

1. 本論文の目的と構成

1990年代以降、多くの工業国、中所得国がインフレターゲットを採用するようになった。それがインフレターゲットによってもたらされたものかどうかは議論の余地を残すものの、インフレターゲットの導入国は一般的に良好なマクロ経済のパフォーマンス、つまり、低インフレと安定した経済成長を享受している。また、低くかつ安定したインフレ率は市場経済をベースとした経済成長には欠かせないもので、その直接的な政策としてインフレターゲットは重要であるとする指摘もある。先行研究で共通してインフレターゲットの重要性が訴えられているのはそれが単にインフレ率の安定化のみならずマクロ経済の成長若しくは安定化にも貢献すると考えられているためである。本論文の目的はこうした先行研究の主張を検証すべく、インフレターゲットに焦点を当てて、インフレと産出のトレードオフの解消若しくは社会厚生を最大化がインフレターゲットによってなし得るか、さらにはインフレと産出のトレードオフの解消若しくは社会厚生を最大化を達成するためのターゲットとすべきインフレ率は何か、この2つの問題を理論的および実証的に分析することである。

本論文はニューケインジアン仮定-名目価格の硬直性と独占競争の存在の仮定-と開放経済の仮定-それぞれを仮定することの特徴とするニューケインジアンオープンエコノミーマクロ経済学(New Keynesian Open Economy Macroeconomics、以下、NKOEM)を、今日、金融政策の分析において多用されているキャッシュレスエコノミーに拡張したフレームワークを分析に用いていることを特徴とする。この仮定を用いることで経済学を単純化し、摩擦のあるケースと摩擦のないケースを比較する物理学のように分析することを可能にする。

また独占競争を仮定することで独占力を持つ経済主体の価格決定の分析、また独占競争による経済厚生上の歪み(distortion)が存在する下での金融政策の分析、それぞれが明確になり、名目価格の硬直性の仮定を仮定することでショックに対する金融政策のトランスミッションメカニズムの伸縮価格とは異なる一面を明らかにし、金融政策の役割をより説得的に示すことが可能になる。さらに、ニューケインジアン発想を開放経済にまで拡張することで、伝統的なMundell-Flemingモデルによる分析ではなし得なかった厚生分析が可能となるためより厳密な政策の評価にも貢献する。本論文が分析の道具としてNKOEMを用いたことはこのような指摘に基づく。しかしそれだけではない。

先行研究ではニューケインジアン見地から、価格が伸縮的な市場と硬直的な市場の2つの市場の存在を仮定し、価格が硬直的な部門から生じるインフレ率を安定化させることでインフレ率のみならず産出をも安定化出来ることが指摘されている。これをより現実的に解釈すると価格が硬直的な財とは工業製品のような自国で生産される財で、伸縮的な財はエネルギーや食品といった輸入依存度の高い財と考えられる。したがってインフレ率の選択という問題を考えてとき、開放経済の仮定の下で議論を展開することは最早させられない。

インフレ率の選択の問題はまだ多くの議論を呼んでいる。最近の代表的な意見はインフレターゲットに関する重要な疑問として以下の3点が挙げられると指摘している。その1点目はルールがフォワードルッキングであるべきか、過去若しくは現在のインフレ率に依存すべきかどうか。第2点はインフレターゲットを導入しなかった国の中にもこの過去10年良好な経済状態を実現した国があること。第3に、インフレターゲットはこれまで主としてニュージーランド、イギリス、カナダ、スウェーデンといった先進工業国で導入されてきたが、果たしてこれからインフレターゲットを導入しようとしている中所得国が先進工業国と同じようなインフレターゲットを導入して良いものかどうか。したがって、このターゲットとしてのインフレ率の選択は最近の代表的な意見はインフレターゲットに関する重要な第3の疑問とも関連する。中所得国は経済の開放度が高い国が多く、国内財のインフレ率と輸入財を含むインフレ率とはかなりの乖離が生じている可能性がある。したがって、インフレ率の選択の問題を丁寧に考える必要がある。本論文では開放経済の仮定の下でインフレ率の選択の問題に一定の視点を与えるを試みている。

先に述べた問題意識の下、本論文は以下より構成される。

第1章 本論文の目的と構成

第2章 先行研究との関連

2.1 はじめに

2.2 トランスミッションメカニズムを重視したモデル

2.2.1 伝統的マクロモデルの開放経済への拡張

2.2.2 ミクロ経済学的裏付けの試み

2.3 ニューケインジアンオープンエコノミーマクロモデルでの展開

2.3.1 小国開放経済でのインフレターゲット

2.3.2 2国経済でのインフレターゲット

2.4 結論

第3章 小国開放経済での名目為替相場ターゲットとインフレターゲット

3.1 はじめに

3.2 モデル

3.3 金融政策

3.3.1 名目為替相場ターゲット

3.3.2 生産者物価インフレターゲット

3.3.3 一般物価インフレターゲット

3.4 マクロ経済の変動

3.4.1 名目為替相場ターゲット

3.4.2 生産者物価インフレターゲット

3.4.3 一般物価インフレターゲット

- 第4章 市場別価格設定行動とインフレターゲティング
 - 4.1 はじめに
 - 4.2 モデル
 - 4.2.1 需要側
 - 4.2.2 供給側
 - 4.2.3 外生的なショック
 - 4.3 生産者物価インフレターゲティング
 - 4.4 CPIインフレターゲティング
 - 4.5 インフレターゲティングの効果
 - 4.5.1 生産者物価インフレターゲティング
 - 4.5.2 CPIインフレターゲティング
 - 4.6 結論
- 第5章 不均衡貿易収支下のインフレターゲティングによるインフレと産出のトレードオフの解消
 - 5.1 はじめに
 - 5.2 モデル
 - 5.3 インフレターゲティングによるマクロ経済の変動
 - 5.4 結論
- 第6章 インフレターゲティングがもたらす社会厚生の実証分析
 - 6.1 はじめに
 - 6.2 モデル
 - 6.2.1 家計
 - 6.2.2 企業
 - 6.2.3 外国との資本及び財取引
 - 6.2.4 中央銀行
 - 6.2.5 対数線型モデル
 - 6.3 実証分析
 - 6.3.1 データ
 - 6.3.2 フィードバックルールの推定
 - 6.3.3 システムの推定とショックの識別
 - 6.3.4 非インフレターゲティング金融政策のシミュレーション
 - 6.4 厚生分析
 - 6.4.1 効用関数をベースとする厚生基準
 - 6.4.2 2つの政策の社会損失の比較
 - 6.5 結論
- 第7章 おわりに
- 付録A 第3章の補論
 - A.1 フィリップス曲線の導出
- 付録B 第4章の補論
 - B.1 総需要曲線の導出
 - B.2 H国の供給曲線の導出
 - B.3 F国の供給曲線の導出
- 付録C 第6章の補論
 - C.1 2次近似された効用関数の導出

2. 先行研究との関連

第2章では開放経済モデルにおけるインフレターゲティングのマクロ経済への影響について取り扱った理論的アプローチについて概観する。インフレターゲティングはこれまで閉鎖経済を仮定したモデルを用いて議論されてきたが最近では開放経済を仮定した上で議論が活発に行われている。開放経済でのインフレターゲティングに関する研究は2つに大別される。1つは金融政策のトランスミッションメカニズムに焦点を絞ったものでここで用いられたモデルは2つの調整速度の異なる金融政策のトランスミッションチャネルの存在を仮定している。このモデルを用いた分析では開放経済では調整速度の異なる2つの波及チャネルが存在するため産出の変動が厳格なインフレターゲティングの下では閉鎖経済よりも大きくなることと、一方、為替相場の影響を除去した長期インフレ率を目標とすることによりインフレ率はもちろんのこと産出をも安定化されることを示している。しかしこのモデルでは為替相場の決定式が直観的にも理解しがたく標準的でない決定式が用いられている。標準的な為替相場決定式を導入した上での検討が望まれよう。

もう1つはNKOEMの枠組みを用いたものでは独占競争市場、名目価格の硬直性、最適化行動を明示的にモデルに取り入れた上で分析している。このモデルを用いた分析では陽表的な解析解を得ることができないのでパラメータに妥当な値を用いることで数量的な結果を得るといった手法が用いられている。この手法を用いた下で得られる条件なし標準偏差を見る限りでは柔軟なインフレターゲティングがインフレ率および産出の安定化に寄与することが示された。一方、厳格なインフレターゲティングは為替相場チャネルを通じてインフレを押さえ込むようにするため為替相場の変動が大きくなり、為替相場の影響を受けた他の変数の変動を大きくする。このためインフレ率は安定化させるものの産出を非常に不安定にする。柔軟なインフレターゲティングでも、CPI(Consumer Price Index、以下、CPI)インフレ率を安定化させるCPIインフレターゲティングはCPIインフレ率の安定化が為替相場の安定化につながり、インフレ率のみならず、実質為替相場、産出などの多くのマクロ経済変数を安定化させる。したがってマクロ経済の安定化の観点からもっとも望ましい目標変数はCPIインフレ率であるとの結論が得られている。

トランスミッションチャネルの存在を重視したモデルを用いた分析はマイクロ経済学的裏付けの観点から批判の余地をかなり残している。しかし、トランスミッションメカニズムは政策の運営の観点から重要なトピックであり、決してこの2つの研究は無視されるべきではない。

冒頭でも述べたとおり、NKOEMのフレームワークの下で開放経済に拡張されたキャッシュレスエコノミーモデルモデルを用いてインフレターゲットを議論することは非常に意義がある。一方でNKOEMにおけるインフレターゲットの議論はまだ余地を残している。冒頭でも述べたように金融政策を議論する上でトランスミッションメカニズムは非常に重要なテーマである。マイクロ経済学的裏付けが乏しいながらもトランスミッションメカニズムとインフレターゲットの関係を取り扱うことは重要であり、トランスミッションメカニズムは今後NKOEMにおいてインフレターゲットを議論する際のテーマの一つとなりうる。もちろん市場別価格設定行動(Pricing-to-Market、以下、PTM)とインフレターゲットの関係を取った研究も今後さらに進めていく必要があろう。

3. 小国開放経済での名目為替相場ターゲットとインフレターゲット

第3章では生産活動が労働供給のみならず中間投入財にも依存するNKOEMに基づいた小国開放経済モデルを用いて名目為替相場(Nominal Exchange Rate、以下、NER)ターゲット、生産者物価(Producer Price Index、以下、PPI)インフレターゲット、一般物価(General Price Index、以下、GPI)インフレターゲットの比較を行った。

開放経済でのインフレターゲットに関する先行研究の見解はおおよそ二つに大別される。明確なマイクロ経済学的基礎を伴わないモデルを用いた分析を行った先行研究では小国開放経済では中央銀行がインフレ率の安定化のみに興味を持つストリクトインフレターゲットはインフレ率を安定化させるものの産出水準を不安定にさせるため決して好ましくなく、実質為替相場変化率の影響を排除する長期インフレターゲットや中央銀行が産出水準の安定化にも配慮した金融政策であるフレキシブルインフレターゲットが好ましいと結論づけている。

一方、マイクロ経済学的基礎を伴う開放経済モデルを用いて分析を行った先行研究では、PPIインフレ率をゼロにするようなインフレターゲットを行うことでインフレ率と産出のトレードオフを解消できると指摘している。ただしこれらの先行研究ではインフレターゲットについては肯定的であるがどのようなインフレターゲットが社会厚生を改善するという点で優れているかについて一定の結論は出されていない。

一定の結論が得られない最も大きな原因はもちろんモデルの仮定の相違である。外国より輸入された中間投入財によって生産活動が行われることを仮定した分析がある一方で労働供給のみで生産活動が行われることを仮定した分析もある。この仮定の相違はフィリップス曲線が実質為替相場、あるいは交易条件の影響を受けるか否かとなって現れてくる。生産活動が外国から輸入される中間投入財に依存すれば当然フィリップス曲線は交易条件あるいは実質為替相場の影響を受ける。さもなくば交易条件の影響を受けず、フィリップス曲線は閉鎖経済の仮定の下でのそれと等しくなり、産出ギャップがフィリップス曲線に集約されることになる。これら3つのモデルはいずれもマイクロ経済学的に裏付けされており、もちろんその仮定においていずれの結論も正当化される。しかし現実の経済において生産活動は外国から輸入される原料や中間製品に依存することが多々あるように見受けられる。

そこで、本章では多くの先行研究に則りNeo-Wicksellianフレームワーク、つまりキャッシュレスエコノミーモデルを小国開放経済モデルに拡張し、特に生産活動が労働および中間投入財に依存するという仮定の下で小国開放経済における望ましい金融政策について、固定為替相場制に準じる政策としての名目為替相場ターゲット、生産者物価インフレターゲット、CPIインフレターゲットに相当するGPIインフレターゲットの比較の上で議論を進める。

モデルは先行研究で用いられたモデルにマイクロ経済学的基礎を裏付けることで導出した。本章で検討する政策は期待NER変化率、PPIインフレ率、GPIインフレ率それぞれの定常状態からの乖離幅をゼロにする政策でそれぞれNERターゲット、PPIインフレターゲット、GPIインフレターゲットと呼ぶ。また、政策は完全にコミットされていることを仮定した。

先行研究でも示されたように輸入された中間投入財のウェイトがゼロであればゼロインフレの維持のためには産出もゼロである必要があるためショックが発生すると産出のボラティリティはゼロになるように名目利子率は操作される。インフレ率のボラティリティは当然ゼロなのでインフレと産出のトレードオフは解消される。しかし、中間投入財の総てを輸入に依存するような状況の下ではインフレ率をゼロに維持するためには産出がゼロである必要はなく産出の変動を実質為替相場の変動で相殺することでゼロインフレが達成されるため産出とインフレのトレードオフは解消し得ない。

NERターゲット、GPIインフレターゲットでも同様の検討を行った。中間投入財を輸入に依存しなければインフレと産出の安定化の観点から最も好ましい政策はPPIインフレターゲットだが、中間投入財の輸入依存度がある一定の値を超えると産出はGPIインフレターゲットが最もその変動を抑制する政策になる。したがって中間投入財の輸入比率を勘案してターゲットとするインフレ率を選択する必要があるが、GPIインフレターゲットは為替政策の側面を持ち合わせるため、特に開放度が高い経済では単純にPPIをターゲットにするのではなく交易条件や実質為替相場をも勘案して政策運営を行う必要がそれぞれあると結論した。

本章の課題として、本章で用いたモデルがマイクロ経済学的基礎に依拠するにも関わらず厚生分析にまで踏み込んでいない点が挙げられよう。近年この分野では厚生分析が行われるようになり、厚生の見地から議論が展開されている。効用関数を2次近似した損失関数を厚生の基準として用いることで厚生分析は可能であるため厚生分析は今後の課題として取り組む必要がある。

4. 市場別価格設定行動とインフレターゲット

第4章ではNKOEMのフレームワークを用いて生産者が市場別価格設定行動をとる2国経済でのPPIインフレ率、CPIインフレ率のそれぞれをターゲットとするインフレターゲットの効果と比較検証した。第2章で示し

たように完全なマイクロ経済学的基礎を伴うモデルを用いた分析を行った先行研究では開放経済において産出とインフレの安定化の観点から中央銀行が選択すべき政策は購買力平価の成立を仮定したモデルを用いて固定為替相場制やCPIインフレターゲットとの比較において生産者物価インフレターゲットであると主張している。

しかし現実には、購買力平価はほとんど成立しないといわれる。つまり、名目為替相場と実質為替相場が極めて強く相関を持つことや、ブレトンウッズ体制後の主要通貨の対ドルの相関係数が0.97から0.99にもなることが指摘されている。実質為替相場と名目為替相場が1対1で対応するという現象は生産者がPTMをとることで起こることが知られている。PTMはNKOEMにおいても主要なテーマの一つになりつつある。しかし、PTMが現実経済を語る上で非常に重要なテーマであるにもかかわらず、特に金融政策について議論された研究は数の面でもまだまだ十分とは言えず、今後も引き続き研究を進めていく必要がある。というのもこれらの先行研究はいずれも興味深いものの、インフレターゲットについて十分に議論されたとは言えないためである。したがってPTMが存在する経済でのインフレターゲットの研究は非常に有意義である。

本章ではまず伝統的な市場別価格設定行動モデルをNKOEMのフレームワークで再現した。つまり、多くの先行研究と異なり生産者は商品裁定が不可能な自国財と外国財のそれぞれにセグメントされた市場で活動し、それぞれの市場向けに異なる価格設定を行うことを仮定することで短期的には購買力平価が成立しないことがあり得るモデルを構築した。また経済には世界的な需要ショック、相対的な需要ショック、自国および外国それぞれにおける生産性ショックが存在することを仮定した。モデルは対数線形近似の上、総需要曲線、総供給曲線、交易条件ベースの金利平価式で構成される。

PPIインフレ率、CPIインフレ率のそれぞれをターゲットとするインフレターゲットの効果と比較検証に際して、世界的な需要ショック、相対的な需要ショック、自国および外国それぞれにおける生産性ショックに対する各レジームのボラティリティを計測した。これらのショックの発生に対して、生産者物価インフレターゲットは相対的な需要ショックおよび生産性ショックの発生に対してGDPをボラタイルにするのに対してCPIインフレターゲットは生産性ショックが生じない限りGDPを常に安定化する効果を持つことが示された。したがって短期的に購買力平価が成立しないのであればインフレと産出の安定化の観点から中央銀行が選ぶべき政策は生産者物価インフレターゲットではなくCPIインフレターゲットである。この結果は、現実の経済では、特に先進工業国ではPTMが存在する可能性は高いため、インフレターゲット導入国の中央銀行がCPIインフレターゲットを選択することの妥当性を裏付けるものである。

本章の課題としてとしてはReduxモデルをベースとしたPTMモデルを用いた分析がPTMが存在する経済での為替相場制度選択の問題にまで踏み込んで議論を行っているのに対して、本章の分析ではそこまで分析が及んでいないことがまず挙げられよう。つまり、これらの分析ではPTMが存在する経済では固定為替相場制度が望ましいことを示しているが本章の分析ではCPIインフレターゲットと固定為替相場制との関連づけが明確になっていない。また、厚生分析も課題に挙げられる。いずれも今後の研究では念頭において取り組む必要がある。

5. 不均衡貿易収支下のインフレターゲットによるインフレと産出のトレードオフの解消

第5章では貿易収支が変動するという仮定の下でこれらの先行研究の結果を再度検証する。インフレターゲットがインフレ率だけではなく産出までも安定化させることはニューオープンマクロ経済学では周知のこととありつつある。しかし、これらの先行研究は貿易収支は時間を通じて一定であるという非現実的な仮定をおいている。果たして、インフレと産出の安定化は貿易収支が変動しても達成されるのだろうか？本章では貿易収支が変動するという仮定の下でこれらの先行研究の結果を再度検証する。

本章ではまずニューケインジアン・キャッシュレス小国開放経済モデルを導出する。中央銀行の目的はPPIインフレ率の定常状態からの乖離幅をゼロにするというものであり、その政策は完全にコミットされていることを仮定するこの政策の下でPPIインフレ率と産出のボラティリティがゼロなため、インフレと産出のトレードオフは生産者物価インフレターゲットの導入によって解消されることがわかる。したがってインフレと産出のトレードオフの解消は貿易収支が時間を通じて均衡するという仮定をおかなくても達成されると言えよう。先行研究では貿易収支が時間を通じて均衡するという非現実的な仮定をおいた上でインフレターゲットはインフレ率の安定化のみならず産出の安定化にも有用であることをニューオープンマクロ経済学のフレームワークを用いて示した。しかしこの非現実的な仮定を緩めてもインフレターゲットはインフレ率、産出ともに安定化させる効果を有する、と言える。

6. インフレターゲットがもたらす社会厚生の実証分析

第6章ではNKOEMのフレームワークを用いてイギリスでのケースに焦点を当ててインフレターゲットが社会損失を軽減する政策なのかを検証する。先行研究は小国開放経済の仮定の下や2国経済の仮定の下でインフレターゲットによるインフレ率の安定化と産出の安定化の間のトレードオフの同時解消が可能であることを指摘している。さらに2次近似された効用関数から得られる社会損失関数を損失の基準として、インフレターゲットが社会損失をゼロにする金融政策であることも指摘されている。

イギリスは1992年10月に住宅ローン金利を除いた小売物価指数(Price Retail Index excluding mortgage interest payments、以下、PRIX)インフレ率を年率1~4%とするインフレターゲットを導入した。BOEはインフレ目標が達成できなければ政府に対して説明責任を果たさなければならず、また「インフレーションレポート」を四半期毎に発行しインフレ見通しや政策運営の方針について公開することで市場との情報の共有に努めている。インフレ目標はBOEの独立性を高めることを目的とした中央銀行法の改正と同時に1997年5月に2.5%若しくはそれ以下に変更され現在に至っている。

理論的なインプリケーションの検証をイギリスのケースで行う上で先行研究が仮定する世界と現実のイギリスの状況は若干異なる点に留意する必要がある。現在イギリスが採用しているインフレターゲットはPRIXインフレ率を年率2.5%にするというものである。代表的な先行研究のインプリケーションはPPIインフレ

ーゲティングがインフレ率の安定化と産出の安定化の間のトレードオフを解消する、というものであったがBOEはターゲットとしてPPIではなくPRIXを選択している。

しかし、本論文第4章ではイギリスを含む先進国でよく見られる現象であるPTMが存在すればPPIよりむしろCPIがインフレ率の安定化と産出の安定化の間のトレードオフの解消の観点からターゲットして好ましいことを示している。PRIXはCPIとよく似た指標なため、イギリスの金融政策を社会厚生観点から分析することでNKOEMにおけるインフレターゲットによる先行研究のインプリケーションを実証的に確認することが出来る。

イギリスの金融政策を実証分析するに当たって、本章ではまずNKOEMのフレームワークに則って小国開放経済を仮定したキャッシュレスエコノミーモデルを構築した。データはデータ系列それぞれの定常状態からの乖離率に変換した上で分析に用いた。推定はまずインフレターゲットが導入される前のイギリスのフィードバックルールを行い、推定されたフィードバックルールを制約とした上でモデルのパラメータを一般化積率法で推定した。フィードバックルールの推定から、イングランド銀行はインフレターゲット導入以前は産出に対して名目利子率を反応させていたのに対して導入後はPPIインフレ率に対して反応させていたことがわかった。

このフィードバックルールとモデルのパラメータ、およびVARの残差、モデルのパラメータ、VARの推定量から識別されるショックとを用い非インフレターゲットの短期金利、インフレ率、産出をシミュレーションした。非インフレターゲットの下で、産出の分散はインフレターゲットの下での分散よりも大きくなった。PPIインフレ率についても同じことが言えた。

最後に、効用関数の2次近似から得られる社会損失関数を用いてそれぞれの政策の下での社会損失を求めた。インフレターゲットがもたらした社会損失は非インフレターゲットがもたらした社会損失を下回った。この結果は先行研究が示した理論的なインプリケーションの妥当性を裏付けるもので、実証的にも多くの中央銀行がCPIあるいはそれに類似した指標をターゲットにすることはインフレ率の安定化と産出の安定化の間のトレードオフの解消という観点から整合的であると言える。

7. おわりに

本論文の各章では以下のような結論が得られた。第2章ではインフレと産出のトレードオフの解消の観点から、好ましいターゲットとしてのインフレ率の選択といった問題に答える意味でも現実的な仮定である開放経済を仮定するNKOEMにおいてインフレターゲットが議論されることの意義を明らかにし、また同時に今後の研究の方向性として明示的にトランスミッションメカニズムや市場別価格設定行動が示されたモデルを扱った研究も今後さらに進めていく必要があることも示した。第3章では開放経済の下、特に開放度が高い経済では単純な生産者インフレターゲットではなくにがしか実質為替相場、あるいは交易条件の影響を考慮した政策が好ましいことを示唆した。第4章では本章では第2章での結論を受けて伝統的な市場別価格設定行動モデルをニューケインジアンオープンエコノミーマクロ経済学のフレームワークにおいて可能な限り忠実に再現したモデルを構築し、市場別価格設定行動が存在する経済ではインフレと産出のトレードオフの解消の観点から中央銀行がターゲットとして選択すべきインフレ率は生産者物価インフレ率よりも消費者物価インフレ率が好ましいことを示した。このことは同時に現実の経済では、特に先進工業国では市場別価格設定行動が存在する可能性は高いため、インフレターゲット導入国の中央銀行が消費者物価インフレターゲットを選択することは妥当であることを裏付けることとなった。第5章ではニューオープンマクロ経済学のフレームワークを用い、貿易収支が時間を通じて均衡するという非現実的な仮定をおいた上でインフレターゲットはインフレ率の安定化のみならず産出の安定化にも有用であることを示した。

実証分析を試みた第6章ではNKOEMに基づいて導出された小国開放経済モデルを用いてインフレターゲットによるインフレ率の安定化と産出の安定化の間のトレードオフの解消および社会厚生の改善をイギリスのデータを用いて検証した。イギリスにおけるインフレターゲットは生産者物価指数ではなく消費者物価指数に近い指標である小売物価指数をターゲットにしたものであるがインフレターゲットが実証的にも社会厚生を改善するという結果がここでは得られた。これは本章第4章が理論的に示した消費者物価インフレターゲットがインフレ率の安定化と産出の安定化の間のトレードオフを解消するという指摘と整合的である。

本論文では先に述べた各章で得られたインプリケーションより、およそ次のことが示されたと言える。先ず第1に、金融政策は開放経済を仮定した上で議論する必要があること、第2に、インフレ率の選択という問題に直面したときその選択は軽々しく行うことは出来ないこと、第3に市場別価格設定行動が存在する経済ではターゲットとして選択すべきインフレ率は消費者物価インフレ率となること、第4に多くのNKOEMに関する先行研究で得られる「インフレターゲットによるトレードオフの解消」というインプリケーションは貿易収支に関する仮定に依存しないこと、第5に「インフレターゲットによるトレードオフの解消」はイギリスでは現に起こり、社会厚生も改善された可能性があること。

一方、本論文では次のことを課題として残した。第2章では閉鎖経済モデルで得られるインプリケーションが明確に示されていないため、開放経済モデルを用いて分析する意義が伝わりにくい点が否めないこと、第3、4、5章では厚生分析にまで踏み込まれていないこと、第6章では政策当局が小売物価指数をターゲットとして選択しているにもかかわらずモデルはPPIをベースに表現されていること、のそれぞれが挙げられよう。議論を進めていく上でやむを得ない点もあるが、いずれにしても今後の課題としてこれらに取り組む必要がある。