが日本経済に、何らかの相当な刺激効果を本当にもたらしたのかどうか、評価することは困難である。マネタリーベースの増加が、インフレ期待に何らかの効果をもたらすのであれば、それは永続的なものであるとみなされなければならないが、日本銀行によって実施された拡張は、明らかに一時的なものであると認識され、実際にもその通りであった。マネタリーベースはその後、政策金利がゼロから引き上げられる前に、相当に縮小されたのである。

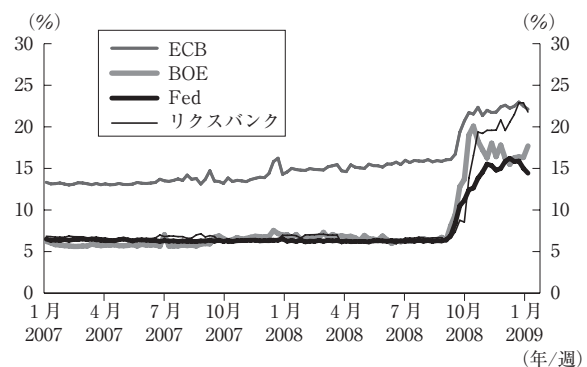
今次危機（訳出者注：2009年時点）における連邦準備の方策も、同行（訳出者注：連邦準備の意味）のバランス・シートの規模を相当に増加させることに貢献した。しかしながら、その意図（aim）は、同行のリザーブの何らかの量的なターゲットを達成することにはなく、信用の供給を改善させることにあった（原資料脚注：文献によれば、日本銀行の方策は“量的緩和”という用語で表現されている。連邦準備はその方策を、これに代わり“信用緩和”と表現している。バーナンキの2009年1月13日の講演参照〈訳出一部略〉）。同じことが、バランス・シートを拡大したECB、イングランド銀行、リクスバンクにもあてはまる（図表25・26参照）。しかしながら、このことの正確な理由、およびその方策の設計は、国によって異なっており、各国の銀行の状態や金融の構造等に依存するのである。同時に、各中央銀行によって採られた方策とその効果は、市場金利やインフレーション、および实体经济に影響を及ぼすうえで、政策金利を変更する以外の他の方法があることを示している。

（図表25）中央銀行のバランス・シートの国際比較  
（2007年=100）



（資料）Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, February 2009, Figure B1  
（原資料）各中央銀行

（図表26）中央銀行のバランス・シートのGDP比



（資料）Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, February 2009, Figure B2  
（原資料）BEA, Eurostat, ONS, Statistics Swedenおよび各中央銀行

---

(注30) Sharon Kozicki, Eric Santor and Lena Suchanek [2011]。

(注31) その背景には、エコノミストでもあるスヴェンソン前副総裁（2013年5月に任期満了で退任）が、ITの理論的基礎を構築するうえで貢献し、国内外の支持を得ていたことも指摘できよう。

(注32) このほかにも、リクスバンクは、米ドル建てでの長期貸付オペや、FedやECBとの間でのスワップ取極めによる外貨供給、オペのカウンターパーティの適格先の範囲の拡大、等の政策を実行した。これはちょうど、リーマン・ショック後にECBが講じていた政策と、その大半が重なる内容のものとなっている（河村 [2015] p.182～189）。

(注33) Sveriges Riksbank, "Exit strategies for unconventional measures", *Monetary Policy Report*, October 2009, p.52。なお、Fedや日銀のような、資産買い入れによってバランス・シートを拡大する金融政策運営に対するリクスバンクの考え方については、補論3参照。

(注34) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, September 2015, p.7。

(注35) Sveriges Riksbank, "The Riksbank's measures in 2015 have had an effect", *Monetary Policy Report*, July 2015, p.18～19。

## 5. 「インフレーション・ターゲティング」を採用しない先進国の主要中央銀行の金融政策運営の目標の設定と考え方

先進国の中央銀行の両翼を占めるアメリカの連邦準備制度と、欧州中央銀行は、いずれも、望ましい物価水準の定量的な目安は掲げつつも、自らの金融政策運営スタンスとして、「ITは採用していない」と明言している。最後に、これらの主要中央銀行においては、いかなる考え方が採られているのかをみてみよう。

### (1) 連邦準備制度

Fedの金融政策運営の目的は、Federal Reserve Actに、次のように規定されている。

*to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates*

最大雇用、物価安定、および適度な長期金利という目標の達成を効率的に促進する

(訳は筆者)

原文では、三つの目標が掲げられているが、このうち、「適度な (moderate) 長期金利」は「物価安定」にリンクされるものであるため、「最大雇用」と「物価安定」の二つを、相並ぶ「目標」として理解するのが一般的となっている。中央銀行の設立根拠法上の目的としては「物価安定」のみが掲げられる例が多いなかで、Fedの場合は雇用と物価を並列させて掲げる例として、「デュアル・マンデート (dual mandate)」と呼ばれている。

このような状況のもとで、Fedにおいては長らく、インフレーション目標を設定して、ITによる金融政策運営を行えば、「デュアル・マンデート」のうちの「物価安定」が「最大雇用」に優越することになりかねない、との懸念から、これを回避してきた模様である。

しかしながら、金融危機の後、大規模な資産買い入れ (LSAP: Large Scale Asset Purchases) を実施していたさなかの、2012年1月のFOMC (連邦公開市場委員会) が転機となった。Fedは2008年末から、LSAP実施とともに、「フォワード・ガイダンス」を併用していたが、これを「アウトカム・ベ-



スのフォワード・ガイダンス」に切り替える前触れとして（実際には同年12月に切り替え）、物価と雇用、それぞれに関する具体的な定量的水準に初めて言及したのである。

このうち、物価に関しては、長期的な“goal”として（“target”ではない）、定量的な水準が明示された。具体的には、次のような表現がとられた（Federal Reserve Press Release, January 25, 2012、下線、太字は引用者）

*The inflation rate over the longer run is primarily determined by monetary policy, and hence the Committee has the ability to specify **a longer-run goal for inflation**. The Committee judges that inflation at the rate of 2 percent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent over the longer run with the Federal Reserve's statutory mandate.*

長期的な意味でのインフレ率は主として金融政策によって決定される。ゆえに委員会（訳出者注：FOMCの意味）は、インフレーションの長期的なゴール（目標）を特定する能力を有する。委員会は、個人消費支出の価格指数の前年比で測られる2%のインフレーションが、連邦準備の規程上のマナデートと、長期的にもっとも一貫すると判断する。

（訳は筆者）

他方、雇用に関しては、最大雇用が達成される水準に関する固定された“goal”を示すことは適切ではない、との判断から、FOMCメンバーによる、長期的にみて通常の失業率水準の予測値を年4回公表することとされた。ちなみに、その時点では5.2~6.0%であるとされていた。

そして、金融政策の設定に際して、FOMCは、インフレーションの長期的な“goal”からの乖離を縮小し、雇用に関しては、FOMCによる最大水準の予測からの乖離を縮小することを目指す。これらの目的（objectives）は一般的に補完的なものである、とされていた。

ちなみに、BOCは、2012年春号の季報Bank of Canada Reviewにおける論文“Inflation Targeting: The Recent International Experience”において、このような2012年のFedの動きを、同じ2012年に「中期的な物価安定の目途」を公表した日銀の動きと同質のものとして扱い、この両者とも、「定量的なインフレーション目標」を導入したものの、いずれも自らが‘inflation targeter（IT採用中銀）’であるとは宣言していない、と述べている（p.20）。

このほか、ごく最近の例としては、2015年8月下旬に開催されたカンザスシティ連銀主催のシンポジウムにおいて、Fedのフィッシャー副総裁が、近く予想されているFedの短期金利の引き上げ誘導の開始（いわゆる‘lift off’）に関して「金融政策の効果が表れるのは時間がかかることから、物価水準の目標達成を待つべきではない」と発言しており、こうした点からも、Fedが単に足許の物価上昇率のみにとらわれた金融政策運営を行ってはいないことが窺われる。

## (2) 欧州中央銀行

ECB、およびユーロシステムの設立根拠法である、「欧州連合に機能に関する条約」は、「物価安定の維持」をユーロシステムの主な目的として、明確に規定している。

これを受け、ECBの政策委員会は、単一通貨ユーロを導入しユーロシステムとしてのオペレーションを開始した1999年1月に先立つ1998年の時点で、「物価安定」の定量的な定義を次のように明示している（下線は引用者）。

*Price stability shall be defined as a year-on-year increase in the Harmonized Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%. Price stability is to be maintained over the medium term.*

物価の安定は、ユーロ圏の統一消費者物価指数の前年比が2%未満となることとして定義される。物価の安定は中期的に維持される。

（訳は筆者）

2003年5月には、政策委員会において、金融政策運営戦略をさらに徹底的に検討した結果、この定義の枠内で、「中期的に、2%を下回るが2%に近い水準で」インフレーションを維持することを目的とする（aim to maintain）ことが明示された。ここでは、“target”という表現は決して使わず、あくまで、「中期的な目的」として定量的な水準が明示されるのにとどまっている（注36）。

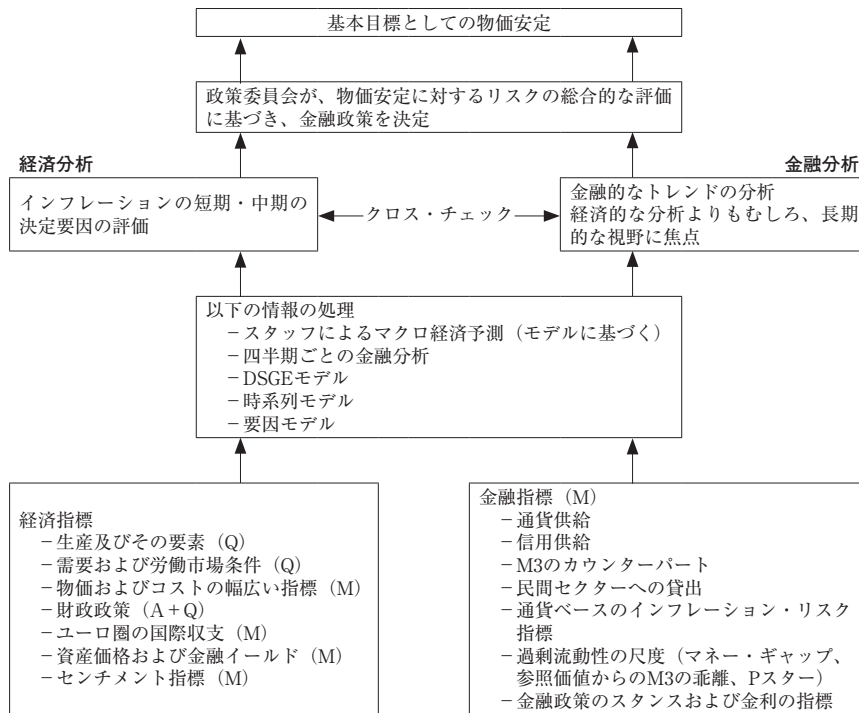
ECBとしてはさらに、自らの金融政策運営を説明する公式の書籍である*The Monetary Policy of the ECB 2011*において、2003年5月の政策委員会において同行が採用した金融政策運営戦略である、「安定志向の2本柱アプローチ（stability-oriented two-pillar approach）」を明確に説明している。これは具体的には、経済分析と金融分析を二つの柱として物価安定に対するリスクの分析を行うというものである（図表27、詳細は河村 [2015] のp113~116参照）。金融危機の後、中央銀行がその金融政策運営上、「物価安定」という目標と、「金融の安定」を両立させるかが、各国の中央銀行当局者の間で、新たな課題として浮上しているなかで、ECBの場合は、すでにその一つの解を見出していることになる。

そして同書においてはさらに、ECBとして採用しなかった他の金融政策運営戦略に関する考え方も明確に記述されている。ちなみに、ECBが不採用とした選択肢として挙げられているのは、①マネタリー・ターゲティング、②直接的なIT、③為替レート・ターゲティング、の三つである。

このうち、②直接的なITを採用しなかった理由としてECBは、次の4点を挙げている（下線は筆者）。

- i. 物価安定に対する脅威の性質を特定するうえでは、直接的なインフレーションの見通しによって捉えることができるものよりも、もっと深い背後にある経済情勢や行動の分析が必要であること
- ii. インフレーション・ターゲティングに用いられる2年といった見通しの期間は、多くの場合、任意のもので、最適な期間設定であるとは見受けられず、そうした期間を越えてインフレーションに影響を与えるであろう資産価格の不均衡といった要因を考慮に入れられなくなりかねないこと

(図表27) 欧州中央銀行の金融政策の運営戦略



(資料) 河村小百合『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2015年1月、p109、図表3-2  
 (原資料) Phillip Moutot, Alexander Jung, and Francesco Paolo Mongelli, "The Workings of the Eurosystem Monetary Policy Preparations and Decision-Making-Selected Issues", Occasional Paper Series No.79, European Central Bank, January 2008.  
 (注) 指標のペライビリティのうち、Aは年次、Qは四半期次、Mは月次を示す。

- iii. インフレーションの見通しとは、伝統的なマクロ経済見通しに基づくものであり、マネー総量のなかに含まれる情報をインフレーション見通しのなかに統合することは困難であること
- iv. ユーロ圏経済の構造に関して相当な不確実性があることからすれば、単一の見通しのみには依拠することは適当ではないこと

このうち、とりわけ i や ii の点などは、直接的なITを現在、採用しているわが国にとって、重い示唆を含む指摘であると考えられる。

(注36) ちなみに、欧州においてはこのほか、スイス国立銀行 (SNB) も、「2%未満」という望ましい定量的な物価水準は掲げつつも、金融政策運営上、ITは採用しないことを明確にしている。

## 6. わが国にとって今後望まれる方向性

以上のように、諸外国におけるこれまでのITに関する取り組みをみると、とりわけ先進国でITを採用したケースでは、実際の実体経済の動向と金融政策運営との関係に関する様々な経験の積み重ねを受けて、2000年前後から、当初のように、もっぱら一般物価の動向にしばられた運営ではなく、「柔軟なIT」へと舵を切る動きが主流となりつつあった。そうしたなか、各国はその後、2000年代後半の世界

---

的な金融危機の波にのまれることとなり、危機後には「金融政策運営上、ITを採用するなどして、中央銀行が、一般物価の動向にばかり過度に目を奪われたあまりに、金融面で生じていた不均衡を見逃し、結果的に危機を招来したのではないか」といった批判もみられた。そして、ITを採用するか否かにかかわらず、中央銀行の金融政策運営上、「物価の安定」と「金融の安定」のそれぞれについて、どのようにバランスをとりながら判断していくべきかが各中央銀行、各国にとって目下の最大の課題となっている。

ITの枠組みは、危機前の金融政策運営に与えたマイナスの影響が議論となっている点を別とすれば、いざ金融危機に遭遇した段階では、IT採用国の方が、IT非採用国よりも、インフレ率の下落幅が小さかった、という実証分析も存在する（詳細は補論4参照）。金融危機前にITを採用していた国が、危機後にそれを放棄した例は今のところ見当たらないが、逆に、従来からITを採用していなかった国が、危機後にITを採用した例は、わが国以外にはほとんどみられない（注37）のもまた事実である。

「物価の安定」と「金融の安定」をいかに両立させつつ、金融政策を運営するか—この点に関する国際金融界でのコンセンサスは、未だに形成されてはいない。各国が、各中央銀行が、それぞれに考え方に基づき、試行錯誤しつつ、取り組んでいる状態にある。なお、現在はまさに、複数の主要中央銀行が危機後の政策対応として、大規模な資産買い入れ、ないし量的緩和を数年間にわたり実施した後、これを逆方向に巻き戻し、かつての通常の金融環境をできるだけ早期に取り戻すべく、正常化に向けたオペレーションを開始しようとする局面にある。万が一、この正常化オペレーションのかじ取りを誤るようなことがあれば、とりわけそれが遅きに失する場合には、世界経済はいずれ再度の危機に陥りかねないというリスクが、欧米主要国において、また国際機関（BIS）等において、真剣に懸念されており、主要中央銀行の当局者は、その責任を十分に自覚しているとみられる。それだけに、この「物価の安定」と「金融の安定」をいかに両立するかという命題は、まさに各国当局に課された喫緊の課題であるともいえよう（注38）。

ひるがえって、わが国の状況をみると、2013年4月の「量的・質的金融緩和」実施後、2014年10月の追加緩和を経て、すでに2年半余の月日が経過しているにもかかわらず、日銀がもっぱらその金融政策運営の目標に掲げる「物価2%」の達成には、まだなお相当に遠い状況にある。海外各国におけるITへの取り組みの例をみれば、今日ではこれを、物価目標の設定の仕方や、達成までの時間軸等の面で、柔軟化させて運用するのが主流となっている。一般物価の安定を目標には据えつつも、そのみに過度にとらわれることのないよう、他の側面からみた実体経済の動向や、金融の安定にも目を配りつつ、金融政策が運営されているのである。

また、ITを採用することと、量的緩和、ないし大規模な資産買い入れといった非伝統的な金融政策手段を選択することは、直接的な関係はないことも明らかになった。本稿でとりあげたBOCやリクスバンクのように、ITを採用しつつも、資産買い入れという非伝統的な手段には、副作用やマイナス面も多い点を冷静に認識し、危機後も相対的に短期間で、中央銀行としての資産規模の拡大を終了させ、従来の政策金利の上げ下げが可能になる金融環境に復している例が存在している。

わが国としても、このような各国における取り組みの例にならい、2%という物価目標の短期間での達成に過度に拘泥することなく、柔軟なITによる金融政策運営に切り替え、今後の金融の安定、とり

わけわが国の場合は財政運営をも含めた、経済政策全般の運営が持続可能なものとなるように努める必要があると考えられる。

(補論4) 金融危機下、インフレーション・ターゲティング採用の有無は物価にどう影響したのかーカナダ銀行の分析

BOCの季報であるBank of Canada Reviewの2012年春号における論文“*Inflation Targeting: The Recent International Experience*”では、「先進国経済のなかでは、IT採用国の方が、IT非採用国よりも、インフレーションの下落幅が小さかった。これは、単に、各経済が陥ったりセッションの深さのみによるとは見受けられない。インフレ率のピークから底（トラフ）までの下落幅は、非IT国の方がIT国の4倍も大きかった」、「結論付けられるわけではないが、IT国の方が、インフレーションが需要の変化を受けにくく、これは、インフレ期待がよりよくアンカーされているためではないかと考えられる」(p.18)としている。

加えて同論文は、De Carvalho Filfo [2011] (注39)による実証分析結果を紹介している (p.20)。これは、先進国と新興国の双方を含む51カ国について、ITと非ITとに分けて、危機後の状況に関する幅広い分析を行ったもので、

- ・IT国の方が、非IT国よりも、危機の際、アグレッシブに政策金利を下げた。その結果、非IT国ほどの、「デフレの恐怖」に直面せずにすんだ。
- ・IT国が、アグレッシブに政策金利を引き下げられたのは、危機の直前の段階で、政策金利の名目・実質ベースがともに、たまたま高い水準にあったから、というだけではなく、インフレ期待がよりよくアンカーされていたからである、と考えられる。他の要因では説明しにくい。

といった結論が示されている。

なお、BOCのこのような分析、所見に対しては、危機後の先進国経済をIT採用国と非採用国とに分類すると、欧州債務危機による財政調整の打撃を受けた欧州各国が軒並み、IT非採用国として、実証分析の対象となっているはずであり、これらの国々でインフレ率が大幅に下落したのは、単に、ユーロ圏全体としてECBがITを採用していないことのみには帰することができるのか、という疑問が指摘できよう。

(注37) 2009年に、アルバニアがITを採用した事例が存在する。

(注38) 中国経済や、同国をはじめとする各国の株式市場に動揺がみられるなかで、いつ、短期金利の引き上げ誘導を開始すべきか、という判断を迫られているFedは、中長期的な金融の安定を確保するために、「風に逆らう」べきか否か、という判断を、今、まさに迫られている者とみることができよう。

(注39) de Carvalho Filfo, I. E. [2011]. “28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession”, *The B.E. Journal of Macroeconomics* 11(1): Article 22.

(2015. 9. 18)

(kawamura.sayuri@jri. co. jp)

---

## 参考文献

- ・ 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』 2000年 6月
- ・ 林伴子 [2003]. 『マクロ経済政策の「技術」 インフレ・ターゲティングと財政再建ルール』、日本評論社、2003年12月
- ・ 白川方明 [2008]. 『現代の金融政策 理論と実際』 日本経済新聞出版社、2008年 3月
- ・ 上田晃三 [2009]. 「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」『金融研究』 日本銀行金融研究所、2009年10月
- ・ 翁百合 [2012]. 「第 2 章 北欧の金融危機と金融政策のイノベーション」『北欧モデル 何が政策イノベーションを生み出すのか』、日本経済新聞出版社、2012年11月
- ・ 河村小百合 [2014]. 「海外主要中央銀行による非伝統的手段による金融政策運営と課題」『JRIレビュー』 (株)日本総合研究所、2014年11月
- ・ 河村小百合 [2015a]. 『欧州中央銀行の金融政策』 金融財政事情研究会、2015年 1月
- ・ 河村小百合 [2015b]. 「「出口」局面に向けての非伝統的金融政策運営をめぐる課題」『JRIレビュー』 (株)日本総合研究所、2015年 7月
- ・ 斉藤美彦 [2014]. 『イングランド銀行の金融政策』 金融財政事情研究会、2014年 6月
- ・ 田中隆之 [2014]. 『アメリカ連邦準備制度 (FRS) の金融政策』 金融財政事情研究会、2014年 9月
- ・ Ben.S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin and Adam S.Posen [1999]. *Inflation Targeting Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, 1999.
- ・ Board of Governors of the Federal Reserve System [2005]. *The Federal Reserve System Purposes & Functions*, Ninth Edition, June 2005.
- ・ Phillip Moutot, Alexander Jung, and Francesco Paolo Mongelli [2008]. “The Workings of the Eurosystem Monetary Policy Preparations and Decision- Making – Selected Issues”, *Occasional Paper Series No.79*, European Central Bank, January 2008.
- ・ European Central Bank [2011]. *The Monetary Policy of the ECB*, third edition, May 2011.
- ・ Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio Werlang (ed.) [2000]. *Inflation Targeting in Practice Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, International Monetary Fund, 2000.
- ・ International Monetary Fund [2006]. *Inflation Targeting and the IMF*, prepared by Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department, March 16, 2006
- ・ Sarwat Jahan [2012]. *Inflation Targeting: Holding the Line*, International Monetary Fund, March 28, 2012.
- ・ Claudio Borio and William White [2004]. “Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes”, *BIS Working Papers*, BIS, February 2004.
- ・ Bank for International Settlements [2010]. “Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis” *BIS Papers No 51*, Contributions to the BIS-sponsored sessions at the annual

LACEA meetings in 2008 and 2009, March 2010.

- Claudio Borio et al [2015]. “The cost of deflations: a historical perspective”, *BIS Quarterly Review*, BIS, March 2014.
- Anders Vredin [2015]. “Inflation targeting and financial stability: providing policymakers with relevant information”, *BIS Working Papers*, No 503, Bank for International Settlements, July 2015.
- William A Allen [1999]. “Inflation Targeting: The British Experience”, *Handbooks in Central Banking Lecture Series No. 1*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, January 1999.
- Charles Bean [2003]. “Inflation Targeting: the UK experience”, *Quarterly Bulletin*, Winter 2003, Bank of England.
- Gill Hammond [2012]. “State of the art of inflation targeting”, CCBS Handbook No.29 – February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012.
- Bank of Canada, “Annual Report” 各号
- Sharon Kozicki, Eric Santor and Lena Suchanek [2011]. “Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases”, *Bank of Canada Review – Spring 2011*, Bank of Canada, May 2011.
- Robert Lavigne, Rhys R. Mendes and Subrata Sarler [2012]. “Inflation Targeting: The Recent International Experience”, *Bank of Canada Review – Spring 2012*, Bank of Canada, May 2012.
- Tim Macklem [2014]. *Flexible Inflation Targeting and “Good” and “Bad” Disinflation*, Remarks at John Molson School of Business, Concordia University, Bank of Canada, February 7, 2014.
- Sveriges Riksbank [2010]. “Monetary Policy in Sweden”, June 3, 2010.
- Sveriges Riksbank. “Monetary Policy Report” 各号
- Svensson [2007]. “Optimal inflation targeting: further developments of inflation targeting”, *Monetary Policy Under Inflation Targeting*, Banco Central de Chile, 2007.
- Marianne Nessén, Peter Sellin och Per Åsberg Sommar [2011]. “The Framework for the implementation of monetary policy, the Riksbank’s balance sheet and the financial crisis”, *Economic Commentaries*, No.1, 2011, Sveriges Riksbank, January 28, 2011.
- Jens Weidmann [2015]. Welcome remarks, at the Bundesbank Conference “Turning points in history: How crises have changed the tasks and practice of central banks”, Deutsche Bundesbank, July 9, 2015.