

通貨危機以後，フロート制の下で，金融政策の 独立性と為替柔軟性は存在するか？

：東アジア各国においてのフロート制とインフレーション・ターゲティングの有効性(上)

金 炳 宣**

目 次

はじめに

第1章 通貨危機以後の為替相場制を巡る議論とその選択肢

1. 東アジア通貨危機の発生と為替相場制
2. 為替相場制のあり方

第2章 IT の概念と特徴

1. 金融政策の最終目標と運営スタンス
2. IT の特徴
3. 新興国における IT の問題

第3章 為替相場制と IT の関係

1. 為替制度とマクロ経済政策の有効性
2. 為替レートの変動と物価・金利

注

付 表

は じ め に

1990年代中南米及びアジア通貨危機以後，為替政策と金融政策の枠組みとしてフロート制とインフレーション・ターゲティング（inflation targeting：以下ITと記す）の仕組みは先進国だけではなく，新興市場経済においても1つのトレンドになっている。東アジアでは，1998年の韓国からはじまり，2000年にはタイ，インドネシアが続き，2002年にフィリピンがITを採用した。こ

これらの国々は、通貨危機以前、自国通貨レートを米ドルに極めて安定させておき、各国が為替リスクを負担する形で海外から投資資金を流入させてきた。しかし、結果的にこのような政策が、国内経済に歪みを積み重ね、通貨危機の発生に繋がったと言われている。このため、通貨危機の再発を防止するため、これらの国は新たな為替及び金融政策の枠組みを再構築する必要にせまられた。また、通貨危機以後の経済改革の一環として、為替制度をフロートに移行し、金融政策の自由度を高めることにしたが、金融政策の規律と対外的な信認を求めるためには、新たな目標（名目アンカー）が必要になった。このように、「通貨危機の再発生防止」と「新たな名目アンカー」という2つの必要により、これらの国は「フロート制」と「IT制」という政策の枠組みを選択している。すなわち、国際金融のトリレンマ論が示すように、これらの国々は資本自由化のもとで為替レートの変動を容認しながら独自の金融政策を図ろうという仕組みである。

ITは、簡単に言えば、政策当局が、最終目的である物価安定に対してその目標を明確に設定した後、通貨量だけではなく、金利、為替、期待インフレ上昇率、資産価格、商品価格などの多様な経済情報変数を活用し、将来のインフレ上昇率を予測し、目標インフレ上昇率との乖離を中央銀行の通貨政策手段を利用して縮小していく政策である。一般的に、ITの下では、インフレ目標の達成が中央銀行の金融政策における操作の独立性を高めることになる。しかし、短期的にインフレと失業率との間にはトレードオフの関係があり、中央銀行がインフレ目標を達成しようとしても、操作の独立性が確保されていなければ、失業率の低下や経済成長率の引き上げを求める政府の介入によって、目標達成が不可能となる可能性があるのである。そのために、中央銀行が、金融政策を行う際に透明性を高めることにより、インフレ目標とその結果に対して責任を負うことになる。したがって、ITを運営することから、多くの国で中央銀行法を改正し、金融政策の目的や中央銀行の独立性などを明文化していくのである。

IT は 1990 年代ニュージーランドをはじめに、カナダ、イギリスなどの先進国から導入され、新興国においても導入の動きが増える中、新興国に対しては問題が多いと言われてきた。例えば、対外依存度の高い新興国では、為替レートの変動による国内物価への影響が大きく、また、為替レートの水準自体が均衡状態から乖離し（為替ミスアラインメント）、国内物価を押し上げる要因となる場合がある。さらに、IT を金融政策として運営するためには、その操作変数の波及経路を明確にする必要があり、そのため金融システムの発展を前提とするものである。しかし、新興国のように財政赤字が大きく、また、金融システムが不安定化している場合には、中央銀行の独立性が十分に確立されない可能性がある。

こうしたフロート制と IT の組み合わせが、まだその歴史が浅い東アジア諸国で有効に機能するかを検討することは早いかもしれないが、通貨危機以後、通貨及び金融政策の役割の重要性やその行方によって危機再発生を防ぐことから、重要な関心事であろう。

本研究の目的は、通貨危機以後、東アジア各国が選んでいる為替制度と金融政策の組み合わせにおいて、その理論的な背景と特徴を検討した上で、果たしてこの選択肢により危機以後の金融政策の独立性に変化があるかについて実証分析する。また、為替柔軟性が大きくなっているかについても検討する。

本章の構成は以下の通りである。まず、第 1 章では、通貨危機以後、為替制度を巡る今までの議論を整備し、各為替制度の下でマクロ政策の有効性を検討する。第 2 章では、IT の一般的な特徴と、新興国が IT を使用するのに関する問題点、そして IT の種類について検討する。第 3 章では、為替制度とマクロ政策の有効性を見た上で、為替レートの変動に対応する金融政策運営をその理論的な背景と経験を通じて検討する。第 4 章では、IT を採用している東アジア各国の仕組みを見る。第 5 章では、IT の重要点に視野を絞り、東アジア各国に対して実証分析を行う。その結果と評価を第 6 章でまとめることにする。

第1章 通貨危機以後の為替相場制を巡る議論とその選択肢

1.1 東アジア通貨危機の発生と為替相場制

1990年代、グローバリゼーションの進展、情報通信技術の革新、金融技術の発達を背景に、資本の国際移動が飛躍的に増大したが、これを主因とする新たな形の通貨・金融危機が現れるようになった。すなわち、新興国において、1994年から1995年のメキシコ危機、1997年のアジア通貨危機など、大規模の資本流出入、これによる為替市場の不安定と大幅な通貨下落、国内金融システムの崩壊といった危機が起きた。

これらの危機は、世界経済に及ぼす影響の大きさも深さも過去とは全く異なるものであった。というのは、1980年代までの通貨危機は主に経常収支危機によるもので、財政の引き締め及び金利の引き上げにより経常収支の均衡を回復するというのが典型的な処方箋であった。これに対し、1990年代の通貨危機は、経済グローバル化を背景とする大規模な資本の国際的な流入及び流出がその基調にある。当該国のファンダメンタルズに関する問題の深刻さに関係なく、危機は、大規模な資本流出を契機とする為替市場の大幅な下落から発生していた。特に、これらの危機発生国においては、為替制度を事実上の米ドル・ペッグとしていたことが危機を引き起こす1つの要因であったという見方がある¹⁾。すなわち、実質的な米ドル・ペッグは、海外投資家の為替リスクを最小化することにより、経済成長に必要な資本の流入を積極的に促進するという効果が期待されるが、これが逆に海外投資家の為替リスクに対する警戒感を過度に緩めてしまい、当該国の脆弱な銀行部門、不十分な金融監督という構造問題もあって、国内の実質経済が消化しきれないほど大量かつ急激な資本の流入を促し、不動産・株式などの資産バブルを生み出してしまった。また、通貨危機にみまわれた東アジア各国についてみると、1995年春から1997年にかけての大幅な円高から円安への転換局面で、各国の貿易を反映した実効為替レートが大幅に変動したにもかかわらず、実際の為替相場は米ドル・ペッグだったため、

輸出競争力が失われていた。過大な資本流入は対銀行貸出が中心で、投機的要素が強く、実需を伴わないものであったため、一旦流出が起こり始めると逃げ足が速く、ヘッジ・ファンドなどによる投機的な動きも加わり、通貨当局が相当程度の為替介入を行っても通貨価値を支えきれず、結局、大幅な通貨下落に至った。

このように、国際的な資本移動が大規模かつ短期間に起こる中での新たなタイプの危機を事前に防ぐためには、どのような為替相場制を採用すべきかの議論が盛んになってきた。マレーシアは、1998年に資本流出規制を導入するとともに、リングをドルに固定する固定相場制に移行したが、韓国、タイ、インドネシアは、資本移動の規制を最小限にとどめ、変動相場制に移行している²⁾。次に、東アジア通貨危機以後、新興国における為替相場制をめぐる国際機関及び学界における議論をまとめる。

1.2 為替相場制のあり方

「資本の自由化」、「固定為替相場制」、「金融政策の自由性」の3つを同時に両立させることは不可能であるという国際金融論における「トリレンマ論」によれば、為替制度の選択をめぐる議論は、結局これら3つのうちいずれを取り、いずれを捨てるかという問題に帰着する。いずれを選ぶかについては、当該国の経済構造や対外貿易依存度とその他さまざまな要因に依存するが、概ね次のように考えられる。例えば、特定国・地域への貿易・投資依存度の高い国では、金融政策の自由性を放棄してでも自国通貨をその特定国の通貨に固定することは意義がある。フランスフランに完全に為替相場を固定している旧フランスの植民地であったカメルーン、コート・ジボワール、セネガルなどのアフリカ諸国がこれにあたる。この地域は、CAFフラン・ゾーンと呼ばれる共通通貨圏が形成され、フランス経済・財政が実質上金融政策を決定している。他方、労働市場が柔軟で、為替相場変動のショックに対して国内物価や賃金などが柔軟に変動する国においては、変動為替相場制を採用しても問題は少ない。また、

対外依存度の低い国では、変動為替相場制度を採用する十分な要因になると考えられる。

こうした理論的な背景を念頭に、現在、東アジア通貨危機以後の為替相場制度に関する考え方をまとめると、いわゆる「2つのコーナー解 (two-corner solutions, bipolar view)」という考え方とその両側の中間的な考え方の大きく2つに分けられる。

(1) Two-corner solutions

「2つのコーナー解」とは、新興諸国の為替相場制度において、カレンシー・ボード制 (currency board arrangements) や完全ドル化 (dollarization) という完全なハード・ペッグか、あるいは完全な変動為替相場制という両極端の2つしかないという考え方である。そして、完全な変動為替相場制を選択する場合には、金融政策運営の名目アンカー (nominal anchor)³⁾ としてインフレーション・ターゲティングを採用することが望ましいということが含まれている。

「2つのコーナー解」の考え方の背景には、東アジア通貨危機などの90年代の新しいタイプの通貨危機の反省から、両者の中間的な制度、例えばソフト・ペッグは、国際的な資本の流出入の可能性が高い新興諸国では、市場の攻撃を受け安く適当な為替相場制ではないという見方にある。また、ソフト・ペッグのために、往々にして実体経済に合わない為替相場水準が継続し、国際収支の問題に至りやすいことと、為替ヘッジをしないドル建ての対民間債務が増え、為替切り下げの際に対民間債務の問題が同時に起きる可能性が高いと指摘されている。Fischer (2001) は、1991年から1999年を比較すれば、フリーフロート制とハード・ペッグ制を採用する国は増加している中、ソフト・ペッグ制を採用する国は減少する傾向にあると指摘した (図1-1参照)。ソフト・ペッグ制のもとでは、資金の取り手の為替変動リスクに対する意義が薄れ、アンカバーの外貨借入れが増加することになる。しかも、民間企業のそのようなファイナンス行動を政策によって制御することは難しく、結局、危機を誘発することになる。このため、ソフト・ペッグ制は長期的には維持できないとの見解を

表明した。

1) ハード・ベッグ制

フリーフローとハード・ベッグにはそれぞれメリットとデメリットがある。まず、カレンシー・ボードのようなハード・ベッグを採用する場合には大きく2つのメリットがあげられる。1つは為替レートの変動を減少することができることであり、もう1つは金融政策のための名目アンカーを得ることができることである。特に、インフレ率の変動が高い国にとっては、後者のメリットが大きい。しかし、カレンシー・ボードでは外貨準備と通貨量などが厳格にリンクされているため、裁量的な金融政策や金融機関への不良債権処理のため緊急融資などを行うことはできない。つまり、中央銀行は「最後の貸し手機能(Leader of Last Resort)」を放棄せざるを得ない。また、公定平価や制度の変更を簡単に行うことはできないという問題もある(Exit問題)。このことから、ハード・ベッグを採用するためには、まず金融システムが健全であること、外貨準備が潤沢にあり、通貨の信頼が相応に維持されていることなどの条件が必要である。インドネシアでは危機発生後にカレンシー・ボードの採用が検討されたが、当時、外貨準備が大幅減少し、金融システムも不安定化したなどカレンシー・ボードを採用するための条件が満たされなかったので見送られたことがある。

① アルゼンチンのケース

カレンシー・ボードを採用しても、危機に陥ることを完全に防ぐのはできない。このことは、2002年にカレンシー・ボードを採用していたアルゼンチンが危機に陥ったことから明らかである。1980年代のアルゼンチンは、ほぼ毎年、年率3桁の高インフレに悩まされ、1989年及び1990年にさらにインフレが高進し、消費者物価上昇率はそれぞれ3,079.5%、2,370.0%と前年に比べ物価がほぼ31倍あるいは24倍になるという極めて厳しい高インフレーションに陥った。しかし、図1-2から見られるように、1991年のカレンシー・ボードの導入により物価状況は劇的に転換した。高インフレーションは急速に収

束し、1993年の物価上昇率は10.7%、1994年以後は5%以下となった。また、期待インフレ上昇率が大幅低下化することにより、金融は正常化し、ビジネス環境が安定して消費と投資も活発化するなどの好影響が現れた。

しかしながら、1990年後半、カレンシー・ボードが適切に機能するためにさまざまな要件のうち、重要な2つのことが欠如していたといわれている。1つは財政均衡維持であり、財政支出が大幅に歳入を上回る状況が継続すると、ベースマネーが外貨準備高に固定されているため高金利が継続し、結果としては民間の投資活動が冷え込んでしまう。アルゼンチンの財政は、1995年以後、税収が停滞する一方、州政府への財政移転、対外債務支払いなどを中心に歳出が拡大し、急激に財政赤字幅が拡大した。この間、長期金利は上昇し、民間経済を圧迫した（表1-1参照）。

もう1つは、労働市場も含め市場が十分柔軟性を持ち、賃金を含め価格変数が十分伸縮的であることである。固定為替相場制であったことから、ドルがある要因で増価すれば、アルゼンチンの輸出競争力が低下する。これを防ぐためには、国内物価、国内金利が下がる必要がある。1990年代ドル高が進み、アルゼンチンの輸出競争力は低下し、競争相手国であるブラジルのレアルの切り下げがアルゼンチンの輸出をさらに難しいものとした。しかし、アルゼンチンの労働市場では、賃金の下方硬直性が存在したため、労働力需給が賃金によって調整されず、失業が継続的に増大し、2001年と2002年の10月には、それぞれ18.3%、17.8%前後の失業率を記録した（表1-2参照）。したがって、カレンシー・ボードでは、その仕組み上、当然、金融政策の自由度がないので、輸出競争力の低下により景気が停滞している局面では、縮小均衡に陥る可能性が高い。

アルゼンチンのカレンシー・ボードは、高インフレ収束に大きな効果を発揮したと評価できるが、カレンシー・ボードを運営していく上で必要な財政規律の問題への取り組みが不十分であったことと、輸出競争力の低下に対する機動的な対応ができなかったことが、結果として2001年第3四半期からの一連の

危機を招いたと考えられる。結局、アルゼンチンは、2002年1月からカレンシー・ボードを放棄し、2002年2月に変動為替相場制に移行するようになった。

② 香港のケース

今までカレンシー・ボードに基づく米ドル・ペッグ制を採用している香港の経験を見ると、資本移動と固定為替相場制を両立させるには、独立な金融政策を放棄せざるを得ないことや、そのコストが非常に高いことが分かる。

香港ドルは、1983年10月に米ドル・ペッグ制に移行し、アジア危機などの多くのショックを経験したにもかかわらず、公定レートから大幅な乖離することなく安定してきた。しかし、為替レートを安定させるために、高いインフレ率などの経済の不安という代償を払わないといけなくなっている。

米ドル・ペッグと自由な資本移動の下で、金融当局は米国から独立して金利を決める余地がほとんどない。両市場間では、金利の低い方から資金を調達し、高い方に運営するという金利裁定によって金利差がなくなり、香港の金利は通常米国金利と緊密に連動している。例えば、香港ドルが切り下げ予想されると、香港の金利は米国を上回るようになり、金利差がリスク・プレミアムを反映するようになっている。実際、危機中の1997年10月に香港ドルが激しい投機にさらされたとき、銀行間のオーバー・ナイト金利が一時的300%まで急騰したことがある。危機以後、香港の不況の中、本来では国内景気を刺激するために金融政策の緩和（金利引き下げ）などが求められるが、米ドル・ペッグのもとでは米国金利が香港金利の下限線になっているため、景気が悪いのに、金利がそれ以上下がらない状況になっている。しかも、その金利の下限線は0%ではなく、高い水準になっている（図1-3参照）。

その上、物価の下落により実質金利は上昇しつづけている。これは、為替の切り下げという手段が勝手に使えないということを前提すれば、競争力を持つためには物価の低下しか考えられなく、いわゆるデフレ状況になるのである。図1-3で見れば、CPIは2000年から2003年までの年平均がそれぞれ、

−3.7%, −1.6%, −3.1%, −2.6%になっている。その結果、米国が好景気であったため低金利を示し、これを反映するように香港の名目金利も低下したが、実質金利は非常に高い水準に上がっている。こうした高い実質金利は、内需の引き締めになり、物価下落による景気浮揚効果を相殺しているのである。本来であれば、実質金利が、不景気（好景気）には下落（上昇）することによって景気循環を抑えるものであるが、むしろ全く逆に動いていると判断される。

このように、固定為替相場制のもとでは、金融政策は景気を調整する機能を失うことになる。

2) フリーフロー制

一方、フロートの最大のメリットは、金融政策の自由度を維持することができることであり、簡単にいえば、景気が減速する局面で金融政策を緩和することができるということである。このことは、マンデル・フレミングモデルからも明らかである。

通貨危機以前、東アジア各国が事実上に米ドル・ペッグ制の下で資本取引をほぼ自由化していた。そのため、金融政策の自由度が低く、外貨流入に伴い国内マネーサプライが拡大したことが危機の一つの原因であるよく指摘されている。以下からは、マンデル・フレミングモデルに基づいて、固定為替相場制とフロート制の下での金融政策の有効性を検討してみよう。

① 固定為替相場制とフロート制の下での金融政策の有効性

まず、開放経済における実体経済部門の均衡（IS）と貨幣部門の均衡（LM）を以下のように示される。

$$y = c(y) + i(r) + g + x \left(y^f, \frac{eP^f}{P} \right) - im \left(y, \frac{eP^f}{P} \right) \quad \text{式(1)}$$

$$\frac{M^s(B)}{P} = l(y, r) \quad \text{式(2)}$$

式(1)は開放経済の実体経済部門の均衡を示す所得（ y ）と利子率（ r ）の組み合わせであり、右下がりの曲線になる。また、式(2)は開放経済の貨幣部門の均

衡をもたらす所得 (y) と利子率 (r) の組み合わせであり、右上がりの曲線になる。式(1)を見ると、実質為替レートの影響を受けることが示されている。ちなみに、為替レートの上昇(下落)により国内通貨の実質切り下げ(切り上げ)になると、輸出増加(減少)と輸入減少(増加)をもたらすため需要が増え(減り)、 IS 曲線は右(左)に上がる(下がる)。また、式(2)では、国際収支の黒字により国内通貨量の増加をもたらすため、通貨供給 (M^s) は国際収支黒字額 (B) の関数であることを示している。したがって、国際収支の黒字(赤字)により通貨供給量が増え(減り)、 LM 曲線は右(左)に下がる(上がる)。

そこで、東アジア各国のように海外資本流出入がある程度自由化されている場合の国際収支は、経常収支と資本収支の合わせ、ちなみに、 $B = (X - IM) + F$ になる。そのうち、資本収支は何よりも国内利子率と海外利子率の差によって決まる。例えば、海外利子率 (r^f) により国内利子率 (r) が高ければ、海外からの資本流入が増加する。結局、純資本流入 (F) は $(r - r^f)$ の増加関数で、以下のように示すことができる。

$$F = F(r - r^f), \text{ただし}, F' > 0$$

したがって、資本流出入が自由化された場合の国際収支は式(3)のように示す。

$$B = \left[x \left(y^f, \frac{eP^f}{P} \right) - im \left(y, \frac{eP^f}{P} \right) \right] + F(r - r^f) \quad \text{式(3)}$$

また、式(3)からは国際収支均衡をもたらせる所得 (y) と利子率 (r) の組み合わせの BP 曲線が導かれる。ただし、国際収支は利子率平価により所得にかかわらず、国内利子率と海外利子率の差から影響を受け、その差が0になるとき均衡になるため、 BP 曲線は国際利子率水準に水平な形になる⁴⁾。したがって、式(1)から(3)により対内外均衡が達成される。

フロート制の下では、中央銀行の介入なしで民間の外貨需給によって為替レートが決まる。このため、国際均衡は自動的に達成されるので、 $B = 0$ が成り立つ。これは、フロート制の下では、為替レートは為替市場の需給条件により

内生的に決定される一方、国際収支は常に均衡を達成しその水準が変わらないのである。固定為替相場制の下では、為替レートは政府により調整される政策変数になり、外生変数である一方、国際収支は経済状況により黒字か赤字に変化するのである。

フロート制の下で対内外均衡が達成される過程を見てみると、まず、対内均衡点₀が、国内利子率が国際利子率より高い所であるとしよう。ちなみに、 $r > r^f$ のため、海外からの資本流入が大きく、為替市場での外貨供給が増える。その結果、為替レートが下がり、経常収支が悪化される。そのため、総需要が減り、 IS 曲線が左に上がり対内均衡が変わる。この対内均衡は国内利子率が国際利子率と等しくなるまで変化し、 $r = r^f$ になるところで止まる。したがって、フロート制の下では、最終均衡は国際利子率水準で水平になる BP 曲線と LM 曲線が当たる所で成り立つ。一方、固定為替相場制の下で、 $r > r^f$ の時、国際収支の黒字が発生し、国内通貨量が増加する。このため LM 曲線が右に下がり、 IS と BP が当たる点、ちなみに $r = r^f$ であるところまで下がって対内外均衡が形成される。つまり、最終均衡は IS 曲線と BP 曲線が当たる所で成り立つ。

ついに、金融政策のようなマクロ経済政策が固定為替相場制とフロート制の下でどのように効果を持つかを見てみよう。まず、資本移動性の高い（便利上で完全な資本移動を仮定）固定為替相場制での金融政策の効果を見よう。図1-4のように最初均衡点が $IS \cdot LM_0 \cdot BP$ 曲線が当たる E_0 に成立したとしよう。このとき、政府により金融緩和政策が行われると、通貨量の増加により LM_0 が LM_1 に移動し (①)、対内均衡点 E_1 になる。対内均衡点 E_1 は $r < r^f$ であるから、海外への資本流出が発生して国内で通貨量の減少をもたらす。このため、 LM_1 は再び左に上がり (②)、国内通貨量・所得・金利は元の水準に戻ってしまう。つまり、資本移動が自由化で固定為替相場制の下では、通貨量を変化しようとする政策当局の試みが海外への資本流出により相殺され、結局金融政策の調整ができなくなる。

次に、資本移動性の高いフロート制での金融政策の効果を見よう。図1-5

のようにある経済が、国際金利に水平である BP と IS_0 及び LM_0 が当たる E_0 で対内外均衡であるとしよう。このとき、中央銀行により通貨量が増えると、 LM_0 が LM_1 へ右に下がって (①) 新しい対内均衡 E_1 が形成される。 E_1 は、国内利子率が国際利子率より低いため、資本流出が発生し、為替需要が増加して為替レートが上がる。ここで、国際収支は継続して均衡であるので、資本移動が国内通貨量に影響を与えなく、 LM 曲線は LM_1 にとどまる。しかし、為替レートの上昇のため、経常収支が改善され、 IS_0 が IS_1 に移動する (②)。この IS 曲線移動は国内利子率が国際利子率より低い限り続け、結局 IS は、 LM_1 と BP が当たる点 E_2 まで移動し、新しい対内外均衡を形成する。つまり、フロート制での金融政策は、為替レートに影響を与え、純輸出及び経常収支にも影響を与え、効果的に総需要を増やすのである。

② フロート制の問題点

しかし、フリーフロート制はこのようにメリットがあるにもかかわらず、新興国がフリーフローを採用するのに難しいことがあると指摘されている。例えば、Calvo and Reinhart (2001) は、新興国がフリーフローを採用するのに難しい理由として「Fear of Floating」ということで説明している。ちなみに、多くの新興国では、政府に対する信認が不十分であり (lack of credibility)、このため、その国の政府は、金利の不安定か、為替の減価かという究極の選択を迫られることになる。この場合、政府は、金利が不安定になっても為替安定を選択するだろう。なぜなら、為替の安定によって当該国は名目アンカーを得るが、金利が安定してもそのような効果は得られないからである。このように、新興国は政府に対しての信認が不十分であることから、通貨の変動を恐れる傾向が強いと指摘している。

Fear of Floating は、新興国の為替相場制の選択に関する最近の議論の柱となりつつあり、時には拡大解釈される場合も見られる。Bird and Rajan (2002) では、新興国が変動為替相場制を恐れる要因として、次のように指摘している。まず、為替レートの変動が大きいということは、それが投資と逆相関 (trade

-off) 関係があるので、収益が確定しないために貿易や投資の阻む要因となるからである。もう1つは、先進国は自国通貨建てで外貨借り入れを行うことができるが、新興国は外貨建てで対外債務を累積するため、為替レート的大幅な変動は対外債務の返済負担に直接影響を及ぼすことになるからであると指摘している。

さらに、Fischer は、名目為替レート的大幅な変動はその国のインフレに影響を及ぼし、実質為替レートの変動はその国の資産価格や資源配分に影響を与えると述べ、そのため、為替市場への介入で為替レートの安定化を図ることや、インフレーション・ターゲティングなどを併用することには、相応の効果が見込めると指摘している。

(2) 中間的な為替相場制

他方、2つのコーナー解よりも、中間的な為替相場制の方が望ましいという議論もある。大幅な為替レートの変動は、企業活動の先々の見通しを立てにくく、不確実性を高めるので、積極的な投資行動を阻害する可能性がある。輸出比率の高い新興国の場合には、経済成長の視点からは、フロート制よりも、ソフト・ペッグなどある程度為替レートを安定させる仕組みがあった方がよいという考え方である。上記したように、ソフト・ペッグのような中間的な為替相場制は、市場の攻撃から弱いというデメリットがあるものの、そのメリットを強調する見方もある。

中間的な為替相場制として代表的に挙げられるのが、バスケット・ペッグ (Basket Peg) である。バスケット・ペッグは、日本政府が中心になって主張している為替相場制で、当該国の貿易ウェイトによってウェイト付けしたバスケット (Trade-weighted Basis) に、自国通貨をリンクさせるものである。この最大メリットは、主要通貨間の為替レートが変動しても、実効為替レートを安定させることができるということであり、これにより、米ドル・ペッグの問題を排除することができる。2001年のASEM 神戸会議では、日本とフランスにより、アジアでの通貨バスケット採用に当たっての共同提案が行われた。この

提案では、米ドル、日本円、ユーロとなる通貨バスケットにアジア通貨をリンクさせ、ある一定のバンド内で為替レートの変動を許容するようなシステムが望ましいと結論付けている⁵⁾。

そして、Williamson (2000) は、バスケット・ペッグをさらに拡大し、中間的な為替相場制として BBC (Basket, Band, Crawl) ルールを提案している。彼による BBC とは、貿易ウェイトを加味した米ドル、日本円、ユーロからなる為替バスケット (Basket) に対して、自国通貨をある程度の幅 (Band) をもってペッグさせ、しかもその中心レート自体、経済ファンダメンタルズに応じて見直して動かす (Crawl) というものである。バンドの幅について彼は、プラスマイナス 10 ないし 15% 程度を提案している。そして彼は、BBC ルールは、ある程度先々の為替レートの予測も立ちやすいので、各経済主体は的確な投資決定ができ、単一通貨ではなくバスケットに対してペッグしていることから、米ドル以外の通貨、例えば日本円の急激な下落が起こっても、輸出競争力が同様に急激に変化することはある程度回避できると指摘している。まだ、BBC ルールが市場の信認を得て、投機者に売り込まれないようにするためには、たえず通常適切なタイミングで適切に中間レートを見直してクロールさせることが重要であると述べている。

以上、東アジア通貨危機以後の為替相場制にめぐる議論を検討したところで、幾つかの選択肢を挙げられる。まず、カレンシー・ボード制は、今回アルゼンチン危機によって 2 つのコーナー解の議論の立場が弱くなったが、香港では現在も維持されているため、完全に無意味になったわけではない。しかし、その長期的な持続可能性に大きな疑問が付けられたと考えられる。最後に残る選択肢は、フロート制か、あるいは BBC ルールのような中間為替相場制であるかになるだろう。そのうち、フロート制は IT と併用する方法も指摘されており、実際、多くのフロート制を採用している国々では IT とともに金融政策を試みているところである。

第2章 IT の概念と特徴

上述したように、危機以後東アジア諸国のうち、韓国、タイ、インドネシアは、フロート制へ移行し、さらに金融政策のアンカーとしてITを導入する枠組みを採用している。本章では、世界でも10年余りの短い歴史を持つITに関する概念及び特徴から、先進国のIT体験と新興国においてIT採用における問題点を検討する。

2.1 金融政策の最終目標と運営スタンス

一般的に金融政策運営には複雑な構造体系がある。まず、物価の安定、失業率の低下、もしくは国際収支均衡といった「金融政策の目標 (objective)」は、中央銀行が「政策手段 (instruments)」を用いてその実現を図ろうとする最終目標である。しかし、政策手段の行使から最終目標の達成までの過程は複雑であり、しかも政策手段の効果が現れるまでにはタイム・ラグを伴う。さらに最終目標は、政策手段以外の要因によって攪乱される可能性もある。そのため、中央銀行は政策手段と最終目標との間に位置し、政策手段の影響をより正確に反映する特定の金融変数に着目する。このような金融政策運営の目安となる、ある特定の金融変数を、「金融政策の運営目標」といわれる。そして、金融政策の運営目標は、中央銀行の統制可能性から2つに分けられる。1つは政策手段のより近くに位置し、中央銀行の金融政策のスタンスを直接反映するものであり、「金融政策の操作目標」と呼ぶ。もう1つは、最終目標のより近くに位置し、最終目標と密接な関係があると考えられる変数であり、「金融政策の中間目標」と呼ばれる。このように中央銀行の金融政策は、政策手段→運営目標(操作目標→中間目標)→最終目標というアプローチである⁶⁾。

操作目標は、中央銀行が政策手段を用いて直接統制することができるものであり、マネタリー・ベースや市中金融機関保有の預金準備及びその準備の調整と密接に結びついて変動する短期金融市場金利などが挙げられる。中間目標

は、次の3つの条件を満たしていることが望ましい。①中央銀行が操作目標を通じて中間目標となるべき金融変数を的確に統制できること、②中間目標と最終目標との間には前者から後者への安定した因果関係が認められ、後者から前者へのフィードバックが生じないこと、そして③中間目標となる変数についての情報がすばやく入手できることである。したがって、中間目標には、マネー・サプライ、金融機関貸出増加額などの量的金融指標と、貸出金利や債権利回りなどの資金調達費用に影響を及ぼす長期の市場金利が挙げられる。主要国の中央銀行の金融政策運営においては1960年代の後半までは中間目標として市場金利を重視する傾向が見られたのに対し、1970年代に入ってから次第に金利よりも量的金融指標、中でもマネー・サプライが重視される傾向があった⁷⁾。

金融政策の目標としては、次のように4つに分けられる。まず、「マネタリー・ターゲティング (monetary targeting)」である。1970年代後半マネタリズム (monetarism) の拡散によって一世を風靡したマネタリストは、マネー・サプライの変動は一国の雇用、生産、物価の不安定化の要因であるとし、中央銀行によるマネー・サプライ管理の重要性を主張した。このため、通貨量と最終目標の物価の間にはかなりの安定関係があるといわれ、1970年後半以後各国の中央銀行は金融政策の運営目標として通貨量を選択した。望ましい物価水準に相応する通貨の量 (通常増加率で表す) を試算し、これを維持すれば自動的に最終目標を達成すると思われていた。しかし、1980年代以後金融革新と金融自由化の進展により通貨量の変動が大きくなり、実体経済や物価と通貨量との関係が不透明になってきてその有効性が失われていった。

その対案として議論されたのが為替ターゲティング (exchange rate targeting) と名目 GDP ターゲティングであった。名目 GDP ターゲティングに対しては、実体経済がそれを上回っていれば、中央銀行は金融引き締めを、逆に下回っていれば金融緩和を行うことになる。このような金融政策は、マネタリー・ターゲティングと比べ、貨幣の流通速度に変化が生じて、それを織り込んで金融調整を行うことから、産出、雇用、物価の安定が可能になる。しかし、名目 GDP

ターゲティングを行うためには、物価水準とともに実質 GDP 統計が必要になり、通常実質 GDP 計測には長い時間がかかるため、金融政策のタイムラグを考慮すると速やかに対応できないデメリットもある。そして、為替ターゲティングは、政策当局が特定の為替水準を決め、これを維持するために金融政策を運営する形のもので、香港の場合がこれに当たる。香港は大体1ドル=7.8香港ドル水準を維持しているが、もし米ドルの需要が増加し為替レート増大の動きが見られた時、市場に米ドル供給を増やし香港ドルを買い受けする。しかし為替ターゲティングは為替安定を通じてインフレを抑制するのに効果的であるという見方があるが、固定為替相場制の下では金融政策の独立性を失うことと、資本市場開放と変動為替相場制の下では為替レートの変動が高まると、インフレ、雇用などの対内均衡を達成するのが難しいということで、1990年代のERM危機やアジア危機を契機にその有効性が低下した。

最後に、ITである。これは、上記したそれぞれの金融政策にこだわる運営目標の有効性が失われたことによって、最終目標自体にターゲットしようという発想から生まれた。簡単に言えばこの金融政策は、中央銀行がインフレ目標を公表し、予期せぬショックの発生で現実のインフレ率が目標水準から乖離した場合、追加的な金融調整を行うということである。

そして、これらの金融政策の目標をベースに、中央銀行が特定の名目変数（例えば、為替レート、マネー・サプライ、インフレ率など）を目標として設定した後、その達成にコミットするかあるいはしないかによって運営タイプが異なる。通常、金融政策は上記した金融政策運営のアプローチに従い、金融政策の目標や達成にコミットしない金融政策のタイプでは、中央銀行は物価の安定のみならず、経済の安定成長や完全雇用の達成など、さまざまな役割が期待されているため、それに応じて中間目標や操作目標を機動的に決めるのである。これに対して、ITは金融政策の目標や達成にコミットする形で金融政策が運営されるのである。

2.2 ITの特徴

ITを最初に明示的に採用したのはニュージーランドである。ニュージーランドは1984年以後強力なインフレ抑制政策に取り組み1985年17%であったインフレ率を1990年5%代に引き下げることができた。しかし、国内外経済の沈滞などによって緩和政策の必要性が台頭し、緩和政策への移転により期待インフレ率上昇を防ぐ目的でITを導入した。その後、1991年カナダ、1992年イギリスが導入し、1993年スウェーデン、1994年オーストラリア、スペインが採用することになった⁸⁾。これらの国々では多くの場合、ITが物価安定を通じ、継続的な経済成長に寄与していると肯定的な評価がなされている。

ITとは、政策当局（中央銀行あるいは中央銀行と政府）が、最終目的である物価安定に対してその目標を明示的に設定した後、通貨量と並び、金利、為替、期待インフレ上昇率、資産価格、商品価格などの多様な経済情報変数を活用し、将来のインフレ上昇率を予測し、目標インフレ上昇率との乖離を中央銀行の通貨政策手段を利用して縮小していく政策である。ITは、従来の運営目標を通じて金融政策の目標を達成する形とは異なる（表2-1参照）。まず、金融政策の目標が物価安定というただ1つの目標に一元化される。また、通貨量などの中間目標を設け政策を運営するのではなく、最終インフレ率の目標値を達成するため使用可能な全ての政策手段を用いることになる。

そして、貨幣数量説に基づいた通貨量中心の政策ではなく、利子率がその核心手段になる金融政策である。上記したように、金融市場の発達や大量の国際資本移動などにより通貨量と実体経済変数間の安定性が失われ、通貨量を指標として経済予測を行うのは難しくなった。一方、金利は実体経済に与える影響が大きく、少なくとも中央銀行が短期的には名目利子率をコントロールできるという点が認められ、公式的にITを表明していない国々でも金融政策手段として用いられている。例えば、実体経済の規模が大きくなって銀行の支払準備金不足が発生することがある。このため、中央銀行は銀行が売却した資産を購入することによってマネタリー・ベースを増やすことができる。この時中央銀

行が銀行の資産価格を決める段階で名目利子率に影響を与える。短期的に物価が一定であれば、短期名目利子率のコントロールを通じて短期実質利子率までコントロールできる⁹⁾。さらに、実質利子率が実体経済に与える波及経路はさまざまな形で検証できることから、通貨量より統制可能性が高いと言われている。

こうしたITの実務上の一般的な特徴を最近までの研究から見れば、次のように挙げられる¹⁰⁾。

①中央銀行の主たる目的がインフレ目標達成に限定され、このことが制度上に明示される。②中央銀行はインフレ目標値を公表する¹¹⁾。ただし、インフレ目標値の設定については、将来のインフレ予測に基づき、その予測に当たっては様々な経済変数情報、例えば、総需要、金利、為替、資産価格、国際表品価格などをマクロモデルに取り込み、予測インフレ率を試算する。このため、ITを「Forward-looking Policy」といわれている。しかし、中央銀行が、その予測に民間のインフレ予想が政策の変化にどのように反応するかということをどれだけ取り込んでいけるかが重要なポイントになるが、この点が最も難しいところである。③中央銀行が物価安定に集中できるように政府からの独立性を保証せざるを得ない。中央銀行の独立性とITの有効性とは正の相関関係があると指摘されている。すなわち、ITを有効に機能させるのには、中央銀行の独立性を高める必要があり、中央銀行の独立性が高まれば、ITの有効性が増すことになる。ただし、中央銀行の独立性を示す項目は様々であるが、中央銀行総裁の任免にかかる独立性、金融政策決定におけるいわゆる操作の独立性、インフレ目標の設定における目標設定の独立性などがあげられる。そのうち、中央銀行の操作の独立性が重要な項目であり、そのため多くの国では、金融政策を決定する場で政府の介入を制限することを明文化している。④中央銀行は政策運営に関する操作方針、金融・経済環境などを公表し、インフレ目標の達否に対して結果の責任と説明責任を負う。これは、金融政策の透明性と市場からの信頼性を高めることである。その信頼性を測定する正確な指標はまだないが、一般的に民間のインフレ予想が、中央銀行が発表したインフレ目標値にどれだ

け収斂しているかで判断する。

2.3 新興国における IT の問題

一般的に IT を導入することによって、金融政策の透明性が高まり、金融政策の動学的不整合性を排除することができることから、当該国には望ましい効果をもたらすと考えられる。しかし、新興国の IT の場合には問題点が少ないと指摘されている。

Eichengreen (2002) は、新興国の IT の有効性に否定的な見方を示している。まず、新興国においては為替レートの変動が国内物価に及ぶ速度と程度、いわゆる為替のパススルー (pass-through) が先進国より大きいことである。為替レートが下落すれば輸入価格が上昇し、生産コストを引き上げることになる。そして、新興国ではインフレ率の予測が難しいことである。特に、現時点のインフレが過去の政策によるものか、ファンダメンタルズの変化によるものかを正確に見られないということである。また、新興国は多額のドル建ての対外債務を抱えているため、為替レートの変動は国際収支や企業の採算性を劣化させる。そのため、新興国が為替レートの自由度を許容することが難しくなる。また、新興国の中央銀行が政府から独立していることは難しく、中央銀行法で中央銀行の独立性を保証していても、実際には政府が様々な形で介入しあるいは中央銀行に圧力をかけると指摘している。

Masson et al (1997) は、先進国での IT の経験に照らして、次のように指摘している。まず、先進国で IT を採用している国では、為替レートの弾力的な運営が行われており、中央銀行の独立性が高く、短期金利を用いて総需要やインフレを抑制することができる。また、インフレ見直しに基づき将来予測的な政策運営が行われており、すでにインフレ率が低い段階で IT を採用していると述べている。一方、新興国では、財政赤字が大きく、政府は中央銀行の通貨発行益に依存せざるを得ないし、資本市場の未整備と金融システムの弱さのため、インフレ目標の達成に特化した金融政策が行えないなどを指摘している。

そして、金融政策の有効性を高めるためには、中央銀行や政府が為替レートの柔軟な変動を許容する必要があるが、新興国が為替レートの変動を容認するのは結構難しいと述べている。

これらの見解をまとめると、新興国の IT の有効性が懐疑的である理由として、中央銀行の独立性が維持できないというシステム上の問題と、中央銀行が適切にインフレを統制できないという構造上の問題に分かれるのである。しかし、危機以後、東アジア各国の為替レートの変動性が危機以前より高くなったことに加え、危機の再発生を防ぐため、最近各国が通貨・金融政策の枠組みを改めていることから、こうした指摘が東アジア各国に必ずあてはまることでもないのではないかと考える。

第3章 為替相場制と IT の関係

3.1 為替制度とマクロ経済政策の有効性

為替レート変動に対応する政策当局のマクロ経済政策には大きく財政政策、為替政策、金融政策が挙げられる。それぞれ政策の有効性を見るためには、第1章で検討したマンデル・フレミングモデルがまた有効である。

まず、資本移動性の高い（ここでは第1章の仮定とは違う資本移動性が完全ではないときを想定したが、読み方は同様である）変動為替相場制での財政政策の効果をみよう。図3-1のように最初均衡点が $IS_0 \cdot LM \cdot BP_0$ 曲線が交わる E_0 に成立したとしよう。この点では対内均衡と国際収支は同時に達成され、為替レートは変わらない。このとき、政府により財政緩和政策が行われると、政府支出の増加のため、 IS_0 曲線が IS_1 へ右方向に上がる (①)。その結果、対内均衡は IS_1 と LM が交差する E_1 で決まる。しかし、 E_1 点では所得増加によって経常収支が悪化するが、 $r > r^f$ の点に位置するから、海外からの資本流入を招き資本収支の黒字が発生する。この時、資本収支の黒字が経常収支より大きければ、国際収支も黒字になり、為替レートの下落と純輸出の減少を及ぼす。このため、 IS_1 は IS_2 に下がり、または BP_0 に BP_1 に上がる (②)。そして、新

しい対内外均衡 E_2 が形成される。この E_2 点では、 E_1 より所得が減少したことが分かる。特に、第1章で見たように資本自由化が完全である場合、 BP カーブは国際利子率で水平形になるから、為替レートの下落による純輸出の減少が、財政支出の増加による所得増加の効果を完全に相殺し、財政政策の有効性はなくなるのである。

つまり、フロート制での財政政策は、一次的に政府支出の増加により需要を増やすものの、二次的には為替下落により、政府支出増加による総需要増加分だけ純輸出を減らすため、結局総需要には何の影響も与えず、経常収支だけを悪化させるのである。また、フロート制の下での財政政策は、所得と国内需要の変化を通じて間接的に為替レートに影響を与えるし、為替レートの変動に対応する政策を行うまでにはタイムラグも長いことにより、政策効果がもっと不透明である。さらに、為替レートの変動に対して財政政策が長期間に渡って行われると、財政不均衡が発生してしまう可能性も高い。

次に、フロート制での為替政策の効果を見よう。為替政策は、政策当局が為替市場へ介入する形で、直接市場で外貨を売買することによって為替レートの水準に影響を与える。しかし、為替市場への介入は外貨需給だけではなく、国内のマネタリー・ベースの変動にも影響を与え、金融政策の対応手法によって金利、通貨、為替などに及ぼす影響が異なる。

過度な資本流入による為替レートの急落を防ぐために、中央銀行が外貨買い（国内通貨売り）を行うと、国内で通貨量が増加する。この時、政策当局が通貨量増加を容認すると（胎化政策）、国内金利が下落することによって為替レートの上昇を期待でき、為替市場介入の有効性が高まる。しかし、国内インフレ率の上昇圧力が最も高くなる。一方、政策当局が不胎化政策を行うと、国内インフレ率の上昇圧力は防止できるが、証券市場での債券供給が増加し、金利が引き上げられ、タイムラグによってまだ為替レートの下落を引き起こすのである。このように、為替市場への介入は為替レートの安定効果が一時的であり、さらにインフレ率との関係が trade-off にあることから、介入の適切な時点と経

済状況を考慮した金融政策と為替政策の組み合わせが重要になる。

最後に、フロート制での金融政策の効果を見てみよう。図3-2のように最初の対内外均衡点が $IS_0 \cdot LM_0 \cdot BP_0$ 曲線が交わる E_0 に成立したとしよう。金融緩和政策によって LM_0 が LM_1 に移動し、新しい対内均衡は E_1 になる (①)。 E_1 は BP_0 曲線の下に位置して国際収支の赤字を表す点である。このため、為替レートは上昇により純輸出が増加し、 IS_0 と BP_0 はそれぞれ IS_1 と BP_1 に移動する。そして、新しい対内外均衡が E_2 で形成される (②)。 E_2 点は、 E_1 より所得増加が大きいのである。また、第1章の想定のように水平形の BP 曲線であれば、金融政策の効果は最も大きくなる。

以上のように、フロート制の下での金融政策の効果が大きいというのが明確になっているが、金融政策が為替レートに与える影響があるという実証研究がある一方、為替レートの経路は独立的にあるのではなく、金融政策が金利波及経路を通じて投資、生産などの実体経済部門の影響を与えた結果としてなる2次的結果である主張もあるのである¹²⁾ また、為替レートの変動に対し金融政策が有効であるとしても、その効果の大きさは対外開放度や金融市場の構造などの度合いによって異なってくる。

3.2 為替レートの変動と物価・金利

フロート制の下では、為替レートの変動性が高まり国際貿易の減少をもたらす可能性が高い。しかし、第1章で見たように、資本移動自由化が進んだ国が為替レートの安定を図ろうとすると、金融政策を独立的に運営できなくなる。ちなみに、資本の海外流出入が安全に自由である固定為替相場制では、国内金利は海外金利と通常等しい水準で決められる。これは、通貨量（あるいは金利）が目標である為替レートの水準を達成するために使われるので、所得、物価など中央銀行の最終目標を達成するために独立的に使用できないということの意味する。

簡単な利子率平衡説によると、資本の自由的な移動がある経済環境で、各国

金融資産の資産間に完全な代替性があると仮定すれば、国内金利は r 海外金利 r^f に期待為替レートの切り下げ率 $((E^e - E)/E)$ を足したものと等しくなる。この時、為替レートが固定されれば、期待為替レートの切り下げ率が 0 になり、また $r = r^f$ になる。もし、両国の金利が一致する均衡状態の中、通貨量が減少すると、国内金利が海外金利より上昇し、海外からの資本流入が増え、為替レートの下落(切り上げ)の圧力になる。この場合、固定為替相場制の下では、為替レートの目標水準を維持するため、中央銀行は外貨買い(自国通貨売り)を行うが、このため、国内では通貨量が再び増加し、金利水準は元に戻る。

これに対して、フロート制の下では、資本流出入が為替レートの変動によって吸収されるため、金融政策当局は独立的に、国際金利と異なる水準で国内金利を決定することができる。したがって、通貨危機以後、フロート制を採用している東アジア国々は、金融政策の独立性が高まっていると考えられる¹³⁾

第2章で見たように IT の下では、国内金利が重要な操作変数であることがわかった。金利と為替レートは市場需給の状況によって決められるものである一方、金融政策当局の意思が反映されている変数でもある。過去、東アジア各国がある程度この両変数をそれぞれ統制することができたかもしれないが、金融及び為替市場の自由化によって両変数間の関連性が高まっている今では、そのことが難しくなったと言える。また、両変数の中、政策目標に当たっていずれを調整したとしても、他の変数とその目標と相違なる方向へ動いてしまう可能性が高まっていると考えられる。

例えば、通貨危機以後、東アジア各国が沈滞していた景気を回復することと外貨準備を拡充して経常収支の黒字を維持しようとしたとしよう。為替レートが過度に切り上がると、輸出競争力の低下により経常収支が悪化されることを防ぐため、金融政策当局が、ドル買い・各国通貨売りを行う。これは国内での通貨量の増加を招き、インフレ上昇圧力となる。そこで、金融政策当局が通貨安定証券や国債などを発行して、国内通貨を吸収する。しかし、またこれによって金融市場では債券供給が増加し、金利上昇圧力になる。結局、政策目標で

あった景気回復と金融市場の安定という方向とは異なる結果になるのである。

一方、ITは為替レートの安定に寄与する可能性がある。理論的には全ての国々がITを採用する場合、長期的に購買力平価によって為替レートの安定に寄与する。また、第1章で検討したように、国別にITを採用する場合、海外要因のショックにより為替レートが不安定になると、ITの下では金融政策対応により為替レートの安定を図ることができる。例えば、国際金利が上昇すれば、国内通貨が切り下がり、国内物価が上昇することになる。この場合、政策当局はインフレを統制するため金利を引き上げ、為替レートは再び安定に戻る。

ITを採用する国で、為替レート変動に対して金利政策をどうすれば良いかについて、興味深い例がある。東アジア通貨危機発生以後、当時すでに開放経済体制の下でITを採用していたニュージーランドとオーストラリアが、自国通貨の切り下げの圧力に対してそれぞれ異なる金融政策を運営し、異なる結果を見せた¹⁴⁾。まず、ニュージーランドは1997年7月タイバツの切り下げ以後、自国通貨の切り下げを見通し、MCI (Monetary Conditions Index)¹⁵⁾内の為替レートを安定させることによってインフレ上昇圧力を抑えるため、金利を200bp引き上げる政策を実施した。その結果、短期金利は1998年6月まで9%以上を記録し、景気鈍化を経験せざるを得なかった。一方、オーストラリアは東アジア国々の景気沈滞により輸出が大幅鈍化すると見通し、これが交易条件悪化を引き起こし為替レートの上昇に繋がると判断した。しかし、オーストラリアはむしろ短期金利を50bp引き下げ、1998年末まで5%代を維持した。その結果、ニュージーランドが深刻な景気鈍化に陥ったことに対してオーストラリアは20%程度の為替レート上昇にもかかわらず、インフレ上昇率は2～3%代で目標を達成することができた。

これらの国の経験が示唆するのは、海外ショック（為替レートの変動）が交易条件の悪化を引き起こし、そのため、国内需要の低下とデフレの可能性に対してむしろ金利引き下げの金融緩和政策を行う必要があることである。

為替レートの変動に対応する IT 政策について 2 つの研究を参考にしたい。まず、Bharucha and Kent (1998) は、オーストラリアの IT 政策を評価するため、小規模開放経済モデルを設定する際に、為替レートが物価に与える影響を交易財部門と非交易財部門にわけ、それぞれのインフレ・タイプを分析している。彼らの論文の中では、総 IT (aggregate inflation targeting) 政策と非交易財 IT (non-traded inflation targeting) 政策を比較している。非交易財 IT 政策の下では、中央銀行が為替レートの変動を容認する政策対応を見せていると分析している。為替レートの変動に対する総 IT 政策は、短期金利を急激に調節しながら対応する。このとき為替レートは安定的であるが、生産と非交易財インフレの変動をもたらす。一方、需要と供給の変動に対しての非交易財 IT 政策は、短期金利の調節を通じて非交易財インフレと生産を安定化させるが、為替レートと総インフレの変動をもたらすということを強調している。

また、Svensson (2000) は小規模開放経済の下で期待 (expectations) 予測が含められた総供給と総需要関数を検証している。開放経済では、消費者物価指数の上昇率 (CPI inflation) と国内物価指数 (domestic inflation) の差が生じることに注目し、IT を厳格に (strict) 運営する時と伸縮的 (flexible) に運営する時、ターゲティング効果が異なると指摘している。この差を分析した結果、消費者物価指数の上昇率ターゲティングが消費者物価上昇率を安定させ、GDP ギャップや実質為替レートの変動を緩和することを指摘している。まだ、伸縮的な IT では、長期的にインフレ率を安定させる効果があり、実質変数の安定にも貢献している。しかし、厳格な IT、例えば、硬直な消費者物価指数の上昇率ターゲティングでは、短期的に消費者物価を安定させるため、直ちに為替レートのチャンネルを使用することになるから、実質変数及び実質為替レートの変動が高まると言っている。(未完、次号に続く)

注

- 1) 金炳宣 (2004) によると、通貨危機以前、東アジア各国の為替レートは米ドルレートに

極めて安定してきたが、危機以後では各国為替レートは円ドルレートの変動にやや高く反応する中、バスケット上の米ドルのウェイトが減少したことが分析されている。

- 2) なお、これらの国々の変動相場制は純粋な変動相場制ではなく、管理フロート制との見方が強い。
- 3) 通貨量や為替、あるいは物価変数などのように金融政策を行う際、その準拠になる名目基準指標を指すものである。
- 4) ここで論じるのは小国開放経済に当たるものであることを念頭にする。ある経済が *BP* 曲線の上(下)にある場合、金利に比べ所得水準が高い(低い)ため、国際収支は黒字(赤字)になる。資本流入の自由度が高まるほど、*BP* 曲線の傾きは緩やかになる。
- 5) KOBE RESEARCH PROJECT (2001), 「A CASE FOR A COORDINATED BASKET FOR ASIAN COUNTRIES」, p. 130 参照。
- 6) 横溝 (2000), p. 153 参照。
- 7) 古川 (2002), p. 235-237 参照。
- 8) カナダは、当時のインフレ上昇圧力が賃金及び価格上昇の悪循環に繋がらないように期待インフレ率を抑制するため導入した。イギリスは1992年9月為替危機とポンドの流動化により落ちた通貨政策に対する信頼性を回復するため導入。スウェーデンは、長期間実施していた固定為替相場制、いわゆる為替ターゲットングを通じて物価安定を追求してきたが、1992年為替危機をきっかけに変動為替相場制へ移行後、通貨政策の信頼性が落ち自国通貨も大幅切り下がった。その後ニュージーランドの通貨政策運営方式を参考し緊急に導入した。
- 9) これは、Fischer の実質利子率方程式、ちなみに、 $r = R - \pi^e$ から確認できる。 r は実質利子率、 R は名目利子率、 π^e は期待が含まれた将来インフレ率である。
- 10) Mishkin (2000), p. 18-26, Masson et al (1997), p. 7-10 を参照した。
- 11) マネタリー・ターゲットングと為替ターゲットングも通貨量や為替の目標値を数値で公表するが、IT の場合、通貨量や為替に比べ各経済主体の心理にもっと影響を及ぼす可能性が高い。例えば、今年通貨量目標を5%と公表したとしてもその数値が各経済主体にどういう意味合いがあるかは確かに分かり難いことであるが、消費者物価目標を3%にしようというのは各経済主体が経済活動の基準として目安所がある。具体的に、公表された物価目標値に従って労使間の賃金協商や公共料金を決定する際に目安指針になるのである。
- 12) Talyor (2000), p. 13-16 参照。
- 13) 金融政策の独立性程度は為替制度とともに、資本移動性の大きさからも影響を受ける。例えば、固定為替相場制の下で、資本移動が制限されると、金融政策の独立的な運営は可能である。資本移動の制限がある固定為替相場制の下では、国際収支の黒字や赤字は、為替レートの変動をとまわず、国内通貨量だけに影響を与え、*LM* 曲線の移動によって調整される。
- 14) Clinton (2001), p. 28-32 参照。

- 15) 為替レートの変動は、経済需要面を通じて物価に影響を与えるとともに、輸入物価の変動による直截な影響を物価上昇率に与える。特に、ニュージーランドのように対外貿易依存度の高い国ではその影響が大きい。それで、ニュージーランドでは、金利と為替レート両方が物価に与える影響を捉える必要があつて **MCI** という指標を開発した。この指標は、実効為替レートと短期金利の動きを加重平均し、金融情勢が緩和方向、つまり、低金利あるいは自国通貨安あるいは両方にあるか、それとも高金利あるいは自国通貨高あるいは両方にあるかを全体として判断しようとするものである。例えば、ニュージーランドでは、実効為替レートと短期金利（3ヶ月物）のそれぞれの変化率を1対2の割合で加重平均した指標を用いた。また、カナダでは、同様に1対3の割合で加重平均している。この指標は、為替レートの影響を強く受けやすい国々が金融情勢を判断する上で便利な指標であり、一時的に、中央銀行もこれを重視する金融政策をとった。しかしながら、ニュージーランドでは、1997年、アジア危機の影響を受け、通貨が大幅に下落し、市場では、中央銀行が **MCI** の安定的な推移が金融政策の実務上の目標であることを受けて、通貨の大幅下落を相殺するように短期金利が上昇するという現象が起きてしまった。これにより、アジア危機という外部ショックによる景気鈍化が大きくなってしまい、ニュージーランドは **MCI** 指標を放棄したのである。

付 表

表1-1 アルゼンチンの財務収支 (単位: 百万ペソ)

	93	94	95	96	97	98	99	00	01
財務収支	2,730.5	-285.9	-1,373.3	-5,264.4	-4,276.6	-4,073.5	-4,768.4	-6,791.6	-8,719.3

(出所) IMF の “World Economic Outlook Database” Sep. 2002 より作成。

表1-2 アルゼンチンの失業率 (各年10月の失業率) (単位: %)

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02
失業率	6.3	6.0	7.0	9.3	12.1	16.6	17.3	13.7	12.4	13.8	14.7	18.3	17.8

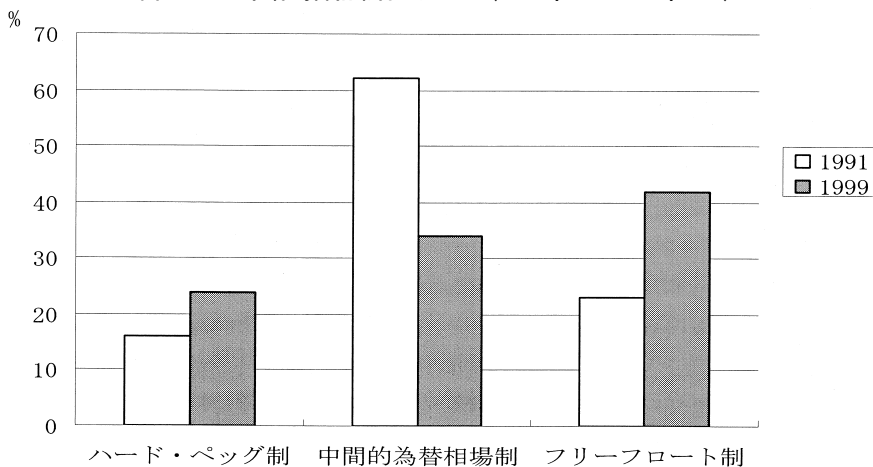
(出所) IMF の “International Financial Statistics” (IFS) より作成。

表2-1 ITと中間目標の違い

	運営のアプローチ
IT	<p>金融政策手段 → 操作目標 → 最終目標</p> <p style="text-align: center;">↑</p> <p style="text-align: center;">情報変数</p>
中間目標	金融政策手段 → 操作目標 → 中間目標 → 最終目標

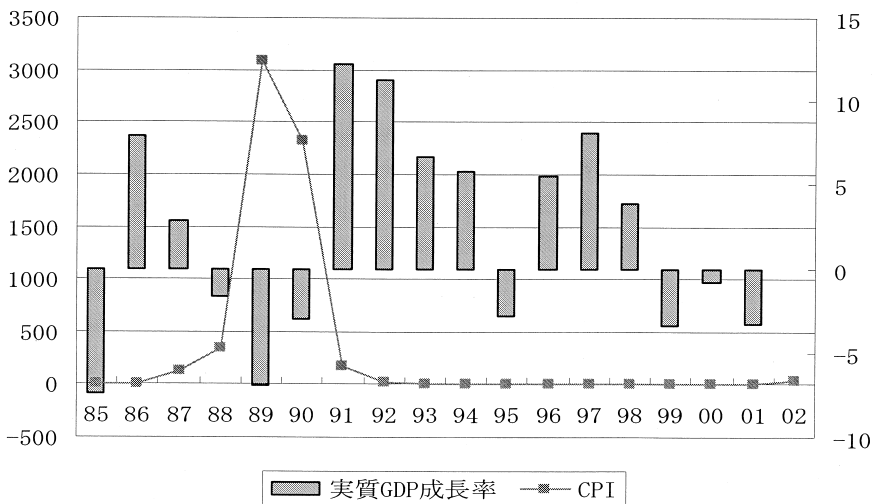
(出所) Oh (2002), p. 5.

図 1-1 世界為替相場制のシェア (1991 年から 1999 年まで)



(出所) Fischer (2001), p. 33 から。

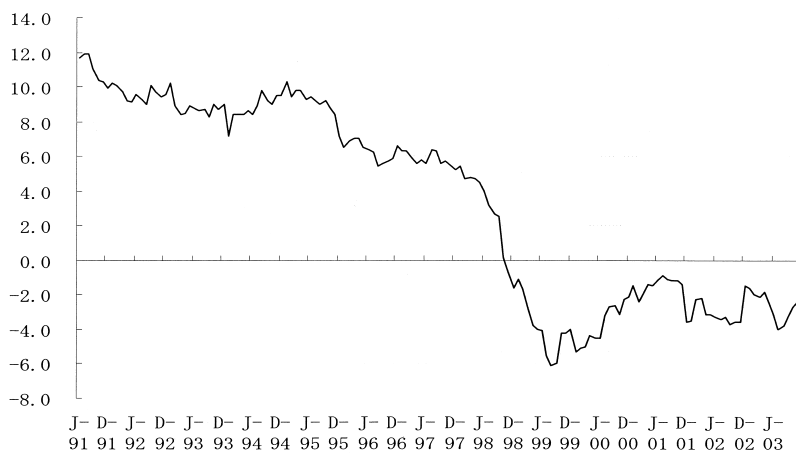
図 1-2 アルゼンチンの消費者物価上昇率と実質 GDP 成長率 (%)



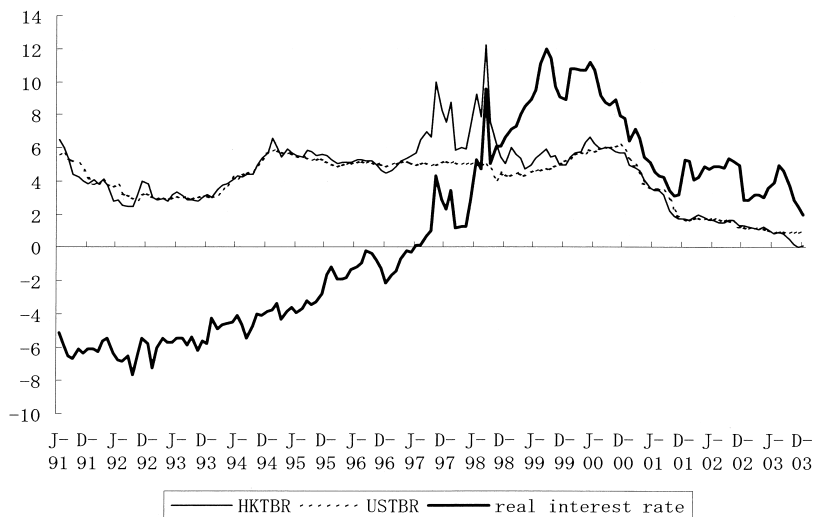
(出所) IMF の “International Financial Statistics” から作成。

図1-3 香港のインフレ率と実質金利

a. CPI 推移



b. 実質金利の推移



(注) CPI は前年比, HKTBR は香港の Treasury Bill Rate, USTBR は米国の Treasury Bill Rate を指す。

(出所) CPI は Hong Kong Monetary Authority, 他は IMF の “International Financial Statistics” から作成。

図 1-4 資本自由化と固定為替相場制下での金融政策

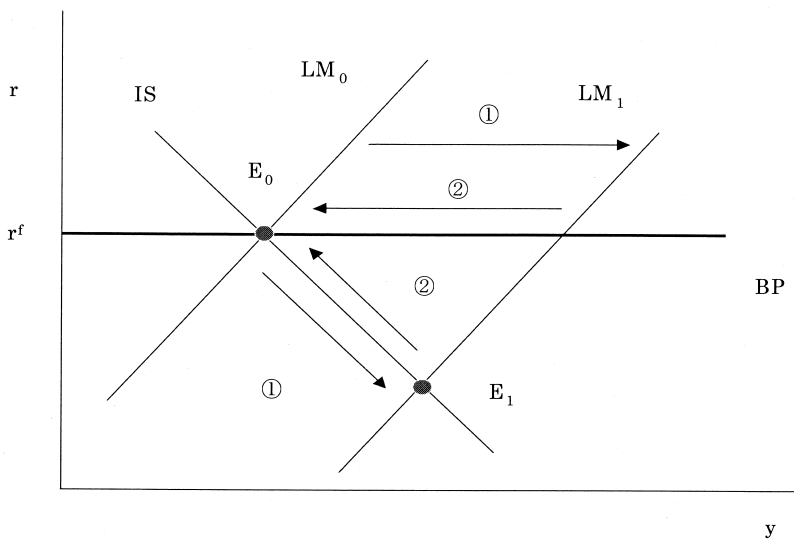


図 1-5 資本自由化とフロート制下での金融政策

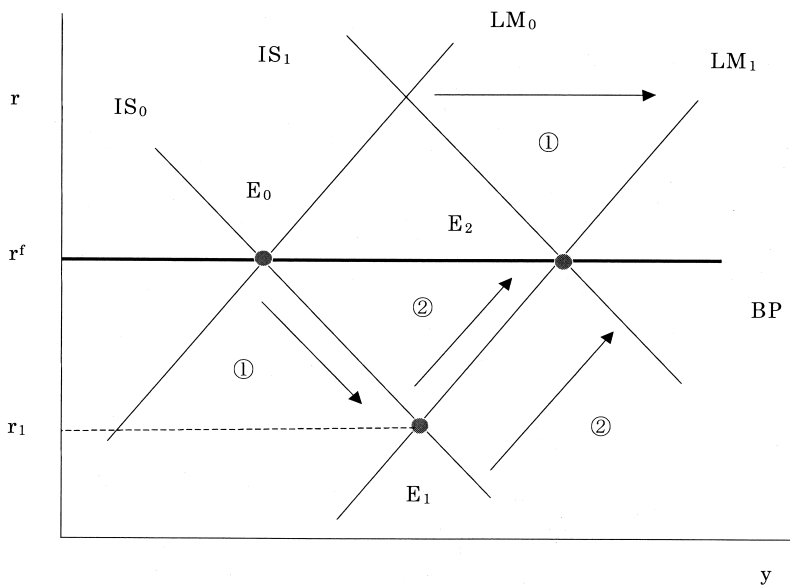


図 3-1 資本自由化とフロート制下での財政政策

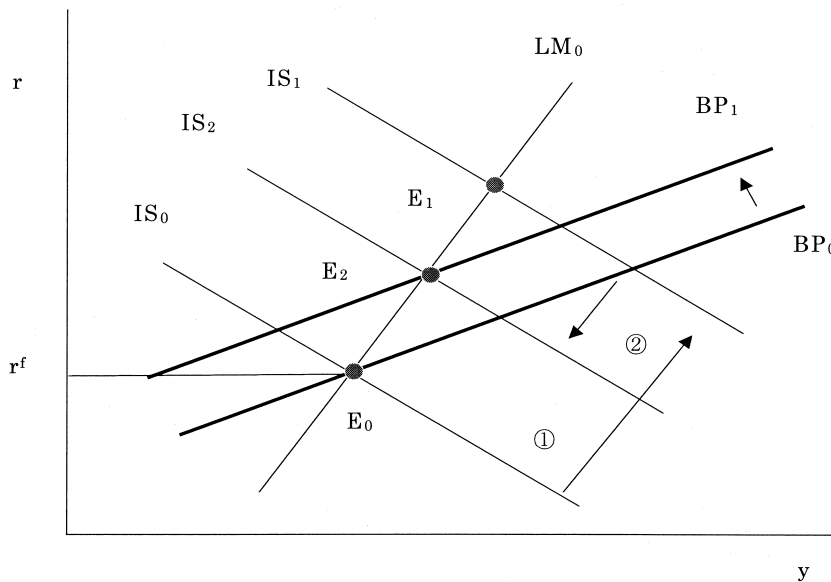


図 3-2 資本自由化とフロート制下での金融政策

