

論文の要旨

氏名：劉 東華

論文題目：インフレ・ターゲティング政策効果の非対称性に関する分析

論文の要旨

本論文の目的は、先進国と新興市場国の間にインフレ・ターゲティングのマクロ経済効果の「非対称性」（すなわち、新興市場国においてはインフレ・ターゲティングがマクロ経済パフォーマンスの改善をもたらすが、先進国ではそのような効果がないということ）が存在するかどうかを明らかにすること、及び、この「非対称性」の理由を明らかにすることである。1990年代以降、金融政策運営において、インフレ・ターゲティングが多くの国で採用されただけに、この研究テーマは学術上の意義があるばかりではなく、金融政策の実務面においても一定のインプリケーションがあると考えられる。

なお、筆者の知る限り、上述したインフレ・ターゲティングのマクロ経済効果の「非対称性」を明示的に取り上げた実証研究は、本論文が恐らく初めてである。

本論文は、6章から構成されている。

以下では、各章の要旨を述べる。

第1章 序章

本論文の目的、その背景及び構成を説明している。

第2章 インフレ・ターゲティングの概念とその仕組み

まず、インフレ・ターゲティングの定義を明確にする必要がある。そこで、第2章では、インフレ・ターゲティングに関する概念の整理、採用国及びその背景の分析、この政策スキームの解説などを通じて、インフレ・ターゲティングの全体像を明らかにした。なかでも、特に、①インフレ・ターゲティングとは、単にインフレ目標を設定することだけではなく、幾つかの要素を満たす金融政策の枠組みであること、②実際の運営においては、常にインフレ率を目標値に一致させるように金融政策を機械的に行うものではなく、中長期的にはインフレ率をアンカーすることにより政策のアカウンタビリティと信頼性を向上させると同時に、短期的には経済ショック等に適切な対応を行うという、「フォワード・ルッキング」かつ「柔軟性」を持つ「制約付きの裁量的政策」の枠組みであること、③中央銀行の責務が「物価の安定」という抽象的な概念だけでなく、より具体的な数値によって設定されているため、課される説明責任とそれに伴って生じてくる政策の透明性の向上がより重要になることを強調している。

第3章 インフレ・ターゲティングの理論的基盤

1990年代から注目されているインフレ・ターゲティングには、必ずそれを正当化してきた理論的基盤が存在していると考えられる。第3章では、幾つかの理論モデルについて概説した。インフレ・ターゲティングを支持してきた理論的な基礎は、主に「金融政策の最重要目標は中長期的な物価の安定であるとのコンセンサスが生まれたこと」と「長年に亘ったルール対裁量の論争が『制約付きの裁量』へと収束したこと」という二本の柱であると考えられる。つまり、長年に亘った理論的な議論と実際の経済の考察を重ねたことにより「貨幣が長期的には実物経済に対し中立的であり、物価のみに影響を与える」という見解及び「インフレは多くの社会コストを伴い、物価安定は重要である」という認識が一般的に受け入れられてきたことから、金融政策の最重要目標は中長期的な物価の安定であるとのコンセンサスが生まれるようになった。そして、長い歴史をもつ「ルール対裁量の論争」が1990年代に入ると、急速にそれぞれの利点を兼ね備えることができる「制約付きの裁量」の政策スタイルに収束した。こうしたマクロ経済学の理論的発展が、「中長期的な物価の安定を最重要目標」とし、かつ「制約付きの裁量政策」という特徴を合わせたインフレ・ターゲティングの広がりの後押ししてきた。

第4章 インフレ・ターゲティングにおけるマクロ経済効果の「非対称性」の分析

実際の運営において、果たして先進国と新興市場国とでは、インフレ・ターゲティングによるマクロ経済への政策効果が異なったのだろうか。第4章ではこの「非対称性」の有無を検証した。具体的には、2003年前までにインフレ・ターゲティングを導入した20のIT国と客観的基準で選定した対照組である31のNIT国を対象に、それぞれを「先進国」と「新興市場国」との二つグループに分け、Ball and Sheridan (2005)のDID法を用いてインフレ・ターゲティングによるマクロ経済への政策効果を分析した。実証分析により、インフレ・ターゲティング採用によって、新興市場国についてはインフレ率の低下、インフレ率の振れ幅の縮小、及び産出の振れ幅の縮小といったマクロ経済にプラスの効果が得られたが、先進国についてはそのようなプラスの効果は得られていないという結果が示された。よって、インフレ・ターゲティングのマクロ経済への政策効果に関しては、先進国では効果がなかったが、新興市場国では有効に機能していることが統計的に示され、「非対称性」の存在を確認するところとなった。

第5章 インフレ・ターゲティングはインフレ期待の安定化をもたらしたか

— 「非対称性」の原因分析 —

Bernanke *et al* (1999)、伊藤 (2013) などの研究者は、インフレ・ターゲティングにはインフレ期待を安定化させるという大きなメリットがあると主張しているが、これまでの実証研究では結果が分かれているところである。第5章では、先ずこの政策命題を検証し

た。その後、第5章で得られた実証結果を第4章において論じたマクロ経済効果の「非対称性」と関連付けて、「非対称性」の原因について分析を試みた。

インフレ・ターゲティングのインフレ期待安定化効果については、Stock-Watson(2007)やMishkin(2007)などで展開されたUC-SVモデルを応用して、各国の期待インフレ率及びそのボラティリティを推定し、この推定されたボラティリティをインフレ期待の安定の度合いを示す変数として用いて、DID法で検証した。実証結果としては、サンプルを先進国と新興市場国に分けない場合には明確な結果が得られなかったが、二つのグループに分けた場合には、新興市場国ではインフレ・ターゲティングがインフレ期待の安定化に寄与していることを示す結果が得られ、先進国においてはそのような結果は得られなかった、というものである。

第5章の実証結果を第4章で論じたマクロ経済効果の「非対称性」と合わせて考えると、インフレ・ターゲティングのインフレ期待安定化効果が第4章の「非対称性」の原因となっている可能性があるという示唆を得ることができる。つまり、新興市場国ではインフレ・ターゲティングが新興市場国のIT国のインフレ期待の安定化をもたらすことにより、これらの国の持続的な経済成長に大きく寄与した一方、先進国ではそのようなルートが存在しないため、インフレ・ターゲティングのマクロ経済への政策効果には新興市場国と先進国とで異なる結果、すなわち「非対称性」がもたらされた可能性がある。最後に、なぜ先進国ではインフレ・ターゲティングのメリットが明確な形では示されなかったのかについても若干分析を加えた。主な原因は、物価安定を志向する先進国の中央銀行は、インフレ・ターゲティングを採用していなくても、それに近い政策運営をしており、インフレ・ターゲティングのメリットをすでに実質的に享受しているというものである。但し、このテーマは、今後も議論を深めていくべき課題である。

第6章 結論

第2章から第5章までの内容を要約すると共に、本論文の結論を述べている。