

## インフレーション・ターゲティング論 (1)

東 忠 尚

### An Essay On Inflation Targeting (1)

HIGASHI Tadahisa

#### Abstract

After the Great Depression and World War II many countries aimed to realize economic growth and welfare societies by Keynesian-type demand expansion policies. As a result most of them suffered often from hyper inflation or stagflation and large fiscal deficits.

Over recent years world circumstances have largely changed. The market economy has overwhelmed and globalized. The floating exchange rate system has prevailed. Governments and central banks have given priority to stabilizing economies. In particular there has been increasing interest in monetary policy, with much of this interest focusing upon the properties of monetary policy rules.

One of the rules is the scheme of Inflation Targeting that aims to control inflation by establishing a target figure for the upper limit growth rate of the Price Index.

In this issue I treat the outline and features of Inflation Targeting and the historical background of why has been introduced.

Nowadays Japan suffered from deflation. Many politicians and economists have considered Inflation Targeting as a measure to overcome deflation. Can it be so? In the next issue I will examine the function and theoretical basis of Inflation Targeting.

キーワード：動学的不整合性	dynamic inconsistency
ルールと裁量	rule rather than discretion
マネタリーターゲティング	monetary targeting
変動相場制	floating exchange rate system
スタグフレイション	stagflation
政策透明性	transparency of policies

## I. はじめに

近年、金融政策の目標を具体的な数値で明示するインフレーション・ターゲティングの手法を採用する国が20か国以上に及び、世界的に一つの潮流となっている。

それは、1988年4月に、ニュージーランドが当時6%を上回っていた物価上昇率を数年の内に1%以内に抑えることを金融政策の目標に置いたのが嚆矢とされている。以後、1990年代に入り、カナダ、イギリス、オーストラリアなど主としてアングロサクソン系の諸国での採用が目立ったほか、スウェーデン、フィンランド、アイスランドの北欧諸国、市場経済化を果たしたチェコ、ポーランドなどの東欧諸国、さらには1990年代に通貨危機に見舞われた中南米やアジアのエマージング諸国が経済再建と安定化の方策として、インフレーション・ターゲティングを採用している。

これらの採用国が、1990年代に入って、世界的なデフレ傾向の追い風に乗って、悪性インフレの抑制に成功するなど良好なパフォーマンスを示したこともあって、この枠組みが注目されることとなった。そして、その採用をめぐる多くの研究や論争が繰り広げられている。

一方、ここ十数年デフレに悩むわが国では、デフレ抑制の一環として、わが国でもインフレーション・ターゲティングの手法を採用すべきであるという意見が、国内外の政治家、学者、評論家の多くから唱道され、その賛否の声は日増しに強まっている。本稿の執筆段階（2003年2月）では、日本銀行が導入に消極的であるため、採用されるまでに至っていないが、景気情勢や政局の如何では、俎上にのぼる可能性は大きいものと考えられる。

そこで、本稿ではインフレーション・ターゲティングが導入された歴史的背景と、その理論的枠組み、さらにその問題点などについて整理することとした。

## 2. 論点整理

インフレーション・ターゲティングに関する議論は、きわめて多岐にわたっているので、混乱を避ける意味から本論に入る前に論点を整理しておきたい。

各国の中央銀行の金融政策の目標は、大別すると二通りある。一つは、物価の安定を第一義として、それをあくまで固執する姿勢を貫く中央銀行である。その最右翼は、かつてのドイツ・ブンデスバンクとその理念を継承する欧州中央銀行であろう。同行の根拠法規で「主要な目的は物価の安定を維持すること」と明確に謳っている。そして、「物価の安定」と経済成長は長期的にみて相反の関係にはないこと、「物価の安定」を主眼とする金融政策の運営が、経済の繁栄と生活水準の向上に最も貢献することは長年にわたる経験と理論によって裏づけられてきたと、同行〔2001〕は指摘している。

これに対して、米国の連邦準備制度では、連邦準備法により、「物価の安定」のほか、「最大の雇用」と「モダレイトな長期金利」を金融政策の目標として併列的に掲げている。さらに、同国の場合、1948年雇用法と、その改正法である1978年完全雇用・均衡成長法によって、連邦準備制度の行動を縛っていて、金融政策の運営は、物価と景気を両睨みの姿勢、つまり「クラシックス」あるいは「best judgement」と呼ばれる総合判断の立

場がとられている。わが国の場合は、日本銀行法で「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」と謳い、法的には、やや前者に軸足を置きながらも、後者にも配慮する総合判断の立場をとっているものと位置づけられよう。

インフレーション・ターゲティングは、この分類からすれば、前者の物価重視派に属することはいうまでもない。

- (1) そこで、論点の第一は、物価重視という正統派の金融政策の運営のなかで、あえて従来の手法に代えて、数値目標を明示するという新しい手法を採用するに至ったのか、その歴史的背景について検討する必要がある。それは、管理通貨制度のもとでのケインズの経済運営への反省と市場経済運営への傾斜、変動相場制への移行と無関係ではない。さらに、金本位制度から管理通貨制度へ移行してから、政府と中央銀行が長年にわたって微妙な関係に推移してきたが、インフレーション・ターゲティングが、両者の緊張関係を解決する手段となったことも、採用の大きな決め手になったものといえよう。
- (2) 論点の第二は、インフレーション・ターゲティングの理論的側面である。つまり、インフレーション・ターゲティングを支持する理論的根拠として、次の三つの主張がある。一つは、KydlandとPrescott〔1977〕やBarroとGordon〔1983〕が指摘するように、金融政策の動学的不整合性に伴うインフレ・バイアスに着目して、政府との間で目標を明示することにより、中央銀行のcredibilityとreputationを高め、政策の実効をあげるという、delegationアプローチないしcontractアプローチに基づくもの。二つめは、民主主義国家において、大統領ないし国会の選挙の直前において、政府は人気取り政策から、財政拡張政策に走ると同時に、中央銀行に対して金融緩和政策を期待しがちである。その結果、選挙前には景気の浮揚ないしインフレーションが惹起し、選挙終了後には、その後始末として、引き締め政策に転じて景気は落ち込むという、いわゆるNordhaus〔1975〕の政治的景気循環を起しがちである。インフレーション・ターゲティングは政治的混乱を回避する施策として支持されている。三つめは、これと関連するが、公共選択学派の立場からのアプローチである。つまり、政治家は天下国家を論じる一方で、その最大の関心事は、選挙に当選することであり、投票数最大化に向けて行動しがちである。また、官僚は公僕として社会に貢献する立場にある一方で、自己の権限最大化を目的関数として、予算の分捕りと配分、天下り先の確保などを通じて存在意義を高め、名誉、名声と社会的地位を獲得することに最大限の努力を払うものと位置づけられている。このような前提に立てば、民主主義国家は財政膨張になりがちである。いずれにしても、インフレーション・ターゲティングは、「裁量よりルール」を重視することによって、政策の透明性を高め、市場の信認をかちとろうとするものである。
- (3) 論点の第三は、スキームの枠組みと技術的側面である。インフレーション・ターゲティングは、目標を数値化して明示するものである。まず第一の問題として目

標値を設定するのは、政府か、あるいは中央銀行か、また両者の合意に基づくものかが問われよう。次に、インフレーション・ターゲティングは、従来の「物価の安定」の概念と比べると、どちらかといえば「物価指数の安定」を求めるものである。それがゆえに、いかなる指数を採用すべきか、目標値をいかなるレベルに求めるべきか、またそのレベルに許容の幅を持たすべきか、目標達成の期間をどのように設定すべきかなどの問題を検討しなければならない。そして、目標が未達成の場合には、誰が、どのような責任を取るべきなのか、これは、権限と責任に関する管理論固有の問題としても重要である。

- (4) 論点の第四は、各国の中央銀行で採用されているインフレーション・ターゲティングは、すべてインフレーションを克服するための施策であった。しかし、現今わが国で導入すべきであると主張されているのは、デフレーション対策としてのものである。それが果たして有効に働くのか、どのようなトランスマッション・メカニズムで実現可能なのか、弊害はないのかなど、十分吟味する必要がある。

以上のように、インフレーション・ターゲティングは、導入されてから十余年の経験に過ぎないので、その有効性に短兵急な結論を下すことは慎むべきであろうが、現代の金融政策の新しい潮流となりつつあること、また、わが国ではデフレ対策として活用しようという、今までにない新たな主張だけに、検討に値する課題とあって差し支えない。

そこで、本稿では、まず各国が実施しているスキームの概要を整理検討したうえで、それを導入した歴史的背景（論点の第一）について検討することとした。論点の第二（理論的根拠）、論点の第三（スキームの問題点）ならびに論点の第四（デフレ対策としての議論）は、次号に譲ることとした。

### 3. スキームの概要

まず最初に、各国が採用しているインフレーション・ターゲティングの概要を明らかにしておきたい。

#### (1) 目標値の設定者

目標設定の権限は誰にあるのか、きわめて重要な問題である。政府が国民に対して経済政策全般について責任がある一方で、「物価の安定」の責務を法律に基づいて委ねられてきた中央銀行の独立性との兼ね合いが、長年にわたって確執を生んできた。最初にこのスキームを導入したニュージーランドでは、1989年に「物価の安定」を明確な政策目標に謳った新中央銀行法に基づき、大蔵大臣と中央銀行総裁が、「政策目標に関する合意 (Policy Targets Agreement)」により、インフレ目標値を決定することを明確にした。

このように、両者による共同決定の方式を採用している国は、ニュージーランドのほか、カナダ、チェコがある。

一方、政府が目標値を独自で決定することになっている国は、英国のみで、イスラエル、ブラジル、は中央銀行と協議のうえで政府が設定する仕組みになっている。逆に、

中央銀行独自で目標値を決定しうる国としては、スウェーデン、チリがある。

このように、それぞれの国情によって、目標値の設定権限者は多様であるが、金融政策における独立性の問題は、後述するように「目標の独立性 (goal independence)」と、「手段の独立性 (instrument independence)」に分かれ、インフレーション・ターゲティングの導入により、中央銀行は、目標値は政府と共有する一方で、後者、すなわち金融政策遂行の権限を確保することで、両者の棲み分けが明確になった意義は大きい。

## (2) インフレの定義

インフレーションをどのように定義するか、換言すれば、目標値として、いかなる指標を取り上げるべきかについても難題である。物価指数としては、消費者物価指数（以下、CPI）、企業物価指数（旧卸売物価指数）、サービス物価指数、GDPデフレーターなどそれぞれの角度から物価の動きを捉えているが、またそれぞれに欠点がある。

そこで、各国では、CPIが国民生活に密着して分かり易い指標であることに加え、その動向は賃金、ひいては企業収益にも影響を与え、さらには経済主体の予想インフレ率の形成をも左右すること、また速報性に富んでいることなどを勘案して、それをインフレの目標値として採用する国が殆どである。

しかしながら、CPIにも大きな弱点がある。生鮮食料品などのように天候に左右される品目、国際政治情勢の影響を受けやすい石油関連製品を包含している点である。こうした供給ショックに伴う特殊要因を除去しなければ、インフレの本質を見誤ることになる。そこで、各国はCPIを採用するにあたって、これらの品目を除外したコア・CPIを採用する方式を採っている。

その典型的な事例は、カナダであろう。CPIから野菜、果物、ガソリン、灯油、天然ガス、モーゲッジ金利、都市間運賃、タバコの8品目と間接税の影響を排除したコア・CPIを採用している。韓国でも、穀物以外の農産物、石油関連製品を控除した指数。英国は、小売価格指数からモーゲッジ金利支払いを除去した（RPIX）もの。スウェーデンでは、CPIから、間接税、補助金、モーゲッジ金利を除いた「基調的CPI」を採用している。

しかしながら、CPIをそのまま使用している国も多い。なにを特殊要因とみるかを予め設定しておくことは難しいうえ、指数を加工することが恣意的ととられて、数字に対する不信感を招きかねないという配慮があるものと思われる。社会主義国から市場経済に移行したチェコでは、当初CPIから価格統制のある財・サービス価格を除いたネット・インフレを採用していた。しかし、そのために採用品目のカバレッジが小さく、ターゲットとして機能しなくなり、CPIに目標を戻している。このようにCPI総合を使用する国では、供給ショックに伴う物価の変動に対しては、免責条項が盛られていることが多い。例えば、ニュージーランドでは、間接税の変更、国際商品価格の変動、天災、政府の政策変更などによって、目標値から逸脱した場合には、中央銀行総裁の責任は問われないこととなっている。

### (3) インフレ率の設定

目標とするインフレ率については、当然のことながら、現在のインフレ率に基づいて、抑制可能な期待インフレ率を水準に設定している。また、それぞれの国の事情、すなわち規制の度合い、社会的条件の違いや、それに伴う賃金・物価の硬直性などによって様々であるが、実現可能性と政策の柔軟性を考慮して、一定の幅を持たせる方式を採用する国が多い。

付表で示すように、例えばニュージーランドが0～3%、カナダ、スウェーデンが $2 \pm 1\%$ 、オーストラリアが2～3%などのように。これに対して、英国は1%の許容範囲を認めるものの、2.5%という単一の目標値を明示している。

このように、目標値が点か幅かは議論のあるところであろう。林〔2003, 1〕が指摘するように、幅が小さすぎればすぎるほど、金融政策の手を縛りすぎて的中率は下がることになる。また、物価の動きをスティックさせると、産出量の変動を大きくする懸念もある。逆に、幅が大きすぎれば、目標としての意義に乏しくなるうえ、市場の期待インフレ率も不安定化する可能性が大きい。それはまた、金融政策への信認を失うことにもなろう。ただ、エマージング諸国では、市場経済の発展度合いが低いうえ、経済が不安定な状況にあるため、幅を狭くすることは非現実的であり、南アフリカでは3～6%、タイでは0～3.5%と比較的大きな幅を取っている。

次に、インフレーション・ターゲティングの場合、目標値の達成期限が明記されることが多い。一般に、政策を執行してからその効果が示現するまでには、ある程度のラグが想定されるためである。ニュージーランドが当初設定したときは、6%であった物価上昇率を0～1%にまで引き下げるために、数年間の余裕を与えた。一方、カナダでは、1991年2月にインフレーション・ターゲティングを導入したが、当時5%のインフレ率を段階的に下げることを企図し、92年末に $3 \pm 1\%$ 、94年末に $2.5 \pm 1\%$ 、95年に $2 \pm 1\%$ と設定している。しかし、物価が安定すれば、英国のように中長期目標として掲げ、期間を限定しないケースもある。

このように、インフレ抑制の強弱によって目標達成の期限は異なってくるのは当然であろう。また、この場合、インフレ抑制の過程において、実現したインフレ率のレベルを重視するのか、インフレ率の変化を問題にするのかも論議の焦点になってこよう。理論的には、期待インフレ率との関係から後者を重視すべきものと思われる。英国のように、インフレ抑制に成功した現在、目標値を1997年7月以降、2.5%に据え置いて継続している。2.5%が平常時に果たして最適インフレ率なのかどうかについては、定説があるわけではない。しかし、物価指数作成上の計測誤差、つまり、実態よりも過大評価するバイアスを持つことを考慮すれば（一般に1～2%と計測されている）、この程度の緩やかなインフレ率は、国民経済上妥当な線と判断したものと考えられる。

### (4) 結果責任

インフレーション・ターゲティングの最大の眼目は、目標値を政府あるいは政府と中

中央銀行が設定して、その遂行を中央銀行に委ねるといふ、いわばPrincipal-Agentの関係を明確にしたことである。したがって、中央銀行は「手段の独立性」が付与された以上、その遂行手順とその結果について説明する義務が生じ、目標が達成されなかった場合の責任が生じることは当然であろう。それがまた、中央銀行の信認が増す所以でもある。

もちろん、自然災害、世界情勢の変化、為替相場の激変、さらには政府の政策変更など予期しない事情、つまり中央銀行の責任に基づかない事由によって目標が未達の場合には、当初からの免責のEscape Clauseが設けられている場合が多い。

いずれにしても、中央銀行は、政策についての説明責任が課せられていることはいうまでもない。そのうち最も厳格な規定を持っているのが、ニュージーランドの例であろう。中央銀行は四半期報であるMonetary Policy Statementで、インフレ予測を公表し、目標レンジからの乖離が生じた場合、あるいは乖離が予想される場合にも、その理由と目標達成に必要な施策について説明することが義務づけられている。そのうえで、目標値が達成できない場合には、総裁罷免のペナルティが課せられることもありうる（中央銀行法49条）。また、説明責任は、国によって様々である。刊行物での公表、国会での証言、参考人質疑、報告書の提出、内閣、大蔵大臣への報告などによって行われている。それによって政策への透明性が確保され、信認を増すことをねらいとしている。

#### 4. スキーム導入の背景

近年、各国が物価の安定を重視しながら、従来の手法、つまり総合判断（best judgement）、あるいはマネタリーターゲットの手法に代えて、インフレーション・ターゲットのスキームを相次いで導入し始めたのは何故か、その時代背景について、考察しておく必要がある。

##### (1) マクロ経済政策運営の思想変化

金本位制度の崩壊と大恐慌を経験して、世界各国は管理通貨制度に移行した。それは、金の呪縛から解放された人類の英知による経済運営を意味する。それを主導したのが、成長と福祉を標榜するケインズ型の総需要管理政策であった。政府と中央銀行が、財政政策と金融政策を裁量的に駆使することにより、経済運営も巧みに操作するという、ハーバーロートの発想が長年にわたって支配してきた。

しかしながら、この間、民主政治の弊害が出始め、「大きな政府」、混合経済への反省が台頭してきた。不況時に積極財政政策がとられる一方で、好況時に縮小する措置がとられることは、きわめて稀なケースとなった。いわゆる政策の非対称性という現象である。一方、世界経済は社会主義的計画経済の解体、エマージング諸国の発展などから市場経済は大きく拡大し、資本、財・サービス、技術、情報の大量移動とあいまって、グローバル化の動きを強めている。市場経済のグローバル化が進展すれば、各国の個別の政策効果は制約されざるを得ない。それに加え、当局が裁量的な政策をとった場合、合理的期待形成の理論が教えるように、マーケットはそれを先読みして政策効果を打ち消す作

用が働きがちになる。マーケットが大きくなり、グローバル化が進んでいけば、マーケットの経済政策に対する影響力は大きくならざるを得ない。当局は積極的に情報を発信して、マーケットとコミュニケーションをはかりながら政策を進めていくことのほうが好ましいことになる。

そこで、世界各国では、政府、中央銀行が目標を公表し、市場の信認を得ながら政策を進めていくという、ルールに基づく運営方式が主流を占めるに至った。その典型例は、European Monetary Union（欧州通貨同盟）であろう。通貨統合に向けて、加盟国に対して経済収斂基準を求めた。①インフレ率がEU加盟国の中で最も低い三カ国の平均値を1.5%以上上回っていないこと、②財政赤字がGDPの3%以下であること、そして政府債務残高がGDPの60%以下であること、③長期金利がEU加盟国の中で最も低い三カ国の平均値を2%以上上回っていないこと、というルールを明確にした。米国でも、レーガン政権が1985年に財政赤字目標額を定めたグラム・ラドマン・ホリングス法を制定し、また、ブッシュ（シニア）政権が、1990年に包括財政調整法を制定して赤字削減をルール化したのも、こうした流れの一環とみなされる。

インフレーション・ターゲティングのスキームもインフレ目標を明示して、それをコミットする金融政策をとることにより、中央銀行の信認をかちとることを眼目とするものである。それは、目標の設定と市場との対話を通じて政策実現をはかる「ルール化されたマクロ経済政策」であり、「目標設定型のマクロ経済政策」に属するものといつてよからう。

## (2) スタグフレーションからの脱却

第2次大戦後の政策運営の思想を支配したものは、1930年代に経験した極度のデフレに対する警戒感から、完全雇用と高い経済成長、そして福祉社会実現への憧憬であった。それを理論的に支えたものは、ケインズの総需要管理政策であった。こうした思想背景に基づき、インフレと経済成長はフィリップスの指摘するように相反の関係にあることは認めつつも、悪性インフレにならない限り、経済成長が実現するのであれば、若干の物価上昇は許容できるという考え方が、1970年代まで支配的であった。

しかしながら、ベトナム戦争、さらには石油ショック以来、世界経済の構造は大きく変貌した。先進国の多くは、成長政策を採ったにもかかわらず、インフレは高進する一方、成長率は高まらず、いわゆるスタグフレーションの様相を呈した。

経済主体の行動にインフレ期待が織り込まれる結果、インフレ政策は実物経済を刺激する効果を発揮しなくなった。

さらに、1990年代に入り、社会主義計画経済圏の崩壊と市場経済圏への参入、エマージング諸国の発展、情報技術の進展などに伴う市場経済のグローバル化が事態を大きく変えていった。

こうした情勢変化にいち早く反応したのが、ニュージーランドであった。同国は、1950年代には、一人当たりGDPは世界で第3位に位置していたものが、1970年代には



第12位、1980年代初めになると、OECD諸国中で最下位グループに転落するに至った。その一方、低成長から脱却するためにインフレ政策を採ったが、結果的には表1で見るように、1970年代のインフレ率は、11.5%、1980年代は、12.0%と、典型的なスタグフレーションに陥っていた。

表1からも分かるように、インフレーション・ターゲティングを採用した国は、非採用国と比べ、インフレの高進が顕著であった。すなわち、インフレの進行が比較的穏やかな国では、従来のbest judgementの手法でなんらの問題はないと考えているようであるが、高度のスタグフレーション、あるいは悪性インフレーションに悩んだ国々は、従来の手法では間に合わず、当局の果敢なメッセージを市場に伝え、信認を得ながら政策を進めていくのが得策と考えた。

(表1)  
年代別平均インフレ率 (%)

	インフレーション・ターゲティング採用国					非採用国		
	ニュージーランド	カナダ	英国	スウェーデン	オーストラリア	日本	米国	ドイツ
70年代	11.5	7.4	12.6	8.6	9.8	9.1	7.1	4.9
80年代	12.0	6.5	7.4	7.9	8.4	2.5	5.6	2.9
90年代	2.0	2.2	3.7	3.3	2.5	1.2	3.0	2.3

(注) インフレ率はCPI総合(英国はRPI総合)の前年比

(データ出所) IMF International Financial Statistics

### (3) 変動相場制度への移行

各国がインフレーション・ターゲティングを採用した直接のきっかけは、悪性インフレーションの抑制のほか、通貨危機に遭遇して、従来の管理相場制、ないし為替ペッグ制を廃止して、変動相場制度に切り替えたことによるケースが多い。つまり、変動相場制に伴い、為替相場を維持する政策から解放されて、国内物価の安定に集中しうることになったからである。

ニュージーランドでは、自国通貨を主要貿易相手国の通貨バスケットに連動させる為替ペッグ制を採用し、金融政策も為替政策との整合性を重視してきた。しかし、1984年に通貨危機に遭遇し、翌年3月に変動相場制に移行、金融政策のあり方を見直すことが、同スキーム導入のきっかけとなった。

英国でも、ポンドをヨーロッパ通貨のバスケットに連動するExchange Rate Mechanismに参加し、為替相場の安定を重視する金融政策を採ってきたが、1992年にヘッジファンドによる為替投機を受けて、ポンドの信認は低下し、変動相場制に移行を余儀なくされた。そこで、金融政策の見直しの一環として、インフレーション・ターゲティングを導入するきっかけとなった。この時、スウェーデンも通貨危機の余波を受けて、ECU

(欧州通貨単位)に連動していたクローナをフロート制に移行すると共に、インフレーション・ターゲティングを導入している。

このほか、韓国、インドネシアが1997年のアジア通貨危機に対してフロート制に切り替え、また、ドル・ペッグ制を採用していたブラジルが、やはり1999年に、ロシアの債務不履行宣言に端を発した国際流動性危機のあおりを受けてフロート制に移行するとともに、それぞれインフレーション・ターゲティングを採用している。

#### (4) マネタリー・ターゲティングの信認低下

金融政策の運営目標の一つとして、マネタリー・ターゲティングが有力な拠り所として採用されてきた。中央銀行の金融政策は、最終的には物価の安定を目指すものであるが、直接に物価を操作することは技術的に難しいうえ、政策の効果が出るまでには相当の時間を要することから、中間目標として、マネーサプライが採用されてきた。けだし、中央銀行としては、マネーサプライの操作は技術的に可能であり、政策効果も明瞭であるという前提に立ってのことである。

しかしながら、近年、市場経済の発展とグローバルイゼーション、金融技術の革新、大量な国際資本の移動などから、中間目標であるマネーサプライと最終目標との間での安定した関係は崩れ始めた。それに伴い、マネタリー・ターゲティングの役割は低下を余儀なくされ、インフレーション・ターゲティングを採用せざるを得なくなったという事情もある。

なお、この点については、次号で詳しく述べることにしたい。

#### (5) 政策運営の透明性

近年、市場の拡大、発展とともに、政策を運営するに当たっては、市場との対話を通じて進めていくことが、実効をあげるうえで重要であるとの認識が高まり、理論的にも支持されるに至った。中央銀行としても、金融政策の目標を設定した理由、運営手順、そしてその政策遂行の結果などに関して、国民ならびに市場に対して十分な説明をすることは、金融政策を進めていくうえで、そしてそれが十分な効果をあげるためにも必要不可欠の条件であることを認めるようになった。要するに、政策遂行に当たって、透明性の確保は、政策への信頼をかちうるための前提となる。

このことは、権限を保持している者は、それと同等の責任を負うという、「権限・責任等価の関係」、つまり、権限を保持しながら責任はない、あるいは権限がないにもかかわらず責任を負わされるという不当なことはあり得ないことを意味している。権限行使者は、それなりの責任を果たすことによって、はじめて国民ならびに市場の信頼を得ることができる。

ここでいう責任には、三つの内容が含まれている。その第一はAccountabilityである。金融政策の目標に関して、それを採用した根拠、それをどのように実現していくのか、その道筋を明らかにする説明責任である。その点、インフレーション・ターゲティング

は、伝統的な総合判断ないしクラシックスと称せられる手法に比べれば、はるかに透明性が高い。

第二の責任は、Responsibilityである。これは、与えられた権限ないし職務を遂行する責任のことである。金融政策の遂行責任者が果たすべき任務を怠ること、あるいは先送りすることは、不作為の罪に相当する。要するに、「責任を果たす」ことが求められている。この点、インフレ・ターゲティングの手法は、先の説明責任より遂行手順を明解にしているから、権限・責任の関係はより明確になる。

第三の責任はLiabilityである。金融政策を実行した結果についての責任がある。もちろん、政策の遂行の過程では状況の変化もあろうし、中央銀行の能力の及ばない事態も起こりうるが、目標未達成の場合には、どのような事情によって生じたのか、今後どのような対処していくのかなどについて、説明することが求められる。そのうえで、中央銀行の責に基づくものであれば、責任を明確にすることが、中央銀行に対する信認を高めることにつながるものといえよう。

以上のように、インフレ・ターゲティングは、権限と責任の関係を明確にしながら、政策を進めていく手法である点は、高く評価してよいものと考えられる。民主主義社会において、政策の立案、執行、成果に関して透明性を高めることは、施政者の義務であり、一般の理解も高まってきた。この点、金融政策にだけ求められるべきものではない。政・財・官の癒着を見直し、行財政の執行においても権限・責任を明確化することによって、つまり政策の透明性を高めることによって、はじめて総合的に実効はあがることになる。

(以下、次号)

#### 〔参考文献〕

- 小宮隆太郎 日本経済研究センター『金融政策論議の争点』日本経済新聞社2002年7月
- 白塚重典『物価の経済分析』東京大学出版会1998年6月
- 中原伸之『デフレ下の日本経済と金融政策』東洋経済新報社2002年3月
- 日本銀行『諸外国におけるインフレ・ターゲティング』日銀資料2002年6月
- 『米国連邦準備制度および欧州中央銀行の「物価安定」について』日本銀行調査月報2000年9月
  - 『「物価の安定」についての考え方』日銀資料2000年10月
- 林 伴子『財政再建ルールをつくり方』経済セミナー2002年6～8月号
- 『インフレ・ターゲティングの設計 @ A』経済セミナー2002年12月号、2003年1月号
  - 『インフレ・ターゲティングと為替政策』経済セミナー2003年2月号
- 藤木 裕『金融市場と中央銀行』東洋経済新報社1998年9月
- 三木谷良一・石垣健一『中央銀行の独立性』東洋経済新報社1998年7月
- Bernanke B.S., Laubach T., Mishkin F.S., Posen A.S. "Inflation Targeting: Lessons From the International Experience"  
Princeton Univ. 1999
- Barro R. Gordon D. "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy" Journal of Monetary  
Economics 1983

The European Central Bank "The Monetary Policy of the ECB" 2001

Kydland F., Prescott E. "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans" Journal of Political Economy 1977

Nordhaus W. "The Political Business Cycle" Review of Economic Studies 1975

(付表)

各国の事例 (1)

国名	開始時期	ターゲットとする指標	目標インフレ率	目標設定主体	ターゲットから乖離した場合	インフレ見通しの公表
ニュージーランド	88年4月	CPI総合	0~3% (96年~)	中銀総裁と大蔵大臣の合意	免責条項(間接税の変更、輸入価格の変動など)に該当する以外の事象で乖離した場合、総裁は罷免される	四半期毎に、約3年先までの見通しを数値およびグラフで発表
カナダ	91年2月	コアCPI (CPIから食料、エネルギー、間接税の影響を除外)	2±1% (95年~)	中銀総裁と大蔵大臣の合意	明示的な規定なし	四半期毎に、半年から1年半程度先までの見通しを発表
英国	92年10月	RPIX (小売物価指数) (RPIからモーゲージ利払分を除外)	2.5% (97年~)	政府 (大蔵省)	目標値から上下1%を超えて乖離した場合、その理由、対応策、回復までの期間等を内容とする公開書簡を大蔵大臣に発出する	四半期毎に、2年先までの見通しをファン・チャート等で発表
スウェーデン	93年1月	CPI総合	2±1% (95年~)	中銀	明示的な規定なし	四半期毎に、2年先までの見通しをファン・チャート等で発表
オーストラリア	93年央	CPI総合	中期的に平均2~3% (93年~)	中銀が設定し、大蔵大臣が支持	明示的な規定なし	四半期毎に、1年半~2年程度先までの見通しを発表

各国の事例（２）

国名	開始時期	ターゲットとする指標	目標インフレ率	目標設定主体	ターゲットから乖離した場合	インフレ見通しの公表
チリ	90年9月	CPI総合	継続的目標として 3±1%	中銀	明示的な規定なし	政府予算案提出と同時期に翌年の見通しを数値で発表
イスラエル	91年12月	CPI総合	3~4%	政府(蔵相が首相、中銀総裁と協議の上、設定)	明示的な規定なし	公表されていない
チェコ	97年12月	ネット・インフレ(CPIから、政府統制価格、間接税、補助金を除外)	長期目標として2±1% (2005年末)	中銀と政府の合意	明示的な規定なし	四半期毎に、約1年先までの見通しを数値(レンジ)で発表
韓国	98年9月	CPI総合から穀物以外の農産物、石油関連製品を控除	中間目標として平均2.5% (2001年~)	中銀(政府と協議)	明示的な規定なし	年2回、翌年の見通しを数値で発表
ポーランド	98年10月	CPI総合	中期目標として4%以下 (2003年までに)	中銀	明示的な規定なし	四半期毎に、約1年先までの見通しを発表
ブラジル	99年7月	IPCA(大都市圏CPI総合)	4±2% (2001年末)	政府(中銀と協議)	その理由、対応策、回復までの期間を内容とする公開書簡を政府に発出する	四半期毎に、約2年先までの見通しをファン・チャート等で公表
インドネシア	2000年1月	CPI総合から公務員給与、米穀・砂糖輸入課徴金、ガソリン・石油補助金、電力料金を控除	3~5% 近傍	中銀	明示的な規定なし	四半期毎に、翌四半期の見通しを数値で発表

(出所) 日本銀行「諸外国におけるインフレ・ターゲティング」2002年6月より作成