

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

The Way Back to Stability and Growth in the Global Economy
The Mayekawa Lecture

ジョン テイラー

Discussion Paper No. 2008-J-13

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

IMES Discussion Paper Series 2008-J-13

2008年7月

The Way Back to Stability and Growth in the Global Economy

The Mayekawa Lecture

ジョン テイラー*

Presented at the 2008 International Conference:
Frontiers in Monetary Theory and Policy
The Institute for Monetary and Economic Studies
Bank of Japan
28 May 2008

* スタンフォード大学

本稿は、日本銀行金融研究所が著者の同意を得て翻訳したものである（文責：日本銀行金融研究所）。

前川レクチャーにお招きいただき大変光栄に思う。また、こうして東京に戻って来たこと、そして日本銀行でレクチャーを行えることに大きな喜びを感じている。本日の講演は、1970年代、1980年代に前川総裁が行った経済研究と政策問題に対する包括的アプローチについてお話することから始めたいと思う。その上で、同様のアプローチを用いて、今日の研究者や政策当局者が直面しているいくつかの困難な問題について考えてみたい。

研究と政策に対する包括的アプローチ

前川総裁が研究と政策に対して採った重要かつ有用なアプローチは、彼の貢献の特筆すべき点だが、そのアプローチを捉える最良な方法は、前川総裁の就任期間およびその後における彼の成し遂げた業績を実例と逸話を通して示すことだと思う。そこでまず1970年代の金融政策についてから話を始めたい。

金融政策の実務から得られた知見

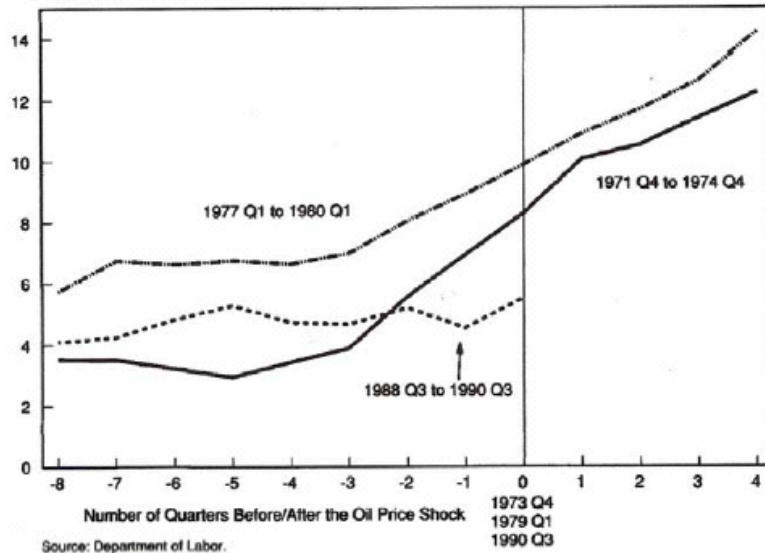
前川春雄氏は、1974年から1979年まで日本銀行副総裁として、1979年から1984年には日本銀行総裁として活躍された。周知のとおり、1970年代後半から1980年代初頭は、世界中の政策当局者にとっては非常に困難な時期であった。当時、多くの国でインフレが猛威を振り、その後生じることとなる Great Moderation（「大いなる安定」。80年代以降インフレ率や経済成長率の変動が低下した現象）は、せいぜい金融経済学者のはかない夢、もしくはコンピュータ上のシミュレーションに過ぎなかった。

こうした中、前川総裁率いる当時の日本銀行が行った卓越した金融政策は、後の世代に重要な教訓をもたらすものであった。第一次オイル・ショックの教訓を即座に活かしたインフレなき経済の実現に向けての日本銀行の確かなコミットメントによって、日本は、米国や多くの欧州の国のように高いインフレに悩まされることなく、1970年代後半のオイル・ショックを凌ぎきることができた。

私自身、初めて出席した日本銀行主催の国際コンファレンス（第3回、1987年）で、この点を指摘している（Taylor（1988）を参照）。また、1991年に私が担当した米国大統領経済諮問委員会（CEA）の大統領経済教書において、1970年代後半から1980年初頭にかけての日本の成功を米国と対比し、当時の政策課題であったイラクによるクウェート侵攻以降のオイル・ショックの影響を緩和するためには、低インフレの実現に強くコミットする政策が高い効果を持つことを論じている。図表1は、その当時使用した日米比較を再掲したものである。1977年第1四半期から1980年の第1四半期にかけて、日本（下表）のインフレ率はほとんど上昇していないのに対し、米国（上表）では大きなインフレ率の上昇となっている。こうした日本の政策から得られた教訓は明らかであり、1990年後半までには、米国を含め世界各国においても低インフレ政策が広く採用されることとなった。

Inflation was high and rising before the two oil price shocks of the 1970s but was relatively low and steady before the 1990 shock.

CPI, Percent change from year earlier



Inflation was high and rising and remained high in the first oil price shock but was low and remained low in the second oil price shock.

CPI, Percent change from year earlier

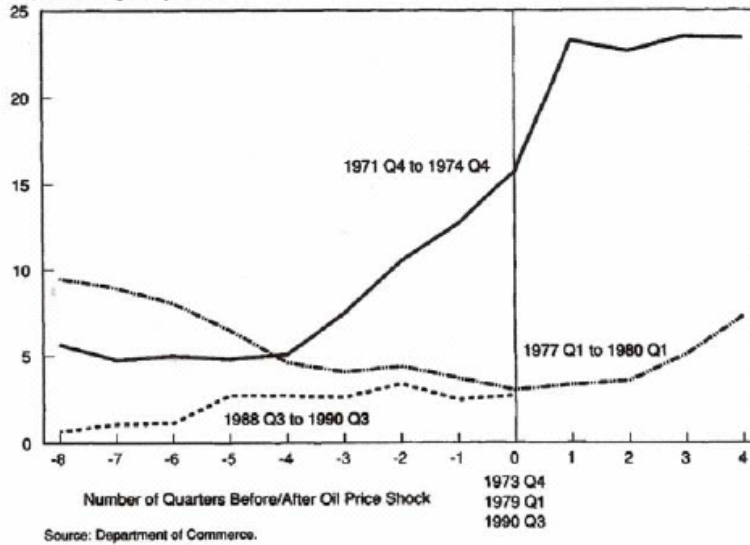


Figure 1. The impact on inflation of the oil shock of the late 1970s and early 1980s in Japan (lower chart) was much lower than and the United States (upper chart). The two charts originally appeared in the 1991 *Economic Report of the President*.

图表 1

研究と金融研究所の設立

同時に、前川総裁が行った経済研究と金融研究所に対する支援に深く感謝したい。前川総裁の提案により 1982 年に設立された金融研究所の歴史は、すでに四半世紀を越えた。研究所の発足にあたり前川総裁が寄せた言葉、すなわち、「基礎的研究は、樹木にたとえれば根に相当し、一見地味ではあっても、非常に重要である。金融経済のメカニズムに関する理論的な解明は、事象の本質を正しく把握するための基礎である。これによって、たとえば目先の目的を達成しようとする政策が、長期的にはどのような副作用を持つかといったことが明らかになる」(翁(1998)を参照)は、中央銀行で基礎研究を行う上での規範となるものであり、以来、金融研究所の研究者および研究所を訪れた多くの人たちに影響を与えてきた。

ここでも私たちが学ぶべき教訓は明らかである。適切な金融政策の遂行には、良質な理論的研究が不可欠であるということだ。私は、鈴木淑夫氏が所長であった 1987 年の春と夏に海外客員研究員(Visiting Scholar)として金融研究所に滞在し、また、研究所主催の国際コンファランスに度々参加した。これらの体験を通じて、金融政策を研究する他の多くの学者と同様に、私自身多くの恩恵を受けてきた。

前川委員会

前川総裁は、金融政策や中央銀行業務以外にも重要な足跡を残している。海外で保護主義の圧力が高まりつつあった 1986 年に、中曽根康弘首相は、「国際協調のための経済構造調整研究会」を設立した。研究会の目的は、当時貿易問題の緊張を引き起こす原因となっていた日本の経常収支黒字を減らす方法を提案することであった。ちょうど日本銀行の総裁任期を満了していた前川氏が研究会の座長に任命され、その結果、この研究会は「前川委員会」、提出された報告書は「前川レポート」と呼ばれることとなった。

「前川レポート」は経常収支黒字の削減を目的とする報告書であったが、その提言は、新たな規制導入ではなく、市場機能を活かした経済政策の推進であった。報告書は「原則自由、例外制限」という立場を強調し、輸入の増加は、小売部門をはじめ各分野における規制緩和によって達成されるべきであるとした。孤立主義や保護主義ではなく、国際主義により、日本経済を国際社会との調和に導くことを目指したものである。

「前川レポート」が提出された数年後、日米両政府は、提言の実現に向けて模索を始めた。米国の保護主義的感情を沈静化させるため、両国間で「日米構造問題協議」が複数回開かれた。協議の結果、経常収支赤字は国内投資と国内貯蓄の差から生じるという経済学的な考えに基づき、米国に対しては貯蓄の増加を、日本に対しては投資の増加を求めることが強調された。その後、日米両国は、これらの目標達成に向け努力を行っていくことになる。私は当協議の米国側参加者であったが、会合において「前川レポート」は議論の基礎となり、幾度となく参照されていた。協議を通じて提案された政策は、経常収支黒字問題への対応策か否かにかかわらず、「前川レポート」と同様に経済学に沿った政策提

言であった。私は、ここでの理論的な考察に立脚した提言が、保護主義圧力を減じる上で多いに役立ったと考えている。

「Way Back to Growth in the World Economy」の奨め

前川総裁の影響の大きさを示す4つめの事例として、前川総裁が25年前の1983年に行った講演を紹介したい。折しもその年は、金融研究所の第1回国際コンファランスが開催され、ミルトン・フリードマンとジェームス・トービンがキーノートスピーチを行っている。前川総裁の講演も、フリードマン、トービンのスピーチとともに金融研究所の機関誌である「Monetary and Economic Studies」の第1巻に掲載されている。

講演が行われたのは、世界経済にとっては分岐点といえる時期であった。私見ではあるが、前川総裁の講演に盛り込まれた提言の内容自体、当時が分岐点であったことを示している。今でこそ私達を知るように、1983年当時（厳密に示すのは難しいが、1982～84年の時期）は、後日金融経済学者が呼ぶところの「Great Moderation（大いなる安定）」、あるいは「Long Boom（長期の好況）」の始まりの時期である。反対に、「Great Moderation」が始まる前の15年間は、世界経済は、高く変動するインフレ率、頻繁に生じる景気後退、不安定な金融システム、高騰を続けるエネルギー価格、といった様々な困難に見舞われていた。前川総裁は講演の中で、これらの問題の相互依存性を的確に認識し、問題を同時かつ大胆に整理してみせた。「The Way Back to the Growth of the World Economy」という題名のこの講演では、1960年代に多くの国で道を踏み外した経済政策が採用され、それが経済の悪化に繋がり、その後の「Great Inflation」はあくまで結果であるという、前川総裁の識見が示されている。要するに、前川総裁の提言は、基本に立ち返ることにより、政策を正当な道筋に戻すことであった。

前川氏は、問題解決の政策提言を行う前に、まず問題の根源を理解することが重要であると強調することから講演を始めている。ここでも先述の金融研究所発足にあたっての言葉と同じ趣旨で、「我々が困難を乗り越えられるかどうかは、それらの根本的な原因を的確に精査する能力と、それらの困難を取り除くべく適切な政策を打てるか否かに大きく依存している」と述べている。その上で、「世界の相互依存関係が密接となる中で、現在の数々の経済的困難を乗り越えるためには、各国が国際的な視野から政策を設計することが必要であり、決して他国の犠牲の下に自国の利益を図るようなことをしてはならない」ことを強調した。

講演の主要な具体的提言の一つは、金融政策は物価の安定達成に重点を置くこと、すなわち、「現在の困難を克服するためには、全ての国が、グローバルな視野に立ってインフレなき持続的成長を目指すことであるというのが、熟考の末に得られた私の主張である」というものであった。為替相場についても、日々の変動が時に購買力平価から乖離する際の介入の余地を残しつつも、基本的には物価の安定こそが、商品市況や為替相場の安定をもたらすとした。前川氏は、景気循環に対抗する金融政策や裁量的な財政政策については

消極的であり、「世界経済が直面する問題は、需要牽引型の政策では克服することができず」、特に「財政政策が需要を喚起しえる余地は小さい」と指摘した上で、「公的部門や財政赤字の縮小が先進各国と発展途上各国の最優先の課題である」とした。加えて、ミクロ的な政策については、規制緩和や市場の柔軟性を強調し、「市場機能に基づいた円滑な経済調整を促進すること」が重要であるとし、特にエネルギー価格上昇への対応を挙げた。また、前川氏は、当講演の中で自由な国際貿易を主張した。

今日の経済問題と包括的経済分析の必要性について

世界は、再び多くの経済問題に直面している。研究者としての我々は、これらの問題を個別の問題として別々に分析するが、実際にこれらの問題は相互に密接に関連しており、政策当局者はこうした相互関係を認識した上で、解決策を策定し、議論し、実行して行く必要がある。また、今日ある様々な問題は、国境を越えたグローバルなものである。これらの点を踏まえると、今日においても大胆かつ広い視野の「前川的アプローチ」が必要とされている。

各国の個別性があるので一般化には慎重であるべきだが、以下のような問題があることは間違いない。

- 1) 世界的にインフレ率が高く、かつ、上昇を続けている。
- 2) 金融システムは不安定であり、そのリスクは上昇している。
- 3) エネルギー、食料など、多くの実質商品価格が歴史的にみて極めて高い水準にある。
- 4) 経常収支の不均衡が続いている。
- 5) 為替政策が各国でばらばらに行われおり、エネルギー価格上昇と相俟って、様々な国の政府部門に金融資産が積み上がっている。
- 6) 保護主義、孤立主義の風潮が高まってきている。

確かに、現在の経済状況は、1970年代後半から1980年代初頭にかけての状況とは、大きく異なっている。2008年から過去を振り返って見ると、この10年間は（米国を含む先進諸国ではそれ以上の期間において）、世界経済の力強い成長と安定の続いた期間であった。一方、1980年代初頭からみ見たそれ以前の15年間は、高いインフレや大きな景気後退が頻繁に続いた時代であった。私がここに掲げた上記経済問題の今回の発生から今日まで、それほど時間が経過しているわけではない。しかし、だからといってこれらの問題が簡単に分析され、解決されるような代物ではない。むしろ、上記6つの問題のうち、唯一インフレ率を除き、1970年代と比べて現在の方がましと言えるものはない。以下では、それぞれの相互作用を明らかにしつつ、これらの問題を論じて行きたい。

世界的インフレ

現在、多くの国においてインフレが昂進していることを示す証拠にはこと欠かない。JP モルガン・チェースの最近の報告では（Global Data Watch 23, 2008年6月23日）、新

興諸国の消費者物価指数は、今年4月までの12ヶ月間で平均8%、前年より3%ポイント高い伸び率で上昇している。先進国で同時期に平均4%上昇したことを勘案すると、世界平均では6%上昇したことになる。こうした動きを受け、IMFの筆頭副専務理事(First Deputy Managing Director)であるジョン・リプスキは、「はっきり言って、インフレ・リスクが久方ぶりに世界的難問として登場してきた」とコメントした。

インフレ・リスク再燃の原因は何か？ インフレが究極的には貨幣的な現象である以上、答えは金融政策の中にこそ見つけることができる。インフレ上昇に対する金融政策の対応原則は、一時的変動を均らした上で、インフレ上昇率以上に名目金利を引き上げることである。こうした対応原則の下で、インフレ率の上昇時には実質金利を引き上げ、インフレ率の低下時には実質金利を引き下げることを通じて、インフレ率を目標値の近傍に誘導することができる(Woodford(2001)を参照)。

しかし、直近数年間を見ると、世界的なインフレ率上昇にもかかわらず、各国の短期誘導金利はインフレ率ほど上昇しておらず、むしろ、昨年夏以降は低下している。先のJPモルガン・チェースのレポートによれば、各国GDPで加重平均した名目短期金利は、昨年より1%低下している。低下の主因は米国、フェデラル・ファンド・レートの3.25%の低下である。もっとも、米国を除いて見ても、平均名目金利は3ベース・ポイントの低下と、せいぜい昨年よりほとんど変わらないレベルにある。同時期のインフレ率の上昇幅を考えると、インフレ率上昇に対して名目金利を引き上げるといふ金融政策の原則が適用されていないことになる。新興諸国においても、3%のインフレ率の上昇に対する名目金利の上昇は137ベース・ポイントと、引き上げ幅は遥かに小さい。

なぜ、このように国際的な尺度で計って見た金融政策当局の政策対応が、後手に回っているのだろうか？ 考えられる理由の一つは、金融政策当局がインフレ率だけではなく、実質GDPの減少にも反応しているということだろう。しかし、後で述べるように、GDPの減少を加味したとしても、現在の名目金利水準は、理論値に比べはるかに低く設定されている。もう一つのより有力な説明は、金融政策当局が、金利設定に際し、為替相場を参照しているということである(Edwards(2005)を参照)。たしかに、中央銀行は、主要な海外金利の動向が政策決定に影響を及ぼすことを時として認めている。グローバルに通用する通貨の金利が低下する中で自国金利の引き上げにより自国通貨の上昇を招くことは、自国の輸出や経済成長への影響を勘案すれば、中央銀行として出来れば避けたい事態である。特に、自国通貨をドルに対してペッグさせている場合には、フェデラル・ファンド・レートの引き下げに対し自国金利を引き下げねばならず、米国の金融緩和が自動的に海外に輸出されてしまうことになる(この現象に関するシミュレーションを行った研究として、Carlozzi and Taylor(1985)がある)。しかし、為替レートが完全に伸縮的な国の中央銀行においても、政策判断に際して、フェデラル・ファンド・レートやその先物の動向を注視している。

フランス銀行で最近行った講演で(Taylor(2008b)) 私は、ユーロ圏の金利と米国

の金利の実証面での関係性を論じた。ECB が設定する実際のオーバー・ナイト金利とテーラー・ルールに基づいて算出される理論値との乖離に着目し実証分析すると、2000 年から 2006 年の乖離については、フェデラル・ファンド・レートの動きで有意に説明できるという結果となった。他の中央銀行についても、同様の強い影響を見ることが出来る。

つまり、今回のフェデラル・ファンド・レートの引き下げに代表されるような海外の主要金利の低下に直面すると、各国中央銀行が、為替相場への影響を考慮して、原則的な金融政策から逸脱した行動をとる可能性があることを指摘できる。この時、名目金利は物価安定に必要な水準よりも低い水準に設定され、結果として、近年のインフレ率の上昇の 1 つの要因と成り得る。

こうした一連の動きと、伸縮的な為替市場の下では中央銀行間の金利政策を協調させる必要性は小さいとする従来の経済理論から導かれる結論（例えば、Taylor (1985)を参照）とを、どのように整理して考えれば良いのか？ 私の答えは、現実の政策運営に際しては、中央銀行は為替相場を考慮しているということだ。こうした政策対応は、現在の経済環境の下では明確にインフレを促進する方向に作用し、今日のグローバル・インフレーションの一部を説明する要因足り得ると思う。

リップスキーも、最近の経済評価において、同様の結論に達している。すなわち、「米国の金融緩和は、その通貨がドルと深く結びついている国においても同様の金融緩和をもたらし、とりわけ、アジアや中東の幾つかの経済では、商品市況の上昇とあいまってインフレを助長している」(Lipsky (2008)を参照)。

金融システムの安定性とリスク

現在の金融市場の危機の原因、すなわち 2003 年から 2005 年にかけての米国の低金利政策と、それに伴う住宅価格の高騰、金融機関や投資家による過剰貸出やリスクの過小評価については、既に様々な文献が存在するため (Cecchetti (2008)を参照) ここでは詳述しない。短期金融市場のスプレッドを分析した Taylor and Williams (2008)でも指摘したように、結果として生じた市場の不安定性と様々なリスクが極めて特殊なものであることは明らかである。幸いなことに、こうした危機は、問題の発端となった金融手段と直接の関係のない他の正常な国の金融システムには波及していない。例えば、1990 年代におけるジャパン・プレミアム当時とは様変わり、北米や欧州市場で現在生じているスプレッドの急激な上昇は、日本においては全く見られていない。

今回の危機に対して、米国では、様々な政策対応が打ち出された。まず、大規模な財政出動が決定され、多くの米国家庭に小切手が送られている。FRB も政策金利を大きく引き下げると同時に、幾つかの新たな信用供与の枠組みを導入し、ベア・スターンズやクレジット市場一般からの資金流出に介入し、加えて、住宅市場の支援や担保物件の差し押さえ抑制のための多くの施策を導入している。また、FRB が投資銀行に対して信用供与の枠組を提供する観点から、金融市場に対する規制強化について多くの提案がなされて

いる。

しかしながら、これまでのところ、金融市場の混乱は米国経済に過度の収縮効果をもたらしてはいない。2007年の第4四半期から2008年の第1四半期にかけ実質GDPが鈍化したものの、住宅部門や金融サービス部門の雇用の減少を堅調な他の部門が吸収し、経済のその他の部門に影響が拡がることを防いでいる。更に、住宅ブームの結果、依然として米国の多くの地域で住宅価格が極めて高い水準に高止まっていることを踏まえれば、新たな均衡水準へ向けて価格が下落するのは合理的であり、政策当局もこうした価格調整を阻害すべきでない。

フェデラル・ファンド・レートの引き下げ幅は、テーラー・ルールのような標準的な金利の決定式からの理論値あるいは過去25年の平均値と比べて、より大きなものとなっている。Taylor (2008a)での分析にあるように、仮に金融市場のスプレッドを反映するような金融政策ルールでもこの結論は変わらない。こうした低金利がインフレ圧力を醸成することは言うまでもないが、仮に金融危機の他の経済部門への影響が軽微なものに留まるような場合には、影響はより深刻になる。それ以上に米国の低金利は、他国におけるインフレ圧力を高めるかもしれない。

エネルギー価格と商品市況

エネルギーや商品価格の急上昇は、幾つかの財の間で相対的な需給関係を変化させている。少なくともエネルギーについては、価格の上昇は企業や消費者に支出の調整を促すシグナルを送り始めており、政府はこうした調整過程を助成金などで阻害すべきではない。実際、幾つかの農作物では、政府が需要を高める助成金を出した結果として、価格が上昇している。コーンを原料とするエタノールに対する助成金が端的な例である。

一方、少なくともエネルギーや商品価格の上昇の一部は、米国の金融緩和を一因とする世界的なインフレ圧力によるものであることも事実である。1970年代の経験から明らかのように、少なくとも名目ベースでは、貨幣的要因によるインフレ圧力が高まっている時にはオイル価格ショックの影響は大きなものになりやすい。この点は、冒頭申し上げたように、前川総裁から学んだ1970年代の経験に基づく重要な教訓である。

最近のIMFによる研究、例えば、Lipsky (2008)では、「低金利政策が伝統的な金融政策の波及経路である需要喚起の役割を越え、商品市場の価格上昇に対して統計的に有意な影響を及ぼしており、また、為替レートの変動も商品市場の価格形成に寄与している。IMFで試算したところ、仮に米ドルが2002年のピーク時のまま高止まりしていたとすれば、原油価格は現在より25ドル/バレル安く、非燃料商品価格も12%低くなる」と主張している。

為替市場

各国の為替政策と世界的にインフレ率を低く保つことの非整合性は先に述べたとおりである。関連して、世界的な金利低下に対し本国通貨の増価を避けようとした結果、

中央銀行が外貨準備を積み上げざるを得なくなっている。外貨準備の一部は、エネルギー価格高騰に伴う資源国政府の歳入増加分と合わせり、ソブリン・ウェルス・ファンド（Sovereign Wealth Fund）に流れ込んでいる。さらに、こうしたファンドによる投資が、危機に陥った金融機関の資本を増強し、その結果、貸出の縮小を伴うことなく必要なレバレッジの解消に役立っている。

つまり、世界的なインフレ、金融危機、名目金利、エネルギー価格、為替レートの問題は、それぞれが複雑に相互作用していると言える。本講演で述べたものの他にも、経常収支不均衡や保護主義的な反応が資産や負債に及ぼす影響なども重要であるが、ここでは言及しない。

結論と提言

金融政策の研究者達は、金融政策について適切な分析・評価を行う上で、世界経済全体を描写し得る動学的一般均衡モデル（DSGE モデル）を求めている。事実、本講演で挙げた問題の下で、現状に対して適切な政策選択を行っていくためには、これまで以上に包括的な一般均衡分析を行う必要がある。無論、本講義で分析対象とした上記のような諸課題は、金融政策の範疇を超えるものであるが、一方で金融政策と密接に関わるものでもある。私は、厳密でかつ包括的な理論的な基礎付けの上で、上述のような諸問題の関連性を検証してゆくことが、研究者にとって重要な課題であると考えている。

政策当局者にとっての課題は、それぞれの相互作用を考慮しながら、諸問題に対してより包括的な対応を模索することである。打ち出される政策は、国際的な視野に立ったものでなければならない。これらは何年も前に前川氏が指摘した点であるが、現在なお、その重要性は増している。

政策当局者は、どこから始めるべきなのだろうか？ 私は、グローバルに目標とするインフレ率のようなものが、良い議論のスタートをきる上で、最初の一步になると考える。これは、必ずしも数値的なターゲットを決めようということではなく、むしろ、ポール・ボルカーやアラン・グリーンスパンが考えてきたように、民間経済主体の意思決定を阻害しないような、世界的なインフレ率とその変動幅とは何かといった概念的整理を行っていくということである。

この先に予想される展開は、そうした概念整理の結果が、各国の中央銀行の行動にどのような影響を与えるのかという疑問である。HSBC のスティーブン・キングのサイエンス・フィクション（2008年5月19日）では、「...想像してみよう。明日の朝、ベン・バーナンキが、ジョージ・ブッシュからの電話で起こされ、昨夜のうちに米国と新興諸国を含む通貨圏が形成されたと告げられる。FRB は、米国のことだけを考えれば良いという状況から、通貨圏全体の経済状況を目配りして、政策金利の設定を行う必要に迫られる。この新しい通貨圏では、インフレは現在、平均6%で（かつ上昇中）、バーナンキ氏はただちに金利を引き上げるだろう。...」という情景が語られているが、我々はこうした場面から、

まだまだほど遠いところにいる。

その代わりに、為替レートの枠組み、金融政策の戦略、エネルギー価格、外貨準備、更には金融市場や他の市場における適切な規制のあり方などに焦点を当てて議論することが、より現実的な方向である。我々が、1980年代に前川氏が行った提言に従うとすれば、需要管理政策や規制の導入などを排し、市場原理に根ざした調整過程と物価の安定を追求することができると思いたい。

(参考文献)

Carlozzi, Nicholas and John B. Taylor (1985), “International Capital Mobility and the Coordination of Monetary Rules,” in *Exchange Rate Management under Uncertainty*, Jagdeep S. Bhandari (Ed.) 186-211, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Cecchetti, Stephen G., “Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008,” mimeo, Brandeis International Business School (March 13).

Coenen, Gunter, Giovanni Lombardo, Rank Smets, and Roland Straub (2007) “International Transmission and Monetary Policy Cooperation,” paper presented at the NBER Conference on “International Dimensions of Monetary Policy,” Girona, Spain

Edwards, Sebastian (2005) “The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited,” prepared for a conference at the Central Bank of Chile

Friedman, Milton (1983), “Monetarism in Rhetoric and in Practice,” Keynote paper presented at the First International Conference of the Institute of Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo, June

Lipsky, John P. (2008), “Commodity Prices and Global Inflation,” Council on Foreign Relations, New York City, May 8

Mayekawa, Haruo, (1983), “The Way Back to the Growth of the World Economy,” Speech delivered at the International Economic Forum, Tokyo, April 21, and published in *Monetary and Economic Studies*, Vol. 1, No. 1, June 1983

Okina, Kunio (1998), “Opening Remarks,” *The Second Joint Central Bank Research Conference on Risk Measurement and Systemic Risk*, Bank of Japan. Tokyo

Taylor, John B. (1985), "International Coordination in the Design of Macroeconomic Policy Rules," *European Economic Review*, Vol. 28, pp. 53-81.

Taylor, John B. (1988) "A Summary of the Empirical and Analytical Results and the Implications for International Monetary Policy," in *Toward a World of Economic Stability: Optimal Monetary Framework and Policy*, Suzuki, Yoshio and Mitsuaki Okabe(eds.), University of Tokyo Press, Tokyo, Japan, pp. 17-34.

Taylor, John B. (2001) "Low Inflation, Deflation, and Policies for Future Price Stability," *The Role of Monetary Policy Under Low Inflation: Deflationary Shocks and their Policy Responses*, Bank of Japan.

Taylor, John B. (2008a), "The Costs and Benefits of Deviating from the Systematic Component of Monetary Policy," Keynote Address at the Federal Reserve Bank of San Francisco Conference, "Monetary Policy and Asset Markets," February 22

Taylor, John B. (2008b) "The Impacts of Globalization on Monetary Policy," Banque France Symposium, "Globalization, Inflation and Monetary Policy," March 7

Taylor, John B. and John C. Williams (2008), "A Black Swan in the Money Market," NBER Working Paper, April

Tobin, James (1983), "Monetary Policy in an Uncertain World," Keynote paper presented at the First International Conference of the Institute of Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo, June

Woodford, Michael (2001), "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy," *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 91, No. 2, (May) pp. 232-237