

アジア4カ国のインフレ・ターゲティングによる金融政策の評価

東京大学先端科学技術研究センター教授
開発金融研究所主任研究員

伊藤 隆敏
林 伴子

要 旨

1997年アジア通貨・金融危機後の東アジア諸国の通貨制度を展望すると、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの4カ国は、フロート制に移行するとともに、金融政策のアンカーとしてインフレ・ターゲティングを採用している。

理論的に見ても、「資本移動の自由化」「固定為替相場制度」「金融政策の自主性」の三つを同時にかつ完全に両立することは不可能であるという国際金融の「トリレンマ」を前提として通貨危機後の東アジア諸国の通貨制度を展望すると、多くの国々で資本自由化が行なわれていることから、為替相場制度と金融政策の枠組みを切り離して論じることは事実上無意味となっている。現在の東アジア諸国の通貨制度は、フロート制ないし管理フロート制とインフレ・ターゲティングの組み合わせ、事実上のドル・ペッグあるいはカレンシー・ボード制による固定為替相場制、実態的に経済のドル化が進んでいる国々の三つに類型化できるが、本稿では、特に第一の類型に注目し、韓国、インドネシア、タイ、フィリピンのインフレ・ターゲティングの枠組みについて比較検討し、インフレ・ターゲティングによる金融政策の実際とパフォーマンスを評価した。

その結果、インフレ・ターゲティングは、市場のインフレ予想の安定化を通じて通貨危機後の経済回復に寄与し、金融政策の透明性と説明責任を高めるのに貢献したと評価できるが、効果的な運用のためにはさらなる改善が必要であることが明らかになった。タイおよび韓国においては、インフレ・ターゲティングの枠組みの必要条件である中央銀行の独立性が不十分であること、インフレ目標の設計についても、韓国（インフレ目標の幅、対象期間、中期インフレ目標との整合性）、インドネシア（インフレ目標の幅、対象期間、インフレ目標の水準）、タイ（インフレ目標の下限値）などの問題点が判明した。インフレ・ターゲティングによる金融政策が定着し、市場の信認を得るためには、これらの問題点を改善することが必要である。

Abstract

After the Asian currency and financial crisis in 1997, four Asian countries, namely Korea, Thailand, Indonesia and the Philippines, adopted inflation targeting as an anchor of monetary policy, along with floating exchange rate regime.

There is a famous tri-lemma in the theory of international finance: liberalized capital movement, a fixed exchange rate regime and autonomous monetary policy cannot co-exist at the same time. It is almost meaningless to examine the post-crisis Asian currency regimes independently from their monetary policy frameworks, since most countries have already liberalized international capital flows. The current currency systems in East Asian countries fall into the following three categories: floating or managed floating combined with inflation targeting, fixed exchange rate regimes such as *de facto* dollar pegs or a currency board arrangement, and *de facto* dollarized countries. This paper focuses on the first category, assessing the inflation-targeting frameworks in

Korea, Indonesia, Thailand and the Philippines, and evaluating monetary policy management based on these frameworks and their performance.

The evaluation concludes that the inflation-targeting frameworks in these four countries have contributed to the economic recovery after the crisis through stabilizing expectation in the markets, and have enhanced the transparency and accountability of monetary policy. Further improvement of the frameworks, however, is necessary: the independence of the central banks remains unsatisfactory in Thailand and Korea, and the design of the inflation targets must be reviewed in Korea (the target range, the time horizon and consistency with the medium-term target), Indonesia (the target range, the time horizon and the level of target) and Thailand (the lower bound of the target range). Pursuing better frameworks in these aspects would be critically important for more effective and credible monetary policy based on inflation targeting.

はじめに

1990年代のグローバリゼーションの潮流、国際的な資本移動の活発化のなかで、事実上のドル・ペッグが急激な資本流入と流出を招き、1997年アジア通貨・金融危機の原因となったとの認識から、危機後、東アジア諸国においては、為替フロート制に移行する国が増加した。その際、ドル・ペッグにおいては為替相場の安定に割り当てられていた金融政策についても、為替相場に代わる新たなアンカーとしてインフレ・ターゲティングを採用することがIMFにより推奨された。この背景には、急速な通貨の減価による潜在的なインフレ圧力の高まりを抑制する必要があることに加え、金融政策から為替相場の安定という枠がなくなって自由度、裁量性が高くなりすぎたという事情がある。高い裁量性のある金融政策よりも、物価上昇率をアンカーとする一定の枠組みを設定し、その枠内で金融政策運営を行なった方が市場の信認を得られやすく、マクロ経済環境の安定化に寄与するとの判断があった。こうしたことから、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの4カ国は、通貨危機後、為替フロート制に移行するとともに、金融政策のアンカーとしてインフレ・ターゲティングを採用した。本論の目的は、これら4カ国のインフレ・ターゲティングの導入の経緯と現在までの成果をサーベイし、今後の課題を検討することである。

なお、我々は、介入の全くない為替フロート制とインフレ・ターゲティングの組み合わせを東アジア各国にとってベストの通貨制度として推奨す

るのではない。各国とも対外貿易依存度の高いいわゆるスモール・オープン・エコミーであること、各国の外国為替市場の厚みは必ずしも厚くなく、為替相場の潜在的なボラティリティは高く、投機的資金の攻撃に脆弱なことなどを考慮すると、完全に自由・純粋な為替フロート制よりも、一定の為替介入の余地のある管理フロート制の方が望ましい。インフレ・ターゲティングの枠組みは、管理フロート制と決して両立不可能ではなく、為替の物価へのパス・スルーを考慮するとむしろ相互に補完しあう側面もある。

以下、アジア通貨危機後の通貨制度をめぐる議論と実際の推移を鳥瞰した上で、フロート制に移行しインフレ・ターゲティングを採用した韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの4カ国それぞれについて、インフレ・ターゲティング導入の経緯と現在までのパフォーマンスのケース・スタディを行い、東アジア諸国におけるインフレーション・ターゲティングの今後の課題について検討する。

第1章 アジア通貨危機後の為替相場制度とインフレ・ターゲティング

国際金融の理論においては、「資本移動の自由化」「固定為替相場制度」「金融政策の自主性」の3つを、同時にかつ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。例えば、国際的な資本移動が自由であるとの前提の下では、固定為替相場制度を維持しようとする

図表1 為替相場制度と金融政策の枠組み

為替制度	金融政策の枠組み				
	為替レートが金融政策のアンカーである国	マネーサプライ・ターゲティング	インフレーション・ターゲティング	IMFなどによる金融支援プログラム下にある国	その他
独立した通貨主権なし	エクアドル(完全ドル化)、マーシャル諸島、パナマ、CFAフラン圏(西・中央アフリカの旧フランス植民地諸国の共通通貨圏)の国々など				ユーロ参加国
カレンシー・ボード	香港、ブルネイ、エストニア、リトアニアなど				
為替固定ベッグ(管理フロート下における事実上の為替ベッグを含む)	中国、マレーシア、バングラデッシュ、ネパール、ブータン、ヨルダン、レバノン、マケドニア、モルジブなど(以上、単一通貨に対してベッグ) ボツワナ、フィジー、クウェート、モロッコ、セيشェルなど(以上、複数通貨のバスケットに対してベッグ)	中国			
一定の変動許容幅を持った為替ベッグ	デンマーク(ERMII(欧州通貨メカニズムII)によりユーロに対して一定変動幅でベッグ)、キプロス、エジプト、ハンガリーなど		ハンガリー		
クローリング・ベッグ	ボリヴィア、コスタリカ、ニカラガア、ソロモン諸島				
変動許容幅がクローリングする為替制度	ベラルーシ、イスラエル、ルーマニア、ウルグアイ、ベネズエラなど		イスラエル		
管理フロート制(為替相場に関し事前にアナウンスメントは行わない)		ガーナ、ギニア、ジャマイカ、モンゴル、スロヴェニアなど	タイ	アゼルバイジャン、カンボジア、クローアチア、エチオピア、カザフスタン、ラオス、ロシア、ウクライナ、ベトナムなど	アルジェリア、インド、スロヴァキアなど
フロート制		ペルーなど	オーストラリア、ブラジル、カナダ、チリ、コロンビア、チェコ、アイスランド、韓国、メキシコ、ニュージーランド、ノルウェー、ポーランド、南アフリカ、スウェーデン、英国、フィリピン、トルコ	アルバニア、アルメニア、グルジア、マダガスカル、モザンビークなど	日本、米国、パプアニューギニア、ハイチなど

出所) IMFによる2001年末時点における分類(IMF, International Financial Statistics April 2003)をもとに、最近の動向を踏まえアップデート

注1) 為替制度・金融政策枠組みの分類は、当該国の政府・中央銀行が標榜する制度(de jure)にかかわらず、実態的な運用、事実上の制度(de facto)に基づくもの。

注2) 中国、ハンガリー、イスラエルはそれぞれ2箇所に掲出されているが、両方の枠組みをにらんだ金融政策・通貨政策運営が行われているという趣旨である。例えば、中国は、「管理フロート」を標榜しつつ、実態としては2002年12月時点において1ドル=8.28人民元を実質固定相場とする為替制度となっており、同時に、通貨供給量を意識した金融政策を行っている。

と金融政策を国内景気の調整のために自主的に用いることが難しくなり、逆に、金融政策の自主性を維持するためには固定為替相場制度は放棄せざるを得ない。

1997年アジア通貨危機後の為替相場制度につ

いては、学界・国際機関などにおける議論を整理すると、完全なハード・ベッグかフロート制の両極端をとるべきといういわゆる「2つのコーナー解」(two-corner solutions、あるいはbipolar view)の考え方^{*1}と、その両者の中間的な考え方

*1 「2つのコーナー解」とは、メキシコ危機、アジア危機など急激かつ大規模な資本の流出入を背景とする1990年代の新しいタイプの通貨危機の反省に立ち、ソフト・ベッグは市場の攻撃を受けやすく適当ではないという認識から、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・ボード制や完全ドル化(dollarization)という完全なハード・ベッグか、あるいは完全なフロート制という両極端の二つの解しか持続可能ではないという考え方である。実際、アジア、中南米などのエマージング・マーケット諸国の為替相場制度の推移をみると、1980年代半ばにはソフト・ベッグが8割を占め、フロート制を採用していたのは2割の国々に過ぎなかったが、1990年代にフロート制に移行する国々が増加する一方、ハード・ベッグを採用する国々も増加し、2000年にはソフト・ベッグを採用する国々は2割程度に過ぎなくなり、7割の国々がフロート制を採用している(IMF(2001))。

図表2 東アジア諸国の為替相場制度

変動相場制ないし管理フロート	(インフレ・ターゲティングを採用)	タイ、韓国、フィリピン、インドネシア
		ベトナム
固定為替相場制	(カレンシー・ボード制)	マレーシア、中国(本土)
		香港、ブルネイ
経済の実態的なドル化		カンボジア、ラオス、ミャンマー

(BBCなど)^{*2}の大きく二つに分けられる(詳細は例えば林(2002)参照)。

アジアも含めエマージング・マーケット諸国においては、程度の差、シークエンスの違いはあれ、資本の自由化が行われている国々が多い。したがって、国際金融のトリレンマに鑑みれば、東アジア諸国の為替相場制度は金融政策とセットで議論しなければ全く意味がない。すなわち、金融政策の自主性の必要性の有無、マクロ経済政策運営における金融政策の目的の割り当て、金融政策の目標設定と役割などと切り離して為替相場制度を議論することは、事実上無意味である。

図表1は、IMFが世界各国で採用されている為替相場制度と金融政策の枠組みの組み合わせを整理した表の抜粋である。縦軸には、公式に完全ドル化を採用しているエクアドルなど独立した通貨主権のない国々から始まって、カレンシー・ボード制、為替固定ペッグ、一定の変動許容幅を持った為替ペッグ、クローリング・ペッグ、クローリング・バンド、管理フロート制(為替相場に関し事前にアナウンスやコミットすることはないが、通貨当局が適宜為替介入を行って誘導する)、フロート制と、よりハードな通貨制度からフロートへと分類されている^{*3}。横軸は、金融政策のアンカー、すなわち金融政策運営の指針となっている目標を示しており、為替レート、マネーサプライ、物価(インフレ・ターゲティング)

が並んでいる。この表でも明らかなおとおり、ハード・ペッグの国々は当然として、ソフト・ペッグの国々でも為替レートが金融政策のアンカーとなっている国々がほとんどである。管理フロート制およびフロート制の国々では、マネーサプライあるいは物価という国内経済指標をターゲットとする金融政策運営を行っている国々が多い。

現在の東アジア諸国(ASEAN+3)の為替相場制度をみてみよう。大きく分けると、3つのグループが存在する(図表2)。

一つは、フロート制ないし管理フロート制(managed floating)に移行した国々で、タイ、韓国、フィリピン、インドネシアがこれに該当する。この4カ国は、為替相場に代わる金融政策のアンカーとしてインフレ・ターゲティングを採用している。なお、これら諸国の通貨は米ドルとの高い連動性がみられるが、これ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である。すなわち、これらの国々の経済は、対米貿易依存度が高いため米国の景気変動との相関関係が強いとの連想から、ドルが強いときには、これら諸国の通貨も買われる可能性が高い。

二つ目のグループは、ドル・ペッグ、カレンシー・ボード制などドル等に自国通貨を何らかの形で固定させている国々で、例えば、マレーシア(1ドル=3.8リンギに固定)、中国(1ドル=8.28人民元(1ドル=8.2770~8.2880人民元)の事実上の固定為替相場制)、香港(カレンシー・ボード制)、ブルネイ(シンガポール・ドルとの等価交換を行うカレンシー・ボード制)がこれにあたる。こうした国々では、金融政策は為替相場の安定維持に割り当てられ(カレンシー・ボード制ではベース・マネーは外貨準備高と同額に固定

*2 大幅な為替相場の変動は、先々の見通しを立てにくくし積極的な企業活動を阻害する可能性があることから、輸出入比率の高いエマージング・マーケット諸国においては、経済成長促進の観点からソフト・ペッグなど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が背景にある。特に、BBC(Basket, Band, Crawl)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(10~15%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随時見直して動かす(Crawlさせる)という中間的な為替相場制度の提案である(Williamson(2000))。

*3 なお、現実の為替相場制度は、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る。例えば、為替介入を行っていることをもってフロート制ではないと結論づけるのは早計である。日本をはじめフロート制の先進国でも、必要に応じ為替介入は行っており、程度の差こそあれ管理フロートが実態である。

され)、国内景気調整に用いる余地は限られている。中国は、資本自由化を行っていないので、事実上の固定為替相場制を維持しつつ、マネーサプライをターゲットとする金融政策運営を行っている。

三つ目のグループは、公式には管理フロート制を標榜しているが、実態的には経済のドル化が進んでいる国々で、カンボジア、ラオスなどがこの範疇に含められる*4。こうした国々では、国内の経済取引、金融取引の多くがドルを媒介に行なわれ、貯蓄も主にドルで行なわれている。貨幣の3つの機能である「価値の表章」、「取引の媒介」、「価値の保蔵」の機能の大宗がドルによって担われている状況である。なお、これらの国々は、このように実態的にドル化していても、自国通貨を発行し通貨自主権を維持しており、通貨主権を自ら放棄している国々とは全く異なり、区別されるべきである。ただ、自国通貨の信認や流通量がドルに比して著しく低く、金融政策の有効性は限られたものとなっている。

以上のように、アジア通貨危機を経て現在の東アジア諸国の通貨制度をみると、フロート制に移行した国々、ドル・ペッグを継続する国々、経済の実態的なドル化が進んでいる国々の3つのグループに大別できる。後二者の金融政策は、実質的に金融政策の自主性を失っているか、あるいは、資本移動を制限し、金融政策の自主性を保持しているか（中国本土）のどちらかである。

他方、前者のフロート制ないし管理フロート制を採用している国々のうち4カ国は、金融政策の枠組みとしてインフレ・ターゲティングを採用している。これらの国々は、アジア通貨危機を契機に、資本移動に対する規制を最小限にしたまま事実上のドル・ペッグから為替フロート制へ移行し、一定の為替相場維持というこれまでの金融政策の目標に代わる新たなアンカーとして、先進国の事例も参照しながらインフレ・ターゲティングを導入したと考えられる。すなわち、通貨危機により傷んだ金融システムに豊富な流動性を供給する必要がある一方、急速な自国通貨の減価がイン

フレ懸念をもたらした。市場参加者のインフレ予想を鎮め、安定化させるため、為替フロート制における金融政策のアンカーの必要性が認識され、韓国は1998年にインフレ・ターゲティングを導入し、2000年にタイとインドネシアがこれに続き、2002年1月にはフィリピンがインフレ・ターゲティングを導入した。図表3は、4カ国のインフレ・ターゲティングの枠組みの詳細を示したものである。

本稿では、第一のグループであるフロート制ないし管理フロート制に移行した国々がインフレ・ターゲティングを採用していることに着目し、これらの国々のインフレ・ターゲティングの枠組みによる金融政策の実際を比較し、さらなる改善の余地、今後の課題などについて検討、評価する。また、4カ国のケース・スタディを通じて、アジア諸国におけるインフレ・ターゲティングに関する教訓を導く。なお、インフレ・ターゲティングの理論的背景、為替政策との関係に関する詳細な分析などについては、Ito and Hayashi (2003)を参照されたい。

第2章 韓国のインフレ・ターゲティング

(1) 導入の経緯

韓国は、1997年の通貨危機後、アジアで最初にインフレ・ターゲティングを採用した。韓国政府は、IMFの示唆もあり、中央銀行の設置法である韓国銀行法を改正し、1998年からインフレ目標をターゲットとする金融政策を開始した。

1997年12月の通貨・金融危機後、韓国は、IMFとのスタンド・バイ取極に合意し、金融システム、コーポレート・ガバナンス、労働市場、セイフティ・ネットなど広範な分野における構造改革を開始した。為替政策分野においては、1997年12月に日々の為替変動幅を廃止し、フロート制に移行した。通貨当局は、計画的に外貨

*4 例えば、カンボジアでは、1991年のパリ和平協定締結と1992年のUNTAC活動開始に伴い、多くの避難民の帰還や国連職員のカンボジア滞在により急速に経済のドル化が進展し、ドル化率は1995年以降では93～95%に達していると推計されている (Zamaroczy and Sa (2002))。

図表3 アジア4カ国のインフレ・ターゲティングの枠組み

国名 (中央銀行名)	導入年	インフレ目標とする指標	インフレ目標	目標期間	適用例外条項	中央銀行の目標の独立性： インフレ目標の設定主体	中央銀行の手段の独立性	中央銀行の組織としての独立性： 総裁の任命および罷免	目標を達成できなかった場合の説明責任	公表資料	備考
韓国 (韓国銀行；Bank of Korea; BOK)	1998年4月	1998/99 CPI 全体の上昇率	1998：9% (+/-1%) 1999：3% (+/-1%)	1年	1998：なし 1999：自然災害、税制改正 2000- なし	中央銀行と政府が協議の上設定	金融政策委員会の7名の委員のうち2名が政府推薦による	国会審議を経て大統領が任命、任期中の身分保障あり (韓国銀行法第18条)	公開の場における説明	毎月の金融政策スタンスの公表、四半期報告 (Quarterly Bulletin)、金融政策委員会議事録	1997年12月成立の改正韓国銀行法により、韓国銀行に独立性が与えられ、インフレ・ターゲティングの枠組みが法定された。 中期インフレ目標：2.5% (2003年から2.5~3.5%)
インドネシア (Bank Indonesia; BI)	2000年1月	2000- 公共料金および政府の所得政策による影響を除くCPI	2000：3-5% 2001：4-6%	1年	なし	中央銀行により設定 (インドネシア中央銀行法 (Act No. 23/1999) 第10条)	金融政策委員会への政府からの参加なし、政府あるいは第三者からの介入を禁止 (インドネシア中央銀行法第4条)	国会の承認を経て大統領が任命するが、大統領に罷免権なし	四半期ごとの国会報告 (Quarterly Reports)、月次報告 (Monthly Review on Economic, Monetary and Banking)	インドネシア中央銀行に独立性を付与 中期インフレ目標：2002-06年 6-7%	
タイ (Bank of Thailand; BOT)	2000年4月	コア・インフレ率 (生鮮食料品とエネルギー品目を除去)	0-3.5% (四半期平均年率)	期限なし (常時8四半期先にインフレ目標を達成するようにする)	なし	中央銀行と政府が協議の上設定	中央銀行と政府が協議の上設定	内閣の推薦に基づき国王が任命し罷免する (タイ中央銀行法タイ暦2485年 (西暦1942年) 第19条)	公開の場における説明	ファン・チャートを含む四半期ごとのインフレーション・レポート (Quarterly Inflation Report)、金融政策委員会議事録	改正タイ中央銀行法審議中
フィリピン (Bangko Sentral ng Pilipinas; BSP)	2002年1月	CPI 全体の上昇率	2002：5-6% 2003：4.5-5.5%	2年	未加工食品の価格変動、税制および補助金に係る大幅な政策変更、自然災害	中央銀行と政府が協議の上設定	金融理事会の7名の委員のうち1名は閣僚でなくてはならない (財務大臣)	大統領が任命するが、罷免されない	総裁が大統領宛ての公開書簡を送付	四半期ごとのインフレーション・レポート (Quarterly Inflation Report)、金融理事会の議事録要旨	新中央銀行法1993年施行

先進国の事例

ニュージーランド	1990年3月	CPI 全体の上昇率	1-3%	期限なし (常時達成)	一次産品価格の変動、税制改正、物価に影響する大幅な政策変更、自然災害	財務大臣と総裁が合意の上設定 (Policy Targets Agreement ; PTA)	総裁が単独で金融政策を決定	理事会の推薦に基づき財務大臣が任命、理事会は総裁の政策運営がPTAに鑑み不適当と判断した場合には財務大臣に総裁の罷免を勧告	公開の場における説明、理事会の勧告に基づき財務大臣は総裁を罷免できる	四半期報告 (Monetary Policy Statements)	改正中央銀行法1989年施行
英国	1992年10月	RPIX (モゲージ金利を除いた小売物価指数) 上昇率	2.5%	期限なし (常時達成)	なし	政府	金融政策委員会が金融政策を決定	国王が任命	総裁が大蔵大臣宛て公開書簡を送付	ファン・チャートを含む四半期ごとのインフレーション・レポート、金融政策委員会議事録	

準備を積み増し、1998年末には520億ドルと通貨危機以前を上回る水準まで増やす一方、資本取引については、外国投資家による国内企業の買収、社債市場における取引を自由化した。1998年5月には、外国投資家による国内企業株式取得の上限を撤廃し、45事業分野における直接投資規制も若干の例外を除いて廃止した。

当初、韓国銀行は、通貨危機に対するIMFの古典的な処方箋にしたがって大幅な金融政策の引き締めを行なった。目標とすべきインフレ率は、スタンド・バイ取極によるプログラムに含まれていた。同時に、韓国政府は、韓国銀行法を改正して金融政策の枠組みを大きく変更することとし、改正法は1997年末に成立、1998年4月に施行された。重要な改正点は、韓国銀行が中央銀行として政府からの独立性を与えられたこと、インフレ・ターゲティングの採用が法定されたことの二つである。

改正韓国銀行法第1条では、韓国銀行の使命は「効率的な金融政策を立案・実施することを通じて物価の安定を図ること」により、国民経済の健全な発展に資することと定められ、第6条第1項で「韓国銀行は、毎年政府と協議の上、物価安定の目標を定めることとする」とされている。この条項により、インフレ・ターゲティングの枠組みが法律上明定されている。物価安定の追求が任務と定められた中央銀行は他の国々でもよくみられるが、インフレ・ターゲティングに関する法律上の条項を有することは特徴的である。

このような事情から、韓国のインフレ・ターゲティングは、数ヶ月間と非常に短い準備期間で導入された。韓国銀行は、それ以前にインフレ・ターゲティングについて幅広い研究をしたことはなく、ニュージーランドの例などを参照しながら検討した。したがって、実施に際しては必ずしも円滑に運用されたわけではなく、次に見るように試行錯誤も多かった。

(2) 韓国のインフレ・ターゲティングの実際とパフォーマンス

韓国におけるインフレ・ターゲティングでは、韓国銀行は、毎年末に、翌年のインフレ目標を政

府（財政経済部）と協議の上設定し、韓国銀行金融政策委員会がこのインフレ目標を達成するよう具体的な金融政策を決定している。

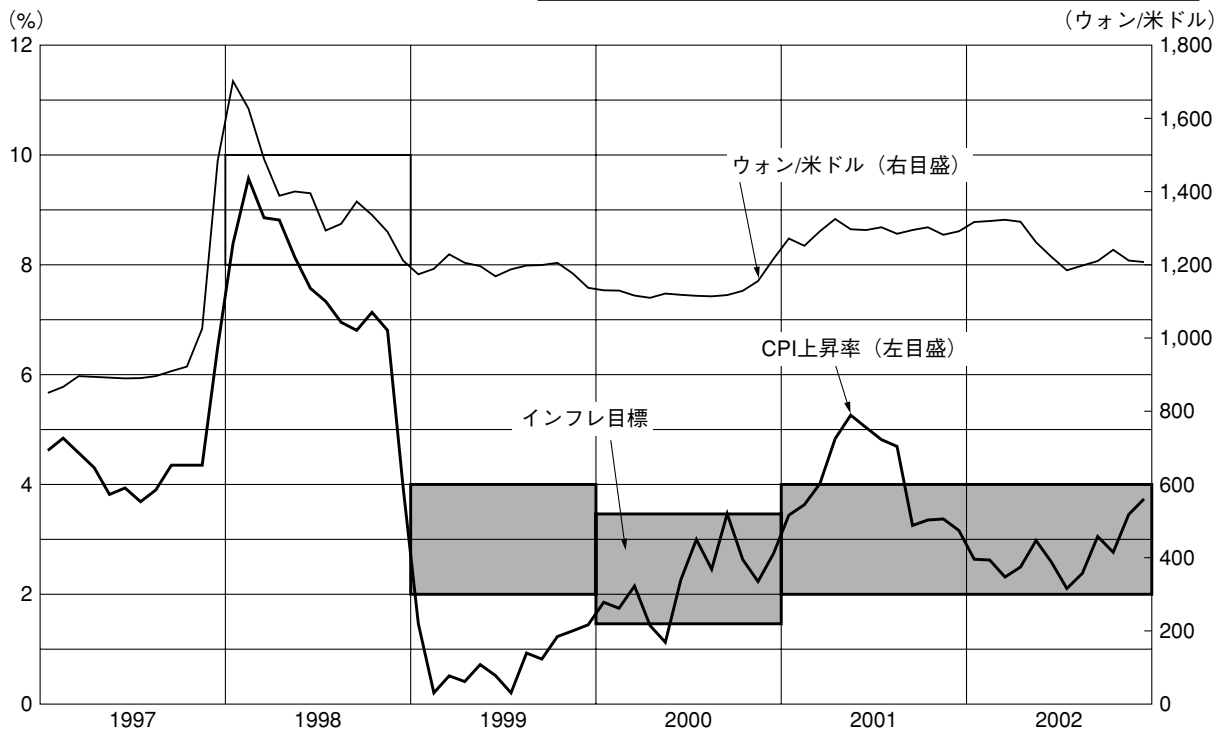
過去のインフレ目標の変化をみると試行錯誤の跡が窺われる。1998年のインフレ目標は消費者物価（CPI）の年平均上昇率が9%プラスマイナス1%、1999年は3%プラスマイナス1%であったが、実績は、1998年は7.5%、1999年は0.8%と大幅に目標を下回った（図4-1、図4-2）。

1998年は、大幅な金融緩和にもかかわらず、通貨危機を契機とする景気後退、不良債権問題からクレジット・クラッシュが起きたため、銀行信用は拡大しなかった。このため、ウォン下落による輸入価格上昇や天候要因による食料品価格上昇によるインフレ圧力は抑制され、結果として、1998年全体のインフレ率は目標を下回った。1999年も物価下落圧力が継続し、インフレ率は、経済の回復にもかかわらず予想よりも低かった。

この2年間のインフレ・ターゲティングの経験を踏まえ、2000年から、韓国銀行と政府は、インフレ目標とする指標を、食料品価格など中央銀行のコントロールの範囲外の要因で変動する項目を含む消費者物価全体の上昇率からコア・インフレ率に変更した。韓国当局は、コア・インフレ率を「消費者物価から非穀物農産物および石油製品の価格を除いたもの」と定義し、2000年のインフレ目標については、年平均コア・インフレ率を2.5%プラスマイナス1%、2001年および2002年については3%プラスマイナス1%と設定し、宣言した。実績をみると、2000年は1.8%と目標の圏内に入ったが、2001年には4.2%と目標範囲の上限を0.2%ポイント上回った。韓国銀行は、目標を超えた理由として、公共料金の引上げに加え金融緩和を必要以上に長く継続したことをあげている。2003年についても、韓国銀行と政府の協議の結果、コア・インフレ率を3%プラスマイナス1%とするインフレ目標が設定されている。

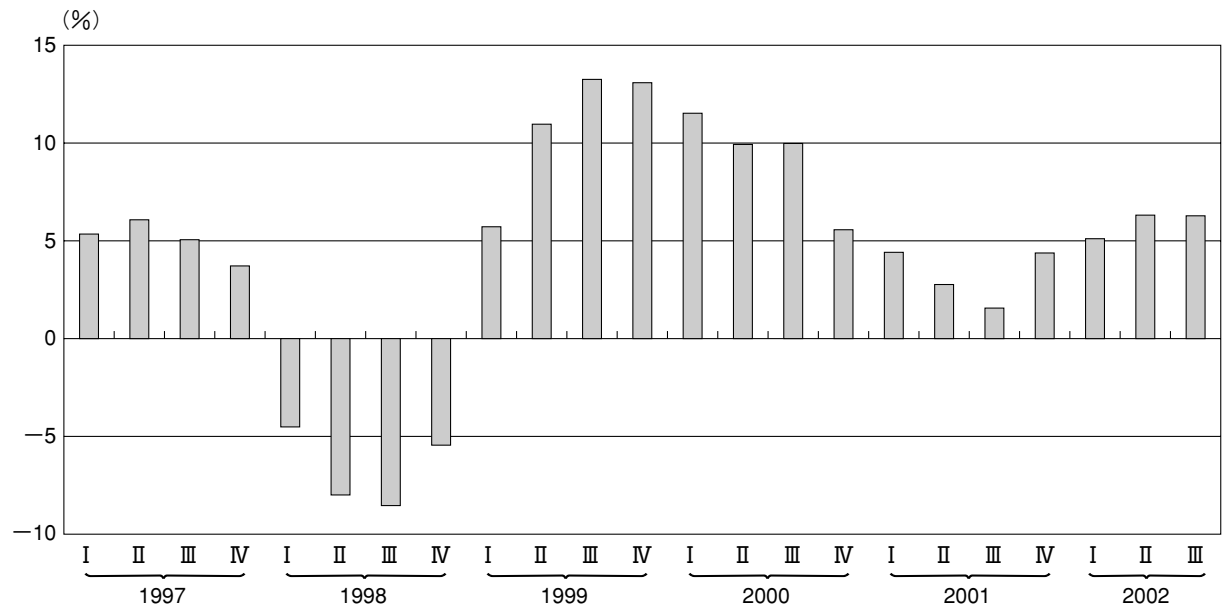
韓国銀行は、年間のインフレ目標とは別途、中期的なインフレ目標を設定している。2002年時点では、中期インフレ目標は2.5%と設定され、年間目標の3%よりも低いインフレ率を目指していた。2003年には、中期インフレ目標は2.5~3.5%に拡大された。法律上の規定により、年間

図表 4-1 韓国のインフレ・ターゲティング



出所) 韓国銀行、IMF International Financial Statistics

図表 4-2 韓国の実質GDP成長率（前年同期比）



出所) 韓国銀行、IMF International Financial Statistics

のインフレ目標は毎年改訂されるため、年末が近づくと市場のインフレ予想が不安定化する可能性がある。したがって、中期インフレ目標は、将来のインフレ率を2.5%あるいは2.5~3.5%に

維持する当局の意思を表明することを通じて、市場のインフレ予想を安定化することに寄与するものと考えられる。しかしながら、「中期」の意味するところは必ずしも明確ではなく、年間のイン

フレ目標との整合性も十分に明快とはいえないという問題がある。

韓国のインフレ・ターゲティングの制度的な問題点は、中央銀行の独立性の程度である。改正韓国銀行法は、手段の独立性^{*5}という点では、韓国銀行の独立性を大幅に高めたが、以下の2つの問題が残っている。

第一に、金融政策を決定する韓国銀行金融政策委員会の7人の委員のうち2名は、それぞれ政府財政経済部長官と政府金融監督院長の推薦により任命されることになっており、通常、政府内で影響力を保持する官僚OBが任命される。この2人の委員は、金融政策委員会に個人の資格で出席、発言し、意思決定に参画する。また、4年間の任期中は罷免されないなど身分の保障がある。政府からは、財政経済部の次官が出席し、政府としての意見を陳述する機会が与えられている（韓国銀行法第91条）。しかしながら、議決権をもつ7人の委員のうち2人が政府からの推薦であるという事実は、市場関係者や韓国経済のウォッチャーから委員が政府の強い影響を受けているのではないかと、中央銀行の独立性に問題があるのではないかと疑念を抱かれる可能性がないとはいえない。ただし、単なる元官僚ではなく適切な人物が推薦されていればこの枠組みは機能するから、委員の就任要件をより明確にすることが重要である。

第二に、韓国銀行法によれば、財政経済部長官は、金融政策委員会の決定が「政府の経済政策とのコンフリクト」があり、望ましくないと判断した場合、この決定の再考を求めることができる。再考の結果、金融政策委員会が5人あるいはそれ以上の多数決によって当初の決定を変更しなかった場合、韓国大統領は、金融政策委員会の決定を受け入れるかどうか決定することができる（第92条第1項および第2項）。韓国大統領は行政における最高の意思決定権者であるから、大統領の意

見は財政経済部の意見を反映する可能性が高い。したがって、こうした条項は、韓国銀行の独立性という観点からは問題があるといわざるをえない^{*6}。ただし、実際にはこの条項が発動されたことはない。特に、第92条第3項は、財政経済部長官が金融政策決定委員会の決定の再考を求める場合には、その理由を明らかにしなければならない旨を定めている。この規定は、再考要請権を恣意的に発動しないよう一種の歯止めになっている。仮に、経済政策運営上適切な理由がなくこの条項が発動された場合には、政府のマクロ経済政策運営能力に対するクレディビリティに内外で疑問符が付され、政治的なダメージにつながろう。

韓国のインフレ目標の設計についてみると、中央値から上下1%という幅はやや狭すぎる。インフレ・ターゲティング導入から4年間のパフォーマンスをみると、1998年および99年の実績は目標幅を下回る一方、2001年は0.2%と小さいものの目標幅を上回った。韓国経済は、輸出の対GDP比が38%、輸入の対GDP比が35%と対外貿易依存度が相当高い^{*7}。こうした小国の開放経済では、為替相場の変動は経済全体および物価変動に大きな影響を与える。また、産業構造および貿易構造が急速に変化する傾向にあるエマージング・マーケット諸国においては、金融政策の波及経路は安定的ではない。さらに、1997年の通貨危機以来、財閥の再編、企業金融構造の変革など金融システムに大きな変化が生じている。こうした環境のもとでは、金融政策当局にとって、金融政策の波及経路を特定し、数量化することは容易ではない。

現在のインフレ目標の中央値（3%）については、若干高め物価上昇の方が債務負担を実質的に軽くするため、民間設備投資を刺激し、現在進行中の企業部門の構造改革を推進するので望ましいことに鑑みると、現在の目標は適当である。

*5 中央銀行の独立性を評価する上で、特に「目標設定の独立性」(goal independence)と「手段の独立性」(operational independenceあるいはinstrument independence)が重要である。前者は、金融政策の目標（例えばインフレ目標）の設定についても中央銀行が独立性を有することで、後者の「手段の独立性」は、決められた目標を達成するためどのように金融政策手段を用いるか中央銀行が政府から独立して判断することである。英国をはじめとする先進国の経験から、インフレ・ターゲティングが効果的に機能するためには、目標設定の独立性は必ずしも必要ではないが、手段の独立性は必要不可欠とされている。

*6 日本銀行法においても政府との関係に関する規定はあるが、金融政策委員会の決定が最終的には政府の要請よりも優先するから、独立性は日本銀行の方が強い。

*7 例えば、日本の輸出および輸入の対GDP比はそれぞれ10%内外である。

現在1年間となっているインフレ目標の期間については問題がある。一般に金融政策の効果が経済全体に波及するには1年以上かかり、韓国においても、コール・レートの変化が物価に影響を与えるまでには7～8ヶ月程度かかり、効果が2年程度持続すると分析されている(Oh(1999))。このような金融政策の効果のタイム・ラグを考慮すると、1年間というインフレ目標期間は、金融政策運営の観点からは短すぎる。

要約すれば、1998年の導入以来、インフレ・ターゲティングは、韓国経済を安定化し、98年以後の経済回復の基盤を提供したと積極的に評価できる。特に、インフレ・ターゲティングは、韓国銀行の金融政策の独立性に対する強いコミットメントとして機能したと考えられる。他方、インフレ・ターゲティングが定着し効果的に機能するため、さらなる改善の余地がある。特に、韓国銀行の独立性の更なる強化は、インフレ・ターゲティングのクレディビリティを増進する上で不可欠である。また、インフレ目標の実現可能性を高めることで信頼性を高めるため、インフレ目標の幅を広げ、目標期間を長くすべきであり、2年程度で期間をローリングする仕組みにすることが適切であると考える。

第3章 インドネシアのインフレ・ターゲティング

(1) 導入の経緯

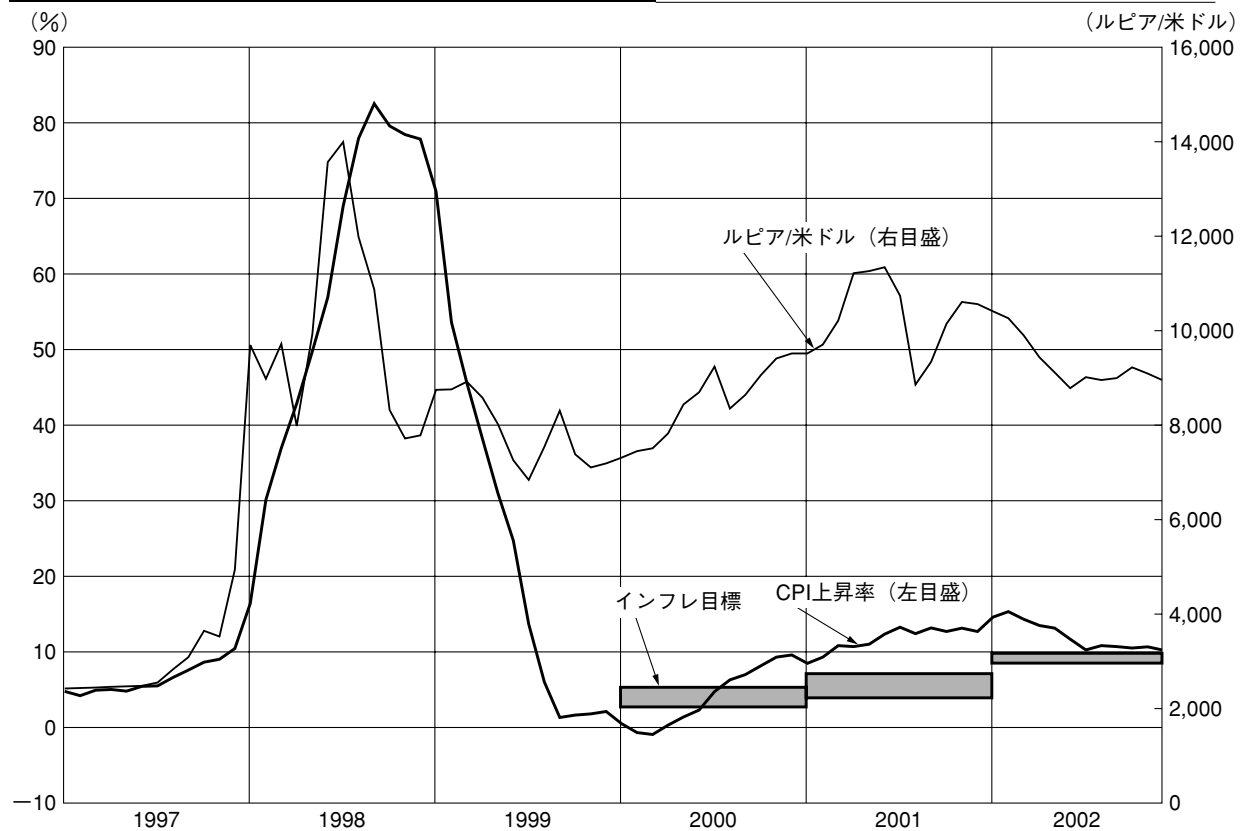
インドネシアは、新しい中央銀行法を1999年5月に施行し、2000年1月からインフレ・ターゲティングの枠組みを導入している。新しい中央銀行法では、金融政策の目的を物価の安定と定め、インドネシア中央銀行(Bank Indonesia)に独立性を付与している。インドネシアのインフレ・ターゲティングは、現在のところ、ニュージーランドのような「完全な」(full-fledged)枠組みではない。例えば、インフレ目標の性格は厳格なものではなく、目標へのコミットメントは弱く、達成できなかった場合の説明責任も明らかではない。しかしながら、インドネシア中央銀行と

の意見交換によれば、インフレ・ターゲティングの枠組みをより完全なものへとする方向にある。

1997年の通貨危機以前のインドネシアでは、金融政策は複数の目的を追求しており、主たる金融政策のアンカーは名目為替レートで、事前にアナウンスされた対ドルのクロウリング・バンドに収まるようベース・マネーを操作していた。資本勘定の自由化、大規模かつ大幅に変動する資本流出入にもかかわらず、比較的狭いバンドのなかに為替相場を収めるという難しい課題に直面しており、インフレ率格差のため目標とする中心相場は計画的に減価させていた。1997年7月にタイの通貨危機が起きてからは、投機的な圧力が金融市場および外国為替市場で高まり、1997年8月にはルピアはフロートせざるをえなくなり、スハルト大統領とIMFの見解の相違が明らかになった同年11月以降、ルピアは大幅に減価した。この危機により、大幅な景気減速と政治危機、1998年の大規模な金融システムの不安定化が起きた。

危機後、IMFプログラムのもとで、金融当局に対し為替フロート制、インフレ・ターゲティング、銀行の構造改革という3つの課題が課せられた。これら3つは相互に関連しているが、相互にコンフリクトもある。IMFは、一方で急激なルピア下落による潜在的なインフレ圧力を懸念し、他方で、深刻な景気後退を懸念していた。当局は、問題のある銀行に豊富な流動性を供給するとともに、1999年5月、新しい中央銀行法により金融政策の枠組みを変更した。新しい中央銀行法では、第一に、金融政策の唯一の目的(sole objective)はルピアの価値の安定と維持であることを明確に定めた。「ルピアの価値」とは、物価の安定と為替相場の安定の両方を意味するが、開放経済においては為替相場の変動は物価の変動につながる。第二に、新法は、インドネシア中央銀行に政府からの完全な独立性を付与した。新法第4条で、政府およびその他外部者による中央銀行に対するいかなる介入も禁止することが明確にされている。また、インドネシア中央銀行は、手段の独立性と同時に目標の独立性も与えられている点も注目される。第10条では、インフレ目標は中央銀行が設定する旨定められている。ただし、実際には、インドネシア中央銀行と政府は実

図表5-1 インドネシアのインフレ・ターゲティング



出所) Biro Pusat Statistic, IMF

務レベルで密接に協調しており、翌年のインフレ目標やその前提についても意見交換を行っている。

(2) インドネシアのインフレ・ターゲティングの実際とパフォーマンス

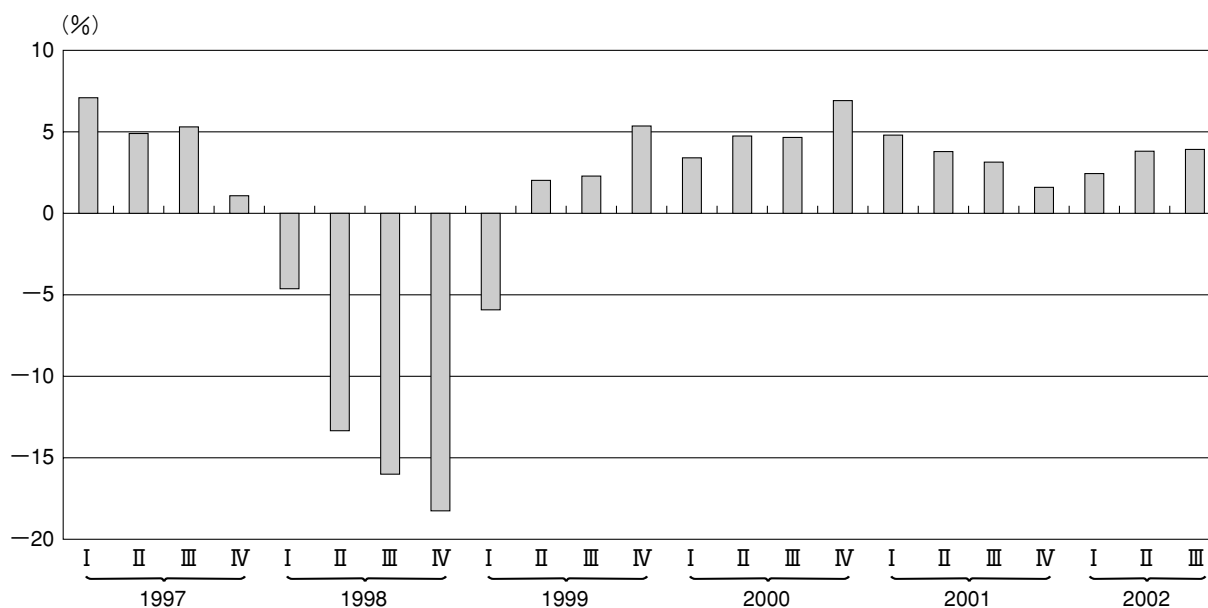
2000年1月、新しい中央銀行法の施行にしたがい、インドネシア中央銀行は2000年のインフレ目標を電力料金や公務員給与など政府によって定められる物価の影響を除いた消費者物価上昇率で3～5%と設定した。2001年については、インフレ目標は4～6%と設定された。しかし、予想以上のルピアの減価もあり、兩年の実績はインフレ目標を上回った(図表5-1、図表5-2)。インドネシア中央銀行は、景気低迷が続くなかで金融引き締め余地が小さかったにもかかわらず、インフレ圧力を抑えるため金融引き締めスタンスをとった。2002年、インドネシア中央銀行は、一般国民にとってわかりやすいという観点か

ら消費者物価全体の上昇率をインフレ目標とし、2002年については9～10%という目標を設定し、2002年～2006年の中期的なインフレ目標として6～7%という目標も併せて宣言した。2002年の実績は、10.03%であった。2003年のインフレ目標は9%プラスマイナス1%とされ、2006年までの中期インフレ目標は6～7%に据え置かれた。

なお、インドネシア中央銀行によれば、IMFプログラムのマネタリー・ベース目標は、インフレ目標と整合的な中間的な目標として位置付けられているが、現在、実務的な目標の変更が検討されている。

インドネシアのインフレ・ターゲティングを検討すると、3つの問題点がある。第一に、為替相場は、インフレ目標を達成する目的で管理されるべきかどうかという問題がある。ルピアの急速な減価は、インフレ目標の達成可能性に影響する。フロート制では、原則としてスムーズングのための為替介入のみ認められているが、その程度の介

図表 5-2 インドネシアの実質GDP成長率（前年同期比）



出所) EIU

入では、インフレ率への影響を避けるのには十分ではないかもしれない。インドネシアのインフレ率予測モデルを構築するための研究によれば、海外のインフレ率および為替相場がインフレ率の主な決定要因であり、ベース・マネーの伸びは有意ではあるが、物価全体の上昇率に対する影響は小さい (Ramakrishnan and Vamvakidis (2002))。さらに、インドネシアの外国為替市場の規模は小さく (1997年以前よりも小さい)、その変動幅も大きい。また、極端な為替レートの変動は、大規模な資本移動から起こる。国内物価変動が不安定になることを最小化する目的で、ルピアを安定化させるため、管理フロートのもとでより大きな為替介入を行なうことは、仮に市場がファンダメンタルズでは考えられない投機的な動きにさらされている場合、十分正当化される。

第二に、一般に発展途上国においては金融市場の規模が比較的薄いなかで、どの金融政策手段を用いるべきか、どのように市場参加者とコミュニケーションすべきかという課題がある。先進国でインフレ・ターゲティングを採用する国々は、通常、間接的な市場手段、例えば、コール市場におけるコール・レートの誘導を通じて金融政策を行なっている。インドネシアにおける主たる政策手段は、SBI証券 (インドネシア中央銀行によって発

行される有価証券) の公開市場操作であるが、さらなる金融政策手段、例えば翌日物コール・レートなどの手段の可能性についてもより効果的な金融政策運営の観点から検討すべきである。

第三に、多額の不良債権への対応との関係である。インドネシア中央銀行は、通貨・金融危機の間、金融システムの崩壊を防ぐため豊富な流動性を供給した。インフレ・ターゲティングは、1960年代に経験したハイパーインフレーションへの恐れを背景に、豊富な流動性供給からの「退却戦略」 (an exit strategy) の一つとして機能することが期待されていたという側面もある (Alamsyah et al (2001))。しかしながら、結局、2000年、2001年を通じて流動性への需要は強く、インフレ目標を達成することはできなかった。危機後、政策金利に対する銀行の貸出金利の反応は、危機以前よりも弱くなっており、金融政策の波及の程度は不安定になっている (Bank Indonesia (2002))。金融危機の最中にインフレ・ターゲティングを導入するのがよいタイミングだったのかどうかの問題はあった。

インドネシアのインフレ目標の設計については、次のような問題点がある。金融政策の効果のタイム・ラグが4四半期から8四半期に及ぶことを考慮すると、1年間という対象期間は短すぎ

る。また、目標の幅も、2002年は9～10%と1%の幅しかなく狭すぎた。2003年の目標（9プラスマイナス1%）は2%の幅があり若干広いが、為替レートが物価に与えるパス・スルーの大きさおよび最近のインフレ率の実績に鑑みると、目標の幅には引き続き再考の余地がある。目標の対象期間と中期インフレ目標との関係も再検討する必要がある。目標を繰り返し達成することにより枠組みをクレディブルにすることを考えると、インフレ目標を設計する際には、達成可能性は特に重視すべきである。

他方、輸出競争力の維持という観点からは、9%という現在の目標水準は高すぎる。1997年末から98年の通貨下落により輸出競争力は改善したが、その改善による効果は、比較的高水準のインフレが継続したことにより剥落しつつある。インドネシア中央銀行は、2003年のエネルギー補助金削減など公共料金に係る政策が物価上昇率全体に与える影響は3.02%と推計しているが、これを考慮しても、9%という水準は高すぎ、6～7%という中期的なインフレ目標は再考すべきである。インフレ目標は他のマクロ経済指標と整合的に設計されるべきであり、インドネシアの将来の経済成長の持続という観点からは、インフレ目標を引き下げることが必要である。

現在、中央銀行の独立性と説明責任が重要な議論の対象になっている。現行中央銀行法は、中央銀行の独立性を明確に定めているが、最近、政治家の間では、インドネシア中央銀行が「過剰な独立性」を享受しているとの批判が出ている。インドネシア中央銀行は透明性の確保に努めてきており、少なくとも市場関係者からはインドネシアの政府関係機関のなかではもっとも透明性の高い組織と評価されているが、過剰な独立性といった批判に応えるためには、完全なインフレ・ターゲティングの枠組みに移行することにより金融政策の説明責任を高め、結果として独立性を担保することが重要と考えられる。

要約すると、インドネシアのインフレ・ターゲティングの設計は、対象期間、目標の幅、水準において見直す必要がある。特に、輸出競争力の改善を通じて持続的な経済成長を推進するためには、実質実効為替レートと国内インフレ率の安定

が不可欠であり、インフレ目標の水準を引き下げることが必要であり、中期インフレ目標の上限を5%以下に引き下げること検討すべきである。

第4章 タイのインフレ・ターゲティング

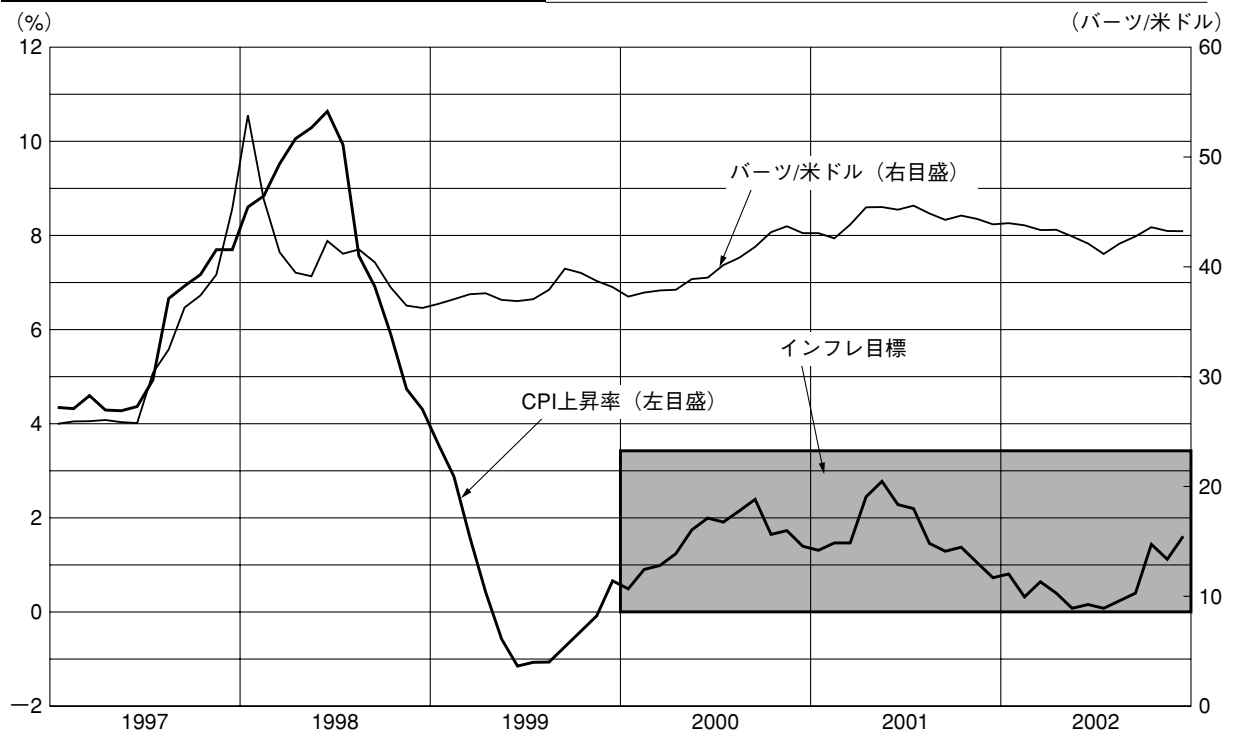
(1) 導入の経緯

タイ中央銀行は、事実上のドル・ペッグからフロート制に移行した約3年後の2000年5月、金融政策の枠組みをマネーサプライ目標からインフレ目標に変更し、金融政策のアンカーを提供するとともに、政策の透明性と効率性を向上することを目的としてインフレ・ターゲティングを導入した。また、2000年4月、タイ中央銀行は、金融政策理事会（Monetary Policy Board）を発足させ、2001年7月には、8名の中央銀行幹部と2名の外部専門家からなる金融政策委員会（Monetary Policy Committee）に衣替えした。

(2) タイのインフレ・ターゲティングの実際とパフォーマンス

タイのインフレ・ターゲティングの枠組みは、注意深く設計されていると評価できる。インフレ目標は、コア・インフレ率で四半期平均年率0～3.5%と定め、コア・インフレ率は、生鮮食料品とエネルギーを除く消費者物価上昇率と定義している。タイ中央銀行による数字の操作あるいはその疑念を抱かれないよう、コア・インフレ率の算出は別個の政府機関（商務省）が行なっている。コア・インフレ率は、消費者物価のバスケット全体の75%程度の品目で構成されており、物価全体の傾向をみるのには十分と考えられる。ただし、インフレ目標の下限は0%と低すぎる。一度デフレに陥ると抜け出すことは非常に難しいという日本の経験も考え合わせると、タイもデフレに陥らないようにするため、インフレ目標の下限を0%から1%に引き上げることが望ましい。インフレ目標の対象期間は2年間で、無限にロール・オーバーするようになっている。すなわち、

図表6-1 タイのインフレ・ターゲティング



出所) IMF International Financial Statistics

タイ中央銀行は、常に8四半期先のコア・インフレ率の予測が目標の範囲内に収まるように金融政策を行なわなければならない。インフレに関する報告（インフレーション・レポート）は四半期ごとに公表され、経済および物価予測のフォワード・ルッキングな政策判断の材料を提供している。特に、8四半期先のインフレ予測と確率分布を組み合わせたファン・チャートとリスク要因の分析、金融政策決定の背景・判断根拠が明確に説明され、インフレ予測が金融政策運営の中間的な目標の役割を果たしている。タイ中央銀行で作成しているインフレ期待を組み込んだマクロ経済モデルの構造も公表されている。インフレ目標の注意深い設計と金融政策運営は、英国、スウェーデン、カナダ、オーストラリア、ニュージーランドなどインフレ・ターゲティング先進国の教訓を学び、技術支援を受けたことが寄与するところが大きい。2003年1月時点において0～3.5%というコア・インフレ率の目標は堅持されており、

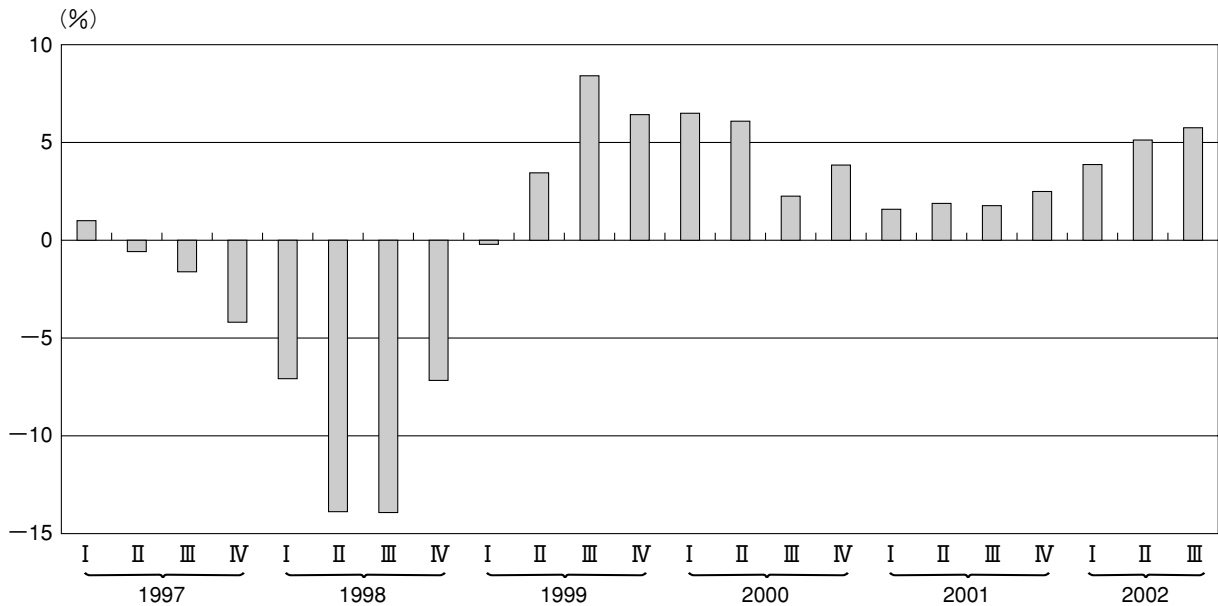
2003年のコア・インフレ率は0.5～1.5%、2004年は1～2%と予測されている。

金融政策の手段としては、14日物のレポ・レートが使われており、市場規模は厚く、成熟している。為替相場の変動の影響については、タイ中央銀行は、10%のバーツ（対ドル）減価は、コア・インフレ率を0.9%ポイント程度上昇させる影響があるとしている（BOT（2002））。タイ中央銀行関係者によれば、不胎化の程度についてはインフレ目標達成への影響も考慮して行なわれている。通貨・金融危機後累積した不良債権問題は、タイの金融政策の波及過程を複雑化したが、不良債権自体は着実に減少している*8。

インフレ率の実績は現在までのところ良好であり（図表6-1、図表6-2）、コア・インフレ率は目標を全ての四半期において達成している。インフレ目標の水準は比較的低いにもかかわらず、GDPの犠牲はほとんど伴っていない。インフレ・ターゲティングの導入のタイミングも、イン

*8 タイは、当初、各銀行に資産管理会社（Asset Management Company）を設立したものの不良債権の処理が容易には進まなかったが、2002年にタイ資産管理会社（TAMC）を設立してから不良債権処理が進行している（詳細はIto and Hashimoto（2002））。

図表 6-2 タイの実質GDP成長率（前年同期比）



出所) National Economic and Social Development Board

ドネシアと比較するとインフレ率が低くなってから行なわれ、導入は容易であったといえる。通貨の減価によるインフレ圧力と、景気後退によるデフレーション圧力が拮抗していた時期と考えられる。

このようにインフレ目標の設計や金融政策運営は評価できるものの、タイのインフレ・ターゲットには、中央銀行の独立性が欠如しているという問題点がある。現行のタイ中央銀行法は戦時下の1942年に制定され、これに基づきタイ中央銀行が設立された*9。タイ中央銀行法は、タイ中央銀行に機関としての独立性がないことを明確に規定しており、「タイ中央銀行に係る監督権限は大蔵大臣に属し」(タイ中央銀行法第14条)、「総裁および副総裁は、内閣の推薦のもと国王によって任命され、また、罷免される」(同法第19条)。こうした中央銀行の独立性の欠如は、インフレ・ターゲットの枠組みのクレディビリティを低下させていると考えられる。内外の経済環境が比較的落ち着いた間は、インフレ・ターゲット

は機能するかもしれないが、仮に物価が上昇したり、金融政策が政府の政策の方向性から乖離したりする局面になれば、クレディビリティが失われる可能性があり、金融市場の攪乱要因、リスク要因になる可能性がある。先進国の経験にも鑑みると、中央銀行の独立性はインフレ・ターゲットの成功の上で重要な要素であり、タイ中央銀行と政府自身もその必要性を認めている。タイ中央銀行への独立性付与も含め、新しいタイ中央銀行法案が現在審議されており、2003年に成立することが期待されている*10。

要約すれば、タイのインフレ・ターゲットの枠組みは、インフレ目標の下限は0%と低すぎることを除けばかなりよく設計されている。将来、デフレに陥るリスクを軽減するためには、インフレ目標の下限を0%から1%に引き上げることが重要である。また、インフレ・ターゲットの枠組みに対する信認を強化するためには、早期にタイ中央銀行に独立性を付与することが肝要である。

*9 1942年以前は、大蔵省の銀行局 (National Banking Bureau) が中央銀行業務を行っていた。

*10 IMF理事会も「タイ中央銀行の手段の独立性を高める改正法の早期成立が金融政策の効果を高めるであろう。」と指摘している (2002年対タイ4条協議)。

第5章 フィリピンのインフレ・ターゲット

(1) 導入の経緯

フィリピンは、2年間の準備期間を経て、2002年1月に正式にインフレ・ターゲットを導入した。フィリピン中央銀行の金融理事会（Monetary Board；中央銀行の政策決定機関）が将来のインフレ・ターゲット導入について決定を行なったのは2000年1月で、その後、正式な採用まで相当の準備が行なわれた。なお、フィリピン中央銀行は、1993年の新中央銀行法により独立性が付与されている。インフレ・ターゲットが導入される以前は、マネーサプライを目標とする金融政策運営が行なわれていた。

(2) フィリピンのインフレ・ターゲットの実際とパフォーマンス

2002年に正式採用されたインフレ・ターゲットの枠組みは、諸外国の経験と教訓に学んで比較的よく設計されている。インフレ目標は、金融政策の効果のタイム・ラグを考慮して、各年のインフレ目標の2年分の組み合わせで構成されている。2002年時点の目標は、消費者物価全体の上昇率で2002年は5～6%、2003年は4.5～5.5%となっている。インフレ目標は、フィリピン中央銀行と政府^{*11}の両者が協議して決定する。公定歩合や準備預金率を含むさまざまな金融政策手段が用いられている。

フィリピンのインフレ・ターゲットの枠組みはよく設計されているが、全く批判がないわけではない。IMF理事会は、対フィリピン第4条協議で「インフレ・ターゲットの例外条項を限定的に用いることが、金融政策枠組みの信認の上で重要」とのコメントを行なっている。現在の例外条項は、①未加工食品の価格変動、②石油製品の価格変動、③税制や補助金など物価に直接の影響を与える大きな政策変更、④経済のかなりの

部分に影響を与える自然現象をあげている。しかしながら、フィリピンのような外的なショックに脆弱な経済構造をもつ発展途上国においては、ショックに対応するための例外条項の柔軟性はインフレ・ターゲットの枠組みの信認を高める上で重要と考えられ、こうした例外条項のカテゴリーは適切に定義されていると考えられる。したがって、上記のIMF理事会の判断は必ずしも適当ではないと考える。

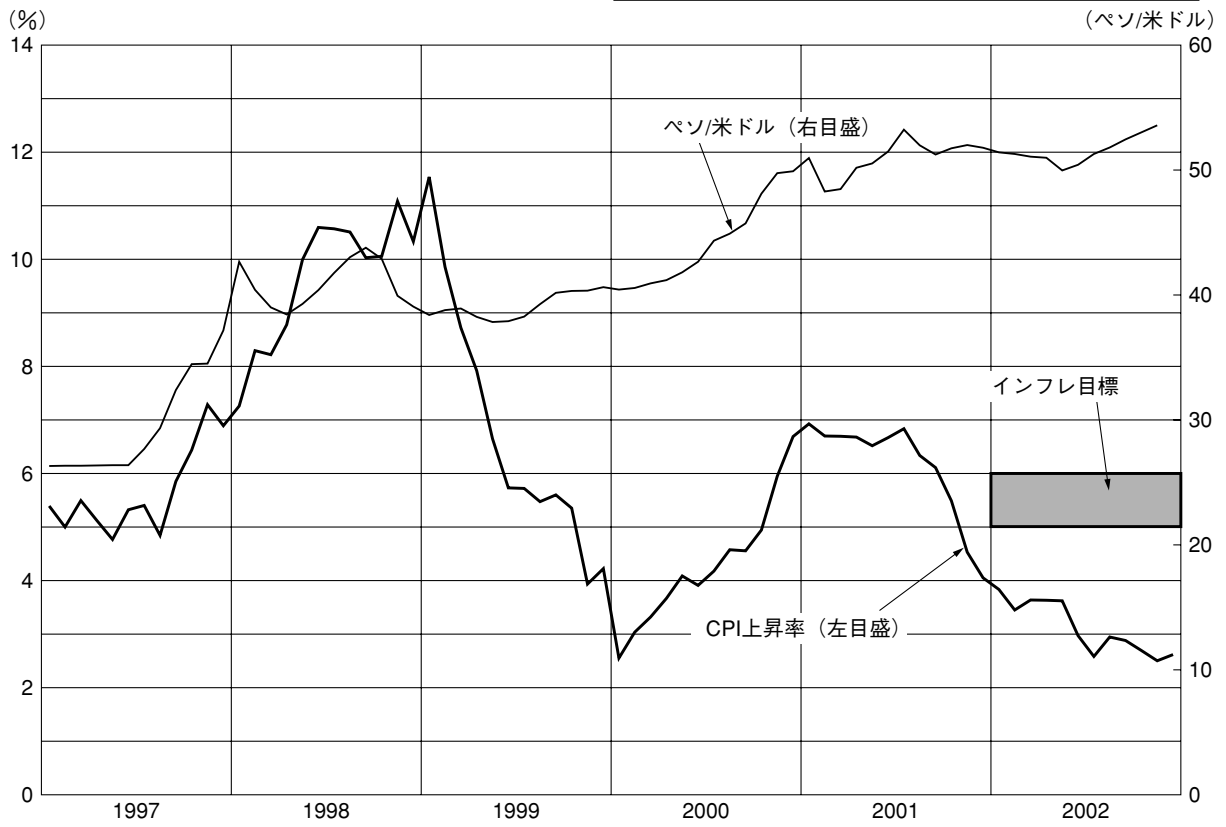
パフォーマンスについては、導入から1年しか経過していないので評価は早すぎるが、2001年末には物価上昇率は既に4%程度まで低下しており、2002年のインフレ目標は5～6%であったが、実績は、食料品価格とエネルギー価格の下落もあり3.1%と目標を2%ポイントも下回った（図表7-1、図表7-2）。3%を越える高い経済成長率にもかかわらず予想外のデスインフレが進行したとみられる。この2002年の経験に鑑みると、インフレ目標は、コア・インフレ率程度の水準まで引き下げることを検討すべきである。フィリピン中央銀行の推計によれば、2002年のコア・インフレ率は3.8%であり、2001年の6.5%から大幅に低下している。

現在、インフレ率が目標を下回っているものの、金融理事会は、将来のインフレ圧力を見越して2002年3月以来、政策金利を動かしていない。特に、エル・ニーニョ現象による農産物の収穫への影響、世界的な原油価格の上昇傾向、公共料金調整の遅れ、財政赤字に対する市場の懸念、ペソの下落傾向などの上方リスク要因が存在する。こうした金融政策判断は、インフレ・ターゲットの枠組みに特徴的なフォワード・ルッキングな政策運営態度として評価できる。

要約すれば、フィリピンのインフレ・ターゲットの枠組みはよく設計されているが、最初の年の実績は目標を下回った。インフレ目標の水準を見直し、適切な水準を見極めて設定するためには、現在のデスインフレ圧力に関しさらなる研究を行うことが必要である。現在の低い実績に鑑みると、この機会にインフレ目標を早めに、例えば2～4%に引き下げることが考えられる。

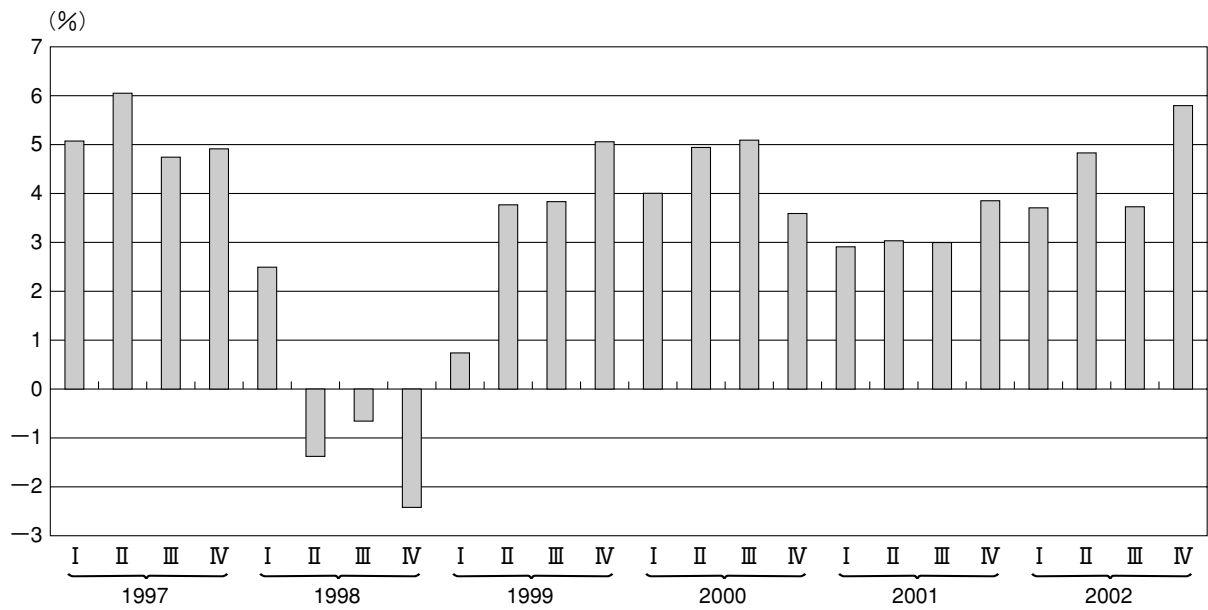
*11 具体的には、財務省、予算管理庁、国家経済開発庁（NEDA）および大統領府から成る開発予算調整委員会とフィリピン中央銀行が協議して、インフレ目標を設定している。

図表 7-1 フィリピンのインフレ・ターゲティング



出所) National Statistics Office Philippines, IMF

図表 7-2 フィリピンの実質GDP成長率（前年同期比）



出所) Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP)

第6章 インフレ・ターゲティング 先進国との比較

以上みたように、アジア4カ国のインフレ・ターゲティングは、先進国と比較すると、中央銀行の独立性の確保と適切なインフレ目標・枠組みの設計という二つの大きな課題がある。

第一に、タイおよび若干度合いは小さいものの韓国においては、中央銀行の独立性の程度が他のインフレ・ターゲティング諸国に比べると不満足なものである。タイ中央銀行の組織としての独立性の欠如はインフレ・ターゲティングの信認のリスク要因となっている。韓国についても、制度および運営面において政府が一部の権限を保留しており、韓国銀行は完全な独立性を与えられているとはいいがたい。独立性を高めるためにタイおよび韓国の中央銀行法が改正されれば、より信頼できるインフレ・ターゲティングの枠組みの形成に寄与すると考えられる。

第二に、インフレ・ターゲティングの設計が重要である。これらの4カ国では、先進国の経験に大いに学んではいるものの、実際の設計の出来栄はまちまちである。全般的に、タイとフィリピンの枠組みは比較的良好に設計されている。他方、韓国やインドネシアでは、1年という目標の対象期間は、金融政策の効果のタイム・ラグを考慮すると短すぎる。目標の水準、特にタイの0%の下限は、CPIの上方バイアス^{*12}やデフレのリスクを考えると低すぎる。インフレ目標の幅についても、タイ（0～3.5%）以外は狭すぎる。政策枠組みに対する信認は、中央銀行と市場の間の一連の繰り返しゲームを通じて達成されることを考えると、インフレ目標の達成可能性は、成功の鍵の一つである。インフレ目標はその国の経済状況、経済構造に適合したものを設計すべきであるが、この点で、例えば1～4%あるいは2～5%といったインフレ目標は、アジアのインフレ・ターゲティングにおいては中期的に適切な参照値と考えられる。

*12 CPIの上方バイアスとは、消費者物価の統計調査を行う際に調査対象の品物や商店などのサンプルの入れ替えが実際の消費動向よりも遅れがちであることなどさまざまな技術的な理由により生じる統計上の計測誤差のため、物価上昇率が実際よりも過大評価されやすいという性質である。上方バイアスの大きさは国によって異なるが、先進国では0.5%から1%程度と推計されることが多い。

以上のように、中央銀行の独立性およびインフレ目標の設計を見直し、改善すれば、これらアジア4カ国のインフレ・ターゲティングの枠組みはより信頼性のあるものとなる。アジア諸国の中央銀行は、お互いの経験および先進国の経験に基づく教訓を学びあうことを通じて、インフレ・ターゲティングの枠組みをよりよいものとしていくことができる。

第7章 アジアにおけるインフレ・ターゲティングのメリットと課題

上記の問題点にもかかわらず、全般としてアジア4カ国のインフレ・ターゲティングの枠組みは、市場の予想の安定化を通じて最近の経済回復に寄与してきたと評価できる。アジアの経済の歴史をみると、ハイパーインフレーションやその予想があったことはあまりなく、その点は、ラテン・アメリカ諸国とは状況が全く異なる。しかしながら、グローバルな金融統合の流れとともに大規模な資本流入・流出が繰り返される現在の環境においては、市場における予想を安定化させることは重要である。

また、インフレ・ターゲティングの枠組みが十分クレディブルなものであれば、将来の一般物価の動向や経済動向の変動に関する不確実性を減らすことができ、企業の投資活動や貿易活動を容易にすることができるというメリットもある。

さらに、これら4カ国の事例をみると、インフレ・ターゲティングを導入したことにより、健全な金融政策運営態度が定着し、金融政策の透明性と説明責任が高まったと評価できる。インフレ・ターゲティング導入後、インフレーション・レポートなどの公表や金融政策決定に関する市場とのコミュニケーションは、大きく改善した。こうしたコミュニケーションにより、市場がインフレ・ターゲティングに対する信頼を高めれば、インフレ予想も安定化すると考えられる。

これらの観察を前提とすると、アジアのインフレ・ターゲティングは金融政策の効果を高めたと結論できる。「物価安定」というあいまいな概念ではなく、数値で目標を示すことにより、金融政策が達成すべき目標および金融政策が説明しなければならない範囲が明確になった。タイ、韓国のように中央銀行の独立性に問題がある国々においても、独立性を強化する方向で制度面の改善がなされれば、インフレ・ターゲティングの枠組みに対する信認が高まり、これはさらに中央銀行の実質的な独立性を高めるものとなる。

インフレ・ターゲティングの枠組みにはこうした長所はあるものの、アジア諸国で実際に運営する際、直面しなければならない共通の課題もある。特に、為替変動への対応、急速な資本の流入に対する対応、不良債権問題など金融システムに問題があるなかでの金融政策の波及過程の把握の方法などが重要である。

経済のファンダメンタルズを離れた資本の流入に起因する為替相場の過度な変動は、実物経済に損失を与える。また、アジア諸国の外国為替市場は比較的規模が小さいため、為替相場は外的なショックに対しても脆弱である。対外依存度が高いことから、為替相場の物価へのパス・スルーの影響は無視できるものではなく、何がしかの為替介入はインフレ目標を達成するため正当化しうると考えられる。また、その際の不胎化の程度もインフレ目標達成との関係で重要である。

インフレ・ターゲティングの枠組みは、突然の大規模な資本移動およびこれに起因する通貨危機に対する万能薬ではない。しかし、市場のインフレ予想を安定化させることを通じて資本の移動の流れの安定化に寄与する可能性はある。

大量の不良債権問題により金融システムが不安定となっている場合には、金融政策の波及経路は把握しにくい。迅速な不良債権処理による痛みを和らげるため、豊富な流動性を供給し金融政策の緩和スタンスを継続する必要があるが、インフレ目標の上限を超えて物価上昇が進むとも限らない。アジア諸国の経験に鑑みると、金融システムにシステミック・リスクが存在する局面においては、必要とされる流動性を供給するため、インフレ目標は十分に柔軟な方が望ましい。また、適切

なエスケープ・クローズを設定しておくことも必要である。

むすび

以上、通貨危機後のアジア諸国の通貨制度の一類型として、フロート制ないし管理フロート制とインフレ・ターゲティングの組み合わせを採用する韓国、インドネシア、タイ、フィリピンの実例を検討した。

近年、アジアに限らずエマージング・マーケット諸国全般で、フロート制ないし管理フロート制とインフレ・ターゲティングの組み合わせによる通貨体制を採用する国々が増加していることを背景に（図表8）、インフレ・ターゲティングの普及が国際通貨システム全体の構造をより安定的なものにするとして評価する意見も現れている（Truman（2003））。

また、この組み合わせを特に「管理フロート・プラス」（managed floating plus）と呼んで推奨する議論もある（Goldstein（2002））。ここで「プラス」とは、インフレ・ターゲティングによる金融政策に加え、為替ヘッジ手段の整備や適切な金融監督・規制など当該国の債権債務における通貨のミスマッチ（currency mismatch）を最小限にするための一連の施策のセットを意味している。多くの債務がドルなどの外貨建てで行なわれることの多い発展途上国では、自国通貨が大幅に減価すると、不良債権が急増し、通貨危機のみならず金融システム全体の危機を招きやすい。こうした通貨のミスマッチをできるだけ減らすためには、為替ヘッジ手段の普及を推進したり、金融機関の外貨ポジションに対する規制を設けることなどの施策が考えられる。

他方、アジア諸国の高い対外依存度を考えると、BBCのような中間的な為替相場制度とインフレ・ターゲティングの組み合わせも一考に値する。特に、事前に目標相場圏を明示せず、一定のバスケットに対し一定の幅を持って安定的にクローリングさせるように適宜が為替介入を行なうという管理フロートの一形態は、現実的な選択として検討すべきである。

本稿で検討したアジア4カ国の例は、「管理フ

図表8 インフレ・ターゲティングを採用する
エマージング・マーケット諸国

	採用年	現在のインフレ目標
チリ	1991	3±1%
イスラエル	1992	1—3%
チエコ	1998	2—4%
ポーランド	1998	4%以下
韓国	1998	3±1%
メキシコ	1999	3%
ブラジル	1999	2.5±1%
インドネシア	2000	9±1%
タイ	2000	0—3.5%
南アフリカ	2000	3—6%
フィリピン	2002	4.5—5.5%
ハンガリー	2002	3.5±1%
トルコ	2003	20%

(参考) インフレ・ターゲティングを採用する先進国の例

ニュージーランド	1990	1—3%
カナダ	1991	2±1%
英国	1992	2.5±1%
スウェーデン	1993	2±1%
オーストラリア	1994	2—3%
スイス	2000	2%以下
ノルウェー	2001	2.5%
アイスランド	2001	2.5±1.5%

ロート・プラス」の一形態とも考えられる。このタイプの通貨制度が通貨危機を未然に防ぎ、長期的に持続可能なものかどうかについては、更なる時間の経過による検証が必要であるが、少なくとも新しい通貨制度の一類型として引き続き注目し続けることは、国際金融を論じる上で不可欠と考える。

[参考文献]

[和文文献]

林 伴子「アジア諸国のインフレ・ターゲティングと為替政策」国際協力銀行開発金融研究所報第11号（2002年4月）

[英文文献]

Alamasyah, Halim, Charles Joseph, Juda Agung and Doddy Zulverdy, “Towards Implementation of Inflation Targeting in Indonesia”, *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, Vol. 37, No. 3 2001: 309–324.

Bank Indonesia, *Transmission Mechanisms of*

Monetary Policy in Indonesia, Directorate of Economic Research and Monetary Policy, Bank Indonesia, 2002.

Bank of Thailand, *Inflation Report*, July 2002.

Debelle, Guy and Lim, Cheng Hoon, “Preliminary Considerations of an Inflation Targeting Framework for the Philippines”, IMF Working Papers, 1998.

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*, 2001 Spring.

Ito, Takatoshi and Yuko Hashimoto, “Bank Restructuring in Asia: Korea”, ADBI working paper (forthcoming), 2003.

Ito, Takatoshi and Tomoko Hayashi, *Inflation Targeting in Asia*, Hong Kong Monetary Authority Occasional Paper (forthcoming), 2003.

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.

Oh, Junggun, “Inflation Targeting, Monetary Transmission Mechanism and Policy Rules in Korea”, Bank of Korea Economic Papers 2 (1), March 1999.

Ramakrishnan, Uma and Vamvakidis, Athanasios, “Forecasting Inflation in Indonesia”, IMF Working Paper, June 2002.

Truman, Edwin M., *Inflation Targeting and the International Financial System: Challenges and Opportunities*, Institute for International

Economics (forthcoming), 2003.

Williamson, John, *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics, September 2000.

Zamaroczy, Mario de and Sopanha Sa, "Macroeconomic Adjustment in a Highly Dollarized Economy: The Case of Cambodia", IMF Working Paper, 2002.