

# ニュージーランドにおける インフレーション・ ターゲティング政策<sup>\*</sup>

石 垣 健 一

## 1. インフレーション・ターゲティング政策とは何か。

ニュージーランド（本稿ではNZと略称）準備銀行（Reserve Bank of New Zealand）は金融政策の策定と運営について世界で最初にインフレーション・ターゲティング（以後ITと略称）政策を導入したパイオニアとして、また激しいインフレを抑え、実際に物価安定に成功した中央銀行として多くの専門家から尊敬されているばかりではなく、その成し遂げた実績を通じて、多くのニュージーランド国民から信頼（credibility）を受けている。

現在では多くの中央銀行がIT政策を採用している。しかしIT政策を支える枠組みや形式的、実態的な政策の策定と運用は、多様であり、NZのケースにおいては、その内容は時代の進行とともに、かなりの変化を遂げている。

ブラッシュ（D. Brash）前NZ準備銀行総裁は2002年アメリカ経済学会のカンファレンスにおいて、バーナンケ等（Bernanke *et al.*）の定義を引用して、IT政策とは「一定の期間のインフレ率について数値化された目標インフレ率（範

---

\*この研究は文科省科学研究費（研究課題番号14330028）の研究成果の一部である。本稿は2002年9月、地主敏樹教授（神戸大学）、藤原秀夫教授（同志社大学）とともに行ったオーストラリア、NZでの実地調査に基づいている。NZ準備銀行のスタッフとくにMichael Reddell氏（準備銀行金融市場局長）には多大なご援助をいただきました。記して謝意を表したい。

囲)を公表し、低い、安定したインフレ(の達成・維持)が金融政策の主要な長期的目標であることを明示するような金融政策のフレームワークである。IT政策のそのほかの重要な特徴は、金融当局の計画と目的について公衆との対話を積極的に行い、そして多くの場合、その目標の達成について中央銀行のアカウントビリティ(accountability)を強調することである。<sup>(2)</sup>』としている。われわれもこの小論で、この定義に従うことにする。

この小論においては、第2節で、NZの金融政策(IT政策)を支える制度的枠組みとその基礎にある理念を明らかにする。次に、第3節では金融政策の目標を規定している政策目標協定(Policy Target Agreement, PTAと略称)の具体的内容を検討する。第4節では、NZにおけるIT政策の変化の推移を採用された政策手段の観点から跡付ける。第5節では、IT政策の波及メカニズムを、期待インフレ経路、利子率経路、為替レート経路に分けて検討する。第6節では、NZ準備銀行が、IT政策を運営するにあたって、直面してきた重要な問題について検討する。第7節では、NZのIT政策の成果がどのようなものであったかを明らかにする。

## 2. 金融政策の枠組みと理念

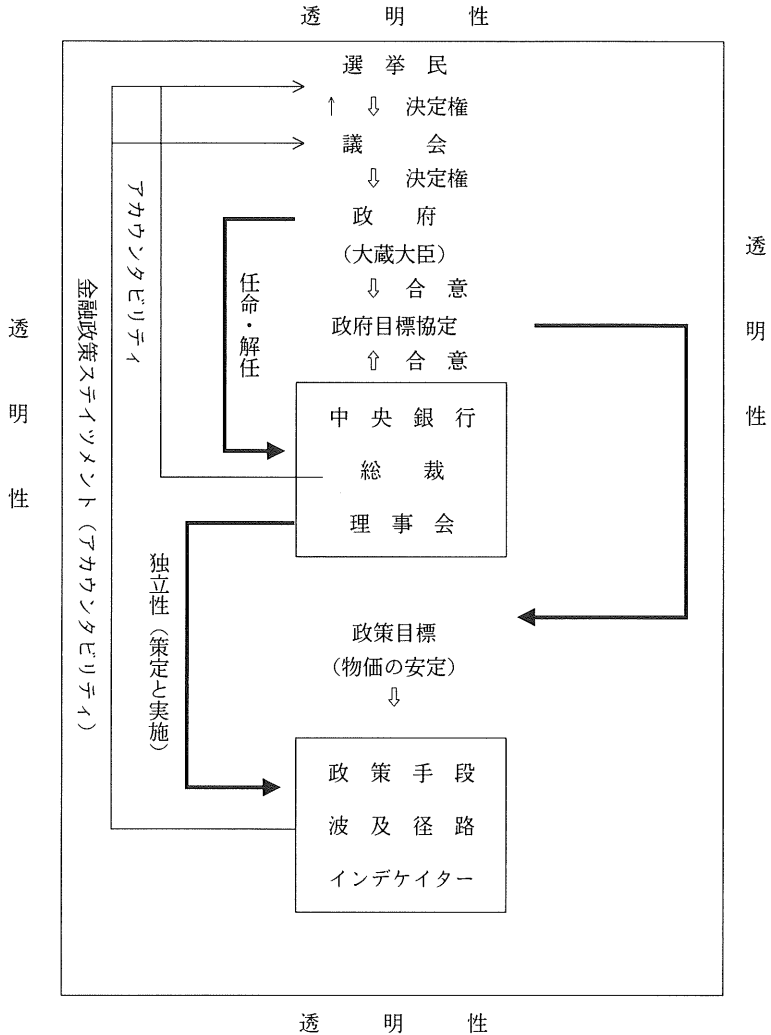
NZ準備銀行法に基づいてなされる金融政策(IT政策)の策定と運営の枠組みは第1図に示されている。政府(大蔵大臣)と中央銀行(準備銀行)総裁の間で合意された政策目標協定に定められた政策目標(物価の安定)の達成を目指して、準備銀行は金融政策の策定と運営を行う。準備銀行はその策定と運営について独立性を与えられているので、政府からの干渉を受けない。準備銀行は金融政策報告(Monetary Policy Statement, MPSと略称)において、将来の予想インフレ率の見通しを発表し、それがインフレターゲット値(範囲)に収まるように金融政策の運営を行う。政策目標が達成されたかどうかについて、

---

(1) Bernanke *et al*(1999) p. 4

(2) Brash (2002) p. 58

第1図 NZの金融政策の枠組み



準備銀行は国会 (国民) に対して MPS を発行し、説明しなければならない。もし目標達成ができない場合には、準備銀行総裁は、理事会の議を経て、解任されることになる。以上が金融政策の制度的な枠組みである。

## ニュージーランドにおけるインフレーション・ターゲティング政策

この制度的枠組みを支える基本的理念は、単一の金融政策目標（物価の安定）の選定、金融政策をめぐる政府と中央銀行の関係（中央銀行の独立性）、アカウントビリティ（accountability）および透明性（transparency）である。

### 単一の金融政策目標の選定—物価の安定

準備銀行法で規定されているように金融政策の目標は物価の安定である。旧準備銀行法 8 条では金融政策の目標を高水準の生産と取引および完全雇用の促進や安定的な国内的な物価水準の維持を行い、NZ の経済的、社会的厚生維持、促進することにあると規定している。すなわち旧法では金融政策は物価の安定のほかに、生産や雇用などの複数の目標をもつものとされているのに対して新法では、それは単一の目標、一般物価水準の安定と維持に限定されている。この点は新法と旧法の基本的相違点のひとつである。

この規定に基づいて大蔵大臣と準備銀行総裁との合意によって物価安定の具体的内容が明確に MTA に定められ、公表される。

ここで定められた目標の達成を目指して準備銀行は金融政策の策定と運営を行う責任を負う。政策目標は当初 CPI 上昇率を 0-2% の範囲に収めることとされたが、しかしこの政策目標から離脱が許容される条件—免責条項—（政府の課税の変更、交易条件の変化、天然災害の発生など）を明確化した。さらに後になってこのような免責条項に起因する物価水準の上昇分を差し引いた CPI の上昇を基礎的インフレ率（underlying inflation rate）と呼び、準備銀行はこれを 0-2% の範囲に維持するように金融政策を運営するようになった。いずれにせよ金融政策の目標は、大蔵大臣と準備銀行総裁の合意に基づいて、明確に定められ、公表された。

### 中央銀行の独立性

金融政策に対する最終的な支配権を持つのは誰なのか。旧法の下では大

蔵大臣は金融政策の複数の目標の中からいずれを選ぶかは自己の権限内のことであり、準備銀行総裁は大蔵大臣の命令に従って行動するより他はなかった。しかし、新法8条は準備銀行の主要機能は、「一般物価水準の安定の達成と維持のために金融政策の策定と実施を行うことである」と規定している。新法では、大蔵大臣と総裁の合意に基づくMPAに具体的に定められたインフレ目標を達成するために金融政策の策定と実施を行うことができる。新法はいわゆる「手段の独立性」を準備銀行に保障している。しかし、新法12条は政府が金融政策に対する最終的な決定権を保持することを認めている。12条(a)は、緊急勅令（Order in Council）によって12ヶ月を越えない範囲で第8条に規定された金融政策目標（物価の安定）以外の目標を準備銀行に命令できること、さらに12条(b)によれば、準備銀行はそのための金融政策の策定と実施を行わなければならないと規定している。もっとも12条(c)で、政府はこのような変更について、そしてその後の政策合意のための大蔵大臣と総裁の再交渉の結果を国会に報告し、官報に掲載することが義務付けられている。これらはいわゆる override 条項といわれるもので、政府が一定の手続きを踏めば、物価安定以外の目標を採用する権利を保持することを認めている。これは準備銀行がいわゆる「目的独立性」を持ってないこと意味する。

しかし政府の政策目標についての最終的決定権の保持は、したがって準備銀行が目的独立性を持たないということは、override 条項の行使に伴う各種の手続きの必要性和透明性を考慮するとき NZ の金融政策の枠組みの「弱点」というよりも「強み」であるといえるかもしれないのである。<sup>(3)</sup>

#### アカウントビリティ

NZ の金融政策、IT 政策の基本的枠組みを支える理念のひとつは「アカ

---

(3) Brash (2002) p.61

ウインタビリティ」である。それは通常「説明責任」として日本では用いられているが、NZにおいてはそれ以上の重みを持っている。NZの公共部門改革の中心的教義は、組織の長は組織を動かす権限を与えられるが、その組織の生み出した結果に対して組織の長のみが責任を取るということである。この教義に基づいて準備銀行総裁は与えられた目的（物価の安定）を達成するための決定権限（独立性）を与えられ、金融政策運営の過程およびその結果について国民に説明し、目的達成がなかった場合には責任を取らねばならず、理事会の監視・助言により、大蔵大臣から解任される<sup>(4)</sup>。さらに準備銀行は少なくとも6ヶ月（現在は3ヶ月）ごとに、過去6ヶ月（3ヶ月）に実施された金融政策について説明すると同時に将来6ヶ月（3ヶ月）のインフレの見通しと政策スタンスについて説明するMPSを国会に提出しなければならない。

#### 透明性

NZの金融政策の基本的枠組みを貫く理念は「透明性」にある。金融政策の単一目標の採用、PTAの合意に基づく目標の数値化と公表は政策目標の明確化は高める。もし政府が override 条項を使用して政策目標を変更しようとする場合には、その手続きは透明性の高い形をとることが義務づけられている。過去にしばしば起こったような政府（あるいは政治家）からのテーブルの下での秘密の指令や選挙前のあからさまな金融政策への介入は透明性が保障されているために、きわめて困難になった。

---

(4) Svensson(2001)は準備銀行総裁一人が、金融政策の決定権を持ち、同時にその結果に全責任を負うという組織原則は、総裁個人の能力差の存在を考慮するとき、危険すぎるとして、複数のメンバーからなる委員会（たとえば金融政策委員会）が権限と責任を負う組織が適切ではないかと批判をしている。これに対して Brash(2002)は金融政策の結果に対して準備銀行全体が責任をとるわけには行かないし、委員会メンバー全員が辞任するわけにも行かないと考えている。総裁のみならず政府および準備銀行幹部もこの意見に同意して現行のままになっている。

中央銀行の独立性、特に「手段独立性」の強化は金融政策の策定、実施に対する政治的介入を阻止するとともに、与えられた独立性への対価として準備銀行総裁は重いアカウンタビリティを負わされている。総裁は過去の政策の策定、実施の説明とその成果および将来のインフレの見通しと政策スタンスについて定期的に公表し国会で説明しなければならない。また機会を捉えて、講演その他での金融専門家や市民との対話をおこなう。金融政策の透明性をたかめようとするこのような努力は、政策の策定と運営について国民の理解を容易にし、金融政策の有効性を高めるであろう。さらにその結果に対して責任を負うことは、準備銀行に対する（credibility）<sup>(5)</sup>を高めるであろう。

### 3. 物価安定と PTA

1989年 NZ 準備銀行法によって金融政策の目標が物価の安定と維持にあることが規定されたが、物価の安定が具体的にどのような状態を指すのか、またそれをどのようにして実現していくかにいては、なにも規定されていなかった。このことについては、準備銀行法第8条によって、準備銀行総裁と大蔵大臣（Minister of Finance）は金融政策の実施のために特定の目標に関する協定を結ぶことを規定されていた。この協定が PTA であり、両者のサインが付され、公表される。総裁の任命および再任のたびに新 PTA が締結されることになっており、また両者が合意すればいつでも新しい PTA の締結ができることになっている。1990年3月に第1回目の PTA が締結されて以来2002年の最新の PTA が結ばれるまで、合計8回の PTA が発表されているが、その基本的骨格はそれほど大きく変わっていない。

PTA は主として次の4つの項目から構成されている。

- ① 金融政策の目標：一般的物価水準の安定の維持

---

(5) 中央銀行の独立性、および NZ 準備銀行の独立性については 三木谷・石垣 (1998)

## ニュージーランドにおけるインフレーション・ターゲティング政策

- ② 物価安定の意味とインフレーション・ターゲットの設定
- ③ インフレーション・ターゲットからの乖離に対する政策的処理
- ④ 金融政策の運営に関する留意事項

である。

この4つの項目からなるPTAの基本的骨格は変わらないが、各項目の具体的内容は、経済状況の変化や政策実行の成果や反省を反映して変化してきている。

### ① 金融政策の目標：一般的物価水準の安定の維持

1990年3月、および同年12月のPTAにおいては現実のインフレ率が目標インフレ率よりも高かったために、インフレ率の目標値までの引き下げが目標とされていたが、1992年のPTA以後においては金融政策の目標は一般的物価水準の安定の維持であることを確認している。なお1996年のPTA以後においては、金融政策は物価安定を目標とするが、このことによって金融政策はNZ経済の持続的成長、雇用、発展の機会に最大の貢献できると考えられている。

### ② 物価安定の意味とインフレーション・ターゲットの設定

当初、物価の安定は、一般物価水準(CPI)を使用して計測され、CPI上昇率が年0-2%の範囲にあれば、達成されるものとされた。しかし1995年から1996年にかけて基礎的インフレ率(後述)がこの上限をこえて上昇したことをうけて、目標幅(ターゲット・ゾーン)を0-3%に拡大した。さらに2002年のPTAにおいてターゲット・ゾーンは1-3%に変更され、現在にいたっている。2002年のPTAにおいてさらに1つの重要な変更が加えられている。政策目標は将来のインフレ率を中期的に平均で1-3%の間に保つこととされた。これはターゲット・ゾーンの変更にとどまらず、政策運営姿勢の変更を含んでいる。これまでは、1年間の単位で現実のインフレ率とインフレターゲット・ゾーンとの乖離を問題にしていたが、すなわち1年間の間に現実のインフレ率をターゲットゾーン内に収めようとしたが、新しいPTAでは



中期的（2年間ほど）に平均で1-3%の範囲内収めればいいことになった。

③ ターゲット・ゾーンからの乖離に対する政策的処理

一度限りの価格ショックのために、現実のインフレ率がターゲットゾーンから外れてしまうことがありえることを認めて、金融政策はこのようなショックから生じたCPIの上昇に対してはすぐにそれを相殺する行動をとるべきでないと言われた。一時的な価格ショックは、“caveat（免責条項）”と呼ばれ、次のような項目を含んでいる。

- ・ 輸出入価格の変動による交易条件の変化
- ・ 間接税の変化
- ・ 災害・病気
- ・ 政府・地方公共団体による賦課
- ・ 利子コスト

したがって、準備銀行は金融政策の運営に当たっては、これらの項目の変動から生じた価格効果分を差し引いた修正CPI、すなわち「基礎的インフレ率（underlying inflation）」に注目し、それをターゲットゾーン内に収めようとした。しかし1999年12月のPTAにおいて準備銀行は基礎的インフレ率の計算と公表をやめ、Statistics of NZの発表するCPI（このCPIには利子コストは除かれている）を採用した。準備銀行はこのCPIをターゲット・ゾーン内に納めるように金融政策を運営することが義務づけられた<sup>(6)</sup>。その際に上述の免責条項から生じた物価の一時的変化が一般的インフレ圧力の発生を促さないように金融政策を運営しなければならないと言われた。

---

(6) 準備銀行は金融政策の運営に当たって基本的に重視しているのは『基礎的インフレ率』である。現在でもそうである。それにもかかわらずその計算を中止し、それを公表しなくなった理由は、準備銀行の成果を判定する材料となる『基礎的インフレ率』を計算する主体は準備銀行であるために、客観性を疑われるのを避けるためであった。代わりに採用された、Statistics of NZのCPIにはその心配はないが、この指数には免責条項に該当する価格が含まれていることに注意すべきである。

④ 金融政策の運営に関する留意事項

準備銀行は金融政策を持続的で、首尾一貫した、透明性の高い仕方運営し、協定で定められた政策目標、すなわち、物価の安定を達成しなければならないとされた。同行は、準備銀行法15条で規定されているように、物価安定の維持の確保のためにどのように金融政策を立案、実施しているかを説明し、将来のインフレの見通しと政策スタンスを明らかにするMPSを発表しなければならない。これは準備銀行総裁が負うアカウントビリティの一部である。

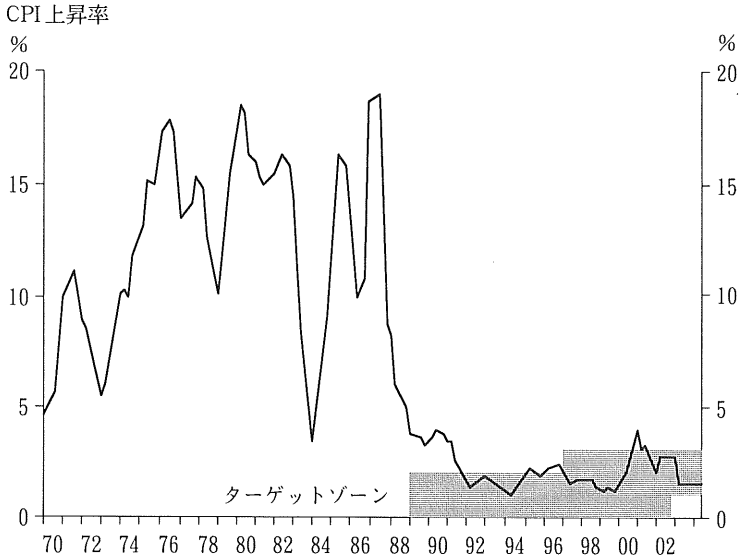
1999年のPTAにおいて注目すべき変更が加えられた。同PTAにおいては「物価安定目標を追求するに当たって、準備銀行は持続的で首尾一貫した、透明性の高い仕方運営し、そして産出高、利子率、および為替レートの不必要な不安定性を避けなければならない」と指摘された。同様な指摘は2002年の最新PTAにおいても引き継がれている。すなわち1990年代前半までは、物価の安定の維持が金融政策の唯一の目標とされていたが、90年代後半になるにつれて、物価の安定の維持の重要性について以前と変わりはないが、そのことから生じる利子率、為替レートそして産出高の変動を可能な限り避けたいという政府・準備銀行の考え方の現れである。

4. NZの金融政策運営の推移

IT政策以前の状況

第2図はNZにおけるインフレーションの推移を示している。この図から分かるように、NZは70年代、80年代の大部分を通じて10%を超えるインフレに悩んでいた。このような状況の下で政府はインフレを克服するための政策を探ろうとした。政府は1982年にインフレを直接的に規制するために価格・賃金凍結政策を採用し、反インフレ政策のために為替レートを市場実勢以上に高く維持しようとした。その結果インフレ率は1983年半ばには5%程度までに一時的に低下した。しかし生産物市場、労働市場、金融市場等への直接的規制の強化は

第2図 NZのインフレーションの推移



注：CPIから利率と財・サービス税を除いたもの。幕掛部分はターゲットを示す。  
出所：RBNZ Monetary Policy Statement.

NZ 経済の構造的不均衡を悪化させ、必要な調整を遅らせることになった。

1984年労働党新政府は経済パフォーマンスの悪化を食い止め、NZの構造調整を進めるために、経済のあらゆる分野の規制改革に取り組み始めた。公共部門、通信、運輸、農業、貿易、金融などあらゆる分野で、規制緩和、競争の強化、市場の伸縮性の回復、低インフレによる生産性の上昇などが強調され、行財政改革や政府系企業の民営化が進められることとなった。

全体的な経済改革の下で、金融システムと金融政策も大きな改革がなされることになった。金融の自由化が進められた。利率規制の廃止、金融機関に対する必要資産比率規制の撤廃、準備銀行による商業銀行に対する貸し出し規制の撤廃、1984年11月の為替管理の撤廃と為替レートフロートの導入、銀行部門への参入の自由化などが進行的に進められた。

### IT 政策の採用

NZ の金融政策を取り巻く環境も大きく変化した。金融市場は自由化され、利子率は市場で決定されるようになった。為替市場では、1985年3月クリーンな変動為替制度が採用され、為替レートは市場の需給で決定されるようになった。加えて政府財政の赤字や国債の満期到来、そして準備銀行の民間部門取り引きから生じる流動性の追加を相殺するために“full funding”原則が採用された。このような措置によって準備銀行はマネタリベースのコントロールが可能になった。準備銀行はマネタリスト的立場から、貨幣量をコントロールすることを通じてインフレを低減させようとした。銀行部門の保有する準備銀行預け金と要求次第現金化可能な政府証券持ち高から構成される「主要流動性 (primary liquidity)」をコントロールすることによってインフレーションを制御しようとしたのである。しかし主要流動性、貨幣量 (中間目標値) とマクロ最終目標値 (インフレ) との関係は激しく変わる市場構造の下では不安定化しており、金融政策は有効な働きを維持できないままであった。インフレ率の引き下げと物価安定の維持という金融政策の課題はそのまま残されていた。

このような状況の中で、政府と準備銀行は、1987年の総選挙後すぐに、反インフレ政策の重要性を強調し、国民に同政策の継続とインフレの見通しを公表した。10%以上のインフレ率は1988年3月までに9%程度まで下落し、株式市場の暴落後にマクロ経済状況の一層の悪化が生じることを予想していた。金融市場参加者や経営者そして労働組合は政府が5—7%のインフレ率を想定していると考えていた。ところが、1988年4月1日、当時のダグラス大蔵大臣はテレビの会見で、2年後にインフレ率を0—1%の水準に引き下げることを目指すという発表を行った。0—1%のインフレ率は、まさに純粋な物価水準の安定を意味していた。会見の目的は、政府がインフレの抑制に対して、本気で取り組むことを明確に示し、期待インフレの低下を通じて経営者や労働組合幹部の価格設定や賃金決定に影響を与えることであった。

準備銀行は、この政府の方針を受けて、1988年4月から物価の安定を金融政

策目標として金融政策を運営することになった。政府と準備銀行の間で物価の安定はCPI上昇率が0-2%の範囲にあることで合意がなされた。準備銀行はこの時点で世界の最初のインフレーション・ターゲティング（IT）政策を開始したのである。IT政策はこのように事実上1988年に開始されたのであるが、しかしまだそれを支える法律的、制度的枠組みを備えられていなかった。準備銀行法の新たな制定とそこで規定されていた手続きの履行を必要とした。

### 新準備銀行法の施行

中央銀行の独立性を強化し、金融政策の目的が物価の安定にあることを明確に規定する1989年NZ準備銀行法が制定され、1990年施行された。<sup>(7)</sup>

同法によって、準備銀行はMTAに定められた物価の安定を目指して金融政策の策定と運営を行う権限と責任を与えられた。準備銀行は、IT政策の導入にあたって、またその後においてもしばらくは、奇妙に思えるのであるが、他の多くの先進国が採用している短期金利への中央銀行の介入を通ずる金融政策の運営を行わなかった。準備銀行は当時マネタリスト的考えかたに影響を受けていた。銀行部門保有の「主要流動性」（準備銀行預金残高プラス政府証券）の量と名目GDPとの間に安定的関係があるという想定の下で、金融政策の運営を行おうとした。準備銀行は、利子率を政策手段として使用することをためらい、代わりに、準備銀行決済預金残高（settlement cash）をターゲットとして利用していた。準備銀行はまず、現実の金融的状況と準備銀行が望ましいと考える状況とが合致しているかどうかについて市場参加者に情報を与えて（最初は声明や談話を通じて、後には電信で）市場を準備銀行の望む方向に誘導しようとした。もしそれがうまくいかない場合には、最終的には決済預金の供給を増減させるという「脅迫」を利用して、金融政策の引き締めや緩和を行おうとした。準備銀行は金融調節にあたって、これらの方法が有効でなかった場合に

---

(7) 準備銀行法の改正については石垣(18)を参照

は、最終的には公開市場操作を使用して決済用預金残高を増減させた。もっとも実際にはその変更はめったには行われなかった。たとえば1995年8月の変更から1998年のOCR制度の導入によるその制度の廃止まで間に一度も変更はなかった。しかし形式的とはいえ、量的政策手段として、準備銀行決済預金残高はOCR制度の導入まで、残されていたことになる。<sup>(8)</sup>

準備銀行は、量的指標と名目GDPのあいだに安定的な関係が見出されないことに次第に注目するようになった。準備銀行は量的変数から利子率や為替レートなどの価格変数に注目して金融的状況の判断や政策決定に当たるようになった。

PTAの公表により、金融政策目標がCPI上昇率を0-2%の範囲内に収めることとされた。さらに金融政策報告において、将来のインフレ率の見通し(projection)とその基礎になっている金融的状況が明確に示されたので、市場はそれを参照値として現実の金融的状況の位置を判断することが可能となった。準備銀行は期待インフレ率が目標インフレ率に一致するような金融的状況—貿易ウエイト付為替レート(TWI)と90日もの銀行手形金利—の成立を目指して金融政策を行うことになった。しかしTWI為替レートと90日もの利子率水準の関係を反映する金融的状況をどのように解釈するべきかについていろいろ難しい問題があった。為替レートが増価し、利子率も上昇している状況は金融が引き締まっている状況にあり、その逆の場合には、金融緩和状況にあると言うことは可能であるが、それがどの程度の緩和状況なのかそれともどの程度の引き締め状況なのかを判断するのは容易ではない。さらに、利子率は上昇し、為替レートは減価している状態(あるいはその逆)の金融的状況すなわち両者がトレードオフの関係にあるときの市場の状況を判断するのはさらに困難になる。このような状況は準備銀行による解釈と民間部門の解釈とが食い違う恐れ

---

(8) 準備銀行決済残高の変更以外に、補助的手段として、割引率の変更、準備銀行手形供給量の変更、決済預金利子率の変更が使用された。OCR採用以前のIT政策のもとでの実際の政策運営については、Huxford and Reddell (1996) 参照

を生じさせた。準備銀行はそれを避けるために、TWI 2%の変化は90日もの利子率の1%の変化とほぼ等価であるという情報を市場に提供して、市場の判断を容易にしようとした。

しかしこのような努力にもかかわらず、準備銀行の政策意図や政策スタンスは、利子率と為替レートの複雑な関係のために市場にうまく伝わらなかった。1996年後半までに、準備銀行はこれまでの金融的状況にまつわる曖昧さを解消し、その政策意図と政策スタンスを市場により正確に伝達できるように、指数化したMCI (Monetary Condition Index) を作成し、発表することにした。<sup>(9)</sup> 準備銀行はその際に現実のMCI値に加えて目標インフレ率の達成と合致する「望ましい (MCI\*)」を公表した。これによってより客観的な政策ガイダンスを市場に与えようとした。その際準備銀行はMCIがMCI\*から乖離できる許容幅をきわめて狭く設定した (0.5%)。為替レートの変化から生じる乖離がこの狭い範囲を超えないためには大幅な利子率の変化が必要となった。その後この許容幅は次第に拡大されていったけれども、利子率の振動幅が拡大してしまった。利子率の変動の増加は金融市場の不安定化をもたらすだけでなく、不必要な実体経済の変動を生み出してしまった。MCIの採用は十分な成果を挙げる事ができなかつた。<sup>(10)</sup>

### OCR 制度の導入

1998年2月、準備銀行は3月17日から、オーストラリアやカナダなどの先進国で金融政策手段として採用されている単純で、透明性の高いOCR (Official Cash Rate) 制度を採用した。準備銀行は商業銀行からの借り入れ金利 (翌日物利子率) を決定し、その±0.25%の利子率で、商業銀行は自由に準備銀行

(9) MCIの計算に当たって、1996年12月の90日もの利子率 (8.9%) と平均TWI (67.1) の組み合わせの基準点を1000としている。その際、1%の利子率の変化は2%のTWIの変化と同値であるとして各時点の monetary condition を指数化している。Reserve Bank of NZ, Monetary Policy Statement, June 1997 p.25 参照

(10) OCRを政策手段とする金融政策の運営についてはArcher et (1999)を参照

## ニュージーランドにおけるインフレーション・ターゲッティング政策

の窓口に接近できるようになった。この制度の下では、商業銀行は（OCR＋0.25％）のコストで必要な借り入れができ、あるいは（OCR－25％）の利率で準備銀行に預金が可能となった。準備銀行は準備銀行預金量の決定、したがって貨幣総量の決定を放棄することになった。代わりに準備銀行は最短満期の利率の決定権を握ることになった。準備銀行はこのOCRを変化させることによって利率水準と利率構造全体を動かすことができるようになった。準備銀行はOCRの水準は1年に8回見直しを行い、必要であればそれを変更することができる。

現在 NZ 準備銀行は次のような仕方で IT 政策を運営している。準備銀行は4半期ごとに発表されるMPSで将来のインフレーションの見通しを再検討し、必要な政策方針を明らかにする。さらに約6週間ごとに、OCRが適切な水準にあるかを検討し、もし必要であれば、その調節を行う。6週間ごとの検討は、もしMPSの発表時に3ヶ月ごとにOCRの変更を検討するとすれば、頻度としては、ほかの先進国のケースと比較して、少なすぎるし、OCRの変更幅が大きくなりすぎる危険があることを考慮したからである。

準備銀行はPTAで定められた目標ターゲットを達成するためには、それに対応する金融的状況を作り出す必要がある。その際に問題になるのは現在のインフレ率ではない。タイムラグの存在のために、準備銀行は現在のインフレに対しては無力である。影響を与えることができるのは将来のインフレに対してである。数期間先のインフレ率に影響を与えるために将来の期待インフレ率を中間目標として政策運営を行うわけである。これがいわゆる forward looking policy である。将来の期待インフレ率に対応する金融的状況を作るために、準備銀行はOCRの変更によって期待インフレ率が目標値に合致する金融的状況の成立を目指すことになる。このような運営方式は、オーストラリアやカナダなどによく似たIT政策の運営方式である。



## 5. IT 政策と波及経路

準備銀行はPTAによって定められた物価の安定の達成と安定の維持するために金融政策の運営を行うが、その政策効果の波及メカニズムは次の3つの経路がある。

- ① 期待インフレ率の経路
- ② 利子率経路
- ③ 為替レート経路

### 期待インフレ率経路

期待インフレ率は労働者や経営者が賃金や製品価格を決定する際に重要な役割を果たす。期待インフレ率を低位安定化すれば将来の現実インフレ率を低位安定化をもたらすであろう。

NZのIT政策の枠組みにおいては、金融政策の目標は物価の安定であり、その目標値が具体的に明示され、中央銀行が独立性を持って、金融政策を実施し、その決定過程や結果についてアカウンタビリティが確保され、全体として透明性に貫かれている。この枠組み自体が期待インフレ率の低位安定化に貢献している。もちろんこの効果の程度は中央銀行に対する信頼性があるかないかに依存する。IT政策の採用以前は過去のインフレの実績や準備銀行の権限の弱さを考えるとそれほど大きな信頼性が準備銀行に与えられていたとは考えがたい。しかし、準備銀行法を改正し、政府と中央銀行の合意の上で、物価安定を目指し、その成果が不十分に終わった場合には、中央銀行総裁はその責任をとって解任されるという厳しいIT政策の枠組みは準備銀行への信頼性を高めることになったであろう。

しかし、この信頼性が確かなものになるためには、実際にその目標を達成して見せることが大切である。準備銀行は1992年にはインフレ率を0-2%の範囲に抑えることに成功し、その後2年間も目標を達成した。準備銀行が1990年代

## ニュージーランドにおけるインフレーション・ターゲティング政策

前半はいわゆるスベンソンのいう「厳格な IT 政策」を採用したのは、すなわち定められた「範囲」を短期的にも決して超えないように厳密に IT 政策の運営したのは、国民や内外の関係者の NZ 準備銀行への信頼性を確保するためであった。しかし準備銀行への信頼性が確保された1990年代後半において準備銀行は、生産、利子率、為替レートなどの不必要な変動を避けるために、インフレ率が一時的に目標値（範囲）を超えることを許容し、中期的に目標が達成されればよいとするいわゆる「伸縮的な IT」政策を採用するようになった（2002年9月のPTA）。

NZ 準備銀行は IT 政策を支える政策的枠組みにおいても、また物価安定の達成と維持に関する実績においても、十分な信頼性を獲得してきている。期待インフレ率による政策効果は十分に大きいと思われる。

### 利子率経路

中央銀行が金融政策を行う際に、基本的には、利子率（短期利子率）を動かすことによって経済の総需要を動かそうとする。短期利子率の変化はポートフォリオ構成の変化を通じて長期利子率を動かす。長期利子率の変化は投資や貯蓄の変化に影響を与え、経済の総需要に影響を及ぼす。加えて、利子率の変化は銀行やその他の金融仲介機関の貸し出し量に影響を与えて総需要に影響を与える。利子率は、この他に、為替レートへの影響を通じて物価の水準や生産量を動かすことができる。（後述）

### 為替レート経路

NZ のような小国開放経済（貿易依存度53.6%，2000年）では為替レートを通じる経路は非常に重要である。金融政策は為替レートを変化させることを通じて物価に影響を与える。その効果には直接効果と間接効果の2つがある。

直接効果は、為替レートの変化が輸入物価や輸入代替品の価格の変化を通じて物価水準の変化をもたらす効果である。この効果は、NZ においては、ほぼ1

年以内には国内価格に転嫁されるといわれている。物価水準にどの程度の影響を与えるかは、貿易財の国内総生産に対する割合と転嫁率に依存するであろう。NZの貿易依存度は前述のように高いので、為替レートの変動をいかにコントロールをするかが重要な問題であった。このため、準備銀行は目標インフレ率（範囲）を達成するために、IT政策の初期の時代には、為替レートの直接的効果に注目して為替レートの「好ましい範囲（comfort zone）」を設定して、それがそこから外れないようにした。もちろんこの「好ましい範囲」は制度的に釘付けされていたのではなく、政策的に決められたのである。

為替レートの間接効果は、為替レートの変化が貿易財のみならず国内生産物に対する需要を変化させ、資源の利用や生産に影響することを通じて物価水準に及ぼすことである。たとえば、為替レートが減価すれば、貿易財・サービスが国内では相対的に高くなり、外国では相対的に安くなる。このことは相対的に安くなった国内財・サービスに対する国内および外国からの需要が増加する。これは国内生産能力に対してインフレ圧力を強め、生産物や労働、資本などの生産要素価格の上昇を促すことになる。この結果物価の上昇が引き起こされる。

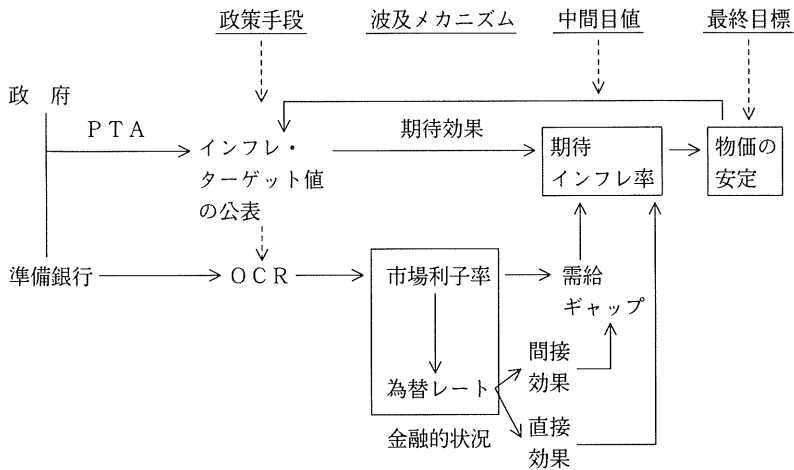
IT政策の運営という観点から言えば、この2つの為替レート効果の重要な違いは、政策効果が最終目標に波及する期間の違いである。準備銀行は直接効果が1年以内、間接効果は1年半から2年のあいだに効果を表すと考えた。準備銀行は1990年代後半になって、為替レートの効果として直接効果よりも間接効果をより重視するようになる。

IT政策の運営はすでに検討したように、1988年の開始以来、経済環境の変化や日々の実験の経験、理論的研究や多くの実証研究などの検討を踏まえて、さまざまな改善や改革がなされてきた。第1表は現在NZで実施されているIT政策の運営方式、すなわち政策手段、波及メカニズム、中間目標、最終目標の過程を簡単にまとめたものである。

その骨格を次のようにまとめることができる。

- ① 準備銀行は政府と合意（PTA）の上で最終的な目標であるインフレター

第1表 IT政策の運営方式の骨格



ゲット値を公表する。これは人々の期待インフレ率に影響を与えるであろう。

- ② 準備銀行は政策手段である OCR の水準が最終目標の達成にののために適切かどうかを約6ヶ月ごとに検討し、必要であれば、その水準を変更する。
- ③ OCR の変更は金融市場の金融的状況に影響を与える。
- ④ 利子率は貯蓄と投資、あるいは金融機関貸出量の変化を通じて需給ギャップに影響を及ぼす。
- ⑤ 為替レートは直接効果として輸入財の国内価格に影響を与える。他方為替レートは外国財と国内財の相対価格に対する（間接）効果によって国内需給ギャップに影響を与える。
- ⑥ OCR の変更によってもたらされる、金融的状況の変化は、直接的に、あるいは需給ギャップを通じて政策計画期間の期待インフレ率に影響を与える。
- ⑦ もし中間目標値である期待インフレ率がインフレターゲット値から乖離

するようであれば前者が後者に一致するように OCR を変更し、金融的状况を動かして期待インフレ率をターゲット値に一致させればよい。

- ⑧ 現実のインフレ率が目標ターゲットに一致すればするほど、人々は期待インフレ率を目標インフレ率に合わせて期待形成をするようになる。これはさらに IT 政策の有効性を高めるであろう。

## 6. IT 政策運営上の問題

NZ の IT 政策は1988年4月に RBNZ の中で実質的に採用されて以来16年、PTA の協定が成立し、公式に IT 政策の開始から数えても14年になろうとしている。この間に準備銀行はいろいろな経験を踏まえて、また外国中央銀行の経験を参考にして IT 政策にさまざまな改善を加えて今日に至っている。ここでは、IT 政策の運営上、重要な検討課題となったことを取り上げる。

### ① タイムラグの問題

金融政策は政策手段（たとえば OCR（翌日もの準備銀行金利））を動かすことによって、上述のようなさまざまなトランスミッション・メカニズムを通じて、最終目標（物価の安定）にその効果を与えようとするのであるが、政策手段の変更の効果が最終目標に届くまでに時間がかかる。このタイムラグの長さは必ずしも一定ではなく、また波及経路によってもラグの長さは異なっている。ラグの存在は、金融政策が現在のインフレの処理に対しては無力であることを示している。しかしもし将来のインフレに対してはラグを考慮して金融政策運営を行えば、一定の成果を挙げることができる。IT 政策において、forward looking な政策が必要といわれるのもタイムラグの重要性を認識しているからである。もつとも、中央銀行はインフレに対する完全なコントロール力を持っているわけではない。その理由の1つは、ラグの存在のほかに、インフレーションに与える要因が金融政策以外に多くあるからである。内外からのショック（たとえば石油ショック）、財政政策、期待インフレなどである。これらは金

## ニュージーランドにおけるインフレーション・ターゲッティング政策

融政策行動とインフレに対するその効果の間のどこかの時点でしばしば生じ、インフレに影響を与えるからである。さらに経済の動向や現状および将来時点において存在する不確実性などのために中央銀行の将来のインフレに対するコントロール力は不完全にならざるを得ないであろう。

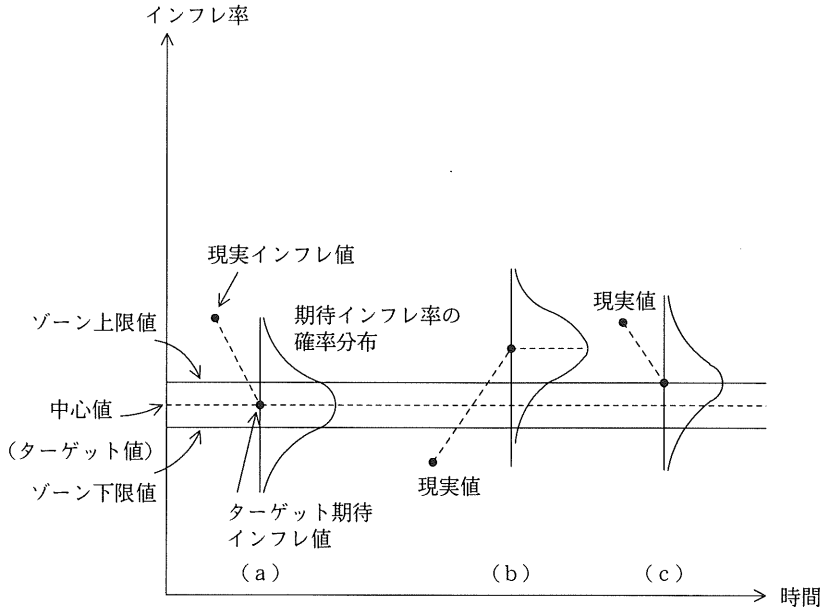
準備銀行はこのような不完全性を認識しながら、1-2年先のインフレ見通しを4半期ごとにMPSで発表している。準備銀行は、当該時における国内の利子率と為替レートの状態を表す「金融的状況」および内外の生産活動や物価の動きなどに関する情報から推定される期待インフレ率(monetary projection)が、これを中間ターゲットとして、適切な期間後(たとえば4-8四半期後)に目標ターゲットに合致するように金融政策を運営する。もしインフレ見通しがターゲットを上回る場合には金融を引き締めて、「金融的状況」を動かし、予想インフレ率がターゲットに合致するようにする。このような仕方はスベンソンが指摘したように中間目標として期待インフレ率を使用することである。期待インフレ率の推定は、一定の仮定の下でなされており、実際には不確実性が存在するので、適切な期間後に、現実のインフレ率はターゲットを外れているかもしれない。この点については次の項目で論じよう。

### ② ゾーンと中間点

IT政策を採用している国においても、ターゲット値の設定はさまざまな形でなされている。たとえばNZでは現在CPI上昇率1%-3%のゾーンに設定されている。オーストラリアは2-3%のゾーンであり、カナダやスウェーデンはゾーンよりも中間点あるいは単一目標値(2%)を強調する。

NZの場合には時間の経過とともにゾーン自体が変更されている。1990年3月の最初のPTAでは0-2%の範囲であったが、1996年のPTAでは0-3%に拡大され、さらに2002年には1-3%に変更されている。過去高インフレに悩まされ、中央銀行としての信頼性が十分でなかったNZ準備銀行は1990年代前半には現実のインフレ率をこの狭いゾーン内に収めることによって、信頼性を獲

第3図 現実のインフレ率と期待インフレ率との関係



(注) aのケースは現実値を中央値に合わせるケース  
 bケースは現実インフレ率と期待インフレ率の平均値が中心値になるように目標期待インフレ率を設定するケース  
 cケースはゾーンからはずれた現実値を例えば期待インフレゾーンの上限值に戻そうとするケース

得できた。しかし1995年から1996年にかけて基礎的インフレ率はこのゾーンを越えてしまった。1996年にゾーンを少し上方に拡大しても中央銀行あるいはIT政策に対する信頼性を損なうことはないと判断された（世界的状況や隣国のオーストラリアとの比較においても）。その後インフレ率の変動と生産の変動との間に trade off 関係があることや、政策効果のタイムラグ問題が発生したこともあって、インフレ率が一時的にゾーンを越えても差し支えないという立場がとられるようになった。すなわち中期的に平均でインフレ率がゾーン内におさまればよいとされるようになった。このような状況の中で、ゾーンよりもゾーンの中央値に焦点を当てるべきだとする見解が強くなった。現在1-3%のター

ゲット・ゾーンになっている。この中心値は2%である。現実のインフレ率が1-3%の範囲内に収まる確率は、中心値(2%)を目指して金融政策を行う場合が最高になるからである。第3図は現実のインフレ率が、目標ゾーンを外れた時、それをゾーン内の戻そうとする際に、期待インフレ率をどの位置におくのが適当かを示している。ゾーンの上限あるいは下限値を目指すケース(c)、あるいは平均値が中心値になるようにするケース(b)よりも、中心値を目指すケース(a)のほうが優れた結果を得られる確率ももっとも高くなることを例示したものである。

### ③ 生産量と物価

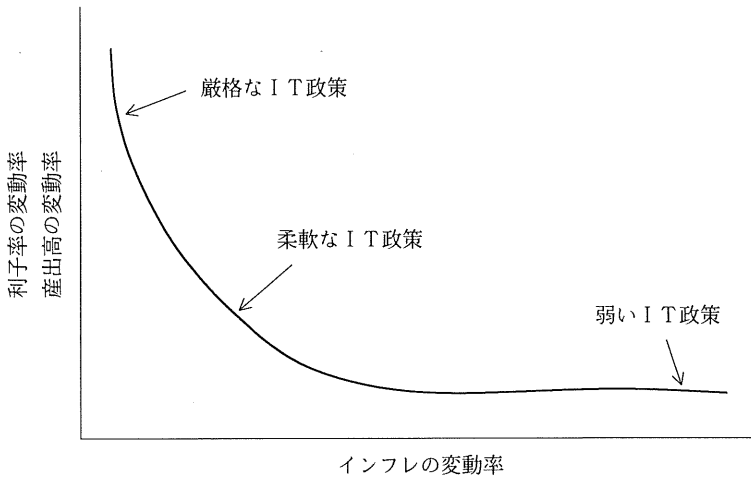
IT政策の基礎にある物価と生産量の関係は長期においてはトレード・オフの関係にはないとされている。生産量は、資本量や労働力などの実物的要因によって規定される。貨幣的要因は物価水準に影響を与えるだけである。このことを認めたくえ、しかし、インフレは不確実性を増加させることを通じて生産に影響を与えるとされている。ある水準を越えるインフレ率の上昇は、生産に悪影響を与えることが、さまざまな実証研究で認められており、物価水準の安定は実質経済成長にプラスの影響を及ぼすとされている。短期的、あるいは中期的には、物価と生産量の関係はもう少し複雑である。それは第4図がしめすように物価の変動率と生産量の変動率はトレード・オフの関係にあるとする仮説である。<sup>(11)</sup>物価変動の許容範囲が狭いIT政策の採用は生産量のより大きな変動を引き起こし、反対に物価の許容変動範囲の大きなIT政策の採用は生産量の変動率は小さくなる。NZにおいては、すでに述べたとおり、当初、準備銀行およびそれが行うIT政策に対する信頼性を確保するため、四半期ごとに、年インフレ率が狭くかつ低い範囲(0-2%)を超えないように、厳密にIT政策を運用しようとした。しかしこのような方法は為替レートや利率の大きな変動

---

(11) IT政策の運営方式の違いが物価と生産の変動性に与える影響については Reserve Bank of NZ (2001) p.41 参照



第4図 IT政策の運営方式とインフレ率、産出高の変動率のトレードオフ



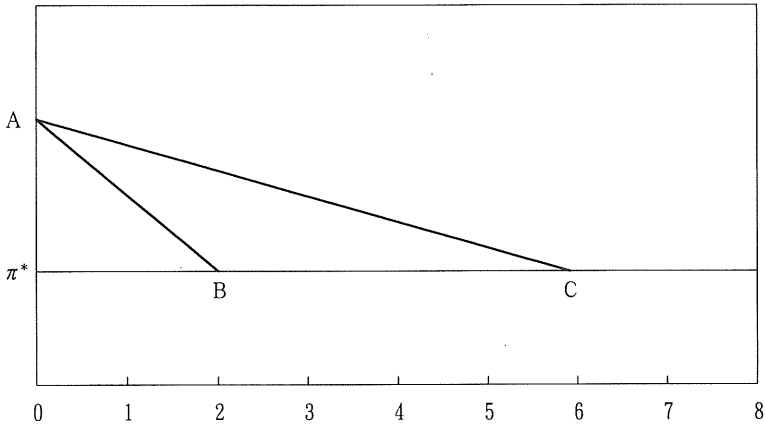
出所：RBNZ（2000）P41

をもたらし、結果的に、生産量の大きな変動をもたらした。政府および準備銀行は1999年のPTAにおいてIT政策の運営にあたってはこれらの不必要な変動を引き起こさないようにしなければならないとしている。最新のPTAにおいてもこの点の確認がなされている。

#### ④ IT政策と政策計画期間

準備銀行は当初、当該時点より1年後のインフレ上昇率が0-2%の範囲内に収まるように、IT政策を運営しようとした。その際準備銀行が重視したのは為替レートであった。NZは典型的な小国開放経済であり、貿易財の対国内生産比率が高く、したがって為替レートの変化が物価水準に与える効果（いわゆる直接効果）の影響は大きい。加えて為替レートの変化が輸入財の国内価格へ転嫁されるスピードは1年程度と推定されていた。さらに利子率を通ずる物価の効果については、その経路やタイムラグの長さについてもIT政策開始当時には、確信が無かったために、為替レートの物価に対する直接的効果を重要視してい

第5図 I T政策の政策計画期間



出所：Svensson (1997) P 8

た。しかし為替レートの直接的効果とともに、間接的效果に注意を払らわなければならないことが強調されるようになった。例えば、為替レートの減価は外国財の国内価格を高めるために（直接効果）、国内生産物に対する需要を増加させるであろう。この需要の増加が国内の資本や労働などの生産要素の需要の増加をもたらす物価や賃金やの上昇をもたらすであろう（間接効果）。この間接効果は、直接効果と違って1年半から2年のタイムラグが在ると見られている。したがって為替レートの変化の効果をどのような政策計画期間（time horizon）で処理すべきかの問題が残される。

金融政策の政策計画期間の問題は第5図に示されている。横軸は政策計画期間の長さの程度（単位期間を4半期とする）を示している。縦軸にインフレ率をとる。A点は現実のインフレ率を示している。目標インフレ率を $\pi^*$ とする。中央銀行が政策計画期間を2四半期とすれば、2四半期でB点に到達する必要がある。しかし政策計画期間を6四半期にするならば、6四半期先にC点に到達すればよい。後者の場合であれば、前者の場合よりも直接効果と間接効果の両者を取り込んで政策を運営することができる。さらに中央銀行は政策をゆっ

くりと調節をすればよいことになる。この点は為替レートの変化を取扱うにあたって発生する一つ厄介な問題と関係が在る。為替レートの変化を引き起こす要因はさまざま存在し、その変化がどのような要因によっているのかを即座に判断することは容易なことではない。例えば国内有効需要の増大による為替レートの減価であれば、金融政策で対応するのが適切と考えられるが、供給側のショック（例えば石油危機）による場合には、それから生じる物価に対する一時的効果は受容したほうが適切であろう。金融政策はそれが一般的な物価水準の上昇につながらないように運営すべきである。準備銀行の直面する為替レートの変化は、一般的に言って、供給側要因と需要側要因がミックスされたものであるために、為替レートの調整を緩やかに行ったほうがよいであろう（不確実性下の金融政策のグラジュワリズム）。さらに前述したように、生産量の変動性とインフレ率との変動性のトレード・オフの関係を考え合わせると、政策計画期間は長めに取り、ターゲット値（あるいはゾーン）を一時的にはずしても、中期的な計画期間内にその目標値を達成できればよいことになる。

##### ⑤ 『厳格な』IT政策と『柔軟な』IT政策

NZのIT政策は1989年準備銀行法にもとづいた堅固な制度的枠組みの中で、透明性が高く、厳格なIT政策が採用されてきた。それは中央銀行に対する、したがって準備銀行が運営責任を負うIT政策に対する信頼性を高め、堅固な信頼性を獲得するためであった。その信頼性は1990年前半までには物価安定の達成と維持の成功によって高められた。しかし、同時にそれはこれまで十分に配慮してこなかった問題の検討を余儀なくされた。物価の安定と生産の関係である。スベンソンによれば、『厳格なIT政策』とは「中央銀行が一定のIT目標値に対してできる限りインフレ率を近づけたいと考え、その他の目的には関心を払わないIT政策であり」、『柔軟なIT政策』とは「物価の安定のみならず、それ以外の利子率、為替、生産、雇用などの安定性などにも配慮する」IT政策を<sup>(12)</sup>さす。

## ニュージーランドにおけるインフレーション・ターゲッティング政策

この問題はたとえば現実のインフレ率が目標ゾーンの上限（たとえば2%）を超えた場合（たとえば2.1%）に、準備銀行はすぐに金融引き締めに向かうか、それとも金融政策は他の変数に対する影響も考慮して、徐々に調整を行い、政策計画期間を長めに取って、インフレ率が中期的に目標値を達成するように運営すべきかの問題である。世界の中央銀行の多くは『柔軟な IT 政策』を採用しており、NZ 準備銀行も現在ではこの方針を採用している。<sup>(13)</sup> NZ 準備銀行は IT 政策の運営を『厳格な IT 政策』から『柔軟な IT 政策』に移行したと考えられる。

もつとも、柔軟な IT 政策は準備銀行のより広い自由裁量を認めることを意味する。たとえば政策の時間軸の延長は、IT 政策の本来の目的である物価の安定が危うくなる可能性を高めることになるかもしれない。この点は留意されるべきであろう。

## 7. IT 政策の成果

NZ における IT 政策の成果はどのようなものであったのか。前出の第 2 図は 1970-2003 年間のインフレの動きを示している。ターゲット・ゾーンは、1989 年から 2003 年までの期間、幕掛けで示されている。IT 政策の採用以前の 70 年代と 80 年において、インフレ率はは大部分の期間 10% を超え、しかも大きな変動を示している。これに対して採用以後の時期にはインフレ率は低位安定化している。IT 政策が物価水準の引き下げと安定の維持に貢献してきたかを明白に示している。

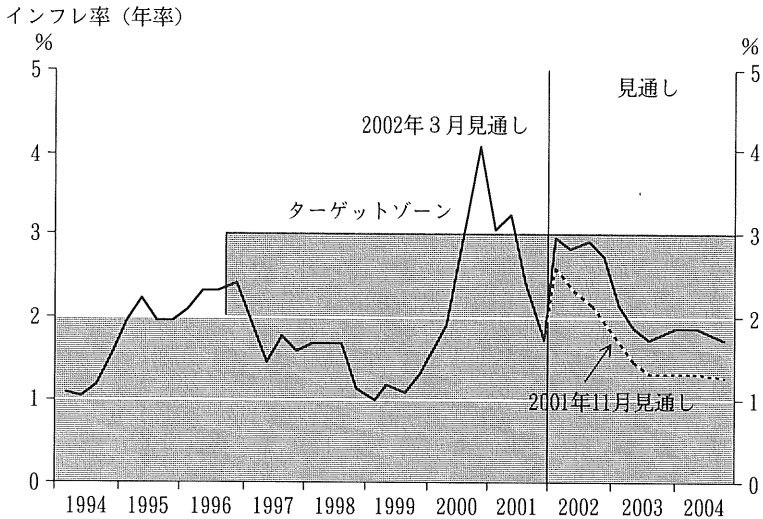
第 6 図は 1994 年以後のインフレ率とターゲット・ゾーンの関係を示している。なお 2002 年以後のグラフは 2002 年当初での準備銀行のインフレ予想を示している。この図に示されているように、現実のインフレ率がターゲットゾーンを越えてしまった時期が 2 回見られる。1995 年から 1996 年の期間と 2000 年半ばから

---

(12) Svensson (1997) を参照

(13) 1999 年 PTA および 2002 年 PTA 参照

第6図 インフレ率\*とターゲット・ゾーン



注)\*1997年9月四半期までは基礎的インフレ率，1997年12月から1999年6月四半期までは利子コスト等を含むCPIX，1999年9月四半期から2000年6月四半期までは利子コスト等をのぞいたCPIインフレ率で示されている。

出所：RBNZ, Monetary Policy Statement, March 2002, P3

2001年の半ばまでの期間である。最初のケースは、NZ 経済が 5% を越える成長率を達成した時期で、現実のインフレ率が PTA で定められていた 0-2% の範囲を超えていた。これはいわば準備銀行総裁が契約違反をしたことを意味するが、準備銀行理事会は総裁の責任を追及することは無かった。95-96年の経験を踏まえて、0-2% の範囲が狭すぎるとして1996年 PTA においてその幅は 0-3% に拡大した。2 回目 (2001年) のケースは、当初の PTA に定められていた免責条項に含まれる石油価格の上昇、たばこ税の引き上げ、実質為替レートに基づく名目為替レートの変化による CPI の上昇であるので、ターゲット・ゾーンを超えた上昇だとしても、一時的なものだとしてその上昇を受け入れた。実際に、その後 CPI 上昇率は低下し、ゾーン内に戻っている。生産高、為替レート、利子率などの不必要な変動をできるだけ避け、中期的、例えば 1-2 年、の政策計画期間の範囲で、CPI 上昇率をターゲット・ゾーン内に安定化するとい

第2表 CPI インフレーションと実質 GDP

国, 期間	年率 CPI インフレーション		実質 GDP	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差
オーストラリア				
1984-1993	5.63	2.89	3.46	2.60
1994-2001	2.57	1.74	4.54	1.69
ニュージーランド				
1981-1989	10.38	4.61	2.91	3.63
1990-2001	1.67	1.12	2.55	2.32

うのが、近年のPTAに示された方針である。IT 政策の運営という観点から見ても、特に問題は無い<sup>(14)</sup>。

次に、第2表は、NZ とオーストラリアの IT 政策採用前と採用後の平均インフレ率と標準偏差および実質 GDP の平均成長率と標準偏差をしめしている。NZ について見ると、前者の時期には平均インフレ率は10.38%標準偏差は4.61であるのに対して、後者の時期はそれぞれ1.67, 1.12である。インフレ率のパフォーマンスは明らかに IT 政策採用後の方が優れている。平均実質 GDP 成長率については採用前の方が、採用後よりわずかに高いが、標準偏差は採用後の方が小さい。

NZ においては、IT 政策採用後、平均インフレ率は低く、変動率も小さい。実質 GDP 成長率は採用前後でそれほど大きな違いはないが、その変動率は採用後の方が低い。全体に言えば、IT 政策はインフレ面においても、経済成長面においても NZ の経済の安定化に貢献している。IT 政策採用後の期間を比較すれば、オーストラリアもほぼ同じ傾向をもっているが、NZ に比べて平均インフレ率が高く、変動率も大きい。同時に実質 GDP 成長率は高く、その変動率は小さい。NZ とオーストラリアの比較におけるこの相異を説明する一つの理由は NZ はオーストラリアと比較してより「厳格な」IT 政策を採用したことによ

(14) Reserve Bank of NZ, Monetary Policy Statement, March 2001. p. 22

るものであろう。

参 考 文 献

- (1) Archer Davied, Andy Brooks and Michael Reddell, (1999). "A Cash System for Implementing Monetary Policy" *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*. 62. 1. pp. 51-60
- (2) Bernanke, Ben S. Thomas Laubach, Fredrick S. Miskin, Adam S. Posen, (1999) *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.
- (3) Brash, D.(1999) "Inflation Targeting: an alternative way of achieving price stability" *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*. 62. 1. pp. 36-45
- (4) Brash, D.(2002) "Inflation Targeting 14years on" *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*. 65. 1. pp. 58-70
- (5) Huxford Juile and Michael Reddell (1996) "Implementing Monetary Policy in New Zealand" *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*. 59. 4. pp. 309-322
- (6) Friedman, B.(2002) "Japan should not adopt Inflation Targeting", 神戸学院経済学論集, 第34巻 第3号
- (7) Orr Adrian, Alasdair Scott and Bruce White (1998), "The Exchange Rate and Inflation Targeting" *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*. 61. 3. pp. 183-191
- (8) Reddell Michael (1999) "Origin and Early Development of the Inflation Target" *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*. 62. 3 pp. 63-71
- (9) Reserve Bank of New Zealand (2000), *Independence Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: Reserve Bank and Non-Exective Directors' Submissions*
- (10) Reserve Bank of New Zealand (2004), *Central Banking in New Zealand*
- (11) Reserve Bank of New Zealand (various years), *Monetary Policy Statement*
- (12) Reserve Bank of New Zealand (various years), *Bulletin*
- (13) Reserve Bank of New Zealand (various years), *Monetary Policy Statement*
- (14) Sherwin, Murry (1999) "Inflation Targeting: 10years on" *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*. 62. 3 pp. 72-80
- (15) Sherwin, Murry (1999), "Strategic Choices in Inflation Targeting: The Nezealand Experience
- (16) Svensson Lars E. O. (1997), "Inflation Targeting in Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?" Reserve Bank of New Zealand Bulletin, *Discussion Paper G97/8*
- (17) Svensson Lars E. O. (2001), *Independence Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: Report to the Minister of Finance*, Institute for Interna-

ニュージーランドにおけるインフレーション・ターゲッティング政策

tional Economic Studies, Stockholm University

- (18) 石垣健一 (1995), 「ニュージーランド準備銀行法の改正と金融政策」神戸大学  
経済経営研究年報」第45号
- (19) 三木谷良一・石垣健一 (1998), 『中央銀行の独立性』, 東洋経済新報社