

DISCUSSION PAPER SERIES

**インフレーション・ターゲッティング
対象物価指標を巡る論点整理**

白塚 重典

Discussion Paper 96-J-15

IMES

日本銀行金融研究所

〒100-91 東京中央郵便局私書箱 203 号

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、論文の内容や意見は、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。

インフレーション・ターゲッティング 対象物価指標を巡る論点整理

白塚 重典*

要 旨

金融政策の運営において、近年、欧米先進国では、1970 年代に有力であったマネーサプライ等の量的金融指標（monetary aggregates）を中心目標とするアプローチが後退し、金融政策の最終目標である物価上昇率を直接のターゲッティング対象とするインフレーション・ターゲッティングが拡がりつつある。

このようなインフレーション・ターゲッティング採用国では、中央銀行は目標とする物価上昇率を公にし、これを直接的なターゲットとして金融政策を運営している。また、事後的に実現した物価上昇率の値をもって金融政策のパフォーマンスが評価される。従って、金融政策の運営の中で、計測誤差の大きさや外生的なショックの識別といった物価指数の抱える問題点をどう考慮していくかが、極めて重要なポイントとなる。本論文では、インフレーション・ターゲッティング採用国におけるターゲット対象指標の特定化、ターゲット中心値・レンジの設定、基調的な物価変動の捕捉方法、免責条項の四点についての考え方を検討する。

キーワード： インフレーション・ターゲッティング、金融政策、物価指数、免責条項、信認

JEL 分類番号： E52

* 日本銀行金融研究所 (E-Mail: shira@imes.boj.go.jp)

目 次

1. はじめに	1
2. ターゲティング対象指標特定化の問題	2
3. ターゲット中心値・ターゲット・レンジ	4
4. 物価の基調的な変動をチェックするための指標	6
5. 免責条項	7
6. おわりに	10
(参考文献)	12

1. はじめに

本論文では、金融政策における新しい潮流となりつつある「インフレーション・ターゲッティング」の政策運営枠組みの中で、具体的なターゲットとなる物価指標がどのように位置付けられているかを検討する。

金融政策の運営において、近年、欧米先進国では、1970年代に有力であったマネーサプライ等の量的金融指標（monetary aggregates）を中間目標とするアプローチが後退し、金融政策の最終目標である物価上昇率を直接のターゲッティング対象とする「インフレーション・ターゲッティング」が拡がりつつある¹⁾。

インフレーション・ターゲッティングの経済理論的な背景としては、McCallum [1996]、Leiderman and Svensson [1995]が指摘するように、金融政策は長期的には物価には大きな影響を及ぼすが、実体経済には殆ど影響を与える、長期的な物価安定に専念することが望ましいとの考え方を指摘できる。また、Svensson [1995]は、インフレーション・ターゲッティングを、金融政策における動学的不整合性とそれに起因するインフレバイアスを解消するための方策として Walsh[1994]が示した最適契約モデルとして解釈できると主張する²⁾。もっとも、そのマクロ経済パフォーマンスへの影響については、McCallum[1996]、Leiderman and Svensson [1995]の指摘するとおり、現時点まででは、採用からの日が浅く、かつ世界的にインフレ率が低下する局面にあったことから、断定的な結論を導くことは難しい。

インフレーション・ターゲッティングの下での金融政策は、中央銀行が物価安定を唯一の政策目標とするべきであると考え、目標とする物価上昇率を公にし、これを直接的なターゲットとして運営されている³⁾。こうした政策運営の

1) 各国がインフレーション・ターゲッティングを採用するまでの経緯、具体的な政策運営枠組みの詳細等については、日本銀行調査統計局[1994]およびLeiderman and Svensson [1995]所収の各論文を参照。

2) 金融政策における動学的不整合性及びそれに起因するインフレ・バイアスを巡る議論については、これまでの研究成果を集めた論文集であるPersson and Tabellini[1994]を参照のこと（彼らによる同書イントロダクションは、この問題の簡潔なサーベイとなっているほか、Kydland and Prescott[1977]、Barro and Gordon[1983]等、代表的な論文を多数集録している）。

3) インフレーション・ターゲッティングに基づく金融政策の運営は、インフレ目標値と整合的である限り、マネーサプライや為替レートを中間目標として利用することを排除するものではない。例えば、Leiderman and Svensson [1995]が指摘しているように、ドイツ・ブンデスバンクによるマネタリー・ターゲッティングは、マネーサプライ増加率の目標値の背後で、目標とするインフレ率が想定されており、ある種のインフレーション・ターゲッティングが行われているとの理解も可能である。

フレームワークにおいては、事後的に実現した物価上昇率の値をもって金融政策のパフォーマンスが評価される。従って、金融政策の運営の中で、計測誤差の大きさや外生的なショックの識別といった物価指数の抱える問題点をどう考慮していくかが、極めて重要なポイントと考えられる。

以下では、まず第2節から第5節において、インフレーション・ターゲッティング対象物価指標を巡る論点として、ターゲット対象指標の特定化、ターゲット中心値・レンジの設定、基調的な物価変動の捕捉方法、免責条項の四点について順次取り上げ、検討する。さらに、最後に第6節では、第5節までの分析を基に、こうした政策フレームワークを議論する上で、今後に残された論点を整理する。

2. ターゲッティング対象指標特定化の問題

ターゲッティング対象とする物価指標については、各国とも CPI を採用している。その理由としては、国民全体にとっての物価変動を計測するうえで最も適切な指標であるとの点のほか、速報性、公表後の訂正頻度といったやや技術的な点も指摘されている（例えば、Bank of Canada[1991b]参照）⁴⁾。ただし、CPI といっても、必ずしも全ての国で、単純に総合指数をターゲット対象としている訳ではなく、各国の CPI 作成方法に合わせて、総合指数から特殊要因の影響をうけやすい品目を控除し、物価の基調的変動（“underlying inflationary pressure”）を的確に反映した系列（以下「基調的指数」と省略）を対象としている国が多い（例えば、Bank of Canada[1991b]参照）。

ターゲット対象として基調的指数を採用している場合、CPI 総合指数から控除される品目は次の三種類に大別される。第一は、月々の変動が大きい品目で、例えば、カナダでは、CPI 総合指数から「食料及び燃料」を控除した系列をターゲット対象として特定化している（Bank of Canada[1991b]）。第二は、金

4) 金融政策の目標とすべき物価指標として、CPIとGDPデフレータのいずれが、より望ましいかとの点については、今後、検討の余地があると考えられる。理念的には、例えば、カバレッジという観点からみれば、GDPデフレータがより広いとの考え方や、付加価値デフレータであるため、為替レート変動等の外生的ショックの影響が過大にあらわれにくいとの判断もあり得る。このため、CPIとGDPデフレータは、中長期的にみれば、かなり似通った変動を示しているが、短期的には乖離する局面もみられる。ただし、わが国の場合、GDPデフレータは、速報性に欠けるほか、理念に近い確報値と速報値の差が大きいなどの問題もある。

利感応的な品目があげられ、持ち家費用の算入に当たって、住宅ローン金利を利用している国では、これを除外しているケースが多い（イギリス、フィンランド）⁵⁾⁶⁾。これは、住宅ローン金利を含めると、金融引き締めが物価上昇につながるため、政策判断上、ミスリーディングとなりやすいことによるものと説明されている⁷⁾。第三は、間接税・補助金である。ターゲット対象指標を予めこれららの影響を除くベースとしているのはフィンランドのみであるが、ニュージーランド、カナダでは、後述のとおり免責条項として間接税率の変更を明示している。

なお、各国の CPI の変動を見るため、表 1 に前年比の標準偏差を示した。各國とも食料、燃料の標準偏差は大きく、特殊要因により振れやすい品目である

表1 CPI 前年比の標準偏差

	総合	基調	食料	燃料
カナダ	2.054	2.051	2.003	4.753
イギリス	2.810	2.036	2.237	3.872
スウェーデン	3.081	1.906	4.129	5.665
フィンランド	1.241	1.108	n. a.	n. a.
(参考)日本	1.104	1.002	8.007	2.818

(資料)BIS Data Bank、総務庁統計局『消費者物価指数』

(注)1. 計測期間は1988年1月から1994年12月。ただし、フィンランドは1990年1月から1994年11月。

2. 各国の基調指数は次のとおり。

カナダ：除く食料・燃料、イギリス：除く住宅ローン金利、スウェーデン：除く間接税・補助金、フィンランド：除く税金・補助金、住宅価格・住宅ローン金利、日本：除く生鮮食品

3. スウェーデンの燃料には家賃を含む。

4. 日本の燃料は、電気代、都市ガス代、プロパンガス代、灯油、ガソリンを合成したもの。

5) 持ち家費用をCPIに算入する方法としては、大きく分けて、①ネットの取得費用、②使用者コスト（比較可能な賃貸家賃を流用）、③使用者支払い額（ローン支払い額）の三とおりの方法がある（ターヴェイ[1990]を参照）。なお、③の方法をとる場合、クレジットにより購入した耐久消費財の指標作成方法との整合性をどう考えるかという問題も生じる点に留意が必要である。

6) わが国の物価統計において採用されている金利感応的な品目としては、例えば、CSPI（企業向けサービス価格指数）のリースが挙げられる（リースの価格指標は、長期プライムレートとほぼパラレルに推移）。

7) 金利を含む物価指標が、金融政策運営上、いかにミスリーディングな情報をもたらすかは、Gordon [1993]が、イギリスでの具体的な事例を挙げて検討している。

ことがわかる。ただし、基調的指数として総合指数からどのような品目を控除しているかにかかわらず、基調的指数の標準偏差は、総合指数よりも小さくなってしまっており、各国の CPI 統計の特徴にあわせて、適宜の品目を控除することで、基調的な変動が捕捉されていると推測される。

CPI 総合指数をターゲット対象としているのは、ニュージーランド、スウェーデンの二ヵ国である。もっとも、これらの国の事情をやや詳しくみると、両者とも実質的には基調的指数をターゲットとして政策運営を行っていると理解することもできる。まず、ニュージーランドでは、ターゲットのわかりやすさとの観点から政府が総合指数の採用に固執しているが、ニュージーランド連銀では、基調的な物価指数によって政策判断を行っている模様である (Roger[1994a, b]を参照)。また、後述のとおりかなり詳細な免責条項が取り決められていることから、実質的には、基調的な物価指数に対してターゲッティングを行っていると考えられる。また、スウェーデンでは、リクスバンク (スウェーデン中銀) が、各月の物価上昇率すべてをターゲット・レンジ内におさめようとしている訳ではないとの考え方を示している模様 (Svensson[1995]を参照)。これが、例えば、年平均ベースでみるとといったことを意味しているとすれば、月々の変動を均してみることになり、実質的に特殊要因の影響を排除しているとみることもできる。

3. ターゲット中心値・ターゲット・レンジ

まず、ターゲット中心値については、現状、各国とも前年比で 1~2.5%程度の範囲に設定しているが、計測誤差の問題を勘案しても、必ずしもゼロ・インフレ率水準を目指している訳ではない。また、各国とも物価安定を政策目標として掲げ、インフレのコストを強調しているが、物価安定と公表されたターゲット水準の関係については、必ずしも明確な説明はなされていない。

こうした中、カナダについては、5 カ国の中で唯一、ターゲット・レンジとゼロ・インフレ率の関係が明確にされている (例えば、Thiessen[1994]を参照)。すなわち、現行ターゲット・レンジは、1998 年までに「物価安定と整合的な CPI 上昇率」を確定するまでに、物価上昇率を徐々に切り下げる過程の過渡的なターゲットと位置付けられており、ゼロ・インフレ率とは整合的な水準とはなっていないとの認識を示している。因みに、カナダ連銀エコノミストの

Crawford[1993]は、CPIの上方バイアスを+0.5%程度と試算している⁸⁾。

一方、ニュージーランドにおいては、ターゲット中心値（1%）が、概ねゼロ・インフレーションと整合的な水準として設定されている⁹⁾。ただし、物価安定の定義としては、「中央銀行の物価安定へのコミットメントに対する信認を高めることに資するような物価状態」（Ebert[1994]）であることが重要とのスタンスをとっている。このほか、スウェーデンについても、同国におけるインフレーション・ターゲッティングの基本的な枠組みを示した Svensson[1992]が、CPIの上方バイアスを考慮するとゼロ・インフレ率は2%程度との見方を示しており、実証的な論拠は示されていないが、あえて言えば、スウェーデンもゼロ・インフレ率とほぼ整合的なターゲット水準とみなすこともできよう。

次に、ターゲット・レンジについては、フィンランドを除き、各国ともターゲット中心値の上下に1~1.5%のレンジを設定している。その背景としては、金融政策によって、各種のショックを吸収し、物価上昇率を一定の水準に固定させることができることのほか、物価指数の計測誤差の存在が挙げられている（例えば、Bank of Canada[1991b]、Ammer and Freeman[1994]を参照）。

適切なレンジ幅については、レンジを大きくすれば、ターゲット・レンジが守られる可能性が高くなるが、その一方で、期待インフレ率を十分抑制できず、むしろインフレーション・ターゲッティングに対する信認を損なう懼れもあり、両者のバランスに配慮する必要がある（Ebert[1994]）。なお、こうした観点から Svensson[1995]は、イギリスの上下1.5%のターゲット・レンジは広すぎるとの見方を示している¹⁰⁾。

8) なお、CPIは、本来、家計の購買力の変化を捕捉するものであり、家計の効用水準を一定に保ったとした場合の消費支出額の変化として定義される生計費指数を近似しようとするものと理解することができる。しかしながら、経済変動に伴って、相対価格の変動、財・サービスの品質変化、新製品の登場と既存製品の消滅といった環境変化に対応して、家計が最適化行動を行う結果として、時間の経過とともに、生計費指数とCPIは乖離していくと考えられる。こうしたCPIの計測誤差は、CPIが生計費指数を過大評価する方向に作用することが多いため、CPIの上方バイアスの問題として議論されている。CPIの計測誤差の問題については、白塚[1995]を参照のこと。

9) 同国CPIの上方バイアスは最大1.5~2%程度と想定されている模様である（Reserve Bank of New Zealand[1994]を参照のこと）。

10) この点と関連して、Taylor[1982]は、金融政策の信認が確保されるためには、政策目標の実現可能性、望ましさ、政策手段の有効性といった点が重要との見方を示している。

4. 物価の基調的な変動をチェックするための指標

ニュージーランド等では、物価の基調的な変動をチェックするために、CPI総合指数から間接税等の影響を除いたベースのほかに、「加重中央値」(Weighted Median Inflation)、「異常値修正済み平均値」(Trimmed Mean Inflation)といった系列を合わせてウォッチしている(Roger[1994a])。

「加重中央値」と「異常値修正済み平均値」は、いずれも、基調的な物価変動を捕捉するため、ある時点における価格変動に対する特異値の影響を除去した物価指標系列である(概念図を図1に示した)。すなわち、加重中央値は、各時点における物価変動率について、各品目のウエイトを考慮して計算した中央値を時系列的に接続して作成した系列である。また、異常値修正済み平均値は、絶対値でみた価格変動率の大きい品目をある一定ウエイト分だけ除去した上で、残りの品目について変動率を加重平均し、これを時系列的に接続した系列である。一般に、加重中央値と異常値修正済み平均値は、特異的な変動の影響を排除しているため、単純な加重平均値に比べモダレートな動きになるとされる¹¹⁾。

図1 各種物価指標の作成方法(概念図)

単純加重平均値=2.0%		単純中央値=2.0%		加重中央値=1.5%		異常値修正済み 加重平均値=1.5%	
ウェイト	上昇率						
① 10	15.0	① 10	15.0	① 10	15.0	① 10	15.0
② 5	6.0	② 5	6.0	② 5	6.0	② 5	6.0
③ 10	4.0	③ 10	4.0	③ 10	4.0	③ 10	4.0
④ 10	3.5	④ 10	3.5	④ 10	3.5	④ 10	3.5
⑤ 10	2.5	⑤ 10	2.5	⑤ 10	2.5	⑤ 10	2.5
⑥ 10	1.5	⑥ 10	1.5	⑥ 10	1.5	⑥ 10	1.5
⑦ 15	1.0	⑦ 15	1.0	⑦ 15	1.0	⑦ 15	1.0
⑧ 5	-0.5	⑧ 5	-0.5	⑧ 5	-0.5	⑧ 5	-0.5
⑨ 15	-2.5	⑨ 15	-2.5	⑨ 15	-2.5	⑨ 15	-2.5
⑩ 10	-7.0	⑩ 10	-7.0	⑩ 10	-7.0	⑩ 10	-7.0

図1に即して、もう少し具体的に各種の物価指標の作成方法をみると、まず、

11) 詳細については、Roger[1994a]を参照のこと。

「単純加重平均値」では、図に示した 10 品目の上昇率をそれぞれのウエイトで加重平均し、2.0%との結果が得られる。また、ウエイトを加味していない「単純中央値」は、上位 5 品目めと 6 品目めの単純平均である 2.0%となる。これに対して、「加重中央値」では、中央値を計算する際、全ての品目を均等に扱うのではなく、ウエイトを加味して、累積ウエイトが丁度 50 になる（全体を 100 と仮定）品目の上昇率をとるため、上位 6 品目めの 1.5%がその値となる。さらに、「異常値修正済み加重平均値」では、ここでは上下 10%ずつの品目を控除した上で加重平均を行うことから、最も上昇率の大きい 15%と、最も小さい-7.0%が加重平均の対象から除外され 1.5%との結果が得られる。

こうした「加重中央値」「異常値修正済み平均値」といった系列について、ニュージーランド連銀エコノミトの Roger[1994a]は、物価変動の基調を見るために、どのような要因を除去するかとの判断基準から恣意性を排除できるとのメリットを指摘している。また、Bryan and Cecchetti[1994]は、米国のデータを利用してではあるが、マネーサプライとの相関やインフレ予測力について検証し、特に「加重中央値」のパフォーマンスがよいとの結果を得ている。

5. 免責条項

インフレーション・ターゲッティングの運営上、外生的なショックに対して、需要ショックは相殺する一方、供給ショックはアコモデートし、必要以上のデフレあるいはインフレ・インパクトを防ぐとの基本的な考え方立脚し、ターゲット・レンジからの乖離を容認する条項（免責条項）を取り決めている国もみられる。

各国の免責条項に関する規定を詳しくみると、まず、ニュージーランドでは、間接税率変更の一次的影響、輸出入物価の変動に伴う交易条件変化の一次的影響、危機的な状況（天災、家畜の疫病）による一時的な乖離は許容されるとしている。ただし、乖離の事実を大蔵省に通知後、30 日以内に新たな目標レンジを設定する義務が果たされている。こうした一時的なショックの影響について、ニュージーランド連銀では、CPI 総合指数と他の物価指標（物価の基調的な変動を捕捉するための「加重中央値」「異常値修正済み平均値」のほか、貿易財・非貿易財別指数、民間・政府別指数等の指標）間での変動の相違をみることで、一時的なショックの影響をチェックしているとしている（Rae[1993]）。ただし、

一時的なショックを正確に計測することは不可能であり、あくまでも推計にしか過ぎないとの認識も併せて示している。

次に、カナダでは、間接税率変更、需要・供給面での大きなショック（天災、原油価格の急激な上昇）による直接的な影響に伴う乖離は許容される。ただし、具体的な手続きに関する規定はみられていない。また、イギリスでは、具体的な免責条項は特定化されていないが、ターゲット・レンジから逸脱した場合には、政府（イングランド銀行ではない）が、その事由およびターゲット・レンジへの復帰時期について説明する義務を負っている。

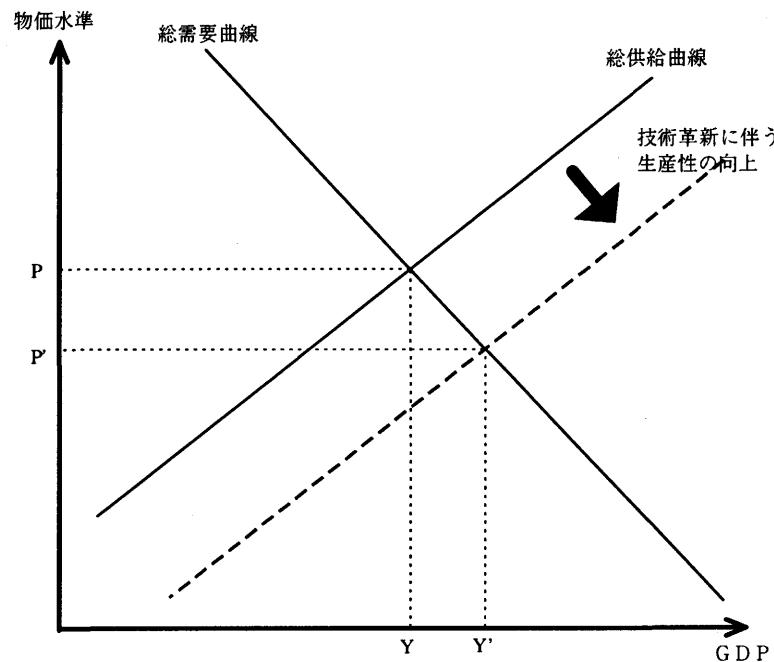
一方、スウェーデンにおいては、免責条項に関する規定は今のところ一切存在していない。これは、スウェーデンでは、インフレーション・ターゲッティングを中央銀行が一方的に宣言しただけで、政府からの正式な承認は行われていないことが影響していると考えられる。このため、設定したターゲットに関する責任関係が不明確のままとなっており、金融政策に対する信認低下の一因となっていると指摘されている（Svensson[1995]）。この間、フィンランドでは、為替レートが大きく減価しているため、1995年までの間はターゲット・レンジからの乖離を許容している。ただし、1995年以降の運用の詳細については不明である。

こうした免責条項について、これを大きな外生的ショック発生に応じ、その都度、決めていくと、中央銀行の都合の良いようにターゲットからの除外される部分が決められるとの見方が定着する惧れがあるため、信認確保の観点からは、予め、免責条項を明確にしておくことが望ましいと指摘されている（Ammer and Freeman[1994]）。しかしながら、実際には、アコモデートすべき供給ショックの詳細を事前に規定することは不可能であることから、ターゲット・レンジから乖離した場合には、その事由等を明らかにする義務を中央銀行（または政府）が負うことを規定している国もみられる（ニュージーランド、イギリス）。

ただし、免責条項との関連では、アコモデートすべきショックとすべきでないショックの識別に関する議論は各国とも不十分と言わざるを得ない。事実、Reserve Bank of New Zealand[1994]では、今後のリサーチ・トピックスの一つとして、“rules for accommodating one-off shocks external to New Zealand market economy”を挙げている。例えば、品質向上を物価上昇率から控除した指数を見る場合、物価低下圧力の背後に生産性上昇があるのであれば、それに起因する総供給曲線の下方シフトがもたらす物価下落圧力はアコモデートすべきでは

ないかといったことが考えられるが、こうした問題について、オペレーションナルなレベルでの議論は皆無に等しい（図2を参照）¹²⁾。

図2 技術革新に伴う生産性向上の影響



なお、免責条項の有無と金融政策運営の関係については、一般的な解釈として、免責条項が無い場合には、ターゲット・レンジからの乖離に対して必ず罰則規定が発動されると理解される。しかしながら、免責条項について特段の取り決めがない国（スウェーデンおよびフィンランド）では、罰則規定に関する規定も明示されていないのが実状である。

免責条項との関係では、免責条項に該当しない事由によってターゲット・レンジを逸脱した場合、その責任を誰がどのようなかたちでとるかとの問題のほかに、一旦、ターゲット・レンジを逸脱したインフレ率を、どのような経路でターゲット・レンジ内に戻すかといった問題も重要と考えられる。しかしながら、これまでにターゲット・レンジを逸脱した国はみられていないとの事情もあって、この点に関する明示的な議論はみられていない。

このほか、ランダムな価格ショックを平準化するためには、免責条項を特定

12) 「価格破壊」については、前節で議論したとおり小売・流通業での生産性の向上にともなう総供給曲線の右下方へシフトと理解することができる。従って、ここでの議論を踏まえれば、価格破壊にともなう物価下落は、金融政策によって相殺する必要はないと考えられる。

化するほかに、ある一定期間の平均物価上昇率をターゲットにするという方法も考えられる。しかしながら、どの程度の期間の平均値をとるかに恣意性が残るほか、一旦、大きな外生的ショックが生じた場合、その影響をひきずりやすいとの問題点がある。

インフレーション・ターゲッティングによる政策運営のフレームについては、こうしたオペレーショナルなレベルでの問題点について、今後、検討していくべき課題は多いと考えられる。

6. おわりに

本論文では、インフレーション・ターゲッティングを採用している国々の政策運営フレームワークの中で、ターゲット対象となる物価指標がどのように位置付けられているかを検討した。これらの国々の経験からみて、こうした金融政策運営のフレームワークを評価する上では、以下のようなポイントについて、今後さらに論点を整理していく必要があると思われる。

- ① 物価安定の定義・判断基準： 各国ともインフレーションのコストとして、所得分配への影響のほか、価格シグナルの機能低下、将来のインフレ率の不確実性増大等を通じた経済パフォーマンスへの悪影響を指摘している¹³⁾。従って、物価安定といった場合、単純に物価上昇率が低水準であればよいという訳ではなく、インフレ期待が安定化し、消費者の嗜好、生産性の向上、技術革新等、需要・供給面での変動を反映して相対価格が的確に変動することが不可欠と考えられる。しかしながら、こうした意味での価格メカニズムの効率性が、インフレーション・ターゲッティングを通じてどの程度達成されているかは検証されていない¹⁴⁾。
- ② 物価の基調的な変動を捕捉する指標の検討： 物価の基調的な変動を捕

13) Fisher[1993]、Cozier and Selody[1992]では、マクロ経済政策と全要素生産性の関係を検討しているが、その中で、マクロ政策のパフォーマンスを計測する代理変数としてインフレ率を採用し、インフレ率が低い国では、全要素生産性の伸びが高い傾向にあることを確認している。

14) このほか、金融システム等経済システム全般の安定性にも影響を及ぼし得ると考えられるが、この点についての各国中央銀行の言及は今回のサーベイでは見当たらなかった。

捉する指標については、わが国でインフレーション・ターゲッティングを採用するかといった問題と切り離してみても、その有効性について検討しておく価値があると思われる。また、金融政策目標としての CPI や GDP デフレータ等の指標をどのように位置付けるかという問題についても、各々の指数作成に当たっての理念や現実に得られる指標の精度、速報性などについて、総括的に検討していく余地があると考えられる。

- ③ 外生的ショックの識別： 金融政策運営のフレームワークとして、物価上昇率を一定のターゲット・レンジ内におさめようとするのであれば、ターゲット・レンジ公表の有無を問わず、アコモデートすべきショックとすべきでないショックを識別する方策について、金融政策の運営というオペレーショナルなレベルで検討しておく必要があると考えられる。
- ④ CPI の上方バイアスの大きさ： 金融政策運営の判断基準の一つとして、CPI をウォッチしていく以上、CPI の抱えるバイアスの大きさを認識しておくことは必要不可欠と考えられる。
- ⑤ 金融政策への信認との関係： インフレーション・ターゲッティングの採用によって、金融政策に対する信認がどう変化したかを検討しておく必要があると考えられる。具体的には、物価上昇率のターゲット・レンジ公表は、「説明なしに行動するよりも、説明した上でそれを実行した方が、有効性は高い」(C. Freedman[1993]) との認識に基づくものと考えられる。この論点を検証するためには、なんらかの手法で期待インフレ率を計測することによって、インフレーション・ターゲッティング導入前後で、これがどう変化してきたかを見ることが考えられる¹⁵⁾。
- ⑥ インフレーション・ターゲッティングによる金融政策運営パフォーマンスの評価： インフレーション・ターゲッティングを採用している国々の物価パフォーマンスは現在、総じて良好である。しかしながら、物価上昇

15) 具体的には、①物価インデックス債から期待インフレ率を推計する、②生産関数から実質金利・賃金率を計測する、③タームストラクチャーから期待インフレ率を推計するといった方法が考えられる。なお、物価インデックス債の市場取引情報から実質金利を導出手法、およびそこから得られる実質金利指標の有効性については、北村[1995]を参照。

率低下期あるいは安定期に各国がこの方式を導入しており、各国が全ての景気循環局面を経験している訳ではないため、その物価安定化効果が最終的に検証されたとは言い切れない点に注意が必要である。また、金融政策の最終目標としては、一般に、物価安定のほか金融システムの安定が挙げられるが、インフレーション・ターゲッティング採用後の政策運営を、両者の総合的な観点から評価しておく必要もある。

以上

(参考文献)

- 【関連した問題点を理論的・実証的に検討した基本的ないし便利な文献】
- 北村行伸、「物価インデックス債と金融政策——実質金利と期待インフレ率を国債流通市場情報から導く方法とその応用——」、金融研究第14巻第3号、日本銀行金融研究所、1995年
- 白塚重典、「消費者物価指数と計測誤差」、金融研究第14巻第2号、日本銀行金融研究所、1995年
- 日本銀行調査統計局、「諸外国におけるインフレーション・ターゲッティングの動向」、日本銀行月報1994年12月号
- ラルフ・ターヴェイ、『消費者物価指数 ILOマニュアル』、日本統計協会訳、1990年（原著は、*Consumer Price Indices. An ILO Manual.* ILO, 1989）
- Ammer, J., and R. T. Freeman, "Inflation Targeting in the 1990s: The Experiences of New Zealand, Canada, and the United Kingdom," *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper #473*, 1994.
- Barro, R. J., and D. B. Gordon, "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics* 12, 1983.
- Bryan, M. F., and S. G. Cecchetti, "Measuring Core Inflation," in N. G. Mankiw ed. *Monetary Policy*, The University of Chicago Press, 1994.
- Cozier, B., and J. Selody, "Inflation and Macroeconomic Performance: Some Cross-Country Evidence," *Bank of Canada Working Paper*, #92-6, 1992.

- Fischer, S, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth," *Journal of Monetary Economics* 32, 1993.
- Gordon, R. J., "The Measurement of the Aggregate Price Level: Implications for Economic Performance and Policy," in K. Shigehara ed., *Price Stabilization in the 1990s*, 1993.
- Kydland, P., and E. C. Prescott, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy* 85(3), 1977.
- Leiderman, L., and L. E. O. Svensson, *Inflation Targets*, Center for Economic Policy Research, 1995.
- McCallum, B. T., "Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General," *IMES Discussion Paper Series* 96-E-21, 1996.
- Persson, T., and G. Tabellini, *Monetary and Fiscal Policy, volume 1: Credibility*, MIT Press, 1994.
- Svensson, L. E. O., "Optimal Inflation Target, Conservative Central Banks, and Linear Inflation Contracts," *NBER Working Paper* 5251, 1995.
- Taylor, J. B., "Establishing Credibility: A Rational Expectations Viewpoint." *American Economic Review* 72(2), 1982, pp. 81-85.
- Walsh, Carl E., "Optimal Contracts for Central Bankers." *American Economic Review* 85, 1995a, pp. 150-167.
- Walsh, Carl. E., "Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an Optimal Central Bank Contract ?" *Journal of Money, Credit and banking*, 27(4), 1995b, pp. 1179-1191.

【各国事情に関する文献】

① ニュージーランド

- Archer, D., "Rules for Monetary Policy: The Rationale Underlying the New Zealand Approach." Paper prepared for a conference held by the Swiss National Bank, 1995.
- Brash, D. T., "The Exchange Rate and Monetary Policy in New Zealand." *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 56(4), 1993a.
- Brash, D. T., "New Zealand Experience of Organizing a Central Bank to Control Inflation." Address to the European Policy Forum in London, 17 June 1993, in *BIS Review* #130, 1993b.
- Chapple, B., "The Economic Definition of Price Stability." *Reserve Bank of New*

Zealand Research Note, 1994.

Ebert, C., "Defining Price Stability: What Should We Aim for?" *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 57(1), 1994.

Fischer, A., "New Zealand's Experience with Inflation Targets," in L. Leiderman and L. E. O. Svensson eds. *Inflation Targets*, 1995.

Rae, D., "Measuring Inflation." *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 56(1), 1993.

Reserve Bank of New Zealand, *Research News*, no. 1, December, 1994.

Roger, S., "Alternative Measures of Underlying Inflation." *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 57(2), 1994a.

Roger, S., "An Illustrated Guide to the role of Underlying Inflation in Monetary Policy." *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 57(2), 1994b.

Walsh, Carl. E., "Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an Optimal Central Bank Contract?" *Journal of Money, Credit and banking*, 27(4), 1995b, pp. 1179-1191.

② カナダ

Bank of Canada, "Press Release: Targets for Reducing Inflation," *Bank of Canada Review*, March 1991a.

Bank of Canada, "Background Note on the Targets," *Bank of Canada Review*, March 1991b.

Bank of Canada, "The Benefits of Price Stability." *Bank of Canada Review*, March, 1991c.

Bank of Canada, *Institutional Arrangements and Policy Objectives of Central Banks: A Canadian Perspective*, 1993.

Crawford, A., *Measurement Biases in the Canadian CPI*, Bank of Canada, 1993.

Crow, J. W., "Monetary Policy, and the Responsibilities and Accountability of Central Banks," *Bank of Canada Review*, Spring, 1993.

Freedman, C., "Formal Targets for Inflation Reduction: The Canadian Experience," Bank of Canada, 1993.

Freedman, C., "The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation," in L. Leiderman and L. E. O. Svensson eds. *Inflation Targets*, 1995.

Howitt, P., "Zero Inflation as a Long-Term Target for Monetary Policy." in R. G. Lipsey ed. *Zero Inflation*, C.D. Howe Institute, 1990.

Laidler, D., "The Zero-Inflation Target: An Overview of the Economic Issues." in R.

- G. Lipsey ed. *Zero Inflation*, C.D. Howe Institute, 1990.
- Purvis, D. D., "The Bank of Canada and the Pursuit of Price Stability." in R. G. Lipsey ed. *Zero Inflation*, C.D. Howe Institute, 1990.
- Thiessen, G. G., "Future Directions for the Bank of Canada and Canadian Monetary Policy." Address to the Canadian Club in Toronto, in *BIS Review #68*, April 5, 1994.

③ イギリス

- Bowen, A., "British Experience with Inflation Targetry," in L. Leiderman and L. E. O. Svensson eds. *Inflation Targets*, 1995.
- King, M., "Changes in UK Monetary Policy: Rules & Discretion in Practice," Paper prepared for a conference held by the Swiss National Bank, 1995.

④ スウェーデン

- Bäckström, U., "Current Monetary Policy and the Inflation Target in Sweden." Address presented at Stockholm Stock Exchange, in *BIS Review #229*, December 9, 1994.
- Lindh, Y., "Monetary Policy Indicators," *Sveriges Riksbank Quarterly Review*, 1993.
- Svensson, L. E. O., "Targets and Indicators with a Flexible Exchange Rate." in *Monetary Policy with a Flexible Exchange Rate*, edited by Sveriges Riksbank, 1992.
- Svensson, L. E. O., "The Swedish Experience of an Inflation Target," in L. Leiderman and L. E. O. Svensson eds. *Inflation Targets*, 1995.
- Svensson, L. E. O., "The Swedish Experience of an Inflation Target." *NBER Working Paper #4985*, 1995.
- Sveriges Riksbank, *Press Release*, in *BIS Review #6*, January 15, 1993.

⑤ フィンランド

- Åkerblom, J., and A. Brunila, "Inflation Targeting: The Finish Experience," in L. Leiderman and L. E. O. Svensson eds. *Inflation Targets*, 1995.
- Bank of Finland, Press Release, in *BIS Review*, #18, February 4, 1993.
- Pikkarainen, P., and T. Tyrväinen, "The Bank of Finland's Inflation Target and the Outlook for Inflation over the Next Few Years." *Bank of Finland Bulletin*, June-July, 1993.