

日本総研記者勉強会

「諸外国におけるインフレーション・ ターゲティングをめぐる経験とわが国への示唆」

2015年10月8日

株式会社日本総合研究所
調査部 上席主任研究員
河村 小百合

kawamura.sayuri@jri.co.jp

本リポートは、
JRIレビュー 論文
「諸外国におけるインフレーション・ターゲティングをめぐる経験」
として、近日中に弊社ホームページにアップする予定です。

お問い合わせ先 : 調査部 上席主任研究員 河村 小百合
TEL : 03-6833-1577 E-MAIL : kawamura.sayuri@jri.co.jp

問題意識

- 日銀が「量的・質的金融緩和」(以下QQE)を開始後、追加緩和もはさんで、すでに2年半が経過。にもかかわらず、「2年で2%」という物価目標は、今なお、実現に至らず
- では、インフレーション・ターゲティング(以下、IT)を採用する他の中央銀行は、どのような枠組みのもとで、金融政策運営を行っているのか。実際の政策運営の判断に際しては、そのときどきのインフレ率の推移をどのように受け止めているのか
- ITの採用と、非伝統的手段の採用との間には、何らかの関係があるといえるのか
 - ITを採用している中央銀行は、インフレ目標が未達であれば、量的緩和、ないしは、大規模な資産買い入れを必ず行っているのか

- リーマン・ショック、およびその結果としての“**The Great Recession**”を回避できなかった各国の中央銀行、とりわけ、ITを採用する中央銀行は、現在、いかなる課題に直面しているのか
- 他方、ITを「あえて採用しない」と明言している主要中央銀行(FedおよびECB)は、いかなる考え方にに基づき、金融政策運営を行っているのか
- わが国として、今後、いかなる政策運営が望まれるのか

構成

1. 主要諸外国における「インフレーション・ターゲティング」導入の経緯と考え方 …6

- (1) 「インフレーション・ターゲティング」とは
- (2) 各国における導入の経緯と枠組みの変質
- (3) 各国の制度・政策運営の枠組みの特徴

2. 「インフレーション・ターゲティング」の当初の評価と、近年抱えた課題 …22

- (1) インフレーション・ターゲティングの当初の実績をどう評価するか
- (2) インフレーション・ターゲティングと金融の安定性
- (3) インフレーション・ターゲティングと資産価格
- (4) インフレーションを捕捉するターゲットの指標として何が最も適切か

- 3. 「インフレーション・ターゲティング」を採用する先進国の中央銀行における、
近年の政策運営** ……46
- (1) イングランド銀行
 - (2) カナダ銀行
 - (3) リクスバンク(スウェーデン中央銀行)
- 4. 「インフレーション・ターゲティング」を採用しない先進国の主要中央銀行の
金融政策運営の目標の設定と考え方** ……79
- (1) 連邦準備制度
 - (2) 欧州中央銀行
- 5. わが国にとって今後望まれる方向性** ……88

1. 主要諸外国における「インフレーション・ターゲティング」 導入の経緯と考え方

(1)「インフレーション・ターゲティング」とは

- 先進国では1990年代からインフレーション・ターゲティング(以下、IT)を導入(図表1)
 - 1990年導入のニュージーランドが嚆矢
 - カナダ、イギリス、オーストラリアといったアングロ・サクソン諸国がこれに続く
 - その後は北欧諸国等が導入するのにとどまり、先進国全体には拡がらず
それはなぜか?
- 新興国では1990年代末から2000年代にかけて導入
- IT導入時点のインフレ率をみると、高めの水準で導入した国が多い(図表2)
 - わが国のように、「デフレ」状態でITを導入した例は他にほとんどみられず

(図表1) インフレーション・ターゲティングを採用している国の概要

(%)

国名	ITの採用年	採用時点におけるインフレ率	2014年12月末のインフレ率	国名	ITの採用年	採用時点におけるインフレ率	2014年12月末のインフレ率
<先進国>				<新興中所得国>			
ニュージーランド	1990	3.30	0.80(*)	ポーランド	1998	10.60	▲ 0.80
カナダ	1991	6.90	1.50	ブラジル	1999	3.30	6.40
イギリス	1992	4.00	0.50	チリ	1999	3.20	4.60
オーストラリア	1993	2.00	1.70(*)	コロンビア	1999	9.30	3.70
スウェーデン	1993	1.80	0.30	南アフリカ	2000	2.60	5.30
チェコ共和国	1997	6.80	0.10	タイ	2000	0.80	0.60
イスラエル	1997	8.10	▲ 0.20	ハンガリー	2001	10.80	▲ 0.90
アイスランド	2001	4.10	0.80	メキシコ	2001	9.00	4.10
韓国	2001	2.90	0.80	ペルー	2002	▲ 0.10	3.20
ノルウェー	2001	3.60	2.10	フィリピン	2002	4.50	2.70
日本	2013	▲ 0.70	2.40(**)	グアテマラ	2005	9.20	2.90
				インドネシア	2005	7.40	8.40
				ルーマニア	2005	9.30	0.80
				セルビア	2006	10.80	1.80
				トルコ	2006	7.70	8.20
				アルメニア	2006	5.20	4.60
				アルバニア	2009	3.70	0.70
				<低所得・開発途上国>			
				ガーナ	2007	10.50	17.00

(資料) Sarwat Jahan, *Inflation Targeting: Holding the Line*, International Monetary Fund, March 28, 2012, IMF, *International Financial Statistics* 各号を基に、日本総合研究所作成。

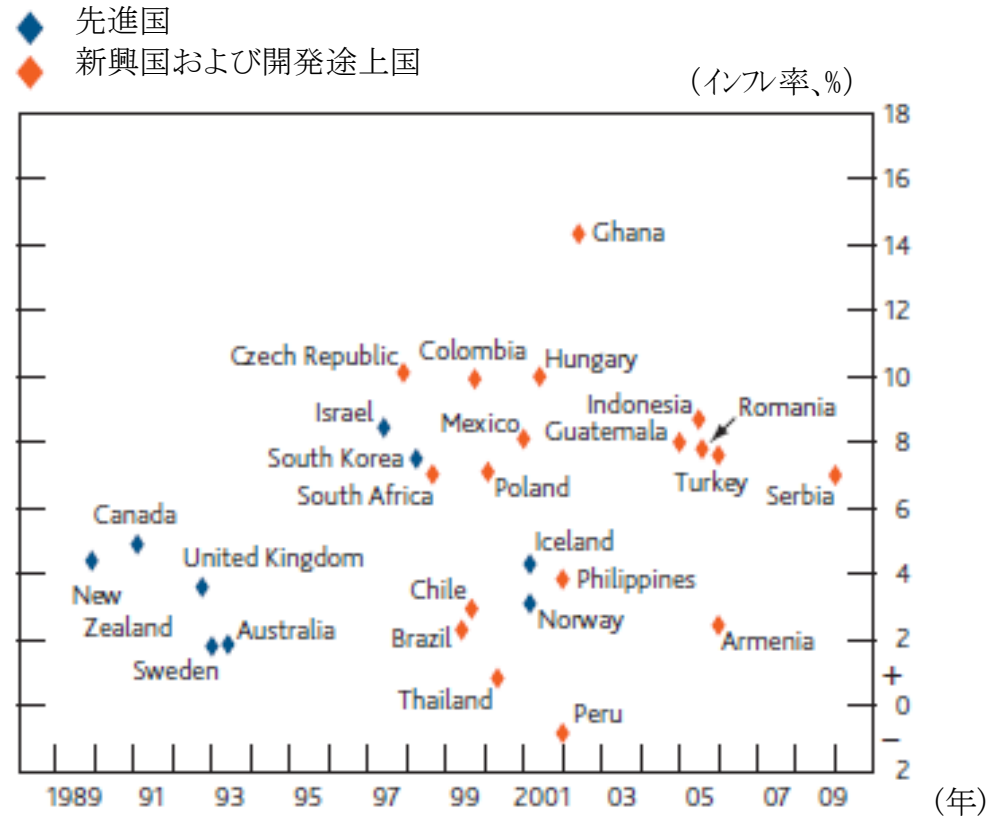
(原資料) Gill Hammond, “State of the art of inflation targeting”, CCBS Handbook No.29 - February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012, Scott Roger, “Inflation Targeting Turns 20”, Finance & Development, Vol.47, No.1, pp. 46-49、およびIMFスタッフによる推計。

(注1) ニュージーランドおよびオーストラリアの(*)のインフレ率は、2014年10～12月期の計数。

(注2) 本表における国別グループの分類は、IMF, “World Economic Outlook”, April 2015におけるものに従った。

(注3) 日本の(**)のインフレ率には、2014年4月の消費税率の引き上げ(5→8%)の影響が含まれる。

(図表2) インフレーション・ターゲティングの採用国と、採用時点におけるインフレ率の状況



(資料) Gill Hammond, “State of the art of inflation targeting”, CCBS Handbook No.29 - February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012, p7 chart1.

(原資料) Bank of Englandおよび他の中央銀行のウェブサイト。

(原資料注) 本図は、「本格的な」(fully-fledged) インフレーション・ターゲティングの採用国を示したものの。

- 中央銀行として、

「“望ましいと考える物価水準の定量的な目安”
ないし

“物価安定の数値的な定義”
を掲げること」

と、

「金融政策運営上、ITを採用すること」

とは、必ずしも合致せず

－自ら「ITを採用している」とは、決して宣言してはいない中央銀行の例：
米連邦準備制度（以下Fed）、欧州中央銀行（以下ECB）

－これらの中央銀行は“目安”や“定義”を示す際に、あえて‘target’という用語の
使用は回避し、‘goal’、‘objective’、‘aim’といった表現で示す

－それはなぜか？

— 白川前総裁時代の日銀の

『中長期的な物価安定の目途』(2012年2月)

(The Price Stability Goal in the Medium to Long Term)

< 下線は筆者 >

は、海外中銀の眼からみても、Fed(2013年1月以降)等と同質の考え方と評価

「中長期的な物価安定の目途」は、日本銀行として、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を示したものである。

この「中長期的な物価安定の目途」については、日本銀行は、

消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域

にあると判断しており、

当面は1%を目途

とすることとした。

(日本銀行『「中長期的な物価安定の目途」について』2012年2月14日)

(2) 各国における導入の経緯と枠組みの変質

(導入の経緯)

- ① かつての金融政策運営上の中間目標であったマネーサプライと実体経済との関係が希薄化した後
 - ② インフレ期間長期化の後
 - ③ 金融危機の後
 - ④ 中央銀行が独立性を獲得し、権限や責任が強化された後
- といったケースがみられる

（「インフレーション・ターゲティング」を実施するうえで、満たすべき条件とは…当初の考え方）

- 先進国の中央銀行がITを導入し始めた1990年代においては、
 - ① インフレ率にある程度長い目でみた数値目標を設定し
 - ② その達成を目的として金融政策を運営するとともに
 - ③ インフレ目標値と関連付けた形で政策の透明性を確保すること（例えば、インフレ見通しなどを公表すること）を通じて
 - ④ 「物価の安定」へ向けた政策運営に対する国民の信認を高める

という4点を満たす枠組みのなかで、金融政策運営が行なわれる場合が「IT」

（日本銀行企画室『諸外国におけるインフレ・ターゲティング』2000年6月、p2）

- 物価目標を達成する目標となる期間：おおむね1～2年、と設定する例が多かった

(2000年代以降の変質 : 「柔軟なインフレーション・ターゲティング」へ)

- 90年代にITを導入した先進国の中央銀行においては、その後、実際の物価、経済情勢等と向き合いながら政策運営の経験を積み重ねていくなかで、「物価目標による金融政策運営への縛りをどの程度かけるか」という点を柔軟化させる動きが拡大
 - 物価目標を達成する目標となる期間 : 長期化
 - 物価動向のみならず、資産価格動向にも配慮して、金融政策運営を行うように変化
- = 「柔軟なインフレーション・ターゲティング」 (flexible IT)

（「柔軟なインフレーション・ターゲティング」の核となる構成要素 …BOEの近年の考え方）

- 実際に「IT」の枠組みを柔軟化させたイングランド銀行（以下、BOE）では、以下の5点が、「IT」の核となる構成要素と認識

- ① 物価安定が、金融政策の主たる目標として明示的に認識されること
- ② インフレ率の定量的なターゲットが公表されること
- ③ 金融政策運営が、インフレーションの見通しを含む幅広い情報のセットに基づいて行われること、
- ④ 透明性
- ⑤ 説明責任を果たすメカニズム

（Gill Hammond, “State of the art of inflation targeting”, CCBS Handbook No.29 – February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012、p.5）

- BOEの考える、ITを採用する主な利点：「ルール(rule)」と「裁量(discretion)」を組み合わせた、「抑制された裁量(constrained discretion)」が可能になる点

(3) 各国の制度・政策運営の枠組みの特徴

(ITの設計)

- ターゲットを設定する主体 : 「政府および中央銀行」、「中央銀行のみ」の例が多い
– 「政府」のみが設定するのは、ノルウェー、イギリス、南アフリカのみ
- ターゲットの指標は、すべての国が「ヘッドラインCPI(=CPI総合指数)」
- ただし、その表現方法は、ターゲットに柔軟性を持たせるもの
– “2%”、“3%”といった「ポイント方式」で表現している国は少ない
– 多くの国では、“2~3%”といった「レンジ方式」や、“3%±1%”といった「ポイント+上下の許容幅」
で表現
- ターゲットの達成をめざす時間的な視野は「中期」と設定して柔軟に運営する国が多い
– 「ポイント方式」で示している場合も同じ
- 各国とも、このような政策運営の枠組みを構築することによって、「柔軟なIT」の達成を企図

(図表3) 諸外国が採用するインフレーション・ターゲットの設計の内容(2012年時点)

国名	誰がターゲットを設定するの	ターゲットの指標	2012年のターゲット	ターゲットのタイプ	複数年ターゲット?	ターゲットの視野 (horizon)
<先進国>						
オーストラリア	政府 & 中央銀行	H CPI	2% ~ 3%	レンジ	-	中期
カナダ	政府 & 中央銀行	H CPI	2% (1-3%の中心)	P + T	-	6-8四半期(*5)
チェコ共和国	中央銀行	H CPI	2% ± 1 pp	P + T	-	中期、12-18カ月
アイスランド	政府 & 中央銀行	H CPI	2.5%	ポイント	-	平均
イスラエル	政府 & 中央銀行	H CPI	1% ~ 3%	レンジ	-	2年以内
ニュージーランド	政府 & 中央銀行	H CPI	1% ~ 3%	レンジ	-	中期
ノルウェー	政府	H CPI	2.5%	ポイント	-	中期
韓国	中央銀行(*4)	H CPI	3% ± 1 pp	レンジ	-	3年
スウェーデン	中央銀行	H CPI	2%	ポイント	-	通常2年
イギリス	政府	H CPI	2%	ポイント	-	常に (at all times)
<新興中所得国>						
アルメニア	政府 & 中央銀行	H CPI	4% ± 1.5 pp	P + T	-	中期
ブラジル	政府 & 中央銀行	H CPI	4.5% ± 2 pp	P + T	2012年および2013年	年単位のターゲット
チリ	中央銀行	H CPI	3% ± 1 pp	P + T	-	2年程度
コロンビア	中央銀行	H CPI	2% ~ 4%	レンジ	-	中期
グアテマラ	中央銀行	H CPI	4.0% ± 1 pp	P + T	2012年および2013年	年末
ハンガリー	中央銀行	H CPI	3%	ポイント	-	中期
インドネシア	政府 & 中央銀行	H CPI	4.5% ± 1 pp	P + T	-	中期
メキシコ	中央銀行	H CPI	3% ± 1 pp	P + T	-	中期
ペルー	中央銀行	H CPI	2% ± 1 pp	P + T	-	常に (at all times)
フィリピン	政府 & 中央銀行	H CPI	4.0% ± 1 pp	P + T	-	中期 (2012-2014年)
ポーランド	中央銀行	H CPI	2.5% ± 1 pp	P + T	-	中期
ルーマニア	政府 & 中央銀行	H CPI	3% ± 1 pp	P + T	-	2013年からは中期ターゲット
セルビア	政府 & 中央銀行	H CPI	4.0% ± 1.5 pp	P + T	-	中期
南アフリカ	政府	H CPI	3% ~ 6%	レンジ	-	継続的なベースで
タイ	政府 & 中央銀行	H CPI	3.0% ± 1.5 pp	P + T	ターゲットは毎年設定	8四半期
トルコ	政府 & 中央銀行	H CPI	5.0% ± 2 pp	P + T	2012年および2013年	複数年 (3年)
<低所得・開発途上国>						
ガーナ	政府 & 中央銀行	H CPI	8.7% ± 2 pp	P + T	2012年末および2013年	18-24カ月

(資料) Gill Hammond, "State of the art of inflation targeting", CCBS Handbook No.29 - February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012, p9 Table Aを基に日本総合研究所作成。

(注1) H CPI=Headline CPI(消費者物価総合指数)の意味。

(注2) P+T=Point with tolerance band(ポイント+許容幅)の意味。

(注3) pp=percentage points。

(注*4) 中央銀行が、政府とともに設定。

(注*5) 現行ターゲットは2016年12月まで拡張。

(透明性の確保)

- 各中央銀行ともインフレ率や金利、GDPの予測値等を公表
 - どの指標を公表するか
 - どのような形で公表するか
(特定時点の予測値の計数そのものか、ファン・チャートの形によるか、など)
 - 金利の前提をどのように置くか
 - 中央銀行が予測値を示すとしても、誰の予測とするのか
(政策委員会かスタッフか、中央銀行の統一見解としてか、など)

といった点に関しては、各国ごとの設計はまちまち

(図表4) インフレーション・ターゲティングを採用する諸外国の中央銀行が公表する予測の内容

国名	何の予測を公表するのか	金利の前提	誰の予測か
<先進国> オーストラリア カナダ チェコ共和国 アイスランド イスラエル ニュージーランド ノルウェー 韓国 スウェーデン イギリス	GDP、インフレ率、およびコア・インフレ率 GDP、インフレ率、およびコア・インフレ率 インフレ率、金融政策関連インフレ率、金利、為替レート、およびGDP インフレ率 インフレ率および鍵となる政策金利のファン・チャート、GDPのレンジ予測 GDP、インフレ率、および金利予測 鍵となる政策金利、アウトプット・ギャップ、CPI、およびコア・インフレ率 インフレ率およびGDP GDP、CPI、コア・インフレ率、およびレポ・レート インフレ率およびGDP	市場もしくは一定 内因式 内因式 マクロモデルから生成 フォワードルッキングな政策反応関数-内因式 内因式 内因式 市場 内因式 市場金利	中央銀行 政策委員会 中央銀行 スタッフ スタッフ 金融政策委員会 総裁 中央銀行 役員会(Board) 金融政策委員会
<新興中所得国> アルメニア ブラジル チリ コロンビア グアテマラ ハンガリー インドネシア メキシコ ペルー フィリピン ポーランド ルーマニア セルビア 南アフリカ タイ トルコ	インフレ率およびGDPのファン・チャート インフレ率およびGDPのファン・チャート予測 GDPおよびCPI インフレ率のファン・チャート予測、およびGDPのレンジ予測 インフレ率 CPI、コア・インフレ率、GDP、および労働市場 インフレ率、GDP、およびGDPの構成要素 インフレ率、GDP、および雇用 インフレ率、GDP、国際収支、インフレ率、および貿易相手のGDP インフレ率 インフレ率およびコア・インフレ率、GDPおよびGDP構成要素 インフレ率、コア・インフレ率およびGDPギャップ インフレ率 インフレ率およびGDPのファン・チャート予測 コア・インフレ率およびGDP インフレ率、コア・インフレ率およびアウトプット・ギャップ	一定 一定および市場 ターゲットと一貫 政策ルール 一定ではないパス 内因式 シナリオおよび期待インフレ率 内因式 テイラー・ルール 一定 一定 モデル・ベースの金融政策反応関数 内因式 一定 一定 内因式	中央銀行 金融政策委員会 役員会(Board) スタッフ スタッフ スタッフ 役員会 スタッフ 中央銀行 中央銀行 スタッフ 役員会(Board) 理事会(Executive Board) 金融政策委員会 金融政策委員会 金融政策委員会
<低所得・開発途上国> ガーナ	ヘッドラインおよびコアインフレ率とGDP	不詳	金融政策委員会

(資料) Gill Hammond, "State of the art of inflation targeting", CCBS Handbook No.29 - February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012, p13 Table Cを基に日本総合研究所作成。

(説明責任)

- 全ての国で「インフレーション・レポート」を公表
- 議会でのヒアリングに定期的に応じたり、議事要旨を公表する国が多い
- 金融政策委員会における投票結果まで公表する国は相対的に少数
- 政府(財務大臣等)向けの書簡を公表する国も限定的
 - その数少ない例であるイギリスのケース
 - 実際のインフレ率が目標から1%以上かい離する場合に、BOE総裁は財務大臣あてに公開書簡を発出しなければならず
 - ただし、物価安定の達成期間については、“at all times (常に)”と表現
 - = 具体的には「明示していない」(白川方明『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社、2008年、p.84)との評価が可能

(図表5) 諸外国のインフレーション・ターゲティングの説明責任の設計内容

国名	公開 書簡	議会の ヒアリング	プレス通知/ カンファレンス	議事要旨 (Minutes)	投票結果	インフレーション ・レポート(IR)	公表頻度 (年当たり回数)
<先進国>							
オーストラリア	なし	あり 年2回	通知	あり 2週間後	n.a.	あり	4
カナダ	なし	あり 年2回	PR + IRのPC	なし	n.a.	あり	4
チェコ共和国	なし	なし (報告書)	PR , IRのPC	あり 8日後	公表	あり	4
アイスランド	あり	あり 年2回	PR + PC	あり	投票のバランス	あり	2+2
イスラエル	なし	あり 年2回	PR	あり 2週間後	投票のバランス	あり	2
ニュージーランド	その他	あり 年4回	PR , IRのPC	なし	n.a.	あり	4
ノルウェー	なし	あり	PR + PC	なし	n.a.	あり	3
韓国	なし	あり	PR + PC	あり 6週間後	非公表	あり	2
スウェーデン	なし	あり 年2回	PR	あり 2週間後	公表	あり	3+3
イギリス	あり	あり 年3回	PR + IRのPC	あり 2週間後	公表	あり	4
<新興中所得国>							
アルメニア	なし	あり 年ごと	PR	あり 10日以内	非公表	あり	4
ブラジル	あり	あり 年6回	PR + IRのPC	あり 8日後	投票のバランス	あり	4
チリ	なし	あり 年4回	PR	あり 2週間後	公表	あり	4
コロンビア	なし	あり 年2回	PR , IRのPC	あり 2週間後	多数もしくは全会一致	あり	4
グアテマラ	なし	あり 年2回	PR + PC	あり 4週間後	非公表	あり	3
ハンガリー	なし	あり 年1回	PR	あり	公表	あり	4
インドネシア	なし	なし	PR	なし	n.a.	あり	4
メキシコ	なし	あり 不定期	PR	あり 2週間後	n.a.	あり	4
ペルー	なし	あり 年1回	テレカンファレンス	なし	非公表	あり	4
フィリピン	あり	なし	PR + PC	あり 4週間後	非公表	あり	4
ポーランド	なし	なし (*1)	PR + PC	あり 3週間後	IRで公表	あり	4
ルーマニア	なし	なし	PR + IRのPC	なし	非公表	あり	4
セルビア	あり	なし (*2)	PR + PC	なし	非公表	あり	4
南アフリカ	なし	あり 少なくとも年3回	PR + PC	なし	n.a.	あり	2
タイ	あり	なし	PR + PC	あり 2週間後	投票のバランス	あり	4
トルコ	あり	あり 年2回	PR	あり	非公表	あり	4
<低所得・開発途上国>							
ガーナ	なし	なし	PR + PC	なし	n.a.	あり	4-6

(資料) Gill Hammond, "State of the art of inflation targeting", CCBS Handbook No.29 - February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012, p15 Table Dを基に日本総合研究所作成。

(注) PRはPress release, PCはPress conference、IRはInflation Reportの意味。

(注*1) 総裁が下院に対して年1回、前年の金融政策について報告。

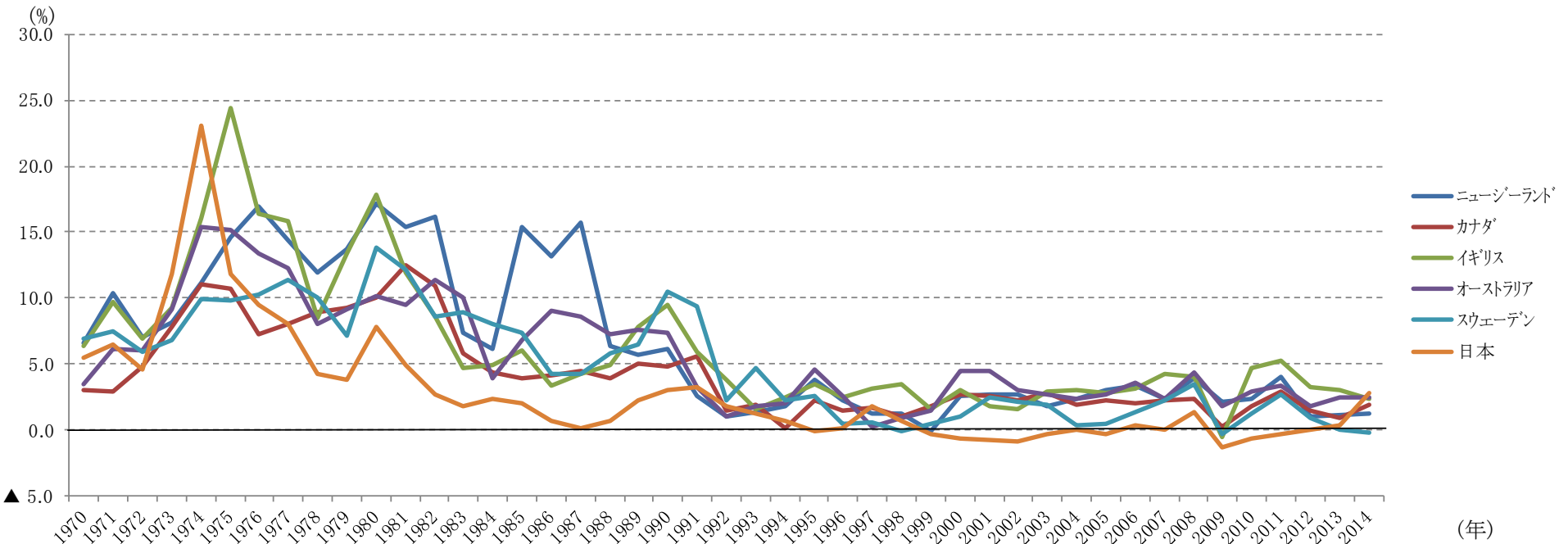
(注*2) 総裁が議会に対して報告書を説明。

2. 「インフレーション・ターゲティング」の当初の評価と 近年抱えた課題

(1) インフレーション・ターゲティングの当初の実績をどう評価するか

- 先進国、新興国とも、一見する限りでは、それぞれのIT導入の頃から、実際のインフレ率の水準は切り下がった印象

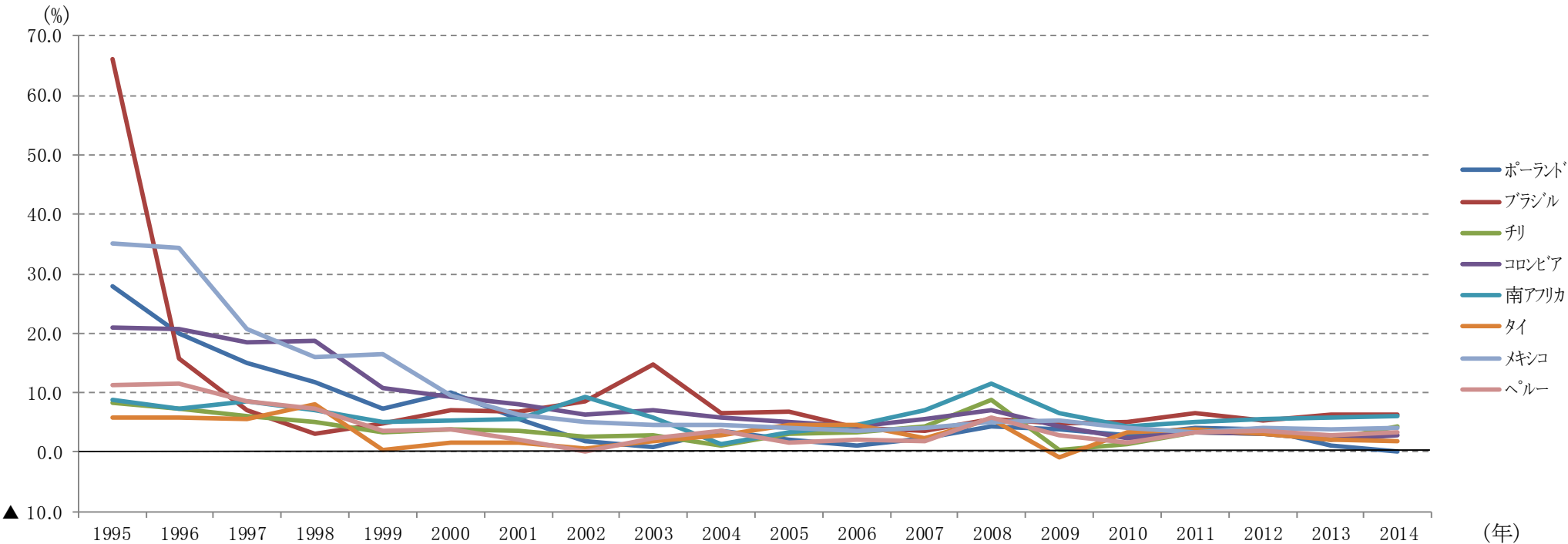
(図表6) IT導入後の先進国のインフレ率の推移



(資料) Datastream.

(原資料) Statistics New Zealand, CANSIM-Statistics Canada, ONS- Office for National Statistics (UK), Australian Bureau of Statistics, SCB-Statistics Sweden、総務省統計局.

(図表7) IT導入後の新興中所得国のインフレ率の推移



(資料) Datastream.

(原資料) Central Statistical Office, Poland, IBGE-Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, INE-National Institute of Statistics Chile, DANE-The National Administrative Department of Statistics, Colombia, Statistics South Africa, Bureau of Trade and Economic Indices, Ministry of Commerce, Thailand, INEGI-Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, Mexico, INEI-Instituto Nacional de Estadística e Informática, Peru.

- もっとも、近年においては、実証研究に基づく分析結果の結論が一様ではないため、各方面から慎重な見方が提示されているところ

<カナダ銀行(以下、BOC)>

- ① IT採用国は、低インフレーションを達成し維持することに成功したが、1990年代や2000年代初頭には、ITの非採用国においても一般的に低インフレーションへのシフトがみられたため、因果関係を認めることは困難
- ② IT採用国のなかで、IT採用が实体经济活動のボラティリティの増加にはつながらず
- ③ インフレーション期待は、IT非採用国においてよりもIT採用国においての方が、より強くアンカーされている

(Robert Lavigne, Rhys R. Mendes and Subrata Sarler, “Inflation Targeting: The Recent International Experience”, Bank of Canada Review – Spring 2012, Bank of Canada, May 2012, p17, 訳は引用者)

<BOE>

- ITに関する様々な実証研究結果に言及したうえで、次のように言及

インフレーション・ターゲティングのパフォーマンスに関する実証分析結果は一様ではない(*not unanimous*)が、工業国と新興市場国の双方において、低インフレーションをもたらし、インフレーション期待をアンカーするうえで、枠組みの有効性は幅広く支持

しかしながら、その内生性(*endogeneity*)について、指摘しておくべき重要なポイントが存在

インフレーション・ターゲティングを採用した多くの国においては、政治的・経済的改革の幅広いプロセスの一部として、これを採用

こういう場合はしばしば、政策決定の機関的な構造が強化されるという動きを伴い、例えば、中央銀行に法律上の独立性が与えられる、といったことがあります

(Gill Hammond, “State of the art of inflation targeting”, CCBS Handbook No.29 – February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012、p.6、訳は引用者)

<IMF>

- WEBサイトに掲載している、ITに関する基礎資料のなかで、次のように言及

インフレーション・ターゲティングによる特別のインパクトと、同時に幅広く行われる経済改革による一般的なインパクトとを区別することは困難

しかしながら、インフレーション・ターゲティングに関する実証結果は、そのすべてではないが、幅広く、その枠組みが、低インフレーションを達成し、インフレーション期待をアンカーし、インフレーションのボラティリティを低下させるうえで、効果的であったことを支持するもの

加えて、インフレーションに関するこれらの成果は、生産や金利のボラティリティに、何ら負の効果を及ぼすことはなし

(Sarwat Jahan, Inflation Targeting: Holding the Line, International Monetary Fund, March 28, 2012、訳は引用者)

<日本>

- ・ 白川前日銀総裁の2008年の著書には、以下のような記述がみられる

近年、インフレーション・ターゲティングの採用の有無がマクロ経済のパフォーマンスの違いをもたらしているかどうかという点について詳細な実証研究が行われるようになってきているが、判然とした実証結果は得られていない。

例えば、Ball and Sheridan (2006) (引用者注:暦年は原文のママ)はOECD加盟国についてインフレーション・ターゲティングが当該国の経済的パフォーマンスを改善したという証拠を見出せなかったという実証結果を報告している。

一方、Gürkaynak, Levin and Swanson (2006)はインフレーション・ターゲティングが英国とスウェーデンの長期的な予想物価上昇率の安定化(anchor)に寄与しているという実証結果を報告している。

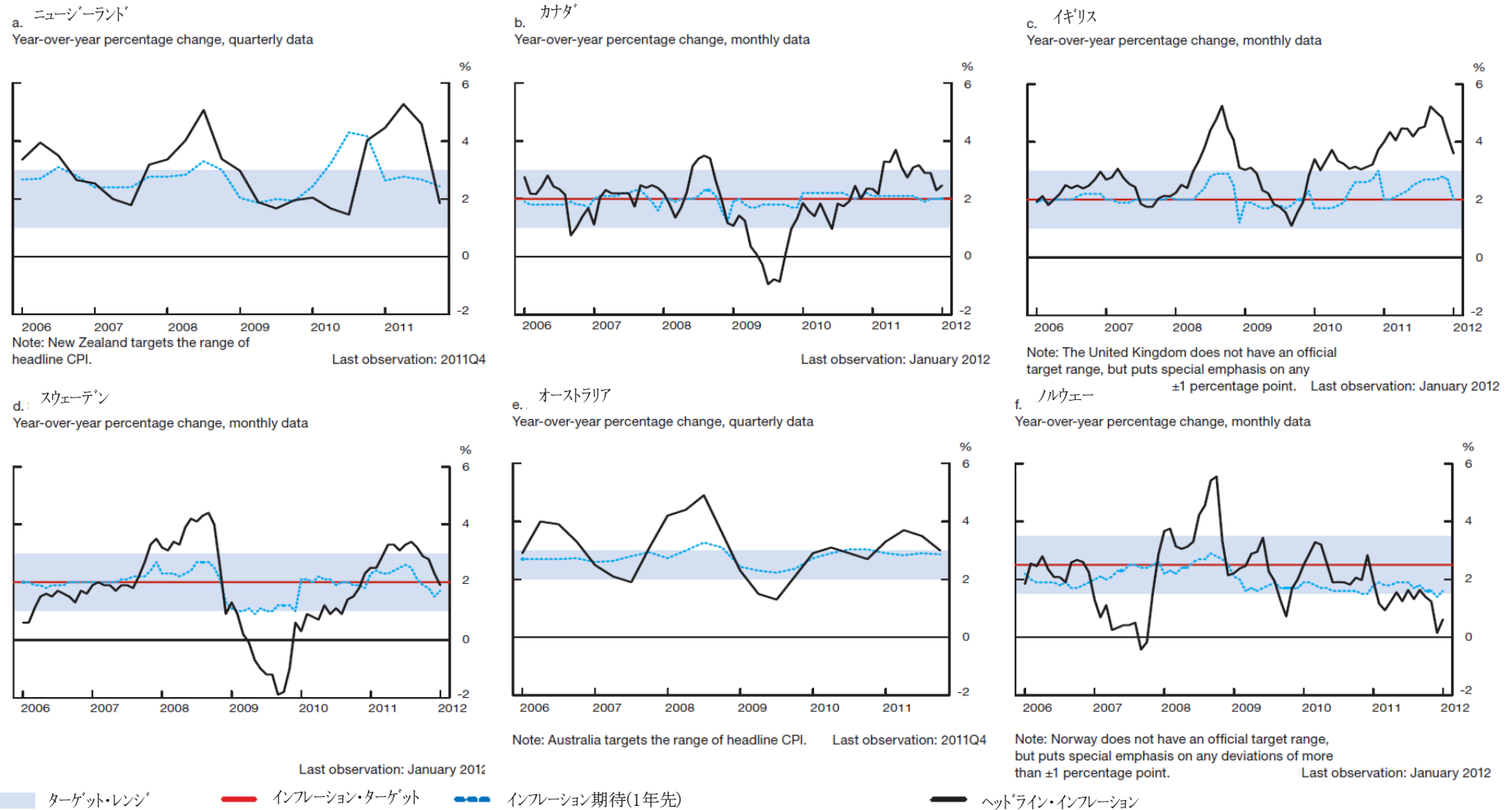
問われていることは、それぞれの中央銀行が自国の経済・社会情勢や法的枠組みに即してどのような説明のスタイルを作り上げるかという具体論である。

(白川方明『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社、2008年、p.257)

(2) インフレーション・ターゲティングと金融の安定性

- 2007年以降の、世界的な金融危機
 - 危機の間際まで継続していた「低水準の安定したインフレーション」が、金融の安定を保証するわけではなかったことが明白に
 - しかも、金融危機は、資産価格を大幅に変動させたのみならず、IT採用各国がターゲットとして採用していた一般物価（ヘッドラインCPI）をも、大幅に変動させ、物価の安定を大きく損なう結果に（図表8）
- 一部の論者による批判
 - 「ITを採用する中央銀行が、一般物価の安定にばかり、過度に目を奪われていたあまり、結果的に金融危機の発生を招来したのではないか」
 - その矛先は、主としてBOEに

(図表8) IT採用主要国における、金融危機前後でのインフレ率等の推移




(資料) Robert Lavigne, Rhys R. Mendes and Subrata Sarler, "Inflation Targeting: The Recent International Experience", *Bank of Canada Review - Spring 2012*, Bank of Canada, May 2012, p21 Chart 1.

(原資料注1) ニュージーランドとオーストラリアは、ヘッドラインCPIのレンジをターゲットとしている。

(原資料注2) イギリスとノルウェーは、公式にはターゲットのレンジはないが、 ± 1 %ポイント以内の乖離を特段、強調している。

(注3) スウェーデンのグラフ上のターゲット表示は、原資料のまま。リクスバンクは公式には、ターゲットのレンジが存在するとは表明していない。

(「BISビュー」対「Fedビュー」…金融危機後の評価は?)

- (金融政策運営上「IT」を採用するか否か、という次元以前の問題として)
金融危機以前から
「中央銀行は金融政策運営に際して、一般物価の安定のみならず、金融の安定にも、もっと配慮すべきだ」という主張あり
=「BISビュー」
(欧州の大陸各国の当局者を中心とする考え方)

「Fedビュー」
…金融政策は、バブルを破裂させることはできず、またそうすべきでもなく、むしろバブルが破裂した後に精力的に用いられるべき
- もっとも、この「Fedビュー」は、金融危機によって、真っ向から課題を突きつけられることに

(ドイツ連銀ワイトマン総裁の見解)

しかしながら、最近の金融危機は、－国際決済銀行(BIS)からばかりではなく－、この、**金融の不均衡に関する『悪気のない無関心(benign neglect)』アプローチ**に深刻な疑問を投げかけた。そして、(訳出者注:バブルが破裂した後の)

『後からモップをかける』(‘mopping up afterwards’)アプローチ

が高くつくことが証明されたことからすれば、なおさらなのである。

このアプローチは、過度なリスクを引き受けるインセンティブをセットするものである。そしてそれは、危機に油を注ぐ重要な部分の役割を担うことになる。そして、ひとたびバブルが崩壊すれば、経済的な崩落は深刻なものとなり、金融政策は打ちのめされることになる。

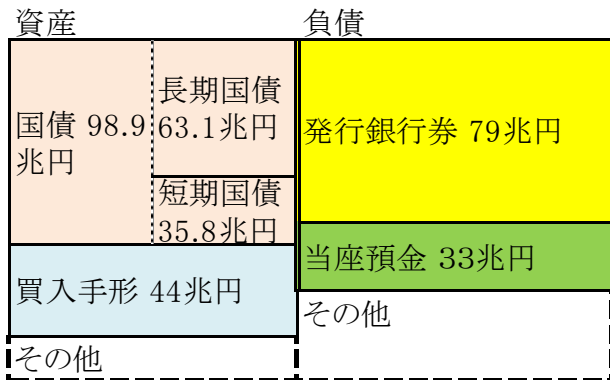
(2015年7月9日の同行主催のカンファレンスにおけるスピーチ<*>、訳は引用者)
<*>Jens Weidmann, Welcome remarks, at the Bundesbank Conference “Turning points in history: How crises have changed the tasks and practice of central banks”, Deutsche Bundesbank, July 9, 2015

- 『後からモップをかける』（‘mopping up afterwards’）アプローチ
＝主要中央銀行が、金融危機後に、「大規模な資産買い入れ」や「量的緩和」の実施に追い込まれたこと、に相当
- FedやBOEは現在、このアプローチによる資産買い入れはすでに停止。近々、正常化に向けての政策運営への着手が見込まれる段階
- 日銀とECBは、着手の時期は相当にずれているが、現在も資産買い入れを継続
- Fed、BOE、日銀
＝いわゆる「銀行券ルール」を大きく破る形で、大規模な資産買い入れを展開
－その「後遺症」は、今後、相当な期間にわたり長引き、中央銀行の金融政策運営上の足かせ（中銀自身の財務運営を圧迫）とならざるを得ず（参考－図表9）
－金融市場にも実体経済へも、場合によっては当該国の財政運営にも、相当な影響が及ぶ状態が長期化する可能性が大
- 資産買い入れの規模を限定的な程度に抑制しているECBは別（参考－図表10）（ITを採用するBOCやリクスバンクも、ECBと同じスタンス…後述）
- 「中央銀行はバブルが破裂してから対応すればよい」などとは、もはやとても言えない段階にあることは明白 … この点を、FedやBOEの首脳陣は、十分に認識

(図表9) 日銀のバランスシートの大まかな見取り図の比較(2005年12月末と2015年6月末)

2005年12月末
 【「銀行券ルール」を遵守】

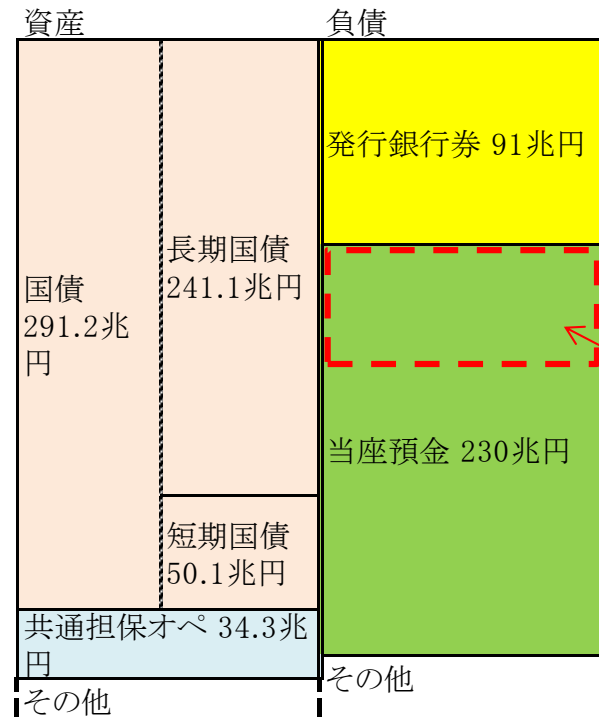
総資産 約156兆円



うち法定準備
 預金4.6兆円程度

2015年6月末
 【「銀行券ルール」を一時的に停止(=放棄)】

総資産 約345兆円



うち法定準備
 預金8.7兆円程度
 (2015年4月平残)

正常化局面では売出手形(Fedの場合のONRRP)を振出し?

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』各号の計数を基に作成。

(図表10) 日本銀行と連邦準備制度、ユーロシステムのバランスシート構成の比較

 <2005年末～2006年初時点>
 【日本銀行】 (2006年3月末)

金・外貨資産	4	銀行券	52
長期国債	42	当座預金	22
短期国債	23	政府預金等	19
短国買い入れオペ	9	吸収オペ	1
短期供給オペ	30	対海外中銀レボ等	2
(除く短国買い入れオペ)		その他	0
貸出ファシリティ	0	自己資本	4
その他	2		
合計	100	合計	100

【連邦準備制度】 (2005年末)

金・外貨資産	4	銀行券	90
長期国債	57	当座預金	2
短期国債	32	政府預金	1
短期供給オペ	6	対海外中銀レボ等	4
貸出ファシリティ	0	その他	1
その他	2	自己資本	3
合計	100	合計	100

【ユーロシステム】 (2005年末)

金・外貨資産	33	銀行券	54
国債等	13	当座預金	15
短期供給オペ		預金ファシリティ	0
週次オペ (MRO)	30	政府預金	3
月次オペ (LTRO)	9	吸収オペ	0
貸出ファシリティ	0	その他	10
その他	15	自己資本	17
合計	100	合計	100

 <2014年末時点>
 【日本銀行】

(いずれも単位は%)

金・外貨資産	0	銀行券	31
長期国債	67	当座預金	60
短期国債	16	政府預金等	3
CP・社債	2	吸収オペ	3
金銭の信託	2	対海外中銀レボ等	0
短期供給オペ	11	その他	0
貸出ファシリティ	0	自己資本	2
その他	2		
合計	100	合計	100

【連邦準備制度】

金・外貨資産	1	銀行券	29
長期国債	55	当座預金	53
短期国債	0	政府預金	5
エージェンシー債	1	海外中銀等預金	1
MBS	39	吸収オペ	11
短期供給オペ	0	その他	0
貸出ファシリティ	0	自己資本	1
その他	5		
合計	100	合計	100

【ユーロシステム】

金・外貨資産	29	銀行券	46
国債等	28	当座預金	14
短期供給オペ		預金ファシリティ	2
MRO	7	政府預金	2
LTRO	21	吸収オペ	0
貸出ファシリティ	0	その他	16
その他	14	自己資本	19
合計	100	合計	100

(資料) 日本銀行企画局『主要国の中央銀行における金融調節の枠組み』、2006年6月 (p8図表3)、日本銀行『金融経済統計月報』、FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks, January 2, 2015、European Central Bank, “Consolidated balance sheet of the Eurosystem as at 31 December 2014” を基に日本総合研究所作成。

- では、どうすればよいのか？
「一般物価の安定」と「金融の安定」をいかに両立させるべく、金融政策運営を行えばよいのか？
= 金融危機後に、中央銀行が突き付けられた課題
→ しかしながら、現段階では明確なコンセンサスが国際金融界で形成されるのには至らず
- この点に関するBISの見方

危機の前の時点で、金融政策は、金融の不安定なリスクにもっと注意を払うべきだ、

との議論が前面に押し出されていたにもかかわらず、セントラル・バンカーやリサーチャーの間では、金融政策にとって基本的に望ましいと考えられるストラテジーや、政策分析や実際の意思決定に関するインプリケーションについて、未だに何らのコンセンサスも形成されていない。

(Anders Vredin [2015]. “Inflation targeting and financial stability: providing policymakers with relevant information”, BIS Working Papers, No 503, Bank for International Settlements, July 2015、p1、訳は引用者)

- 同、BOEの見方

中央銀行が、いかにして積極的に『風に逆らう』(*lean against the wind*)べきか、明確なコンセンサスは未だにない。

(Gill Hammond, “State of the art of inflation targeting”, CCBS Handbook No.29 – February 2012 version, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, February 2012、p17、訳は引用者)

（「物価の安定」と「金融の安定」をいかに両立させるべきか …ドイツ連銀ワイトマン総裁の見解）

危機前のコンセンサスとは異なり、なかには、金融の安定が、物価の安定と横並びの、もしくはそれに先んじる金融政策運営の目的として採用されるべきである、という論者すら存在する。

しかしながら、そのようなデュアル・マンデートは、深刻なトレード・オフを生み出す。とりわけ、金融の安定は物価の安定よりもはるかに複雑な概念であり、オペレーションにのせるのが (operationalise) 難しいことによる。

私はこれが結局、物価の安定を維持する金融政策の信認を揺るがしかねないことを恐れる。

金融政策は、金融の安定のリスクに対処するのにベストの手段ではない。マクロプルーデンス政策は、よりの絞った手段を用いるもので、それは、金融市場において膨張する不均衡に対処するうえで、より適している。

問題は、“マクロプルーデンス政策が金融の安定の面倒を見”、他方、“金融政策は物価の安定のみに注意を払いさえすればよい”、とクリアーに分離することが、実際に意味をなすのかどうか。言い換えれば、金融政策は森の外に出ているのか？

私はそうは思わない。

私は、デュアル金融政策マנדートに賛成ではないが、金融の不均衡が積み上がる
ときに、金融政策が端に立って傍観していただけることはあり得ない。

第1に、マクロプルーデンス政策が、金融の不均衡を根絶できるのか、定かではない。
マクロプルーデンス政策の手段にかかる経験はまだ限られており、その道具のセットは未
だ不完全なものである。

第2に、危機は、金融の不安定がいかにインフレーションの動向や、物価の安定を守る
中央銀行の能力に対して影響を及ぼしたのかを、まざまざと見せつけることとなった
(vividly demonstrated)。

それゆえに、金融政策は、金融の不均衡の、物価安定に対するインプリケーションを、
考慮に入れることが賢い。

金融のサイクルは景気のサイクルよりも長いいため、これは、政策運営の時間的な視野を
拡大することを意味する。

BISの最近の年次報告から引用すれば、“焦点を短期から長期にシフトさせることが、
今までにも増して重要なのである”。

(2015年7月9日の同行主催のカンファレンスにおけるスピーチ<*>、訳は引用者)
<*>Jens Weidmann, Welcome remarks, at the Bundesbank Conference “Turning
points in history: How crises have changed the tasks and practice of central
banks”, Deutsche Bundesbank, July 9, 2015

(BOEのインフレーション・ターゲティングに対する評価は、 金融危機の前後でどのように変化したのか)

- BOEのキング前総裁による、ITに対する自己評価のスタンスは、金融危機の前後で顕著に変化(*)

○2002年(副総裁時代)、LSEにおける講演 「10年経過後のインフレーション・ターゲティング」

- 1992年のインフレーション・ターゲティングの導入以降、イギリスはそれ以前より物価安定を達成し、そのボラティリティも縮小
- 金利もそれ以前より安定し、経済成長にもプラスに作用
- 金融政策がよりシステマティックで予測可能なものとなってきたことを評価
- 低インフレ下においては、相対価格変化も少ない
- ただし、インフレ率低下の要因として、(引用者注:ITの採用以外に)サービス部門の増加や企業の在庫管理技術の向上も指摘

(*)訳出は、斉藤美彦『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2014年6月、p45～48による

○2012年(総裁時代)、同じLSEにおける講演
「インフレーション・ターゲティングの20年」

- 15年間の明らかな成功の後の5年間の金融危機および世界経済の混乱は、ITの妥当性についての深刻な疑問を提示
- 現在の危機は、物価の安定だけではより一般的に経済の安定のためには十分ではないということを実に示す
- 従前の金融政策運営において依拠してきたニューケインジアン・モデルの妥当性は疑問
- ITのみでは金融政策運営は不十分
- 結論的にはマクロ・プルーデンス政策が必要。BOEの組織として新たに制定された金融監督政策委員会(FPC)に期待

(下線は引用者)

(3) インフレーション・ターゲティングと資産価格

- 1990年代～2000年代前半にかけては、世界的にみても、インフレ率は低位
－他方、資産価格の変動幅はより大きいものに
- 金融危機前のこの頃から、中央銀行にとっては、金融政策の運営上、資産価格の動向をいかに考慮するかが、すでに課題として認識されていた状況
(「金融の安定性」の問題とも密接に関連)
- スウェーデンのリクスバンクは、2000年代初から、「柔軟なIT」に舵を切る
－その際、住宅価格等の**資産価格**も、その変動が一般物価の動向や資源配分に影響を及ぼしかねない場合には、**金融政策運営上考慮する**旨を明らかに
- ただし、同行のこうした政策運営に関しては、資産価格を金融政策運営のターゲットにするものである、との批判も存在

- 現在のリクスバンクの考え方は以下の通り
…「柔軟なIT」による金融政策運営上、金融の安定や信用市場、資産価格変動をいかに考慮するか

ITを採用し、実体経済が安定的に推移することをある程度強調する金融政策運営は、金融市場のバランスのとれた展開にも貢献する。

しかしながら、経験は、そのような政策をもってしても、資産価格や負債が、時として長期的に制御し難いような展開をみせてしまうことがあることを物語っている。

これは将来的には、大規模な価格変動のリスクをはらむもので、実体経済やインフレーションに好ましくない深刻な影響を及ぼしかねない。

経験からすれば、問題を起こすのは主として、不動産価格や信用のボリュームの変動であるように見受けられる。

このタイプリスクは常に、定量化したり、通常分析や見通しの作業で捉えたりすることが容易にできるわけではないが、金融政策の決定には考慮に入れる必要がある。(Sveriges Riksbank, “Monetary Policy in Sweden”, June 3, 2010, p.16, 訳および下線は引用者)。

- このほか、オーストラリア準備銀行や、ポーランド国立銀行でも、金融政策運営上の資産価格の扱いについて、近年、検討
次世代の国づくり

(4) インフレーションを捕捉するターゲットの指標として何が最も適切か

- 2007年以降、各国のインフレ率の変動幅は増大(前掲図表8)
- これに伴い、「インフレーションを捕捉するターゲットの指標として何が適切か」という議論が近年、活発化。例えば…
 - a) 資産価格、とりわけ住宅価格をターゲットに含めるべきか？
 - b) 輸入インフレの影響を、それがヘッドラインCPIにとって、逆風となる場合も追い風の場合も含めて除外するために、「国内で生成されたインフレ率」をターゲットとすべきか？
 - c) (デフレーションのおそれを背景に)「ゼロ制約」(zero bound)を回避するために、ターゲットのレベルを引き上げるべきではないか？
 - d) (短期的にインフレ率がターゲットを下回ってしまう事態に直面し)ITは、インフレ期待をアンカー(錨でつなぎとめること)できるように、数年間の平均としてとらえるべきではないか？
 - e) 「物価水準ターゲット」(price level target、CPIの前年比ではなく、指数値そのものをターゲットとするもの)の方が、プラスのインフレ期待をより強くアンカーするためには好ましいのではないか？
 - f) 「物価水準ターゲット」は、交易条件のショックが持続するケースに対処するうえでは効果的とはいえないのではないか？、等

- ただし実際には、ITを採用する国々の多くは、

ターゲットそのものはヘッドラインCPIのままとしたうえで、
その許容変動幅を広く設定したり、
達成に向けての目安となる時間の幅を長めに設定したり

することを通じて、対応しているのが現状

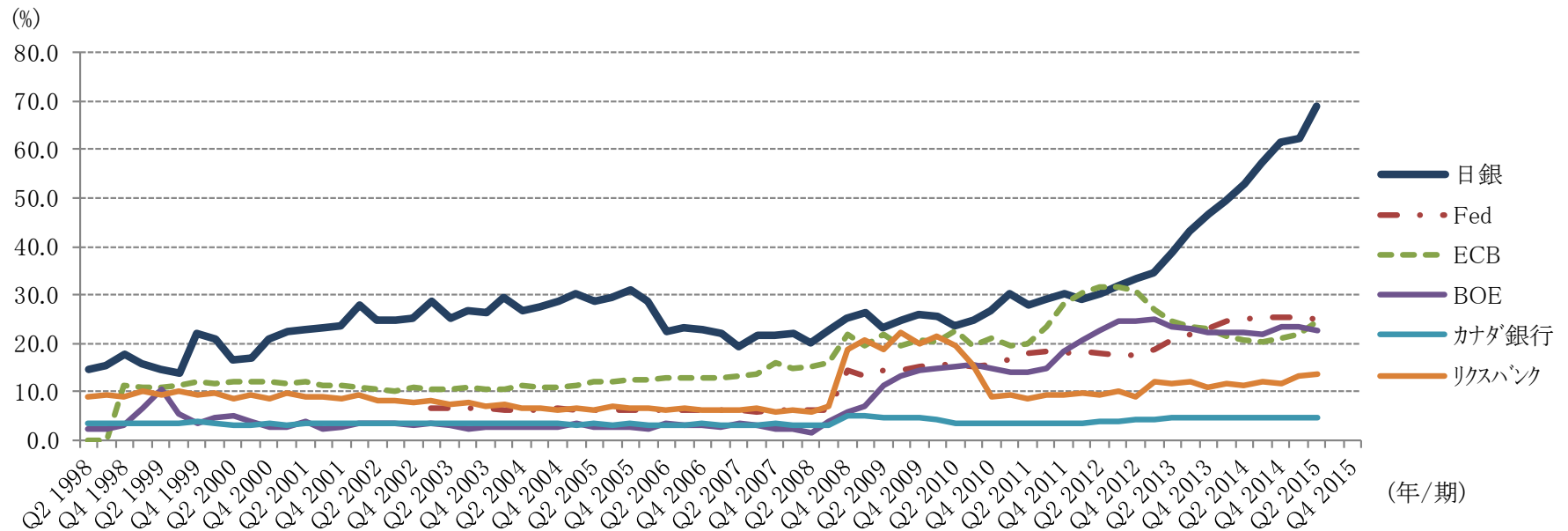
3. 「インフレーション・ターゲティング」を採用する 先進国の中央銀行における、近年の政策運営

(ポイント)

- ITを採用する先進国の主な中央銀行は、金融危機以降、実際にどのような政策運営を行ってきたのか。とりわけ…
 - ① 「ゼロ金利制約」のもとで、いかなる金融政策運営を行ったのか、非伝統的手段(資産買い入れ等)を採用したのか
 - ② 実際のインフレ率が、目標との関係でどのように推移するなかで、どのような政策運営が展開されたのか
- 本章ではBOE、BOC、リクスバンクの3中央銀行の政策運営を検討
 - 3行とも、IT採用中央銀行でありつつ、金融危機後に、期間の長さの差はあれ、また、手段の性質の大きな差はあれ、従来の金融調節では用いない、非伝統的な手段を採用

- 金融危機以降、IT採用中央銀行のなかにも、資産買い入れ等によるバランス・シートの拡張政策をとった先が存在(図表11)
- もっとも、そのような政策を長期間にわたり継続している例は日本銀行以外にはなし
 - BOEやBOCはすでに、資産規模は横ばい、ないし緩やかな縮小基調入り
 リクスバンクは2009年半ばにかけて膨張させた資産規模を、2010年末にかけて急速に縮小

(図表11) IT採用先を含む主要な中央銀行の資産規模の推移



(資料) Datastream.

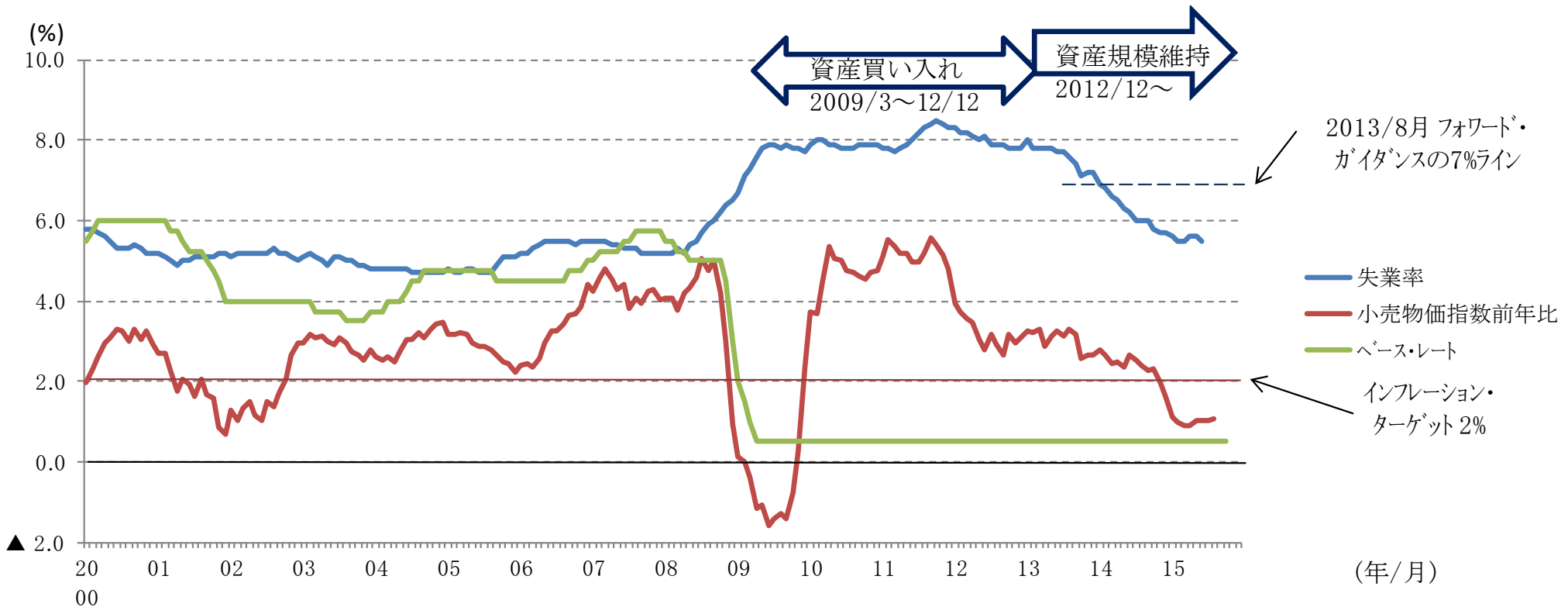
(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、CANSIM-Statistics Canada、SCB-Statistics Sweden.

次世代の国づくり

(1) イングランド銀行

- BOEは1992年、ERM危機で、ポンドが市場の攻撃を受け、ERMらの離脱を余儀なくされた後、ITを導入
 - ただし、そのITによる政策運営に対する評価は、金融危機以前と以降とで、様変わりを余儀なくされる結果に
- イギリスのターゲットである小売物価指数 (RPI) 前年比は、金融危機をはさみ、大幅に変動(図表12)
- 危機直後のRPI前年比の急落を受けて、BOEは政策金利であるベース・レートを2009年4月にかけて、急速に引き下げ
 - イギリスの場合は、このベース・レート0.50%の水準が「ゼロ金利制約」状態に相当
 - その後は、「量的緩和」による大規模な資産買い入れを、2012年末まで断続的に実施
- 実際の金融政策運営が、インフレ率の推移のみにはこだわらない形で行われてきたことは、図表12からも明らか

(図表12) イギリスの失業率および小売物価指数前年比の推移と
政策金利(ベース・レート)、量的緩和実施期間との関係



(資料) Datastream、Bank of England資料を基に日本総合研究所作成。
(原資料) Office for National Statistics.

- 2013年7月、カーニー現総裁就任
- 翌8月に「アウトカム・ベースのフォワード・ガイダンス」を導入
—インフレ率のみならず、失業率が「アウトカム」の目安となる指標として提示

失業率が7%を上回る限り、

(イ)政策金利を0.5%に据え置き、

(ロ)必要であればMPCはさらなる資産購入を行う用意があるが、
資産買い入れファシリティ(APF)内で保有する資産(国債)の満期到来分は再投資し、
残高を減らさないこと、を約束する。

ただし、

(イ)18カ月から24カ月先のCPI上昇率が2.5%を超えそうである、

(ロ)中期的なインフレ期待が十分に抑えられそうもない、

(ハ)金融政策スタンスが金融システムの安定に重大な脅威を与える、
と判断される場合にはその限りではない

(=「ロックアウト条項」)。

- その後半年も経たないうちに、イギリスの失業率は、8月に示された「7%」という閾値(しきいち、threshold)を割り込み(図表12)
- 2014年2月には、「フォワード・ガイダンス」を、次のように変更

MPCは2%のインフレ目標を達成するために、政策を運営
そのために、成長や雇用のための政府の経済政策をサポート
失業率は著しく低下しているが、バンク・レート(政策金利)を引き上げる前に、余分な
キャパシティを吸収する余地がなお残存

ひとたびバンク・レートが上昇を始めれば、その後2~3年をかけてスラック(緩み)を
なくし、インフレーションをターゲット近くに保つための適切なパスは緩やかなものになる
見込み

しかしながら、向こう数年間のバンク・レートの実際のパスは、経済情勢次第
もし経済が、稼働率は平常の水準、インフレーションはターゲット近くに戻ったとしても、
バンク・レートの水準は、危機前にMPCが設定した水準の平均である5%を相当に下回る
金融政策委員会は少なくとも、最初のバンク・レートの引き上げまで、買い入れ資産の
残高を維持

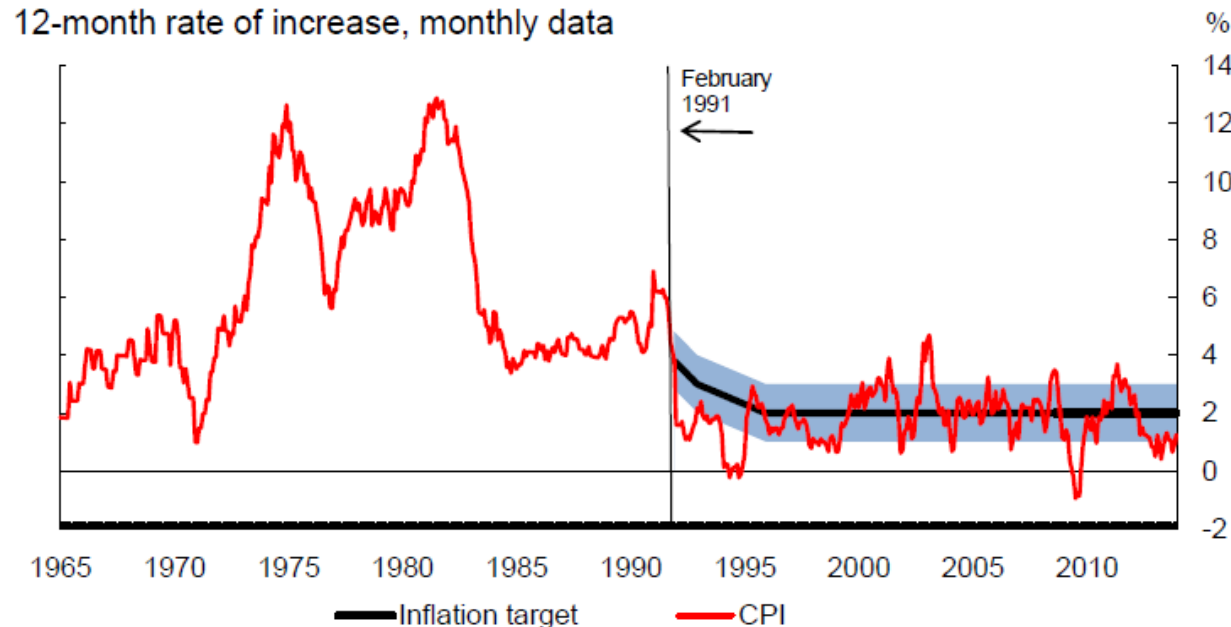
金融政策には、金融の安定に対するリスクを根絶する役割もあるが、それは、金融監督
政策委員会やその他の規制当局による相当なレンジの政策の実行によっても封じ込める
ことのできないリスクが発生した場合に、最後の防衛線として、ということ

- 2014年後半からは、イギリスも原油安の影響を受け、インフレ率はターゲットを下回って推移
 - BOEやイギリス国内ではこれを、実体経済を下支えするものとして前向きに受け止める考え方が主流となっている模様
- BOEの最近の金融政策運営をみると、資産規模はそのまま再投資によって横ばいで維持。近々、正常化に向けた金融政策運営に着手するとみられるFedの動きに合わせて、自らも短期金利の引き上げ誘導に踏み切る構え
- このようなBOEの最近の政策運営は、2%というターゲットを引き続き掲げつつも、実際の金融政策運営は、インフレ率以外の実体経済指標やその他の情勢、BOEとしての正常化戦略の成否にかかわる海外当局の動向等を見極めつつ、柔軟に行われている状況

(2) カナダ銀行

- BOCは、1991年2月、ニュージーランドに次ぐ2番手として、ITを導入
- カナダのインフレ率の実績の推移をみれば(図表13)、91年のIT導入を機に、水準は低下し、変動幅は縮小しているようにも見受けられるが、BOC自身も、これがひとえに、ITの導入のみによるものとは考えてはおらず

(図表13)カナダのITの実績



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

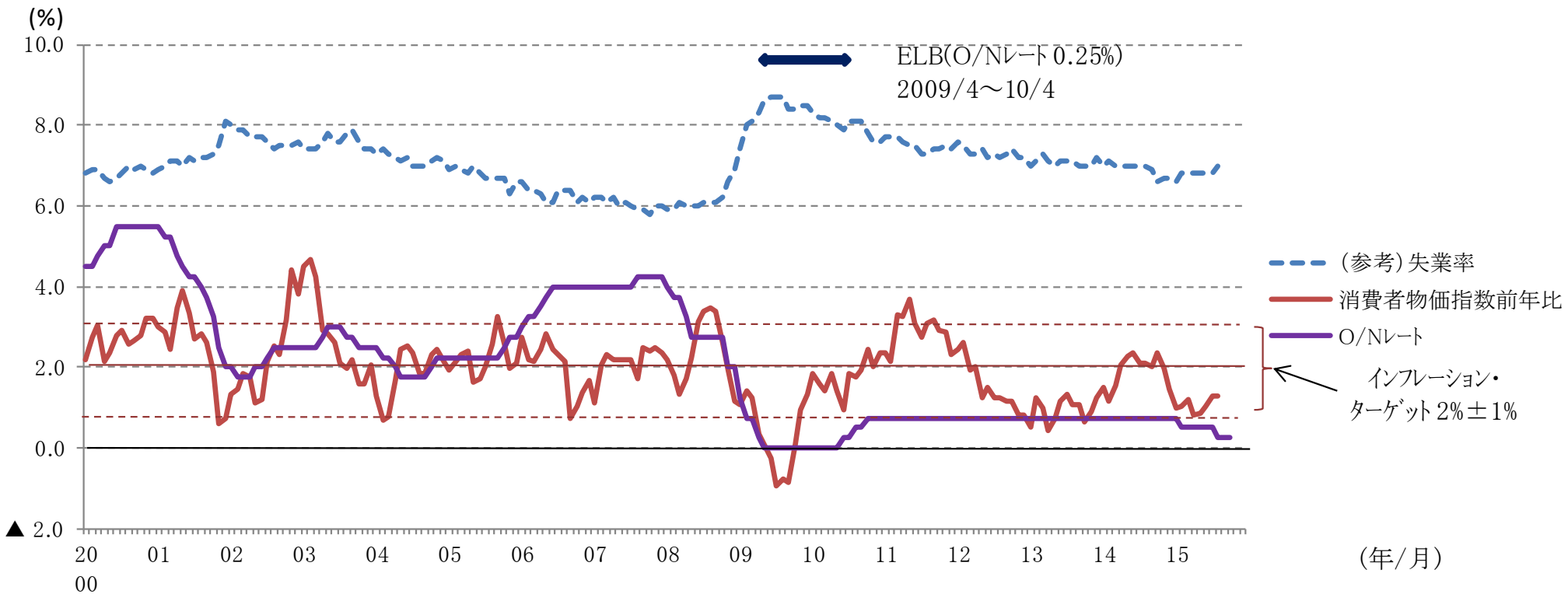
Last observation: December 2013

(資料) Tim Macklem, “Flexible Inflation Targeting and “Good” and “Bad” Disinflation”, Remarks at John Molson School of Business, Concordia University, Bank of Canada, February 7, 2014, p4 Chart 2.

(原資料) Statistics CanadaおよびBank of Canadaによる算出結果。

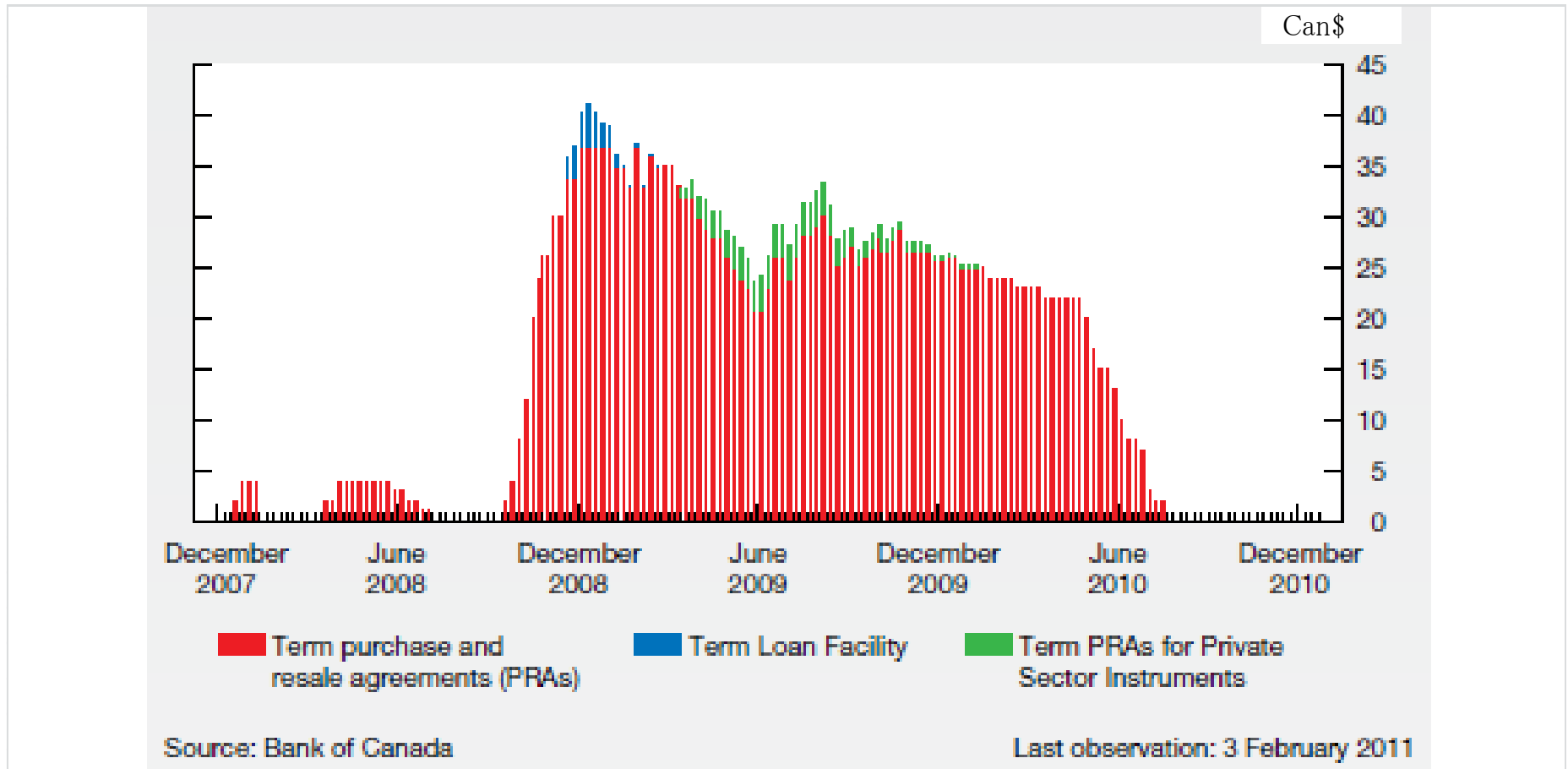
- BOCは、2009年4月から2010年4月までの間、政策金利(オーバーナイト・レート)を、事実上の最低水準である0.25%に引き下げ(図表14)
=「**実質的な下限**」(ELB:Eligible Lower Bound)とBOCでは呼称
- 同じ期間中、BOCは、
適格担保基準の緩和、と合わせて
大規模な流動性供給オペレーション(Liquidity Facilities)、を実施し、
一時的ながら資産規模を拡大(図表15)
- BOCの場合は、これが、危機に際して用いた「非伝統的な手段」に相当
— 欧州債務危機におけるECBと、まさに同じ考え方に基づく金融政策運営
(ECB:従来からの金融政策運営上の主力の手段であったリファイナンス・オペを
異例の形で大規模に発動して資産規模を拡大し、危機を収束)

(図表14) カナダの消費者物価指数前年比と政策金利(オーバーナイト・レート)の推移



(資料) Datastream、Bank of Canada資料を基に日本総合研究所作成。
(原資料) Cansim-Statistics Canada.

(図表15) 金融危機時のカナダ銀行の流動性供給残高の推移



(資料) Bank of Canada, “Annual Report 2010”、p15、Box2.

- BOCは、当初の想定(2010年6月)よりも早期に、2010年4月の時点でELBを解除。
政策金利を引き上げ
 - 経済情勢とインフレ見通しの好転による
 - IT採用国ならではの判断基準で、ELBの早期解除が可能に
 - 同時に、危機対応としての大規模な流動性供給オペに関しても収束させる
 - 2009年11月時点では、隔週に1回のペースで実施
 - 2010年1月には月1回のペースに
 - その後は順次満期落ち
 - 2010年夏には、平時のベースの資産規模を回復(図表11、15)
 - このように、短期間で資産規模の縮小が可能となり、通常の金融調節によって市場金利を誘導し、政策金利を上げ下げする状態を回復できたのも、危機下で資産買い入れという手段は選択せず、ECBと同じ考え方に基づく流動性供給オペによる政策運営が行われていたからこそ
 - BOCが危機に際して、政策金利を引き下げて「ELB」状態としたり、非伝統的な手段の一つである異例の大規模な流動性供給オペを実施した期間は**約1年**と、FedやBOE、日銀に比較すれば、ごく短期間にとどまる結果に
- 次世代の国づくり

(なぜ、資産買い入れを行わなかったのか…BOCの考え方)

- 「ELB」解除の翌年に当たる2011年春、BOCは季報において、他の中央銀行が採った資産買い入れによる非伝統的な金融政策運営に関する分析ペーパーを公表
- この2011年の段階で、資産買い入れ政策に伴う潜在的なコストないし問題点5つを、次のように明確に指摘

- ①金融市場の歪み
- ②中央銀行のバランス・シートのマネジメント上、追加的な課題が生じること
(中央銀行の財務運営上、損失が発生したり、意図するスタンスで金融政策を運営し得なくなる可能性があること等)
- ③中央銀行の独立性や信認が潜在的に損なわれかねないこと
- ④中央銀行が金融の安定を確保するうえで負うべき責任と矛盾すること
- ⑤マクロ経済上必要な調整が先送りされること

(Sharon Kozicki, Eric Santor and Lena Suchanek, “Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases”, Bank of Canada Review – Spring 2011, Bank of Canada, May 2011、

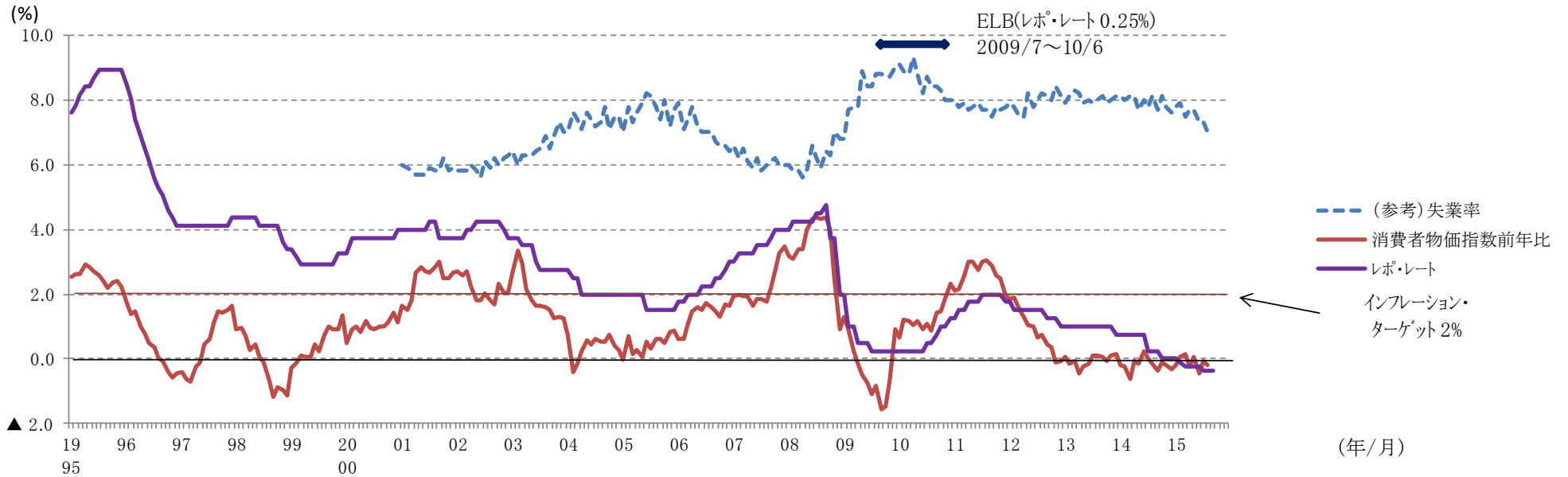
訳は引用者)

- これらの点こそがまさに、危機下においても、BOCはあえて、資産買い入れという手段は選択しなかった理由
- 「ITを採用」即、「資産買い入れを実施」となるわけでは必ずしもない、ということを、BOCの例は如実に物語る
- BOCとして、2010年4月以降、政策金利を動かす、通常の金融政策運営に復した後も、インフレ率の「振れ」のみには左右されない、柔軟な金融政策運営を実施（図表12）

(3) リクスバンク(スウェーデン中央銀行)

- リクスバンクは1993年にITを導入
 - －背景には、80年代の過度な金融緩和によるバブルの発生とその後の崩壊、および深刻な金融危機の経験
- IT採用中央銀行のなかでも、90年代後半以降、理論的な検討を裏付けとする、先進的な取り組みで知られる
- スウェーデンのインフレ率は、93年のIT導入後、低下
 - －ただし、必ずしもITの導入のみによって達成されたものではないと理解
- 90年代末頃には、インフレ率がターゲットである2%を継続的に下回る期間が長期化(図表16)
 - 他のIT採用中央銀行の先陣を切って、「柔軟なIT」へと舵を切る
- 2000年代入り後は、物価安定とともに、リクスバンクの法律上のもう1つのマンデートである、「決済システムの安定」、言い換えれば「金融システムの安定」をITと同時に達成できるようにすべく、実際の金融政策の運営上は資産価格も考慮に入れる旨のスタンスを明らかに

(図表16) スウェーデンの消費者物価指数前年比と政策金利(レポ・レート)の推移



(資料) Datastream、Sveriges Riksbank資料を基に日本総合研究所作成。
(原資料) SCB-Statistics Sweden.

- スウェーデンの場合、リーマン・ショックの影響は、1980年代末以降の北欧金融危機の経験もあって、欧州大陸諸国に比較すれば相対的に軽微
- しかし、リクスバンクも他の主要中央銀行と同様、異例の金融政策運営を迫られることに

- 2008年秋以降、危機の影響でスウェーデンにおいてもインフレ率が急落し、リクスバンクは政策金利であるレポ・レートを立て続けに引き下げ
 - 2009年7月から10年6月までは0.25%と、「**事実上の下限**」(ELB)の水準
- 同時に、危機の収束のため、大規模な流動性供給を実施
 - その手法は、適格担保の範囲を拡大(モーゲージ債やCP等にまで)しつつ、
 - 固定金利方式、かつ
 - 12カ月物という異例の長期で大規模な有担保貸し出しを行う、というもの(図表17)
- これは、BOC同様、欧州債務危機下におけるECBと同じ考え方に立脚
- リクスバンクも、このようなオペレーションで資産規模を拡大させていたからこそ、危機が峠を越した後は、速やかにその規模を縮小することが可能になった(図表11、17)と認識

(図表17)リクスバンクのバランスシート項目の、金融危機前後での変化

(100万SEK)

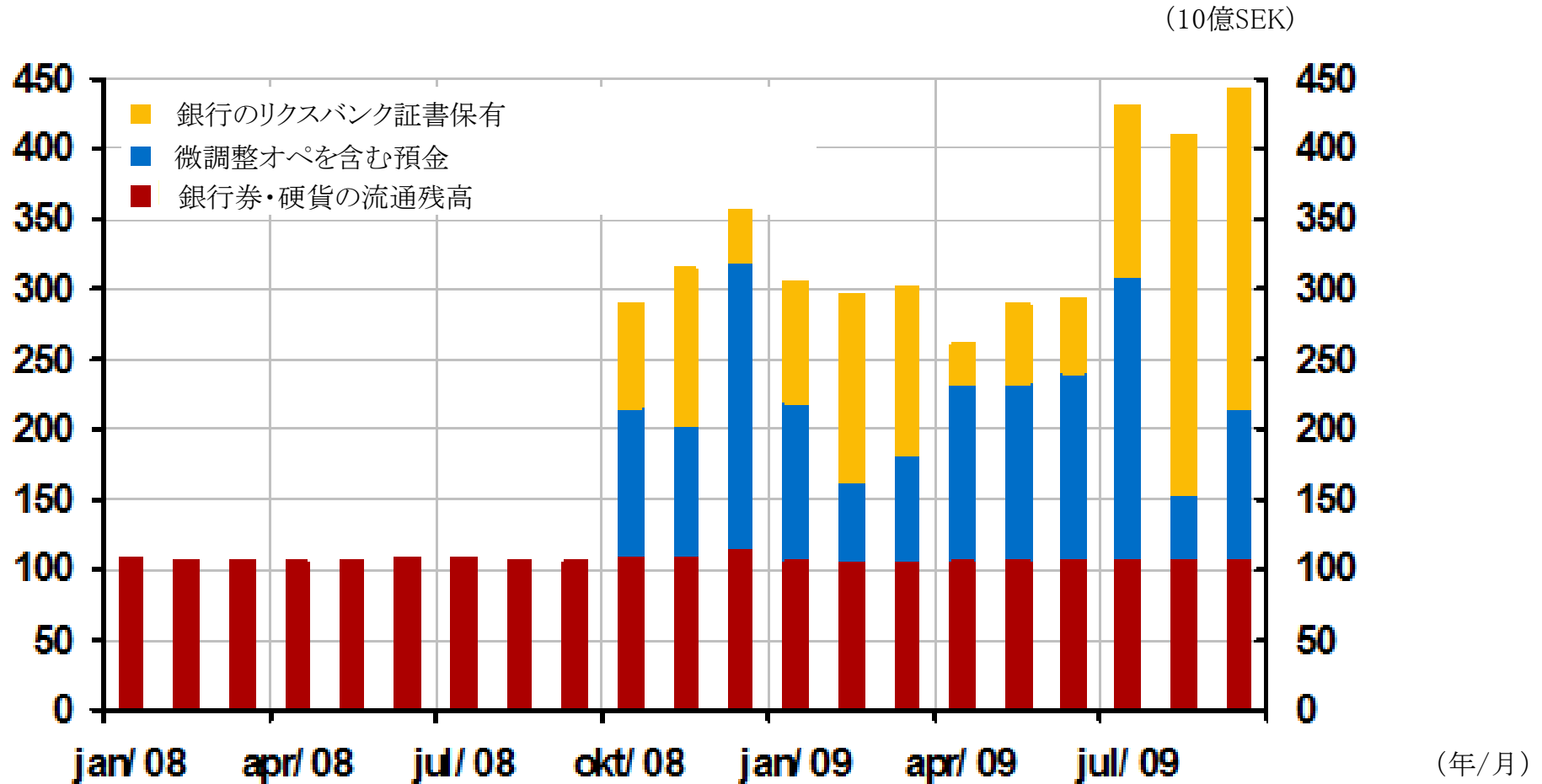
	2008年8月 (危機前)	2009年11月 (危機の最中)	2011年1月 (危機後)
資産			
金および外貨準備	196,067	325,030	322,556
限界貸付ファシリティ	-	-	1
市場オペ			
微調整	-	-	-
レポ取引	3,501	-	-
SEK建て長期満期貸付	-	375,301	-
外貨建て長期満期貸付	-	334	-
その他資産	3,731	7,210	4,203
資産合計	203,299	707,875	326,760
負債			
銀行券・硬貨	106,612	105,928	101,622
預金ファシリティ	376	19	63
市場オペ			
微調整	77	128,308	8,309
リクスバンク証書(売出手形)	-	246,188	-
その他負債	37,492	163,407	144,337
エクイティ	58,742	64,025	72,429
負債合計	203,299	707,875	326,760

(資料) Marianne Nessén, Peter Sellin och Per Åsberg Sommar. “The Framework for the implementation of monetary policy, the Riksbank’s balance sheet and the financial crisis”, *Economic Commentaries*, No.1, 2011, Sveriges Riksbank, January 28, 2011、Table 1を基に、日本総合研究所が一部加筆して作成。

「ゼロ金利制約」に関するリクスバンクの認識

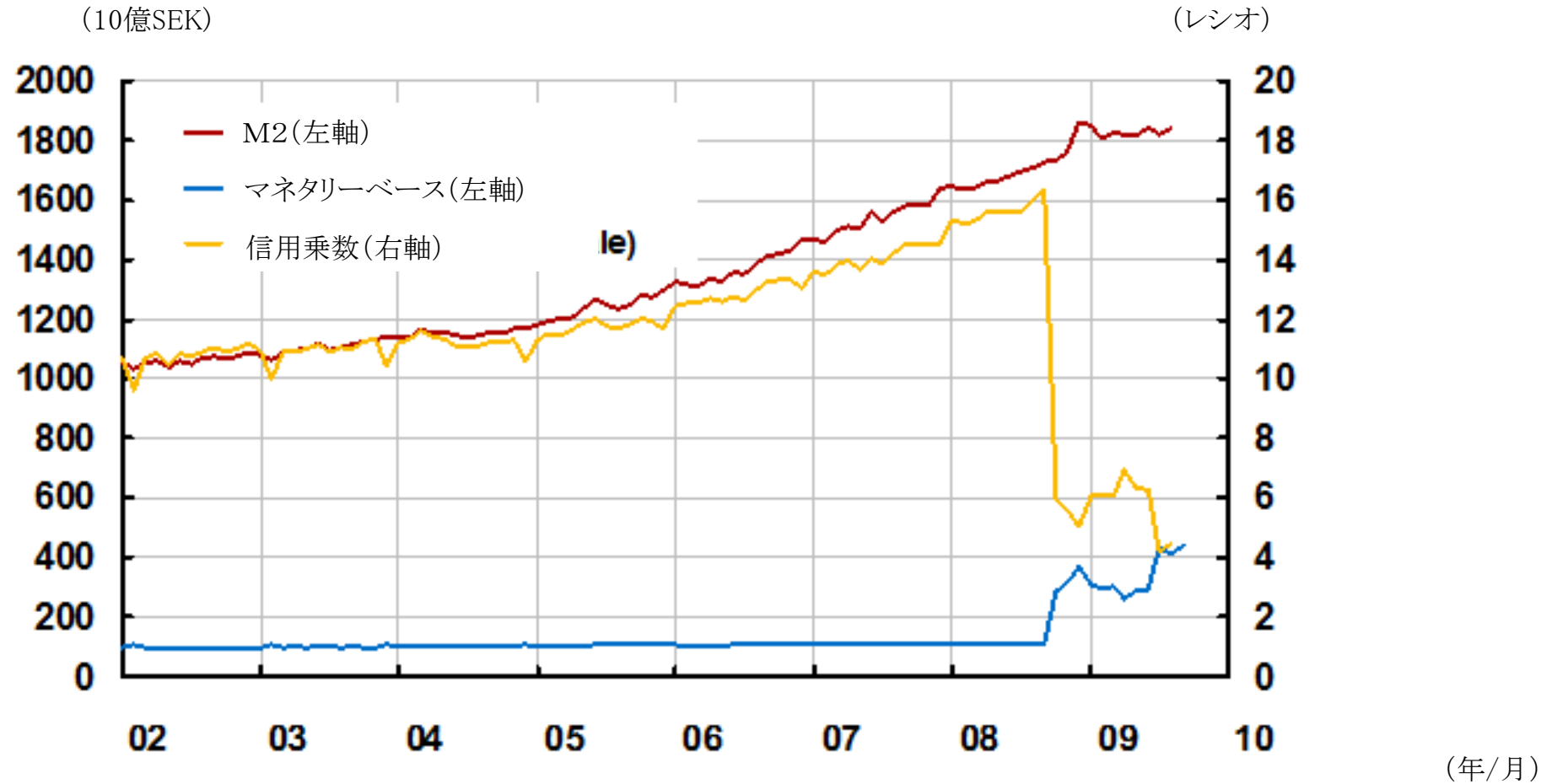
- この2009年の段階で、リクスバンクは、「ゼロ金利制約」のもとでは、マネタリーベースとマネーサプライとの関係が、「平時」におけるものとは異なる関係になることを明確に認識し、対外的にも以下のように明確に説明
(2009年10月の『金融政策レポート』のなかの「非伝統的な手段とインフレーションのリスク」(Unconventional measures and the risk of inflation)という論文、p49
訳および下線は引用者)
- リクスバンクの大規模な資金供給オペにおける、マネタリーベースの増加の内訳は図表18の通り
- 「ゼロ金利制約」のもとでの大規模な資金供給を受けて、信用乗数が急低下したことは明白(図表19)
 - ① 教科書のモデルでは、「このようなケースはマネーサプライの相当な増加につながり、先行きのインフレーションにとって相当なリスクになる」とされてはいるものの、実際にはそのようにはならず
 - ② マネタリーベースの増加は、リクスバンクの準備に対する市中の需要の高まりを映じたもので、それはインターバンク市場や債券市場における資金調達問題の結果として生じたもの。もし、リクスバンクによる大規模な資金供給がなければ、市場金利はさらに上昇し、インフレ率と資源の活用率ははるかに低下

(図表18) リクスバンクの危機時のマネタリーベースの増加の内訳



(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, October 2009, Figure 3.6.

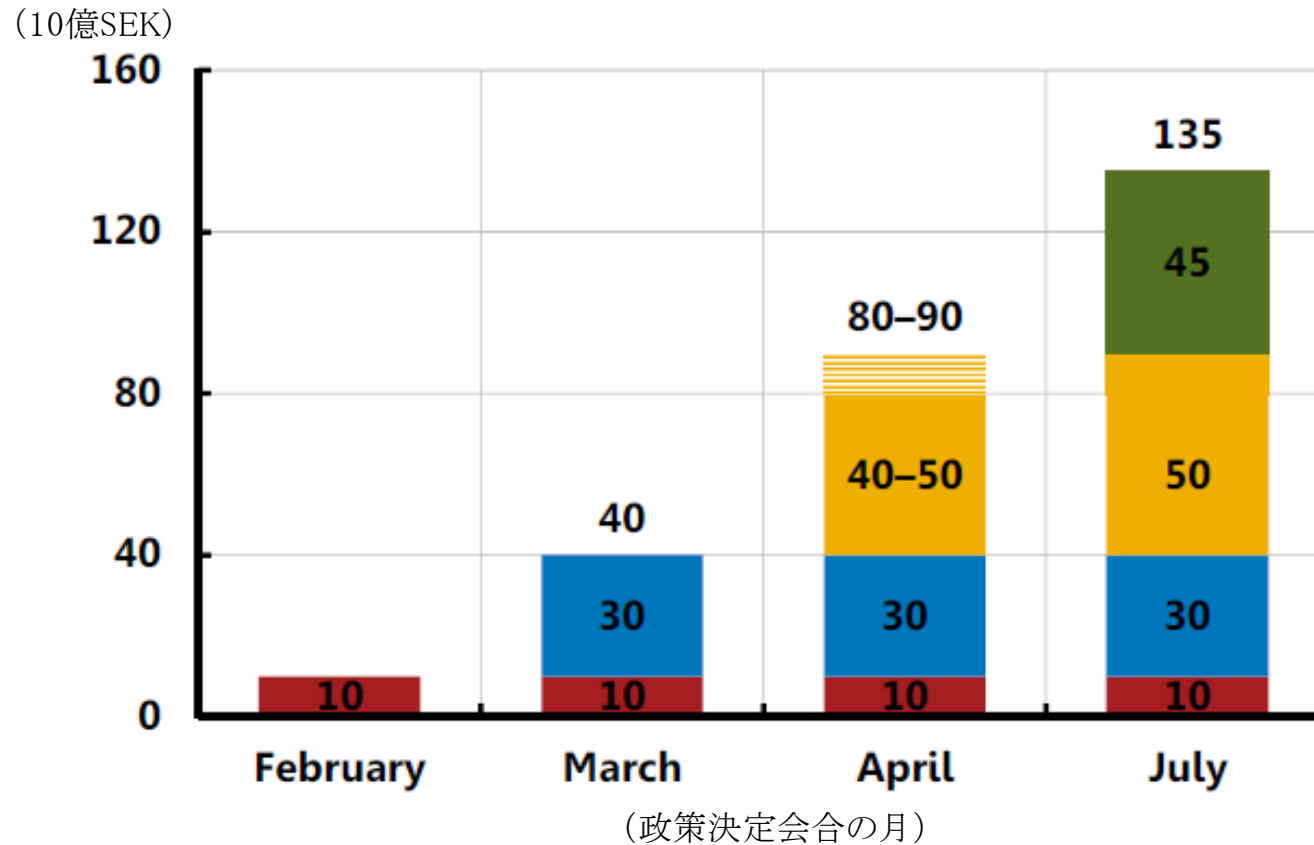
(図表19) スウェーデンのM2とマネタリーベース、および信用乗数の推移



(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, October 2009, Figure B2.

- 最近のリクスバンクの金融政策運営をみると、インフレ率がゼロ%前後で弱含むなかで、2015年2月から、政策金利であるレポ・レートをマイナスにまで引き下げ、国債の買い入れオペも開始(図表20)
 - 隣接するユーロ圏はスウェーデンとの経済的なつながりが強い
 - 通貨クローネの価値を対ユーロで安定的に推移させる必要もあり
 - ECBの金融政策運営の影響を色濃く受けざるを得ない状況
- リクスバンクによる、これまでの国債の買い入れ規模は1,350億SEK(スウェーデン・クローネ)であり、同国のGDPの約4%、国債発行残高の20%に相当
 - スウェーデンの場合、財政事情は、先進国のなかでもトップクラスの良好な状態
 - 一般政府の債務残高は2015年の対名目GDP比で41.1%(日本は同246.1%)
 - 同じく年当たりの所要資金調達額は7.1%(日本は52.7%)にとどまる(いずれも、IMF, *Fiscal Monitor*, April 2015における見通し)
- ゆえに、リクスバンクの買い入れの規模は、他の主要中銀に比較すれば限定的
- リクスバンクとしては、ねらいは長期金利水準を押し下げて、家計や企業にとっての金融の条件を好転させること。実際にもその効果は確認可能、と説明

(図表20) リクスバンクが決定した国債の買入れ額(2015年)

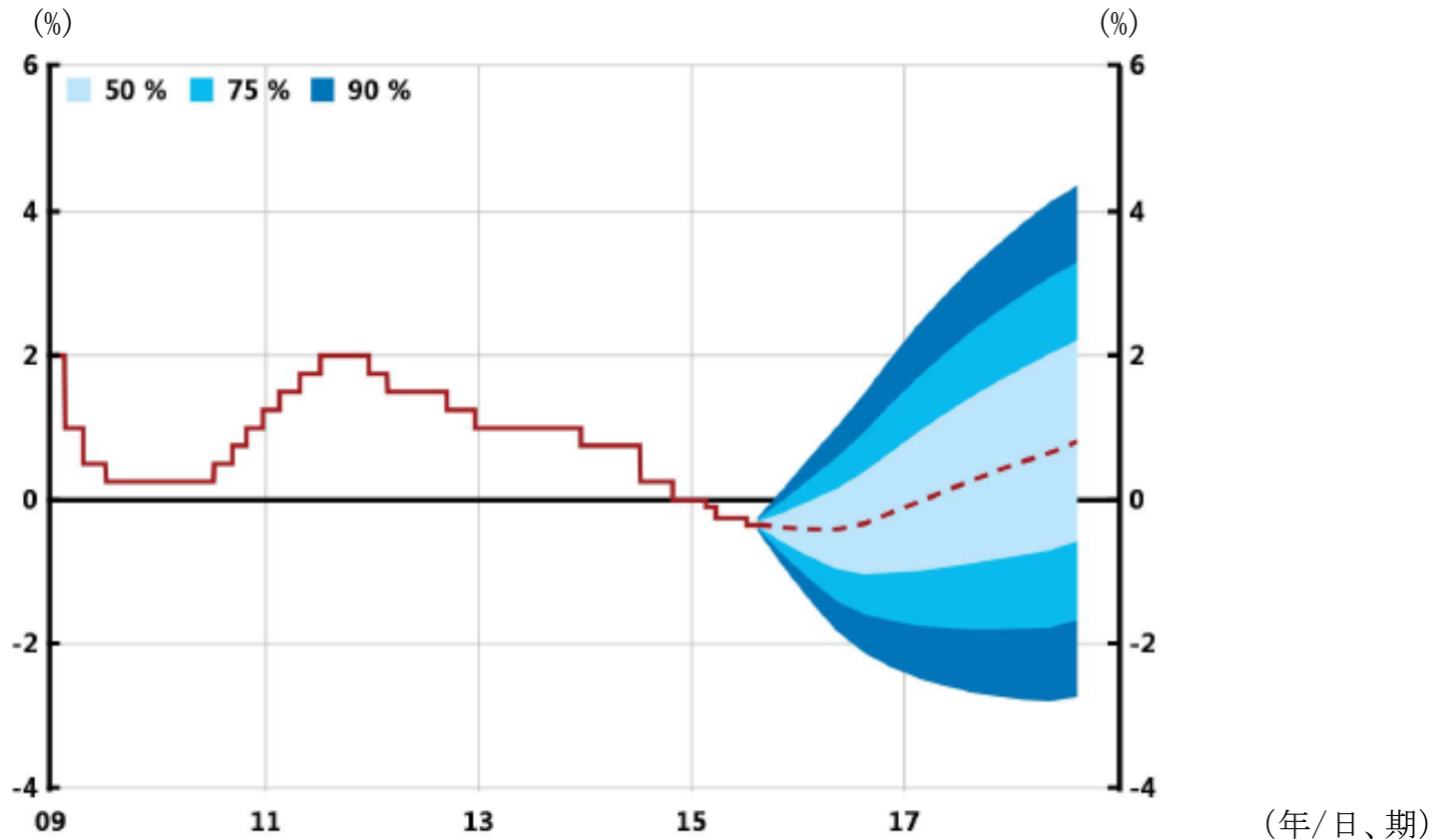


(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, September 2015, Figure 1.8.

(先行きの政策運営の方向性に関するリクスバンクの説明振り)

- このような金融政策運営に際しての、リクスバンクの対外説明の透明性は高い
 - －ファン・チャート形式での、先行きの政策金利(レポ・レート)の、一定の前提に基づく予測値(図表21)
 - －CPIの同様の予測値(図表22)
 - －リクスバンク以外にECB、Fed、BOEを含めた4中央銀行の政策金利のフォワード・レートに基づく市場予測値(図表23)
- 等も、「金融政策レポート」によって公表

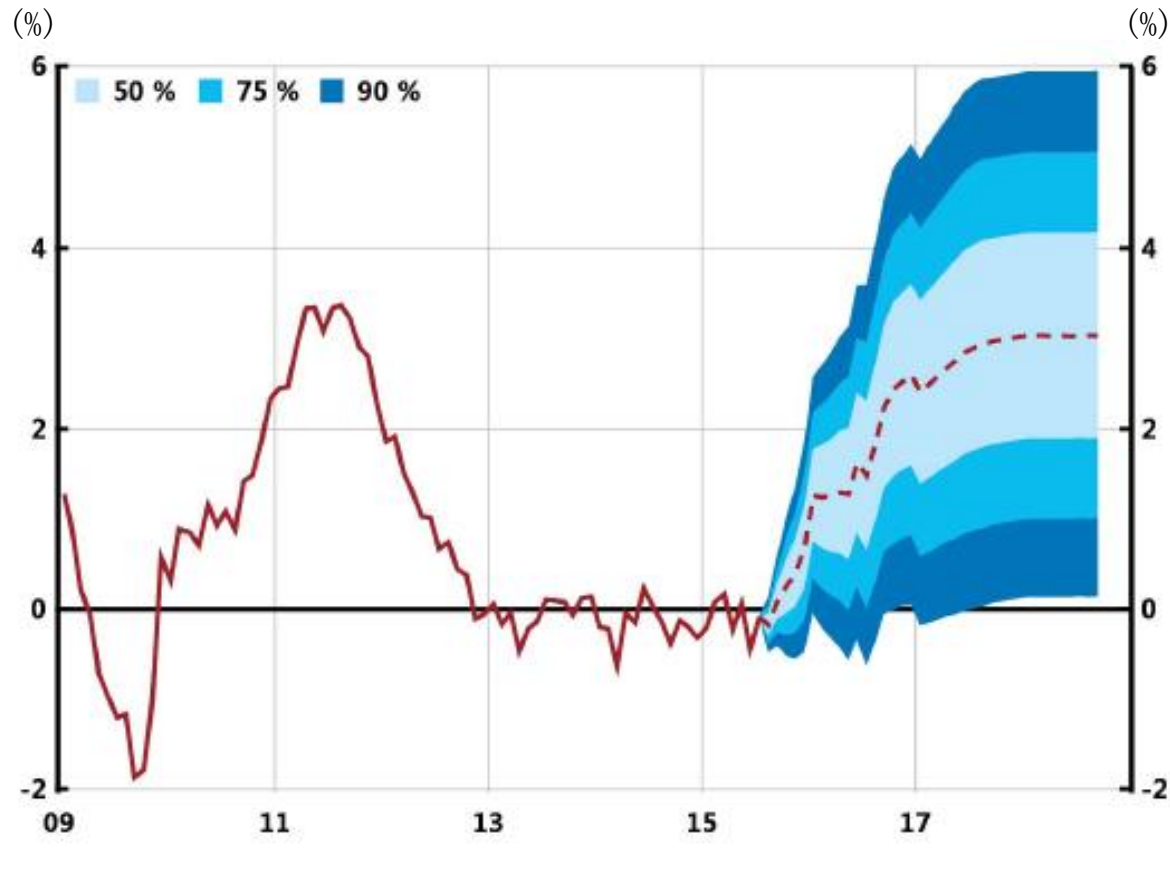
(図表21)リクス・バンクの政策金利(レポ・レート)の、不確実性バンドでみた予測値



(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, September 2015, Figure 1.1.

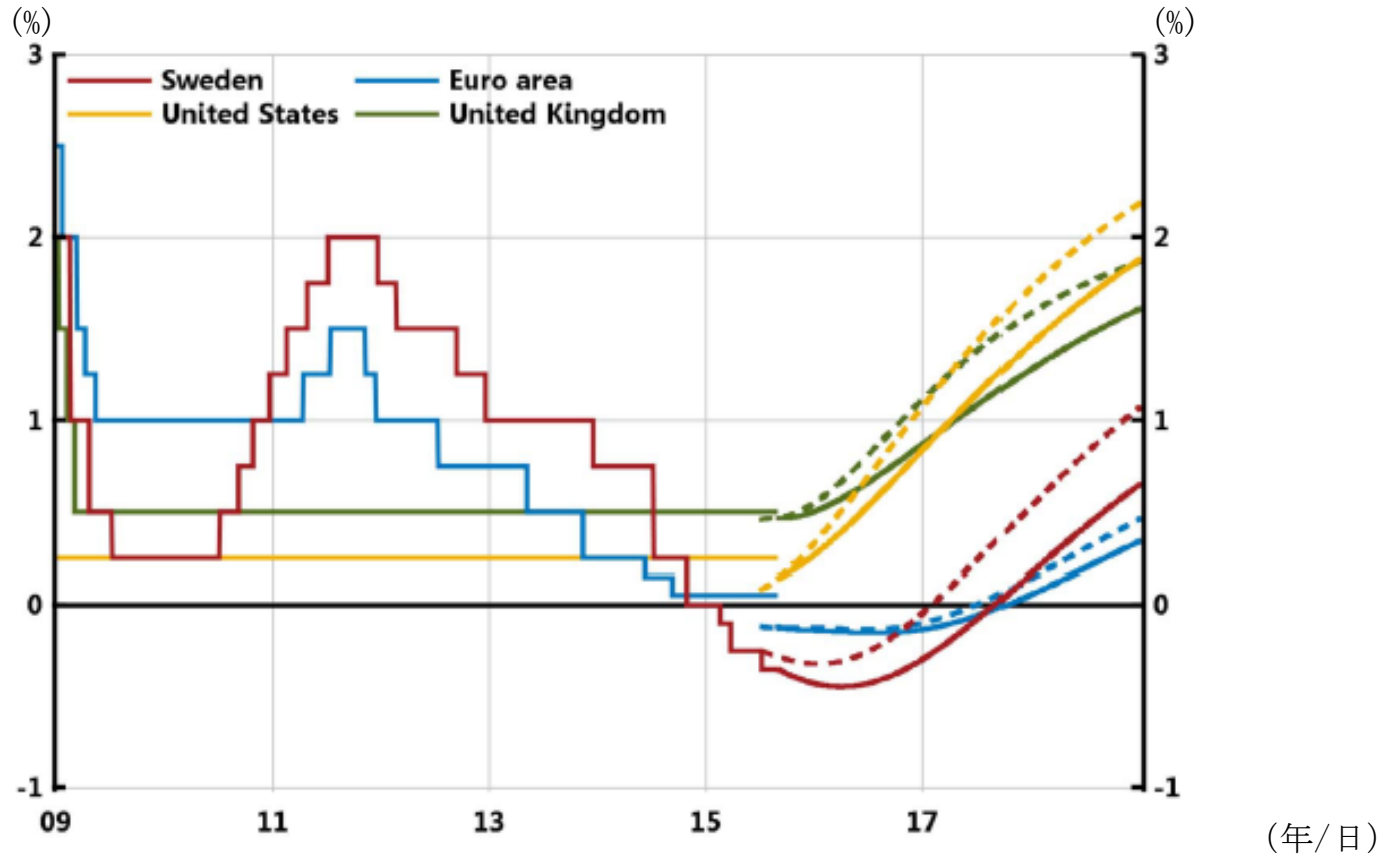
(原資料注) レポ・レートの不確実性バンドは、1999年から、リクスバンクが2007年中にレポ・レートの予測値を公表し始めた時点までの期間における、リクスバンクのヒストリカルな予測のエラーと、リスク・プレミアム調整後のフォワード・レートが将来のレポ・レートを予測する能力、とに基づく。不確実性バンドは、レポ・レートには下限が存在するかもしれない、という事実を考慮には入っていない。実績は日次ベースで、予測値は四半期ごとの平均値。

(図表22) スウェーデンのCPI前年比の、不確実性バンドでみた予測値



(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, September 2015, Figure 1.4.
(原資料注) 不確実性バンドは、リクスバンクのヒストリカルな予測のエラーに基づく。

(図表23) 主要中央銀行の政策金利と、フォワード・レートによる予測



(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, September 2015, Figure 2:1.

(原資料注) フォワード・レートは、オーバーナイト・レートの期待値として表されるもので、必ずしも正式な政策金利には対応しない。実線は2015年8月31日時点における予測値で、破線は2015年7月1日における予測値。

(日銀、Fedによる量的緩和、および大規模な資産買い入れに対する リクスバンクの見方)

- リクスバンクが、2009年2月の『金融政策レポート』に掲載した論文「金融危機およびデフレ懸念の時ににおける金融政策の他の選択肢」(Monetary policy alternatives in times of financial crisis and concern over deflation)において示した、2001年以降の日銀(参考一図表24)や、2008年末以降のFedやBOEが採用した量的緩和、ないし大規模な資産買い入れ、およびECBやリクスバンクによるバランスシートの拡張政策に関する見解は以下の通り(p.53、訳は引用者)

中央銀行のバランス・シートに影響を及ぼす方策

…(前略)…

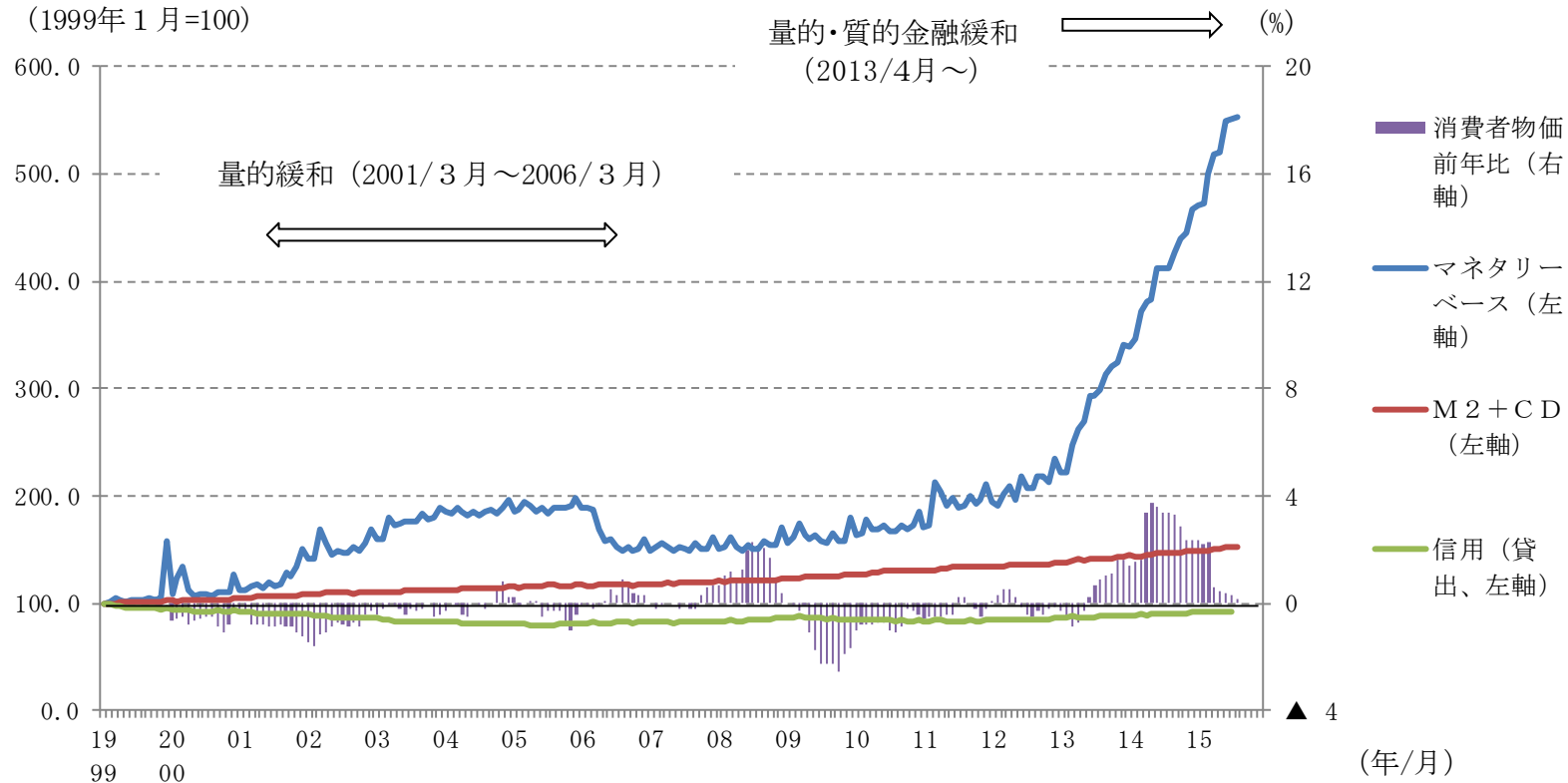
これは、例えば、2000年代初期の日本においてテストされた。1990年代後半の景況は、相対的に弱い成長率、インフレ率はゼロ近辺もしくはデフレーションでさえあり、金融セクターには問題がある、という特徴を有していた。

1999年に、日本の中央銀行は、政策金利をゼロに引き下げた。2001年には、日銀は、マネタリーベースの増加によって経済を刺激しようと試みるプログラムを開始した。

この方策は2006年まで継続され、日本の中央銀行のバランス・シートを大規模に増加させることに貢献した。

次世代の国づくり

(図表24) 日本のマネタリーベース・広義マネー・信用(1999年1月=100)と
 消費者物価指数前年比の推移



(資料) 日本銀行時系列統計データを基に作成。

(注1) マネタリーベース、M2+CD、信用(貸出)は1999年1月=100として指数化。消費者物価のみは前年比で、2014年4月の消費税率引上げの影響を含むベース。

(注2) M2+CDは連続する統計がないため、2003年4月時点の旧統計ベースの指数(1999年1月=100とすると111.2)が一致するように新統計を接続して表示。

(注3) 貸出金は国内銀行銀行勘定と信託勘定の合計。

マネタリーベースの増加とは、学術的な文献(物価水準ターゲットおよび弱い為替レート)において議論されてきたことを実現する方法かもしれない。

しかしながら、日本では、マネタリーベースが大規模に増加したにもかかわらず、そのプログラムが日本経済に、何らかの相当な刺激効果を本当にもたらしたのかどうか、評価することは困難である。

マネタリーベースの増加が、インフレ期待に何らかの効果をもたらすのであれば、それは永続的なものであるとみなされなければならないが、日本銀行によって実施された拡張は、明らかに一時的なものであると認識され、実際にもその通りであった。

マネタリーベースはその後、政策金利がゼロから引き上げられる前に、相当に縮小されたのである。

今次危機(訳出者注:2009年時点)における連邦準備の方策も、同行(訳出者注:連邦準備の意味)のバランス・シートの規模を相当に増加させることに貢献した。

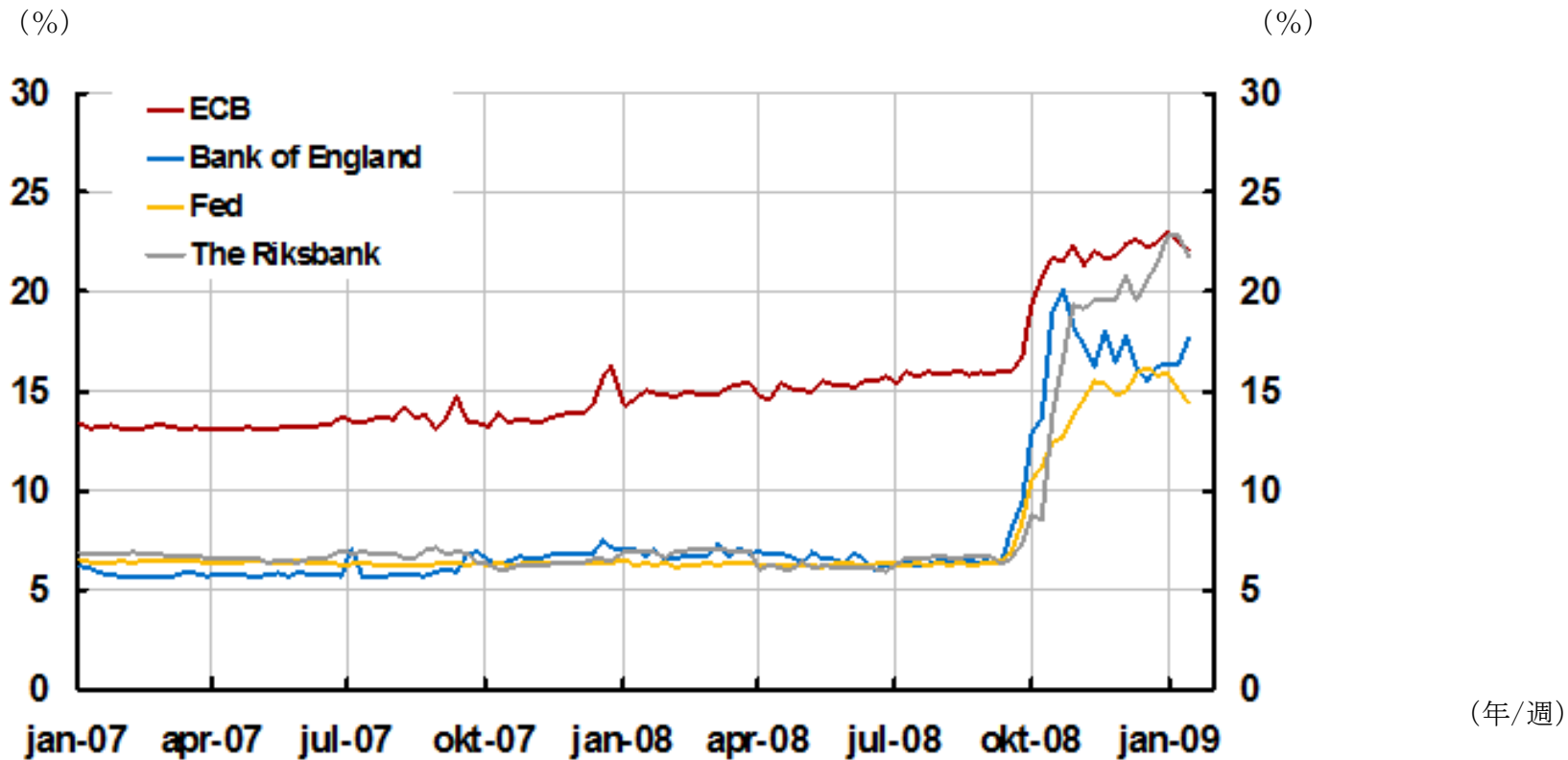
しかしながら、その意図(aim)は、同行のリザーブの何らかの量的なターゲットを達成することにはなく、信用の供給を改善させることにあった(原資料脚注:文献によれば、日本銀行の方策は“量的緩和”という用語で表現されている。連邦準備はその方策を、これに代わり“信用緩和”と表現している。バーナンキの2009年1月13日の講演参照<訳出一部略>)。

同じことが、バランス・シートを拡大したECB、イングランド銀行、リクスバンクにもあてはまる(図表25参照)。

しかしながら、このことの正確な理由、およびその方策の設計は、国によって異なっており、各国の銀行の状態や金融の構造等に依存するのである。

同時に、各中央銀行によって採られた方策とその効果は、市場金利やインフレーション、および实体经济に影響を及ぼすうえで、政策金利を変更する以外の他の方法があることを示している。

(図表25) 中央銀行のバランスシートのGDP比



(資料) Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, February 2009, Figure B2.
(原資料) BEA, Eurostat, ONS, Statistics Sweden および各中央銀行.

4. 「インフレーション・ターゲティング」を採用しない先進国の 主要中央銀行の金融政策運営の目標の設定と考え方

(1) 連邦準備制度

- Fedの金融政策運営の目的は、Federal Reserve Actに、次のように規定

to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates

最大雇用、物価安定、および適度な長期金利という目標の達成を効率的に促進する
(訳は引用者)

- 原文では、3つの目標を規定。このうち、「適度な(moderate)長期金利」は「物価安定」にリンクされるものであるため、「最大雇用」と「物価安定」の二つを、相並ぶ「目標」として理解するのが一般的
- 中央銀行の設立根拠法上の目的としては「物価安定」のみが掲げられる例が多いなかで、Fedの場合は雇用と物価を並列させて掲げる例として、

「デュアル・マンデート(dual mandate)」

と呼称

- Fedにおいては長らく、インフレーション目標を設定して、ITによる金融政策運営を行えば、「デュアル・マンデート」のうちの「物価安定」が「最大雇用」に優越することになりかねない、との懸念から、これを回避し、物価安定の目安となる定量的な水準を示すことすら、ためらってきた模様
- ただし、金融危機の後の‘Great Recession’が転機に
 - 大規模な資産買い入れ (LSAP : Large Scale Asset Purchases) を実施していたさなかの、2012年1月のFOMCにおいて、物価と雇用、それぞれに関する具体的な定量的水準に初めて言及
 - Fedは2008年末から、LSAP実施とともに、「フォワード・ガイダンス」を併用これを「アウトカム・ベースのフォワード・ガイダンス」に切り替える前触れとして（実際には同年12月に切り替え）、「アウトカム」の目安となる定量的な水準を明示

- このうち、物価に関しては、長期的な“goal”として(“target”ではない)、定量的な水準を明示

*The inflation rate over the longer run is primarily determined by monetary policy, and hence the Committee has the ability to specify **a longer-run goal for inflation**. The Committee judges that inflation at the rate of 2 percent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent over the longer run with the Federal Reserve’s statutory mandate.*

長期的な意味でのインフレ率は主として金融政策によって決定される。ゆえに委員会(訳出者注:FOMCの意味)は、**インフレーションの長期的なゴール(目標)**を特定する能力を有する。委員会は、個人消費支出の価格指数の前年比で測られる2%のインフレーションが、連邦準備の規程上のマンドートと、長期的にもっとも一貫すると判断する。

(Federal Reserve Press Release, January 25, 2012、訳および下線、**太字**は引用者)

- 他方、雇用に関しては、「最大雇用が達成される水準に関する固定された“goal”を示すことは適切ではない」とFOMCは判断
 - FOMCメンバーによる、長期的にみて通常の失業率水準の予測値を年4回公表
 —ちなみに、その時点では5.2~6.0%

 - 金融政策の設定に際して、FOMCは、
 インフレーションの長期的な“goal”からの乖離を縮小し、
 雇用に関しては、FOMCによる最大水準の予測からの乖離を縮小することを目指す。
 これらの目的(objectives)は一般的に補完的なもの、と理解

 - Fedのフィッシャー副総裁は、2015年8月下旬に開催されたカンザスシティ連銀主催のシンポジウムにおいて、近く予想されているFedの短期金利の引き上げ誘導の開始(いわゆる‘lift off’)に関して
 「金融政策の効果が表れるのは時間がかかることから、物価水準の目標達成を待つべきではない」
 と発言
 —こうした点からも、Fedが単に足許の物価上昇率のみにとらわれた金融政策運営を行ってはいないことが窺われるところ
- 次世代の国づくり

(2) 欧州中央銀行

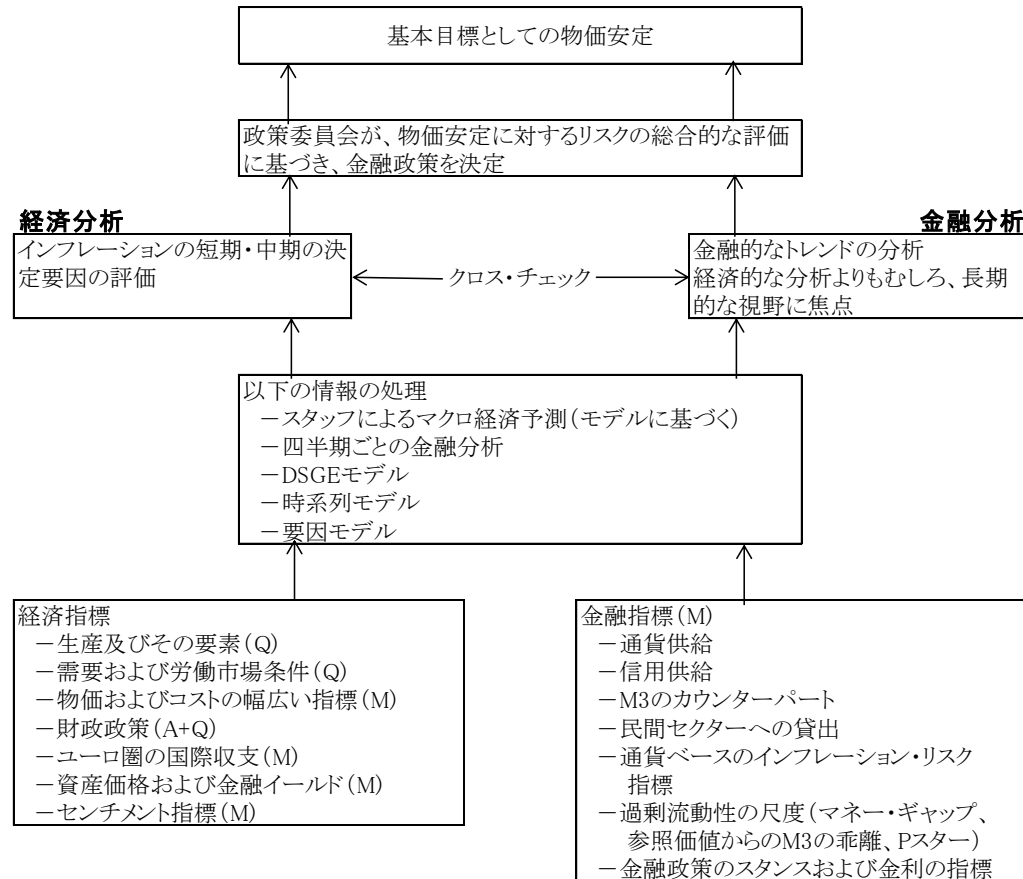
- ECB、およびユーロシステムの設立根拠法である、「欧州連合に機能に関する条約」は、「物価安定の維持」をユーロシステムの主な目的として、明確に規定している。
- これを受け、ECBの政策委員会は、単一通貨ユーロを導入しユーロシステムとしてのオペレーションを開始した1999年1月に先立つ1998年の時点で、「物価安定」の定量的な定義を次のように明示（下線は引用者）

Price stability shall be defined as a year-on-year increase in the Harmonized Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%. Price stability is to be maintained over the medium term.

物価の安定は、ユーロ圏の統一消費者物価指数の前年比が2%未満となることとして定義される。物価の安定は中期的に維持される。（訳は引用者）

- 2003年5月には、政策委員会において、金融政策運営戦略をさらに徹底的に検討した結果、この定義の枠内で、
「中期的に、2%を下回るが2%に近い水準で」
インフレーションを維持することを目的とする(aim to maintain)
ことを明示
—“target”という表現は決して使わず、あくまで、「中期的な目的」として定量的な水準を明示するのにとどまる
- ECBとしてはさらに、自らの金融政策運営を説明する公式の書籍である
The Monetary Policy of the ECB 2011 において、2003年5月の政策委員会において同行が採用した金融政策運営戦略である
「安定志向の2本柱アプローチ(stability-oriented two-pillar approach)」を明確に説明
—具体的には、経済分析と金融分析を二つの柱として、物価安定に対するリスクの分析を行うというもの(図表26)
- 金融危機の後、中央銀行がその金融政策運営上、「物価安定」と「金融の安定」をいかに両立させるか新たな課題として浮上するなか、ECBの場合は、すでにその1つの解を見出している、との見方も可能

(図表26) 欧州中央銀行の金融政策の運営戦略
 (安定志向の2本柱アプローチ<stability-oriented two-pillar approach>)の内容



(資料) 河村小百合『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2015年1月、p109、図表3-2。

(原資料) Phillip Moutot, Alexander Jung, and Francesco Paolo Mongelli, “The Workings of the Eurosystem Monetary Policy Preparations and Decision-Making - Selected Issues”, *Occasional Paper Series No.79*, European Central Bank, January 2008.

(注) 指標のアベイラビリティのうち、Aは年次、Qは四半期次、Mは月次を示す。

- ここではさらに、ECBとして採用しなかった他の戦略に関する考え方も明確に記述
 ーちなみに、ECBが不採用とした選択肢は、
 - ① マネタリー・ターゲティング
 - ② 直接的なIT
 - ③ 為替レート・ターゲティング、の3つ

- ②直接的なITを採用しなかった理由としてECBは、次の4点を指摘(下線は引用者)
 - a) 物価安定に対する脅威の性質を特定するうえでは、直接的なインフレーションの見通しによって捉えることができるものよりも、もっと深い背後にある経済情勢や行動の分析が必要
 - b) ITに用いられる2年といった見通しの期間は、多くの場合、任意のもので、最適な期間設定であるとは見受けられず(somewhat arbitrary and in many circumstances do not appear to be optimal)。そうした期間を越えてインフレーションに影響を与えるであろう資産価格の不均衡といった要因を考慮に入れられなくなりかねず
 - c) インフレーションの見通しとは、伝統的なマクロ経済見通しに基づくものであり、マネー総量のなかに含まれる情報をインフレーション見通しのなかに統合することは困難
 - d) ユーロ圏経済の構造に関して相当な不確実性があることからすれば、単一の見通しのみに依拠することは不適當
 ー a)やb)の点などは、直接的なITを現在採用するわが国への示唆ともなり得る
 次世代の国づくり

5. わが国にとって今後望まれる方向性

- 海外各国においては、ITを採用するとしても、物価目標の設定の仕方や、達成までの時間軸等の面で、柔軟化させて運用するのが主流
 - ITの採用と、量的緩和、ないし大規模な資産買い入れといった非伝統的な金融政策手段を選択することの間に、直接的な関係はなし
- 金融危機、および‘Great Recession’を経た今日、ITを採用するか否かにかかわらず、中央銀行の金融政策運営上、「物価の安定」と「金融の安定」のそれぞれについて、どのようにバランスをとりながら判断していくべきかが、各国にとって目下の最大の課題
 - 「ITを採用するなどして、中央銀行が、一般物価の動向にばかり過度に目を奪われたあまりに、金融面で生じていた不均衡を見逃し、結果的に危機を招来したのではないか」との批判も
 - 危機前にITを採用していた国が、危機後に放棄した例は今のところなし
 - 逆に、危機後に初めてITを採用した例は、わが国以外には殆どないのもまた事実
 - 「物価の安定」と「金融の安定」とをいかに両立させつつ、金融政策運営を行うか…目下のところ、コンセンサスの形成には至らず

- 現在はまさに、複数の主要中央銀行が、危機後の政策運営を逆方向に巻き戻し、かつての通常の金融環境をできるだけ早期に取り戻すべく、正常化に向けたオペレーションに着手しようとする局面
 - －万が一、この正常化オペレーションのかじ取りを誤るようなことがあれば、とりわけそれが遅きに失する場合には、世界経済はいずれ再度の危機に陥りかねない、というリスクが、欧米主要国において、またBIS等において、真剣に懸念
 - －主要中央銀行の当局者は、その責任を十分に自覚
- わが国としても、主要国における取り組みの例にならい、2%という物価目標の短期間での達成に過度に拘泥せず、柔軟なITによる金融政策運営に切り替えることが望ましい
 - －Fedをはじめ、主要中央銀行が、今後、徐々に、金融の正常化に向けた政策運営スタンスを強めるとみられる状況下、わが国としては、今後、金融政策運営のみならず、財政運営をも含めた、経済政策全般の運営が持続可能なものとなるように努める必要

(参考文献)

- 拙論「海外主要中央銀行による非伝統的手段による金融政策運営と課題」
『JRIレビュー』(株)日本総合研究所、2014年11月25日
- 拙論「『出口』局面に向けての非伝統的金融政策運営をめぐる課題」
『JRIレビュー』(株)日本総合研究所、2015年7月6日
- 拙論「諸外国におけるインフレーション・ターゲティングをめぐる経験」
近日中にHPに掲載予定
- 拙著『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2015年1月刊

ご清聴ありがとうございました

kawamura.sayuri@jri.co.jp

<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=2790>