

第1章 物価安定下の世界経済

世界経済は、2003年後半以降着実に回復を続けている。また、1990年代以降の世界経済にみられる特徴の一つとして、物価安定が顕著となっていることが挙げられる。特に、03年秋以降原油価格が高騰する中で、各国においてインフレ圧力が懸念されつつも、物価は比較的安定した動きが続いている。

このような世界的な物価安定は、物価上昇率や経済成長率の変動（ボラティリティ）の縮小と同時に起こっており、超安定（グレート・モデレーション、あるいは、グレート・スタビリティ）と指摘されるようになっている¹。

本章では、世界の物価の動向について概観するとともに、物価安定の要因を分析する。

第1節 インフレを抑制し回復続く世界経済

1. 物価安定続く世界経済

安定続く世界の物価

世界の物価上昇率は、1990年代初における約30%から4%へと低下した（第1-1-1表）。特に、最近では、原油価格高騰や景気の順調な回復等を背景に各国においてインフレ圧力が懸念されつつも、物価はおおむね安定した動きが続いている。

¹ 例えば、Kim and Nelson (1999)、Stock and Watson (2002)、Bernanke (2004)、Bean (2005)等。

第1-1-1表 世界の消費者物価上昇率と実質GDP成長率

(1) 消費者物価上昇率

(前年比、%)	1970年代	80-84	85-89	90-94	95-99	00-04	03	04	05	分散			
										70年代	80年代	90年代	2000年代
世界	10.1	14.6	16.2	29.5	7.9	3.8	3.7	3.7	3.9	10.6	14.3	151.9	0.1
先進国	-	8.8	3.9	3.8	2.0	1.9	1.8	2.0	2.2	-	10.8	1.6	0.1
アメリカ	-	7.5	3.6	3.6	2.3	2.6	2.3	2.7	3.1	-	12.8	1.2	0.4
ユーロ圏	-	-	-	3.2	1.7	2.2	2.1	2.1	2.1	-	-	0.9	0.0
ドイツ	-	4.5	1.3	3.7	1.1	1.5	1.0	1.8	1.7	-	4.8	2.4	0.1
日本	-	3.9	1.1	2.0	0.4	0.6	0.2	0.0	0.4	-	5.2	1.5	0.2
途上国	-	24.6	37.6	80.6	17.1	6.3	6.0	5.8	5.9	-	150.1	1383.2	0.4
アジア	-	9.2	11.2	10.3	7.3	2.7	2.6	4.2	4.2	-	6.0	14.0	0.8
中東	-	11.5	14.1	14.6	11.5	6.7	7.1	8.4	10.0	-	15.9	15.2	1.4
中南米	-	89.1	212.1	263.5	17.0	7.9	10.6	6.5	6.3	-	13595.7	30071.4	3.4
アフリカ	-	4.5	1.3	3.7	1.1	1.5	1.0	1.8	1.7	-	3.2	186.2	4.4

(2) 実質GDP成長率

(前年比、%)	1970年代	80-84	85-89	90-94	95-99	00-04	03	04	05	分散			
										70年代	80年代	90年代	2000年代
世界	4.4	2.7	4.0	2.6	3.7	3.8	4.0	5.1	4.3	1.9	1.4	0.7	1.3
先進国	-	2.2	3.8	2.3	3.1	2.4	1.9	3.3	2.5	-	2.3	0.6	1.4
アメリカ	-	2.4	3.7	2.3	3.9	2.6	2.7	4.2	3.5	-	6.4	2.1	2.0
ユーロ圏	-	-	-	1.1	2.4	1.8	0.7	2.0	1.2	-	-	1.9	1.5
ドイツ	-	1.0	2.6	3.0	1.7	1.2	0.2	1.6	0.8	-	2.1	3.5	1.7
日本	-	2.7	4.8	2.2	1.2	1.3	1.4	2.7	2.0	-	2.4	3.6	1.7
途上国	-	3.5	4.2	3.0	4.5	5.7	6.5	7.3	6.4	-	0.7	1.6	1.6
アジア	-	6.5	7.2	7.8	6.8	7.0	8.1	8.2	7.8	-	1.3	3.4	1.2
中東	-	1.8	1.6	4.1	3.8	5.0	6.5	5.5	5.4	-	6.2	3.4	1.2
中南米	-	1.6	2.6	3.4	2.6	2.4	2.2	5.6	4.1	-	6.8	3.2	5.5
アフリカ	-	1.0	2.6	3.0	1.7	1.2	0.2	1.6	0.8	-	1.1	3.4	0.6

- (備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database”より作成。
 2. ユーロ圏は92年からのデータ。
 3. 分散は暦年値を元に計算。地域については、各地域の数値を使用した。

先進国についてみると、70年代には、物価の高騰と景気後退が同時に進行する「スタグフレーション」を経験し、80年代前半には物価上昇率が8%台であったが、以降低下がみられ、特に90年代後半以降は2%程度で極めて安定している。途上国では、アジアにおける物価安定が顕著になっているが、

高インフレ国であったラテンアメリカを始めとするその他地域においても、基本的に安定化する傾向がみられる。特にラテンアメリカでは、80年代以降累積債務問題から高インフレに直面し、90年代前半には物価上昇率は263.5%となった。しかしながら、緊縮財政等のインフレ抑制政策の実施や、通貨危機後の変動相場制への移行等により²、90年代末から物価上昇率は1桁台まで収束している。

また、最近における原油・商品価格の高騰局面である2003年秋以降をみても、消費者物価上昇率は先進国では抑制されている。世界全体で見ても、過去の高騰局面と比べ、抑制された状況といえる。

物価上昇率のばらつきを表す分散も、縮小している。物価上昇率の安定(ばらつきの縮小)は、(1)価格機能等市場メカニズムを改善する、(2)家計・企業等経済主体の先行きの計画を立てやすくする、(3)インフレリスクをヘッジするための資源を節約することができる等の利点がある³。

回復を続ける世界経済

一方で、世界の実質経済成長率は、90年代初の2%台から4%前後へとやや高まっている(前掲第1-1-1表)。先進国では、90年代前半の2~3%程度の成長率となっているが、成長率のばらつき(分散)をみると、90年代以降成長率がむしろ安定するようになっている。途上国の成長率は、アジアは90年代以降おおむね7%台となっているが、その他地域の多くは成長率が高まっている。

2000年以降の世界経済は、成長と物価安定双方の面で、かつてと比べ良好なパフォーマンスを示しているといえよう。

2. 原油価格高騰とその背景

次に、物価安定の背景を分析する前に、最近の原油価格高騰とその背景をみる。

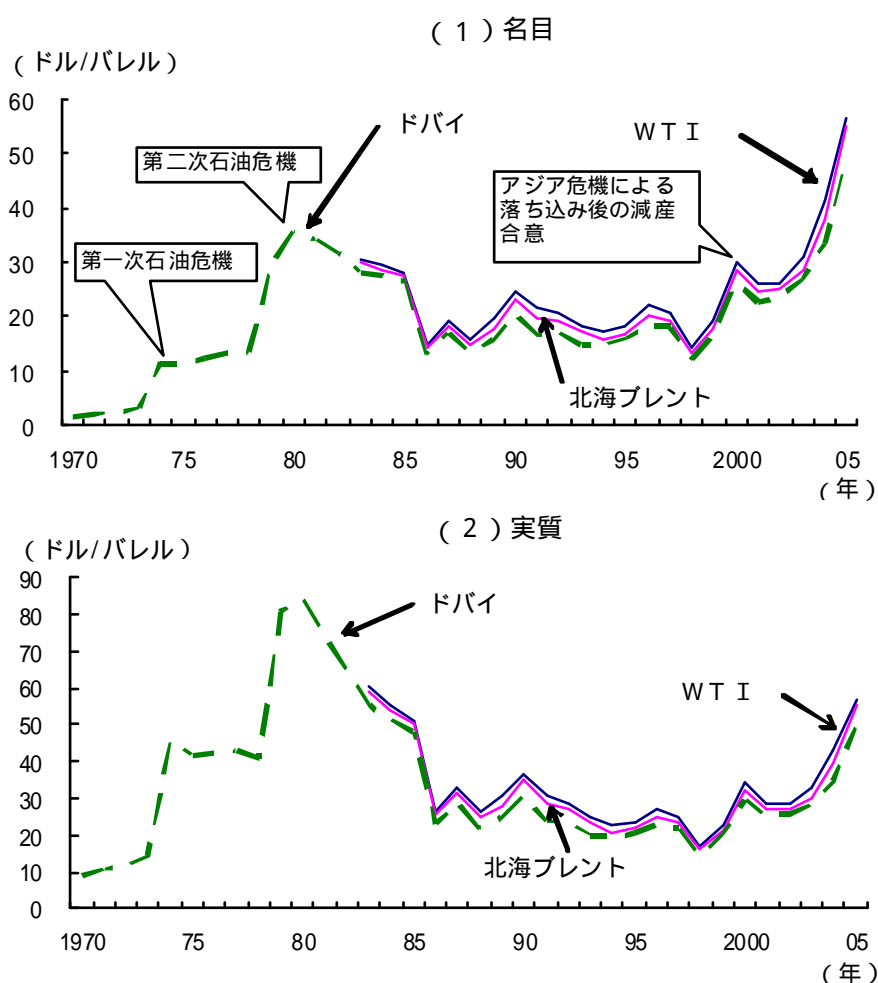
² ラテンアメリカ各国はインフレ抑制政策として固定相場制を導入していたが、為替レートの過大評価、経常収支赤字の深刻化等から大量の資本流出が起こり通貨危機に至った後、変動相場制へ移行した(メキシコ：94年、ブラジル：99年、アルゼンチン：02年)。

³ 物価上昇率の分散低下の背景の一つとして、インフレ持続性(inflation persistence：一度インフレが起こるとしばらくその状況が続く)の低下が指摘されている。現時点で必ずしも結論が得られたわけではないが、多くの分析でインフレ持続性は低下した、との結果が得られている(Melick and Galati (2006))。

高騰する原油及び一次産品価格

03年秋以降原油価格は大幅な上昇基調にある(第1-1-2図)。国際石油市場における代表的指標であるWTI(ウエスト・テキサス・インターミディエイト)先物価格(中心限月)は、03年9月には28.31ドル/バレルであったが、04年10月には53.09ドル/バレルとなり、06年4月末には71.88ドル/バレルとなっている。また、WTI以外の主要銘柄である北海ブレンド、ドバイの価格にも大幅な上昇がみられている。

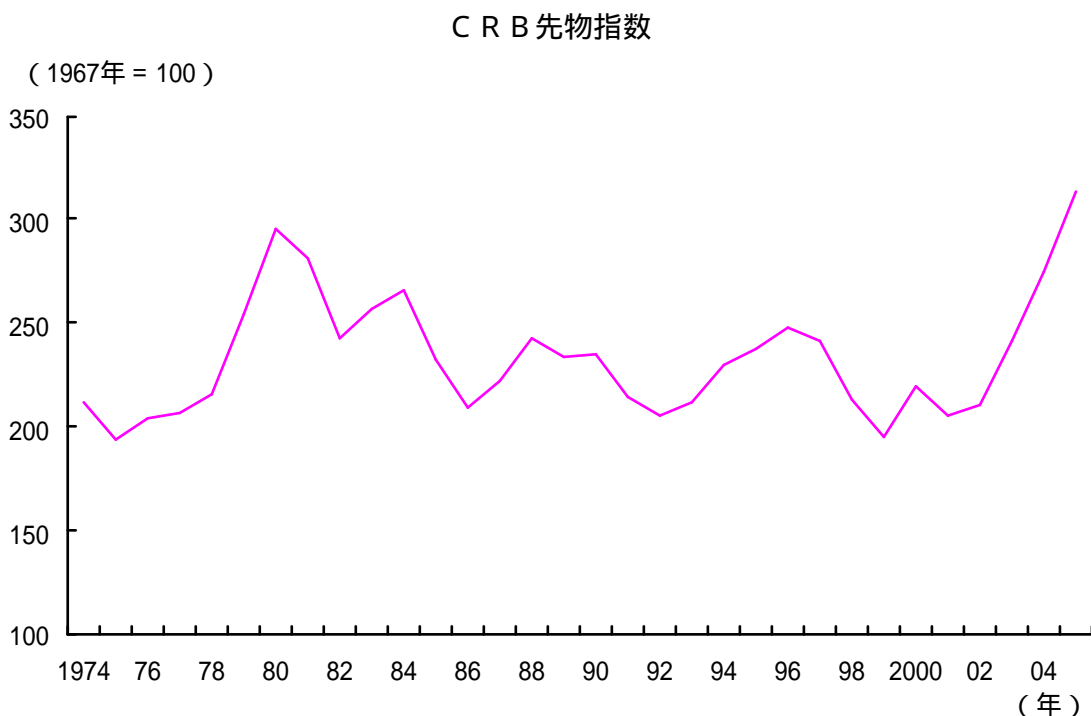
第1-1-2図 原油価格の推移



- (備考) 1. B P 統計 (70~82年) 及び Bloomberg (83年以降) より作成。
 2. W T I の価格は、83~86年は W T I スポット、87年以降は W T I 先物(中心限月)を使用。
 3. 北海ブレンド(I P E)の価格は83~88年はスポット、89年以降は I P E 先物(中心限月)を使用。
 4. ドバイ価格の定義については下記の通り。
 ・74年以前: Saudi Arabian Light 34°API, posted price, ex Ras Tanura
 ・75~94年: Middle East Light 34°API, spot
 ・95年以降: Medium, Fateh 32°API, spot, f.o.b. Dubai
 5. 実質価格はアメリカの C P I (総合)を用いて2005年基準とした。

また、一次産品価格（商品価格）についても、世界的な景気拡大、特に中国に代表される新興国の台頭等を背景に上昇が続いている。トウモロコシ、金、原油等主要国際商品17銘柄の先物価格から算出されるC R B (Commodity Research Bureau)先物指数（1967年=100）をみると、生産過剰やアジア通貨危機による需要減退の影響等により、99年にはほぼ四半世紀ぶりの低水準（99年平均値194.8）となった（第1-1-3図）。02年の底打ち以降上昇基調となり、05年には313.11ポイントと過去最高水準となっている。

第1-1-3図 一次産品価格指数の推移



(備考) データストリームより作成。

今回の原油価格高騰の特徴

今回の原油価格高騰の特徴としては、過去の二度のオイルショックの時と異なり、一時的な供給ショックによるものではなく、供給能力に一定の制約がある中で、アメリカ、中国を中心に需要の大幅増が続いていることにより、基本的に需給がタイトになっているという構造的要因が背景となっている、という点がある。それに加え、金融緩和の中で投機資金が流入していることが指摘されている⁴。

⁴ 詳細は、内閣府[2005]『世界経済の潮流 2005秋』第II部第2章参照。

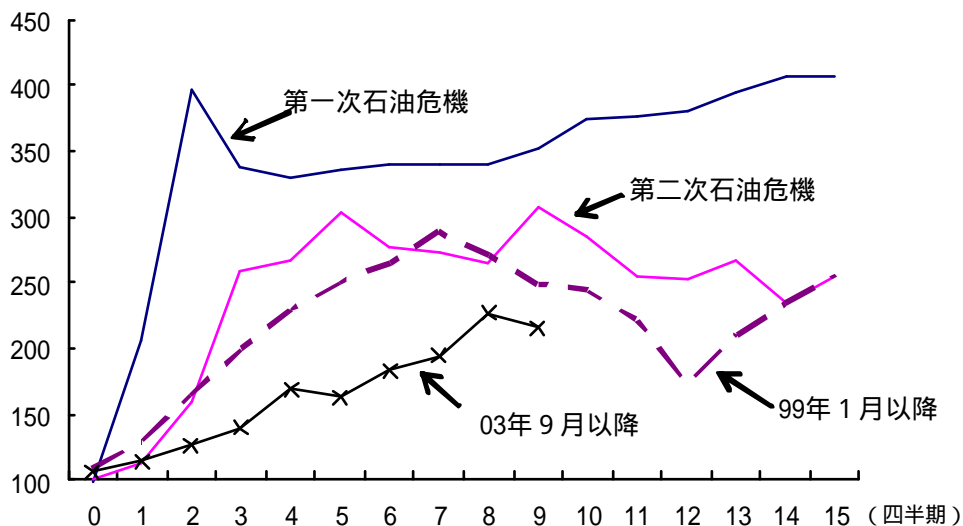
そこで、今回の原油価格高騰を、過去の高騰局面と比較してみる。ここでは、過去の世界経済白書でも取り上げられた3回の高騰局面とも比較しつつ、今回の局面をみることにする（第1-1-4図）。

これまでの原油価格高騰局面としては、第一次石油危機（74年）、第二次石油危機（79年）、アジア金融危機後のOPEC総会による減産をきっかけとする上昇（99年）等がある。過去3回の高騰局面と比べると、今回は相対的に緩やかな上昇を続けている。

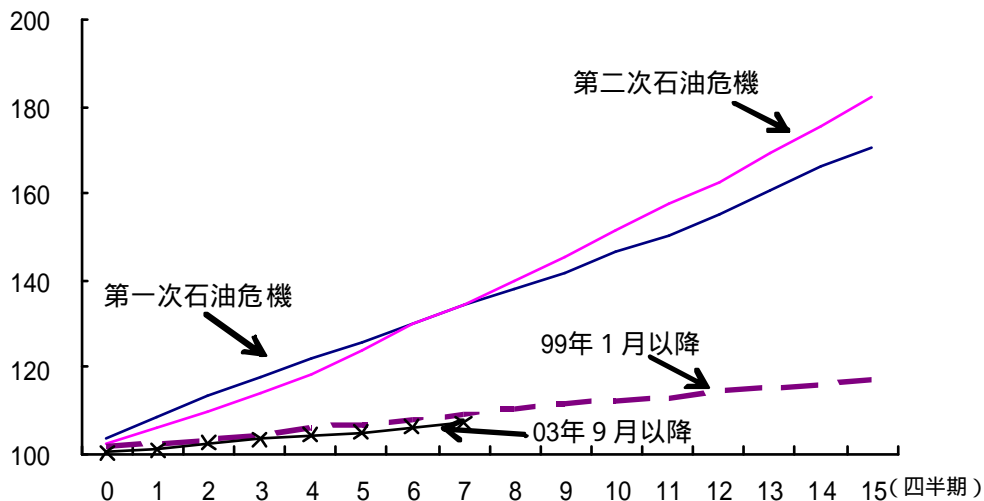
一方、消費者物価の動きをみると、二度に渡る石油危機の際にはかなりの上昇がみられ、4年間に2倍弱になった。しかし近年の高騰局面では、消費者物価上昇は原油価格上昇と比べ抑制されており、特に今回の高騰局面は約2年が経過した現時点では、約7%と石油危機時に比し5分の1の上昇にとどまっている。先進国と途上国で区分すると、特に先進国では、石油危機時の上昇が25%程度に比し今回は約4%と6分の1、途上国では、石油危機時に50%程度の上昇がみられたものの、今回は約10%と5分の1にとどまっている。

第1-1-4図 過去の原油価格高騰局面と消費者物価上昇率の動向

(1) 原油価格



(2) 消費者物価上昇率(世界)



- (備考) 1. IMF "International Financial Statistics"、Bloombergより作成。
 2. 原油価格は～83年までドバイ、84～85年WTIスポット、86年～WTI先物(中心限月)を使用。
 3. 以下の原油価格高騰局面において、1期前=100として4年分(16四半期)を指数化したもの。
 第一次石油危機:73年10月～74年8月
 第二次石油危機:78年10月～82年4月
 近年の高騰局面:99年1月～、03年9月～

第2節 原油価格高騰下での世界的物価安定持続の要因： The Great Moderation？

前節でみたように、世界経済は、今回の原油等の一次産品価格高騰が起こる以前から物価は安定という特徴がみられていた。特に90年代後半以降2000年初までにみられた世界的な物価安定の要因については、これまでも様々な分析が行われており、主な要因として、一次産品価格の低下、構造改革や規制緩和、グローバル化の進展、より緊縮的な財政政策のほか、中長期的な要因として適切な金融政策運営等が指摘されている¹。その意味で、現況はもともと物価安定という特徴がみられていた中で、一次産品価格高騰にもかかわらず、その傾向が持続しているととらえることもできよう。

本節では、まず(1)原油価格変動の物価への影響の低下についてみた上で、(2)グローバル化を含めた経済構造の変化やそれを背景とした企業の価格設定行動の変化、(3)財政・金融政策運営の変化、について、主要国・地域(以下、主要国)を中心にみていく。また、金融政策運営については、さらに第3節で主要国を中心に解説する。

1．原油価格変動が国内物価にもたらす影響の低下

一次産品価格から消費者物価への影響は低下

前節でみたように、一次産品価格高騰が続く中で、消費者物価は世界的に安定している。

そこで、主要国について、一次産品価格変動が国内の消費者物価に及ぼす影響を、(1)一次産品価格が各国の輸入物価に及ぼす影響、(2)輸入物価が消費者物価に及ぼす影響、の二段階に分けてみてみよう。まず、一次産品価格と輸入物価の関係をみると、一次産品価格が上昇すると輸入物価も上昇するという関係がある。この関係については、70年代と90年代以降で特に大きな変化はみられない(第1-2-1表)。

¹ IMF (2002)、Rogoff (2003)、Melick and Galati (2006) ほか。Rogoff (2003)は、世界的なデフレーション(物価上昇率の低下)の要因として、各国中央銀行の制度及び運営の改善(中央銀行の独立性の強化、政策当局の反インフレ意識の高まり、コミュニケーションの進歩、金融コントロール能力の向上)に加え、財政政策の改善、技術進歩、及びグローバル化と規制緩和等による財・労働市場の競争の高まりを指摘している。また、競争力の高まりは賃金・価格設定をより柔軟なものとし、物価安定を目指す金融政策運営の効果を高める効果をもたらすと指摘している。

ところが、次に、輸入物価と消費者物価の関係をみると、80年代までは輸入物価が上昇すると消費者物価コアも上昇するという関係がみられていたが、90年代以降はその影響が低下し、かつ統計的に有意でなくなっている。

以上を踏まえると、かつては一次産品価格が上昇すると、輸入価格も上昇し、それが国内の消費者物価まで影響が波及していた。これに対し、90年代以降では、一次産品価格が上昇した場合、輸入物価には依然として一定の影響を及ぼすが、輸入物価が上昇しても国内の消費者物価コアにはほとんど影響を与えなくなっている。

第1-2-1表 原油等一次産品価格から消費者物価への影響は低下

(年)	原油等一次産品価格 から輸入物価		輸入物価から消費者物価コア	
	1970～89	90～05	70～89	90～05
アメリカ	0.36 **	0.20 **	0.33 **	-0.09
日本	0.48 **	0.29 **	0.23 **	0.04
ドイツ	0.12 *	0.08 *	0.17 **	-0.11
イギリス	0.16 *	0.17 **	0.29 *	0.01
韓国	0.33 **	0.37 **	0.51 **	0.12

(備考) 1. アメリカは76年～、韓国は75年～。

2. B I S (2005) Table .2を参考に推計。**は1%水準で有意。

*は5%水準で有意を示す。

原油依存度の低下

一次産品価格が高騰しているにもかかわらず、消費者物価が安定している要因の一つとして、先進国における原油依存度の低下が挙げられる。世界の原油依存度をエネルギー効率性(GDP原単位あたりの原油消費量)で見ると、71年と比べ、04年には約2分の1に低下している(第1-2-2表)。

先進国における原油依存度の低下の背景には、70年代における2度にわたる石油危機の教訓による政府・企業の努力、技術進歩、サービス経済化の進展に加え、グローバル化工業製品の生産が途上国に移転しているため、製造

業比率が低下していることも寄与している²。一方、途上国のエネルギー効率性は改善こそしているものの、先進国と比べ依然として低い状況にある³。

第1-2-2表 世界各地域でみられるエネルギー効率性の改善

	1971年	80年	90年	2000年	04年
世界	86.9	77.1	59.9	50.7	47.2
OECD加盟国	100.0	82.8	60.2	53.2	50.0
アメリカ	121.2	101.0	71.0	59.2	56.1
ユーロ圏	85.6	71.3	50.2	45.8	45.0
日本	109.4	81.4	55.9	51.1	47.2
非OECD加盟国	151.7	158.3	154.0	127.1	112.9

(備考) 1. IMF "World Economic Outlook Database"より作成。
2. OECD加盟国の1971年を100として指数化したもの。

2. 経済構造、企業の価格設定行動の変化

90年代後半以降における世界的な物価安定の背景として、次に、企業の価格設定行動の変化、グローバル化、規制緩和及び技術進歩等をみる。企業は、グローバルな競争等により、コスト上昇圧力があっても価格に転嫁しにくい状況になっている。

安定的な動きが持続する賃金上昇率

主要国について、労働市場の需給状況と賃金上昇率の関係を示す、いわゆる伝統的な(期待要因を含まない)フィリップス曲線を見ると、70年代から80年代前半頃までは、失業率が低下すると賃金が上昇するという関係が欧米を中心にみられていた(第1-2-3図)。また、70年代には、多くの国で何らか

² IEA (2002) 等。

³ 一部新興国においては、原油価格変動による消費者価格への影響を軽減する制度がある。例えば、アジア諸国では燃料補助金制度が普及しており、ディーゼル油、ガソリン等の燃料価格に対して直接的あるいは間接的に補助金を拠出し、燃料の消費者価格が一定に維持されている。一方で、今般の原油価格高騰に伴う補助金の増大により、財政悪化やエネルギー効率の悪化等の弊害が顕著となっており、05年半ば頃から石油製品価格の引上げ等の対策を行い、補助金制度の削減や廃止の動きもみられている(詳細は、『世界経済の潮流 2005年秋』第11部第2章参照)。

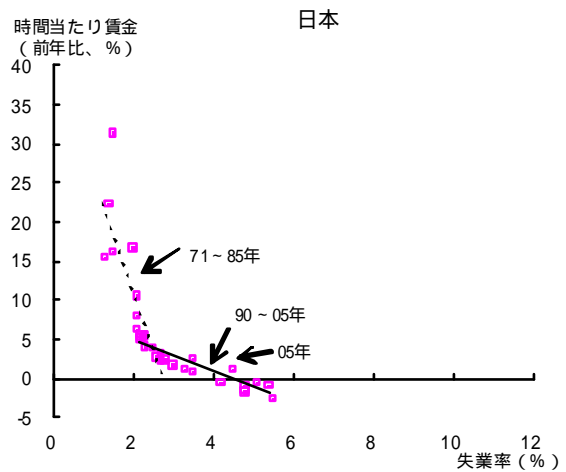
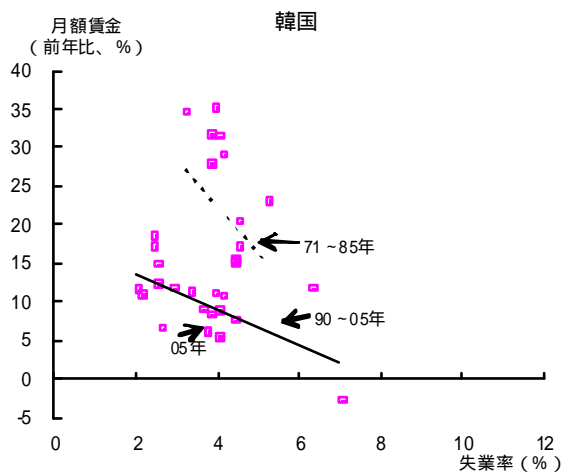
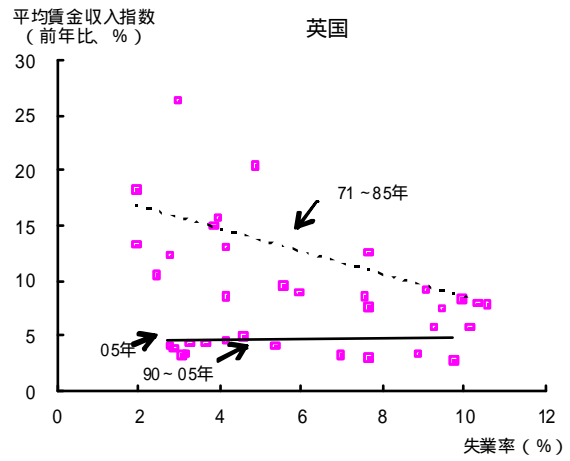
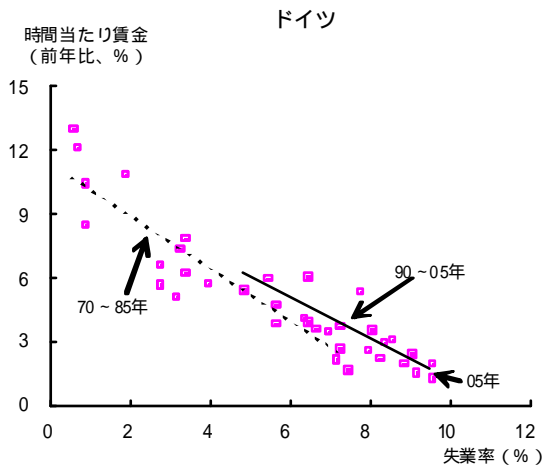
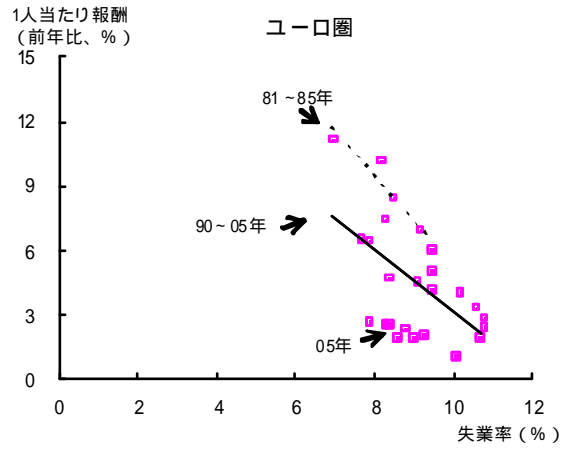
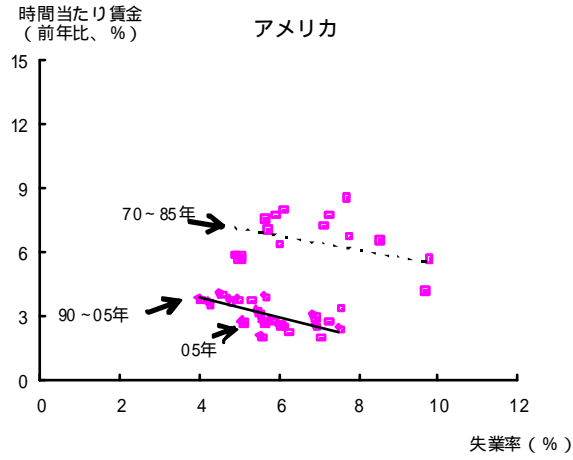
の要因により物価が上昇すると期待物価の上昇等を通じて賃金も上昇するという賃金と物価のスパイラル的な上昇がみられた。

しかし、80年代初には、賃金と物価のスパイラル的な上昇は沈静化した⁴。また、80年代半ば頃からは、国によって程度の差はあるものの賃金上昇率は低下し、フィリップス曲線が下方にシフトするとともに、より水平となっている。

すなわち、労働市場の需給状況や物価上昇率の動向が賃金に及ぼす影響は以前より低下し、賃金の上昇によるホームメイドインフレを引き起こすようなことはなくなっていることが分かる。

⁴ 経済企画庁（1986）

第1-2-3図 フラット化する賃金上昇率と失業率の関係



(備考) アメリカ：アメリカ労働局、ユーロ圏：Eurostat、
ドイツ：ドイツ連邦銀行、英国：英国統計局、
韓国：韓国統計庁、日本：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より作成。

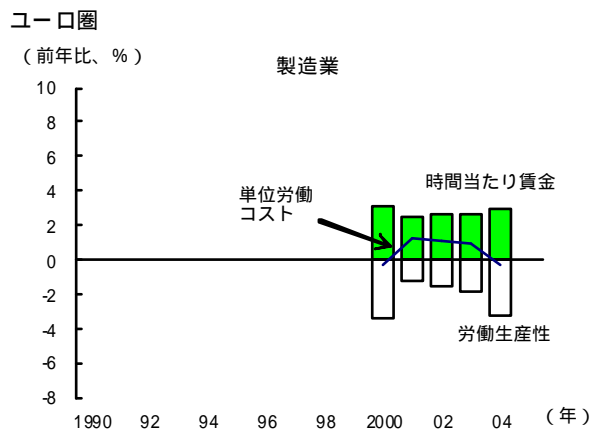
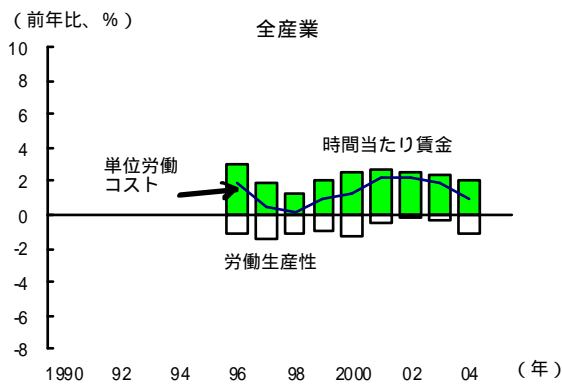
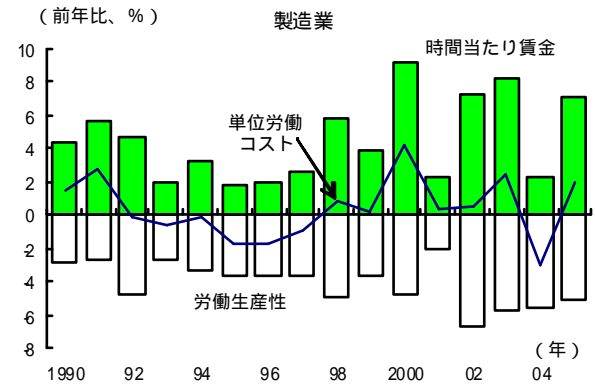
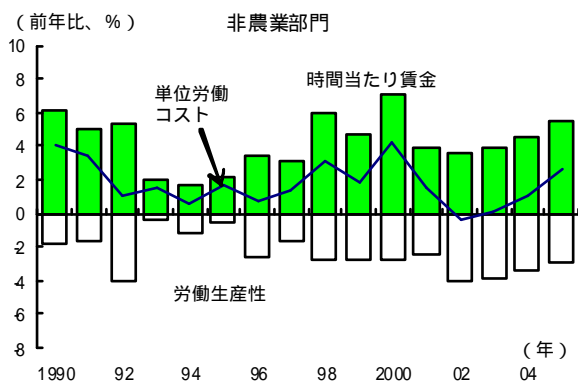
企業の価格設定行動の変化とグローバル化の進展

次に、主要国の単位労働コストをみてみよう。アメリカ、ユーロ圏、いずれにおいても、90年代半ば以降賃金の伸びが安定する中で、単位労働コストの伸びもおおむね落ち着いた動きとなっており、一次産品価格が高騰し始めた03年秋以降も依然抑制された動きとなっている（第1-2-4図）。

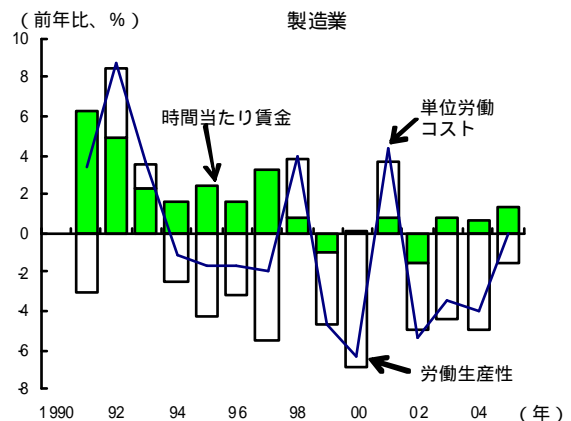
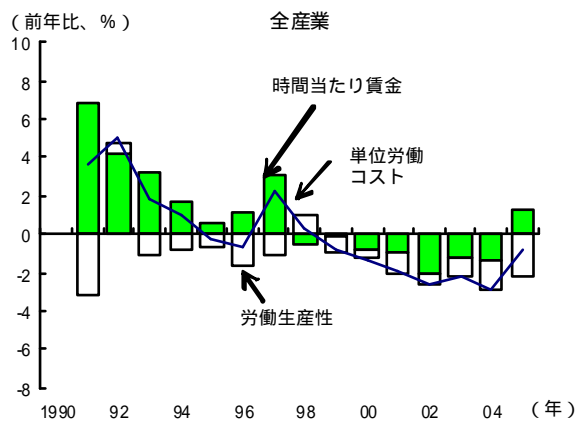
また、単位労働コストの変動を、製造業についてみると、製造業における生産性上昇が全産業より相対的に高い状況が続く中で、製造業の賃金は相対的に抑制されており、単位労働コストは全産業と比べ低い伸びとなっている。例えば、アメリカの製造業は年によっては賃金上昇率が高くなっているが、生産性上昇に見合ったものとなっており、単位労働コストは抑制されている。

日本については、過剰雇用が続く中で単位労働コストの減少が続いていたが、やはり製造業において、相対的に抑制された傾向がみられている。

第1-2-4図 製造業で特に安定する単位労働コスト
アメリカ



日 本



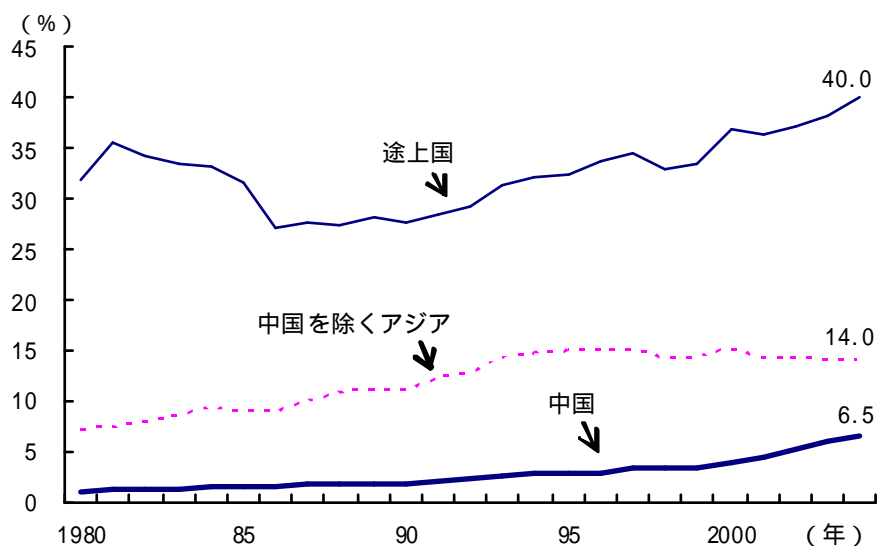
（備考）アメリカ：アメリカ労働省、ユーロ圏：欧州中央銀行、
日本：経済産業省「鉱工業生産指数」「第3次産業活動指数」「全産業活動指数」、
厚生労働省「毎月勤労統計調査」、内閣府「国民経済計算」により作成。労働生産性はマン・アワーベース。

製造業の単位労働コストの上昇がより抑制されている背景には、中国を初めとする途上国における供給力拡大により、製造業を中心に各国企業の世界

市場におけるグローバルな競争が高まり、コスト上昇圧力があっても企業がそれを価格に転嫁しにくくなっていることが挙げられる。また、グローバル化の中で、企業のみならず消費者も世界中のより安価な調達先にシフトすることが可能であるという事実が、製品供給者である企業にとって価格低下プレッシャーとなっているとの指摘もある⁵。

世界貿易の動向をみると、世界全体の輸出に占めるアジアや途上国の比重が増大しており、特に中国が着実にシェアを高めている（第1-2-5図）。

第1-2-5図 世界輸出に占める中国、アジア、途上国のシェア



- (備考) 1. IMF “International Financial Statistics”、“World Economic Outlook”、“Direction of Trade Statistics”、台湾行政院より作成。
 2. 途上国のうち、アジアの輸出額は韓国、台湾、香港、シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、インド各国の輸出額を合計したもの。

また、グローバルな競争は、財市場のみならず労働市場にも影響を及ぼしている。例えば、ヨーロッパでは国境を越えた労働者の移動が以前より容易になっているほか、企業は生産拠点の見直しやサービスのアウトソーシングを進めている。アウトソーシングは、実現した場合はもちろん、そうでない場合でも、その潜在的圧力により多くの先進国において労働者や組合の企業

⁵ B I S (2005)。

に対する交渉力を低下させる効果を持っている⁶。

市場の自由化、規制緩和

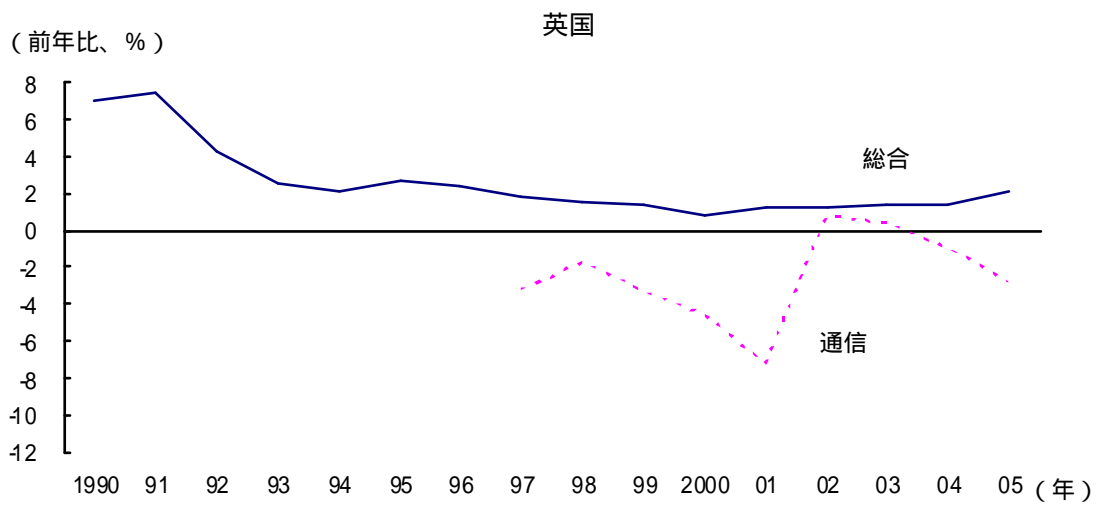
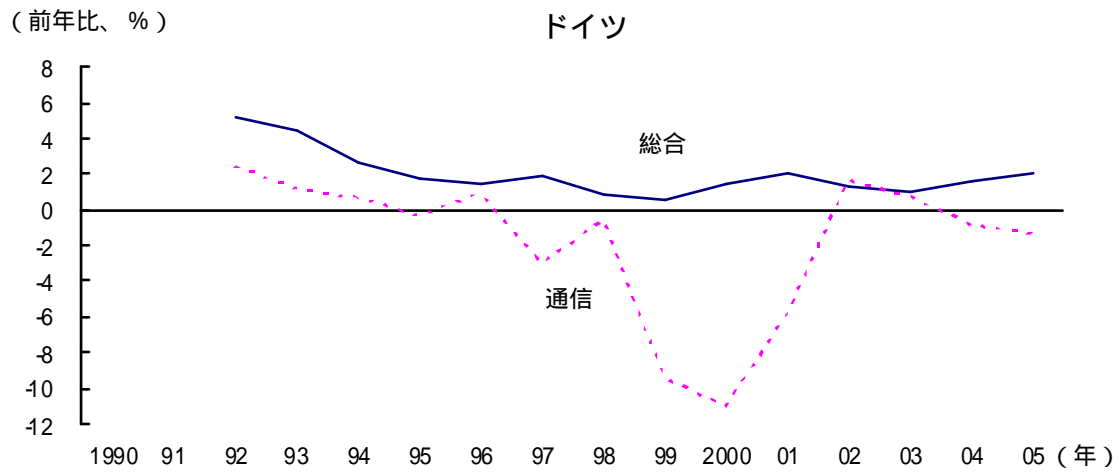
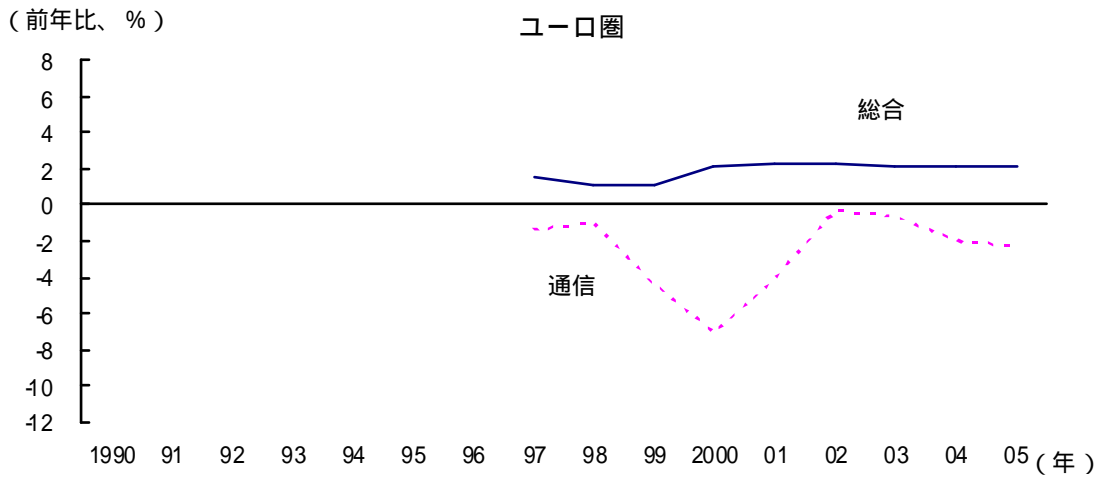
独占による超過利潤は財・サービスの価格を高止まりさせる効果を持つ。通信、運輸等の分野における経済的規制は、そもそもは規模の経済に起因する自然独占への対応策等として策定された。こうした規制は、上限価格の設定等により一定の目的を果たしたものの、需要規模拡大や技術進歩を背景に、自然独占から潜在的に競争的な産業に変化していき、各国の政策は規制を緩和して自由競争を促進させる方向へと傾いていった。

例えば、ユーロ圏では98年に通信業の規制緩和が行われた。消費者物価(通信業)は、もともと技術革新等により消費者物価総合と比べ上昇率が抑制されていたが、規制緩和後しばらくは、価格がより引き下げられていたことが分かる(第1-2-6図)。また、OECD(経済協力開発機構)の分析によると、市場において競争の程度が弱く、かつ規制が強いほど賃金が高くなることが明らかにされており、このことは特に製造業において強くみられるとしている⁷。

⁶ 例えば、EU新規加盟国から西欧諸国への移民の増加、先進国から途上国への仕送りが安定的に伸びているなどが指摘されている(BIS(2005))。

⁷ Rogoff(2003)、Nicoletti, et. al.(2001)

第1-2-6図 消費者物価（通信）の動き



(備考) 1. ユーロ圏：Eurostat、ドイツ：ドイツ連邦銀行、英国：英国統計局より作成。

2. ユーロ圏及び英国はH I C P (Harmonised Index of Consumer Prices)。

3 . マクロ経済政策運営の変化と期待インフレ率の低下

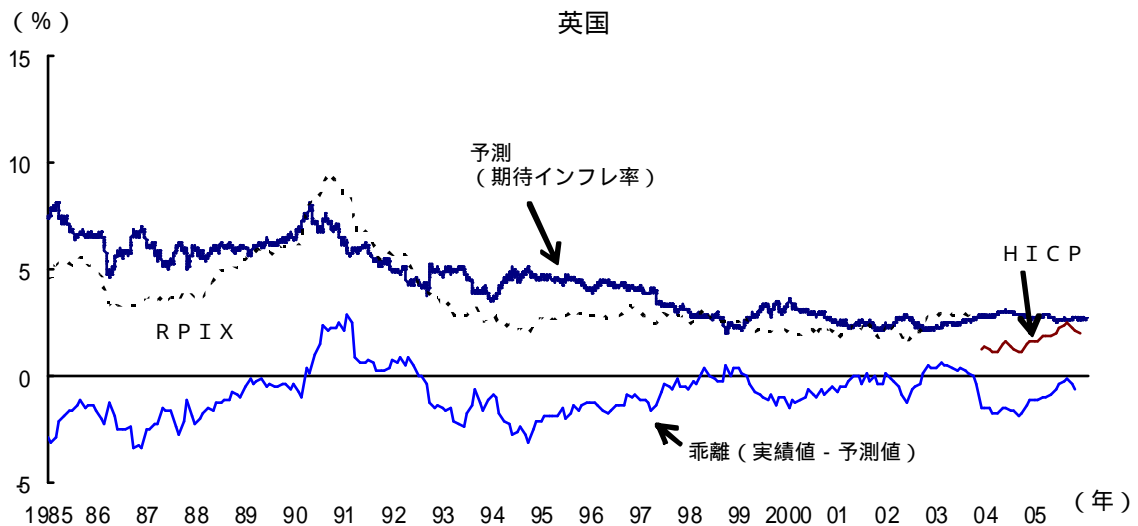
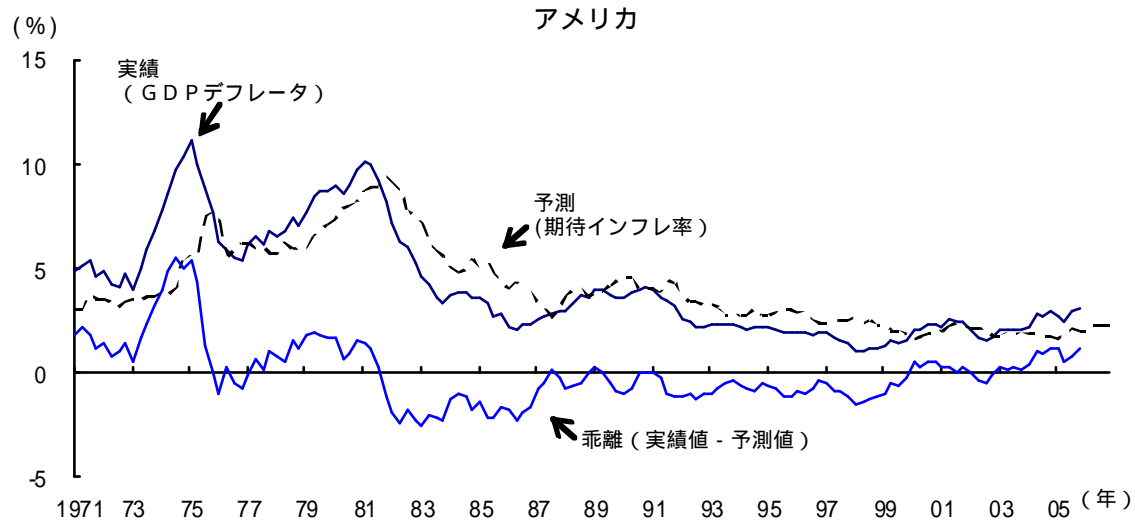
物価安定の背景には、マクロ経済政策の変化もあると考えられる。70年代に物価高騰に見舞われた先進国は、それを教訓として、80年代に入るとマクロ政策運営においても物価安定を重要な政策課題とするようになり、期待インフレ率も低下していった。

期待インフレ率の低下

主要国の期待インフレ率は低下している。期待インフレ率について比較的中長期でデータを取得できるアメリカ（GDPデフレーター）及び英国（消費者物価）についてみると、アメリカでは、70年代から80年代初頭にかけて、一次産品価格の上昇を受け期待インフレ率は大きく上昇した。また、英国では、80年代半ばから90年代初頭にかけての不動産を中心とした投資ブームもあり、期待インフレ率は高水準で推移した。

しかし、アメリカでは80年代初以降、英国では80年代半ば以降、期待インフレ率は徐々に低下し、その後安定的に推移している。特に、04年以降は原油価格が大幅に上昇しているにもかかわらず、期待インフレ率は低水準を維持している（第1-2-7図）。

第1-2-7図 アメリカ、英国における期待インフレ率の低下



(備考) アメリカ：予測値はフィラデルフィア連銀“Survey of Professional Forecasters”
 その他はFRB・ブルームバーグより作成。
 英国：イングランド銀行（BOE）資料より作成。92年よりインフレターゲットを採用、
 参照する物価指標は当初RPIX（Retail Prices Index (RPI) excluding Mortgage Interest
 Payments）、03年12月からはHICP（Harmonised Index of Consumer Prices）。
 期待インフレ率（Implied Inflation Spot Curve）は、BOEが
 国債10年物利回り - インフレ連動債10年物利回りを計算し発表している。

期待インフレ率の低下の背景は、様々な要因があると考えられる。既にみたグローバル化や企業の価格設定行動の変化は、人々の期待インフレ率を抑制する効果を持つと考えられ、また、期待インフレ率が安定していることは、企業や労働者の賃金・価格設定を抑制させる効果を持つという相互関係も考えられる。こうした企業や家計の行動のほか、以下にみるマクロ経済政策運営も期待インフレ率の低下に寄与したと考えられる。

より緊縮的な財政政策

90年代は、先進国のみならず、途上国でも財政バランスの改善した国が多くなっている。先進国では、アメリカにおける成長やヨーロッパにおける財政赤字削減の動き等により財政赤字が改善し、GDP比でみたプライマリーバランスは70年代から80年代平均で 0.1%であったが、90年～02年平均では2.8%とプラスに転じている（第1-2-8表）⁸。

途上国、特にアフリカ、ラテンアメリカ等多くの国でも、財政バランスは改善しており、緊縮的な財政政策が物価安定に寄与したと指摘されている。

第1-2-8表 主要地域における一般政府赤字の改善状況

	(GDP比、%)			
	基礎的財政収支		財政収支	
	1970-89	1990-02	1970-89	1990-02
先進国	-0.11	2.76	2.50	-2.13 (*)
途上国				
アジア	-1.29	-1.20	3.91	3.56
中東	2.53	-0.96	7.57	4.48
中南米	-0.13	1.25	4.58	2.70
アフリカ	-3.58	-1.63	6.45	4.99

(備考) 1. Rogoff (2003)、IMF "World Economic Outlook Database"

より作成。

2. (*)の先進国の財政収支のみ1990-04の数値。

3. 先進国は、オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、日本、オランダ、ニュージーランド、ノルウェー、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、英国、アメリカ。

将来のインフレ期待を重視した金融政策運営

70年代におけるスタグフレーションの背景には、70年代初めのドルと金の交換停止（ブレトン＝ウッズ体制の崩壊）後、新たな変動為替レート制の下で各国が拡張的な金融政策をとったことがあった。その後、70年代から80年代にかけての世界的なインフレーションの経験を踏まえ、各国の中央銀行は、80年代に入り金利水準の変更という政策手段により為替レートを中間目標、物価安定を最終目標とする金融政策を採用するようになった。

一方で、中央銀行に対する政治的圧力の影響もあり、金利政策は“too little, too late”となる傾向があったとの指摘もある⁹。この点については、80年代

⁸ 欧米の財政政策をめぐる最近の状況については第2章第1節コラムの第2表を参照。

⁹ 例えば、三木谷・石垣（1998）。

半ば頃から90年代にかけて、第3節でみるように、世界的に中央銀行の独立性に対する関心が高まり、国によっては独立性向上のための法改正等が行われた。また、将来のインフレ率に対する予想（期待インフレ率）を重視した先見的(forward looking)な金融政策運営が行われるようになり、期待インフレ率の抑制、安定化に寄与したと考えられる。

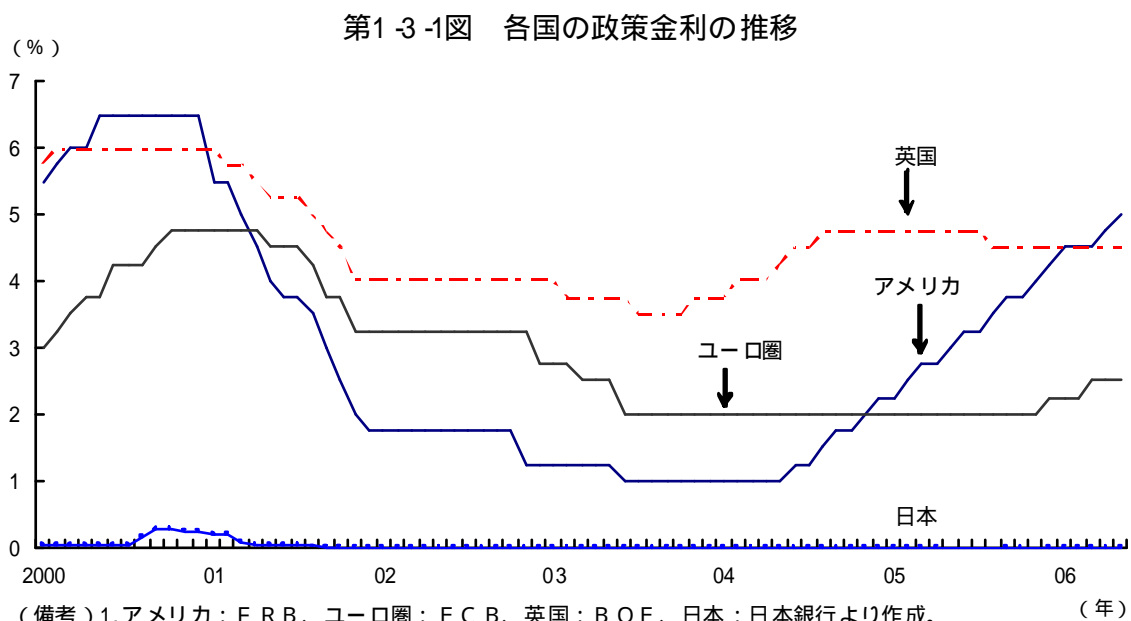
第3節 物価安定下の金融政策

本節では、主要国・地域（以下主要国）について、まず初めに最近の金融政策動向を概観した後、政策運営の特徴と最近の変化についてアメリカ、欧州中央銀行（ECB）、英国を中心に解説する。

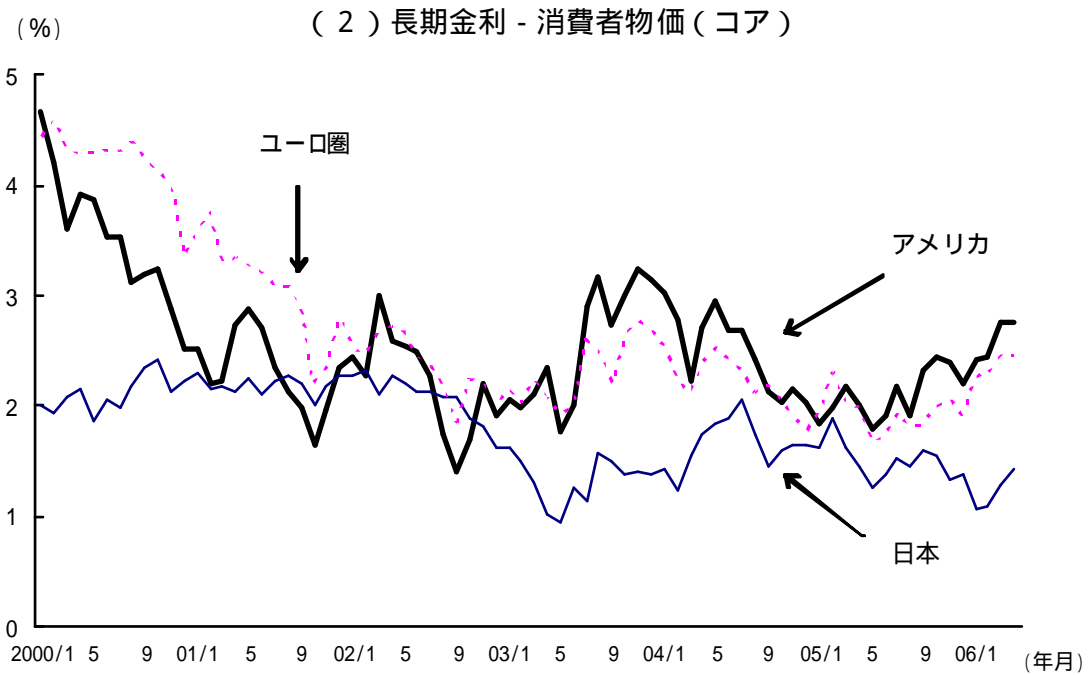
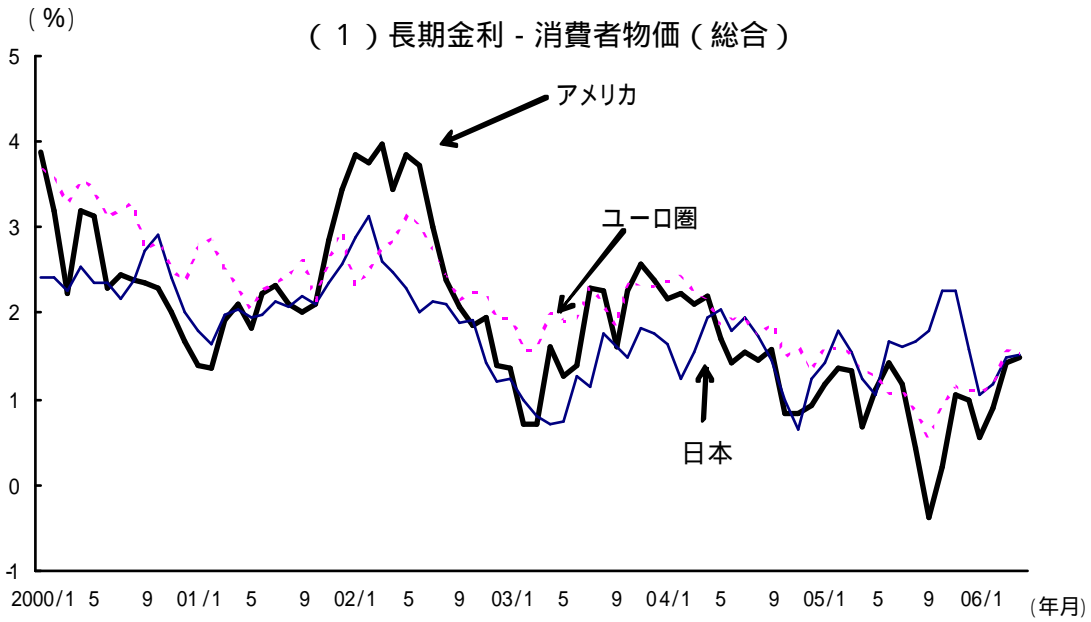
1. 主要国の金融政策動向

ITバブル崩壊後、世界経済の同時減速を受けて主要国では緩和的な金融政策がとられた。しかし、最近では、アメリカを中心とした景気拡大及び原油価格高騰等によるインフレ圧力を背景に、アメリカの金融政策は緩和的から中立的水準へと移行している。ECBも05年12月以降利上げに転じ、中立的水準への移行過程にある（第1-3-1図）。

各国の金融政策の市場への影響を実質長期金利（長期金利 消費者物価上昇率）でみると、04年初以降欧米では緩やかな低下基調にあるものの（第1-3-2(1)図）、変動の大きいエネルギー等の品目を除いたコア物価上昇率を用いて計算した実質長期金利（長期金利 コア消費者物価上昇率）でみると、この金融政策の動きを反映して、05年半ば以降欧米において上昇傾向が明確になってきている（第1-3-2(2)図）。



第1-3-2図 各国の実質金利の推移



- (備考) 1.アメリカ：FRB、ユーロ圏：ECB、英国：BOE、日本：日本銀行より作成。
 2.コア消費者物価の定義は以下による。
 アメリカ：食品・エネルギー除く。
 日本：生鮮食品除く。
 ユーロ圏：食品・エネルギー・アルコール・タバコ除く。

(1) アメリカにおける金融政策

(i) アメリカにおける最近の金融政策

1 %までの大幅な引下げとその後の引上げ

連邦準備制度理事会(F R B)は01年1月から年末までに緊急利下げを含む合計11回に及ぶ利下げを実施した。政策金利(F F 金利)は6.5%から1.75%まで大幅に引き下げられ、コア消費者物価でみた実質長期金利も低下した(前掲第1-3-1図、第1-3-2(2)図)。その後地政学的リスクの高まりやデフレ懸念等によりさらに引き下げられ、03年6月には大恐慌時を含めた過去最低水準である1.00%に低下した。

03年後半から景気は回復傾向に向かったものの、物価上昇率が低いこと及び雇用等が軟調であることを理由に、金利は1.00%に据え置かれた。しかし、やがて雇用も回復をみせ始め、04年6月には利上げを開始した。

金融緩和局面を終え中立的水準へ

05年には、エネルギー価格のさらなる上昇や、ハリケーンによる被害等の一時的な影響はあったものの、景気は堅調に拡大し、「金融緩和の慎重な取りやめ」と表現される利上げが0.25%ポイントずつ小刻みに継続して行われた。年後半にかけて緩和局面の終了時期や政策金利の中立的水準についての議論が市場で活発になる中、F F 金利が4.25%に達した05年12月の連邦公開市場委員会(F O M C)において、「金融緩和の取りやめ」との表現が削除され、金融緩和局面は終了した。この間、コア消費者物価でみた実質長期金利(前掲第1-3-2(2)図)は、落ち着いた動きとなった。

しかし、その後も「ある程度のさらなる引締め」と表現される利上げは継続している。物価上昇率は、05~06年初を通じ総じて安定的に推移しているものの、エネルギー価格、雇用等経済資源の利用率上昇等から、潜在的なインフレ圧力が高まっているとの判断がこの利上げの根拠として示されている。5月8日に開催されたF O M Cにおいても0.25%ポイント引上げられ(連続16回の利上げ)、5.00%となった。ただし、6月末のF O M Cでは、利上げ中断もあり得るとされている。

グリーンズパン議長からバーナンキ議長へ

06年2月にはグリーンズパンFRB議長が18年半の任期を終了し、バーナンキ前大統領経済諮問委員会(CEA)委員長が後任となったが、同月に行われた議会証言で、「金融政策については、グリーンズパン議長の下で行われた政策と政策上の戦略を引き継いでいくことを最優先課題としたい」と発言するなど、当面は従来の金融政策運営を継続していくとみられる。

(ii) アメリカにおける金融政策運営 - 90年代半ば以降にみられる変化

グリーンズパン時代の金融政策とテイラー・ルール

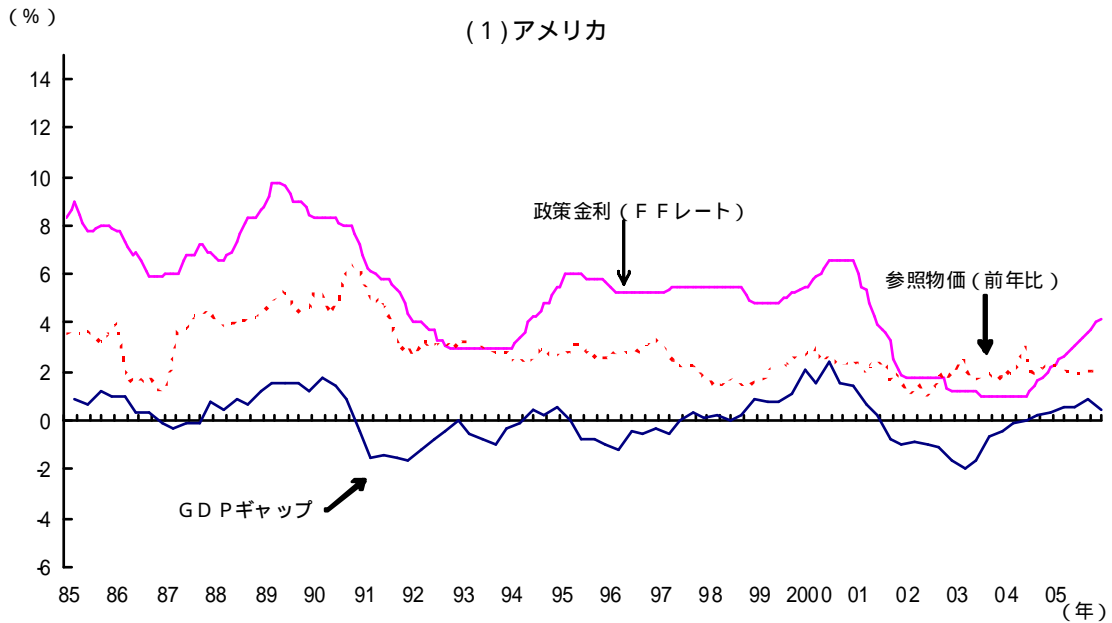
アメリカの金融政策は基本的に物価安定と完全雇用の二つを目的としているが、グリーンズパン時代の金融政策は、テイラー・ルールでよく説明できると言われている¹。テイラー・ルールとは、政策金利の決定にあたり物価上昇率と景気(需給要因)の両方を考慮するという考え方である。

そこで、FF金利と物価上昇率、GDPギャップ(需給要因)の動きをみてみよう。GDPギャップについては推定誤差も存在するため、断定的な判断は回避すべきであるものの、今次政策金利の引上げ開始である04年6月は、物価が安定する中でGDPギャップがマイナスからプラスに転ずるタイミングとほぼ一致していることが分かる(第1-3-3(1)図)。

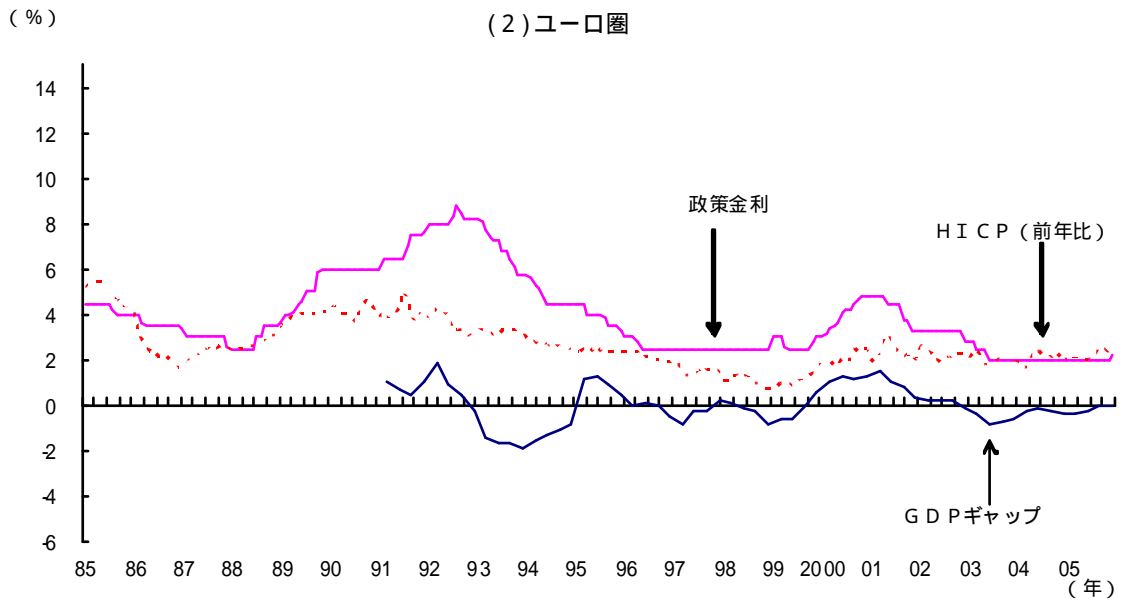
90年代後半以降についても、物価がおおむね安定する中で、政策金利がGDPギャップにある程度対応した動きになっている。これは物価安定を図りつつ景気の動向に応じて政策金利を決定したことを示唆し、テイラー・ルールとも整合的な動きといえる。

¹ Taylor (1993)。最近の分析としては、Clarida, Gali and Gertler (2000)、Blinder and Reis (2005)等。

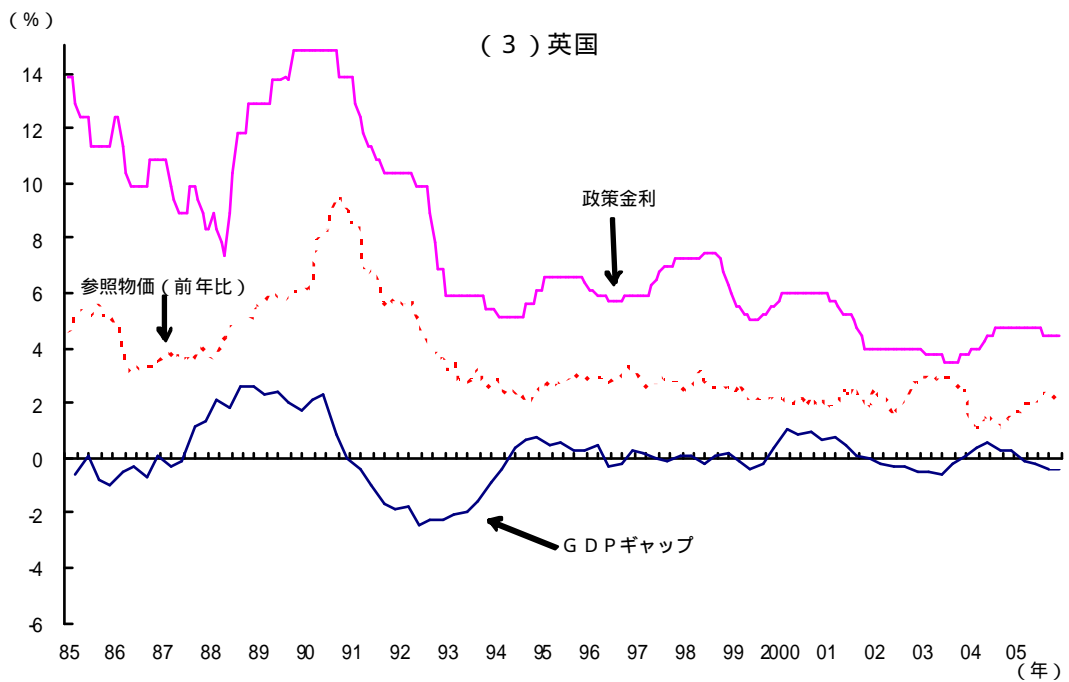
第1-3-3図 各国のGDPギャップ、消費者物価、政策金利



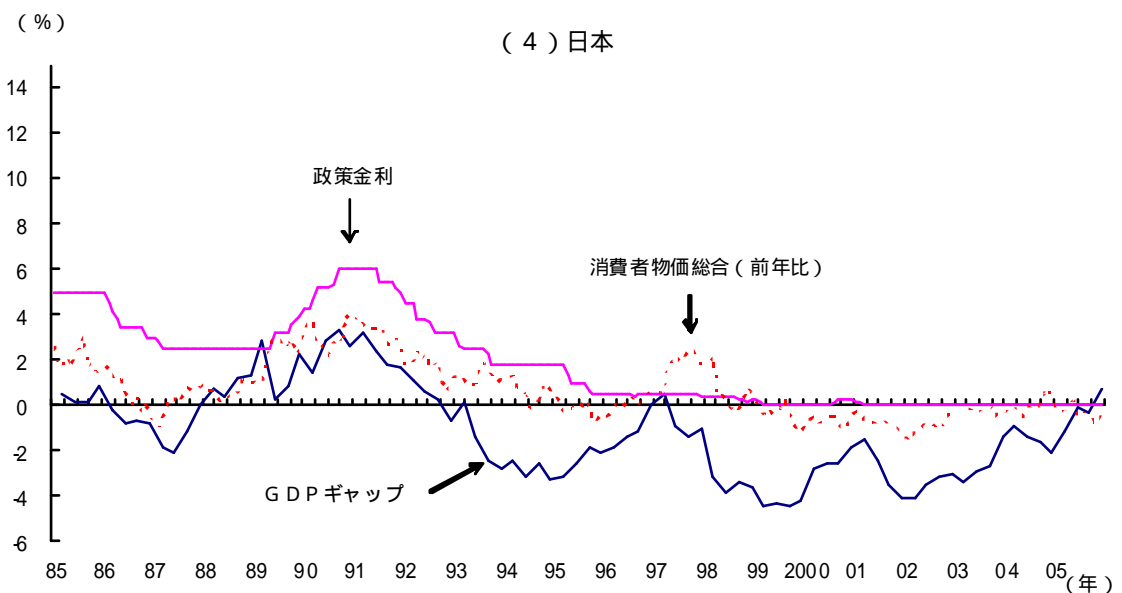
- (備考) 1. アメリカ商務省、労働省、FRBより作成。
 2. 参照物価は、2000年1月がCPI総合、2000年2月~04年6月がPCE総合、04年7月以降はPCEコア。
 3. GDPギャップは、Hodrick-Prescottフィルターにより推計(推計期間、1970年Q1~2005年Q4)。



- (備考) 1. 欧州委員会、ECBより作成。
 2. 政策金利は、98年までがドイツ公定歩合、99年以降がECB政策金利。
 3. GDPギャップは、Hodrick-Prescottフィルターにより推計(推計期間、1991年Q1~2005年Q4)。



- (備考) 1. 欧州委員会、英国統計局、BOEより作成。
 2. 参照物価は、2003年までがRPIX、04年以降がHICP。
 3. GDPギャップは、Hodrick-Prezcottフィルターにより推計(推計期間、1970年Q1~2005年Q4)。



- (備考) 1. 内閣府、総務省、日本銀行より作成。
 2. 政策金利は、96年4月までが公定歩合、96年5月以降が無担保コールレート(翌日物)。
 3. GDPギャップは(現実のGDP - 潜在GDP) / 潜在GDP (推計期間、1980年Q1~2005年Q4)。推計方法は内閣府「平成17年度経済財政白書」の付注1-1を参照。

テイラー・ルール型政策反応関数によりアメリカの金融政策を検証しようとする文献は数多くあるが、例えば、Blinder and Reis (2005)は、テイラー・ルールはグリーンSPAN時代のアメリカの金融政策を実証的によく説明す

るとする一方で、F O M Cあるいはグリーンズパンによる政策決定を文字通りに示すものではないとしている。彼らは、推計結果の残差及び当時の経済状況を踏まえ、政策金利がテイラー・ルールから乖離する時期として、89～92年の高金利からのソフトランディングを試みた時期、98年10～12月期～99年1～3月期の金融危機、01年1～3月期～02年1～3月期の超緩和局面の三つをエピソードとして挙げている。この分析によれば、彼らも主張するように、グリーンズパンによる政策運営は、テイラー・ルールに基づいたものであったとしても、ルールとして常に硬直的に採用していたものではなく、裁量的な余地があったことが示唆される。

「予防的」引締め

94年2月には、93年後半以降の景気拡大に伴うインフレ圧力の高まりを未然に防ぐため金融引締めへ転じ、FF金利は95年2月までに3.00%から6.00%まで引き上げられた。この時の対応は、足元でインフレ圧力の高まりを示す兆候がみられなくても、将来インフレ圧力が高まると考えられる場合に、従来に比べより早い段階で「予防的 (preemptive)」に利上げを行い、インフレを未然に防ぐようにした対応と言われている²。

前掲第1-3-3(1)図をみると、94年1～3月期時点でのGDPギャップは確かに若干のマイナスであり、足元の物価上昇率も落ち着いている中での引上げとなっている。その後、GDPギャップは94年4～6月期にはマイナスから若干のプラスに転じ、物価上昇率もやや加速した。ただし、両指標ともに安定圏内の動きとなっており、予防的引締めが有効に機能したとも判断される。

その後、95年7月には、失業率が5.6% (95年6月)と当時の失業率水準に比べると相対的に低い水準にあり、物価も消費者物価上昇率が約3%であったにも関わらず利下げを開始したが、GDPギャップは95年1～3月期には既にマイナスに転じており、足下及び先行きの経済減速に対応しての引下げと推測される³。

² 経済企画庁 (1999)、Yellen (2006)、Blinder (1999)、Pakko (1995)ほか。

³ 当時の議事録によると、グリーンズパン議長は、先行きの在庫調整を強い懸念材料として指摘している。

政府との関係にみられた変化 - 独立性の向上

中央銀行の独立性と物価安定には一般に相関があることが知られているが、クリントン前大統領は、グリーンズパン議長の判断を尊重し、FRBの独立性を支持したといわれている。

例えば、ルービン元財務長官によれば、「93年までは、大統領と財務長官がFRBの政策について度々口を挟み、圧力をかけようとしていたが、クリントン大統領(93年1月着任)は公の場でFRBの政策について発言しないという原則を常に守った。」とし、その理由として、(1)金融政策に関するFRBの決定は、可能な限り政治的圧力に左右されるべきではない、(2)FRBの独立性を明確に支持すれば、大統領への信頼、経済政策への信認、健全な金融市場への信認が増す、(3)FRB議長に政治的圧力を加えているという印象は、国際市場に悪影響を及ぼす、などを主張したとしている⁴。FRBの場合、以下でみる英国等とは異なり、法制度の改正等を伴わず実態として政治的圧力から独立していったといえよう。

(2) ユーロ圏における金融政策 (ECB設立以後)

今次局面における景気回復の遅れと金融緩和

ECBは、01年5月から金利引下げを開始し、03年6月までに2%まで段階的に引き下げた。その後は、04年以降、英国やアメリカ等における政策金利引上げの動きの中で、政策金利は05年12月まで30か月にわたり2%に据え置かれた。低い金利水準が維持された背景として、ドイツを中心にユーロ圏の景気回復が遅れていたことが指摘されている。特に、04年初からフランス、スペイン等では好調な個人消費を背景に景気は回復していたものの、ドイツ、オランダ等では遅れがみられ、ユーロ圏内の景気回復は国ごとにばらつきがみられていた。

5年2か月ぶりにECBも「予防的」引締め

05年12月の2%から2.25%への引上げ時においては、原油価格高騰が続く

⁴ ルービン(2002)。また、メイヤー元FRB理事は、理事時代、「クリントン大統領は、それ以前の誰よりもFedの独立性を尊重し、グリーンズパン氏を二度にわたり議長として指名した。私の知る限り、金融政策に何らかの影響を与えようとしたことは公的にも私的にも一度もなかった」としている(Meyer(2000))。

中、消費者物価指数(HICP)⁵上昇率は2.2%、コアHICP上昇率は1.4%と依然抑制されていたものの、トリシェ総裁は、「インフレに関してはそれが起きてから対応するよりも未然に予防(prevention)する方が良い」とし、予防的な引締めを行った。その後、3月に上げが行われ、6月にも上げが見込まれる状況となっている(前掲第1-3-1図)。

05年12月の金利上げ時における物価上昇率及びGDPギャップの動きをみると、物価上昇率が比較的抑制されている中で、FRBの04年6月の引上げ局面開始時と同様に、GDPギャップがマイナスからプラスに転ずる時期とほぼ一致している(第1-3-3(2)図)。それ以前における引上げ局面の開始となった99年11月もほぼ同様に、GDPギャップがマイナスからプラスに転ずる状況下で、物価上昇に先立ち上げが行われている。需給バランスのタイト化は将来の物価上昇をもたらす可能性が高いと考えると、先行きのインフレリスクとして、足元の需給情勢を考慮した金融政策運営が行われていると考えられる。

(3) 英国における金融政策

(i) 英国における最近の金融政策

金利引下げと住宅価格高騰

英国も、01年2月に政策金利を6%から5.75%に引き下げたのに続き、以降(9か月連続)10回にわたり4%まで引き下げた。その後インフレリスクを警戒する中で政策金利は4%に据え置かれたが、03年2月に再び引き下げられ、03年7月の再度引下げによって3.5%と歴史的低水準(48年ぶり)となった。

しかし、一方で、02年頃より低金利を背景に、住宅需要の増加とともに住宅価格上昇が続き、住宅バブルを警戒する発言が相次ぐようになっていた。このため、03年11月には3.75%に引上げ、その後も断続的に4.75%まで引上げた結果、当時の欧米の政策金利として最も高い水準となった(前掲第1-3-1図)。

⁵ 各国の消費者物価統計を調整して計測対象の項目を共通化した、ユーロ圏全体の消費者物価指数。

05年8月の引下げは僅差による決定

05年に入り、住宅価格は沈静化したものの、それまで住宅市場の好調によって支えられていた消費の伸びが鈍化し、経済成長率も伸びが鈍化した。8月には、成長率鈍化等を背景に、政策金利は4.5%に0.25%ポイント引き下げられた。議事録によれば、本決定は委員9人のうち引下げが5票であったのに対し、キング総裁を含む4人は据え置き、と僅差の決定であったことが明らかになっている。

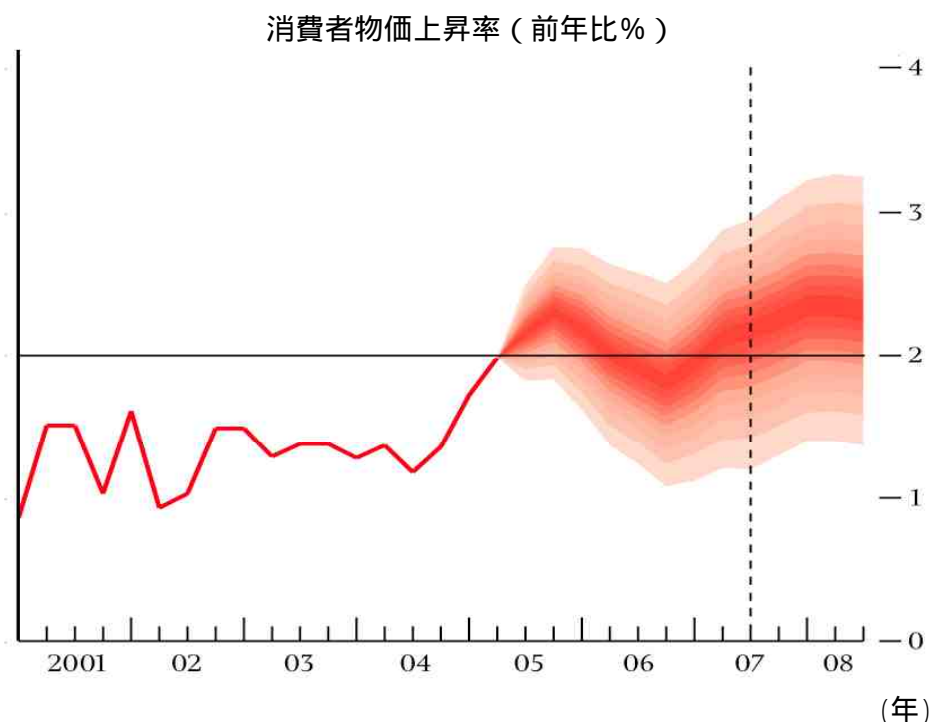
当時の物価上昇率とGDPギャップの動きをみると、GDPギャップは05年初よりマイナスに転じている。しかし、物価上昇率は緩やかながらも上昇しており、8月の金融政策委員会(MPC)会合時点で明らかになっていた6月の消費者物価上昇率は2.0%、会合後に公表された7月の消費者物価上昇率は2.3%と目標値を超えるものであった。MPCが難しい選択を迫られていたことが分かる(前掲第1-3-3(3)図)。

先見的(フォワードルッキング)な政策運営

英国中央銀行(BOE)は、インフレーション・レポートという四半期報を公表しており、その中で先行き2年間の物価上昇率や経済成長率の見通しを、ファン・チャートと呼ばれる確率分布で示している。インフレ見通しの作成にはMPC委員も関与しており、政策運営に機械的に連動しているわけではないが、MPCがフォワードルッキングな政策判断を行う上での重要な材料とされている⁶。05年8月の同レポートをみると、物価上昇率予測を示すファン・チャートでは、2年後まで1~3%のレンジ内に収まっているものの、先行きが一時的に2%を上回ることが見込まれる中、06年以降は2%を下回ることを予想している(第1-3-4図)。MPCによる実際の政策運営においても、経済の先行きを考慮した政策決定を行っていることが分かる。

⁶ King (1997b)。なお、英国のインフレ目標の対象指標は、消費者物価の実態をより反映していることや、ユーロ圏等他国との比較が容易になることから(HM Treasury (2003))、03年12月にそれまで利用していたRPIX(住宅ローン金利を除く小売物価指数)から消費者物価(消費者物価指数。ユーロのHICPと同じ。)へ変更された。

第1-3-4図 英国：2005年8月の物価上昇率ファン・チャート



- (備考) 1. B O E “Inflation Report, August 2005”による。
2. ファン・チャートは今後の予想物価上昇率を扇状に表したもので、色の最も濃い部分が中心予測（10%の確率で実現すると予想）であり、全体では90%の確率で扇状の中に収まると予測している。
3. 3年目は機械的に予測を延長したもので委員会での合意は得られていない。

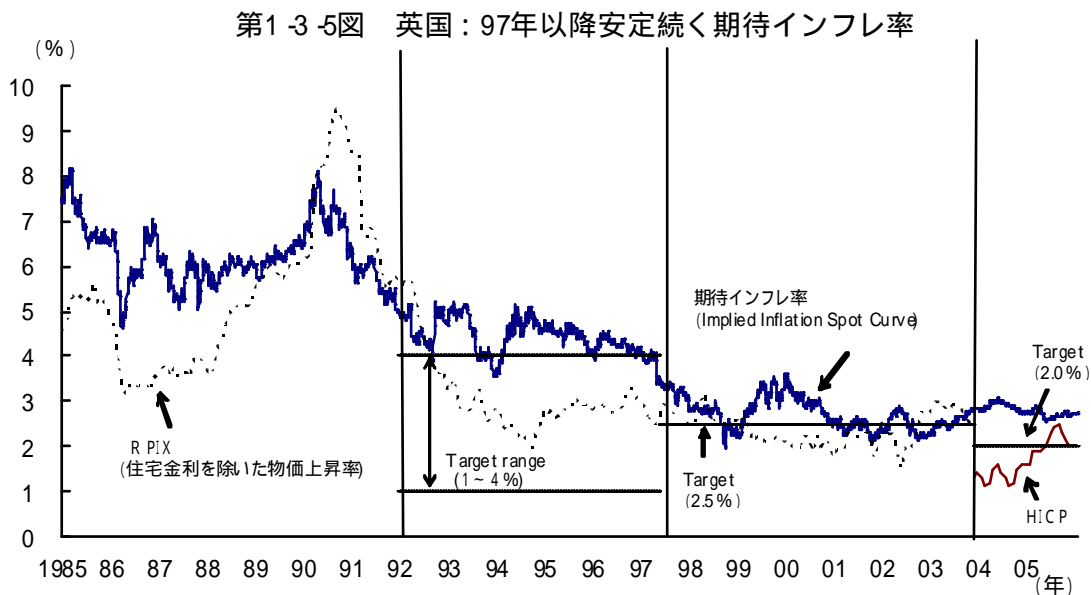
(ii) 英国の現政権下における金融政策運営

通貨危機とインフレーション・ターゲティングの導入

英国では、90年10月に自国通貨を欧州通貨のバスケットに連動する為替相場メカニズム（E R M）に参加し、為替相場安定を重視する金融政策運営を行っていたが、92年9月の欧州通貨危機をきっかけにE R Mを離脱し、フロート制に移行した。こうした中で、金融政策に対する信認維持等を目的として、92年10月に財務大臣から「消費者物価（R P I X）の前年比を1～4%の範囲内とする」旨の発表があり、インフレーション・ターゲティングが導入された。その後、物価上昇率は低下し、約半年後の93年11月にはおおむね2.5%程度で推移するようになった（第1-3-5図）。

93年2月には初のインフレーション・レポートが公表されるなど、金融政

策運営の透明性を高める取組がみられた。



(備考) 1. BOE資料より作成。

2. BOEは、92年よりインフレーション・ターゲティングを採用、95年6月よりターゲットは2.5%あるいはそれ未満(2.5% or less)となり、97年6月より2.5%。参照する物価指標は当初RPIX (Retail Prices Index (RPI) excluding Mortgage Interest Payments)、03年12月からはHICP (Harmonised Index of Consumer Prices)でターゲットは2.0%としている。

3. 期待インフレ率は、BOEが国債10年物利回り - インフレ連動債10年物利回りを計算し発表している。インフレ連動債導入は81年。

BOEの独立性確保とその後の期待インフレ率低下

しかし、インフレ期待は変動しつつも高水準を続け、4%台後半で高止まりした。これは、運営の枠組みの信頼性が必ずしも高くないことを意味していた⁷。97年5月に労働党のブレア政権後、金融政策運営について枠組みの変更が行われ、BOEに政策手段の独立性が確保された。具体的には、98年6月にBOE法が改正され、政府(財務省)が設定したインフレ目標値(Inflation target)を達成するため、BOEは政策金利の決定を含む権限を与えられ、政策決定機関としてMPCが設置された⁸。インフレ目標値は、消費者物価(RPIX)上昇率2.5%としたが、これは常に2.5%を維持することを示しているのではなく、ある程度の期間で2.5%に戻るよう金利を調節することを意味する。ただし、消費者物価上昇率が目標値の上下1%を超えた場合には、BOEはその理由を財務大臣に公開書簡で報告する義務を負う。

⁷ HM Treasury (2002)。また、本レポート及び King(1999)は、92年から96年の物価安定の理由として、90年代初の深刻な景気後退による資源稼働率の低下及びGDPギャップがマイナスの時期があったことを指摘している。

⁸ ただし、例外的な場合として、国民の利益に基づき、政府はBOEに対し限られた期間金利について指示する力を有することが認められている。

その後、期待インフレ率は顕著に低下し、期待インフレ率及び足元の物価上昇率ともに安定した動きが続き、かつその水準はインフレ目標の水準へ収斂してきている。すなわち、B O E の場合、インフレーション・ターゲティングの導入に加え、B O E の独立性確保を含めた政策運営の枠組みが確保されたことにより、市場参加者の期待形成を安定させ、マクロ経済の効率性の改善に寄与しているとみることができる⁹。

コラム : テイラー・ルールの推計とテイラー原則

本文でみたように、少なくとも最近の主要国の政策金利の変更は、物価上昇率だけでなく景気（需給要因）も考慮して行われていると考えられる。

テイラー・ルールとは、物価上昇率が長期的な目標値からどの程度乖離しているか、及び景気変動に対応する指標（例：GDPギャップ）が均衡値からどの程度乖離しているかに応じて、政策金利の変更を行っていく金融政策ルールである。

テイラー・ルールによれば、基本的に需給ギャップがプラス（マイナス）となれば、金利を引き上げ（引き下げ）る。一方、何らかの要因により仮に物価上昇率（または期待インフレ率）が1%上昇したとしよう。この場合、実質金利は1%低下するが、これに対応して金利を0.5%しか引き上げなかった場合、実質金利は依然0.5%低下したままであり、緩和効果が持続してしまう。したがって、金融政策により物価上昇率（または期待インフレ率）変動の影響を相殺し望ましい経路に戻すためには、物価上昇率の変化以上に名目金利を引き上げる必要がある（テイラー原則）。

テイラー・ルールの推計方法は様々であるが、その一例は表のとおりである。アメリカでは、87年以降のグリーンズパン議長の在任期間を対象とすると、それ以前のボルカー議長の在任期間とは異なり、テイラー・ルールが当てはまる結果となっている。また、期待インフレ率の長期パラメータは1より大きく、テイラー原則が当てはまっている。

参考に、ユーロ圏、英国についてみると、ユーロ圏についても、データのとれる92年以降ユーロ導入までみると、同ルール及び原則が当てはまっている。ユーロ導入後は結果が明確ではないが、推計期間が短いためかもしれない。一方、英国については、97年のブレア政権成立後に現在の金融政策の枠組みとなったが、

⁹ その一例として、長期金利が名目成長率と一致するとその動学的効率性がほぼ実現している。

同ルール及び原則がある程度当てはまっている。

テイラー・ルールの推計の一例

	推計期間	期待インフレ率		需給要因	S.E.
		短期	長期	短期	J値(Prob.)
アメリカ	79Q3～86Q4	0.069 (0.107)	0.876 (1.048)	0.148 (0.087)	0.025 0.125
	87Q1～04Q4	0.303 (0.143)*	1.827 (0.288)**	-0.324 (0.112)**	0.004 0.09
ユーロ圏	92Q1～98Q4	-0.295 (0.284)	3.069 (0.204)**	0.314 (0.063)**	0.004 0.175
	99Q1～04Q4	-0.03 (0.169)	-0.121 (0.651)	0.391 (0.093)**	0.003 0.129
英国	77Q1～92Q3	0.086 (0.027)**	0.466 (0.177)*	0.31 (0.066)**	0.012 0.128
	92Q4～97Q1	0.459 (0.088)**	0.734 (0.131)**	-0.137 (0.023)**	0.005 0.289
	97Q2～04Q4	0.674 (0.243)**	13.462 (5.602)*	0.64 (0.129)**	0.004 0.207
日本	83Q1～92Q4	0.247 (0.03)**	2.065 (0.425)**	0.07 (0.034)*	0.003 0.144

(備考) 1. $i_t = \alpha_0 + \alpha_1 i_{t-1} + \beta_1 E_t P_{t+h} + \beta_2 GAP_t + \varepsilon_t$ (各国政策金利、 P :コア消費者物価上昇率、 GAP :GDPギャップ) をGMMで推計。 h は4四半期。()内は標準偏差。**は1%有意、*は5%有意を示す。
アメリカについては説明変数として自己ラグを2期まで加え、需給要因としてGDPギャップではなく、失業率を用いた。ユーロ圏・英国・日本については期待インフレ率としてコア消費者物価上昇率ではなく、それぞれHICPとRPIXと総合消費者物価上昇率を用いた。操作変数として、説明変数及びCRB商品価格指数上昇率の4期迄のラグ変数を用いた。
2. アメリカでのグリーンズパンFRB議長の在任期間は87年8月～2006年1月。ユーロ圏でのユーロ導入は99年1月。英国でのインフレターゲット導入は92年10月、ブレア首相の在任期間は97年5月～。

2. 主要国の金融政策の特徴

(1) 独立性と透明性の向上

(i) 独立性の向上

中央銀行の政策手段の独立性の確保と中央銀行総裁の任期

既にみたように、90年代半ば以降、主要国における中央銀行の独立性は高まっている。中央銀行の独立性を考える概念として、政策手段の独立性と政策目的の独立性がある。金融政策の目的自体は国民から選ばれた政府や議会により設定されており、主要国でも法律で規定されている(第1-3-6表)。

一方、政策手段の独立性とは、目標を達成するための金融政策運営上の責任を負い、目的を追求する方法は自由に決定でき、他の政府機関から簡単に

は覆されないことを意味する¹⁰。欧米ではFRB、ECB、BOEいずれも独立性を得ている。実際には、委員会（ECBは理事会）を設置し政策金利等を決定しており、委員会（同）への政府側の出席の有無等には相違があるものの、出席の場合でもオブザーバーとしての出席であり、手段の独立性は確保されている。

手段の独立性が必要な理由は、金融政策は一定のラグを伴うものであること等により、長期的な視野を持って運営する必要があるためである。中央銀行総裁が長期雇用契約を与えられることで、選挙で選ばれた立法者がするであろう努力よりも、総裁が多くの努力をするインセンティブを与えられることになる¹¹。

総裁の任期をみると、ECBで8年、FRB、BOEでは5年となっている。

¹⁰ Blinder (1999)ほか。

¹¹ Blinder (1999)、Fujiki (2005)ほか。

第1-3-6表 各国の中央銀行の独立性と委員会制

国名	アメリカ (FRB)	ユーロ圏 (ECB)	英国 (BOE)	日本 (BOJ)
政策の目的				
根拠法	連邦準備法 第2条A項	欧州共同体条約 第105条1項	イングランド銀行法 第11条	日本銀行法 第2条
施行年	1913	1998	1998	1998
主要目的	FRB及びFOMCは、最大限の雇用、物価の安定、適度の長期利子率という諸目的を効果的に推進するため、生産を増加させる経済の長期的な能力に適合する貨幣・信用量の長期的増加を維持するものとする。	ECB金融政策の最も重要な目的は物価安定の維持である。これこそが金融政策が経済成長及び雇用創出に寄与するための最善の手段である。	BOEの金融政策の目的は物価の安定を維持すること、及びそれに付随して、経済成長、雇用創出を含む政府の経済目標を支援することである。	日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、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ことをもって、その理念とする。
目的の数値化	なし	中期的に2%に近く2%より低い	2%	0-2%
物価安定の基準となる経済指標	PCE(コア)	HICP	HICP	CPI
政策決定過程				
金融政策委員会	FOMC	ECB政策理事会	金融政策委員会	金融政策決定会合
委員の数(外部任命委員)	12(0)	6(0)	9(4)	9(0)
討議方式	ベージュ・ブック、グリーン・ブック、ブルーブックを元に討議	2本柱(経済分析とM3の参照値を含めた広範なマクロ分析)によるアプローチに基づき討議	インフレレポートを元に討議	金融経済月報・関係業務資料を元に討議
決定方法	投票	投票	投票	投票
投票結果	公表	公表せず	公表	公表
政策決定過程における政府の役割				
政府の関与	なし(政府はFOMCに出席することを認められていない)	・出席権(閣僚理事会議長及び欧州委員会委員) ・議案提出権(閣僚理事会議長)	出席権(財務省代表者)	・出席権 ・議案提出権・議決延期請求権
政府・中央銀行間の見解相違時			政府優先規定(国家緊急事態時)	議決延期請求(否決の可能性あり)
期限			28日間 (議会承認により延長可)	1ヶ月
中央銀行総裁の任免にかかる規定				
任命主体/承認主体	大統領/上院	欧州理事会(欧州議会・運営委員会に諮問)/加盟国政府	元首(女王)	内閣(要両議院の承認)
任期(年)	5年	8年	5年	5年
任期更新	再任可	再任不可	再任可	再任可
政府への信用供与、財政ルール				
政府への信用供与の可否		条約第101条 財政赤字の貨幣によるファイナンスの禁止		財政法第5条 国債の直接引き受けは原則禁止。(第5条但書により保有国債の借換は可能)
財政ルール		安定・成長協定	ゴールデンルール、サステナビリティルール	
金融政策委員の任命にかかる規定				
任期(年)	理事:14年 地区連銀総裁:5年	8年	3年	5年
任期更新		再任不可	再任可	再任可
委員として除外される関係機関等		兼任不可	政府・取締役会の委員(総裁と副総裁を除く)	兼任不可
外部による評価・監視	議会	欧州議会	Nedco(イングランド銀行の取締役会の分科委員会)が評価書を作成	国会

(備考) 各国中央銀行ホームページ、藤木(2005)、Tuladhar(2005)、日本銀行企画室(2000)より作成。

一個人による政策決定・運営から委員会制へ

90年代前半頃までは、FRB等一部の中央銀行を除き、意思決定権は総裁又は財務大臣が保有していた。以後、英国、日本を含め委員会制に移行する中央銀行が増加している¹²。ヨーロッパ諸国もかつては総裁が意志決定権を保有する国が多かったが、ECB設立後は理事会制を採用している。委員会での意思決定は、投票による多数決によるものが多い。

委員会制か総裁かの選択の理論的根拠については、総裁が政策決定について全面的に責任を負う方がその所在が明確となり説明責任の遂行の観点から望ましい、委員会を設置しても委員が異論を唱えることは現実的には困難という意見もある一方で、委員会制の方が複数の人からのより広い視野に立った議論が考慮されることによりリスク回避が図られること、等が指摘されている¹³。

(ii) 透明性の向上

独立性確保の結果求められる説明責任、透明性の向上

独立性を有した中央銀行は、自らの政策運営や政策決定について国民に対するアカウンタビリティ（説明責任）がある。また、国民に説明し信認を得ることにより、金融政策の効果が高まることも期待できる¹⁴。

透明性の向上は、この10年で大きく変化、改善のみられた点である¹⁵。例えば、FRBでは、10年程前までは、政策変更が行われてもすぐには公表されなかった。現在では金融政策は透明性が高まり、政策決定及びその判断根拠や金融政策運営について、国民に分かりやすい形で情報公開を行うようになってきている（第1-3-7表）。中央銀行の決定を市場がより予測できるようになると、そうした市場をさらに中央銀行が予測できるようになり、また中央銀行は市場の予測を調整していく、といった相乗的な効果が働き、金融政策の

¹² Pollard (2004) によれば、88のうち79の中央銀行が委員会制を採用している。

¹³ Blinder (2004, 2005), Lybek and Morris (2004)。委員会制の理論的根拠については依然議論、研究が進められているところである(Fujiki(2005))。

¹⁴ IMFは、中央銀行の政策の透明性は高いことが望ましいとの判断により、99年に「金融政策運営の実践における透明性(Code of Good Practices on Transparency in monetary and Financial Policies)」を決定している。そこでは、二つの原則として、(1)一般市民が政策の目標と実施方法を理解し、かつ政策当局が目標達成に真摯に取り組めば、通貨・金融政策の有効性を高められる。(2)良いガバナンスは、中央銀行及び金融政策当局に対し、特に中央銀行及び金融政策当局に高い裁量権が与えられている場合には、説明責任(アカウンタビリティ)を課す、としている。

¹⁵ Blinder (2004)は各国中央銀行に最近みられる特徴として、透明性の向上、委員会制の導入、市場との対話を挙げこれを「静かな革命(Quiet revolution)」と呼んでいる。

効果のラグが短くなるなどの改善効果が期待できる。

第1-3-7表 説明責任と透明性の向上

	アメリカ(FRB)	欧州(ECB)	英国(BOE)	日本(BOJ)
説明責任及び透明性の確保				
報告先	議会報告及び議会証言 (年2回)	欧州議会、欧州理事会、 欧州委員会 (年1回)	政府	国会(財務大臣経由) 年2回
政策会合開催頻度	年8回	毎月	毎月	月1~2回
政策決定当日の開示内容	プレスリリース (政策決定内容及び背景、 投票結果)	プレスリリース(政策決定内容の み)及びステートメント(政策決 定内容及び根拠となる経済分析と 金融分析)、総裁記者会見	プレスリリース (政策決定内容及び背景)	プレスリリース(政策決定内容) と総裁記者会見
議事要旨公表 とタイムラグ	あり(3週間後)	なし	あり(2週間後)	あり(約1か月後)
議事録公表と タイムラグ	あり(5年後)	公表せず	公表せず	あり(10年後)
経済(物価) 見通し	FRBスタッフとFOMCメン バーが協議の上作成	スタッフによる見通し	MPC委員の指導の下作成したス タッフ見通し	政策委員の見通し
物価見通し の公表				
公表資料名	Monetary Policy Report to the Congress	ECB staff macroeconomic projections for the euro area	Inflation report	経済・物価の将来展望とリス ク評価
公表頻度	年2回(2、7月)	年4回(3、6、9、12月)	年4回(2、5、8、11月)	年2回(4、10月)
インフレーション・ ターゲット	×	×		×
目標数値	-	-	2%	-

(備考) FRB、ECB、BOE、日本銀行より作成。

政策決定、議事録の情報公開等にみられる透明性の向上

透明性の向上として、例えば、FOMCにおける政策変更は、94年2月までは、次回FOMC数日後の議事要旨公表時まで原則非公開であった¹⁶。94年2月以降政策変更は即時公開されるようになり、市場がFRBの行動を予測することがより容易になった¹⁷。98年12月以降は、一般公表されるべきとFRBが考える場合においては、金融政策の運営スタンスの変更が即日発表されるようになり、2000年2月以降はプレスリリースが毎回公表されるようになった。04年12月には、議事要旨の公表が早期化された。

なお、この間、03年8月には、FOMCは「金融緩和はしばらくの間継続

¹⁶ 89年10月にグリーンズパン議長(当時)は、下院議会で、「FOMCの決定を即刻開示すべき」との要求に対し、「政策決定の公表を求められると、時宜を得た適切な政策変更が妨げられる可能性がある」と証言している(Blinder(1999))。

¹⁷ Poole and Rasche(2003)

する¹⁸⁾とし、初めてフォワードルッキングな表現を声明に明示的に加えるようになった。

第1-3-8表 F O M C の透明性向上、市場との対話に関する取組

年 月	主な変更点
94年 2月	会合の結果、政策変更が生じた場合に声明(ステートメント)を公表
95年 2月	79年以降の議事録を、会合後5年を経たものは開示 また、声明にF F金利の誘導目標値を記述
98年 12月	政策変更があった場合に加え、F O M C のリスクバランスに対する見解や将来の金融政策の方向性(バイアス)が大きく変更された場合でも、必要と認められた場合に声明を公表
00年 2月	声明を毎会合ごとに公表 政策バイアスに関する記述を落とし、リスクバランスに関する評価を記述
02年 3月	各委員の投票状況を記述
03年 5月	物価上昇率についてのF O M C の見解を記述
8月	政策の先見的(フォワードルッキング)な方向性について記述
04年 12月	議事要旨の公開を早期化し、会合開催3週間後(次回のF O M C 会合よりも前)に公表

(備考) F R B、Woodford(2005)、Yellen(2006)、Pakko(1995)より作成。

E C B は、98年6月の設立当初より独立性は保証されているが、2000年12月にユーロ圏経済見通しを初めて公表するようになった。以後経済見通しは、6月と12月の月報の中で年2回公表されていたが、04年6月からはマクロ経済予測(E C B staff macroeconomic projections)という形で独立したレポートとなり、四半期に一度公表されている。

B O E では、97年の独立性付与とともに、M P C が設置され、政策決定会合後2週間で詳細な議事要旨を公表し、F O M C、E C B、B O E の中で最も高い透明性を持つと指摘されている¹⁹⁾。

各中央銀行の透明性はこのように向上しているが、現在公表される情報の種類には相違点もある。ここでは投票結果の公表の仕方と物価指標について紹介する。

¹⁸⁾ “policy accommodation can be maintained for a considerable period”

¹⁹⁾ Blinder (2004)

投票結果の公開

各委員の投票結果は、F R Bでは02年3月以降プレスリリースで、B O Eでは97年6月分以降議事要旨で公表するようになっている。

一方、E C B委員会開催後は、プレスリリースの公表とともに総裁記者会見が行われる。政策決定は多数決だが、投票者の名前、内訳等は公表されていない。これはE C Bは複数の国の集合体であるというユーロ圏の特殊な事情を踏まえ、ユーロ加盟国からの不当な政治的圧力が委員にかかることを防ぐだけでなく、運営理事会が各国利益の主張の場とならないようにするためである²⁰。

物価指標として何をみるべきか？

透明性の向上を図る上で、市場との対話の基礎となる物価安定の指標としては、対象とする取引主体や取引段階の違いを反映して様々な指数(例えば、企業物価指数、消費者物価指数、G D Pデフレーター等)があり、それぞれ動きも異なっているため、中央銀行が金融政策運営のスタンスを説明する際には、重視する物価指数を絞らないと対外的な解り易い説明が困難となる²¹。多くの中央銀行では、消費者物価指数を重視している。この理由としては、(1)消費者物価は国民生活にとって身近であり、透明性の観点から適していると考えられること、(2)速報性、等が挙げられている。

また、E C B、B O Eでは消費者物価指数(総合)を採用しているのに対し、F R Bでは2000年2月以降P C E総合を採用した後、04年7月以降P C Eコア(食料、エネルギー除く消費デフレーター)を用いている²²。Blinder & Reis (2005)は、これは食料品やエネルギー価格の変動は一時的なものであり、長期的なインフレ期待には影響しない、との考えに基づくものとしている。一方で、将来のインフレ期待が2~3年に及ぶ場合、コアも総合もほとんど変わらない、という指摘もある²³。

Blinder & Reis (2005)は、アメリカの消費者物価総合及び消費者物価コアを比較し、アメリカの将来の物価上昇率(消費者物価総合上昇率)を予測する指標としてどちらが優れているかについて簡単な検証を行っている。つまり、

²⁰ Padoa-Schioppa (2000)

²¹ 鶴飼、園田(2006)

²² アメリカでは、P C Eデフレーター、P C Eコアともに月次で公表されている。04年7月のP C E総合からP C Eコアへの変更について、F O M Cは「基調となるインフレトレンドの指標として、より優れているため」としている(F R B(2004))。

²³ Lars Svensson 教授による指摘として、Blinder & Reis (2005)に紹介されている。

国民生活における物価安定の視点からは、すべての財・サービスについての消費者物価（総合）をみることが適切と考えられるが、足元の消費者物価指数は、食料やエネルギー価格変動の影響を強く受ける。彼らによれば、アメリカでは2回の石油危機を含め原油価格高騰は一過性のものであり、長期的なインフレ期待に影響するものではないとされている²⁴。また、検証結果によれば、総合の上昇率予測のためには、コアの方が予測の精度が高くなっている。

同様の推計を、アメリカ、ユーロ圏、英国、日本について当てはめたのが第1-3-9表である。これによると、アメリカは、彼らの結果と同様、コアの方が総合と比べ推計残差が小さく、予測力が高くなっている。英国や日本も同様で、コアの方が残差が小さく、日本については通常用いられている生鮮食品を除くコアと比べ、生鮮・エネルギーを除くコア（内閣府試算）の方がさらに小さくなっている。一方、ヨーロッパについては、推計期間が96年以降と原油価格が比較的安定していた期間であったことに留意する必要があるものの、半年から1年先の予測ではコアよりも総合の方が残差が小さくなっている。ただし、その差は2～3年先になるとほとんどなくなる。

²⁴ 理論的には、物価安定としてホームメイド・インフレーションの調節が金融政策の対象であり、また長期の物価上昇率であることから、これを測るものとしてより適しているからである。

第1-3-9表 先行きのインフレ予測（総合指数とコア指数の比較）

		予測期間			
		6か月	12か月	24か月	36か月
アメリカ (85年～)	コア	0.84	0.68	0.63	0.59
	総合	0.89	0.74	0.74	0.73
欧州 (96年～)	コア	0.88	0.53	0.43	0.30
	総合	0.85	0.47	0.42	0.29
英国 (96年～)	コア	0.81	0.40	0.26	0.19
	総合	1.32	0.67	0.46	0.41
日本 (85年～)	コア(生鮮・エネルギー除く)	1.36	0.93	0.93	0.93
	総合	1.43	1.01	1.00	1.01
	コア(生鮮除く)	1.41	0.99	1.00	1.01

(備考) 1. 各国発表の物価指数(アメリカ: PCEデフレータ、欧・英: H C P I、日: C P I)より内閣府試算。

2. Blinder & Reis(2005)を参考に、各国の物価上昇率(総合)を、同指標で予測させた場合及びコアで予測させた場合の推計式残差。残差が小さい方が説明力(予測力)が高いと解釈される。

推計式は
$$\dot{P}_{t,t+h} = const. + \beta X_{t,t-12} + \varepsilon_t$$

3. コア指数: 変動の大きい食料とエネルギーを除いて算出した物価指数。

(2) 期待形成に働きかける金融政策運営の重要性

なぜ期待に働きかけることが重要なのか

市場金利は、市場の期待形成の変化から大きな影響を受ける。一方で、中央銀行が調節できるのは政策金利である短期金利であり、経済主体の消費や投資行動、さらには物価に及ぼす影響の大きい長期金利、株価や為替に対しては間接的な影響となる²⁵。長期金利等の指標は、数か月から数年先の将来の政策金利の方向性に対する期待によって変動する。

したがって、将来の短期金利パスについての市場の期待形成に働きかけることが金融政策運営の上で重要となる。

²⁵ ここでの議論は Woodford (2005)を踏まえたものである。

金融政策運営の先行きについてのコミットメント

今、極端な例として、何らかの要因により、中央銀行が今期金利を引き上げ、その要因や来期以降の道筋について何も情報を提供しないとする。その場合、市場や国民は、引上げの背景がインフレ懸念なのか景気過熱なのか、あるいは今後再び金利を引き上げるのかそれとも据え置くのか、据え置いた後また引き上げるのか下げるのかなど、不確実性及び情報の非対称性のある中で個々に判断し、自らの期待及び最適化行動を修正していくことになる。しかし、実際には既にみたように中央銀行の透明性は向上し、政策決定の根拠等は公表されるようになっている。

ここで、さらに、中央銀行が現在のみならず将来の金融政策運営の道筋について十分コミットメント（約束）できれば、市場が個々に将来の予測を立てる必要性が低下し、市場の期待を中央銀行の目標値の近傍に安定的に保つことができるようになる。その結果、経済を安定化することができると考えられる。また中央銀行が市場の信認を維持し続けるためには、実際に公表した道筋に沿った政策を実施する必要がある。しかし、何ら制約を設けずに今期だけの金利について裁量的な決定を行う場合、国民が予期しないタイミングで金利を引き下げることにより、総需要を刺激し失業率を一時的に引き下げる、ということが可能となり、その場合、最適水準よりも高いインフレを招くという懸念（動学的非整合性の問題²⁶）を生じさせてしまう。最近の金融政策運営では、コミットメントをある程度意識したものとなっている。例えば、先にみたように、FRBは、最近の金利引上げ局面において、「金融緩和の慎重な取りやめ」「ある程度のさらなる引締め」といった表現を用いることにより、先行きの金利についての道筋を示している。ECBはそこまで明確でないものの、「金融政策は緩和的」「物価安定にかかるリスクは上向き」といった説明によりある程度の方向性を示している。BOEはインフレーション・ターゲティングを採用しており、コミットメントという点からは最も明確といえよう。

²⁶ Kydland and Prescott (1977)

コラム：「新しいケインズ経済学」による最適金融政策分析について

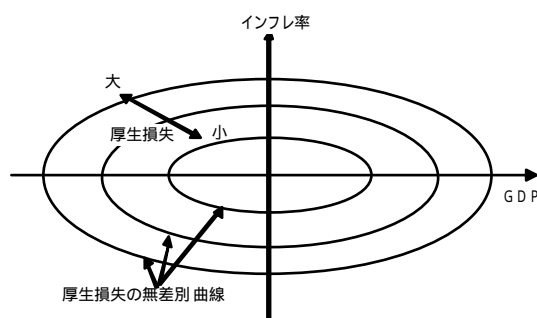
期待に働きかける金融政策の重要性については、最近の「新しいケインズ経済学」に基づく最適金融政策のモデルにより理論的にも説明される。

「新しいケインズ経済学」の特徴は、価格粘着性を仮定する点でケインズ経済学、あるいはIS-LM分析と共通しているが、ミクロ的基礎が定式化され、期待の役割が厳密に扱われている。

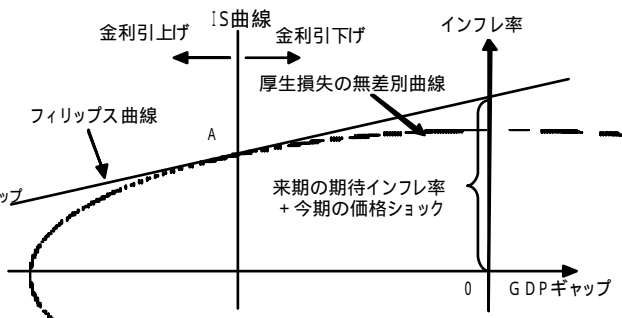
「新しいケインズ経済学」に基づく最適金融政策分析を考えるモデルでは、期待を考慮した総需要曲線（IS曲線）及び総供給曲線（フィリップス曲線）を仮定する。さらに、IS-LM分析では金融政策はマネーサプライを調節することによりLM曲線をシフトさせ短期金利を操作したのに対し、本モデルでは中央銀行は物価上昇率とGDPギャップの安定を政策目標とし、社会的損失関数の最小化を図る主体と仮定する。この場合、社会的損失関数は、物価上昇率の二乗とGDPギャップの二乗の加重平均に近似できるとされる（図1）。また、家計や企業は各々先行きの経済情勢を合理的に予想しつつ効用または利潤の最大化を図ると考えると、導出されるIS曲線、フィリップス曲線はともに将来のGDPギャップや期待インフレ率に依存して決まることになる。なお、合理的期待により、予想される財政・金融政策変更は経済主体の行動に影響を与えない。

このフレームの下では、中央銀行は短期金利を調節することによりIS曲線を左右にシフトさせ、社会的損失を最小化する（図2）。しかし、例えば、図2の状況下で仮に価格ショックが発生してフィリップス曲線が上方シフトした場合、インフレを抑制するために短期金利を調節しIS曲線をシフトさせればGDPギャップが犠牲となり損失の増大は避けられない。しかし、中央銀行が利上げと同時に将来の金利（引上げ維持）にもコミットし、市場の信認を得た場合は、期待インフレ率の低下を通じてフィリップス曲線のシフト幅をある程度相殺でき、損失の増大を軽減することが可能となる。

(図 1) 厚生損失の無差別曲線



(図 2) IS 曲線とフィリップス曲線



(参考文献) 三尾 (2005)

(3) インフレーション・ターゲティングについて

物価安定という目標を達成するためには、政策当局の信頼を確保することが何よりも重要である。そのための一つの方法として、金融政策に明示的なノミナル・アンカー²⁷を設定し政策の透明性を高め、期待インフレ率を低下させるとともに、コミットメントを明確化することにより政策当局の裁量の余地を小さくする考え方がある。

90年代に、ニュージーランド(90年)、カナダ(91年)、英国(92年)、スウェーデン(93年)等で物価上昇率について目標範囲(または目標値)を明示的に設定するインフレーション・ターゲティングが採用された。その後増加・拡大し、現在ではOECD加盟国で12か国、非加盟国で8か国が採用するに至っている²⁸。

なお、インフレーション・ターゲティングは、金融政策の枠組みの一つであるが、その定義については、学術的には依然複数の定義があるものの²⁹、たとえばIMFでは以下をインフレーション・ターゲティングの二つの特徴として明示している³⁰。

- 1) 中央銀行は、唯一の目標としてインフレの値あるいはその幅(レンジ)についてコミットし、それに向けて金融政策を執行する。インフレが唯一の目標ということで、物価安定が金融政策の最重要目標であるこ

²⁷ ノミナル・アンカーとは、物価安定のための錨のような役割を担うもの。

²⁸ Tuladhar (2005)による。

²⁹ Svensson (2002)、Svensson and Rudebusch (1998)、Bernanke and Mishkin (1997)等。

³⁰ IMF (2005)

とがよく理解でき、目標数値が政策当局の考え方を伝播する一助になる。

- 2) 中長期のインフレ予想が金融政策の目標値となる。このため、インフレーション・ターゲティングは「インフレ予測ターゲット」である。現在の物価や雇用契約、物価スライド制度により短期のインフレは事前にある程度決まっているため、金融政策は将来のインフレ期待にのみ影響を与えることができる。中央銀行は新しい情報に対応して政策変更を行うことにより、将来のインフレ期待に影響を与え、目標値に近づけようとすることで、結果的に現在の物価上昇率を目標値に近づけることができる。

インフレーション・ターゲティングの利点

インフレーション・ターゲティングの政策的意義としては、透明性の向上、中央銀行の説明責任の明確化、インフレ期待のアンカーを提供し、それが実体経済にも良い影響を及ぼす、と指摘されている³¹。

また、キング総裁は、英国の経験を踏まえたインフレーション・ターゲティングの利点として、透明性の向上や説明責任、インフレ期待の調整がより容易になることのほかに、独立性のある中央銀行の政治的合法性（legitimacy）を確立するので、特に不人気な決定を行う場合に有用であるとしている³²。

各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

現在、インフレーション・ターゲティングを採用している国も、90年代以前はインフレ抑制のためにマネーサプライや為替レートを中間目標とした金融政策を採用していた。しかし、実際にはこれらの中間目標と物価上昇率の間の関係が曖昧だったため市場の信認を得ることができず、目標の達成が困難となっていたことが物価上昇率を明示的なノミナル・アンカーとするインフレーション・ターゲティングの導入の背景となったと考えられる³³。

³¹ Woodford (2003)等

³² King (2004)による。このほか、Blinder (2004)は、インフレーション・ターゲティングは、中央銀行が透明性を高めるための実践手法の典型例として挙げることができる、としている。また、インフレーション・ターゲティングの最大（most essential）の理論的根拠は、「政策当局に対し、国民と対話することを促すとともに、中央銀行に説明責任と規律を課すことにある」との指摘もある（Bernanke et al (1999)）。

³³ King (1997a)、(1997b)、Tuladhar (2005)

また、途上国におけるインフレーション・ターゲティング導入の背景には、アジア通貨危機やロシア通貨危機を経た後、法的に制度的枠組みを設けることで中央銀行の独立性を保証し、金融政策への信認を高めようという意図があったと指摘されている³⁴。

F R Bにおけるインフレーション・ターゲティング導入をめぐる議論

F O M Cでは、これまで数次に渡りインフレーション・ターゲティングについて議論している。95年1月の会合では、ブロードス(リッチモンド連銀)総裁がインフレーション目標(オブジェクティブ)を明示的に提示する方が、むしろ短期的にはより政策変更の自由度が高まること等を理由に賛成の意見を唱えている³⁵。一方で、イエレン理事が、複数年に及ぶインフレーション・ターゲットの導入には反対するとし、その理由としてF R Bは物価と雇用双方の安定を図ることが重要であり、景気安定のために物価上昇率が多少望ましい水準を上回ることも政策の選択肢となり得ること、多くの中央銀行は、実態として物価だけでなく景気も重視しており、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の信認が高まるという保証はないこと、等を挙げている。

また、これらの議論を踏まえ、グリーンSPAN議長(当時)は、インフレーション・ターゲティングは興味深い考え方であり、長期的な物価安定指標をアンカーとして持つことは重要とする一方で、多くの人が短期的なフィリップス曲線(物価上昇率と失業のトレードオフ)の存在を信じている中で、それを否定し、物価安定が長期的目標として極めて重要と発言することは誤解を招く、としている。

96年7月には、ターゲットを示すことで市場の過度な反応を警戒できるとの意見が出され、複数のF R B高官がコア消費者物価上昇率2%と発言した。05年2月にも議論され、「長期的な物価安定目標を数値化することはいくつかの利益をもたらす」との発言もあったものの、結論は保留とされた。なお、イエレン(サンフランシスコ連銀)総裁は、最近では、「長期的に望ましい物価上昇率を数値で示すことは市場との対話を深化させる上で有益」とする一方で、「インフレーション・ターゲティングは、長期の目標であり、雇用を軽視しているのではないことを明確にする必要」と発言している³⁶。

³⁴ Tuladhar (2005)

³⁵ F O M C 議事録による。

³⁶ Yellen (2005), (2006)

ECBにおけるインフレーション・ターゲティング導入をめぐる議論

ECBは議事録が公開されていないため、インフレーション・ターゲティングが議論されたか否かは必ずしも明らかではないが、Issing専務理事は、ECBの金融政策運営について、(1)物価安定が第一目標であること、を明らかにした上で、(2)中央銀行が物価に影響を及ぼすことができるのは「長くかつ不確実なラグ」を伴うため、物価上昇率の短期的な舵取りをするのは期待過剰であり、政策運営に対し柔軟性を持たせていること、(3)金融政策を総合的な観点から判断するために、物価変動に関する短期的分析に加え、マネーサプライや資産市場に関する長期的分析も不可欠であることから、「2本の柱(物価上昇率とマネーサプライ)」戦略は重要な役割を担っている、としている³⁷。

また、トリシェ総裁は、ECBの政策運営について、物価安定を数値で示してはいるものの、いわゆるインフレーション・ターゲティングとは一線を画す(かつFOMCとも異なる)、独自の金融政策枠組であると主張している。インフレーション・ターゲティングの問題点として、特に資産価格の高騰が全体の物価水準に影響を与えるような事態に対して対応しきれない可能性があることを指摘し、資産価格の変調を的確に把握するためにも、金融政策は流動性の動向を十分考慮した上でとられるべきであるとしている³⁸。

インフレーション・ターゲティング導入に当たっての留意点 - 諸外国の経験を踏まえて

FRBやECBでの議論を踏まえると、FRBでは、インフレーション・ターゲティングを導入した場合、法律で政策目的として規定されている雇用の最大化をどう整理すべきかが論点の一つとなっている。一方、ECBでは、資産価格が変動した場合に自由度が制限されることを懸念しているようである。

また、インフレーション・ターゲティングを有効に機能させるには、BOEの例でみたように、中央銀行の政策目標を政府(あるいは国民の代表である担当大臣等)の経済政策目的との整合性が保たれるように設定した上で、中央銀行が、自らの裁量の下政策目標を達成するインセンティブを常に持つ

³⁷ Issing (2004)

³⁸ Trichet (2004)

ような、国民から信認の得られる枠組みを設定することが重要である。

Goodfriend (2005)は、良い金融政策のために中央銀行が独立性を持つのは必要条件ではあるが、十分ではないと指摘し、その一因として、中央銀行には政治家、政府から様々な（金利引下げ）圧力があることを指摘している。解決策は、中央銀行の独立性に、枠組み - 中央銀行が説明責任を負えるような明確な目標 - を伴うようにすることであり、枠組みとしては、かつては、金本位制、最近では、固定為替レート、低インフレへのコミットメントあるいはインフレーション・ターゲットがあるとしている。

日本銀行でも、以前よりインフレーション・ターゲティングについて各種レポートが公表され、金融政策決定会合でも議論されている。また、06年3月には「中長期的な物価安定の理解」として望ましい物価上昇率の数値的基準（0～2%）が示されたところである。ただし、日本にインフレーション・ターゲティングの議論を応用する場合に考えるべき点としては、ゼロ金利制約下で実質的に操作目標が期待管理しかないことに注意する必要があるとの議論があることには留意する必要がある³⁹。

まとめ

90年代以降の世界的な物価安定には、経済構造の変化、生産性向上や国際競争の高まりによる企業の価格設定行動の変化等の影響があるが、政策も重要であり、財政政策運営が規律を重視するようになったこと、より中長期的な要因として金融政策運営が物価安定をより重視するようになったことも寄与していると考えられる。

主要国の中央銀行（FRB、ECB、BOE）について、最近の金融政策動向をみると、物価上昇率と需給要因の両方を考慮しつつフォワードルッキングあるいは予防的な政策運営が行われるようになってきている。例えば、FRB、ECBによる直近の金利引上げ局面では、足下の物価上昇率は安定して

³⁹ Bernanke & Reinhart (2004)は、ゼロ金利での金融緩和政策として、(1)期待に働きかける、(2)特定の資産の大量購入、(3)中央銀行のバランスシートの規模の拡張、の三つを指摘している。Eggertson and Woodford (2003)は、このうち、将来の財政政策との関連を除くと、(2)や(3)の政策効果は基本的にはないと主張している（ほか、Eggertson (2004)等）。実務家からの主張としては、植田(2005)がある。

いる状況の中で、GDPギャップがマイナスからプラスに転ずる時点で既に引上げ（金融政策の緩和的水準から中立的水準への移行）を開始したと考えられる。

また、金融政策運営についてみると、各国ごとの相違もみられるものの、物価安定の重要性の認識の高まり等を背景に、特に90年代半ば以降、中央銀行の独立性及び金融政策の透明性が向上している。また、政策の先行きに関するシグナルを市場に与えることにより人々の期待形成に影響を働きかけることを重視するようになり、それにより金融政策の有効性を高めるようになったという共通した特徴がみられる。これらは、中長期的な物価安定及び経済のボラティリティの縮小に寄与したと考えられる。

金融政策運営で期待形成に働きかけることが重要となるのは、期待が変化することで、短期金利のみならず、長期金利等实体经济に影響するほかの重要な経済変数にもより影響力を及ぼすことができるようになるためである。そのためには中央銀行は透明性の向上に加え、市場との対話を適切に行い、中央銀行の行動が人々に理解されるようになることが重要である。

最近話題となっている政策手法の一つにインフレーション・ターゲティングがあるが、これは中央銀行のコミットメントの内容を明確にし、期待形成に働きかける上でもより分かりやすいという意味で、透明性向上の一つの有力な手段と考えられる。ただし、各国の中央銀行の導入を巡る議論の中では幾つかの課題も指摘されており、財政・金融政策全体の枠組みの中で、実効性を考えつつ導入の必要性について判断することが重要である。

金融政策運営は、これまでも経済・金融情勢の変化に応じ変化してきており、今後も日々変化していくと考えられる。実際、各国では日々中央銀行や学者等による研究発表、意見交換等が行われている。諸外国の経験は、各国にとっても重要な情報である。今後もさらなる研究、議論が期待される。