

アジア諸国のインフレーション・ ターゲティングと為替政策^{*1}

開発金融研究所主任研究員 林 伴子

要 旨

インフレーション・ターゲティングを金融政策運営の枠組として採用する中央銀行は、先進国のみならずエマージング・マーケット諸国でも増加しており、アジアにおいても、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンが導入している。これらアジア諸国は、事実上のドル・ペッグがアジア通貨危機の原因となったことから、危機後、ハード・ペッグ（ドル化、カレンシー・ボード制）が変動為替相場制といういわゆる「二つのコーナー解」の議論のなかで変動相場制を選択し、金融政策のアンカー（拠りどころ）として新たにインフレーション・ターゲティングを導入した。

アルゼンチン危機によりカレンシー・ボード制の長期持続性について問題点が明らかになった現在、「二つのコーナー解」への疑問が投げかけられているが、もう一つの極である変動相場制とインフレーション・ターゲティングの組み合わせは持続可能なかどうか、それともBBC提案等の中間的な形態の為替相場制度が望ましいのか。この問題を解く一助として、本論では、アジアで最初にインフレーション・ターゲティングを導入した韓国の事例を取り上げ、その有効性を評価する。このため、まず先進国における経験から、インフレーション・ターゲティングが効果的に機能するための条件を整理し、特に、中央銀行の独立性、インフレ目標とする指標の吟味と目標の設計が重要であることを明らかにする。その上で、韓国のインフレーション・ターゲティングを評価し、エマージング・マーケット諸国特有の問題への対応や為替政策との関係について考察する。特に、効果的な運営のためには、韓国銀行の独立性の更なる強化、インフレ目標の幅の拡大と水準の見直し、目標期間の長期化等の改善が望まれることを示す。

Abstract

An increasing number of central banks in emerging market countries have adopted flexible exchange rate regimes combined with inflation targeting as an anchor. In Asia, Korea, Thailand, Indonesia, and more recently the Philippines joined this club, partly because their previous *de facto* dollar peg regimes were considered major sources of the Asian currency crisis in 1997, and two-corner solutions, i.e., hard peg or flexible exchange rate regime combined with inflation targeting, seemed to provide a more resilient framework. The recent crisis in Argentina, however, put a big question mark on the sustainability of the currency board system and thus two-corner solutions. Will the other corner solution survive? Or would some intermediate options such as the BBC idea offer a more suitable solution? To address this issue, the discussion on inflation targeting in emerging markets must be further deepened.

Referring the lessons from the advanced inflation-targeting countries, including the importance of the independence of central banks and the critical role of the design of targets and frameworks, the

* 1 本研究の過程で、伊藤隆敏東京大学教授をはじめ、深尾光洋慶應義塾大学教授、渡辺努一橋大学助教授、李鍾和高麗大学教授、高安雄一在韓国日本大使館一等書記官、韓国銀行関係者から貴重な御助言を頂きました。この場を借りて御礼申し上げます。

Korean inflation targeting is examined as an important example, which Korea introduced first in Asia. The evaluation will include the more independent legal status of the Bank of Korea, a wider band of the target and a longer target horizon that would be helpful in making the framework more effective.

はじめに

1997年のアジア通貨危機後、変動為替相場制に移行した国々の間では、インフレーション・ターゲティングを金融政策運営の枠組として採用する国が増加している。1998年に韓国が採用したのをはじめ、2000年にタイ、インドネシアが導入し、最近では、2002年1月よりフィリピンがインフレーション・ターゲティングを開始した。

インフレーション・ターゲティングは、OECDに加盟する先進国30カ国のうち10カ国が採用しており*²、非OECD諸国では、アジア以外では、チリ、ブラジル、イスラエル等が採用し、その数は増えつつある（図表1）。

本論では、まず、通貨危機後、アジア諸国がインフレーション・ターゲティングを採用した背景を為替相場制度との関係から論じる。次に、英国、カナダ等先進国における経験・教訓から、インフレーション・ターゲティングが効果的に機能するための条件を整理する。その上で、アジアで最初に導入され、既に4年を経ている韓国のインフレーション・ターゲティングの事例を取り上げ、その有効性を評価するとともに、効果をあげるために必要な改善の方向性を検討する。

図表1 インフレーション・ターゲティングを採用している国々

	国名	開始年
アジア	韓国	1998
	インドネシア	2000
	タイ	2000
	フィリピン	2002
アジア以外	OECD諸国	
	ニュージーランド	1990
	カナダ	1991
	英国	1992
	フィンランド*	1993
	スウェーデン	1993
	豪州	1994
	スペイン*	1994
	チェコ	1998
	ポーランド	1998
	メキシコ	1999
	スイス	2000
非OECD諸国	チリ	1991
	イスラエル	1992
	ペルー	1994
	ブラジル	1999
	コロンビア	1999
	南アフリカ	2000

注) *印の国は1999年よりEMUに参加しており、現在は独自の金融政策はない。

出所) 各国中央銀行資料

* 2 中央銀行の数でみると、EMUに参加する12カ国はECBによる共通の金融政策のもとにあるので、OECD諸国の中央銀行の数は19となり、過半（19中銀のうち10中銀）がインフレーション・ターゲティングを採用していることになる。なお、ECBは、インフレーション・ターゲティングを採用していないが、物価とマネーサプライの両方を重視するいわゆる「二本柱アプローチ」をとっており、マネーサプライの伸び率とGDP成長率の相関関係が不安定なので、最近では、物価上昇率（HICP（Harmonized Index of Consumer Prices）；参加各国間の統計上の相違を調整した物価上昇率）を年率2%以下に維持することを事実上の金融政策のガイダンスとしている。ここでは、ECBは、インフレーション・ターゲティングを採用していない国としてカウントしているが、実際上インフレーション・ターゲティングに近づきつつある。

第 章 アジア通貨危機後の選択肢

1. アジア通貨危機の発生原因と 為替相場制度

1990年代、東西冷戦の終結、グローバリゼーションの進展、情報通信技術の革新、金融技術の発達等を背景に、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しいタイプの通貨・金融危機も現れるようになった。すなわち、エマージング・マーケット諸国において、1994-95年のメキシコ危機、1997年のアジア通貨危機など、大規模かつ急激な資本の流入と流出、これによる外国為替市場の動揺と大幅な通貨下落、国内金融システムの崩壊といった事象を内容とする一連の危機が起きた。

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。すなわち、1980年代までの通貨危機は主として国際収支危機によるもので、財政の引き締め及び金利の引上げにより国際収支の均衡を回復するというのが典型的な処方箋の内容であった。

これに対し、1990年代の通貨危機は、経済の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底にある。当該国のファンダメンタルズの問題の深刻さにかかわらず、危機は、大規模かつ急激な資本の流出を契機とする為替相場の大幅な下落から発生している。特に、これらの危機発生国においては、為替相場制度を事実上のドル・ペッグとしていたことが危機を引き起こす一つの要因を構成していたとの見方が大勢である（例えば、Ito, Ogawa and Sasaki (1998)）^{*3}。すなわち、事実上のドル・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、当該国の弱体な銀行部門、不十分な金融監督という構造問題もあって、国内の実物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・株式等の資産バブルを生み出してしまった。また、アジアの危機諸国についてみると、1995年春から1997年にかけての大幅な円高から円安への修正局面で、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のにもかかわらず、実際の為替相場はドル・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、いったん流出が起こり始めると逃げ足が速く、ヘッジ・ファンド等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なかでの新しいタイプの危機を未然に防ぐためには、どのような為替相場制度を採用すべきであろうか。この問題は、アジア通貨危機後、さまざまなフォーラムで議論を呼び、依然としてコンセンサスは得られていない。

現実をみても、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、一方、タイ、韓国、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^{*4}。

次節以降では、アジア通貨危機後、エマージング・マーケット諸国における為替相場制度をめぐる国際機関及び学界における議論を整理する^{*5}。

*3 通貨危機以前、これらの国々では、正式には通貨バスケット方式による管理為替相場制であった。バスケットを構成する各通貨のウェイトは未公開であるが、通貨危機以前の為替レートの動きの実証研究によれば、ドルに圧倒的なウェイトを置いて決定されており、事実上のドル・ペッグであったのではないかとこの見方が支持されている（Frankel and Wei (1994)）。

*4 なお、これらの国々の「変動相場制」は純粋なフリー・フロートではなく、管理フロート制との見方もある。この点については、後述する。

*5 国際金融論では、「資本の自由化」「固定為替相場制度」「金融政策の自主性」の3つを、同時に完全に両立することは不可能であるというトリレンマがよく知られている。この議論は、結局いずれを取り、いずれを捨てるかという問題に帰着する。

2. 「2つのコーナー解」

アジア通貨危機後の為替相場制度に関する考え方は、いわゆる「2つのコーナー解」という考え方で、BBC等の中間的な考え方の大きく二つに分けられる。

「2つのコーナー解」とは、エマージング・マーケット諸国の為替相場制度は、カレンシー・ボード制やドル化という完全なハード・ペッグか、あるいは完全変動相場制という解という両極端の二つしかないという考え方である。そして、完全変動相場制を選択する場合には、金融政策運営のアンカー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も含まれている。アジア通貨危機等の反省から、両者の中間的な制度（ソフト・ペッグ）は、国際的な資本の流入のエクスポージャーが高いエマージング・マーケット諸国のような国々では、市場の攻撃を受けやすく適当ではないという見方が背景にある。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、国際収支問題に至りやすいこと、また、為替ヘッジをしないドル建て対外民間債務が増え、為替切下げの際に対外民間債務問題が同時に起きる可能性が高いという問題もある。

例えば、2001年春のIMF "World Economic Outlook"は1990年代のエマージング・マーケット諸国における物価上昇率の低下傾向について特集しているが、そのなかで、エマージング・マーケット諸国の金融・為替政策が「二つのコーナー解」に収斂しつつあることを示し、特に、インフレーション・ターゲティングの採用が期待インフレ率の低下・安定化を通じて経済の安定的な成長に寄与するとしている。図表2は、アジア、中南米等のエマージング・マーケット諸国24カ国の金融・為替政策の推移を示したものである。1980年代半ばには、ソフト・ペッグ（クローリング・ペッグ

やクローリング・バンド等を含む)が8割を占め、変動相場制をとっていたのは2割の国々に過ぎなかったが、1990年代に変動相場制に移行する国々が増加し、一方、ハード・ペッグ（ドル化、カレンシー・ボード制）を採用する国々も増加した。この結果、2000年にはソフト・ペッグを採用する国々は2割程度に過ぎなくなり、7割の国々が変動相場制を採用している。また、1990年代後半には、変動相場制の中でもインフレーション・ターゲティングを金融政策のアンカーとして採用する国々が増加している。IMFは、チリ、ブラジル等6カ国のエマージング・マーケット諸国^{*6}の例を検証し、変動相場制とインフレーション・ターゲティングの組み合わせはこれまでのところ比較的うまくいっていると評価している。

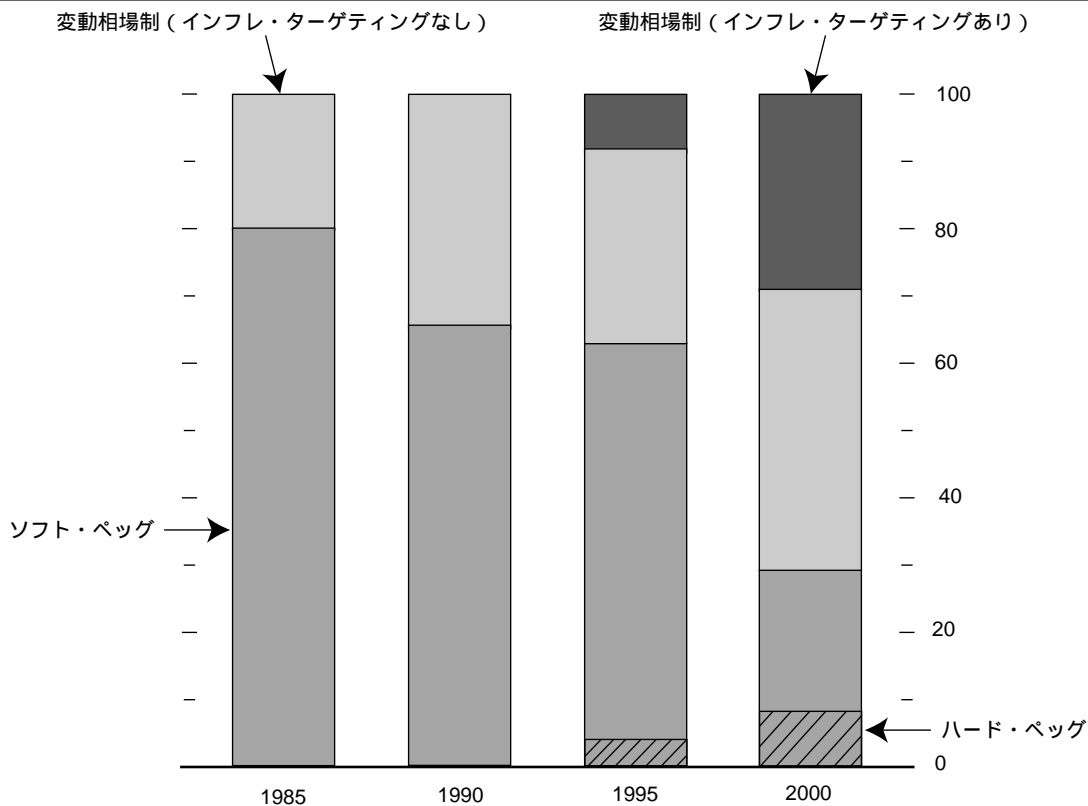
3. BBC提案

大幅な為替相場の変動は、企業活動の先々の見通しを立てにくくし、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。輸出入比率の高い国が多いエマージング・マーケットの場合には、経済成長の観点からは、変動相場制よりも、ソフト・ペッグなどある程度為替相場を安定させる何がしかの仕組みがあった方がよいという考え方もある。また、変動相場制の下、市場で決まる為替相場が本当に実体経済の実力を反映したものととは限らない（ミスアラインメント）という議論もある。さらに、政策担当者の間にはFear of Floatが強く、たとえ公式には変動相場制に移行しても、実際には、想定された為替相場目標圏内におさめるよう相当程度の為替介入をする管理フロート制をとっているのではないかという分析もある（Calvo and Reinhart (2000)）。

中間的な為替相場制度は、市場の攻撃に弱いという短所はあるものの、上記のような観点から、その長所を強調する意見もある。例えば、米国ワシントンDCの国際経済研究所のジョン・ウ

* 6 ブラジル、チリ、チェコ、イスラエル、ポーランド、南アフリカの6カ国のインフレーション・ターゲティングについて研究した結果をまとめ（Schaechter, Stone and Zelman, 2000）、これを引用している。なお、アジア諸国のインフレーション・ターゲティングについては検討していない。

図表2 エマージング・マーケット諸国の金融・為替政策枠組み（採用国数の割合（％））



出所) IMF (2001)

ウィリアムソン上級フェローは、管理フロートは透明性に欠けるとして批判した上で、中間的な為替相場制度、例えばBBC (Basket, Band, Crawl) ルールを採用してはどうかとの提案を行っている (Williamson (2000))。具体的には、貿易ウェイトを加味したドル・円・ユーロから成る為替バスケット (Basket) に対し、自国通貨をある程度の幅 (Band) (ウィリアムソンはプラスマイナス10ないし15%程度を提案) 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随時見直して動かす (Crawlさせる) というものである。このBBCルールであれば、ある程度先々の為替の予想が立ちやすいので、各経済主体は的確な投資決定ができる。しかも、単一通貨ではなくバスケットに対してペッグしているので、ドル以外の通貨、例えば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。

他方、BBCルールが市場の信認を得て、投機筋に売り込まれたりしないようにするためには、常

に適時適切な中心レートを見直してクロールさせることが重要なポイントとなる。

4. アルゼンチン危機と「2つのコーナー解」への疑問

第2節で紹介した「2つのコーナー解」は、資本移動の下で存続可能な為替制度は、変動相場制とハード・ペッグ (カレンシー・ボード制とドル化) という二つの両極に限るという議論であった。2001年の春までは、ハード・ペッグの好例として、香港、アルゼンチンのカレンシー・ボード制、エクアドルの完全ドル化がよく挙げられていた。

しかし、2001年夏以降現在も続くアルゼンチンの通貨危機は、こうした「2つのコーナー解」の議論に大きな疑問符を投げかけた。アルゼンチンの危機は現在も進行中であり、その詳細な要因分析も今後の研究の進展を待たなければならないが、現時点で可能な範囲で、以下、カレンシー・ボード制との関係を考察する。

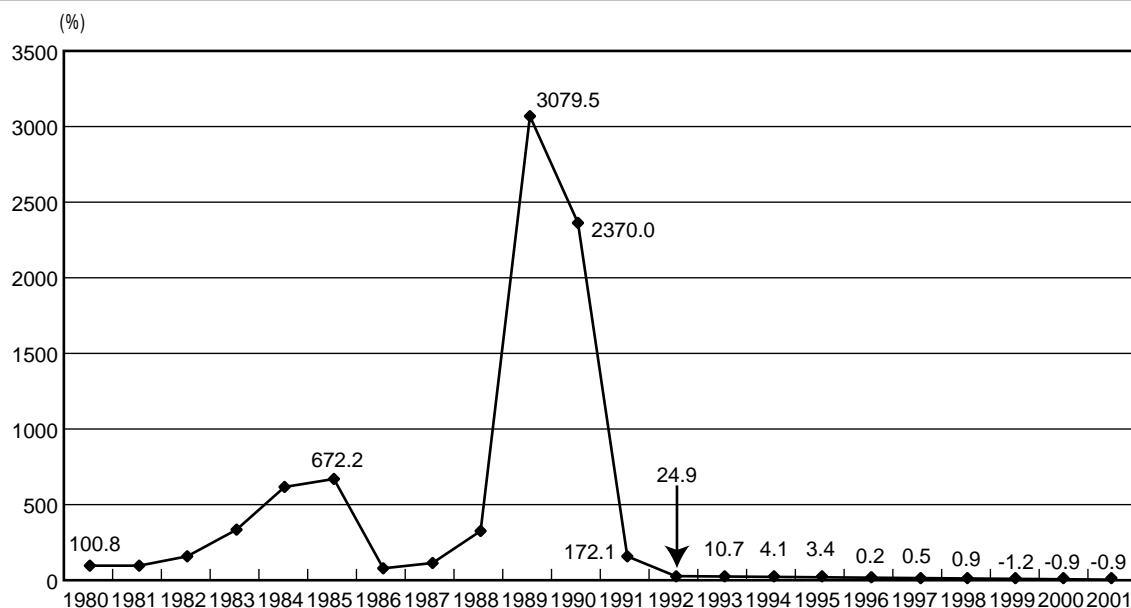
確かに、カレンシー・ボード制は、1980年代のアルゼンチンの慢性的な高いインフレを収束させるには有用であった。図表3に明らかなように、1991年のカレンシー・ボード制の導入により、アルゼンチンの物価状況は劇的に変化した。1980年代のアルゼンチンは、ほぼ毎年、年率3桁の高インフレに悩まされ、経済成長率もマイナスの年の方が多いという状況であった。1989年及び1990年には更にインフレが高進し、消費者物価上昇率はそれぞれ3079.5%、2370.0%と前年に比べて物価がほぼ31倍あるいは24倍になるという極めて厳しいハイパー・インフレーションに陥った。1991年4月に兌換法が制定され、カレンシー・ボード制が導入されたことにより、為替レートは1ペソ＝1ドルに固定され、マネーサプライは外貨準備高に応じて供給されることとなった。これにより、ハイパー・インフレは急速に収束し、1993年の物価上昇率は10.7%、1994年以降は5%以下となった。また、期待物価上昇率が大幅に低下することにより、金融は正常化し、ビジネス環境が安定化して投資は活発化し、消費も割賦販売による耐久消費財の売上げが増加するなど、投資・消費両面で好影響が現れた。経済成長率も、1995年のメキシコ通貨危機の影響を受けたときを除けば、1997年までの7年間は高成長を継続した（図表4）。

しかしながら、1990年代後半のアルゼンチン経済をみると、カレンシー・ボード制が適切に機能するためのさまざまな要件のうち、重要な二つが欠如していた。

一つは、財政の均衡維持である。カレンシー・ボード制は、その定義上、マネーサプライを外貨準備高に固定している。だからこそ、ハイパー・インフレに対して強烈な引き締め効果を発揮し、経済主体の高い期待インフレ率も急速に沈静化する。しかし、財政支出が大幅に歳入を上回る状態が継続すると、マネーサプライが固定されているために高金利が持続し、結果として民間の投資活動をクラウディング・アウトしてしまう。アルゼンチンの財政収支をみると、1994年までは黒字ないし小幅の赤字であったが、1995年以降、税収が停滞する一方、州政府への財政移転、対外債務利払い等を中心に歳出が拡大し、急速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。

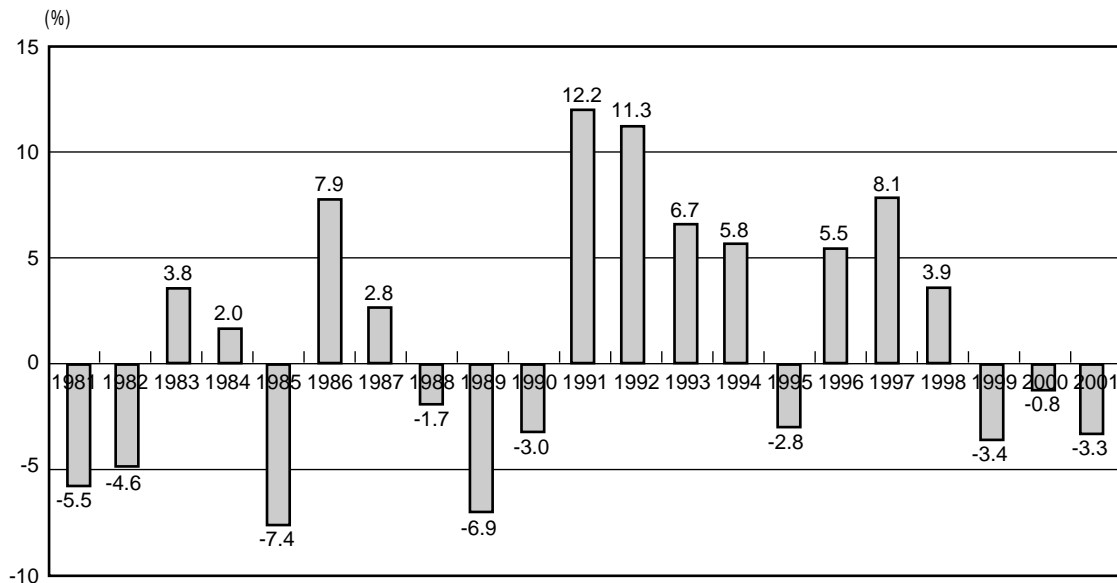
もう一つの要件は、労働市場も含め市場が十分柔軟で、賃金を含む価格が十分に伸縮的であることである。固定為替レートであるから、ドルが米国の国内要因その他の要因で増価すれば、アルゼンチンの輸出競争力が低下する。これを防ぐためには、国内物価、国内賃金が下がる必要がある。

図表3 アルゼンチンの消費者物価上昇率の推移



出所) IMF* International Financial Statistics*

図表4 アルゼンチンの実質GDP成長率の推移



出所) EIU

しかし、多くの国々同様、アルゼンチンの賃金には下方硬直性があり、労働市場が賃金によっては調整されなかった。1990年代ドル高の継続、すなわちペソ高の継続は、ブラジルのレアル切下げもあいまってアルゼンチンの産業の輸出競争力を低下させた*7。しかし、この過程で労働市場が賃金によっては調整されなかったため、失業が継続的に増大し、2001年秋には18%前後と社会的に持続不可能な水準にまで至った。

このようにカレンシー・ボード制が持続するための重要な要件が欠如していたことに加え、カレンシー・ボード制であったために機動的な対応ができなかった側面もある。カレンシー・ボード制では、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、スパイラル的な悪化、縮小均衡に陥る可能性がある。また、アルゼンチンでは、経済主体の抱える債務の多くがドル建てである。この慣行は、過去の高インフレ時代の負の遺産ともいえるが、これがカレンシー・ボード制の放棄や為替相場の切下げを困難にしていた側面にも注

意すべきである。本来は、例えば、ブラジルがレアルを切り下げた時点で、本来は、アルゼンチンも切下げを検討すべきではなかったか。

要約すれば、アルゼンチンでは、カレンシー・ボード制は、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・ボード制を運用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、輸出競争力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年秋からの一連の危機を招いたと考えられる。

今回のアルゼンチン危機の教訓をまとめるためには、更なる事態の推移をよく見極める必要があるが、あえて大胆にまとめれば、カレンシー・ボード制は高インフレ収束に有効ではあるが、長期的に制度を維持するためには厳しい要件が必要である点については、とりあえず銘記されるべきと考える。

なお、アルゼンチンは、2002年1月のカレンシー・ボード制放棄、二重為替相場制への移行を経て、同年2月に変動為替相場制に移行したが、今

*7 ブラジルはアルゼンチンの最大の輸出相手国であり、対ブラジル輸出は輸出総額の25%~30%を占めている。小麦、畜産品等をめぐり貿易摩擦も生じている。

後、中長期的にどのような為替制度・金融政策を最終的に選択するかについては、現時点（2002年4月）では依然として不透明である。アルゼンチンには、かつて高い期待インフレ率のもとで慢性的な高インフレに悩まされた経験があることを考えると、変動為替相場制のなかで、金融政策の新たな拠りどころを定めること、例えば、インフレーション・ターゲティングを採用することは、ひとつのありうるシナリオではある。現にIMFはこれを推奨している（2002年4月）。他方、MITのキャバレロ教授とドーンブッシュ教授は、当面1ドル=2ペソに固定した上で、「外国の中央銀行総裁経験者によるボード」により金融政策を運営すべきだとの提案を行っている（Caballero and Dornbusch（2002））。いずれにしても、中央政府と地方政府の財政関係の見直し、徴税の強化等による着実な財政赤字の削減が必要になる。

カレンシー・ボード制は、香港では現在も維持されており、今回のアルゼンチン危機によってIMFの「二つのコーナ解」の議論が完全に無意味になったとまでは断言できないが、その長期的な持続可能性に大きな疑問符が付されたと考えられる。

残る選択肢は、変動相場制プラス・インフレーション・ターゲティング、あるいは、BBCのような中間的な形態の通貨制度ということになる。これらのどちらが望ましいのか。この問題を検討するためには、そもそもエマージング・マーケットでどの程度インフレーション・ターゲティングが金融政策のアンカーとして機能し、適切な拠りどころとして信頼できるのか、この点を解明する必要がある。次章以下では、先進国のインフレーション・ターゲティングの教訓を鳥瞰した上で、韓国の事例を取り上げながらこの問題に取り組む。

第 章 先進国のインフレーション・ターゲティングの経験

1．インフレーション・ターゲティングの定義

先進国では、1990年代前半に金融政策としてインフレーション・ターゲティングを採用する国々

が増加した。最初に明示的に採用したのはニュージーランドである。経済構造改革の一環として1990年に導入した。その後、1991年にカナダ、1992年に英国が導入し、1993年スウェーデン、1994年豪州、スペイン（1999年EMU発足前まで）と続いた。これらの国々では多くの場合、インフレーション・ターゲティングが物価安定を通じ、持続的な経済成長に寄与しているとの肯定的な評価がなされている。

そもそもインフレーション・ターゲティングとは何か。単にインフレ目標を設定することだけではない。最近までの研究によれば、一般に、具体的なインフレ率の数値目標を公表すること、中央銀行の究極的な目標を物価安定とし、経済成長や雇用の安定は副次的な目標とすることを制度的な形で明確にコミットすること、物価安定に関わるあらゆる経済指標を総合的に勘案し、フォワード・ルッキングな金融政策運営を行うこと、

市場参加者及び国民に対し金融政策の決定内容及び決定に至った理由をインフレ目標達成との関係を含め透明性の高い形で説明すること、インフレ目標達成に関して中央銀行が説明責任を負うことの5つを満たす金融政策の枠組みがインフレーション・ターゲティングであると定義されている（Bernanke et al, 1999）。

ここで、特に重要なことは、中央銀行が政府から独立して物価安定という目標の達成に金融政策手段を集中するという点、また、これを担保するため中央銀行が国民に対し説明責任を負うという点である。単にインフレ目標を決めただけでは、インフレーション・ターゲティングとは呼べないのである。

2．ルールによる金融政策との関係

1970年代後半から1980年代のマクロ経済学では、裁量的な金融政策とルールによる金融政策のどちらが優れているかという議論が盛んに行われた。各経済主体が合理的に期待を形成することを前提とすると、裁量的な政策は有効性をもち、むしろ何らかの政策ルール、例えば、中央銀行がマネーサプライを年 $x\%$ 供給するというルール（「 $x\%$ ルール」）にコミットし、これに基づいて金

融政策運営を行う方が景気変動の振幅を小さくできるという議論である*⁸。また、ゲーム論の成果をマクロ経済学に取り入れ、各経済主体と政府・中央銀行の関係は一種の繰り返しゲームであり、一定の政策へのコミットメントを継続し、実現することを繰り返すことを通じて、政府・中央銀行の政策への信頼（Credibility）と高い評価（Reputation）を得ることが経済の安定的な発展のためには重要という点も理論的に明らかになった*⁹。

インフレーション・ターゲティングは、こうしたマクロ経済学の理論的な発展の成果のなかから現れた政策手法であり、インフレ目標を設定し、その目標にコミットした金融政策を行うことにより、中央銀行に対する信頼、高い評価を得ることを通じて経済の安定的な発展を図ることがその主眼である。しかし、x%ルールのようなマネタリスト的なルールによる金融政策とも異なる。すなわち、インフレ目標が達成できる範囲内では、中央銀行の一定の裁量の余地があり、完全なルールによる金融政策とは一線を画す。

例えば、インフレーション・ターゲティングを採用している国々の中でも、カナダ、豪州、ニュージーランドのように、対外貿易依存度が高く、また、一次産品を輸出している国々は、為替相場の動向や国際市況によってインフレ率が相当大きく振れる。これらの国々の中央銀行は、国内のインフレ動向だけでなく、為替相場の動向、国際経済の動向全般を常にウォッチし、足元及び将来のインフレへの影響を勘案して、総合的な判断のもとで金融政策決定を行っている。

また、インフレーション・ターゲティングは、常に将来、例えば1年先、2年先の時点におけるインフレ目標の達成が求められる。したがって、その性格上、足元の経済情勢に対応するよりも、より先を見越したフォワード・ルッキングな対応が必要になる。足元のインフレ率が高いからといって金利をすぐ引き上げたりすることが正解とは

限らない。そもそも直近の経済指標は、先月、先々月の実績であり、既に過去の事象であって、これに単純に対応するのはバックワード・ルッキングな対応である。インフレ率が上がった原因を究明し、その原因が将来にわたって持続するものなのか、それとも一時的なものに過ぎないのかを判断し、将来のインフレ予測を考慮しながら対応する必要がある。中央銀行がインフレ率の短期・中期の予測をたてる際には、今後の景気動向、GDPギャップ、為替相場の先行き、市場のインフレ期待、世界経済情勢等さまざまな要素を織り込んでいかなければならない。インフレーション・ターゲティングは、直近のインフレ率だけを見て金融政策調整を行うわけでは全くない。

以上述べたように、インフレーション・ターゲティングは、ルールによる金融政策と位置づけるのは適当でない。他方、完全な自由裁量政策とも言えない。中央銀行は、常に直近及び将来のインフレ率の動向に細心の注意を払って、金融政策運営を行わなければならない。むしろ、「制約の枠内での裁量」("Constrained Discretion") *¹⁰という一つの枠組みとみるべきであろう。

3. インフレーション・ターゲティングの実務

インフレーション・ターゲティングの一つの眼目は、インフレ率目標を掲げることにより、市場参加者が中央銀行の金融政策運営を予測可能なものとするにある。この枠組みに対する市場参加者の信頼が確立すれば、経済主体の期待インフレ率の変動は小さくなり、安定的なマクロ経済環境づくりに資する。また、市場関係者が中央銀行の政策運営が十分にクレディブルと認識すれば、原油価格上昇のような外生的な一時的ショックが起きた場合にも、直ちに中長期的な期待インフレ率が上昇して実際のインフレ率との相互作用でスパイラル的に物価が上昇するような現象を防ぐこ

* 8 サージェント及びウォラスのPolicy Ineffectiveness Propositionをめぐる議論が代表的。

* 9 プレスコットのTime Inconsistencyをめぐる議論が代表的。

* 10 英国イングランド銀行のインフレーション・ターゲティングの枠組みづくりに寄与したマーヴィン・キングLSE教授の言葉。

とも可能になる。

しかし、後述するように、国によってはインフレーション・ターゲティングがうまくいかず、中央銀行のクレディビリティを害したり、マーケットの混乱を招いたりした例もないわけではない。インフレーション・ターゲティングと一言でいっても、目標とする物価指標の種類、ターゲットの範囲の大きさ、目標期間の長さ、アカウンタビリティと透明性確保の方法などさまざまな要素を含んでいる。インフレーション・ターゲティングの成否は、その実務的な側面にかかっているといっても過言ではない。

本節では、先進国の経験を踏まえ、インフレーション・ターゲティングを効果的に運営する上で実務上重要な点を整理する。

(1) 中央銀行の独立性

前節で述べたように、中央銀行の独立性が確保されていることがインフレーション・ターゲティングの大前提である。

中央銀行の独立性を評価するポイントは数多くあり、総合的に判断する必要があるが、特に、インフレーション・ターゲティングとの関係では、中央銀行の独立性のうち、「目標設定の独立性」(Goal Independence)と「手段の独立性」(Operational Independence)が重要である。

前者は、インフレ目標の設定についても中央銀行が独立性を有することである。しかし、先進国のインフレーション・ターゲティングの実例をみる限りでは、目標設定の独立性は必ずしも必要ではなく、インフレ目標を政府と中央銀行が共同で設定する場合も、政府が単独で設定する場合もある。例えば、カナダでは政府と中央銀行が共同でインフレ目標を設定し公表しているが、英国では目標は大蔵省が設定する。他方、スウェーデンの場合は、中央銀行が目標を設定しており、目標設定の独立性も享受している。

しかし、後者の「手段の独立性」は、インフレーション・ターゲティングをクレディブルな枠組みとするためには必要不可欠な要件である。すなわち、決められたインフレ目標を達成するため、中央銀行がどのように金融政策手段を用いるかの判断は、政府から独立して行うという点が肝要で

ある。

一例として英国をみると、1992年10月にインフレーション・ターゲティングを導入したが、当初、イングランド銀行には手段の独立性は付与されておらず、金利の引下げは大蔵大臣の決定事項であったため、市場参加者もインフレ目標のクレディビリティを疑っていた。例えば、1994年春、景気過熱によるインフレ懸念があり、イングランド銀行が警告したのにもかかわらず、当時の大蔵大臣が政治的な判断もあり、金利を引き下げるといったことが起きた。このため、市場で観察される期待インフレ率の動きは不安定で、インフレ目標に収束しなかった。1997年5月に、政権が保守党から労働党に交代したが、その際、中央銀行と大蔵省の役割分担が見直され、イングランド銀行に独立性が与えられた。インフレーション・ターゲティングの枠組みをより効果的にし、イングランド銀行に手段の独立性を与え、金融政策に政治的な考慮が反映されないようにするとともに、説明責任も強化するという趣旨である。これ以後、期待インフレ率は徐々に低下し、インフレ目標近傍に収束した。インフレーション・ターゲティングが市場でクレディビリティを得た結果と評価できる(伊藤(2000))。

英国の経験をみても明らかなおりと、インフレーション・ターゲティングが効果を発揮するためには、中央銀行の手段の独立性は必要不可欠であると結論できる。

(2) インフレ目標とする指標

物価の変動を示す経済指標には、消費者物価上昇率(Consumer Price Index; CPI)、卸売物価上昇率、サービス分野についてはサービス物価上昇率等、さまざまな指標があるが、指標が国民生活に密着しておりわかりやすいことから、インフレーション・ターゲティングを採用している国では、消費者物価上昇率あるいはその加工指標をインフレ目標として採用している。特に、国によっては、労使間の賃金交渉の過程で消費者物価上昇率を参照しているという事情もあり、経済主体の期待インフレ率を安定化させるという目的から、消費者物価上昇率をインフレ目標として採用する方がよいという判断もある。

消費者物価上昇率は、わかりやすさの点では優れているが、常に、一国の金融経済情勢を完全に反映する完璧な指標とはいえないこともある。なぜなら、消費者物価上昇率は、代表的な消費財の価格について、家計調査等の個人消費の実態調査によって得られた家計の品目毎の消費金額によりウェイト付けして加重平均した指標であるので、生鮮食料品や石油製品等、天候要因や海外の戦乱等金融情勢とは関係のない要因で価格が大きく変動する項目が含まれている。こうした価格変動要因は、金融政策ではいかんともしがたい。

このため、消費者物価上昇率から外的要因で大きく変動する項目を除いた指標をコア・インフレ率として重視したり、インフレ目標に採用したりしている国もある。

例えば、カナダのインフレ目標は公式には消費者物価上昇率を年率1～3%以内に収めるということになっているが、カナダ中央銀行が目標達成状況を評価する際には、通常、コア・インフレ率（消費者物価指数から変動の大きい食料品及びエネルギーを除いて上昇率を算出したもの）を用いている。カナダの市場関係者の間では、金融政策当局は、原油価格の変動等一時的なサプライ・ショックによる消費者物価上昇率の変動は評価の対象とせず、あくまでもコア・インフレ率をみて金融政策を運営しているという認識が浸透している。多くの経済主体も、消費者物価上昇率の変動よりもコア・インフレ率の動きに注目して、インフレ期待を形成し、投資や消費の判断をする。この効果のおかげで、カナダは、一時的なサプライ・ショックの影響を最小限にすることができる。一時的なショックに対して市場の期待インフレや将来の予測金利が大きく変わったり、経済主体の行動が大きく動揺したりしないので、結局、サプライ・ショックの金融市場に与える影響は一過性のもので終わる。

他のタイプの例としては、英国のインフレ目標が挙げられる。英国では、モゲージ・レート（住宅ローン金利）が小売物価指数に含まれているが、

住宅ローン金利は金融政策によって上下するので、これを目標から除き、RPIX（Retail Price Index X）と呼び、これをインフレ目標としている。

こうした加工した消費者物価上昇率をインフレ目標に採用することは広くみられるが、他方で、こうした加工が金融政策の透明性を損ない、わかりにくくしてしまうこともある。

例えば、1995年にOECDに加盟し、先進国入りしたチェコは、1998年からインフレーション・ターゲットを導入している^{*11}。チェコは、当初、「ネット・インフレ率」（Net Inflation）なる概念を導入し、消費者物価上昇率から価格規制のある財・サービスを除き、更に間接税の影響を除去した指標をインフレ目標とした。しかし、この「ネット・インフレ率」概念が市場関係者にはわかりにくく、透明性を欠いており、また、消費者物価上昇率に比べカヴァレッジが相当小さく代表性に欠けるために、市場のインフレ期待を安定化させるという本来の機能を果たしていないという批判が起り、2001年からインフレ目標の定義を変えるに至った。旧社会主義国の市場経済への移行は、統制価格の自由化、貿易・産業構造の変動に伴い、相対価格体系が急激に変化することが大きな特徴である。そのような価格体系が安定しないところへ、インフレーション・ターゲットを導入することにどの程度の意味があるのかという疑問もないわけではない。他方、チェコは、韓国同様、1997年に通貨危機に見舞われ、為替相場をアンカーとする金融政策が国際金融市場で投機資金の攻撃を受けやすく、脆弱になりやすいという反省から、代わりにインフレーション・ターゲットを導入したという経緯がある。英国等のインフレーション・ターゲット先進中央銀行から知的支援も受け、苦肉の策として「ネット・インフレ率」を導入したとみられるが、インフレ目標の透明性と一時的外的ショックの回避という、時には相反する目的を両立させることの難しさを示す結果になったとも言える。

*11 チェコは、エマージング・マーケットでもあるが、OECDに加盟していることもあり、また、以下の経験はインフレーション・ターゲットの教訓という点でも興味深いので、ここで紹介した。

(3) 目標の幅と対象期間

目標の幅のおき方も一つの論点である。幅が狭いと的中は難しくなるし、金融政策の手を縛りすぎる。しかし、あまり幅が広いと意味がないし、市場の期待インフレ率も安定化しない。

また、点か幅かという問題もある。ニュー・ジールランドや豪州、カナダは、インフレ目標を例えば「0から3%」というように幅で設定している。他方、英国は、「2.5%」と点で設定している。幅で設定すると、上限値、下限値を超えることに対して市場が過敏に反応しすぎたり、上限値を超えると直ちに中央銀行のクレディビリティに疑問符が付きやすいという問題が起こりやすい。点は、所詮的中させることは難しいことが自明であるから、多少ずれてもあまり問題になりにくいという側面はある。ただ、英国の場合も、上下1%の許容範囲を超えた場合には、イングランド銀行総裁から大蔵大臣宛ての公開書簡を発出して理由を説明することになっており、実際上の効果はあまり変わらないという議論もある。点か幅かどちらがよいかは、一概には言えず、コンセンサスはない。

インフレ目標の対象期間についてもコンセンサスはないが、最近では、2年程度あるいはそれ以上の長さを対象とする国が多い。ニュー・ジールランド等のインフレーション・ターゲティング導入初期の経験から、対象期間が1年程度であると、金融政策の効果が発現するラグに鑑みると短すぎることで、短期間にインフレ目標を達成しようとするため、中央銀行が過度に金利を動かす傾向に陥りやすいことなどがわかってきたからである。現在、英国、ニュー・ジールランド等では、インフレ目標の対象期間の定めはなく、達成について時間的な区切りをおいていない*12。

(4) 目標の下限値とCPIバイアス

目標の下限値の問題は、デフレーションとの関係では非常に重要である。

既にインフレーション・ターゲティングを採用している先進国は、かつて高インフレに悩まされ

たことから、主に高インフレを意識して低めのインフレ目標を設定しているが、ゼロを目標の下限値としている国は少ない*13。なぜなら、物価指数には計測誤差があり、通常、上方にバイアスがあるので、物価上昇率が実際よりも過大評価されやすいからである。

通常、どの国の消費者物価上昇率にも上方バイアスがあることが知られている。この問題は、米国のボスキン・レポートが米国の消費者物価上昇率に1.1%程度の上方バイアスがあることを報告したことを契機に、1990年代半ばに各国政策担当者間で大きな話題となり、各国でも計測結果が報告された。この現象は、物価の統計調査を行う際に、調査対象の品物や商店等の調査サンプルの入れ替えが実際の消費動態よりも遅れやすいこと、財の質的向上が反映されにくいこと等さまざまな技術的な理由により生じるもので、バイアスの大きさは国によって異なるが、0.5%から1%程度あることが多い(図表5)。我が国の消費者物価上昇率も0.9%程度の上方バイアスがあるのではないかと推計されている。したがって、仮に、物価上昇率をゼロにすることを目指すインフレ目標を設定したら、それは、実態の上ではデフレーションを目指すことと同義になってしまう。

物価安定とは、指標の上ではゼロを目指すことではなく、最も低くても1%程度をインフレ目標として設定することが実務上は重要になる。

図表5 主要先進国におけるCPIバイアス

米国	1.10
日本	0.90
ドイツ	0.75
英国	0.35-0.80
カナダ	0.50

出所)白塚(2000)

(5) 例外規定(エスケープ・クローズ)

インフレ目標の弾力性も重要である。あまりに厳密、厳格なインフレ目標を設定すると、予期し

*12 常にインフレ目標を達成するよう金融政策を運営することが求められることを意味する。

*13 ニュー・ジールランドのインフレ目標は、0から3%と下限値をゼロにしているが、こうした例は多くない。

ない外的要因、経済の構造変化、サプライ・ショックへの対応が難しくなる。

先進各国のインフレーション・ターゲティングをみると、弾力性確保の方法にはいろいろある。目標を外れた場合には公開書簡等できちんと説明するというもの、あるいは、事前に例外条項（Escape Clause）を定めておくもの、また、上述（2）で述べたように、目標とするインフレ率を通常の消費者物価上昇率ではなく、変動の激しい項目を除去したコア・インフレ率やこれに類似する指標とし、原油価格の変動等サプライ・ショックの影響をできるだけ分離させる方法も弾力性確保のための手段の一つと考えられる。

例えば、ニュー・ジーランドは、インフレ目標が達成できなかった場合、中央銀行総裁を罷免することができるとの条項があるが^{*14}、他方で、為替相場的大幅な変動等交易条件の変化や自然災害に起因する経済危機等いくつかの例外条項を設けている。

また、英国のインフレ目標は、RPIX（小売物価指数から住宅ローン金利を除いたもの）を2.5%近傍とすることとなっているが、上述したように、もし上下1%以上の乖離が生じた場合には、イングランド銀行総裁は大蔵大臣宛での公開書簡でその理由を説明することになっている。説明責任の一環として採られている措置であるが、一過性のショック等対外的にきちんと説明できる理由があればインフレ目標を外れてもよいということわけであるから、この措置を通じて一定の弾力性が確保されていると考えられる。

このような弾力性の確保を行わずにあまりに厳格かつ短期で狭い目標を掲げると、外的な要因で物価上昇ショックを受けたときに金融を引き締めすぎたりすることもある。また、厳しい目標達成のために中央銀行が過度に引き締め基調の金融政策をとって、結果として、景気が落ち込んだり、景気変動が激しくなるような事態に陥る可能性もないとはいえない。各国の経験をみると、インフレーション・ターゲティングの成否はインフレ目

標の設計に大きくかかっていることがわかる。

（6）金融政策の透明性と説明責任（アカウンタビリティ）

金融政策の透明性と説明責任（accountability）は、インフレーション・ターゲティングを採用するかどうかにかかわらず、中央銀行の金融政策運営のクレディビリティを維持・増進する上で非常に重要であることはいままでの間でもない。また、市場とのコミュニケーションが重要であることもよく知られている。

インフレーション・ターゲティングを採用している中央銀行は、多くの場合、毎月の「インフレーション・レポート」などの金融経済報告で、今後のインフレ予測、その背景となる物価や金融・経済情勢の現状分析と今後の予測を詳細に公表し、政策判断の根拠を明らかにしている。また、イングランド銀行などでは、ファン（扇形）チャートにより今後のインフレ率の見通しを確率分布図で示しており、中央銀行のインフレ圧力に対する認識と将来予測が一目でよく分かるようにしている。

（7）市場の期待インフレ率の把握

インフレーション・ターゲティングによる実際の金融政策運営では、中央銀行は、フォワード・ルッキングな対応をするために、今後の金融・経済動向等の予想に加え、市場関係者がどのような将来予測をもっているのか、どのような期待利率や期待インフレ率を抱いているのかについても把握していかなければならない。このため、市場関係者との頻繁な意見交換に加え、国債などの指標金利のイールド・カーブを用いて市場関係者の将来の金利やインフレに対する期待を把握することがよく行われる。

しかし、実際のターム構造が安定的で市場関係者の期待を反映しているかどうかは、国債流通市場の厚み、成熟の度合い、年限構成にも依存する。例えば、G7諸国のなかで、我が国、フランス、

*14 実際に発動されたことはない。

イタリアのイールド・カーブは、市場の期待インフレ率を的確に反映していなかったとの分析もある(Schich, 1999)。国債流通市場など各種金融市場が整っていることも、インフレーション・ターゲティングが効果的に機能するための要件といえる。

4. 為替政策とインフレーション・ターゲティング

(1) 欧州通貨危機とインフレーション・ターゲティング

先進国の経緯をみると、1980年代のスタグフレーション、高インフレに苦しんだ末、ディスインフレーションに向けて種々努力し、その成果を定着させるためにインフレーション・ターゲティングを導入したという場合が多い。インフレーション・ターゲティングは、インフレ目標を数量的にきっちり示し、その実績を評価することにより、中央銀行の政策運営能力を白日の下にさらす側面がある。中央銀行の側もそのクレディビリティを害さないよう、制御不能な高インフレ状況よりは、ある程度目標を達成できそうな時期に導入した方が得策という判断もあろう^{*15}。導入時期も、クレディビリティを確立する上で重要な要素といえそうである。

他方、英国とスウェーデンの場合は、1992年秋、投機筋も含め市場からの激しいアタックを受け、為替相場が大幅に下落し、通貨危機に見舞われた。この結果、当時のEU域内のバスケット・ペッグの仕組みであったERM (European Exchange Rate Mechanism) からの離脱を余儀なくされ、変動相場制に移行した。それから間もなく、英国は1992年10月に、スウェーデンは1993年1月に、為替相場に代わる金融政策の新しいアンカーとしてインフレーション・ターゲティングを採用した。

特に、スウェーデンは、欧州のなかでの小国であることから、伝統的には為替相場をアンカーと

する金融政策を志向してきたが、通貨危機の際に物価を抛りどころとする金融政策を採用するのはこれが初めてではなかった点は興味深い。1931年にスターリング・ポンドが金本位制を離脱したため、スウェーデンの外国為替市場も動揺して金本位制の離脱を余儀なくされ、デフレーションに陥った時も、インフレーション・ターゲティング類似の仕組み(当時は物価上昇率ではなく物価水準を目標とした)を緊急避難的な措置として採用したのである。

(2) マネタリー・コンディション・インデックス(MCI)の是非

為替相場の変動は、経済の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接的な影響を物価上昇率に与える。特に、対外貿易依存度の高い国々ではその影響は大きい。例えば、ニュー・ジーランドでは、実効為替レート¹⁵の1%の下落は、0.4%程度、1年間にわたり物価を上昇させると試算されている。ニュー・ジーランドやカナダ等こうした国々では、金利と為替相場両方が物価に与える影響を捉えるべく、マネタリー・コンディション・インデックス(Monetary Condition Index; MCI)という指標が開発された。

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にあるか(低金利あるいは自国通貨安あるいはその両方)、それとも逆の方向にあるか(高金利あるいは自国通貨高あるいはその両方)を全体として判断しようとするもので、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使っていた。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^{*16}。

この指標は、為替相場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、一時期は、中央銀行もこれを重視する金融政

*15 カナダとニュー・ジーランドの例では、特に、当初の成功がインフレーション・ターゲティングの枠組みの定着とクレディビリティ獲得に寄与したと評価されている(Bernanke et al (1999))。

*16 ニュー・ジーランドの方がカナダよりも為替相場の変動の影響をより強く受けることを反映している。

策をとった。市場関係者も、中央銀行の次の一手を予測する上でMCIに注目するようになった。

しかしながら、ニュー・ジーランドでは、1997年、アジア通貨危機の余波を受けて通貨が大幅下落し、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た^{*17}。これにより、アジア通貨危機という外的ショックによる景気後退の振幅がかえって大きくなってしまおうという苦い経験を経、ニュー・ジーランドでは現在MCIは使われていない。

MCIは便利な指標ではあるが、これをどこまで金融政策判断に用いるかについては更なる検討の余地がある。

第 章 韓国のインフレーション・ターゲティング

前章では、先進国のインフレーション・ターゲティングの経験を見た。先進国とは、経済構造が異なり、金融市場の厚みをはじめさまざまな相違のあるアジアのエマージング・マーケット諸国でも、インフレーション・ターゲティングは順調に機能するのであるか。先進国とは環境条件の異なるアジア諸国において、変動相場制を支え、経済の安定的な発展に寄与するものとして、インフレーション・ターゲティングの機能・効果にどの程度期待ができるのであろうか。

韓国は、1997年のアジア通貨危機後、IMFの示唆もあり、韓国銀行法を改正し、アジア諸国では最も早く1998年にインフレーション・ターゲティングを導入した。本章では、韓国の例を取り上げ、アジア諸国におけるインフレーション・ターゲティングの可能性について検討する。

1. インフレーション・ターゲティング導入の経緯

韓国は、1997年11月、通貨・金融危機に見舞われ、12月にはIMFとのスタンバイ信用供与取極を締結したが、危機以後、危機の再来を防ぐ意味もあり、金融システム改革、不良債権問題処理、企業のコーポレート・ガバナンス分野、資本勘定の自由化、労働市場の改革、セイフティ・ネット整備等幅広い分野における構造改革を行ってきた。

なかんずく為替政策に関しては、1997年12月に日々の為替変動幅設定を廃止し、完全変動相場制に移行するとともに、外貨準備を計画的に増加し、1998年末には520億ドルと危機以前を大幅に上回る外貨準備を積み増した^{*18}。また、資本勘定については、1997年12月、外国人投資家による国内企業買収や社債市場での取引を自由化し、1998年5月には外国人の株式保有の上限を撤廃、海外からの直接投資が禁じられていた42の事業分野についても、一部を除き自由化された。

金融政策については、通貨危機直後に大幅な引き締めが行われた^{*19}が、同時に、金融政策の枠組みを従来から大きく変更する韓国銀行法の改正が行われ（1997年12月31日公布）、1998年4月から施行された。同法改正には、二つの重要なポイントがある。一つは、韓国銀行に中央銀行として政府からの独立性が付与されたことである。もう一つは、インフレーション・ターゲティングの採用を法定したことである。

独立性については、改正韓国銀行法第3条で、「韓国銀行の金融政策は中立的に策定され、自律的に実施されなければならない。韓国銀行の独立性は尊重されなければならない。」と明記された。また、金融政策の意思決定を行う韓国銀行金融政策決定委員会は、改正前は、財政経済部長官が議長を務め、形式・実質両面において、財政経済部

*17 ニュー・ジーランドのMCIが為替相場変動に敏感であったことも影響している。

*18 その後、2001年末には1028億ドル（輸入額の約8.7カ月分）と増加している。経済規模が約10倍の我が国の外貨準備が4000億ドルであるのに比しても相当額を積み増していることがわかる。

*19 インフレ抑制の目標も、IMFとのスタンバイ信用供与取極の際の経済プログラムの中に含まれていた。

の指導下で金融政策決定が行われていたわけであるが、法改正により、韓国銀行総裁が金融政策決定委員会の議長を務めることとなり、先進国の中央銀行と同様の形式が整えられた。

後者のインフレーション・ターゲティング導入については、まず、改正韓国銀行法第1条で、韓国銀行の目的は、「効率的な金融政策の策定及び実施を通じて物価安定を追求することにより、もって国民経済の健全な発展に資すること」とした上で、「韓国銀行は、毎年政府と協議して物価安定目標を定め」る旨が定められ（改正韓国銀行法第6条第1項）、毎年のインフレ目標設定によるインフレーション・ターゲティングの枠組みが採用されることとなった。なお、物価安定の追求が中央銀行の目的として中央銀行の設置法に明記されていることは全く珍しくないが、インフレーション・ターゲティングについても法律の中に書き込まれている中央銀行はあまり多くない。

このように、韓国のインフレーション・ターゲティングは、通貨危機を契機として変動相場制に移行した後、金融政策を律する枠組みとして採用されたわけであるが、準備期間はほぼ数ヶ月と非常に短期間で実施に移された。この点については、当時法案作成に携わった韓国銀行関係者も認めており、それ以前に韓国銀行内でインフレーション・ターゲティングについて研究をしたことはなかったため、韓国銀行法改正案作成作業のなかで、主にニュー・ジージランドの例を参考にしながら、急遽、検討作業を進めたとのことである。このため、導入後すぐに定着したとはいいがたく、相当の試行錯誤があったようである。

また、導入の経緯で注目すべきは、独立性の付与と同時にインフレーション・ターゲティングの採用が行われたことである。インフレーション・ターゲティングの法定により、韓国銀行の中央銀行としての独立性を担保しようとしたと考えられる。すなわち、独立性を形式的に付与するだけでは、十分ではない。韓国銀行の毎年度の予算は、他の諸国の中央銀行同様、政府から与えられているので、何がしかの枠組みなどにより外的に制約が与えられない限り、金融政策に対する財政当局からの影響力を完全に排除することは、事実上なかなか難しい。こうした影響力を完全に排除する

ためには、金融政策の意思決定プロセスをできるだけ透明化し、公表することが重要である。インフレーション・ターゲティングは、金融政策の目標が数量化され、明確であるため、金融政策運営の透明化に資することは先進国の例からも明らかである。

2. 運営の仕組み

本節では、韓国のインフレーション・ターゲティングの仕組みを概観し、続いて第3節でその適切性を評価する。

(1) インフレ目標

韓国のインフレーション・ターゲティングでは、上記の改正韓国銀行法に基づき、前年末に政府（財政経済部）と協議の上年間のインフレ目標を設定し、これを達成するよう、金融政策決定委員会が具体的な金融政策を決定していく。

各年のインフレ目標をみると、韓国銀行の試行錯誤の跡がみられる。1998年及び1999年については、年平均の消費者物価上昇率がそれぞれ9プラスマイナス1%、1999年は3プラスマイナス1%を目標としていた。しかし、実際の年平均消費者物価上昇率は、1998年7.5%、1999年0.8%とインフレ目標を大幅に下回る結果となった。

1998年は、金融の大幅な緩和にもかかわらず不良債権問題を背景とするクレジット・クラッチにより銀行貸出の伸びが増えず、景気は大幅に後退していた。このため、ウォンの大幅下落により輸入物価が大幅に上昇したことや、洪水により農産物の不作のため一部の食料品価格が上昇するなどのインフレ圧力があってもかわらず、予想よりも低い消費者物価上昇率にとどまった。

1999年についても、食料品価格の上昇、公共料金の上昇などの物価上昇要因があったが、他方で、景気が急回復していたとはいえ危機前に比べれば低い稼働率水準、高い失業率等経済全体の需給が大幅に緩和していたこと、ウォンが回復し、為替相場の面からの物価上昇圧力がなくなったこと等から、物価上昇率は低いものにとどまった。

消費者物価上昇率が予想以上に食料品価格等一部の項目の変動の影響を受けやすいことから、韓

国銀行は、2000年からコア・インフレ率をインフレ目標として採用し、コア・インフレ率を「非穀物農産物及び石油製品を除くCPI」と定義した。2000年は年平均コア・インフレ率を2.5プラスマイナス1%、2001年、2002年については、3プラスマイナス1%とすることを目標として設定した。その達成状況をみると（図表6）2000年の実績は1.8%と目標を達成したが、2001年については、4.2%と0.2%ポイント目標を上回った。これについて、韓国銀行は、公共料金引上げによる影響に加え、景気後退への対応として金融緩和を継続しすぎたことによると評価し、韓国銀行総裁は、記者会見を行ってこの点について陳謝した^{*20}。

（2）中期インフレ目標

韓国銀行は、毎年のインフレ目標とは別に中期的なインフレ目標を設定し、公表している。2002年現在、2.5%と2002年単年の目標（3%）よりも低い目標値となっている。韓国銀行関係者によれ

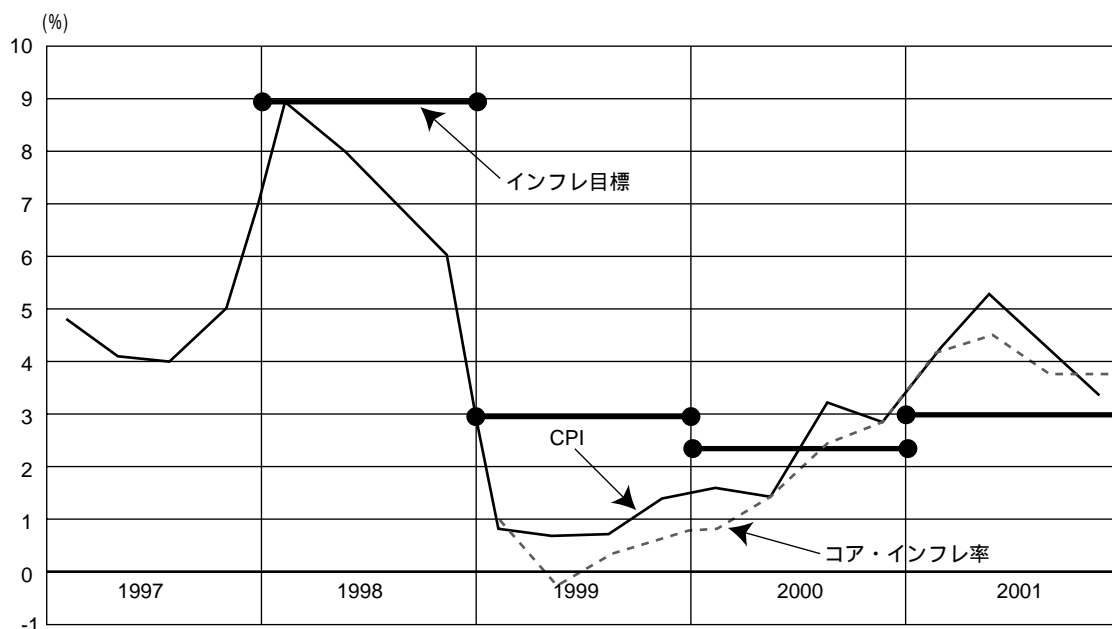
ば、将来的には2.5%の水準に物価上昇率をもっていきたいというシグナルを市場に送ることにより、市場参加者の期待インフレ率を安定化させるという意図で設定しているとのことである。

この中期インフレ目標の設定は法定ではないが、法律上、毎年インフレ目標を更新することになっているので、どうしても年末に近づくとき期待インフレ率が不安定化するという現行法上の欠点を補う役割を果たしていると考えられる。しかし、「中期」の意味するところや毎年のインフレ目標との整合性は必ずしも明確ではなく、中期インフレ目標の位置づけはややあいまいなものといわざるを得ない。

（3）マネーサプライ目標との関係

インフレーション・ターゲティング導入以前の韓国銀行は、マネーサプライ、具体的にはM2の一定伸び率を金融政策運営の指針としていた。しかしながら、他の国々同様、マネーサプライの伸

図表6 韓国の消費者物価上昇率（対前年同期比）の推移



出所) 韓国銀行

*20 なお、IMFは、2002年2月の韓国の4条コンサルテーションで、2001年の金融政策スタンスについて、インフレーション・ターゲティングのクレディビリティ維持と景気の下支えという二つの目的をバランスさせた適切な判断であったと評価している。

び率とGDP成長率の関係は安定的ではなかった。

インフレーション・ターゲティング導入は通貨危機の真っ只中でもあったため、韓国銀行は、金融システムに十分な流動性を供給するという観点もあって、当面の経過的措置としてマネーサプライの伸び率を中間目標として採用し、インフレ目標と整合的になるように設定した。また、不良債権問題処理をはじめ大規模な金融システムの構造改革が進行していたため、具体的な中間目標となるマネーサプライ指標として、M2ではなく、より広くノンバンクの貸出も含むM3を採用した。通貨危機後の金融システム再編、預金シフト等金融商品間の大幅な資金移動等から、M2とM3の動きは大きく乖離していたのである。

1998年、1999年の金融政策運営の実際を観察すると、究極の目標であるインフレ率よりも、むしろ中間目標であるマネーサプライの伸び率が重視され、実態的には、マネタリー・ターゲティングであったといえなくもない。この時期の韓国は、金融システムの再編下にあつて、十分な流動性が供給されることが重要であったこと、金融機能の回復が急務であったことなどから、首肯できる運営方針であったといえる。

このようなインフレーション・ターゲティングの枠組のもつ柔軟性は、「二つのコーナー解」のもう一つの極であるカレンシー・ボード制とは全く異なる点である。通貨危機が国内金融機関の問題を伴う場合には、十分な流動性供給が必要であるが、これが可能である点で、変動相場制とインフレーション・ターゲティングの組み合わせの方が優れていると考えられる。カレンシー・ボード制では、マネーサプライはその定義上外貨準備高に固定されてしまい、韓国のような国内金融システムに問題を抱えている場合には、流動性を十分に供給できず、更に事態を悪化させた可能性がある。

2001年からは、M3は中間目標からモニタリング指標に格下げされ、常にウォッチはされるが、金融政策をガイドする指標ではなくなった。すな

わち、例えば2002年については、M3の伸び率8～12%をモニタリング範囲とし、この範囲を大きく超えた場合にはその原因を究明し、流動性供給等金融システムに係る大きな問題がないかどうかチェックするという仕組みになっている。

(4) 政策手段

韓国銀行の主要な金融政策手段は、通貨危機後の混乱が一段落した現在は、コール市場の翌日物金利の誘導である。

金融政策の決定権は、金融政策決定委員会にある。同委員会は、韓国銀行総裁、韓国銀行総裁が推薦する者(1名)、財界・金融関係者の推薦する者(3名)に加え、財政経済部長官と金融監督院長がそれぞれ推薦する者(各1名)^{*21}の計7名で構成されている。議長は、韓国銀行総裁が務め、議事録は公表される。

韓国銀行の担当部局(政策企画局)は、金融経済情勢を詳細に分析し、物価動向だけではなく、GDPの見通し、需給ギャップ、マネーサプライの状況、金融市場の動向、為替動向、資産価格の動向、世界経済情勢等、物価に影響を及ぼす可能性のある広範な経済指標についてウォッチし、分析した結果を金融政策決定委員会に提出し、政策方針について判断を仰ぐ。また、公表はしていないが、モデルを用いたインフレ率の将来予測結果やその確率分布(いわゆるファン・チャート)を作成し、OECDやIMFの経済見通し(OECD Economic Outlook、IMF World Economic Outlook)を参考にしつつ世界経済、為替の展望も行い、将来のインフレ率に与える影響を検討している。これらの調査分析の成果の一部は、毎月の経済報告等の形で公表されており、各経済主体にとっては、金融政策判断の根拠を知りうる材料となっている。

*21 政府関係者が正式メンバーであることの問題点については、後述する。

3. 韓国のインフレーション・ターゲティングに係る論点

(1) 韓国銀行の独立性

韓国銀行法改正により、韓国銀行の「手段の独立性」は飛躍的に高まったと評価できる。しかし、以下の2つの問題点が存在する。

第一点は、7名の金融政策決定委員会のうち、2名が財政経済部長官及び金融監督院長の推薦により指名され、通常、いわゆる官僚出身者で政府の影響力の及ぶ人物である可能性が高いことである^{*22}。

無論、これら2人の委員も、個人の資格で金融政策決定委員会に出席、発言し、採決に参加する。4年の任期中は罷免されることはないという身分保障もある。また、政府からは、財政経済部の次官が金融政策決定委員会に出席し、意見を述べるができることになっているので、政府としては意見陳述の機会がまったくないわけではない（韓国銀行法第91条）^{*23}。しかし、7人中2人の委員が政府の推薦者であるために、この2人が政府の影響を強く受けているのではないかと、中央銀行としての独立性に問題があるのではないかとこの疑念を市場関係者や韓国経済ウォッチャーから抱かれる可能性は十分あり、賢明な仕組みとはいえない。

なお、金融政策決定委員会の議事録は公表されるが、議事録の公表により独立性が高まるかどうかについては評価は難しい。政府推薦委員があまりにも政府寄りの発言をすれば、それが議事録で明らかになるので、政府寄りの発言を抑止できるという側面と、議事録で何を言ったか後で明らかになるため、政府推薦委員は政府側からの要求に応じて発言をせざるを得ないという可能性との両

面がある^{*24}。

第二の問題点は、韓国銀行法では、財政経済部長官は、韓国銀行金融政策決定委員会が既に行った決定に対し、財政政策とのポリシーミックス等からみて望ましくなく、コンフリクトがあると判断した場合には、金融政策決定委員会に決定の再考を求めることができ、同委員会の再議決の結果、最低5名の委員が当初決定を支持した場合には、大統領が裁定できるとの規定がある（韓国銀行法第92条第1項、第2項）ことである。大統領は、行政府の最高意思決定権者であり、その意見は財政経済部の意向を大いに反映する可能性があるから、この規定は、韓国銀行の独立性の観点からは問題といわざるをえない。

ただ、この条項は、実際には発動されたことはない。特に、第92条第3項で、財政経済部長官が金融政策決定委員会の再議決を求める場合には、その要求根拠を明示する必要がある旨定められており、いたずらにこの条項を発動することを抑止している点は重要である。仮に経済学的、経済政策的にみて適当でない理由から、この条項を発動した場合には、内外で政府のマクロ経済政策運営能力のクレディビリティに疑われる可能性があり、政治的にはダメージが大きいからである。

(2) 目標とする指標

第 章でも論じたとおり、インフレ目標として消費者物価上昇率を採用するかどうか、それともコア・インフレ率を用いるかについては、議論の分かれるところである。消費者物価上昇率の方が国民に対するわかりやすさはある。しかし、金融政策とは全く関係のない非貨幣的・非経済的要因により上下するのであれば、インフレ目標の達成如何で中央銀行の責任を問う枠組みであるインフレーション・ターゲティングにはなじまない目標

*22 なお、現職公務員はメンバーになれない旨、明定されている。

*23 この慣行は、日本を含め多くの中央銀行でなされている。例えば、日本では、経済財政政策担当大臣及び財務大臣（またはそれぞれの指名するその職員）が日本銀行の金融政策決定委員会会合に出席し、意見を陳述するとともに、議案を提出し（議案提出権）または議決を延期することを請求することができる（議決延期請求権）。

*24 例えば、ECBの金融政策決定委員会は議事録を公表していないが、これは、もし公表すると、同委員会メンバーのうちEMU参加12カ国の中央銀行出身メンバーに出身国から政治的圧力が加わり、EMU全体の景気判断に基づいた金融政策決定ができなくなる可能性があるため、これを避けるためとされている。

となる。

また、金融政策にとって重要なことは、こうした天候要因や国際政治情勢という供給ショックによる生鮮食料品や石油製品等の価格上昇が、他の品目の物価にも反映し、インフレーション・スパイラルの状況を生み出さないようにすることである。例えば、原油価格が上昇すれば石油製品価格は上昇し、また石油製品を大量に用いて生産する品目の価格は上昇するから、消費者物価上昇率は上昇する。これを「一巡目の効果」(first-round effects)と呼ぶ。他方、消費者物価上昇率が現実には上昇すると、人々の期待インフレ率も上昇する。特に、労使の賃金交渉では、翌年の賃金上昇率を決める際には、翌年のインフレ率の予想を立てて、実質の生計費が下がらないよう賃金交渉に反映させることになる。したがって、期待インフレ率の上昇は、名目賃金を上昇させ、これがコスト面から物価を上昇させ、それがまた期待インフレ率に反映し、更に名目賃金が増加するという賃金・物価のスパイラルの上昇を生み出す可能性がある。こうした「二巡目の効果」(second-round effects)を避けるためには、貨幣的要因による物価上昇と非貨幣的要因による一時的な物価上昇を区別し、人々の期待インフレ率が上昇しないようにすることが肝要となる。この点で、コア・インフレ率の採用は有利と考えられる。

一般に、エマージング・マーケット諸国や発展途上国においては、エンゲル係数が高いので、物価指数は消費バスケットによる加重平均である以上、食料品価格が物価指数全体に与える影響は大きくなる。韓国では、食料品の消費者物価上昇率に占めるウェイトは約3分の1となっており、しかもその変動幅は大きい。石油製品のウェイトは5%以下であるが、韓国は原油輸入をほぼ全量輸入に依存しているため、国際原油市場における原油価格の大幅な変動の影響を受けやすい構造となっている。IMFエコノミストがこれら二つの品目の供給ショックの大きさについて自己回帰モデル

を用いて計測したところ、90%有意水準で他の品目のほぼ2倍の変動幅があることがわかった(Hoffmaister, 2001)。また、CPIへの影響をみると、1%ポイントの食料品価格の変動は、6ヶ月後のCPIを0.3%ポイント変動させる(同上)*25。したがって、1年ごとにインフレ目標を設定することを規定した現行韓国銀行法の枠組みのなかでは、コア・インフレ率の採用は適切なものと考えられる。

なお、第 4 章でみたとおり、インフレ目標に柔軟性をもたせる手段としては、コア・インフレ率を採用する代わりに、例外条項をおくという方法もある。インフレ目標を達成できなくても、その理由が天候や国際情勢、災害等によるものである場合には、中央銀行の責任を問わないというやり方である。しかし、この方法では、例外条項に含める項目の適否、当該物価上昇が例外条項に当てはまるかどうかの判断等、厳密な分析に基づく判断が必要である。特に、ニュージーランドの現行法制のように、中央銀行総裁の任命行為がインフレ目標の達成と直結した契約観念に基づくものである場合には、例外条項のおき方には細心の注意を払う必要がある。経済構造の変化が著しいエマージング・マーケット諸国では、そうした分析がそもそも厳密にできるのか、また、政治的に中立的な形で行えるのか、分析結果を国民が信頼するのかどうかといったクレディビリティに係る問題点が多い。当面、韓国では、コア・インフレ率という数字一つで目標の達成を判断する現行の方法が簡便かつ合理的と考える。

(3) インフレ目標の高さと幅

導入以来、過去4年間の実績をみると、1998年及び1999年については目標を下回り、2001年は若干であるが目標を上回る結果となった。

韓国は、輸出が対GDP比約38%、輸入が約35%と、経済の貿易依存度が比較的高い部類に属している。このため、為替変動が経済全体に与える影

*25 なお、Hoffmaisterは、1年後以降の影響は急速に小さくなり、24ヵ月後には0.03%ポイントしかないことから、韓国においては、インフレーション・ターゲティングの目標期間を現在の1年よりも長くする場合には、目標を消費者物価上昇率を基準としてもコア・インフレ率としても結果は変わらないので、透明性の観点からは消費者物価上昇率の方が望ましいと結論づけている。

響も大きく、物価の変動幅も大きい。また、エマージング・マーケットでは、産業構造・貿易構造が急速に変化するので、金融政策のトランスミッション・メカニズム（波及経路）を的確に捉えることは難しい。

加えて、1997年の通貨危機後の金融システムをみると、財閥再編をはじめとする企業金融システムの再構築等、大きな構造変動が進行している。こうしたなかで金融政策当局がトランスミッション・メカニズムを正確に把握することは容易なことではない。

現行のインフレ目標は、毎年、幅がプラスマイナス1%、すなわち2%という目標幅は先進国並みであるが、以上述べたように、スモール・オープン・エコノミーであること、経済構造が調整過程にあることに鑑みると、目標幅をもう少し拡大し、ヒット率を高めた方がインフレーション・ターゲティングのクレディビリティ向上に資すると考えられる。

また、一般的には、構造調整過程においては、経済環境の変化に対応した設備投資を促し、企業の構造転換を促進することが政策的には望ましいので、若干高めインフレ率により資金の借り手に有利にした方がよい。また、韓国では、CPIバイアスの計測はなされていないものの、一般に急速な経済成長過程においては、消費の構造も大きく変化するので、CPIの上方バイアスが大きくなる可能性が高い。したがって、これらの要素を考慮すると、3あるいは4%という物価上昇率の水準は、エマージング・マーケットとしては必ずしも高い水準とはいえず、2.5%という中期目標はむしろ低めではないかと考えられる。

(4) インフレ目標の期間

韓国銀行法により、インフレ目標の期間は1年と法定されている。しかし、先進国の例をみても、金融政策の波及期間は1年を超えることが多い。また、韓国銀行で行ったVARモデルを用いた分析によれば、コール・レートの操作は、7~8ヶ月後から物価に影響を与え始め、2年後まで影響が続くとの結果が得られている(Oh, 1999)。さらに、為替変動の影響も1年を超えて現れるのが普通である。したがって、1年のインフレ目標期

間は、金融政策の運営目標としては短すぎると思われる。

1年単位の目標期間は、政府の経済見通し及びそれに基づく財政政策スタンスとの整合を図る上では有用で、政府とのインフレ目標の協議を進めやすいという利点はある。しかし、他方で、年末が近づくと、次の年の目標が定まっていなかった状況で、足元の金融政策決定を行わなければならないというジレンマも生じる。

また、インフレーション・ターゲティングの本質的な特徴のひとつは、フォワード・ルッキングな金融政策運営である。直近の経済指標、経済情勢をみて現時点の政策を変更するのではなく、将来のインフレ率を予測し、これが目標を上回っているかどうかを判断した上で、現時点の政策を変更する点が重要なポイントである。1年間の目標期間では、實際上、フォワード・ルッキングな金融政策運営は難しい。

(5) 透明性の確保

韓国銀行は、毎年のインフレ目標と政策スタンスを示す文書や金融政策決定委員会の議事録に加え、毎月の金融経済情勢判断、政策スタンスも公表し、英文版もウェブサイトに掲載するなど、金融政策の透明性の確保に努めている。また、四半期報告(Quarterly Bulletin)やワーキング・ペーパー等で、金融政策判断の背景となっている金融経済情勢の詳細な分析や論文、資料等も公表している。

金融政策の透明性を高めることにより、市場参加者が金融政策の次の手を読みやすくすることは、金融市場の安定的な発展に資するものと考えられ、こうした努力が継続することが望まれる。例えば、危機後の構造変動が一段落し、十分なデータが揃い、モデルを精緻化できる状況に至ったら、韓国銀行内部で作成している計量モデルの公表も課題の一つと考えられる。

(6) 為替変動との関係

為替変動が物価に影響を与えるルートは、実需面を通じた影響と、輸入物価に直接与える影響の二つがある。

後者については、韓国の貿易決済通貨は円が2

割程度、ドルが残り8割のうち相当程度を占めているので、主にドル・ウォン関係に左右されるところが大きい。ドル高ウォン安局面ではインフレ圧力が生じる可能性がある。

他方、前者については、一部の韓国産品は日本との競合関係にあるため、円・ウォン間の為替相場の変動は、日本市場あるいは第三国市場における韓国の輸出品の価格競争力を変化させて韓国全体の輸出に影響を与える。したがって、ウォン安は、輸出増加を通じて景気を拡大させ、景気過熱の場合にはインフレ圧力として働く可能性がある。

こうした二つのルートを考えると、過度のウォン安はインフレ圧力に転じる可能性があるので、インフレ目標の達成という観点からは、中央銀行はウォン安を極力避ける心理が働く可能性がある。他方、政府に対しては、産業界の要請からウォン安を選好する政治的圧力が働く可能性があり、政府と韓国銀行の利害は一致しない可能性がある。

しかしながら、韓国においては、外国為替市場への介入は、政府財政経済部と韓国銀行が共同で行うことになっており、実際の介入のオペレーションは韓国銀行が担当しているものの、最終決定権は、日本同様、財政当局（財政経済部）にある。実際には、日々のモニター画面を見ながら、財政経済部の担当課と韓国銀行の担当課（外換市場課）がホットラインを通じて協議をしながら為替介入の決定をしているが、最終的な意思決定権者は財政経済部にあり、両者の意見が食い違うときには、最終的には財政経済部の意向に従う。したがって、理論的には、インフレ圧力があるにもかかわらず、財政経済部の強い意向によりウォン安誘導が行われ、結果としてインフレ目標が達成できなくなるリスクがありうる。

現在、韓国政府及び韓国銀行は、変動相場制の枠組みの中で為替介入は「スミージング・オペレーション」に限定している旨言明しており、そのようなリスクはないことになっている。スミージ

ング・オペレーションとは、具体的には、市場の動きが急であるときや、大量の資金流入あるいは流出がありビッドとオファーの乖離が大きいときなどに動きを緩和する方向で介入することを指し、アゲインスト・ウィンドではあるが、方向を変えるのではなくスピードのスローダウンを図るというものである。ただし、韓国政府及び韓国銀行は、為替介入については一切公表しておらず、介入金額についても事後的な公表も含め公表していないので、実際にはどの程度の規模の為替介入が「スミージング・オペレーション」として行われているのかはわからない。

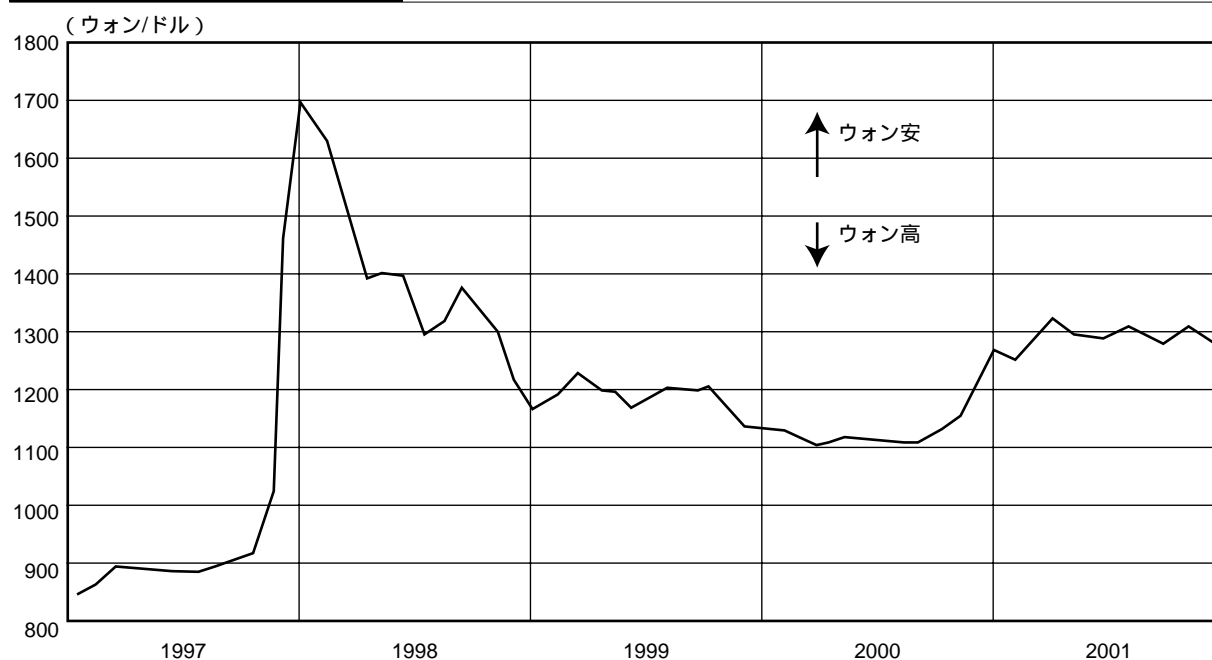
実際の為替相場の動きをみると、1999年、2000年前半までは、ドル・ウォン関係が相当程度安定的に推移していた（図表7）。毎日及び毎週のウォンの変動とドル、円、マルク（ユーロ）の変動を回帰分析した結果、ドルとウォンの連動性の高さは危機前とほとんど変わらないとの推計結果から、危機後も、変動相場制ではなく事実上のドル・ペッグが継続しており、公式の（de jure）為替相場制度と事実上の（de facto）制度が乖離しているとの見方がある（例えば、McKinnon（2000）、Calvo and Reinhart（2000））。

他方、ウォン相場の変動を計測すると、危機以後は危機以前よりも変動の度合いが高くなっている。また、もし為替介入が頻繁に行われていれば外貨準備高の変動は大きくなるが、韓国の危機以後の外貨準備高の変動は危機以前よりも明確に小さくなっている^{*26}（Nadal-De Simone（2001））。したがって、完全なクリーン・フロートでは全くないが、危機以前と以後では為替政策が変わり、よりフロートの方向に近づいたという見方もある。

ドル・ウォンの連動性の高さが為替介入によるものなのか、それとも他の要因で偶然そうになっていたのかについては、必ずしも明らかではない。特に、韓国経済は、米国との貿易依存度が高く、米国景気変動との相関関係が強い。したがって、ドルが強いときには、ウォンも買われる可能性は

*26 なお、外貨準備高が大幅に積み上がっている点については、通貨危機の教訓の結果とも考えられ、必ずしも常時の為替介入のための準備資金とみる必然性はない。

図表7 ウォン・ドル相場の推移



出所) EIU

高い。日本円との連動性についてもしばしば指摘されるが、円安になると、韓国の輸出競争力が落ち、韓国ウォンの売り要因になるとの連想が市場関係者に働くので、結果としてウォンも減価するという現象があることが知られている。高い連動性が、通貨当局の政策の結果なのか、それとも市場の期待の変化を通じたものなのかについては、慎重な吟味が必要と考える。

また、韓国の外国為替市場における為替介入の有効性についても、市場の取引規模が1日30億ドル程度と相当大きくなっているため、スピードダウンはできても、方向性を大きく変えることができるかどうかについては疑問もある^{*27}。

いずれにせよ、為替介入を行っていることをもって、変動相場制ではなくソフト・ペッグであると結論づけることはできない^{*28}。現実の為替政策は、ハード・ペッグ、ソフト・ペッグ、完全フロ

ートと完全に三分類できるわけではなく、むしろ、ハード・ペッグから純粋なクリーン・フロートまでの連続体 (continuum) の中でどのあたりに位置しているかという相対的なものであり、変動相場制をとっている先進国でも多くの場合、程度の差はあれ管理フロートが実態であろう。純粋に一切の為替介入を排除する考え方は、経済政策の実務的な運営からみればナイーブ過ぎるともいえる。

金融政策との関係では、より重要なことはフロートの「ダーティさ」の程度ではなく、むしろ、金融政策の拠りどころに何を使い、どのような目標にコミットしているかである。インフレーション・ターゲティングでは、インフレ目標を達成するために、過度の為替の増価あるいは減価を防ぐために為替介入を行うことは、理論上も現実にも不適当とはいえない^{*29}。

*27 この点は韓国の市場関係者が強調している。ただし、貿易額との比率でみると、我が国あるいはタイ、ブラジル、メキシコ等とくらべると、韓国の外国為替市場の規模は特に大きいとはいえない (Park, Wang and Chung (1999))。

*28 日米欧通貨当局とも、過去、時として大規模な為替介入を行ってきたが、これをもってこれらの国々が変動相場制ではないという人はまずいないであろう。

*29 例えば、ECBは公式にはインフレーション・ターゲティングを行っているわけではないが、1999年ユーロ発足後、まもなくしてユーロ安が進行した際には、2%のインフレ目標を堅持するとの理由のもとに為替介入を行った例を想起されたい。

(7) 資産価格との関係

韓国のインフレーション・ターゲティングにおいて、もう一つ留意しなければならないことは、資産価格との関係である。この問題は、韓国に限らずインフレーション・ターゲティングを採用する国々に共通する課題ではあるが、特に、韓国の場合には、注意する必要がある。エマージング・マーケットでは、外国からの資金フローが大きいので、常に、資産価格の急激な上昇が起こりうる。また、韓国の家計は、平均的な所得階層でも不動産投資を行っていることが多い。さらに、韓国では、かつて通貨危機の直前も、株価、不動産価格が上昇し、バブル的な状況に陥ったという経験がある。しかしながら、インフレ目標の中には資産価格は含まれない。インフレーション・ターゲティングでは、どのように資産価格バブルに対応すべきであろうか。

韓国では、2001年末ころから、外国人投資家による株式投資の活発化、景気回復に伴う不動産市況の上昇がみられる。これに対し、韓国銀行は、2002年の金融政策スタンスを示す文書で、「資産価格の動向には十分な注意を払う。」との一文を新たに付け加えている。これは、資産価格の動向によっては金融引き締めもありうる旨を示したともいえる。資産価格の上昇は、資産効果を通じて消費を拡大し、将来的にはインフレ圧力となる可能性がある。したがって、これを抑制するために金融引き締めを行うことはインフレーション・ターゲティングの枠組みの中で正当化できる。しかしながら、現在の韓国のように、設備投資や輸出の回復が弱い中で、資産価格との関係だけで金融引き締めを行うと、景気回復の足を引っ張る可能性もある。また、株価の上昇は、韓国経済の期待成長率やファンダメンタルズの評価をストレートに反映している場合もあるが、たまたま、他のアジア諸国に比べて比較的パフォーマンスが悪くないだけという相対的な判断で外国人投資家が韓国株式に投資している場合も十分にありうる。このような場合には、他の国々のパフォーマンスが大幅に改善すれば、韓国の株価が下落する可能性もある。

したがって、景気が全体として弱いなかで一時的に資産価格が上がる場合に、どのような金融政

策対応をとるべきかという問題について、資産価格上昇の波及効果を十分に吟味し、分析を深める必要がある。

(8) マクロ経済政策の割当問題

インフレーション・ターゲティングの採用は、金融政策は基本的には物価安定に注力し、金融緩和を行う場合には、将来にわたる物価安定が保たれる範囲内で行うことを意味する。では、景気調整の役割は、裁量的財政政策に期待すべきであろうか。

これは、当該国の財政政策の乗数効果の大きさ、財政のビルトイン・スタビライザーの効果の大きさ、裁量的な財政政策の決定から執行に至るスピード、経済効果が現れるまでの時間の長さ等さまざまな要因に依存する。すなわち、財政のビルトイン・スタビライザーの効果が大きければ、裁量的財政拡大を行うまでもなく、不況期には、失業手当の増大や税収の減少により自動的に財政赤字が拡大し、景気安定化効果を発揮することが期待される。また、裁量的財政拡大は、補正予算の議会審議等の時間が必要なため、金融政策と異なり、決定までに時間がかかる。さらに、執行においても準備の時間がかかり、結果として景気対策がもっとも必要だった局面よりも遅れて効果が出て、かえって景気の振幅を高めたりすることが多いことが経験的に知られている。

韓国の場合には、現在のところビルトイン・スタビライザーの効果は大きくない。特に、歳出面では、従来はセイフティ・ネットが不十分で、現在も整備途上にあるため、所得移転支出が小さく、ビルトイン・スタビライザーの役割はあまり期待できない。

他方、韓国政府韓国開発研究院 (Korean Development Institute; KDI) の計測によると、財政の乗数効果は0.89程度と、例えば日本のそれが1.21程度であるのと比較しても、かなり小さい。加えて、エマージング・マーケットであることから、財政の健全性維持に対する外国人投資家の目は厳しく、これを意識した政策運営を行う必要もある。また、韓国では執行のタイムラグは半年から三四半期程度かかるため、往々にして機動性を欠き、景気の振幅を大きくする結果になりやすい

ことも考え合わせると、裁量的な財政政策に景気調整の役割を担わせることは得策とはいえない^{*30}。

したがって、インフレーション・ターゲティングの枠組みの範囲内で、金融政策に景気ファイナ・チューニングの役割をある程度期待することが適当と考えられる。その際、インフレ目標の幅が狭すぎたり低すぎると、その裁量的な側面が発揮されにくくなる。インフレーション・ターゲティングは、第 2 章第 2 節でも論じたとおり、制限されたなかでの裁量を追求する枠組み (Constrained Discretion) であるが、韓国のように、裁量的財政政策に依存することが得策でない場合、縛りがきつすぎないように、しかし、市場のインフレ期待のアンカリングをし、適切に誘導する程度の範囲内で、目標を設計することが重要なポイントとなる。

4 . 全般的な評価

韓国のインフレーション・ターゲティングは、1998年の導入以降、韓国経済の安定化に一定の役割を果たした。特に、インフレーション・ターゲティングの導入により、韓国銀行の金融政策の独立性が担保され、導入前に比べると金融政策の透明性は飛躍的に向上したと評価できる。

他方、インフレーション・ターゲティングの定着とより効果的な運営のためには、更なる改善の余地も相当程度ある。特に、韓国銀行の独立性の更なる強化、インフレ目標の設計の見直しは、韓国のインフレーション・ターゲティングを信頼性の高いものとする上で不可欠と考える。また、為替政策との関係や資産価格上昇への対応等、韓国の経済構造に根ざす問題に対して、インフレーション・ターゲティングの枠組みのなかでどのように対応するのか、その方向性については、より深い分析の蓄積に基づく更なる検討が必要であろう。

おわりに：アジア諸国のインフレーション・ターゲティングの課題

エマージング・マーケット諸国におけるインフレーション・ターゲティングについては、現在のところ研究の蓄積は十分進んでいるとはいえず、学界のコンセンサスも形成されていない。むしろ実態が先行しており、急激な資本移動を主因とする通貨危機の経験から、変動相場制に移行する際に金融政策のアンカーとしてインフレーション・ターゲティングを採用する国々が増加している。

あえて現時点での学界の議論を俯瞰すると、エマージング・マーケット諸国におけるインフレーション・ターゲティングに肯定的な立場と、懐疑的な立場の両方が存在する。

例えば、インフレーション・ターゲティングを含め金融論・金融政策論で著名なコロンビア大学のミシュキン (Frederic S. Mishkin) 教授はどちらかといえば前者に属し、インフレーション・ターゲティングの長所、短所を比較した上で、チリの成功例も参照しつつ、エマージング・マーケット諸国にとって万能薬とはいえないが、多くの国々にとって非常に有益な金融政策であると結論づけている (Mishkin, 2000)。

他方、例えば、カリフォルニア大学バークレー校のアイケングリーン (Barry Eichengreen) 教授は、エマージング・マーケット諸国経済が為替変動の影響を受けやすいこと、インフレ予測が難しいこと、債務がドル建てであることが多く、自国通貨の減価を放置する可能性のある金融政策の枠組みは金融機関のバランスシート問題を考慮すると事実上無理があること、中央銀行のクレディビリティ問題があること等の理由を挙げて、エマージング・マーケット諸国においてインフレーション・ターゲティングを採用できるのは、上記の

*30 なお、一般に、財政政策の有効性については、マンデル・フレミング効果も重要である。すなわち、資本移動が自由な場合には、財政拡大をしても金利が上昇するため、資本が当該国に移動する結果、当該国通貨が上昇して輸出競争力を削ぎ、輸出が減少するため、結局、財政拡大の効果を相殺してしまうという議論である。しかし、韓国の金利と通貨の相関関係は高くなく、通貨が上昇するのは、株式市場が好調で資本が流入する場合が多い。したがって、マンデル・フレミング効果についてはここでは言及しない。

ような問題のないごく少数の国々に限られているとの見方を示している（Eichengreen, 2002）。

第 4 章でみたように韓国のインフレーション・ターゲティングを検討した限りでは、少なくとも、エマージング・マーケットであるから直ちにインフレーション・ターゲティングは難しいという見方は適当ではない。

中央銀行のクレディビリティが確立していないことは、エマージング・マーケット諸国だけでなく一部の先進国にも見られることである。韓国については、4 年間のインフレーション・ターゲティングの経験で、少なくとも導入以前よりは中央銀行のクレディビリティは高まっている。クレディビリティは、中央銀行と市場参加者の間の一種の繰り返しゲームの結果であり、短時日のうちに確立することは難しい。先進国の例をみても、金融政策の透明性向上、市場との対話といった地味な作業の積み重ねの成果である。また、中央銀行の独立性に係る法的な規定等は、エマージング・マーケット諸国では、先進国よりも独立性の高い形で規定し、より中立的な形で金融政策運営ができるようにするなどの制度的な工夫も必要である^{*31}。この場合、高い手段の独立性に見合う厳しい説明責任を中央銀行に課すことも忘れてはならない重要なポイントである。

エマージング・マーケット諸国においてインフレ予測が難しい点については、異論はない。特に、構造変化によりトランスミッション・メカニズムの把握が困難なこと、為替相場の変動の影響を受けやすいことは、エマージング・マーケット諸国のインフレ予測を非常に難しいものになっている。しかしながら、インフレーション・ターゲティングに限らず、どのような政策枠組みでもフォワード・ルッキングな性格を有するかぎり、予測は不可欠である。また、グローバル化により、先進国においても、金融政策の不確実性が高まり、トランスミッション・メカニズムの把握は難しくなっている（Wagner, 2001）。したがって、い

れの政策枠組みであっても、中央銀行の経済予測能力・分析能力の不断の向上が重要と考える。

債務のドル化は、深刻な問題であるが、他の政策枠組みであっても、変動相場制であるかぎり同じ問題は避けられない。韓国の例をみると、通貨危機前は、事実上のドル・ペッグが長期間継続したため、企業はコストをかけてまで為替リスクをヘッジするインセンティブをもたなかった。しかし、危機後、為替リスク・ヘッジを行う企業が増加しており、また、韓国政府も、為替リスク・ヘッジの普及に努めるなど、為替変動に対する経済の脆弱性を軽減する方向に進んでいる。エマージング・マーケット諸国では、為替リスク・ヘッジ手段の普及推進により為替変動に強い経済体質をつくる努力も、変動相場制の定着の上で重要である。

エマージング・マーケット諸国におけるインフレーション・ターゲティングには、先進国と異なり困難な側面も多い。しかし、他方で、中央銀行の独立性を担保し、強化する方向に機能するなどの積極的に評価すべき側面もある。こうした側面を強化しつつ、実務的な改善を積み重ね、政策のクレディビリティを高めていくことが重要である。今後、為替政策との関係、外国からの資本流入に伴う資産価格バブルへの対応、マクロ経済政策運営上の割当問題等、エマージング・マーケット諸国におけるインフレーション・ターゲティングに係る個別問題について、一層の分析・研究が望まれる。

[参考文献]

- Bank of Korea, *Quarterly Bulletin*.
- Bank of Korea, *Monetary Policy*.
- Bank of Korea, *Recent Developments in the Korean Economy*.
- Bernanke, Ben S.; Laubach, Thomas; Mishkin, Frederic S., and Posen, Adam S., *Inflation Targeting: Lessons from the International*

*31 この点で、2001年5月にタイの中央銀行総裁が政府により突如解任されるといった事態は、タイ中央銀行のインフレーション・ターゲティングのクレディビリティ確立の観点からは問題がある。

- Experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.
- Brash, Donald T, "Inflation Targeting 14 Years On", a speech delivered at the American Economics Association conference in Atlanta, January 2002.
- Caballero, Ricardo and Dornbusch Rudiger, "Argentina cannot be Trusted", *Financial Times*, March 8, 2002
- Calvo, Guillermo A. and Reinhart, Carmen M., "Fear of Floating", NBER Working Paper No.7993, November 2000.
- Eichengreen, Barry, "Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?", Banco Central do Brazil Working Paper, February 2002.
- Hernandez, Leonardo and Montiel, Peter, "Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the 'Hollow Middle?'," IMF Working Paper, November 2001.
- Hoffmaister, Alexander W., "Inflation Targeting in Korea: An Empirical Exploration", IMF Staff Papers 48 (2) 2001.
- International Monetary Fund (IMF), *World Economic Outlook*.
- Ito, Takatoshi; Ogawa, Eiji and Sasaki, Yuri Nagataki, "How Did the Dollar Peg Fail in Asia?", *Journal of the Japanese and International Economies* 12, 256-304, 1998.
- King, Mervyn, "The Inflation Target Five Years On", *LSE Financial Markets Group Review* 37, 1998.
- Lee, Jong-Kun, "Assessment of Inflationary Pressure and Monetary Policy", Bank of Korea Economic Papers 3 (1) May 2000.
- McKinnon, Ronald I., "After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange-Rate Pegging", Stanford University Working Paper, August 2000.
- Mishkin, Frederic S., "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries", *American Economic Review*, May 2000, 90 (2)
- Mishkin, Frederic S., "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", NBER Working Paper 7044, March 1999.
- Mishkin, Frederic S. and Schmidt-Hebbel, Klaus, "One Decade of Inflation Targeting in the World", NBER Working Paper 8397, July 2001.
- Oh, Junggun, "Inflation Targeting, Monetary Transmission Mechanism and Policy Rules in Korea", Bank of Korea Economic Papers 2 (1), March 1999.
- Organisation of Economic Co-operation and Development (OECD) *Economic Outlook*.
- Organisation of Economic Co-operation and Development (OECD) *Economic Surveys*.
- Park, Yung Chul; Wang, Yunjong and Chung, Chae-Shick, "Exchange Rate Policies in Korea: Has Exchange Rate Volatility Increased After the Crisis?", ADBI-CEPII-KIEP Conference on Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies, December 1999.
- Park, Yung Chul and Lee, Jong-Wha, "Recovery and Sustainability in East Asia", NBER Working Paper 8373, July 2001.
- Pigott and Christiansen, "Monetary Policy when Inflation is Low", OECD Economics Department Working Papers No.191, 1998.
- Mylonas and Schich, "The Use of Financial Market Indicators by Monetary Authorities", OECD Economics Department Working Papers No.223, 1999.
- Nadal-De Simone, Francisco, "An Investigation of Output Variance Before and During Inflation Targeting", IMF Working Paper, December 2001.
- Schaechter, Andrea; Stone, Mark R. and Zelmer, Mark, *Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries*, International Monetary Fund Occasional Paper, 2000.
- Schich, "What the Yield Curves say about Inflation", OECD Economics Department

- Working Papers No.227, 1999.
- Wagner, Helmut, "Implications of Globalization for Monetary Policy", IMF Working Paper, November 2001.
- Williamson, John, *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics, September 2000.
- 伊藤隆敏「日本におけるインフレ目標政策」『ゼロ金利と日本経済』(シリーズ現代経済研究19)日本経済新聞社 2000年9月
- 笹木伴子「インフレ・ターゲティングの功罪」『ESP』2000年2月号
- 白塚重典「物価指数の計測誤差と品質調整手法」『金融研究』日本銀行金融研究所 2000年
- 浜田宏一「アジア危機の発生とその調整過程」『開発金融研究所報』国際協力銀行 2000年1月号
- 福田慎一・計聡「通貨危機後の東アジアの通貨制度」日本銀行金融研究所ディスカッションペーパー No.2001-J-11, 2001.