

金融政策のターゲット

—EUにおけるインフレーションターゲットの存在—*

栗 原 裕

1. 序

インフレーションターゲットについては、近年になり、多くの国でその存在が認められるとともに、功罪が活発に議論されている¹⁾。インフレーションの回避や物価の安定は、程度の相違はあれ、中央銀行をはじめとした政策当局の大きな政策課題である。EUでは、マーストリヒト条約で、欧州中央銀行（ECB）の最大の政策課題が物価の安定（price stability）であると定められていることもあり、それにはかなりの注視が払われていると考えてよい。

しかし物価の安定のための政策手段は様々である。また本論で議論をする「中間目標」についても、それを設定するかどうかも含めて、さらに多様なものが存在している。インフレーションを直接的にターゲットとする国もあれば、貨幣供給量、あるいは為替レートをそれにおく国もあり、統一された見解、そして政策目標が採られているとは言いがたい。それはEUのみならず、域外諸国においても例外ではない。従来は一般に、貨幣供給量をターゲットとする（中間目標とする）国が多かったものの、近年では先進国を中心に、インフレーションをターゲットにする国が増加していると言われている。それは物価の安定を実現する直接的な手段であることもあるが、中央銀行の独立性を高め、物価の安定という役割をそこに一段と担わせようとする世界的な趨勢と関係がありそうである。しかしEU各国す

べてでインフレーションをターゲットにしているとは考えにくい。例えば
大国ドイツでは貨幣供給量をターゲットにしているというのは、ほぼ共通
した見解であろう。

本論の目的は、EU加盟国のうち、どの国でインフレーションターゲット
が採用されているのかを計量的に見極め、その動機を同じく計量的な観点
から考察することにある。EUでは、共通通貨の導入後に、一元的な金融政
策が本格的にスタートする。その点からも、過去の経緯を振り返り、各国
のスタンスを把握しておくことは、今後のECBを中心とした金融政策の
動向、その効果、影響を分析する上においても重要である。

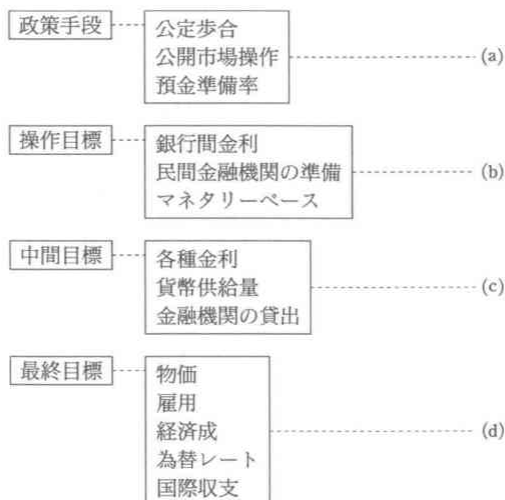
本論では以下の順序に従って考察が行われる。第2節は、EU加盟国にお
いて、何が金融政策のターゲットとして用いられてきたのかを計量的に検
証する。第3節は、前節の分析を前提にし、インフレーションターゲット
の動機をやはり計量的な手法を用いて考察する。最後の第4節では若干の
考察を加え、帰結としたい。

2. 金融政策のターゲット

金融政策の手段と目標については、従来から多くの議論がなされてきた。
図は、two step approach と呼ばれる形態を示しているが、それは one step
approach を説明する上においても有用である。

両アプローチに関する議論を詳細に検討することはしないが、本論で中
心になるのは、(c)の部分についての存在の可否である。その存在を否定し、
物価の安定を目標とする場合、「インフレーションターゲット」が、金融政
策の最終目標であるインフレ率を直接ターゲットとすることから、one
step approach とも言われている。一般に、中央銀行はあらかじめインフレ
率の目標値を公表し、それに従って金融政策を遂行する。指標としては、
消費者物価指数など、観測、入手可能なデータが用いられることが多い。
この政策は、インフレ率が事後的に明らかになることから、中央銀行にとっ

図 金融政策の手段とその目標（二段階アプローチ）



てはアカウントビリティと透明性がより要求されることになる。また政策面においては、将来のインフレーション、金融政策の波及効果が予測可能でなければならない。この方法を採用する国は、英国をはじめ、近年になり増加していると言われている。

これに対してブンデスバンクなどでは、従来どおりの貨幣供給量をターゲットにすることを求めている。これは、マネタリスト的なスタンスをとり、操作が可能な貨幣集計量を中間目標に設定し、それを通じて物価の安定を実現しようとするものである。その点で、two step approachとも言われる。この動機としては、上述した予測が困難であることに加え、効果にタイムラグがあることから裁量的な政策に偏り、市場を不安定にすること、ひいては政策決定に金融政策が巻き込まれ、中央銀行の独立性が損なわれる可能性があるという考え方に立脚しているようである。貨幣供給量を中間目標として設定する理由は、金融政策の波及効果に関する知識や情報の不足、タイムラグが伴うのは事実であるが、それを認め、操作可能な

貨幣供給量を設定、公表することで中央銀行などの責任を明らかにするためである。しかしまず前提になるのは、貨幣供給量とインフレ率に安定した関係がなければならないことである。

ECBが金融政策のターゲットを選択する際の基準として、ECBの前身のEMIでは、1)物価安定という最終目標を効果的に追求できる、効率性を備えていること、2)アカウンタビリティを備えていること、3)透明性を備えていること、4)中期指向の戦略であること、5)継続性を備えていること、6)独立性を保持できること、の6つの原則を掲げた(EMI, 1996)。それに従って為替レート、金利、名目所得、貨幣供給量、インフレーションの5つが、ECBの金融政策ターゲットとして検討の対象になった²⁾。そして、為替レートについては、ユーロの規模が大きくなるにつれて物価安定の域内目標と矛盾する可能性があること、金利は、実質金利水準を特定化することが困難であること、名目所得は、管理が困難であることといった理由などで退けられた。その結果、貨幣供給量とインフレーションの2つが残ったのである。

先にも触れたが、マーストリヒト条約では、欧州中央銀行の目的を、物価の安定と規定している。そしてそのための手段として、従来、貨幣供給量とインフレーションのどちらかが、各々の国でターゲットとして用いられてきたことは、一般的な見方であるように思われる。貨幣供給量(中間目標)についてはドイツなどで、インフレーションについては英国などで用いられており、それが一元的な金融政策施行に対して、両国での対立を生んだとも言われている。本節は政策反応関数を用いて、どのターゲットがEU各国において用いられてきたのかを、計量的に検証する。

そのために、金融政策の操作目標をまず特定化し、それを前提条件として、推定を行う³⁾。われわれはEU加盟国のうち、ベルギー、デンマーク、フィンランド、ギリシャ、アイルランド、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、英国の各国では、短期金利を操作目標としてきたとする。一方、オーストリア、フランス、ドイツでは、ハイパワー

ドマネーを操作目標にしてきたとする。このうち金利については、1970年代後半に、多くの先進国で操作目標として、貨幣供給量の代わりに用いられてきた感がある。それはこの時期にインフレーションが蔓延し、市場金利にインフレ予想が織り込まれ、政策判断が困難になったこともあろう。

まず、前者のグループに属する各国では、以下の推定式(1)を用いて推定を行う。対象国の政策当局がコントロールしているのは短期金利である。そして政策反応を見極めることにする。(記号の意味は後述する。)

$$\begin{aligned} \text{INTEREST}_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^3 \alpha_i \text{INTEREST}_{t-i} + \alpha_4 \text{HPM}_{t-1} + \alpha_5 \text{INF}_{t-1} \\ & + \alpha_6 \text{MONEY}_{t-1} + \alpha_7 \text{EXCHANGE}_{t-1} + \alpha_8 \text{GDP}_{t-1} \\ & + \alpha_9 \text{CA/GDP}_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

後者のグループについては、以下の(2)式を用いて推定を行う。同式から明らかのようにコントロールされているのはもちろんハイパワードマネーである。そして(1)式と同様、右辺の説明変数で回帰をし、政策反応を検証する。

$$\begin{aligned} \text{HPM}_t = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{INTEREST}_{t-1} + \sum_{i=1}^2 \alpha_{i+1} \text{HPM}_{t-i} + \alpha_4 \text{INF}_{t-1} \\ & + \alpha_5 \text{MONEY}_{t-1} + \alpha_6 \text{EXCHANGE}_{t-1} + \alpha_7 \text{GDP}_{t-1} \\ & + \alpha_8 \text{CA/GDP}_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (2)$$

記号の意味は以下の通りである。

INTEREST : money market rate

HPM : ハイパワードマネーの増加率

INF : インフレ率 (CPI)

MONEY : 貨幣供給量 (M2 または M3) の増加率

EXCHANGE：為替レート（対 ECU の月末値）

GDP：実質 GDP の成長率（CPI でデフレート）

CA/GDP：経常収支の対 GDP 比

ε ：誤差項

データは四半期で、出所はいずれも IFS(IMF)である。推定期間は、1980年から1996年である。1980年を起点とした理由はまず、データのアベイラビリティの問題である。さらに金融の自由化、国際化など、世界的な金融システムの変化がこの頃から起こったことも考慮に入れている。推定結果は表1の通りであった。

表1に示された推定結果より、各国における金融政策の操作目標を特定化する。結果は表2の通りである。

いくつかの国のケースでは、必ずしも良好な推定結果を得るには至らなかった。そこで推定方法や変数を変えて再度推定を行ったが、結果が大きく変化することはなかった⁴⁾。結果はそれらを除けばクリアーなものであった。英国を含む7つのEU加盟国で、インフレーションがターゲットとして用いられていた。フランス、ドイツ、そしてオーストリアでは、インフレーションをターゲットとして用いることはせず、ハイパワードマネーをコントロールしながら貨幣供給量をターゲットとしていることが推定結果より導き出された。英国は短期金利をコントロールしながらインフレーションをターゲットとしていた。イタリアは短期金利をコントロールしながら、為替レートをターゲットとしていた。ただしこれは同国が、ファンダメンタルズの大きな乖離もあり、ERMからの脱退を余儀なくされた事情も考慮に入れるべきである。通貨統合の実現に向け、為替レートの収斂を余儀なくされた時期が、推定期間の中で比較的長期に及んだものと考えられる⁵⁾。

表1 金融政策の政策反応関数

国	定数項	INF	MONEY	Exchange	GDP	CA/GDP	Adj. R ²	DW
Austria	0.156 (0.608)	-0.007 (-0.016)	0.315* (2.791)	-0.026 (-0.518)	-1.549* (-2.151)	40.526 (1.514)	0.486	2.274
Belgium	-0.023 (-0.040)	30.540* (2.607)	50.329 (1.622)	0.538 (0.405)	-130.524* (-2.109)	-150.241 (-1.406)	0.905	1.899
Denmark	7.802 (0.305)	-5.026 (-0.554)	1.391 (0.059)	-0.805 (-0.301)	-30.284 (-1.250)	300.584 (0.008)	0.806	1.905
Finland	2.782 (0.516)	16.050 (1.893)	-0.429 (-0.059)	-0.594 (-0.604)	0.523 (0.072)	200.035 (1.401)	0.921	2.016
France	0.042 (0.713)	-0.026 (-0.098)	0.402* (3.026)	-0.031 (-0.704)	-1.602* (-2.402)	36.521 (0.789)	0.453	2.178
Germany	-0.202 (-0.059)	0.956 (1.229)	0.299* (2.652)	-0.465 (-0.356)	0.954 (0.132)	163.512 (1.023)	0.902	2.321
Greece	30.952 (1.623)	-0.542 (-0.358)	-7.816 (-0.328)	-4.285 (-1.445)	-35.547 (-1.221)	-1200.35 (-0.640)	0.801	1.832
Ireland	-0.325 (-0.056)	26.514* (2.553)	46.524 (1.521)	0.499 (0.502)	-100.58 (-1.621)	-12.259 (-0.956)	0.855	1.699
Italy	6.532 (0.302)	-3.583 (0.586)	1.358 (0.073)	-1.026* (-2.623)	-40.523 (-1.124)	158.256 (0.321)	0.785	1.896
Netherlands	1.035 (0.201)	20.354 (1.059)	40.592 (1.301)	0.594 (0.343)	-60.528 (-0.724)	-39.517 (0.337)	0.905	2.321
Portugal	1.502 (0.336)	18.549* (2.690)	-0.994 (-0.329)	-0.357 (-0.408)	-1.298 (-0.307)	89.567 (1.024)	0.942	2.129
Spain	-0.202 (-0.060)	18.502* (2.502)	-3.002 (-0.058)	0.003 (0.002)	0.804 (0.201)	180.361 (1.308)	0.923	1.999
Sweden	1.802 (0.352)	20.845* (2.624)	-1.681 (-0.305)	-0.402 (-0.377)	-1.552 (-0.238)	120.567 (0.981)	0.941	2.381
U. K.	1.023 (0.204)	20.352* (1.991)	40.586 (1.237)	0.608 (0.201)	-60.528 (-0.714)	-96.324 (-1.008)	0.862	1.994

注) () 内の値は t 値である。* は 5%水準で有意であることを示す。

表2 金融政策のターゲット

国	ターゲット
Austria	貨幣供給量, GDP
Belgium	インフレーション, GDP
Denmark	判別が困難
Finland	インフレーション
France	貨幣供給量
Germany	貨幣供給量
Greece	為替レート
Ireland	インフレーション
Italy	為替レート
Netherlands	判別が困難
Portugal	インフレーション
Spain	インフレーション
Sweden	インフレーション
United Kingdom	インフレーション

3. インフレーションをターゲットとする動機

第2節では、EU加盟国において、どの金融政策手段がターゲットとされてきたのかを計量的に導いた。本節では、インフレーションをターゲットとする動機をやはり計量的な手法を用いて分析する。その理由は、インフレーションをターゲットとする国がEU各国で数多く存在することが確認されたこと、またそれがEUに限らず、世界的なトレンドとなりつつあるためである。こうした研究は、必ずしも数多くはないものの、行われているわけではない。Svensson (1997/1998)、Gerlach (1999) など、優れた研究も提示されている。しかしわれわれの分析とは前提条件の設定(第

2節)、計量的な手法、推定式の説明変数など、大きな相違がある。

インフレーションターゲットの動機を計量的に分析する場合、説明変数としてまず考えられるのは、過去のインフレ率であろう。それが高ければ、インフレーションターゲットを設定する可能性が高いものと考えられる。表3は1985年から1997年の平均インフレ率である。

EU各国において過去のインフレ率は、相対的に高水準であったことから、それが政策決定に大きな役割を果たしてきたことは容易に想像できる。しかし、ポルトガルやスペインは、われわれの分析でインフレーションをターゲットとしてきたと推察できるものの、高水準を維持している。インフレーションが改善されたとは考えにくい。ただし、インフレ率が通貨統合の条件になっていることを考慮に入れなければならないし、またEUの中で、ドイツに金融政策、経済状況などを収斂させる動機が高い国では、インフレーションをターゲットにする確率は高くなる。さらにインフレーションとの関係に限定しても、ERMの存在も考慮に入れなければならない。フィンランド、スウェーデン、英国はERMを脱退してからインフレーションをターゲットにしたという見方もある (Svensson 1997 / 1998 p. 5)。すなわち、ERMへの加盟により、低インフレが実現できなくなったと判断した可能性がある。ゆえに過去のインフレ率のみを判断材料としてインフレーションをターゲットとしていたと判断するのは危険である。必要に応じて、インフレーション以外の説明変数を考慮に入れることが、

表3 EU各国の平均インフレ率 (%)

Austria	Belgium	Denmark	Finland	France	Germany	Greece	Ireland
3.6	4.3	5.6	6.7	6.2	3.0	19.5	7.9
Italy	Luxembourg	Netherlands	Portugal	Spain	Sweden	U. K.	
10.2	5.8	2.8	15.8	9.3	7.7	5.1	

注) データの出所は表1と同じ。

理論的にも求められる。その点については、以下の分析で議論を展開することしよう。

われわれは、インフレーションをターゲットとしてきた国と他の手段をターゲットとしてきた国とで、構造上の相違が存在するのかどうかを検証する。推定方法としてはプロビット分析を用い、被説明変数としては、インフレーションターゲットを用いていた国を1、用いていなかった国を0とする。説明変数としては、以下の3つの変数を用いることにする。

- 1) 過去のインフレ率：インフレーションターゲットに対して一般に、正の作用をすると考えられる。理由については、先に述べた通りである。
- 2) 開放度：（予期しない）貨幣供給量の増加などにより実質為替レートが減価した場合、開放度が高い国には、一般に、輸入品のインフレーションなどを通じてマイナスの影響をもたらすと考えられる。このとき政策担当者に、インフレーションをターゲットにする動機は小さい。インフレーションをフレキシブルにさせておいた方が、実質為替レートを好ましい方向に変化させることができるのである。ゆえに負の作用をもたらすと考えられる。しかしインフレーションが著しく昂進しているようなケースにそれが当てはまるかどうかは疑問である。その点についての判断は、以下の実証的な分析に委ねたい。開放度の指標としては輸出総額の対GDP比を用いる⁹⁾。
- 3) 中央銀行の独立性：インフレーションの抑制、物価の安定はECBの最終的な目標である。この目標は各国の中央銀行でも採用されている。このとき、インフレーションの抑制という名目の下に、他の政策手段に入り込む余地を提供することになる。インフレーションターゲットを用いずに、貨幣供給量を中間目標とする最大の理由は、そこにあると言ってよからう。このとき中央銀行の独立性は有効に機能しないことになる。われわれは、インフレーションターゲットに負の影響を与えると想定する。中央銀行の独立性の指標としては、自らその指標を作成することは

せずに、Cukierman, Webb and Neyapti (1992) で提示されたものを用いる。

推定結果は表4の通りであった。

推定結果は、過去のインフレ率を除いて概ね予想通りであった。過去のインフレ率は、係数こそ予想通りであったものの、インフレーションターゲットに有意な影響を及ぼしてはいなかった。それに対して、開放度の高い経済国は、インフレーションをターゲットにした政策を施行していた。また中央銀行の独立性の高さは、インフレーションターゲットを用いる動機にはなっていない。EU加盟国の特徴として、その多くが小国の開放経済体制を採っており、域内貿易も増加している。さらに中央銀行の独立性も、近年急激に高くなっている。これらの状況が推定結果に顕著に表れた可能性が高いものと思われる。

インフレーションターゲットについては、それを実施する場合、アカウンタピリティと透明性がより要求される。なぜなら、中央銀行の責任はより容易に評価されることになるからである。またインフレーションの予想もより容易になり、それに影響を与える変数の予想もより簡単になり、政策担当者にとっては効果のラグを除けば操作し易くなる。さらに政策変更の場合にも、政策への信頼性が低下することはない。しかしラグを認知することは容易ではない。

貨幣供給量をターゲットとした場合、こうした問題は回避できる。しかし貨幣供給量とインフレーションの関係を、政策担当者は把握していない

表4 インフレーションターゲットに関するプロビット分析

定数項	過去のインフレ率	開放度	中央銀行の独立性
-20.528(11.58)	1.086(0.945)	-0.0542(18.45)	-2.685(3.723)

注) 括弧内の値はp値である。Log of likelihood : -4.99.

といけない。貨幣の流通速度、金利の弾力性、そしてEUにおいては、金融・資本市場の統合についての正確な理解が必要不可欠になる。しかしそれが困難であることは言うまでもないし、いつかの国ではデータ入手にさえ問題があるのが現実である。さらに近年では、域外でも多様な金融商品・サービスが登場している。

ECBでは、インフレーションターゲットと貨幣供給量のターゲットを、少なくとも当分の間、並存させるようである。その金融政策の戦略のポイントは、物価安定の定量的な定義とマネーサプライの参照値のアナウンスをすることである。前者に関しては、ユーロ圏における統合消費者物価指数（HICP：Harmonized Index of Consumer Prices）の上昇率が前年比2%を下回る状況をさす。後者については、前年比+4・1/2%という参照値を定め、この参照値をM3前年比の3ヶ月移動平均と比較してマネーサプライ動向をモニターする。それは異なる政策を長年施行してきた国の金融政策が一元化されるという、ドラマティックな状況を考えただけでも、賢明な策であることは理解できよう。もちろん将来的には、域内の状況を見極め、両ターゲットの長短所を把握した上で、見直しをすることもありうるであろう。

4. 結語

本論では、計量的な手法を用いて、金融政策の手段を判断することから分析を始めた。その結果、約半分の国で、インフレーションターゲットが採用されていることがわかった。しかし大国ドイツでは中間目標として、インフレーションターゲットの代わりに貨幣供給量が採用されていた。以上の結論は、学界、実務の世界でもかねてから言われていることであり、本論は実証的な観点から、その確認をすることになった。しかしこの結論に問題がなくもない。インフレーションをインプリシットな形ながらも目標にしていたり、あるいはその予想をもとに行動することも考えられるか

らである。事実、本論の実証分析でも、複数の中間目標が用いられていると判断せざるを得ないケースが見受けられた。また、各国固有の事情も考慮に入れることはできなかった。通貨統合を控え、例えばその条件をクリアするため、ファンダメンタルズと乖離した形で諸変数が動いたり、動かしたり、政治的な影響が金融政策のスタンスを決定する度合いが濃いことも考えられよう。さらにドイツでは、市場がブンデスバンクのスタンスを十二分に把握しているのも事実である。民間部門との問題に触れる機会はなかったが、一点のみ述べると、政策当局が変動相場制を施行したくとも、輸出入業者の反対によりそれができず、次善の策としてインフレーションターゲットを採用するケースも考えられる。この場合特に、民間経済主体の力が強いケースが、それに該当するであろう。しかしこれらの問題については、今後の課題にしたい。

次に、インフレーションターゲットを採用する要因として、開放経済下ではそれが採られないこと、中央銀行の独立性も負の要因になっていることが確認された。一方、過去のインフレ率は有意に作用していることはなかった。

インフレーションターゲットの採用は世界的な趨勢である。しかしEU各国においては必ずしもそれを急ぐ必要性は見出しにくい。むしろ各国通貨が存在する現時点では、実質為替レートを変化させないようにインフレーションで調整するような、「実質為替レート」ターゲットのようなものが、相応しいのかもしれない。インフレーションターゲットをとるとどうしても政治的な利害が衝突しやすいし、さほど高インフレが蔓延しているとも言えないからである。各国は利害関係にナーバスになっている。幸いインフレ率はむしろかなり低いと言える。しかし、貨幣供給量をターゲットにするとしても、貨幣需要・供給関数の推定が、加盟国すべてにおいて迅速かつ正確に行われるとは言い難い。また金融の様々なイノベーションは、特定の貨幣供給量の概念に固執することを困難にしていると言える。さらに、貨幣供給量をターゲットとする場合、結局高い準備率が課される

ことが多い。しかしそれに対する反対が根強いことにも考慮の必要がありそうである。ただ、データについては、近年になり比較的迅速に、正確に、明確なものが集まりつつあるようである。ゆえに貨幣供給量にこだわるのならば、中間目標としてではなく、有力な経済変数の一つとして扱うべきなのかもしれない。

注

- 1) Gerlach(1999)によれば、EU 以外では、オーストラリア、カナダ、ニュージーランドでそれが採用されている。
- 2) EU 以外では、経常収支が金融政策手段になっている国も存在する。
- 3) Revankar and Yoshino (1990) などを参照。
- 4) CPI の代わりに WPI、為替レートとしても対 SDR や分散値を ECU の代わりに用いた。また Kahn and Parrish (1998) では、オーストラリア、カナダ、チリ、フィンランド、イスラエル、ニュージーランド、スペイン、スウェーデンを、インフレーションターゲットの採用国として挙げている。それは EU 諸国に限定すれば、本論の結果とも適合している。
- 5) 通貨統合への参加のための条件として、ERM の変動幅を 2 年間遵守という条件が、マーストリヒト条約の中にあるのは言うまでもない。そして今日の通貨統合への 11 カ国の参加国中において、イタリアの為替レートは同国を含めた財政赤字、累積債務問題と並んで、深刻な問題とみなされてきた。
- 6) 貿易における商品集中度（外的ショックが大きく、事実上の固定為替レートの維持が困難になるため、インフレーションをターゲットにしやすいであろう）、交易条件の変化率の分散値などで推定を行ったものの、推定結果が大きく変わることはなかった。

*本論作成にあたり、天野明弘教授（関西学院大学）から有益なコメントを頂きました。記して感謝いたします。また本論は文部省科学研究費の研究成果の一部である。

参考文献

Cukierman A., S. B. Webb, and B. Neyapti, 1992, Measuring the independence and central banks and its effects on policy outcomes, *World Bank Economic Review*, 6, 353-398.

European Monetary Institute, *Annual Report 95*, April, 1996.

Gerlach, S., 1999, Who targets inflation explicitly ?, *European Economic Review*, 43, 1257-1277.

Kahn, G. A. and K. Parrish, 1998, Conducting Monetary Policy with Inflation Target, *Economic Review*, 83 (3), 152-160.

Revankar, N. S. and N. Yoshino, 1990, An Expanded Equation Approach to Weak-exogeneity Test in Structural Systems and a Monetary Application, *Review of Economics and Statistics*, 72 (1), 173-177.

Svensson, L. E. O., 1997/1998, Monetary policy and inflation targeting, NBER Reporter, 5-8.

Abstract

In the EU, as the European Central Bank's goal was being decided to achieve stable prices, some of the EU countries have adopted directly inflation targeting as their financial policy. However, several countries have adopted other targeting, for example, monetary targeting, exchange rate targeting or other targeting. We find that Spain, United Kingdom etc. have taken inflation targets in the EU, however, France, Germany, and Italy have not taken it. And we have found that the openness of the economy and the central banks independence are negatively correlated to the probability of adopting inflation targeting. Past inflation is not the motivation for introducing inflation targeting.

Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule

Yutaka KURIHARA

The adoption of inflation targeting as a monetary policy rule has been ongoing and discussed recently, however, somewhat surprisingly, this has not yet addressed the question of which factors may have influenced countries' choice of this policy. The purpose of this paper is to clarify the essential characteristics of inflation targeting.

In this paper we attempt to identify some differences between countries with and without inflation targeting regimes. We estimate probit models, in which the dependent variable is a dummy that takes the value of unity for the countries that have adopted inflation targeting. We show that the degree of central bank independence is negatively correlated with the probability that inflation targeting is adopted. And there is also evidence that the probability is negatively correlated with the openness of the economy. Finally, we demonstrate that the case of past inflation is less clear.