

Ⅱ. 提出論文・海外顧問講演要旨

1. 提出論文
2. 海外顧問講演

1. 提出論文

〔第1セッション〕

(1) 北米のインフレーション

— Inflation in North America —

Michael Parkin (ウェスタンオンタリオ
大学教授)

本論文は、過去30年間の米国およびカナダにおけるインフレの高進と終息の背景を分析するとともに、両国が1990年代にゼロ・インフレを達成することが可能か否かについて検討を加えたものである。

まず、米国、カナダのインフレ動向を振り返ると、CPI、食料・エネルギーを除くCPIおよびGNP (GDP) デフレータのいずれでみても、両国とも60年代後半から80年にかけてインフレが加速傾向を辿ったあと、80年代の初めに急速に鎮静し、その後80年代後半には年率4%内外の上昇率で安定的に推移した。しかも両国のインフレ率の格差は、長期トレンドとしてみると、事実上、ゼロといってよい。

両国におけるインフレ発生の経済的なメカニズムについて、標準的な総供給・総需要モデルの枠組みで検討してみよう。名目総需要の変化は、マネーサプライの変化と流通速度の変化に分解しうるが、過去30年間の米国、カナダの名目総需要の動きをみると、その長期トレンドは(80年代初めの米国を除き)、マネーサプライの長期トレンドとほぼマッチ

した関係にある。もっとも、こうした関係だけでは、マネーサプライの変化が名目需要の行きすぎた拡大、そしてインフレを惹き起こしたのか、あるいは逆に、マネーサプライの変化は、供給面で発生したインフレ・ショックに対する金融政策の受動的対応(accommodation)の結果なのかを判断しえない点には留意を要する。

60年代後半から70年代初めにかけてのインフレ台頭については、後者の見方を支持する向きが多い。そうした立場からは、インフレの基本的な原因は、賃金および石油価格の上昇といった総供給ショックであるとされる。しかし、賃金や石油価格の上昇が本当に外生的な供給ショックであるか否かは必ずしも明らかではない。OPECや労働組合といった資源・生産要素の独占的供給者が、価格(賃金)の引上げを図ろうとした場合について考えてみよう。引上げ幅などに関する関係者間の合意形成に時間がかかる結果、これらの価格は連続的に上昇するのではなく、何年かに一度、大幅な引上げが行われる傾向がある。この場合、価格の引上げは、それが先行きのインフレ高進期待といった内生的な要因に基づくものであったとしても、表面的には外生的なショックと映ることは十分ありうるのである。名目総需要変動の原因が供給ショックでないとすると、インフレの原因は拡張的な金融政策運営にあり、そうした拡張的な金融政策を反映したマネーサプライの増加が、賃金、

石油価格上昇の背景となったファンダメンタルズを形成したと考えられよう。しかし、これを単に金融政策運営上のミスと片付けてしまうのは適当でない。もちろんそうしたミスはあったであろうが、マネーサプライ増加率とインフレ率のトレンドが一致していることは、こうした経済的なメカニズムを超えた、より根深い要因が働いていたことを示唆している。

M. フリードマンはかつて「インフレは、いつ、いかなる場合においても貨幣的現象である」と断言した。しかし、「インフレは、いつ、いかなる場合においても金融政策の結果として生じる政治的現象である」とする方がより実態に近いと思われる。インフレの原因として政治的要因を指摘する場合、①財政の役割を強調する見方と、②インフレ率を通貨当局と他の経済主体間のゲームの均衡解として捉える見方、の2つに大別しうるが、現在では後者の方が有力である。こうしたアプローチの代表的なものとしては、Kydland and Prescott [1977] がある。彼らは均衡インフレ率を変化させる要因として、①自然失業率(長期フィリップス・カーブ)のシフト、②インフレ率と失業率との間の選好の変化、③短期フィリップス・カーブの傾きの変化、を挙げている。

60年代半ば以降の米国およびカナダのインフレを考えるうえでは、とくに①と②の要因が重要である。このうち、①についていえば、自然失業率が上昇すると均衡インフレ率も上昇することが導かれるが、米国における自然失業率の動きはインフレ率の動きとほぼ一致しており、彼らの主張を裏付けるかたちとなっている。60年代の米国における自然失業率の上昇は、ベビーブーマー世代の労働人口

化に伴い、離職率が高く、また離職期間も長い若年層の労働人口に占める割合が上昇したことを背景とするものである。逆に80年代以降は、ベビーブーマー世代の高齢化に伴い、自然失業率が低下に向かい、均衡インフレ率も低下していった。

次に、②、すなわち、インフレ率と失業率との間の選好の変化についてみると、有権者の多数がインフレを厭わない、もしくはインフレ利得を強く選好すれば、均衡インフレ率は上昇する。ここでも人口構成の変化が重要な役割を担っていた。すなわち、若年層は実物資産と金融負債をもっていることから一般にインフレ選好が強いが、そうした若年有権者層の割合は70年代初頭を境に増加しており、これが均衡インフレ率を上昇させたと考えられる。米国、カナダにおける自然失業率の推計結果やフィリップス・カーブの動きは、こうした解釈を支持している。さらに、インフレに対する選好の変化は、80年代以降にみられるフィリップス・カーブの環状化(loop)や、いわゆる wage moderation のパズルについても、合理的な説明を与えてくれる。一方、財政規模やインフレ税(inflation tax)の問題については、これまでのところ、米国およびカナダにおいては、ほとんど無視してもよいように思われる。

最後に、米国およびカナダ両国が90年代にゼロ・インフレを達成・維持できるかについてみると、カナダでは学界、政界双方においてゼロ・インフレ政策の採用に対する合意が成立している一方、米国ではそうした合意が存在しない。カナダにおいてゼロ・インフレが政策目標として初めて表明されたのは、1988年1月のクロウ・カナダ銀行総裁スピーチであり、その後ゼロ・インフレの定義をめ

ぐって種々の議論が行われたが、現在ではCPI上昇率が0～2%の範囲で変動する状況をゼロ・インフレとすることで合意が得られている。ゼロ・インフレが明示的な政策目標として採用されるか否はともかくとして、ゼロ・インフレを達成・維持するには、ドイツやスイスのように物価の安定を最重要課題とする、政府の圧力から自由で独立性の高い中央銀行が必要であり、そのためには中央銀行制度の改革が不可欠となる。こうした制度改革の可能性については、カナダにおいては十分ありうる一方、米国では、現状かなり薄いのではないか。このように、両国の政治的、制度的相違を勘案した場合、今後カナダがゼロ・インフレ政策を実現する見通しは米国に比べかなり高いといえる。同時に、米国、カナダでは、90年代にはデフレの危険が存在するということを指摘したい。

(2) 西ヨーロッパのインフレーション

— Inflation in Western Europe —

Eduard J. Bomhoff (エラスムス大学教授)

本論文は、インフレーションの統計モデル分析のあり方について、批判的に検討したものである。

インフレーションの統計モデル分析は、将来のインフレ率を予想するうえでも、さらに金融政策全体の基本的あり方や運営方法について考え、これらを評価するうえでも重要な役割を果たしている。本論文では過去の理論・実証上の研究を展望した後、筆者が適切な統計的手法と考えるカルマン・フィルターの手法を用いて、通貨需要の安定性と所得流通速度の予測可能性について分析してみた。

まず、実務的な予測専門家によく利用されている、超過需要モデルについてみると、コスト要因や、「超過需要」の大きさを重視す

るこの種のモデルによるインフレーションの説明は、経済合理性を仮定する限り論理的に成り立たないことがM. フリードマン[1968]によって指摘されている。また実証研究によっても、超過需要モデルがインフレーションを説明できるという一般的な評価は得られていない。一方、マネタリスト・モデルは、理論上の問題というより実証上の問題の方が大きいといえるだろう。第1の問題点は、生産と物価の決定式を誘導形で表わした場合、総需要の変動が、どういう要因によるものであれ、しかも同じ比率で、生産と物価に影響を与えることになってしまうが、これは実証上棄却されてきた。第2に、経済変数のトレンドの変化をモデルにうまく採り入れないと、所得流通速度のトレンドの変化を捉えられないことになる。また、トレンドの問題を回避するために過剰に階差をとったモデルでは、通貨供給の変化と予想インフレ率の変化との間の関係についての重要な情報が失われてしまうという問題がある。

70年代以後のインフレーションに関する実証研究を展望して指摘できる点は、①研究の焦点が通貨需要関数の安定性をめぐる問題に収束してきているが、実証に裏付けられた合意はまだ成立していないということ、また、②従来は不十分であったヨーロッパ各国間の通貨需要関数の比較研究が、ヨーロッパ中央銀行の設立に向けての政治的機運の高まりとともに活発化していることなどである。

そこで、本論文では、従来の統計手法の限界を踏まえ、非定常な時系列データを分析するのに適したカルマン・フィルターの手法を用いて、通貨需要関数の安定性と通貨の所得流通速度の予測可能性を、西ヨーロッパ4か国(ドイツ、フランス、イタリア、イギリス)

を中心に分析してみた。カルマン・フィルタ法は、新たな観察値が得られるたびに順次最適な予測値を更新していく手法であり、ここでは通貨の流通速度が一時的なショック、あるいは恒久的にショックを受けた場合の通貨需要の利子弾力性について、それぞれ推計してみた。このモデルを用いることによって、利子率の変動を考慮した現実的な状況において、通貨供給量をどのように適応させていくのが最適であるかについての示唆が得られる。

次に、各国間の通貨の流通速度の予測誤差と通貨供給の予測誤差との間には相関関係がある。すなわち、流通速度が予想しにくい国は通貨供給量の伸びが不安定であることが多く、逆に通貨供給量の伸びをを安定させれば流通速度の予測可能性も上昇するだろうという結論が導かれる。

ちなみに、I. アーノルドはEC7か国（ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、デンマーク、アイルランド）合計の通貨需要について、歴史的データに基づくシュミレーションを本論文と同様の手法で行い、EC7か国合計の流通速度は、安定的通貨供給ルールを採用しているドイツ一国と比べても予測誤差がかなり低くなるという結果を得ている。この分析は、西ヨーロッパの通貨統合は参加国全体の金融政策を容易にし、所得流通速度をより安定化させることになること、将来のヨーロッパ中央銀行がインフレーションの抑制を通貨供給量の調整によって行うことは不可能でないことを示唆しているともみることができよう。

(3) 環太平洋途上国（地域）のインフレと金融政策

— Inflation and Monetary Policy in Pacific Basin Developing Economies —

Maxwell Fry (バーミンガム大学教授)

過去20年程度の Pacific Basin Developing Economies (インドネシア、香港、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ) のインフレ動向をみると、70年代に高インフレを経験した後、80年代にはおおむね低下傾向を辿っている。これは、先進工業国のパターンに近く、80年代も高いインフレを経験している他の地域（アフリカ、中東など）とは対照的である。

本来インフレは各国の為替政策や金融政策によってコントロールするはずであり、この地域のインフレ率が先進国と同様な程度に収まっていることも、これらの国々の金融当局の行動と関係があると考えられる。そこで本論文では、①金融自由化、国際化等が当該地域の通貨需要とインフレの関係を不安定化させていないか、②当該地域は独自の金融政策を遂行しうるか、③当該地域の金融政策の運営方法と低インフレに関連はあるのか、の3点を検討することで、この問題を分析する。

香港とシンガポールは自国通貨をそれぞれ米ドル、通貨バスケットにペッグさせる政策を採用しており、開放型の為替政策と相俟って、これら2か国の独自の金融政策遂行を不可能たらしめている。一方、他の6か国は依然裁量的な為替コントロールを行っており、また為替管理もより徹底しているため、金融政策について、ある程度の裁量範囲をもって

いる。そこで、本論文は、主に後者の6か国に焦点を当てて分析を行った。まず、金融政策を

効果的に遂行するためには通貨需要が安定している必要があるので、この6か国について通貨需要関数とインフレ関数を計測し、その安定性をみた。その結果、これらの国々において両関数がともにほぼ安定的であったことが確認された。

次に、この6か国が独自の金融政策を遂行できるか否かをマクロ・モデルを計測して検討した。このモデルでは金融当局は国内貸出量をターゲットとし、為替相場の操作も可能であることが想定されている。そして国内貸出量が増加（減少）したとき、海外からの資本流入がどれだけ減少（増加）するかをみることで国内金融政策の有効性を測った。もし資本流入が貸出量の変化を完全に相殺するかたちで増減するならば、金融当局は金融政策を独自に有効に遂行しうるとはいえないからである。

この6か国を含む27の発展途上国を対象として計測した結果、これらの発展途上国では（先進諸国と比較して）貸出量の増減は資本流入によって相殺される程度は小さく、とくにここで問題としている6か国は、他の発展途上国よりもさらに相殺度合いが小さいとの結果が得られた。これは、ある国が自国通貨をベッグさせても、為替管理（または市場の未成熟）によって、独自に金融政策を運営する余地が残されていることを示唆している。

次の問題は、これらの国がどのような場合に金融政策を発動しているかである。そこで、金融政策行動関数を推計してみると、当該6か国は他の発展途上国に比べ、対外資産の増加、対外負債の増加、インフレ率の高まり、政府部門の資金需要、原油価格の上昇といったインフレ要因に対して、より敏感に金融政

策の引締めで対処してきたとの結果が得られている。

以上をまとめると、Pacific Basin Developing Economies においては、①近年の金融自由化・国際化傾向にもかかわらず通貨需要関数とインフレ関数の安定性は損なわれていないこと、②ベッグ制の下でも金融政策の独自性をかなり確保してきたこと、③金融政策を他の発展途上地域との比較においては反インフレ的なスタンスで運営してきたこと、が明らかにされた。これらの要因がこの地域のインフレを低く抑える要因として作用してきたものと考えられ、またこの地域の経済の良好なパフォーマンスと関わりがあるとも考えられよう。

(4) 1970から1990年にかけての日本の金融政策：ルールか裁量か？

— Japanese Monetary Policy during 1970-1990: Rules or Discretion? —

植田和男（東京大学助教授）

日本経済は過去20年間に大幅な変動を経験し、また日本銀行の政策運営のあり方も、大きな変化を示してきた。本論文は、この20年間を、①70年代前半、②70年代中から80年代中にかけて、③80年代後半以降、という3つの時期に分けてその特徴点を抽出し、金融政策のあり方についての教訓を得ようとしたものである。

イ. 1971～74年の金融政策

この時期の金融緩和は、円切上げに伴うデフレ・インパクトの減殺を意図したものであったが、緩和が行きすぎたほか、引締めに転じたのも明らかに遅すぎた。その原因としては、①円切上げのデフレ効果を過大評価したこと、②田中内閣からの政治的圧力、が挙げられる。当時の経験は、裁量

的な金融政策運営は、経済の現状についての判断を誤った場合、かえって経済を不安定化させることを示唆するものであり、裁量的政策よりもルールに基づく金融政策の方が望ましいと主張する際の典型的な例として挙げられる。

ロ. 1976～85年

この時期における日本の実質 GNP と物価は、他の先進国と比べ極めて安定していたが、その背景としてマネーサプライの安定性や賃金の伸縮性を指摘する研究者が多い。

しかしながら、通貨と産出量との間の因果関係をグレンジャー・テストを用いて検討すると、その結果はデータの選び方によってまちまちである。また、M2等の広義通貨集計量は、日本銀行にとっての直接的な政策対象としては用いられていないし、インターバンク・レート操作によってその伸び率をある目標レンジ内に収めるという意味での中間目標としても扱われていない。さらに、この時期の日本のマネーサプライは必ずしも他の国に比べ安定的であったわけではない。

賃金の伸縮性を重視する見方は、総需要・総供給の枠組みの中で考えれば、傾斜の急な総供給曲線を想定していることに等しい。しかし、例えば2変量時系列モデルを用いて日・米両国における産出量ショックに対する物価の反応度合いを推定し、日本の方が米国よりも大きい反応を示すという結果が得られたとしても、物価反応関数は金融当局の反応関数からも影響を受けるため、それは必ずしも日本の総供給曲線の勾配が急であることを示すものとはいえない。また、物価を産出量ギャップに回帰す

ると、価格の伸縮性は日本よりも米国の方が大きいという結果が得られる。二度にわたる石油危機における日本の物価・賃金の動きを比較すると、賃金の伸縮性ではなく、賃金の安定性が70年代後半から80年代前半にかけての物価の安定に重要な役割を果たしていたことがわかる。

この時期の金融政策は、75年以降の緩和、第2次石油危機時の引締め、その後のインフレ圧力の弱まりに対応した緩和と、そこそこに裁量的な政策が採られていたと解釈することができる。ただ、実質 GNP の動きを需要項目別にやや仔細にみると、70年代後半においては拡張的財政政策が、また80年代前半においては輸出の強い伸びが民間需要の伸びの低さを埋め合わせている。この時期を、金融政策が(ルールに基づき)安定的に運営された結果、経済の安定がもたらされた例として挙げる向きもあるが、実際には金融政策はかなり裁量的に運営されており、しかも産出量を安定させた主要因は必ずしも金融政策とはいえないことを勘案すると、こうした見方は不正確であるといわざるを得ない。

ハ. 1986～91年

この時期の特徴は、金融政策の大きな変動にもかかわらず、産出量と物価が安定していたことである。金融政策の影響により資産価格は大きな変動を示したものの、金融政策が産出量と一般物価を安定させるうえで果たした役割を否定することは難しい。しかし、このほかに石油価格の下落、円高の進行、そして賃金の落ち着きといった、一般物価の安定に好ましい影響を与えた供給ショックがあったことも強調されるべきである。さらに、通貨需要に対する資産効

果の影響、金融自由化に伴う通貨需要関数のシフトなどから、従来型の通貨需要関数が80年代後半以降の通貨需要の動きをうまく説明できなくなっていることも指摘に値する。これら種々のショックがあったために、80年代後半の金融緩和がインフレを惹き起こさないで済んだともいえる。

この時期には、円高によるデフレ・インパクトの緩和を狙いとする裁量的な金融政策が採られている。この時期を含め、大幅な円高が進行した局面においては、短観の業況判断における一期先の予想がその後の判断からみて常に悲観バイアスをもつ傾向があるのは、この指標が日本銀行の金融政策判断に重要な影響を与えているとみられるだけに、興味深い。さらに、この時期には、大蔵省や海外政府からの政治的圧力も金融政策変更の妨げになっていたと考えられる。このように、この時期の経験も70年代前半と同様、裁量的金融政策の危険性を示す例ではあったが、好運な供給ショックや通貨需要のシフトにより、深刻な物価の変動は起こらないで済んだと評価できよう。

二、結論

日本の金融政策は、通貨量に目標を設定してそれを達成するというかたちではなく、明らかに裁量的に運営されてきた。その結果はまちまちである。70年代前半の金融政策は戦後最悪のインフレをもたらしたという意味で disaster であったし、80年代後半の政策も、経済の実物部門を不安定化させることはなかったものの、資産インフレをもたらすなど、拡張的にすぎた。70年代半ばから80年代半ばまでは産出量と物価はいずれも安定的に推移したが、それらは

必ずしも優れた裁量的金融政策の結果ではなかった。

70年代前半および80年代後半の2度にわたる金融政策の誤りは、円高のデフレ効果の過大評価と、金融政策のスタンス変更を困難にした政治的圧力が主要因となっていたと考えられる。この関連で、70年代後半の強力な財政拡張が、産出量を安定させるうえで大きな役割を果たしたが、その結果、80年代を通じて財政収縮を余儀なくされ、80年代半ばの大幅な経常黒字と80年代後半の金融緩和の原因となった点には留意する必要がある。

また、過去20年間の日本の経験は、金融政策の効果を考えるうえで賃金の動きが重要であることを示している。とくに重要な点は、こうした賃金の動きのなかには、金融政策にとって外生要因であったものもあるということである。

過去20年間に、供給ショック、為替相場の変動や、金融自由化に伴う通貨需要のシフトといった、70年代初期には予想しえなかった新たなショックが現れたことは、ルールよりも裁量の方が望ましいという考えを支持するものである。日本の経験は、これに加えて、金融当局がより強い独立性を持つことの重要性を示唆している。また、為替相場の変化が日本経済に与える影響についてのより深い理解が必要であることをも示しているといえよう。

〔第2セッション〕

(1) マクロ物価指数に関する基本原則と問題点

— The Measurement of the Aggregate Price Level: Principles and Pitfalls —

Robert J. Gordon (ノースウェスタン大学
教授)

各国のマクロ経済パフォーマンスについての基本的な指標は、①失業率、②インフレ率、③実質成長率、の3つであろう。これら変数の2つ（インフレ率と実質成長率）までが、マクロ経済全体の平均価格水準（aggregate price level）の正確な測定を前提としている。したがって、マクロ経済の平均価格指数（以下、単に物価指数と呼ぶ）が不正確である場合には、適切な経済政策運営に支障をきたすことになりかねない。本論文の目的は、こうした観点から物価指数に関する基本原則と問題点について考察してみることにある。

まず消費者物価指数についてみると、ある一定の効用水準を維持するために必要な費用を計るのが生計費指数（Cost-of-Living Index）であり、ある一定の消費財集合を買うために必要な費用を計るのが、CPIである。ここで、CPIは、測定の対象とする消費財集合を固定してしまうために、実際に必要な生計費の上昇を過大評価してしまう傾向があることに留意すべきである。また、相対価格の変化、新製品の登場（ビデオなど）、製品の質的向上（コンピュータなど）、ディスカウント・ストアの拡大によっても、CPIには相当のバイアスが生じることが、実証研究でも示されている。

一方、生産者物価指数（Producer Price Index or Output Price Index）についてとくに問題となるのは、生産者耐久財と建築物の取

扱い方、具体的には投資財デフレーター（investment deflator）についての議論である。投資財デフレーターは、CPIのように対象とする投資財集合を固定する事はないので、問題の中心は技術革新に伴う新しい投資財の出現と投資財の質的向上をどう扱うかというところにある。この問題は、コンピュータ産業に起こった急激な技術革新に伴い、最近とくに重要性を増している。投資財の質的变化を取扱う1つの方法は、コンピュータのもっている計算能力（速度や記憶量）などの特性（characteristics）を数量化することである。もっと一般的に、耐久財（投資財や耐久消費財）の質的变化は、その限界生産の変化によって捉えることができると考えられる。

製品の質的变化を調整するためには、具体的には2つの方法（Conventional Specification Method と Hedonic Regression Method）が考えられる。第1の方法（CSM）によれば、製品にモデル・チェンジが起きた場合、①無視する（ignore it）、②対象から外す（delete it）、③新・旧製品の価格差を質の差とみなす（link it）、④新製品の新しい特性のコストを測定する（cost it）、という4つの対処の仕方がある。第2の方法（HRM）は、上記④の方法を拡張したもので、新製品が有する新しい特性の価値を、回帰分析によって推定する方法である。具体的には、製品価格はその製品が持つ諸特性の価格の和であるとみなし、これらの特性をさまざまに組合せた製品の価格を諸特性を説明変数として回帰分析することにより、個々の特性の価格を推定する方法である。

米国における従来の価格指数の計算には利用されていないデータを使って、耐久財の質

的变化を調整した価格指数を作成してみると、例えば、生産者耐久財デフレータの上昇率は、NIPA（国民所得生産勘定）のデフレータのそれよりも年率でみて3%（1947～83年）も低い。これは、米国経済の長期インフレ率は従来考えられていたよりも小さく、したがって実質経済成長率が高かったことを示唆している。

こうした価格測定方法の国際間の違いが、経済成長率や生産性向上の国際比較に及ぼす影響についてみると、一般に、質的变化の価格調整が不十分なために、全ての先進国において、製造業部門の生産性の上昇は過小評価されていると考えられる。この生産性上昇の過小評価は、コンピュータ製品のデフレータについて質的变化を調整している米国よりも、そうしていない他のほとんどの工業国においてより大きいものと思われる。ただし、サービス産業と建設業のデフレータに関しては、フランス、ドイツ、カナダなどは質的变化について米国よりも適切な調整を行っているので、これらの部門における生産性上昇に関する過小評価の問題は米国の方が大きいように思われる。

物価指数の欠陥から短期的なインフレ動向について誤った情報が伝達されると、それは、適切な経済政策を困難なものとする可能性がある。金融政策の主要目的は「物価の安定」であり、各国の中央銀行はCPIの動きに注目している。しかし、国によっては、CPIに抵当債券（mortgage）利子率や間接税などを含むことがあり、これが誤ったインフレ情報を政策担当者に伝えることになりかねない。とくに、政策的な金利の上昇や間接税の引上げが、CPIの上昇を通じてインフレ動向の悪化という印象を与え、金融引締めをさら

なる強化や金融緩和の遅れにつながる傾向があるのは、大きな問題である。

米国では1977～81年にかけて、こうした状況が実際に起きている。この期間を通したCPIの上昇は、個人消費デフレータ（Personal Consumption Deflator）の上昇のそれを10.8%も上回っている。この差のほとんどは、住宅所有コスト（homeowner-ship costs）の取扱いの違いに起因するものである。当時のCPIは、住宅所有コストとして住宅抵当貸付変動利子率（adjustable mortgage rate）を使用していたために、インフレの悪化に伴い、あたかも住宅所有コストが上昇していたかの錯覚を与えた。実際には、当時の住宅抵当貸付のほとんどは固定利子率（fixed mortgage rate）を採用していたので、平均的な住宅所有者は、むしろインフレにより恩恵を受けていたのである。もっとも、この問題は、1983年以後、住宅所有コストとして賃貸料を代用するようになって解消されている。

より正確な物価指数の作成は、安定化政策の運営にとっても、また長期的な経済成長パフォーマンスを判断するうえでも重要である。具体的な改善策としては、すぐにでも利子率、間接税（さらには、食品価格、エネルギー価格）を除いたCPIを作成すべきである。また、正しい長期的経済成長率や生産性上昇率を計算するためにも、質的向上を考慮したコンピュータ・デフレータに代表される技術的改善を、物価指数全体の項目に応用していくことが望まれる。

(2) インフレ指標について

— Indicators of Inflation —

Robert H. Rasche（ミシガン州立大学教授）

通貨量のインフレ指標としての信頼性は80年代半ばまでに著しく低下し、このため、数

多くの代替的なインフレ指標が提案されてきた。本論文はこれらのうち、①商品市況、②イールド・カーブの傾き（名目金利の期間構造）、③ P^* （ピー・スター）について、理論・実証の両面から検討し、①商品市況に関しては否定的、②イールド・カーブの傾きについて長期インフレ指標として肯定的、および③ P^* に関して肯定的な結論を得た。

まず、商品市況のインフレ指標としての妥当性については、Frankel [1986] などを除けば、これを理論的な観点から分析したものは少ない。そこで、Muth [1961] のモデルを用いて、商品市場の需給条件を明示的にモデルに取込んで部分均衡分析を行うと、実質総生産、商品に対する需要および供給、さらには過去における予期せざるショックがいずれも現在の実質商品価格に影響を与えることがわかる。次に、製品価格が硬直的であり、需給ショックにゆっくりと反応すると仮定する Buiter [1980] のモデルを用いて一般均衡分析を行うと、①実質商品価格は経済におけるあらゆるショックから影響を受けること、および、②いかなるショックについても、一般物価水準に対する最終的な影響はその時点の金融政策レジームに大きく依存することがわかる。したがって、実質商品価格に影響を与えるショックが一般物価に与える影響を予測するには、それらのショックの源泉と金融当局の対応方針に関する知識が必要である。これらの検討結果を総合してみると、商品価格に一般物価のインフレに関する信頼度の高い指標性を期待することは難しいことがわかる。なお、この点は、Boughton and Branson [1988]、Whitt [1988] の実証分析によっても支持されている。

次にイールド・カーブの傾きをインフレ指

標として用いる考え方について検討する。この考え方の基礎にあるのは、名目金利は実質金利、期待インフレ率、期間プレミアムの和であり、さらに合理的期待仮説の下では現実のインフレ率が、期待インフレ率にランダムなショックを加えた水準に決まるとされることである。したがって、①期間プレミアム、および、②実質金利の期間構造が一定であると仮定できる場合に限って、イールド・カーブの傾きがインフレ指標として妥当性を持つことがわかる。この仮定の現実性に関し、多くの実証分析は1年未満の短期について否定的な結論を得ている。しかし、1年以上の長期については、Mishkin [1990] らは、米国や英国、西独などのデータを用いてイールド・カーブの傾きがインフレの指標として役に立ちうることを示している。なお、イールド・カーブの傾きをインフレ指標とする場合の1つの問題は、残存期間により長期債の取引高に大きな差があり、期間によっては取引高の乏しい国があること等である。

最後に Hallman, Porter and Small [1989] が提唱した P^* とは、 $M2$ の流通速度が定常的であるとの仮定の下で、現時点の $M2$ 水準と両立しうる物価水準を指し、これは、 $M2$ 、潜在実質 GNP、 $M2$ の均衡流通速度によって決まる。なおここで $M2$ の均衡流通速度は $M2$ 、物価水準、GNP の間の共和分ベクトルの平均値として決まる。 P^* とインフレとの関係について Hallman, Porter and Small [1989] は、物価上昇率の変動を、 P^* と現実の物価との乖離、および、過去の物価の動きにより説明する、価格ギャップ・モデルを提唱している。この価格ギャップ・モデルについては、①米国の過去のインフレ・データと矛盾することが指摘され、さらに、② $M2$

残高や実質総生産の変動が価格に与える影響を無視して、M2の定常性を仮定している点が問題であるとされていた。しかし、①については、金融制度の変化を織込んで実証分析を行えば、価格ギャップ・モデルが米国の過去のデータと整合的であることを Peccenino and Rasche [1991] が示している。また、②の問題点に関しても、M2、物価水準、GNPに関するベクトル誤差修正モデルを利用して1956～89年の日米のデータについて推定したところ、価格ギャップ・モデルと整合的な結果が得られ、 P^* が日米両国においてインフレ指標として有効であることが示された。もっとも、共和分ベクトル以外のパラメータは金融制度の変化に影響されること、長期的な指標として構築された P^* は金利や金融業務等にかかる規制の変更によっても影響を受けることなどに注意しなければならないのはいうまでもない。

〔第3セッション〕

(1) 物価安定を支える通貨体制の構築に向けて

— Price Stability and the Monetary Order —

David Laidler (ウェスタンオンタリオ大学教授)

本論文では、マネタリストの主張を批判的に検討することにより、物価安定のための制度的枠組について、とくに通貨体制や中央銀行のあり方、政府との関係を中心に考察する。

物価の安定のためには、マネーサプライの増加率について、法律に基づいた強制力のある適正なターゲットを設ける必要がある、とのマネタリストの主張は、現代的な観点から見ると単純にすぎよう。これは、通貨需要関

数が不安定化した結果、金融政策には通貨需要のシフトを相殺するようなマネーサプライの調整も求められるようになっているからである。とくに、共和分やエラー修正モデルなどの新しい分析手法を用いた通貨需要関数に関する研究は、通貨需要が短期的だけではなく、長期的にも金融制度の変化を反映してシフトすることを示している。実質通貨需要が時に応じてシフトするということを前提にする限り、通貨当局には、実質通貨需要のモニタリング、シフトに対する名目通貨量の調整、および通貨需要関数の安定性に依存しない名目マネーサプライのコントロール手法の開発が求められよう。

しかし、金融政策運営にはこうした技術的な問題だけでなく、政治的要因がからむ難しい問題もある。インフレは、政府にとってひとつの財源であり、政府が人気取りのため、これを利用しようとする可能性は否定できない。このため、金融政策に対してはインフレ・バイアスを持った政治的プレッシャーがかかりやすいのである。

したがって、物価安定達成のためには、インフレのコストを主張するだけでは十分ではない。マネタリストの $k\%$ ルールは、単に技術的な観点からだけではなく、こうした政治的プレッシャーからの独立性にも配慮して主張されたものであり、金融政策当局が大衆の利益につながらない政策をとることを規制しようという意味合いももっている。Brunner [1984] も述べているとおり、金融政策のあり方を検討するに際しては、単に技術面だけではなく、そうした政策が実際に運営される制度的枠組み (monetary order) としての通貨体制のあり方についても考慮することが重要である。 $k\%$ ルールに代わる、何らかの制

度的枠組みを考える必要がある。

Meltzer [1987] や McCallum [1988] らが提唱するような、金融制度の変化に伴う通貨の流通速度の変動を考慮して適正な通貨成長率を算定するというフィードバック・ルールも、ひとつの候補であろう。Meltzer らの主張は、制度的変化が通貨需要の安定性に及ぼす影響を考慮して、マネタリストの $k\%$ ルールを修正するためのメタ・ルール (meta-rule) を導入しようとするものである。しかし、経済のファンダメンタルズの持続可能性や将来に関する予見可能性を考えると、フィードバック・ルールは、経済の安定性をかえって損なう可能性もある。このため、法律により金融政策当局を予め固定的なルールに縛りつけてしまうのは適当ではなく、何らかの裁量権を与える必要があるといえる。そして、その裁量権が物価安定の達成に向けて、正しく行使される通貨体制をどう構築するかが問題となる。

金融政策を政治的プレッシャーから隔離するためには、通貨発行権を民間部門に委ねればよいとの主張が古くからあり、Hayek [1976] の主張する「フリー・バンキング」も、そうした伝統に根ざしたものである。もっとも、フリー・バンキング制度においても、過剰通貨供給のインセンティブは存在する。また、銀行間決済のためには、ハイパワード・マネーのような共通の取引媒体が支払準備として必要となるが、そうした支払準備の保有には規模の経済が存在することから、合併のインセンティブや、中央銀行など他の機関に支払準備を預託して準備保有に伴う不経済性を回避しようとするインセンティブが働く。したがって、通貨発行に際し、ある銀行ないし機関による自然独占が生じがちであるが、

その場合、この機関は、物価安定よりもむしろ通貨発行益 (seignorage) の最大化を狙って通貨発行量をコントロールすることになる。フリー・バンキングの提唱者は、ハイパワード・マネーの総量のある時点で固定させればよいとするが、これは、ハイパワード・マネーの成長率を固定的にコントロールするというマネタリストの主張に等しく、予期せぬ金融制度の変化には脆弱であるといわざるを得ない。

このように考えると、結局のところ、公的主体に裁量権を正しく行使するインセンティブを与える枠組みの構築という、古くて新しい中央銀行のあり方の問題 (the governance of the central bank) に帰着する。中央銀行に物価安定の達成という明確に定義された使命を予め与えることが必要であるが、それだけでは十分ではない。政治家による日々の圧力から金融政策担当者を隔離するためには、物価安定の使命を最優先できるような法的枠組みとともに、中央銀行職員の地位を保障する必要がある。さらに、中央銀行員の任期を選挙サイクルと切離すことも重要である。

中央銀行が短期的な政治的圧力から独立して金融政策を運営できれば、通貨発行益の最大化といった不適切な政策を行うインセンティブはなくなる。さらに、中央銀行を政策関連情報を十分に有した主体からの批判を受ける立場におくことにより、政策遂行に対して潜在的に強力な制約を課すことが望ましい。このためには、金融政策決定にあたっての議事録や関連データを公開するとともに、政治家が金融政策に関し、公の場で質問を行える機会を設ける必要がある。

最後に、国際的な観点から、あるべき通貨体制について若干述べる。各国の中央銀行が

国内物価の安定という使命と政治からの独立性を与えられたとしても、為替相場の安定が同時に達成されるわけではない。この指摘は一見不安を与えるかもしれないが、過去20年間の変動相場制の経験は、為替相場の変動は物価の変動を拡大することはあっても、それ自体、物価変動の原因にはなりえないということを示している。さらに、国際的な経済活動に従事している経済主体の通貨選択行動を媒介に、国際通貨を供給する中央銀行にはディシプリンが働くようになっている。1980年代には、こうしたディシプリンを避けるため、国際協調の名の下に他国にインフレ政策を強要する動きもみられたが、政府からの独立性の高い中央銀行が自国通貨価値の安定を主張したため、失敗に終わった。

各国の国内物価が安定していれば、為替相場も安定化する傾向にあらうが、それだけでは国際通貨体制の安定は達成されない。これは、キーカレンシーの供給国がインフレ的政策の採用により、他国からの通貨発行益を獲得しようとする恐れがあるからである。通貨統合や、キーカレンシー間の競争によりこれを回避することは考えうる。しかし、通貨統合の場合、地域的な実物ショックの影響を為替相場の変動で吸収することができず、そのため労働力や財政の国境を越えた移転が貿易ブロックの形成を促すことになる。また、キーカレンシー間の競争についても、ペッグ制度といった中間過程においては、キーカレンシー発行国の金融政策運営にディシプリンが効きにくくなり、他国に悪影響が及ぶ可能性がある点には留意する必要がある。

以上を要するに、今日の政治経済体制の下で、物価安定を達成するうえで最善と思われる通貨体制は、中央銀行を短期的な政治的圧

力から独立させるとともに、国際通貨の供給を通じて国際的に競争させることであるといえよう。

(2) 複数基軸通貨制下における為替相場の安定について

— Achieving Exchange Rate Stability in a
Tripolar World : A Target-zone
System with a Rotating Anchor —
Kenneth Rogoff (カリフォルニア大学
バークレー校教授)

本論文は、プラザ合意以降の国際協調が為替相場安定に果たした役割を評価したうえで、北米通貨・ECU・円の3極通貨体制の下における物価と為替相場安定両立のための枠組みについて論じたものである。

イ. プラザ合意以降の国際協調の評価

プラザ合意以降のG7協調は、為替相場を安定化したと評価されることがあるが、これを統計的に検証すると、次のことがわかる。第1に、週単位でみた名目為替相場の変動幅は、プラザ合意以降、むしろ拡大している。例えば、円/ドルの週次為替相場変動率の標準偏差は、1973年以降プラザ合意までの期間で1.24%であったものがプラザ合意以降では1.60%へと上昇しており、他通貨についてもほぼ同様の結果が得られる。これは、現行の国際協調体制が為替相場の変動を縮小するうえで十分に機能していないことを示している。第2に、インフレ率の水準と為替相場の変動との間には、統計的に有意な関係を見出せない。これは、世界的にインフレが鎮静化するなかでも、為替相場の変動は減少していないことの現れでもある。この結果は、「平均的なインフレ率が低ければ、インフレ率の変動も小さいはずであり、ひいては、為替相

場の変動も縮小するはず」との大方の経済学者の常識とも反するものである。金融政策だけで為替相場の変動をコントロールすることの難しさを示唆しているともいえよう。

ロ. 為替相場安定化の方策

為替相場の安定化に成功した例として、EMS を挙げることができる。EMS 内の為替相場は、国際資本移動の自由化や各国間での財政政策のばらつきにもかかわらず、安定を示している。こうした成功は、政策当局が為替相場の安定に向けて自らの決意を市場に浸透させることにより、将来の為替相場に関する市場の期待を安定させたことの結果である。EMS、あるいは、これをさらに発展させた EMU の例は、ヨーロッパ以外の方策について考える際にも示唆に富むものである。北米通貨同盟を例にとると、米国、カナダ間で共通の通貨を使用する潜在的なメリットは十分大きい。米国およびカナダのマクロ生産水準の変動は高い相関をもっており、また、資本、労働、財のいずれについても、国境を越えた移動性は高い。この2か国にメキシコを加えた通貨同盟も、経済的な観点からは十分実現可能であろう。アジアにおける円ブロックの成立については、円の準備通貨としての役割は限定されているなど、議論の分かれるところではあるが、仮に、ヨーロッパと北米で通貨同盟が成功し、これが両地域における域内貿易促進、地域間貿易の相対的な後退をもたらすとするれば、同様のシステムをアジアに導入しようとする政治的なプレッシャーは増加することになる。

ハ. 名目アンカーの制度化

通貨同盟は、加盟国間の為替相場の安定に寄与するが、異なった通貨同盟間の為替相場の安定には別の視点が必要である。北米通貨、ECU および円の三大通貨を軸とした新しい通貨体制にとって中心的な問題は、反インフレのリーダーの役割を誰が果たすか、すなわち EMS においてドイツが果たした名目アンカーの役割を米国、ドイツ、日本のうちどれに求めるのかである。米国の経済規模はもはや支配的ではなく、ドイツも欧州内の問題に手一杯である。こうした状況の下では、日本がこの役割を果たすことが期待されるが、政治的な理由からその実現可能性は低い。そこで、名目アンカーの役割を日米独の「輪番制」にすることを提唱したい。例えば、アンカー国を3年毎に交替するとして、当番国は、CPI インフレ率を3%以内に抑えることとし、他の2か国はアンカー通貨との為替相場を安定させるよう義務づける、とするのも一案であろう。また、過去3年間でインフレ率の最も低い通貨をアンカー通貨とする「トーナメント制」も十分考慮に値する。重要なことは、こうしたシステムの構築を通じて、通貨価値に対する市場の期待を安定化させることである。

2. 海外顧問講演要旨

(1) 大インフレ期の教訓

— Some Lessons from Great Inflation —

Allan H. Meltzer (カーネギー・メロン大学教授および日本銀行金融研究所海外顧問)

インフレの経験は金融理論の発展を促してきた。実際、19世紀初頭および1960年代末か

ら80年代にかけての2度の大インフレーションは、金融理論を大きく進展させた。本日のスピーチでは、最近の四半世紀におけるインフレからわれわれが何を学んだのか、19世紀初頭の経験から得られた Thornton の優れた洞察と対比するかたちで、論じてみたい。

19世紀初に活躍した Henry Thornton の理論のエッセンスは、次の8点に要約できる。

①通貨の流通速度は一定でなく、通貨保有の機会費用等に依存する。②インフレは名目金利を上昇させる。③長期的には購買力平価が成立する。④中央銀行はインフレもデフレも避け、金準備を守り、最後の貸し手として機能すべきである。⑤貨幣は長期的には中立的（実体経済に影響を与えない）であるが、短期的には中立的でない。⑥インフレは予想されている場合とそうでない場合とで、生産量に与える影響が異なる。⑦真正手形主義（real bills doctrine）は正しくない。通貨量は、中央銀行の適切な政策、またはルールによってのみ総需要に見合った動きをする。⑧通貨に対する需要と信用に対する需要とは明確に区別すべきである。

われわれは、Thornton のこうした洞察の多くを第2次大戦後の失敗の経験により再確認することとなった。例えば、たびたび国際的な政策協調が提案されるが、多くの国々は、これが決してマネタリー・ルールにとって代わるものとして機能しえないことを学んだ。また、名目金利はインフレ率を反映するかたちで上昇すること、インフレ率の異なる通貨間で長期にわたって名目為替相場を固定することはできないことも、Thornton が指摘したとおりであった。とくに、貨幣の短期的非中立性と長期的中立性の点に関して、通貨当局者は、通貨量の予期せぬ増加は長期的には

経済の拡大をもたらさず、インフレだけを発生させることを改めて認識させられた。ちなみに、1965～88年の期間について100か国のデータを用いてみると、GDP 成長率は平均インフレ率とはごくわずかながらマイナスの相関関係を有している。

1970年代後半以降の経済学の進歩のうち、インフレの問題に新たな光を投げかけたのは、動学的不整合性（time inconsistency）と合理的期待形成に関する指摘であろう。

まず前者の動学的不整合性の問題に関してみると、Kydland-Prescott [1977] は、①政府には失業率を減らすため、裁量的政策により、予想されないインフレを惹き起こす誘因が存在する、②しかし、この行動は民間主体に予想されてしまうため、結果として失業率は減少せず、インフレだけが発生する、したがって、③裁量的政策より信頼できるルール（credible rule）の方が望ましいことを示した。この動学的不整合の議論は、政策を代替的なルール間の選択の問題と捉えた古典派や新古典派の考え方を、より精緻にしたものと評価できよう。

また合理的期待形成も、予想されたインフレと予想されないインフレの区別や動学的不整合性の問題等を考えるうえで、重要な仮説である。

ただ、人々が将来起こる事象の確率分布を知っていることを仮定する、強いかたちの合理的期待仮説は、現実的でない。また、期待形成に必要な情報の収集コストがゼロであるという仮定にも無理がある。これらの問題を無視することで、合理的期待仮説は分析力を高めているが、一方で交換手段としてのマネーの役割を理解するうえで本質的な点を捨象してしまっているのも事実である。東欧や

南米で高インフレ期に自国通貨に代わって使用されたのが、最もインフレ率の低い国の通貨ではなく、人々がよく知っているドルであったことは、マネーと他の金融資産との機能を区別するうえで情報収集コストがいかに重要であることを示している。

インフレを通貨に対する間接税とみなす立場からすると、予想されたインフレは通貨需要を減少させることにより、経済厚生を低下させる (Harberger triangle)。一方、デイスインフレには、生産を完全雇用水準から乖離させるというかたちのコストがある (Okun gap)。Tobin [1980] は、後者は前者を上回ると考え、デイスインフレ政策を批判した。しかし、Harberger triangle は、インフレのコストの一部にすぎない。例えば、インフレ率が上昇すると、その分散も増大し、不確実性が高まることが指摘できる。こうしたインフレのコストをインデクセーションで回避することは難しい。一方、Okun gap は永続的なものではなく、デイスインフレのコストは過大評価されている。Tobin の議論は、この2つの点からみて、最適インフレ率を過大に推計している惧れがある。

ここで1980年代後半の日本の経験を振り返ってみよう。プラザ合意後、資産価格は大きく上昇した。日本銀行はこれを将来のインフレを先取りするものと解釈して金利を引上げ、これにより、株価を始めとする資産価格を低下させた。マネーサプライ、CPI、実質 GNP、日経株価指数 (ないし地価)、コールレートの5変数からなる VAR モデル (推計期間は1963~90年) によると、地価・株価が上がるようなショックは CPI を有意に上昇させることがわかる。このことは、日本銀行が引締めに転じなければ、財価格の上昇が発生した

であろうことを示唆している。

Thornton は財政上の要請や国際協調上の理由から金融政策が影響を受けるべきでないと主張し、ルール的重要性を指摘した。政策当局が Thornton の考え方に従っていれば、60~70年代や80年代後半のインフレは避けえたであろう。また、政策問題をルールないし制度の選択とみる考え方は、その後の裁量的政策重視の風潮のなかで軽視されがちであったが、合理的期待や動学的不整合性の問題が脚光を浴びるなかで、改めて見直されている。現実の政策面でも、貿易ブロック内での固定相場制の採用のように、裁量的な政策からルールの要素を強めた中期戦略 (medium-term strategies) へと転換する動きがみられる。2回の大インフレの経験からわれわれが学ぶべき最大の教訓は、われわれの能力の限界とルールに基づく政策の利点であろう。

(2) モデレートなインフレからの教訓

— Lesson from Moderate Inflation —

Stanley Fischer (マサチューセッツ工科大学教授および日本銀行金融研究所海外顧問)

インフレに関する研究の膨大な蓄積のなかで、両大戦間のドイツの例を始めとして、ハイパー・インフレを扱ったものは多いが、われわれにとってより身近な、年率15~30%のいわば中間的なインフレについての分析は少ない。そこでここでは、そのような中間的なインフレの例として、チリおよびアイルランドの2か国を取上げ、その経験からインフレというものを理解するためのインプリケーションを探ろう。

インフレがなぜ生じるか、あるいは、解消しないかという問題の分析にあたっては、以下の2つの論点について考えておく必要があ

る。

- ① インフレは、政府にとって実質的な財源となりうる。それだけに、インフレの解消に関して、政府が必ずしもインセンティブをもたない可能性がある。ただ、インフレが持続すると人々が徐々に貨幣保有を節約することなどを考えると、この点をあまり強調する必要はないように思われる。
- ② インフレを解消するには社会的コストがかかる。とくに賃金が過去のインフレ率に連動して決まり、物価がマークアップ原理で決まる場合にはなおさらである。そうした場合には、インフレを解消させようとするれば、総需要を抑制し賃金上昇圧力を弱めるために、高い失業率を甘受せざるを得ないような状況が生じるからである。

フィリップス・カーブに関するゲーム論的アプローチが示唆するように、低失業率と低インフレの同時達成には、政策当局のインフレ解消への姿勢に対する国民の高い信頼が不可欠である。チリで1989年に中央銀行を政府から完全に独立させた事例や、ニュージーランドやカナダでゼロないし極めて低いインフレ率を当局が「公約」とするという事例は、この文脈で理解すべきである。

ではこれらの観点を踏まえて、チリおよびアイルランドの具体的な経験をみてみよう。

チリは、インフレ終息に失敗した1973～82年と、低インフレ率を達成し経済成長も遂げた83年以降の2つの時期を経験していることが特徴である。チリはインフレ鎮静の成功例とされているが、その過程で大量失業等のコストを伴ったことも忘れてはならない。Pinochet 政権は73年軍事クーデター直後に緊縮財政と金融引締め策を採ったが、賃金が過去のインフレ率にインデクセーションされて

いたことから、高インフレを止めることはできなかった。そこで79年には、為替相場を固定し、これを名目的なアンカーとすることにより、インフレと賃金の悪循環を断ち切ろうとした。しかし、累積債務の急増等により82年にはこうした固定為替相場制の放棄を余儀なくされ、83年には極度の引締め政策により深刻な不況に陥った。その後、不況は徐々に回復したが、80年代の後半に至ってもなお高水準の失業が続くことになった。しかし、そのような高水準の失業の存在が、賃金の上昇を抑制し、50%もの為替相場下落にもかかわらず、インフレ率の大幅な低下を実現させたのである。この間、89年に政府から完全に独立した中央銀行が、国民の信頼回復に果たした役割は特筆すべきものがある。中南米諸国の激しいインフレの解決には、独立な中央銀行の設立が鍵であるということは、今日では広く受け入れられた見解となっている。

アイルランドは、同国通貨がリンクしていた英ポンドの急落と石油価格の上昇により、第1次石油危機時には2桁インフレに突入した。こうした供給ショックがインフレに結びついたのは、“賃金物価インデクセーション”により実質賃金が固定的であったためである。このインフレは、主な貿易相手国である英国やヨーロッパ諸国、あるいは米国におけるインフレ率の低下と、アイルランド政府の82年以降の緊縮財政採用により解消に向かうが、それには大きなコストが伴った。失業率は80年の9.5%から、87年には17%まで上昇したのである。この間、アイルランドは79年に英ポンドへのリンクを離れてEMSに加盟したが、それも名目アンカーの提供というかたちでインフレ解消に貢献した。また、アイルランド商工会議所と労働組合連合との間で

名目賃金の抑制に関する賃金協定が成立したことの意味も大きい。89年の調査でも、この協定は広範に遵守されている。80年代末時点で評価する限り、所得政策は低いインフレ率と景気回復を両立させる有力な手段であり、為替政策はそれを完全にサポートしているというべきであろう。

では、これらの経験から何が学べるだろうか。まず、こうしたインフレの抑制は、強度の緊縮財政を伴うものであったことである。一方、財源としてのインフレの側面については、必ずしも十分な徴税手段をもたない中南米諸国でインフレ率が高いという経験的事実はあるものの、それがインフレ解消に向けての努力を怠るインセンティブになっていると

はいえない。また、固定された為替相場を名目アンカーとすることは、それ自体がインフレ率の低下にどれだけ貢献したかは別としても、政府のインフレ抑制をやり易くしたといえるであろう。

最後に、ここでは論じなかったゼロ・インフレ政策について一言述べる。インフレ率を低く抑えることを政策目標とするのは望ましい。しかし、平均的なインフレ率をゼロにすることを目標とすれば、時期によってはデフレを容認することになる。こうしたことを考えると、厳格なゼロ・インフレ目標は、それによって得られる利益よりも損失の方が大きいと思われる。

以 上