

# 「インフレ・ターゲティング」

～諸外国において現在どのように取り扱われているのか～

前大臣官房総合政策課政策調整室長  
(主税局国際租税課長)

武内 良樹

## 1 はじめに

「インフレーション・ターゲティング」(inflation targeting、以下「インフレ・ターゲティング」)とは、物価上昇(インフレ)率の目標値(または範囲)を設定・公表して、その達成に向けて中央銀行が金融政策運営を実施するという金融政策の「枠組み」であり、その有用性を巡る議論はかなり以前から金融政策の重要な論点の一つとして、様々な立場から取り上げられてきた<sup>(注1)</sup>。

大臣官房総合政策課外国調査室及び政策調整係では、昨年来、米国、英国、ベルギー(EU本部)、ドイツ(ECB)、スイス、オーストラリア、ニュージーランドに職員を派遣し、政府・中銀関係者、エコノミスト等からインフレ・ターゲティングの枠組みの現状・実態について聴取するとともに、他の主要な国々についても、公表資料を中心に情報・資料を収集し、

インフレ・ターゲティングという金融政策の枠組みが諸外国において現在どのように取り扱われているのかについて、調査を行ってきた<sup>(注2)</sup>。

本稿は、その結果を要約したものである。以下、2. ではインフレ・ターゲティングとは何かについて簡単に述べ、また、3. においては、幾つかの切り口に分けた上で、物価に関し何らかの具体的な数値目標を明らかにしている諸外国において、現在どのような仕組みが採用されているかについて分類を試みることにした。その上で、4. においてインフレ・ターゲティングがそれぞれの国においてどう評価されているのかを紹介し、最後に、5. において、各国におけるインフレ・ターゲティングに基づく金融政策運営について簡単な印象を述べることにしたい。

(なお、文中、意見にわたる部分については、筆者の個人的な見解であり、財務省の見解を代

<sup>(注1)</sup> 本稿では、ユーロ圏における欧州中央銀行(ECB)やスイスといった、物価の安定について何らかの数量的定義(いわゆるインフレ参照値)を公表している国・地域も含めることとする。

ちなみに、「インフレ参照値」という言葉は、ECBの「マネーサプライ参照値」と「物価の安定の数量的定義」が混同された日本独自の造語であると考えられ、ECB及びスイス国立銀行(SNB)は、自身が設定・公表している物価安定の数量的定義について「インフレ参照値」という用語を使用していない。

また、「インフレ」という文言の示唆する相当程度高率の物価上昇というネガティブなイメージを除去するために「インフレ・ターゲティング」「インフレ参照値」という語句に代え「物価上昇率ターゲティング(目標)」「物価参照値」を用いることも考えられるが、ここでは巷間用いられている用語を使うこととする。

市場関係者がイメージする「インフレ・ターゲティング」と「インフレ参照値」との差異は、達成期限や説明責任の強弱などにあると考えられるが、具体的な数値を公表することにより金融政策の透明性や説明責任の強化を図り、以って金融政策に対する信認の強化を目的としている点では両者は同じである。

<sup>(注2)</sup> 本調査は、渡邊和紀、普家弘行の取り纏めの下、以下の担当で行われた。米国、カナダ：石黒秀明、加藤千鶴、高木正秋。英国、オーストラリア、ニュージーランド：普家弘行、関上一郎。ECB(ユーロ圏)、スイス：鈴木浩史。ノルウェー、スウェーデン：名倉裕一。ブラジル、チリ：飯田淳一。韓国：井澤傑。各国比較：山本祐実、川口善也、伊藤拓。

表するものではないことを予めお断りしておくこととしたい。)

## 2 インフレ・ターゲティングとは何か

### (1) インフレ・ターゲティングの定義等

「インフレ・ターゲティング」とは、金融政策の最終的な目標である「物価の安定 (price stability)」を達成するにあたり、「物価の安定」を客観的に観測可能な物価指標 (例：消費者物価指数) を用いて具体的数値 (インフレ率や物価水準の目標値・範囲) で定義した上で明示し、その達成に向けた金融政策運営にコミットすることにより、金融政策の透明性 (transparency) や説明責任 (accountability) を高め、金融政策に対する国民の信認 (credibility) を高める、という金融政策運営の枠組みである。

インフレ・ターゲティングは、あくまでも金融政策の枠組みの一つであり、この枠組みに含まれるインフレ目標値を達成するための政策手段 (金融調節手段) が必要となる。他方で、インフレ・ターゲティングの採用自体が、将来のインフレ率や金融政策に対する家計や企業等の様々な経済主体の期待 (予想) に影響を与え、その経済主体の経済活動が変化することを通じて实体经济に影響を与えるという、政策手段としての側面を有していることにも留意する必要がある。中央銀行は、インフレ・ターゲティングの採用によって高められた金融政策への信認と金融政策の実効性に対する広範な合意を背景に、インフレ・ターゲティングが採用されていない場合と比較して、より低いコストで物価の安定を達成することができると考えられている。

インフレ・ターゲティングの下では、インフレ目標値の実現に向けて金融政策運営が実施されるが、金融政策の効果が発現しインフレ率に影響を与えるまでには、通常1～2年のラグが

伴うことが様々な実証分析から明らかとなっている。このため、理論上は、足もとにおける実際のインフレ率の動向よりも、先行き (例えば2年後) のインフレ見通し (予想)<sup>(注3)</sup>と目標値との関係において、フォワード・ルッキングな形で金融政策の対応が決定されるべきものであり、直近の過去の実現値である足もとのインフレ率が目標値から乖離したことをもって直ちに金融政策の変更が求められることにはならない。言い換えると、インフレ・ターゲティングの下での金融政策は、様々な情報を加味した上でのインフレ見通しと目標値とが平仄がとれるように運営される、いわば「制限付きの裁量政策 (constrained discretionary policy)」であり、インフレ・ターゲティングの採用は他の経済ショックに対する柔軟かつ弾力的な対応と両立しないとの批判は少なくともその意味では当たらないと考えられる。

### (2) インフレ・ターゲティングの政策的意義

それでは、インフレ率や物価水準の目標値・範囲の設定、公表が、どうして金融政策の実効性を増し、目標達成に寄与することになるのだろうか。この点について、ウッドフォード (Woodford) プリンストン大学教授は「インフレ・ターゲティングと最適金融政策」(2003年10月8日)<sup>(注4)</sup>において、以下のようにインフレ・ターゲティングの政策的意義をまとめている。

その第一の意義としては、金融政策運営において定量的な目標を設定し、その目標に着目しつつ、他の政策を実施することにコミットすることにより、中央銀行が企図している政策目標が明示され、政策の透明性を高めることが挙げられている。

次に、中央銀行は、透明性を確保し、その信頼を維持するためにも、市場に対して金融政策

(注3) インフレ見通しは、一般的には、中央銀行が、足もとのインフレ率を含む各種経済指標の動向や経済に対する様々なショックが物価に及ぼし得る影響を勘案しながら総合的に判断した上で作成・公表する。

(注4) Michael Woodford, "Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy" (October 8, 2003) (<http://www.princeton.edu/~woodford/>)

がよく理解されるよう説明責任を負うことになるという意義が挙げられている。すなわち、中央銀行は、常に市場と対話を行い意思疎通を図り、仮に目標を達成できなかった場合などにはその理由を説明することなどを通じて、金融政策に対する信認をつなぎとめる必要に迫られるのである。

また、ウッドフォード教授は、インフレ・ターゲティングが市場のインフレ期待（予想）に対するアンカー（拠り所）を提供することとなることも、その政策的意義として挙げている。金融政策がルールに則ったものではなく裁量的に行われると、インフレ期待（予想）が高まることになり、非効率にインフレ率を高めると考えられる。そこで、中央銀行が明確なインフレ目標にコミットすることによって、インフレ・ターゲティングが市場のインフレ期待（予想）のアンカーとしての役割を果たし、市場の過度のインフレ期待（予想）に対するバイアスを排除することになるというのである。

さらに、上記の効果が相俟って物価の安定がもたらされること自体が、実体経済に好影響が及ぶとしている。すなわち、インフレ・ターゲティングの導入によって市場の過度のインフレ期待（予想）が抑制されると、不安定な物価の動きがもたらす歪み、無駄を回避でき、よって実体経済の向上に資すると考えられるというのである。

他方、中央銀行の金融政策の実務に携わる人々を中心に、インフレ・ターゲティングの実効性に懐疑的な人もいる。例えば、FRB（連邦準備制度理事会）スタッフは、FRBの金融政策には柔軟性が必要であり、インフレ・ターゲティングの採用自体はステートメントに過ぎ

ず、かえってショックに対する機動的な金融政策の妨げとなることから、現行の方法で上手く行っている中で敢えて採用する必要はないとの意見を述べていた。また、ECBが物価安定の数量的定義を示しながらも、インフレ・ターゲティングを採用していない理由は、後述するように、ユーロ圏という新しく不均一かつ構造の変化の激しい経済圏においてインフレ率だけを見て金融政策を行うことにはそもそも無理があるためとされている<sup>(注5)</sup>。

### 3 インフレ・ターゲティングの諸類型

インフレ・ターゲティングは、1988年4月にニュージーランドにおいて採用されたのを嚆矢<sup>(注6)</sup>に、1992年10月の英国、1993年の北歐2国等と導入が続き、1998年4月に韓国が経済立て直しの手法としてIMFに導入を促されて以降も増加の一途を辿り、2002年末現在22か国で導入されている（IMF調）<sup>(注7)</sup>。また、ECB、スイスにおいては、インフレ・ターゲティングは採用されていないが、物価の安定について数量的定義（いわゆるインフレ参照値）が公表されている。【第1表参照】

インフレ・ターゲティング導入の経緯・背景は様々であるが、多くの場合、高インフレや通貨危機（1992年秋の欧州通貨危機、1990年代後半のラテン・アメリカ及びアジア通貨金融危機、等）によって損なわれた金融政策に対する信認の回復を図ることを目的として導入されており、近年でもハンガリー、フィリピン、トルコといった国々が採用するに至っている。

しかしながら、「インフレ・ターゲティング」といっても、各国における制度設計及び運用の実態は様々である。【第2表参照】 以下では、

<sup>(注5)</sup> 例えば、2004年4月を見ると、域内のインフレ率の最高はギリシャのプラス3.1%、最低はフィンランドの▲0.4%であり、ユーロ加盟国間のインフレ率格差には最大で3.5%もの開きがある。このため目安となる「望ましい全体の平均値」を示さないことには、政策運営が進められないというユーロ独自の問題が、ECBが物価の安定の数量的定義を示している背景の一つにある。なお、ECBは、物価の安定について各国別の基準について言及したことはない（ECB関係者談）。

<sup>(注6)</sup> 1988年4月、当時の大蔵大臣が、「現在6%程度のインフレ率を数年間で0～1%程度に抑制する」旨の意思を表明したが、ニュージーランド準備銀行はこれを以ってインフレ・ターゲティングの開始としている。

<sup>(注7)</sup> “Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets”（2003, IMF）

各国におけるインフレ・ターゲティングについて、(1)ターゲットの対象となる物価指数の選択、(2)物価とそれ以外の経済変数との関係、(3)ターゲットの水準の定め方、(4)対象期間（達成期限）の定め方、(5)免責条項の有無、(6)ターゲットから乖離した場合の説明責任等のあり方、(7)ターゲットの設定者、の7つの切り口毎に、諸外国が現在採用している仕組みを紹介することとしたい。

### (1) ターゲットとする物価指数の選択

「物価の安定」が、インフレ・ターゲティングの採用いかに関わりなく、中央銀行の金融政策の主要な目的であることについては異論はない。その「物価の安定」の対象となる「物価」として最も多くの国々で採用されているのが総合消費者物価指数（Consumer Price Index, CPI）であるが、他方で、中央銀行がコントロールできない生鮮食品の価格（天候等の自然要因で変動する可能性がある）や原油などのエネルギー価格（国際政治動向等により変動する可能性がある）等を除いたコア消費者物価指数（core CPI）を採用している国（韓国、ノルウェー等）も多い。いずれの場合においても、データの速報性や改訂頻度等に加えて、大方のインフレ予想（期待）に働きかける観点から日常生活に密接に関連している物価指標を目標とすべきであるとの考え方に拠っているものである。特に、スウェーデン等においては、労使間の集団的賃金交渉において広く参照されている物価指数（消費者物価指数）をターゲットとして採用することにより、将来のインフレ率に大きな影響を及ぼし得る賃上げ交渉におけるインフレ予想（期待）にアンカーを提供し、物価の安定に資することが期待されている<sup>(注8)</sup>。

### (2) 物価とそれ以外の経済変数との関係

インフレ・ターゲティング採用国において、

金融政策運営上、経済成長や雇用といった物価以外の経済変数をインフレ・ターゲティングとの関係においてどのように位置付けているのかも1つの問題となる。

その前提として、まず、各国において金融政策の目的がどのように規定されているかを見てみると、①「物価の安定」のみを規定（例：スウェーデン、チリ）、②「物価の安定」を主要な目的としつつも、その達成を通じて他の経済変数の安定・向上に貢献することも規定（例：英国、韓国、ブラジル、ニュージーランド）、③「物価の安定」以外の経済変数（例：為替相場）の安定を明示的に上位に規定し、「物価の安定」をその手段と規定（例：ノルウェー）、④「物価の安定」と他の経済変数の安定・向上とをほぼ同列に規定（例：米国、オーストラリア）、の4つの類型に分類することが出来る。

具体的な例を挙げると、①の類型のスウェーデンでは、リクスバンク（Riksbank、スウェーデンの中央銀行）の業務の目的は「物価の安定の維持」（中央銀行法第2条）であるとのみ規定されている。また、②の類型の英国では、「イングランド銀行（BOE）の目的は、物価の安定を維持すること、及びこれを妨げない限りにおいて、経済成長や雇用に関するものを含む政府の経済政策を支援することにある」（BOE法第11条）とされている。さらに③の類型のノルウェーでは、「金融政策規則（Regulation on Monetary Policy）」（2001年3月）第1条において、「金融政策は、為替レートの発展について安定した期待に寄与し、ノルウェークローネの国内外における価値の安定を目指すものである。と同時に、金融政策は、生産と雇用の安定的発展に寄与することによって財政政策を支えるものとする」（第1章第1条）旨、規定され、中央銀行の金融政策運営は、そのために、「低く安定したインフレ」の実現を目標に運営されるべきことが規定されている。いず

<sup>(注8)</sup> なお、これに関連し、インフレ・ターゲティングの採用に反対する理由として、資産価格の動向が織り込まれていないことが挙げられることも多い。

れにせよ、これらの①から③の類型に属する国々においては、金融政策の目的規定上、第一義的には物価に着目して政策運営を行うことが予定されていると考えられる。

しかしながら、これらの国々の当局者から聴取等をしたところによると、実際の政策判断を行うに際しては、他の経済変数の動向についても十分に総合勘案すると述べる者も多く、その意味では、インフレ・ターゲティング採用国の金融政策であっても、必ずしもインフレ率にのみ着目した硬直的な政策運営とはなっていないようであった<sup>(注9)</sup>。

他方、④の類型である米国は、米国の中央銀行制度であるFRS（連邦準備制度）の目的規定に物価の安定と並んで雇用の最大化が挙げられていることを理由に、そもそもインフレ・ターゲティングは採用できないとしている<sup>(注10)</sup>。FRBの金融政策担当者によると、同格の2つの任務を与えられている中で、物価についてのみ具体的な数値目標を示すことは、雇いを軽視するスタンスと受け取られ、議会との関係でも受け入れられないとのことであった。

また、欧州中央銀行（ECB）は、金融政策の目的を「物価の安定の維持」（欧州共同体条約第105条第1項）とし、物価安定の数量的定義（quantitative definition of price stability）を掲げながら<sup>(注11)</sup>、金融政策の枠組みとしてインフレ・ターゲティングを採用していないとの公式見解を繰り返し表明している。そもそも、ECBは、インフレ・ターゲティングを、「①公表インフレ・ターゲットとの比較においてインフレ率自体の動向に焦点を当て、インフレ予測が（一定期間について定められた）インフレ目標値から乖離すると、それにほぼ機械的に反応する、という形で金融政策決定が導き出され、

②インフレの予測が、中央銀行内部でも、一般国民に対する説明に際しても、政策分析・議論の中心に位置付けられる政策フレームワーク」と定義した上で、インフレ・ターゲティングは、「金融や資産価格における不均衡に対処できず、最適な金融戦略とは言えない」等を理由にインフレ・ターゲティングを採用していない。そして、その上で、①広範囲な金融経済指標の分析（第一の柱）及び②通貨供給量の分析（第二の柱）のクロスチェックにより、物価の安定へのリスクが発生しているか否かを物価安定の数量的定義を用いながら総合的に分析して金融政策を判断する、という「2本柱戦略」に基づいた金融政策運営を実施している。なお、ECBは、物価の安定の数量的定義を公表したこと自体に対する理由としては、「金融政策の目的として数量的定義を有していることは、ECBの説明責任にとって重要なことであり、金融政策の信頼性や有効性を高めることとなる」（ドイゼンベルク前ECB総裁）<sup>(注12)</sup>としており、インフレ・ターゲティング採用国と同様の効果を目指す意図があったことがわかる。

### (3) ターゲットの水準の定め方

インフレ目標値を「点（point）」とするか「幅（range）」とするのかも1つの切り口である。「幅」とした場合、あまりに幅が広ければ目標値としての意味が損なわれる一方、狭すぎれば中率が下がることになり、また、幅の上限値や下限値を超えた場合に市場が過剰反応する可能性も考えられる。他方、「点」とした場合には、人々の期待をより強く牽引できる等の効果が期待できるが、実際上インフレ率を目標値に完全に一致させることが困難であることは自明であり、かえって乖離しても問題とされ

<sup>(注9)</sup> 例えば、ニュージーランドでは輸入物価を通じたインフレ率への影響が無視しえず、為替にも着目している。

<sup>(注10)</sup> 連邦準備法第2A条「連邦準備制度理事会及び連邦公開市場委員会は、最大の雇用、物価の安定、及び緩やかな長期金利という目標を有効に推進するため、生産を増加する経済の長期的潜在性と均衡する通貨及び信用総量の長期的成長を維持する。」

<sup>(注11)</sup> 1998年10月13日公表、2003年5月8日改定

<sup>(注12)</sup> 欧州議会経済金融委員会 Randizio-Plath 委員長宛書簡（2001年10月16日付）

なくなる側面もある。

インフレ・ターゲティングを採用している国々の中では、英国、ノルウェー、メキシコ、コロンビア等の国々がピンポイントでターゲットを定めているが、このうち英国においては、後述する乖離時の説明責任が発生するのは、ターゲットの±1%のレンジを外した場合であるとされており（追加的な透明性の発動要件（extra transparency trigger））、またノルウェーにおいても±1%の乖離は許容範囲であるとされていることから、実際には大半の国が「幅」のターゲットを採用しているといえる。

他方で、その水準・幅の大きさについては、随時、見直しを行ってきている国が多い。例えば、ニュージーランドにおいては、ターゲットの上限の逸脱が懸念され始めた1994年以降、中央銀行が強力な引締め政策をとって為替相場の高騰を招き、輸出産業が打撃を受けるなどの問題が生じたのを受け、1996年にはレンジの上限を1%引上げ、レンジ幅を1%拡大した。また、ブラジルは、2001年、2002年と消費者物価指数上昇率がインフレ目標値から乖離したため、前年のインフレ慣性（inflation inertia）による当年度への影響を反映させた「調整インフレ目標値（adjusted target）」を導入<sup>(注13)</sup>することで、ターゲットの水準を引き上げ、さらに、乖離許容幅も±2.0%から±2.5%に緩和するなど、現状を追認する形での変更を行っている。

逆に、インフレ・ターゲティングが功を奏しインフレの沈静化が見られた国の中には、例えば、チリのようにターゲットの水準を毎年引き下げ、また、韓国のように、レンジ幅を1%まで縮小させてきている国もある。

また、ECBは、2003年5月8日、ECBの金融政策戦略を見直す中で、デフレのリスクを警戒して十分なセーフティマージンを提供する

というECBのコミットメントを明らかにするとともに、統一消費者物価指数（HICP）の計測バイアスの存在という問題、及びユーロ圏におけるインフレ率格差の影響に対処するため、物価安定の数量的定義をそれまでの「中期的に見てユーロ圏の統一消費者物価指数（HICP）上昇率（対前年比）が2%未満（below 2%）」から「同2%近辺（close to 2%）」へと、より狭くなるよう変更している。

#### (4) ターゲットの対象期間の設定の仕方

インフレ目標値の対象期間については、最近では、実際のインフレ率が目標値にほぼ収斂している国を中心に、目標値の達成に向けた金融政策運営へのコミットメントを明確化するため、特に対象期間を定めていない国も多い。例えば、英国、ノルウェー、スウェーデンなどの国においては、現在、特に達成期限を定めておらず、また、カナダにおいては2006年末までの間はレンジ内で推移することとされており、理屈の上ではこれらの国々では恒常的にターゲットを満たしていなければならないとも考えられる。

しかしながら、例えば英国においては、金融政策の効果が発現するまでのタイムラグを考慮し、実際のインフレ率よりもむしろ予想インフレ率の期待値がターゲットを満たすことを目指した金融政策を行っている（BOE金融政策担当者談<sup>(注14)</sup>）とされており、また、カナダにおいても、金融政策は6-8四半期先のインフレ率がターゲットの中心点になるように行われる<sup>(注15)</sup>など、必ずしも足元の物価に拘束されないという柔軟な姿勢をとっている。もとより、このように将来のインフレ期待値をターゲットにするのは、インフレ・ターゲティングの理論とも整合的である。

さらには、オーストラリアのように「景気サ

<sup>(注13)</sup> 2003年1月21日、中央銀行総裁から財務大臣宛ての公開書簡の中で、2003年の調整インフレ目標値を8.5%（当初4.0%）、2004年を5.5%（当初3.75%）と設定した。

<sup>(注14)</sup> BOE, “Annual Report 2003,” “各 Inflation Report”.

<sup>(注15)</sup> カナダ銀行ウェブサイト “BACKGROUNDERS”

(<http://www.bankofcanada.ca/en/backgrounders/bg-p7.htm>)

イクルの中で平均して (between 2 and 3 per cent, on average, over the cycle)』<sup>(注16)</sup>としたり、ニュージーランド<sup>(注17)</sup>、ECB<sup>(注18)</sup>のように「中期的 (over the medium term)」としているように、具体的な期限は敢えて設けていないことを明示しているところもある。

また、インフレ・ターゲティング導入時に比べてより柔軟性を増す方向で期限を改定している国もある。例えば、前述のニュージーランドにおいては、2002年9月、それまで3%であった目標レンジ幅を2%に狭めるのとあわせ、「対前年比上昇率」で判断していた期限の定め方を「中期的な将来にわたる消費者物価上昇率の平均 (future CPI inflation outcomes between 1 percent and 3 percent on average over the medium term)」というように改めている。また、チリはそれまで毎年定めていた目標の達成期限を2001年以降は撤廃しており、前述したブラジルのように毎年のターゲットを定めるものの、それを毎年改定し得るような仕組みにしている国もある。

結局のところ、足もとのインフレ率の実績値をみてもそれがターゲットを逸脱しているか否かが直ちには判然とはしないような仕組みとされている国も多く存在すると思われる。

## (5) 免責条項の有無

インフレ率の実績値は、中央銀行がコントロールできない外生的な要因によっても変動するものであり、その結果、ターゲットから乖離することが考えられる。例えば、原油価格など国際商品価格の変動、為替相場的大幅な変動による交易条件の変化、また、消費税など間接税の変更などは、インフレ率に影響を与える。こうした要因によるインフレ率の変動に対応して金融政策を変更すると、かえって経済を不安定化

させるおそれがある。

この問題を回避するための一つの方法としては、これらの変動の大きい要因による影響を予め分離した物価指数をターゲットの対象指数として選択することが考えられる。しかし、人々が持つ物価の実感とはこうした外生的な要因による物価の変動も含んだものであることを踏まえれば、このように「恣意的」に作成した物価指数をターゲットの対象指数とすることは、中央銀行の説明責任や金融政策の透明性の観点から新たな問題を惹起し、インフレ・ターゲティングの実効性が低下してしまう可能性があると考えられる。

そこで、インフレ目標への信認を維持しつつ、金融政策の柔軟性・弾力性を確保する別の方法として、事前に免責条項 (escape clause、例外条項) を定めている場合がある。ターゲットとする物価指数としては、総合消費者物価など包括的な物価指数を採用する一方で、幾つかの主要な事由によるターゲットからの乖離に対しては、中央銀行の金融政策上の結果責任は問われないことを予め明らかにしておく方法である。免責条項を具体的に明記している国としては、ニュージーランド、ノルウェー、チェコ等の国々がある。

例えば、ニュージーランドにおいては、「政策目標合意 (Policy Targets Agreement、以下PTAと略)」<sup>(注19)</sup>の中で、「国際商品価格の例外的変動の結果として生じる総物価水準の変化、間接税の変更、価格に直接影響を与える政府の重大な政策変更等、経済の主要部分に影響を及ぼす自然災害」などを起因とするターゲットからの乖離に対しては、準備銀行 (中銀) 総裁は責任を問われない旨が明記されている (PTA 第3条 a)。また、ノルウェーにおいては、「金融政策規則」(2001年3月)において、

<sup>(注16)</sup> 「(財務大臣及び中銀総裁による) 金融政策運営に関する声明」(1996年8月公表、2003年8月改定)

<sup>(注17)</sup> 「Policy Targets Agreement (政策目標合意)」(2002年9月17日)

<sup>(注18)</sup> 1998年10月13日公表、2003年5月8日改定

<sup>(注19)</sup> 1989年ニュージーランド準備銀行法第9条において、「財務大臣は準備銀行総裁との合意に基づいて、準備銀行の追求すべき具体的政策目標を決定しなければならない」とされており、財務大臣と総裁は総裁任期中の金融政策目標等について「政策目標合意 (Policy Targets Agreement、PTA)」を結ぶものとされている。現在のPTAは、2002年9月17日に合意されたものである。

「金利、税、消費税の変更及び一時的な異常事態に起因する消費者物価への直接的影響」は、一般的に考慮しない旨が規定（第1章第1条）されている<sup>(注20)</sup>。

#### (6) ターゲットから乖離した場合の説明責任等のあり方

インフレ・ターゲティングに対する中央銀行のコミットメントに対する信託を確保する工夫として、実際のインフレ率がターゲットから乖離した場合、何らかの罰則の発動や新たな義務等を発生させる措置を制度に盛り込むことが考えられる。

ターゲットから乖離した際に中央銀行に課される罰則・義務の中で、インフレ・ターゲティングを採用することの過酷さを象徴的に表した例として広く知られているのは、ニュージーランドにおける、政府による中央銀行総裁の罷免権である。すなわち、同国の準備銀行法第49条では「準備銀行が、財務大臣との合意（PTA）に基づき決定された政策目標の達成を確保するにあたる総裁の実績が不十分であった」場合、総裁を罷免できるとされている。

（形式上、総督が、財務大臣の助言を受け、総裁を罷免する。）これは、ニュージーランドでは、中央銀行の政策決定機関は、合議制の理事会（board）ではなく「総裁個人」ということになっており、PTAに基づく金融政策運営のパフォーマンスについて、総裁が個人的に（personally）責任を負うという独特の枠組みを採用していることからくる例外的な枠組みであり、総裁罷免権が実際に行使されたこともない。

むしろ、より一般的には、各国中央銀行は、実際のインフレ率がターゲットから乖離した場合には、乖離の理由、ターゲットに回帰するための対応策及び回帰までの期間等を明らかにすることを通じて自らの説明責任を果たすことに

より、インフレ・ターゲティングというコミットメントに対する信頼を確保しようとする。中でも、制度として説明責任を明確に課している国々としては、英国、ニュージーランド、タイ、ブラジル、南アフリカ等の国々がある。また、乖離した場合の対応について特別な定めのない国々においても、定期的に刊行される一般的な金融政策に関する報告書の中で、これらについて説明責任を果たそうとしているのが実態であり、カナダでは一歩進んで、乖離の際の説明責任が制度上義務付けられてはいないものの、中央銀行が自発的に説明を行うことにコミットし、自らに説明責任を課している。

ターゲットからの乖離の際の説明義務が具体的に課されている国の事例をみると、まず英国では、イングランド銀行（BOE）法上に規定はないものの、毎年、インフレ・ターゲットをBOEに通知する財務大臣書簡の中で、実際のインフレ率が2%から上下いずれかの方向に1%を超えて乖離した場合には、BOE総裁は、①乖離した理由、②対応策、③ターゲットに回帰するのに要する期間の見込み、などを内容とする公開書簡（open letter）を財務大臣に提出するよう要求している。（3か月後にも乖離が継続している場合には再度の提出が求められる。）<sup>(注21)</sup>

ニュージーランドにおいても、準備銀行法第15条及びPTAの規定により、中央銀行は、PTAで合意されたターゲットからの乖離が実際に生じた場合だけでなく、将来において乖離が予測される場合にも、①乖離の理由、及び②ターゲットに回帰するのに必要と考えられる手続き、について説明する義務があるとされている。

カナダにおいては、前述の通り、乖離時の説明義務に関する規定はないが、実際のインフレ率がターゲットの中心値から継続的に乖離するようであれば、中央銀行が、半年毎に公刊して

<sup>(注20)</sup> なお、韓国においても、1999年に政府・中央銀行間の合意文書による免責条項が定められ、自然災害や税制見直しなどの不可抗力により物価が上昇した場合には、目標からの逸脱が容認されることとなったが、翌年2000年に、ターゲットとする物価指数が総合消費者物価からコア消費者物価に変更されたことに伴い、免責条項は廃止されている。

<sup>(注21)</sup> なお、これまでのところそうした公開書簡が提出された例はない。

いる「金融政策報告書 (Monetary Policy Report)」(4月、10月)及び「アップデート (Update)」(7月、1月)の中で、①乖離の理由、②どのような対応策が取られたのか、③いつターゲットの中心値に回帰すると予想されるのか、について特に取り上げ自発的に説明することにコミットしている<sup>(注22)</sup>。

いずれにせよ、ターゲットから乖離した場合における中央銀行の追加的な説明責任は、金融政策の透明性を担保し、インフレ・ターゲティングの枠組みに対する信認を維持する上で必要不可欠な担保措置であり、これがどのように制度上仕組まれているかということも1つの大きな分岐点と考えられる。

## (7) ターゲットの設定者

インフレ目標の設定者については、大きく3つの類型に大別される。このうち、スウェーデンなど11か国と最も多くの国々で採用されているのが、中央銀行が単独で設定する仕組みである。なお、インフレ・ターゲティングを採用していないECB<sup>(注23)</sup>やスイスも、物価安定の定義を中央銀行が単独で設定・公表している。

他方、英国、ノルウェーなど5か国においては、政府がインフレ目標を設定するとされている。英国では、「財務省は、少なくとも年1回、物価の安定を定義した上でこれを公表し、BOEに対して書面で通知しなければならない (BOE法第12条)と規定されており、具体的には、財務大臣は、毎年の予算演説 (Budget Statement)の中で、当年度におけるインフレ・ターゲットを設定・公表すると同時に、BOEに対して、財務大臣からBOE総裁への公開書簡の形で通知している。

なお、政府または中央銀行が設定するとされている国であっても、チリ、韓国、タイなどの

ように事前に政府と中央銀行との間で協議した上で設定している国も多い。

残る類型は、インフレ目標が政府と中央銀行間の協議により決定されると分類される国々であり、カナダ、ニュージーランド、オーストラリアなど8か国がこれに該当する。

この、インフレ目標を誰が設定するのかという点については、中央銀行の独立性に対する考え方も関係している。中央銀行の独立性については、①「目標設定の独立性 (goal independence、インフレ目標値を $x$ %にする)」、及び②「手段の独立性 (instrument independence、目標を達成するための金融調節の具体的方法)」という2つの概念がある。両者のうち、中央銀行に「手段の独立性」を認めること、即ち、設定されたインフレ目標値を達成するため、どの金融調節手段をどの程度用いるのかの判断について、中央銀行が政府から独立して行うことについては、幅広いコンセンサスが存在しているとされる。

しかしながら、「目標設定の独立性」を中央銀行に認めるかについては様々な議論がある。A・ブラインダー・プリンス頓大学教授 (前FRB副議長)氏をはじめとして、「中央銀行は目標に関する独立性ではなく、手段に関する独立性を持つべきだ。(the bank should have instrument independence but not goal independence.)」<sup>(注24)</sup>との見解を支持している人々がいる一方で、昨年の英国の件<sup>(注25)</sup>を例に採り、中央銀行が「目標設定の独立性」を有しないと「手段の独立性」までが損なわれるおそれがあることから、中央銀行は「目標設定の独立性」も有するべきであるとの主張も存在するようである。

<sup>(注22)</sup> Bank of Canada, “Renewal of the Inflation-Control Target” (2001年5月)

<sup>(注23)</sup> ECBは、「安定化志向の金融政策戦略」(1998年10月13日公表)の中で、物価安定の数量的定義 (HICP上昇率2%未満)を示したが、ECBは、ゼロからこの数量的定義を設定したわけではない。同「戦略」において、この物価安定の定義は、通貨統合前にユーロ圏の各国中央銀行の多くが使用していた定義に沿ったものであり、また、1995年7月、経済財務関係理事会 (ECOFIN)が「総合経済政策ガイドライン (BEPGs)」の大綱の採択の際に、「2%は、物価の安定と両立し得るインフレ率の上限である」と指摘していたこととも整合的であるとしていることから、政治的にもコンセンサスのあった水準を定義として採用していると言える。

#### 4 インフレ・ターゲティングの評価

インフレ・ターゲティングを採用している各国におけるインフレ率の動向についてトラック・レコードを見る限り【第1図参照】、ほとんどの国において、インフレ率が低下又は安定化していることが分かる。インフレ・ターゲティングの採用とその枠組みの下における金融政策に功績の全てを帰することはもとよりできないが、こうした「実績」に照らせば、インフレ・ターゲティングは、導入国において、ある程度は有効な金融政策の枠組みであったとの評価も可能であると考えられる。

また、インフレ・ターゲティングが導入国において実際にどのように評価されているかを見てみても、傾向として、インフレ・ターゲティングの導入とその枠組みの下における金融政策運営については、積極的に評価する向きが多いように思われる。

例えば、ニュージーランドにおいては、1988年のインフレ・ターゲティング導入当初は、豚が空を飛びながら「インフレ率を2年間で4%に下げます (4% inflation in 2 years)」と中央銀行が絵空事を言っているとした風刺画【第2図】が書かれたほどであり、はじめから高い信用を得ていた訳ではなかったという見方でほぼ一致している。しかし現在、ニュージーランドにおけるインフレ・ターゲティングは、「金融政策の透明性を高めるとともに信頼性を得るための手段」としてとても上手く機能しているとの評価が多い。実際、インフレ・ターゲティング導入後、直ちにインフレ率がターゲット範囲内へと低下し、その後も範囲内又はその近辺で推移している。

英国については、キング (King) 現BOE 総裁 (講演時は副総裁) が「インフレ・ターゲットの10年 (“THE INFLATION TARGET TEN YEARS ON”)] (2002年11月19日、於：

【第2図】 インフレ・ターゲティング導入当初の風刺画



ロンドン大学経済学部) と題する講演において、「インフレ・ターゲティング導入当時 (1992年11月)、人々にとって、物価の安定は縁遠いものに思われていたが、導入後、物価の安定は現実的なものとなり、生産や雇用を犠牲とすることなくインフレ率は低く安定している。」とし、これは「偶然の産物ではなく、明快なインフレ・ターゲティングと金融政策委員会 (Monetary Policy Committee, MPC) で具体化された金利を達成するための透明で説明可能なプロセスを含む制度的デザインに反映されているように、物価の安定に対するコミットメントの産物である」とし、インフレ・ターゲティングの枠組みにおける金融政策運営が、物価及び経済の安定に大きく寄与しているとの評価を示している。

カナダにおいても、1998年にティーセン総裁 (当時) が講演 (1998年10月15日、於：クィーンズ大学) の中で<sup>(註26)</sup>、インフレ・ターゲティングの導入によるポジティブな変化として、①インフレの安定 (企業・家計が基調的なインフレ動向に注目)、②成長安定化装置 (Growth Stabilizer) として機能 (需要ショックに対する有効な対応策として、経済の変動幅の縮小に貢献)、③中央銀行内部の意思決定の改善 (中央銀行内部の物価安定に取り組む姿勢が強化)、④透明性の向上 (金融政策の不確実性が低下)、⑤説明責任の強化 (中央銀行の目標の明確化及び達成度を図る尺度の提供)、⑥インフレ期待

(註24) A Blinder, “金融政策の理論と実践” (1998, The MIT Press)

(註25) 2003年12月10日、イギリス財務省は、インフレ・ターゲティングの対象となる物価指標を、RPIX (住宅ローン金利を除く小売物価指数) からCPI (消費者物価指数、HICP (ユーロ国統一消費者物価指数) と同じ) に変更し、ターゲット水準も2.5%から2.0%に変更した。これについては、RPIX でみた場合、インフレ率はターゲットを上回っていたが、CPI でみると下回っていたことから、暗にBOEに対して利下げを求める意図が政府側にあるのではないかとして議論になった (その後BOEは利上げを実施している)。

のアンカーとして機能（短期的なインフレ率の変動にも関わらず長期のインフレ期待（予想）が安定化）、等を挙げ、積極的な評価を述べている。

国際機関の各国インフレ・ターゲティングに対する評価はどうであろうか。北欧のインフレ・ターゲティング採用国であるノルウェーとスウェーデンについてみると、例えば、OECDは、ノルウェーについて、「金融政策の透明性が高まり、市場とのコミュニケーションをしやすい環境を生み出すとともに、インフレ・ターゲティングの下におけるノルウェー中央銀行の金融政策運営スタンスは、金融市場参加者のみならず、賃金交渉に関わる人々の信頼感も高めている」（OECD Economic Surveys, Norway（2002年9月））との評価を下している。また、IMFは、スウェーデンについて、「インフレ・ターゲティングは極めて高い信頼性を獲得しており、リクスバンクの示す明確で透明性のあるインフレ予測によるコミュニケーションは、賃金交渉においてアンカーとしての役割を果たし、市場の期待形成に多いに貢献している。」（2003 Article IV Consultation Concluding Statement（2003年5月））と肯定的な評価を下している。

南米におけるインフレ・ターゲティング採用国であるチリは、インフレ・ターゲティング導入後、急激にインフレが沈静化した国の一つである。OECDの報告書（OECD Economic surveys, Chile（2003年11月））及びコルボ（Corbo）現チリ中央銀行総裁による就任前の分析<sup>(#27)</sup>によると、チリがインフレ抑制に成功した理由としては、①中央銀行によるインフレ・ターゲティングの採用、②ペソ高の為替相場の動き、③労働生産性の上昇による労働需給の緩和、の3つの理由が考えられるとし、特に①によって中央銀行の信頼性が一層向上したことが、最も大きな要因であるとしている。

他方で、インフレ・ターゲティングの有効性については、米国における議論にみられるように懐疑的なものもある。例えば、FRBの金融政策担当者によると、世界最大の中央銀行であるFRBと小国の中央銀行と同列に論じインフレ率だけを見て金融政策を運営することはできないとの意見が強いこと、あるいは米国の学者の中にもインフレ・ターゲティングの有効性を十分に実証できるデータはないとしている者もいる、とのことであった。また、ECBにおいても、前述したような理由から、インフレ・ターゲティングの採用に懐疑的な意見が過半であるとのことである。

## 5 おわりに

以上、諸外国におけるインフレ・ターゲティングの様々な仕組みを俯瞰してみたが、その導入から今日までの変遷をみると、各国とも理論と現実との狭間でそれぞれに苦心しながら工夫を重ね、学説上は求められる裁量性の排除という方向とは裏腹ではあるが、より柔軟でこなれた制度にしてきていると言えるのではないだろうか。

「インフレ・ターゲティング」という言葉の響きから、ひとたびターゲットを設定すれば遮二無二その到達に向けひた走るという印象があるが、制度の設計次第では、そのような硬直的なものである必然性はなく、信認、透明性といったインフレ・ターゲティング導入の本来の狙いは損なわない範囲内で、様々な切り口から仕組みを調整しつつ、柔軟性、現実性をも確保するという各国の姿勢が印象的であった。

(#26) “The Canadian Experience with targets for Inflation Control”

(#27) Corbo, “Reaching one-digit inflation: The Chilean experience”（1998年11月, Journal of Applied Economics, vol. I, No.1（Nov. 1998）, P123-163）

【第1表】諸外国のインフレ・ターゲティング

国名	導入時期	ターゲット (2004年6月現在)	物価指標			設定権者		
			総合CPI	コアCPI	その他	政府	中銀	協議
ニュージーランド	1988年4月	1~3%	○					○
チリ	1990年9月	2~4%	○				△ <sup>1</sup>	
カナダ	1991年2月	1~3%	○					○
イスラエル	1992年1月	1~3%	○			▽ <sup>2</sup>		
イギリス	1992年10月	2%	○ <sup>3</sup>			○		
スウェーデン	1993年1月	2(±1)%		○ <sup>4</sup>			○	
フィンランド	1993年2月 <sup>5</sup> (98年6月廃止)	約2%		○ <sup>6</sup>			○	
ペルー	1994年1月	2.5(±1)%	○				△	
オーストラリア	1993年央	2~3%	○					○
スペイン	1995年1月 <sup>5</sup> (98年6月廃止)	2(±1)%	○				○	
チェコ	1997年12月	2~4%		○ <sup>7</sup>			○	
韓国	1998年4月	2.5~3.5%		○			△	
ポーランド	1998年10月	3(±1)%	○				○	
メキシコ	1999年1月	3%	○				○	
ブラジル	1999年7月	4.5(±2.5)%			○ <sup>8</sup>			○
コロンビア	1999年9月	6%	○					○
インドネシア <sup>9</sup>	2000年1月	9(±1)%	○				○	
タイ	2000年5月	0~3.5%		○		▽		
アイスランド	2001年3月	2.5(±1.5)%	○					○
ノルウェー	2001年3月	約2.5%		○		○		
ハンガリー	2001年6月	3.5(±1)%	○					○
南アフリカ	2002年1月	3~6%		○			○	
フィリピン	2002年1月	4.5~5.5%	○			▽		
トルコ	2002年1月	12%	○					○

(注) 2002年末現在、インフレ・ターゲットを採用している国は22カ国 (IMF 調べ)。

(参考1) 物価安定の数量的定義を示している国・地域 (※インフレ・ターゲティングを採用していると称していない)

国・地域名	導入時期	数量的定義	物価指標	設定権者
ユーロ圏 (ECB)	1998年10月	2%未満であるがその近辺 <sup>10</sup>	HICP <sup>11</sup>	中央銀行
スイス	2000年1月	2%未満	総合CPI	中央銀行

(参考2) 米国では、FRS (連邦準備制度) は、「物価の安定」について、数量的定義を示していないが、グリーンズパン議長は、「経済主体が意思決定を行う際に、将来の一般物価の変動を気にかけなくてもよい状態」といった定性的な定義を示している。

なお、日本銀行も、2000年10月公表の『物価の安定についての考え方』において、「物価の安定」について「インフレでもデフレでもない状態」すなわち「家計や企業等のさまざまな経済主体が、物価の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」という定性的な定義を示している。

<sup>1</sup> △：政府と協議の上、中央銀行が設定。

<sup>2</sup> ▽：中央銀行と協議の上、政府が設定。

<sup>3</sup> HICP (統一消費者物価指数。EU 加盟国同士の消費者物価を比較可能にした指数)。但し、2003年12月までは、RPIX (小売価格指数からモーゲージ金利支払を除いたもの)

<sup>4</sup> UNDI<sub>X</sub> (一過性の要因 (間接税、補助金、住宅ローン金利など) を除いたもの)

<sup>5</sup> ECB 発足 (1998年6月) によるもの。

<sup>6</sup> 基調的CPI (補助金、間接税、住宅価格、モーゲージ金利を除いたもの)

<sup>7</sup> ネットインフレ率 (政府統制価格、間接税、補助金を除いたもの)

<sup>8</sup> IPCA (11大都市圏における最低賃金の1~40倍の所得を持つ層の消費バスケットを反映した消費者物価指数)

<sup>9</sup> インドネシアは、インフレ・ターゲットのほか、マネーサプライの目標値を公表しているため、IMF 分類上はインフレ・ターゲット採用国とされていない。

<sup>10</sup> 1998年10月に「2%未満」と定義されたが、2003年5月に本定義に変更された。

<sup>11</sup> HICP (統一消費者物価指数)。EU 加盟国同士の消費者物価指数を比較可能にした指数。

【第2表】 諸外国のインフレーション・ターゲティング（詳細版）

国名	ニュージーランド	チリ	カナダ
地域	オセアニア	中南米	北米
導入年月	1988年4月 <sup>1</sup>	1990年9月	1991年2月
廃止年月	—	—	—
対象指数	・総合CPI <sup>2</sup>	・総合CPI	・総合CPI
ターゲット	<ul style="list-style-type: none"> <li>1～3% (2002年9月～)</li> <li>0～3% (1996年12月～)</li> <li>0～2% (1990年～)</li> <li>0～1% (1988年4月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2～4% (2001年～)</li> <li>3.5% (2000年)</li> <li>4.3% (1999年)</li> <li>4.5% (1998年)</li> <li>5.5% (1997年)</li> <li>6.5% (1996年)</li> <li>8% (1995年)</li> <li>9～11% (1994年)</li> <li>10～12% (1993年)</li> <li>13～16% (1992年)</li> <li>15～20% (1991年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1～3% (1993年～)</li> </ul> ※導入時に以下の3つのターゲットがセットで宣言された（「インフレ引下げ目標」(inflation reduction targets)） ①1992年末に3% (±1%) ②1994年年央までに2.5% (±1%) ③1995年末までに2% (±1%)
ターゲットの対象期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>中期的期間 (2002年9月～)</li> <li>期間の定めなし (1997年～)</li> <li>33か月間 (1990年3月～)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>期間の定めなし (2001年～)</li> <li>1年間 (1991年～)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>3～5年の複数年間 (1991年～)</li> </ul>
例外(弾力)条項	<ul style="list-style-type: none"> <li>国際商品価格の例外的変動による物価変動、間接税の変化、政府の政策変更、自然災害</li> </ul>	・なし	・なし
未達成時の説明責任	<ul style="list-style-type: none"> <li>公開の説明（乖離理由、対策）</li> <li>財務大臣は、「実績不十分」を理由に中央銀行総裁の辞任を求めることができる。</li> </ul>	・なし	・なし
目標設定者	・政府と中央銀行による協議 (Policy Targets Agreement)	・中央銀行（実務上、政府と協議の上）	・政府と中央銀行による協議
公表物等	・金融政策声明 (1990年～)、3年間のインフレ予測	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融政策レポート (2000年5月～)</li> <li>インフレ予測 (2年間のファン・チャート)</li> <li>政策委員会の議事録</li> </ul>	・金融政策レポート
導入目的・背景	<ul style="list-style-type: none"> <li>通貨危機 (1984年)</li> <li>5%程度であった物価を更に低下させる</li> </ul>	・景気拡張政策によるインフレ	・新間接税導入と石油価格上昇によるインフレ懸念
国名	イスラエル	イギリス	スウェーデン
地域	中東	欧州	欧州
導入年月	1992年1月	1992年10月	1993年1月
廃止年月	—	—	—
対象指数	・総合CPI	<ul style="list-style-type: none"> <li>CPI<sup>3</sup> (2003年12月～)</li> <li>RPIX<sup>4</sup> (～2003年12月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>UNDIX (基調的CPI)<sup>5</sup> (1999年6月～)</li> <li>総合CPI (～1999年6月)</li> </ul>
ターゲット	<ul style="list-style-type: none"> <li>1～3% (2003年～)</li> <li>2～3% (2002年)</li> <li>2.5～3.5% (2001年)</li> <li>3～4% (2000年～)</li> <li>4% (1999年)</li> <li>7～10% (1997年～)</li> <li>8～10% (1996年)</li> <li>8～11% (1995年)</li> <li>8% (1994年)</li> <li>10% (1993年)</li> <li>14～15% (1992年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2.0% (2003年12月～)</li> <li>2.5% (1997年6月～)</li> <li>2.5%以下 (1995年6月～97年6月)</li> <li>1～4% (1992年10月～95年6月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2 (±1)% (1995年1月～)<sup>6</sup></li> </ul>
ターゲットの対象期間	・1年間	<ul style="list-style-type: none"> <li>期間の定めなし (1996年～)</li> <li>複数年間 (～1995年)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>期間の定めなし (1995年～)</li> <li>複数年間 (1993年～1994年)</li> </ul>
例外(弾力)条項	・なし	・なし	・なし
未達成時の説明責任	・なし	<ul style="list-style-type: none"> <li>ターゲットから±1%以上乖離した場合、財務大臣への公開書簡の発出（乖離理由、対策、ターゲットへの回帰に要する期間）</li> </ul>	・なし
目標設定者	・政府（中央銀行と協議の上）	・政府	・中央銀行
公表物等	・インフレーション・レポート	<ul style="list-style-type: none"> <li>インフレーション・レポート (1997年～)</li> <li>インフレ予測 (2年間のファン・チャート)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>インフレーション・レポート (1997年～)</li> <li>インフレ予測 (2年間のファン・チャート)</li> <li>政策委員会の議事録</li> <li>金融政策報告書の議会への提出</li> </ul>
導入目的・背景	・なし	・欧州通貨危機 (1992年9月)	・欧州通貨危機 (1992年9月)

<sup>1</sup> 1988年4月、大蔵大臣が、インフレ率を数年間で0～1%程度に抑制する意思を表明した。ニュージーランド中銀では、これをもって開始としている。

<sup>2</sup> 1999年以降は、金利コストの変動を除く。それ以前は、間接税率の変更、輸出入物価や金利コストの著しい変動、自然災害の影響等を除く。

<sup>3</sup> HICP（統一消費者物価指数）と同じ。EU加盟国同士の消費者物価指数を比較可能にした指数。

<sup>4</sup> 小売物価指数からモーゲージ金利支払を除いたもの。

<sup>5</sup> 総合CPIから、一過性の要因（間接税・補助金、住宅ローン金利など）を除いたもの。

<sup>6</sup> 1993～94年の2年間は、移行期間のため、目標値は定めていない。金融政策は、クローネの下落、間接税率の変更によるインフレ圧力を抑制することを目的としていた。

国名	フィンランド	ペルー	オーストラリア
地域	欧州	中南米	オセアニア
導入年月	1993年2月	1994年1月 <sup>7</sup>	1993年央 <sup>8</sup>
廃止年月	1998年6月	—	—
対象指数	・基調的CPI <sup>9</sup>	・総合CPI	・総合CPI <sup>10</sup> (1998年10月～) ・基調的CPI (～1998年9月)
ターゲット	・約2% ※1995年まで年平均2%。	・2.5% (±1%) (2002年～) ・2.5～3.5% (2001年) ・3.5～4% (2000年) ・5～6% (1999年) ・7.5～9% (1998年) ・8～10% (1997年) ・9.5～11.5% (1996年) ・9～11% (1995年) ・15～20% (1994年)	・2～3%
ターゲットの対象期間	・期間の定めなし (1996年～) ・複数年間 (～1995年)	・1年間	・1 ビジネスサイクル
例外(弾力)条項	・なし	・なし	・自然な短期的変動
未達成時の説明責任	・なし	・なし	・なし
目標設定者	・中央銀行	・中央銀行 (政府と協議)	・政府と中央銀行が協議 (2003年7月～) ・中央銀行が決定。政府がこれを承認 (～2003年6月) ・中央銀行 (～1996年)
公表物等	・なし	・マネタリープログラム (毎年1月) ・インフレーション・レポート (1.5, 9月)	・金融政策声明 ・簡略なインフレ予測
導入目的・背景		・景気拡張政策及び対外債務返済制限によるインフレ加速	・低インフレ (当時2～3%) 維持

国名	スペイン	チェコ	韓国
地域	欧州	欧州	アジア
導入年月	1995年1月	1997年12月	1998年4月
廃止年月	1998年6月	—	—
対象指数	・総合CPI <sup>11</sup>	・ネットインフレ率 <sup>12</sup>	・コアCPI (2000年～) <sup>13</sup> ・総合CPI (1998年～1999年)
ターゲット	・2% (±1%)	・2～4% (2001年～) ・3.5～5.5% (2000年) ・4～5% (1999年) ・5.5～6.5% (1998年)	・2.5%～3.5% (2004年～) ・3% (±1%) (2001年～) ・2.5% (±1%) (2000年) ・3% (±1%) (1999年) ・9% (±1%) (1998年) <sup>14</sup>
ターゲットの対象期間	・期間の定めなし (1996年～) ・複数年間 (～1995年)	・1年間	・3年間 (2004年～) ・1年間 (1998年～2003年)
例外(弾力)条項	・なし	・自然災害、国際鉱物価格ショック、国内経済ファンダメンタルズと無関係な為替ショック、農産物価格ショック	・自然災害や税制見直しなどの不可抗力により、物価が上昇した場合 (1999年のみ)
未達成時の説明責任	・なし	・なし	・なし
目標設定者	・中央銀行	・中央銀行	・中央銀行 (政府と協議の上)
公表物等	・インフレーション・レポート ・総裁の議会への定期報告	・インフレーション・レポート ・インフレ予測 (1年間) ・政策委員会の議事録	・インフレーション・レポートの公表と議会への送付 ・金融政策方針の月次発表 ・政策委員会の議事録
導入目的・背景		・経常収支不均衡等による通貨危機 (1997年) ・2桁インフレの抑制	・財閥破綻による通貨危機 (1997年12月) ・IMF プログラム (1997年12月)

<sup>7</sup> 2002年1月までは、通過供給量ターゲットがメイン。その後、インフレ・ターゲットを中心に金融政策に移行。

<sup>8</sup> オーストラリアでは、1976年以降、マネーサプライを目標値としていたが、マネーサプライとインフレ率の関係が不安定化したことから、85年にこれを廃止し、インフレ率を代替的な金融政策運営上の指針として模索した結果、92～93年にインフレ率が低下した時期を捉えて当時のインフレ率 (2～3%) をその後のターゲットとすることを中央銀行総裁が表明した。この意思表明をもって、93年央にインフレ・ターゲットが導入されたと解釈されている。

<sup>9</sup> 政府補助金、間接税、住宅価格、モーゲージ金利を除く。

<sup>10</sup> 1998年9月以前は基調的CPI (果物、野菜、石油、金利コスト、公共料金、その他変動の大きい項目を除く。) を採用していたが、CPI統計の改訂により、1998年10月以降は総合CPIを採用することとした。

<sup>11</sup> 間接税率変更の影響を除く。

<sup>12</sup> CPI 総合の前年比から政府統制価格、間接税、補助金を控除したもの。

<sup>13</sup> 穀物以外の農産品、石油製品などを除く。

<sup>14</sup> 1998年の目標は、通貨危機の取捨へ向けて IMF の支援下にあったことから、中央銀行、政府、IMF の間の合意で設定。

## インフレ・ターゲティング

～諸外国において現在どのように取り扱われているのか～

国名	ポーランド	メキシコ	ブラジル	コロンビア
地域	欧州	中南米	中南米	中南米
導入年月	1998年10月	1999年1月	1999年7月	1999年9月
廃止年月	—	—	—	—
対象指数	・総合CPI	・総合CPI	・IPCA <sup>15</sup>	・総合CPI
ターゲット	・2.5(±1)% (2004年) ・3(±1)% (2003年) ・5(±1)% (2002年) ・6～8% (2001年) ・5.4～6.8% (2000年～) ・6.6～7.8% (1999年) ・9.5%以下 (1998年)	・3% (貿易相手国のインフレ率に近いインフレ率) (2003年～) ・4.5% (2002年) ・6.5% (2001年) ・10%未満 (2000年) ・13% (1999年)	・4.5%(±2.5%) (2005年) ・5.5%(±2.5%) (2004年) ・8.5%(±2.5%) (2003年) <sup>16</sup> ・3.5%(±2%) (2002年) ・4%(±2%) (2001年) <sup>17</sup> ・6%(±2%) (2000年) ・8%(±2%) (1999年)	・5.5% (2003年～) ・6% (2002年) ・8% (2001年) ・10% (2000年) ・15% (1999年)
ターゲットの対象期間	・期間の定めなし (2003年～) ・複数年間 (～2002年) ・1年間 (～2000年)	・期間の定めなし (2002年～) ・1年間 (～2002年)	・設定から2.5年。ただし、毎年ターゲットの見直しをしている。	・1年間
例外(弾力)条項	・なし	・なし	・なし	・なし
未達成時の説明責任	・なし	・なし	・財務大臣への公開書簡の発出(乖離理由、対策、ターゲットへの回帰に要する期間)	・なし
目標設定者	・中央銀行	・中央銀行	・協議	・政府と中央銀行が協議
公表物等	・インフレーション・レポート ・インフレ・ガイドライン ・金融政策運営に関する報告書	・インフレーション・レポート (2000年～)	・インフレーション・レポート ・インフレ予測 (2年間のファン・チャート) ・理事会の議事要旨 ・インフレ予測に用いた経済モデル	・インフレーション・レポート
導入目的・背景	・EU加盟を視野にインフレ抑制	・ロシア危機 (1998年8月) ・IMFプログラム (1999年7月)	・ロシア危機 (1998年8月) ・IMFプログラム (1999年12月)	・ロシア危機 (1998年8月) ・IMFプログラム (1999年12月)

国名	インドネシア	タイ	ノルウェー	南アフリカ
地域	アジア	アジア	欧州	アフリカ
導入年月	2000年1月 <sup>18</sup>	2000年5月	2001年3月	2002年1月 <sup>19</sup>
廃止年月	—	—	—	—
対象指数	・総合CPI <sup>20</sup>	・コアCPI <sup>21</sup>	・CPI-ATE <sup>22</sup>	・コアCPI <sup>23</sup>
ターゲット	・9%(±1%) (2003年) ・9～10% (2002年) ・4～6% (2001年) ・3～5% (2000年)	・0～3.5% (2000年5月～)	・約2.5% (2001年5月～)	・3～6% (2002年～)
ターゲットの対象期間	・1年間	・期間の定めなし	・期間の定めなし	・中期的期間
例外(弾力)条項	・なし	・なし	・金利、税、消費税の変更及び一時的な異常事態に起因する消費者物価への直接的な影響	・中央銀行のコントロールの及ばない、予見し得ない大きな出来事
未達成時の説明責任	・なし	・公開の説明(乖離理由、対策、ターゲットへの回帰に要する期間)	・なし	・未達成の理由を議会に報告
目標設定者	・中央銀行	・政府(中央銀行と協議の上)	・政府	・中央銀行
公表物等	・金融政策の遂行に関するレポート(四半期毎) <sup>24</sup>	・インフレーション・レポート (2000年～) ・インフレ予測 (2年間のファン・チャート) ・政策委員会の議事録	・インフレーション・レポート	・金融政策ステートメント ・金融政策レビュー(年2回)
導入目的・背景	・アジア通貨危機 (1997年7月) ・IMFプログラム (1998年8月)	・アジア通貨危機 (1997年7月) ・IMFプログラム (1997年8月)	・財政政策指針の導入 (2001年3月) <sup>25</sup>	・アジア通貨危機 (1997年7月) ・IMFプログラム (1998年8月)

<sup>15</sup> IPCAとは、11大都市圏における最低賃金の1～40倍の所得を持つ層の消費バスケットを反映した消費者物価指数。

<sup>16</sup> 中央銀行は、通貨審議会が設定したターゲット(4%)に、前年の物価上昇の影響を反映した「調整ターゲット」(8.5%)を設定し、事実上、調整ターゲットが達成目標となっている。

<sup>17</sup> IMFが年末時点の目標値達成に向けて、四半期毎に0.5%ずつ引下げていく目標値を課していた(年換算で2%)。

<sup>18</sup> 1997年に中央銀行法が改正され、インフレ・ターゲット制度が明記された。同法は、99年5月から施行され、インフレ・ターゲットは2000年から設定された。

<sup>19</sup> 2000年2月にインフレ・ターゲットの実施を発表した後、2002年から導入した。

<sup>20</sup> 但し、2001年度までは、総合CPIから公務員給与、米穀・砂糖への輸入課徴金、ガソリン・石油補助金の削減、電力基本料金の調整の影響を除去することとしている。

<sup>21</sup> 生鮮食料品、エネルギー価格を除く。

<sup>22</sup> 税の変更、エネルギー製品を除く。

<sup>23</sup> 住宅金利コストを除く。

<sup>24</sup> 毎会計年度の初めに、インドネシア中央銀行は、大統領及び議会に対し、前年の金融政策の遂行に関する評価、翌年の経済・金融情勢の展開、インフレ・ターゲット値とそれを考慮したマネーサプライの目標値を书面で提出する義務がある。

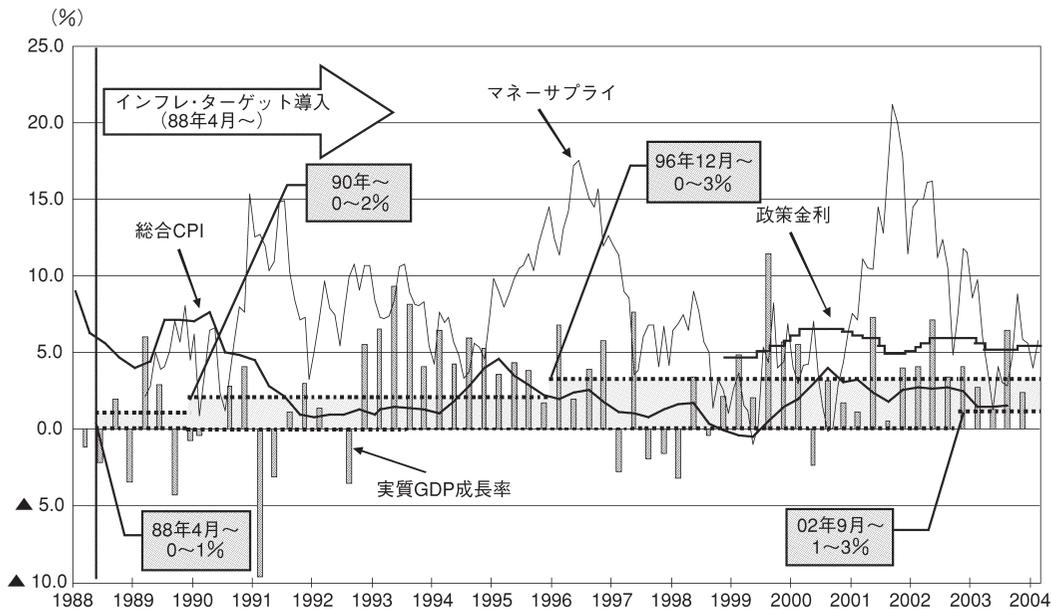
<sup>25</sup> 政府石油基金の収益を予算の補完のために有効活用する制度

(参考) 物価安定の数量的定義を示している国・地域

国名	ユーロ圏 (ECB)	スイス
地域	欧州	欧州
導入年月	1998年10月	2000年1月
廃止年月	—	—
対象指数	・ HICP (統一消費者物価指数)	・ 総合 CPI
数量的定義	・ 2%未満であるがその近辺 (2003年5月~) ・ 2%未満 (~2003年5月)	・ 2%未満
例外条項	・ なし	・ なし
定義から乖離した場合の説明責任	・ なし	・ なし
設定者	・ 中央銀行	・ 中央銀行
公表物等	・ ECB 政策理事会の議事要旨、議事録、表決結果は一切非公表。 ・ 2000年12月から年2回 (2004年9月からは年4回) 経済見通しを公表。但し、ECB としてではなく、エコノミストによるもの。	・ メディアコンファレンス (6、12月) ・ 向こう3年間のインフレ予測 (3、6、9、12月)

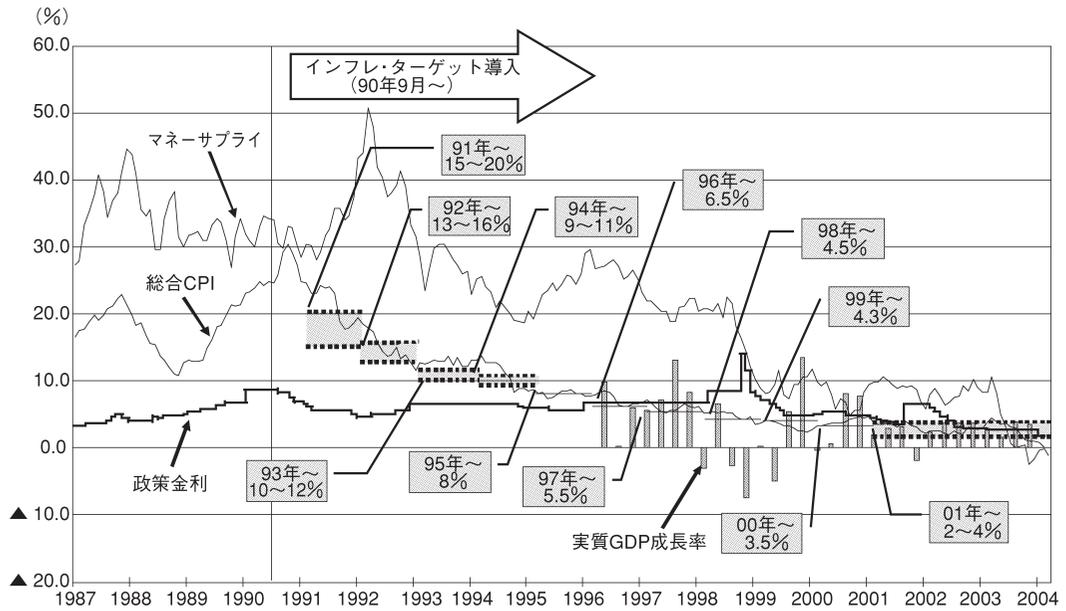
(出典) 各国中央銀行ホームページ

【第1図】 インフレ・ターゲティング採用国における主な経済指標の推移  
1. ニュージーランド



(出所) ニュージーランド準備銀行 (Reserve Bank of New Zealand)、ニュージーランド統計局 (Statistics New Zealand)  
 (注1) 実質GDP成長率、総合CPIは四半期ベース (実質GDP成長率は年率換算)。政策金利、マネーサプライ (M3) は月次ベース。  
 (注2) 政策金利は、Official Cash Rate (OCR) を採用。  
 (注3) 1997年6月から1999年3月まで、MCI (マネタリーコンディションインデックス) を採用。  
 (注4) 1999年以降は、金利コストの変動を除く。それ以前は、間接税率の変更、輸出入物価や金利コストの著しい変動、自然災害の影響等を除く。

2. チリ

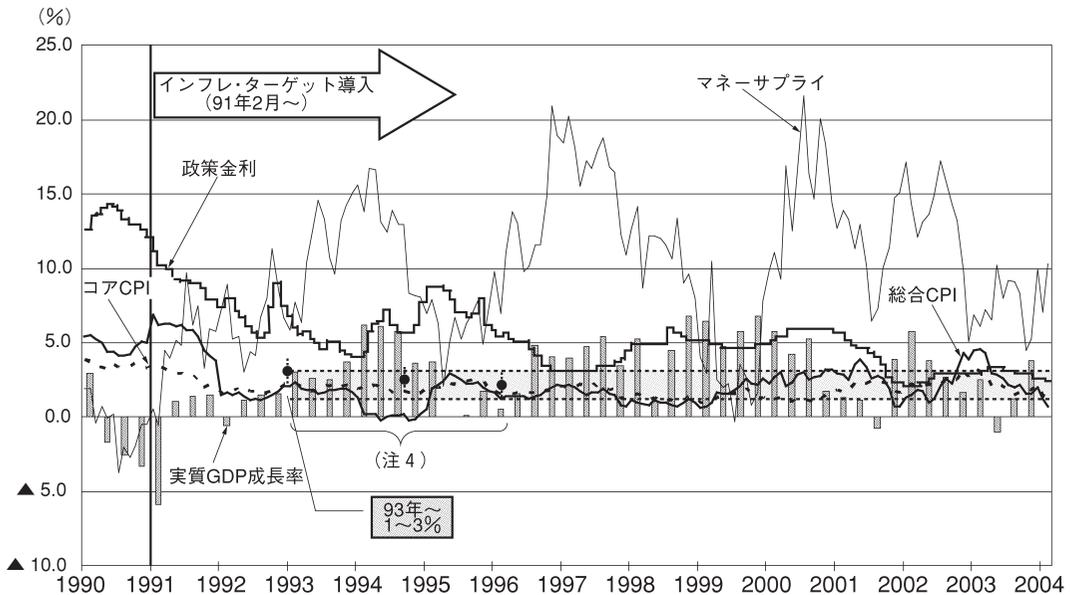


(出所) チリ中央銀行 (Banco Central de Chile)

(注1) 実質GDP成長率は、四半期ベース (年率換算)、政策金利、総合CPI、マネーサプライ(M2A)は、月次ベース。

(注2) 1994年4月までの政策金利は、「90日物中央銀行手形金利」、1994年5月以降の政策金利は、「翌日物銀行間金利」を採用。

3. カナダ



(出所) カナダ中央銀行 (Bank of Canada)

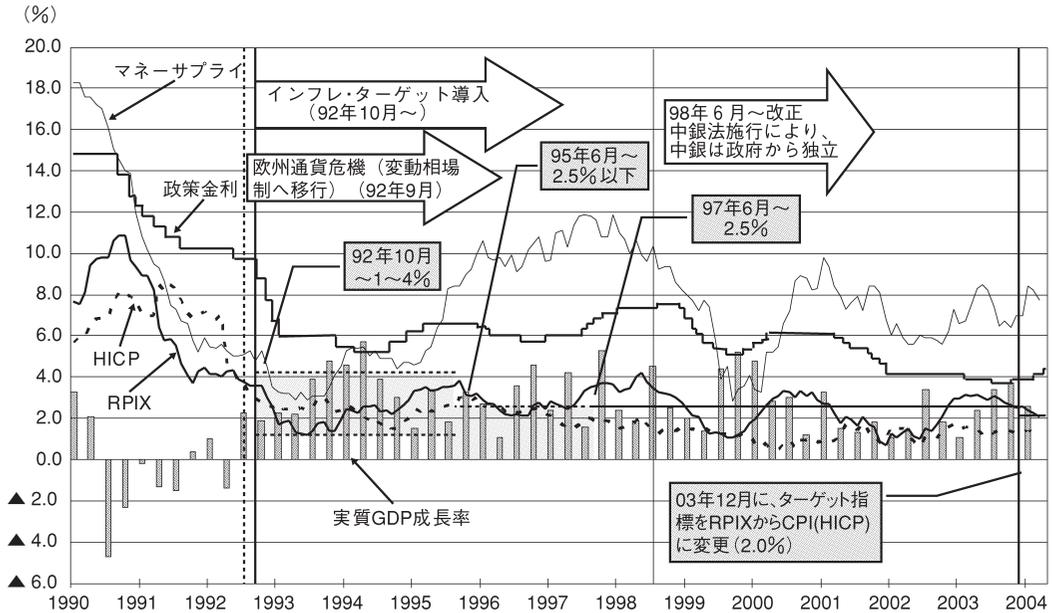
(注1) 実質GDP成長率は四半期ベース (年率換算)。政策金利、総合CPI、コアCPI、マネーサプライ(M1)は月次ベース。

(注2) 1996年6月までの政策金利は公定歩合。1996年7月以降の政策金利は翌日物金利を採用。

(注3) コアCPIは、もっとも変動の大きい8品目 (果物、野菜、ガソリン、灯油、天然ガス、モーゲージ金利、都市間運輸、タバコ製品) 及び、間接税率変更の影響を除く。

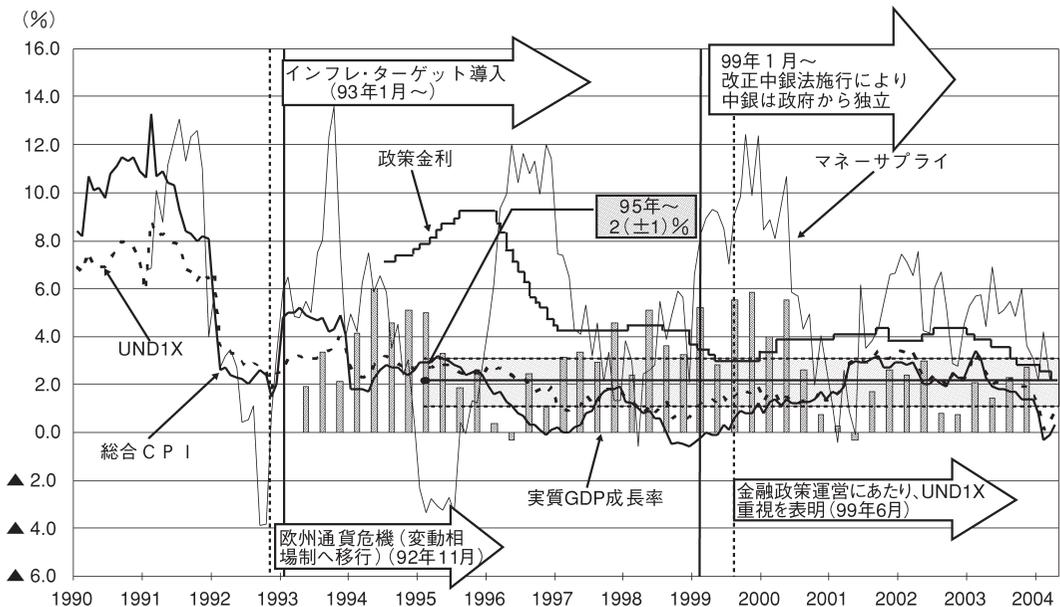
(注4) インフレ・ターゲット導入時に、インフレ引下げ目標として、①1992年末までに3 (±1) %、②1994年末までに2.5 (±1) %、③1995年末までに2 (±1) %を宣言した。

#### 4. イギリス



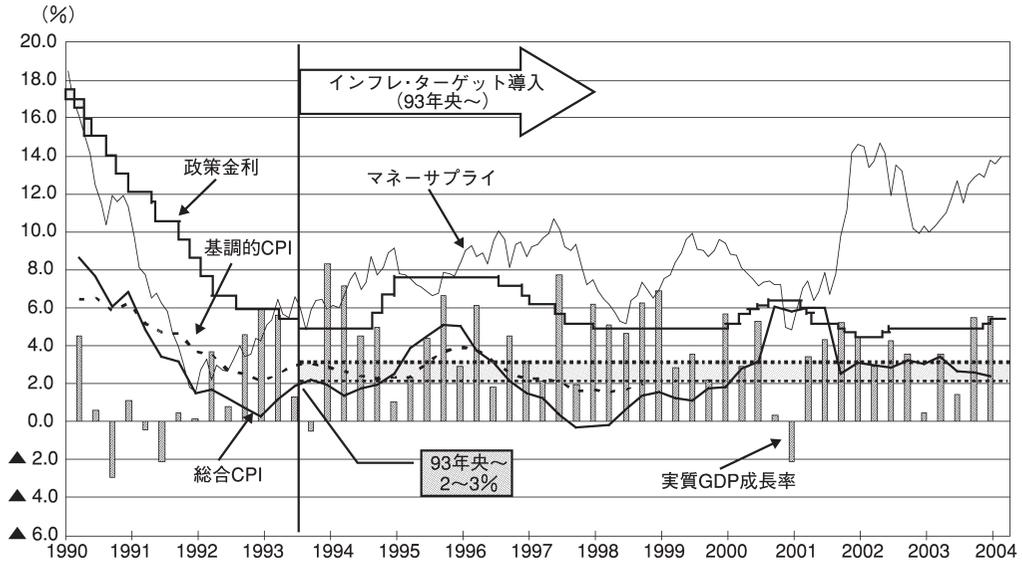
(出所) イングランド銀行 (Bank of England)、イギリス国家統計局 (National Statistics of UK)  
 (注1) 実質GDP成長率は四半期ベース (年率換算)。政策金利、総合CPI、コアCPI、マネーサプライ (M4) は月次ベース。  
 (注2) 1997年4月までの政策金利は、ミニマムバンディングレート、1997年5月以降の政策金利は、レポレートを採用。  
 (注3) RPIXは、小売価格指数からモーゲージ金利支払を除いたもので、2003年10月まで、インフレ・ターゲットの指標として採用。  
 (注4) CPI (HICP) は、EUが採用しているHICP (統一消費者物価指数) と同じ。

#### 5. スウェーデン



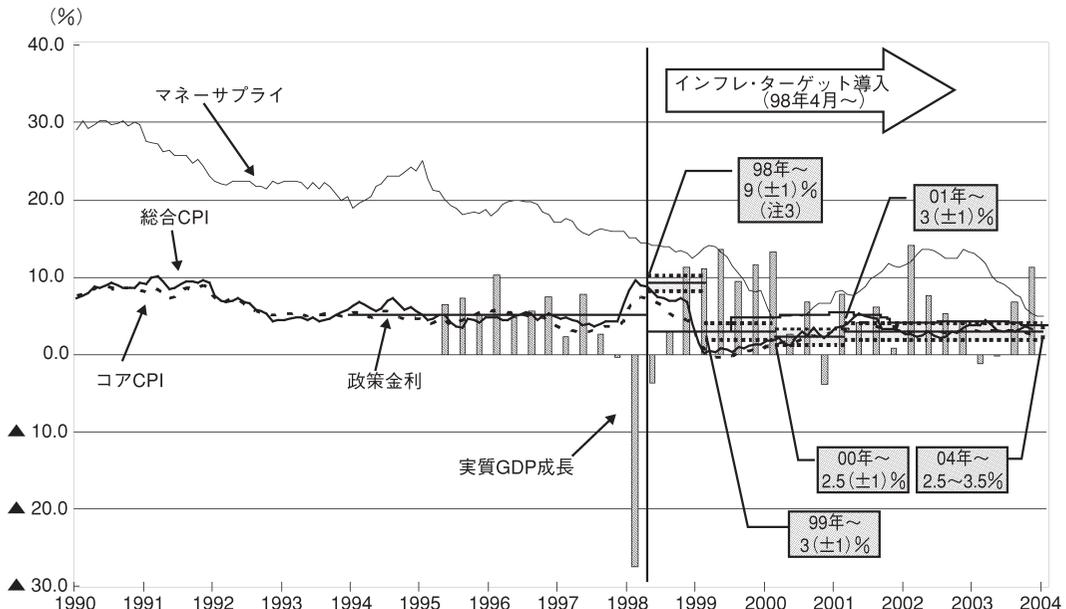
(出所) リクスバンク (Sveriges Riksbank)、スウェーデン統計局 (Statistics Sweden)  
 (注1) 実質GDP成長率 (前期比) は四半期ベース (年率換算)。政策金利、総合CPI、UND1X、マネーサプライ (M3) は月次ベース。  
 (注2) UND1Xは、総合CPIから一過性の要因 (間接税・補助金、住宅ローン金利など) を除いたもの。1999年6月からターゲット指標として採用された。  
 (注3) 1993年1月に、1995年末までに2 (±1) %を達成することを目標とした。

6. オーストラリア



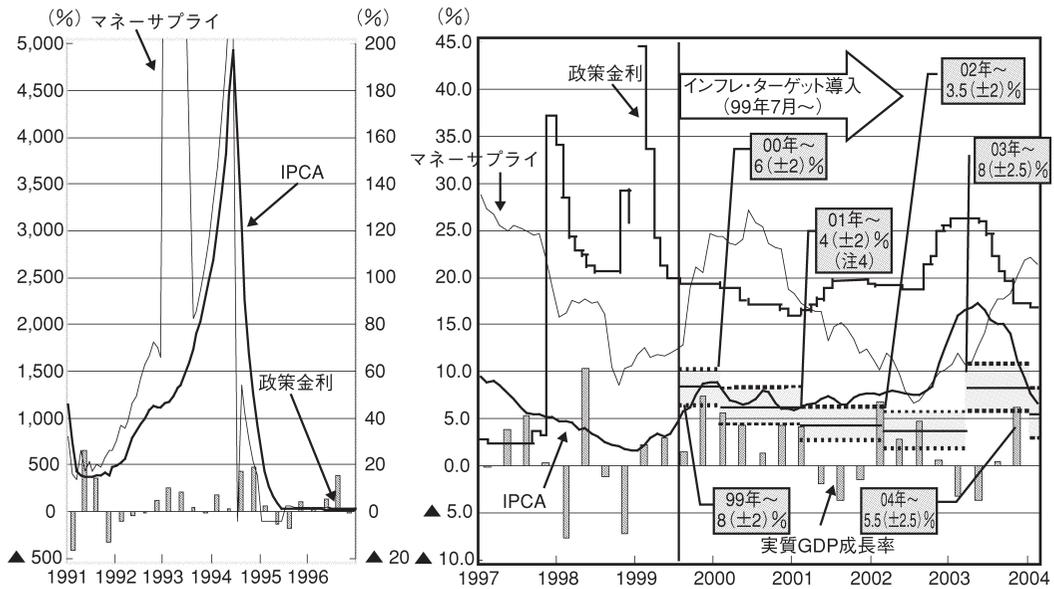
(出所) オーストラリア準備銀行 (Reserve Bank of Australia)、オーストラリア統計局 (Australian Bureau of Statistics)  
 (注1) 実質GDP成長率、政策金利、総合CPI、コアCPIは四半期ベース (GDP成長率は年率換算)。マネーサプライ (M3) は月次ベース。  
 (注2) 政策金利は、翌日物マネーマーケット金利を採用。  
 (注3) 1998年9月以前は、基調的CPI (果物、野菜、石油、金利コスト、公共料金、その他変動の大きい項目を除く。) を採用していたが、CPI統計の改訂により、1998年10月以降は総合CPIを採用することとした。  
 (注4) 92〜93年にインフレ率が低下した時期を捉えて、当時のインフレ率 (2〜3%) をその後のターゲットとする旨、中央銀行総裁が表明した。この意思表明をもって、93央にインフレ・ターゲットが導入されたと解釈されている。

7. 韓国



(出所) Bank of Korea, 韓国統計庁  
 (注1) 実質GDP成長率は四半期ベース (年率換算)。政策金利、総合CPI、コアCPI、マネーサプライ (M3) は月次ベース。  
 (注2) 政策金利は、コール翌日物を採用。  
 (注3) 1998年の目標は、通貨危機への取捨へ向けてIMFの支援下にあったことから、中央銀行、政府、IMFの間の合意で設定。  
 (注4) 穀物以外の農産品、石油製品など除く。

8. ブラジル



(出所) Banco Central de Brazil

(注1) 実質GDP成長率は四半期ベース (GDP成長率は年率換算)。政策金利、IPCA、マネーサプライ(M3)は月次ベース。

(注2) 金融政策委員会(COPOM)は政策金利を1999年3月にTBCからSELIC金利に変更した。

(注3) TBCについては、1997年12月17日以前設定の金利は月率表示、それ以降が年率表示となっている。

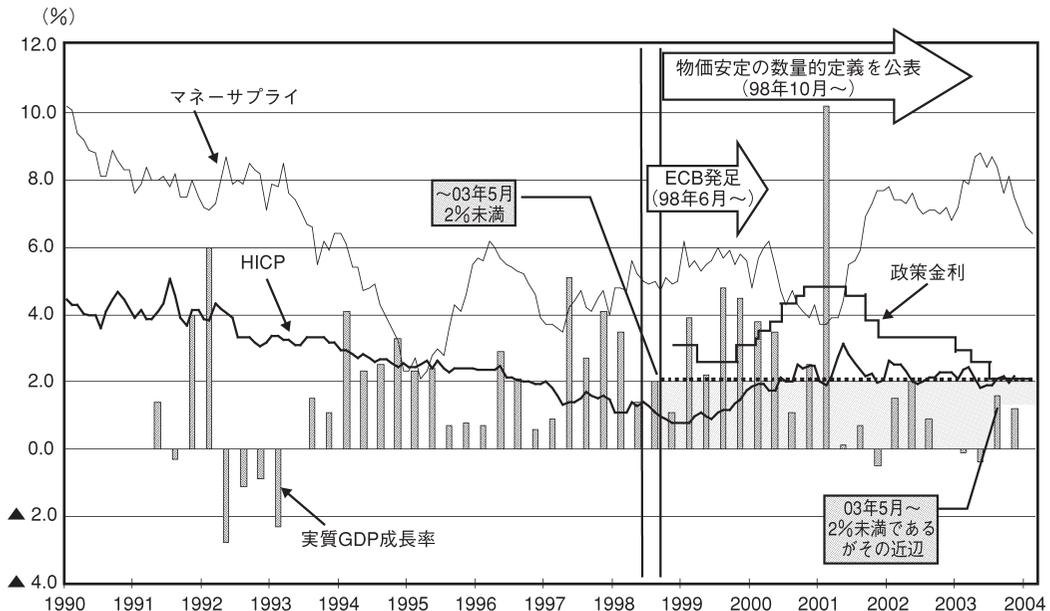
(注4) 2001年のターゲットについては、IMFが年末時点の目標達成に向けて、四半期毎に0.5%ずつ引下げていく目標値を課している(年換算で2%)。

(注5) IPCAは、11大都市圏における最低賃金の1~40倍の所得をもつ層の消費バスケットの反映した消費者物価指数。

(注6) 1996年の政策金利については、6・7月1.90%、8月1.88%、9月1.82%、10月1.78%、11月1.74%、12月1.70%となっている。

(注7) 1993年1月から7月までのマネーサプライは、1,600万%以上の数値となっている。

9. 欧州中央銀行(ECB)



(出所) 欧州中央銀行(European Central Bank)、欧州委員会統計局(Eurostat)

(注1) 実質GDP成長率は四半期ベース(年率換算)。政策金利、HICP、マネーサプライ(M3)は月次ベース。

(注2) 政策金利は短期買いオペ最低金利。

(注3) HICP(統一消費者物価指数)は、EU加盟国本土の消費者物価指数を比較可能にした指数。ECBが「物価の安定」を数量的に定義する際に使用する物価尺度。