

## 第1章

# 開発途上国の金融政策レジーム

三尾 寿幸

### はじめに

本章では、金融政策の主たる目的である一般物価と短期的な生産水準の安定化が、1990年代以降の開発途上国においては、インフレーションの高進と通貨危機に起因する生産の不安定化により必ずしも達成されていないことを確認する。次に、貨幣供給量の管理に代表される国内の金融政策が為替レート制度と独立ではないことを示し、国内の金融政策と為替レート制度からなる金融政策の枠組みである「金融政策レジーム」を解説する。そして金融政策レジームを(1)固定相場制度、それぞれ変動相場制下での、(2)マネーサプライ・ターゲティング政策、(3)インフレーション・ターゲティング政策、(4)裁量的政策に分類し、それらの仕組みと機能を論じる。

### 第1節 開発途上国におけるインフレーション・成長・為替レート

金融政策の主たる目的は一般物価水準と短期的生産水準の安定化である。この目的に照らして、1990年代以降の開発途上国<sup>(1)</sup>とりわけ、「新興市場」と呼ばれ、資金流入の著しい増加を経験した国々での、インフレ率と経済成長率に要約されるマクロ経済パフォーマンスはどのように評価されるだろう

表1 開発途上国7カ国のインフレーション率(1990~2002年, 消費者物価ベース)  
(%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
インドネシア	7.8	9.4	7.5	9.7	8.5	9.4	8.0	6.7	57.6	20.3	4.5	12.0	11.5
マレーシア	2.6	4.3	4.8	3.5	3.7	3.5	3.5	2.7	5.3	2.7	1.5	1.4	1.8
タイ	5.9	5.7	4.1	3.4	5.0	5.8	5.8	5.6	8.1	0.3	1.5	1.7	0.6
アルゼンチン	2325.5	171.7	24.9	10.6	4.2	3.4	0.2	0.5	0.9	-1.2	-0.9	-1.1	25.9
メキシコ	26.6	22.7	15.5	9.7	7.0	35.0	34.4	20.6	15.9	16.6	9.5	6.4	5.0
エジプト	16.7	19.8	13.6	12.1	8.2	15.7	7.2	4.6	4.2	3.1	2.7	2.3	2.7
トルコ	60.3	65.8	70.2	66.0	106.3	88.1	80.4	85.7	84.6	64.9	54.9	54.4	45.0

(出所) *International Financial Statistics*, IMF, August 2003.

表2 開発途上国7カ国の実質経済成長率(1990~2002年, 国内総生産ベース)  
(%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
インドネシア	7.2	7.0	6.5	6.5	7.5	8.2	7.8	4.7	-13.1	0.8	4.9	3.3	3.7
マレーシア	9.0	9.5	8.9	9.9	9.2	9.8	10.0	7.3	-7.4	6.1	8.3	0.5	-0.7
タイ	11.2	8.6	8.1	8.2	9.0	9.2	5.9	-1.4	-10.5	4.4	4.6	1.8	5.4
アルゼンチン	-1.8	10.6	9.6	5.7	5.8	-2.8	5.5	8.1	3.8	-3.4	-0.8	-4.4	-10.9
メキシコ	5.1	4.2	3.6	2.0	4.4	-6.2	5.2	6.8	5.0	3.6	6.6	-0.2	0.7
エジプト	5.7	1.1	4.5	2.9	4.0	4.6	5.0	5.5	4.5	6.3	5.1	3.5	3.0
トルコ	9.3	0.9	6.0	8.0	-5.5	7.2	7.0	7.5	3.1	-4.7	7.2	-7.3	7.8

(出所) 表1に同じ。ただし、2002年のインドネシアの経済成長率は *Indonesian Financial Statistics*, Bank Indonesia, June 2003による。

か。本節では、マクロ経済パフォーマンスをそれと関連する為替レートの推移とともに検討する。

表1, 表2に本書第3章から第9章の事例研究の対象である途上国7カ国における、1990年から2002年のインフレーション率および実質経済成長率を示した。トルコは1990年代を通じ、持続的に年率50%以上のインフレ率を記録している。また、1990年にアルゼンチンでは高いインフレ率が記録されているが、1991年に厳格な固定相場制度であるカレンシー・ボード制度が採用され、その後インフレは沈静化している。

図1に本書の事例研究対象7カ国における1990年1月より2003年5月に至る名目対米ドル為替レートを示した。インドネシアとタイでは、1990年から

1997年の通貨危機による大幅な減価に至るまで、為替レートは安定的に維持されており、マレーシアでも為替レートには一定の安定性がある。アルゼンチンでは1991年から2002年の通貨危機に至るまで、カレンシー・ボード制度のもと、為替レートは一定である。メキシコの為替レートは1994年の通貨危機に至るまで、またエジプトの為替レートは1991年から2000年まで、ともに安定的にコントロールされている。トルコでは為替レートは2000年から2001年の通貨危機まで固定化が行われているものの、他の時期には伸縮的に推移している。

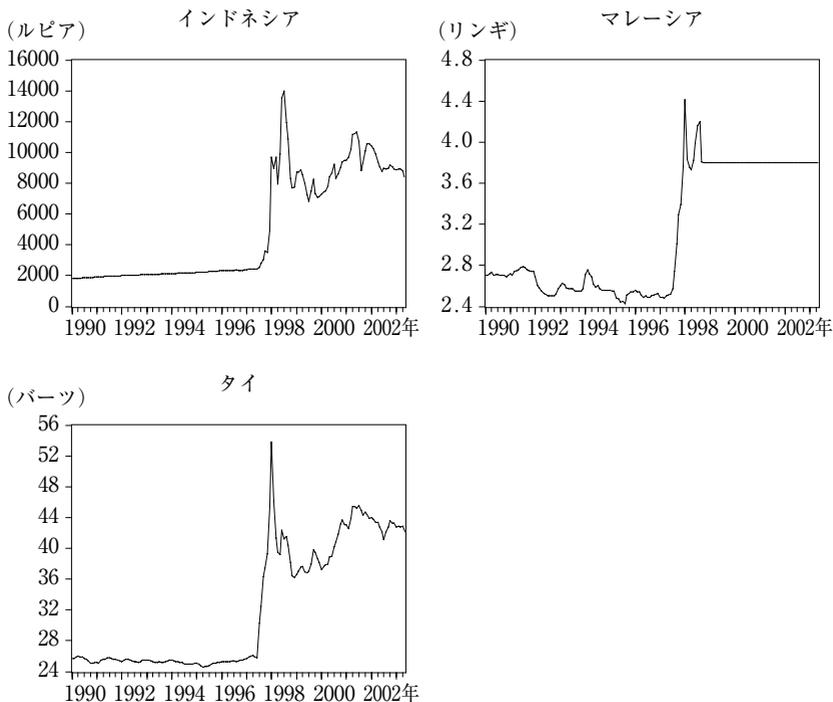
本書事例研究対象国中では、為替レートの大幅な下落である通貨危機は、1997年の東アジア3カ国、1994年のメキシコ、1994年および2001年のトルコで起きた。また、アルゼンチンでは1999年からカレンシー・ボード制度のもとで不況が深刻化し、2002年初めには通貨危機が起きた。表2より、通貨危機を経験した諸国は短期的な生産の低下を経験していることがわかる。

以上より、高インフレや、通貨危機ないしは為替レート制度の取り決めにて起因する景気の不安定化に見舞われた点で1990年代以降の途上国の金融政策には問題がある。

通貨危機後のインドネシア、タイ、メキシコでは、為替レートが以前に比べ大きく変動しており、また、通貨危機後相対的に日の浅い、アルゼンチンにおいても、為替レートは伸縮度を高めている(図1)。通貨危機後、変動相場制度に移行した途上国では、インフレーション・ターゲティング政策が採用されはじめている。本書の事例研究対象国中ではタイと実質的にメキシコが同政策を採用している。

1990年以降の途上国の通貨危機、インフレーションの高進、あるいは新たな金融政策の枠組みであるインフレーション・ターゲティング政策を論じるためには、貨幣供給量の決定に代表される国内の金融政策と為替レート制度の取り決めは独立ではないことに着目し、金融政策をそれら双方から構成される「金融政策レジーム」<sup>(2)</sup>として取り扱う必要がある。

図1 開発途上国7カ国における  
(1990年1月～



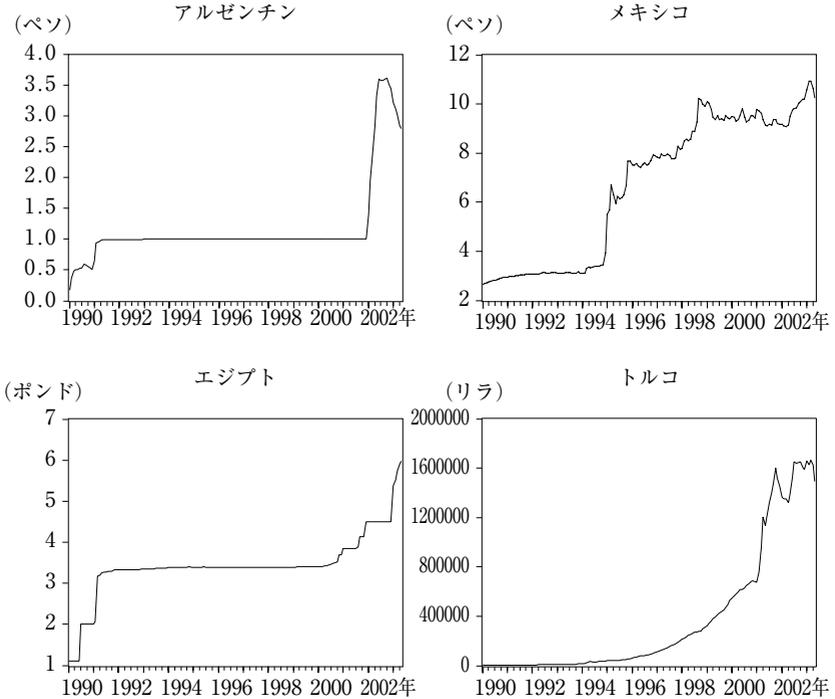
(出所) *International Financial Statistics*, IMF CD-ROM, 2003年8月。

## 第2節 金融政策レジームとしての「固定相場制度」

本節では、「貨幣供給量の管理に代表される国内の金融政策と為替レート制度からなる金融政策の枠組み」であり、(1)固定相場制度、それぞれ変動相場制度下の、(2)マネーサプライ・ターゲティング政策、(3)インフレーション・ターゲティング政策、(4)裁量的政策の四つに分類される「金融政策レジーム」<sup>(3)</sup> (図2)のうち、固定相場制度を解説する。

## 対米ドル為替レートの推移

2003年5月)



為替レートの固定化は、貨幣供給量の管理に代表される国内の金融政策に一定の制約を課す。なぜならば、為替レートを一定に保つためには、通貨当局は、外国為替市場における不均衡に応じて外貨を売買しなければならない。売買の結果、通貨当局の資産である外貨準備は変動する。これは通貨当局の負債であり、現金と銀行の通貨当局預け金からなるマネタリー・ベースの等しい変化をもたらし、ひいては貨幣供給量を変化させる<sup>(4)</sup>。貨幣供給量が変化すれば、財・サービスの需要が変化し、需給不均衡から物価が変動する。したがって、為替レートを固定化することは、金融政策の枠組みの一種となる。他方、通貨当局が為替レートの固定化を行わなければ、通貨当局には外

図2 金融政策レジームの分類

(1) 固定相場制度	(2) マネーサプライ・ ターゲットイン ダ政策	(3) インフレーション ターゲットイン ダ政策	(4) 裁量的政策
	変動相場制度		

(出所) 筆者作成。

国為替市場への介入の必要がなくなる。

外国為替市場不均衡解消のための通貨当局による外貨売買の結果生じるマネタリー・ベース変動の程度は、為替管理と資本移動規制の程度に依存する。為替管理と資本移動規制がなく、資本移動が自由なもとでは、外国為替市場において単位時間あたりに通貨当局が売買義務を負う外貨の量と売買の結果生じるマネタリー・ベースの変動は大きなものとなる可能性がある。逆に、為替管理と資本移動規制を厳格化すれば、マネタリー・ベース変動は小さくなる可能性がある。したがって為替管理と資本移動規制の程度は国内の金融政策の自律性に影響を及ぼす。

本章では「固定相場制度」を「通貨当局が特定の値の為替レートを実現するために外貨を無制限に売買する用意がある制度」と定義する。したがって、単一の外国通貨に対しレートを一定に保つ通常の固定相場制度に加え、レートを固定化するとともに国内通貨発行の裏付けとなる十分な外貨準備を保有するカレンシー・ボード制度、複数通貨の加重平均に対しレートを固定化するバスケット・ペッグ制度、為替レートを定期的に調整するクローリング・ペッグ制度、一定のレートの上下に変動許容幅を設けるバンド制度

表3 1980年代後半以降の主要な為替レート固定化に基づく安定化政策<sup>1)</sup>

国名	開始時	為替レート制度 <sup>2)</sup>	インフレ率 (対前年同月比)			通貨危機の発生
			開始時	3年目	1998年	
メキシコ	1987年12月	ベッグ, クローリング・ベッグ, バンドの拡大	143.7	29.9	18.6	有 (94年12月)
ポーランド	1990年1月	ベッグ, クローリング・ベッグ, クローリング・バンド	639.6	39.8	8.6	無
ウルグアイ	1990年12月	クローリング・バンド	129.8	52.9	8.6	無
ニカラグア	1991年3月	ベッグ, クローリング・ベッグ	20,234.3	3.4	…	無
アルゼンチン	1991年4月	カレンシー・ボード	267.0	4.3	0.7	有 (02年1月)
エストニア	1992年6月	カレンシー・ボード	1,085.7	29.2	4.4	無
クロアチア	1993年10月	非対称ベッグ, 管理フロート	1,869.5	4.0	5.3	無
リトアニア	1994年4月	カレンシーボード	188.8	8.4	2.4	無
ブラジル	1994年7月	ベッグ, クローリング・ベッグ	4,922.6	6.1	0.4	有 (99年1月)
ロシア	1995年7月	バンド, クローリング・バンド	226.0	5.5	66.8 <sup>3)</sup>	有 (98年8月)
ブルガリア	1997年7月	カレンシー・ボード	1,471.9	…	3.2 <sup>3)</sup>	無

(出所) Mussa et al. [2000] 中の表を筆者が一部改変。

(注) 1) 安定化政策開始時にインフレ率が100%を超える諸国

2) 複数の制度が記されている場合には、順序も記されている。

3) 1997年11月～1998年11月。

などの為替レート制度を一括して、本章では「固定相場制度」と見なす<sup>5)</sup>。

「固定相場制度」のもとでは、マネタリー・ベースが通貨当局の外貨準備に制約されるため、金融政策の裁量の余地が限られ、物価が安定化する傾向がある。このことを如実に示すのが、インフレーションの高進に陥った途上国が採用した「為替レート固定化に基づく安定化政策」の結果である。同安定化政策採用後、多くの途上国はインフレ率の低下に成功した(表3)。「固定相場制度」の採用はインフレ率低下のための有効な手段となる。

物価安定のみならず、「固定相場制度」は、貿易と資金流入に際し価格と収益率における不確実性を低めることを通じ両活動を促進する効果をもつ<sup>6)</sup>。

### 第3節 変動相場制度下の三つの金融政策レジーム

変動相場制度のもとでは、中央銀行は為替レートを一定に保つ必要はないので、マネタリー・ベース供給量を自由に決めることができる。しかし、貨幣発行から得られる収益や貨幣供給量の増加がもたらす生産量増加の可能性から、中央銀行は歴史的に貨幣増発に傾きがちであった<sup>(7)</sup>。貨幣増発は予期されないインフレーションを引き起こし、市場経済の効率性を損なってきた。変動相場制度のもとでの裁量的な金融政策のもたらしがちなインフレーションの高進を防ぐために、2種類の金融政策レジームが発達した。第1は、マネーサプライ・ターゲティング政策と呼ばれ、貨幣供給量の増加率を一定に保つことにより、物価安定化を達成しようとする政策である。第2は、インフレーション・ターゲティング政策と呼ばれ、宣言された目標インフレ率を達成するように中央銀行が短期金利をコントロールする政策である。第3のレジームは、第1と第2のような特定のルールを設けるのとは異なり、金融政策を中央銀行の裁量により行う裁量的政策である。

#### 1. マネーサプライ・ターゲティング政策

マネーサプライ・ターゲティング政策とは、中央銀行が貨幣供給量の伸び率を一定に保つことにより、物価安定化を達成しようとする政策である。

この政策の背景は次のような考え方である。中央銀行は貨幣供給量を増加することにより、短期的には実質生産量を増加できるが、長期的に生産量を増加できるわけではない。したがって、不況のたびごとに金融緩和を行うことは、長期的にはインフレ率の高進をもたらす、経済安定と効率を損なう。そこで物価安定化達成のためには、貨幣供給量の伸び率を一定にすることにより、裁量的な金融政策の余地をなくすべきである。

また、この政策の前提とは、中央銀行が貨幣供給量をコントロールできる

ことである。したがって、マネーサプライ・ターゲティング政策と整合的な為替レート制度は、変動相場制度である。貨幣供給量のコントロールは貨幣供給量の定義変更、貨幣需要の不安定化などにより困難となる。

## 2. インフレーション・ターゲティング政策

インフレーション・ターゲティング政策とは、設定された目標インフレ率を、短期金利を操作手段として用いることにより、実現しようとする政策である。インフレーション・ターゲティング政策を採用する国々の為替レート制度は、短期金利を自由に操作する必要から、中央銀行が望ましいマネタリー・ベースを実現できる必要があるので、基本的には変動相場制度である<sup>(8)</sup>。インフレーション率は、国民経済を構成する売り手と買い手の行動の総和により決まる物価水準の変化率であり、為替レートや貨幣供給量が中央銀行という単一の主体により直接・間接的にコントロールされる点で、性質を異にする。したがって、インフレ率を一定の幅の中にコントロールすることは、為替レートや貨幣供給量の伸びを一定に保つことよりも遙かに困難であると考えられる。このため、同政策には免責条項が設けられている場合がある。

宣言された目標となるインフレ率の実現が国民に信じられるならば、国民が抱く予想インフレ率は宣言された目標インフレ率に近くなる、と期待される。この予想インフレ率の沈静化はインフレーション・ターゲティング政策の大きな利点である。予想インフレ率が現実には低下するためには、国民が政策の効果の実現を信用する必要がある。政策に対する国民の信頼を醸成する手段が備わっていることがインフレーション・ターゲティング政策の特徴となっている。例えば、目標が達成されなかった場合には中央銀行はその理由を説明する責任を負う<sup>(9)</sup>、もしくは、中央銀行の金融政策決定に至る仕組みを Inflation Report と称する文書を通じ公開する場合がある。

インフレーション・ターゲティング政策の問題点としては、第1に、同政策のもとでは、途上国の見舞われがちな負の供給条件の変化により、実質生

産量がいつそう減少する。例えば、原材料価格の上昇により企業が供給量を減らす場合には、他の事情を一定として、物価は上昇する。インフレーション・ターゲティング政策を採用している中央銀行が目標を達成するためには、金融引き締めを行わざるをえない。これは生産をいつそう低下させる。第2に、インフレーション・ターゲティング政策実施には中央銀行が操作手段を自主的に操作できる必要があるが、このことは途上国においては必ずしも保証されていない。

### 3. 裁量的政策

裁量的政策とは、景気が過熱しインフレが懸念されるときには裁量的に短期金利を引き上げ、景気の減速が懸念されるときには短期金利を引き下げる、金融政策レジームである。裁量的政策のもとでは、外国為替市場においては為替レート決定を市場にゆだね、インフレーション・ターゲティング政策、マネーサプライ・ターゲティング政策などは採用されない。

中央銀行の裁量に基づく金融政策は、為替レート、インフレーション率、マネーサプライといった名目的な変量を一定に保つ何らかのルールを課すことは経済安定化につながらない、という考え方に基づく。何らかの名目変量を一定に保とうとすれば、ショックに応じて金利や生産量などの変数が変動せざるをえないために、経済が不安定化する可能性がある。金融政策ルールの採用に否定的な他の理由として、経済の潜在成長率が安定的ではなく（吉川 [1996]）、潜在成長率を高い精度で予測することの難しさもあげられる。

### おわりに

金融政策レジーム選択問題とは、短期的経済安定の達成のために、為替レート、貨幣供給量、インフレ率などの貨幣タームで計った一定の値を維持す

るルールに従うべきか、あるいは裁量で金融政策を行うべきかの選択問題である。

ルールに従う金融政策の枠組みを採用するとしても、中央銀行がルールを遵守し、物価を安定的に保つように行動できるとはかぎらず、もし行動しない場合には、インフレ率や為替レートに対する予想の一樣化により、経済は不安定化する。不適切な金融政策レジームの採用は、国際資本移動のスピードと規模が増大した環境のもとでは、通貨危機につながる危険性をもつ。他方、裁量的政策のもとでは、貨幣発行から得られる収益や貨幣供給量の増加が短期的に生産を増加させる可能性から、とりわけ中央銀行独立性が低い場合には、貨幣増発によりインフレ率が高まる傾向がある。

途上国は、好むと好まざるとにかかわらず、対内的には金利自由化、対外的には資本移動自由化を中核とする市場志向型経済改革を行ってきた。しかしながら、市場志向型経済改革の意図した金融仲介機能の向上による異時点間の資源配分の効率性上昇効果は、通貨危機により減殺された。途上国は、金融政策レジームの選択にあたり、各国の経済構造が金融政策レジームの機能に及ぼす効果を十分に考慮する必要がある。

[注] \_\_\_\_\_

- (1) 以降本章では開発途上国とは、「新興市場」と呼ばれ、1990年代に資金流入の著しい増加を経験した国々を指す。また以降では開発途上国を途上国と略称する。
- (2) 「金融政策レジーム」は“Monetary Policy Regime”の邦語訳である。Monetary Policy Regimeの語を、本章におけるように、為替レート制度の取り決めを含む金融政策の枠組みとして用いた文献としては、Mishkin and Savastano [2001]がある。
- (3) 本章の問題意識は、貨幣供給量の変化が短期的には生産の変化をもたらすとすれば、いかなる名目変量を一定に保つ（為替レート、貨幣供給量の伸び率、インフレ率）政策が、途上国の金融政策の目的達成にとり適切かを考察するところにある。もし貨幣供給量の変化が生産を変化させないとすれば、金融政策レジームの選択問題は究極的には意味をもたなくなろう。

また、歴史的に存在した金融政策レジームが四つのレジームのいずれかに

厳密に区分されるわけではなく、現実の金融政策レジームが各レジームの構成要素の折衷的組み合わせから成り立つ場合がある。例えば「固定相場制度」のもとでインフレーション・ターゲティング政策を採用したイスラエルの場合がある。この組み合わせは、為替管理や資本移動規制を厳しくすることにより、「固定相場制度」の採用が国内の金融政策に課す制約を弱めることなどを通じ実現可能性が高まる。さらに、本章における「固定相場制度」と変動相場制度レジームのように金融政策レジーム構成要素における区別が困難な場合もある。

- (4) 中央銀行は外貨準備の変動に伴うマネタリー・ベースの変化を中央銀行の保有する他の資産を変化させることによりうち消し（不胎化）、望ましいマネタリー・ベースを達成できる。
- (5) 公称では「管理フロート制度」と称される制度を採用してはいても介入の程度が高く、実態としては本章での定義での固定相場制度と見なすことのできる場合がある。
- (6) 渋谷 [2002] は、固定相場制度が海外投資の収益の不確実性を低めることにより資本流入を促進する反面、経済発展の初期段階において観察される生産関数の収穫通増性より、途上国において資本逃避が起きやすいことをモデル化している。
- (7) これらの動機に基づく貨幣増発は中央銀行独立性が低いもとで実現されやすい。
- (8) イスラエルのように、インフレーション・ターゲティング政策を採用しながら、同時に為替レート安定を目標に掲げる国も存在する。この折衷的な組み合わせを採用する場合に、為替レートを設定する権限をもつ主体と物価安定のために名目金利の設定を行う権限をもつ主体の間に意見の相違が起きれば、統合的な金融政策を行うことは困難となろう。とりわけ総生産に占める輸出入比率の高く、海外資金流入を必要とする途上国においては、為替レートが固定化されているメリットは大きい。為替レートを固定化すれば、金融政策の自律性は限られる。為替レートを固定化しながら、国内目的達成のために、金融政策を用いれば、為替レート固定化に必要な貨幣供給量は必ずしも達成されない。
- (9) インフレーション・ターゲティング政策においては、目標インフレ率の完全な達成が前提されていないことから、Bernanke, Lauback, Mishkin and Posen [1999] はインフレーション・ターゲティング政策をルールではなく「制約された裁量」と特徴づけている。

[参考文献]

〈日本語文献〉

渋谷浩 [2002] 「経済発展と資本逃避」(高木信二編『通貨危機と資本逃避—アジア通貨危機の再検討—』)。

吉川洋 [1996] 『金融政策と日本経済』 日本経済新聞社。

〈外国語文献〉

Bernanke, B. S., T. Laubach, F.S. Mishkin and A.S. Posen [1999] *Inflation Targeting*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

Cukierman, A. [1992] *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.

Friedman, M. [1968] “The Role of Monetary Policy,” *The American Economic Review*, 58, pp.1-16.

IMF [1997] “Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries,” *World Economic Outlook*, October, pp.78-97.

Mishkin, F. S., M. A. Savastano [2001] “Monetary Policy Strategies for Latin America,” *Journal of Development Economics*, 66(2), pp.415-444.

Mussa, Michael, P. Masson, A. Swoboda, E. Jadresic, P. Mauro and A. Berg [2000] “Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy,” IMF Occasional Paper, 193.

Schaechter, A., M. Stone and M. Zelmer [2000] “Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries,” IMF Occasional Paper, 202, pp.1-61.