

### 第3章

## インフレ安定化政策の諸問題

### はじめに

1980年代に入り、ラテンアメリカ諸国ではインフレーションが高進してきた。これに対し、いくつかの異なるタイプのインフレ安定化政策が実施されたが、その結果はさまざまである。アルゼンチン、ブラジル、ペルーにおいてはいくつかの安定化政策が実施されたにもかかわらず、依然として高インフレが引き続き、89年にはアルゼンチン、ペルーでハイパー・インフレが出現した。ブラジルにおいても89年から90年にかけての政権交代期を控え、ハイパー・インフレが危惧されている。他方、85年にハイパー・インフレとなったボリビア、87年に高インフレとなったメキシコでは、インフレーションは収束し安定化政策は成功したかにみえる。チリは例外的に80年代は低いインフレ率となっている。しかし、インフレーションを抑制した諸国では、経済成長率は著しく低迷し、緊縮的な安定化政策がもたらすリアル面でのコストは深刻である。したがって、引き続き高インフレにある諸国ではインフレーションがもたらすコストに直面し、他方、インフレーションを抑制した諸国では安定化政策がもたらすコストに直面しており、事態は深刻である。

これまでラテンアメリカ諸国で採用されてきたインフレ安定化政策は、以下のように分類し得る (Ramos [1985] ; 西島 [1987b])。

#### (1) オーソドックス・タイプの安定化政策。

オーソドックス・タイプの安定化政策は伝統的なマネタリズムを理論的背

景としており、IMF が主導する安定化政策がこれに該当する。インフレーションに対しては需要管理政策が、国際収支問題に対しては為替レート政策が割り当てられる。比較的広義の意味では、アルゼンチン(1976～78年)、ブラジル(82～85年)、ボリビア(85年～現在)、チリ(73～78年、83年～現在)、メキシコ(83年～現在)の安定化政策がこれに該当する。この時期には、貿易政策や財市場、金融市場の自由化政策も同時に要求されるのが一般的である。

## (2) マネタリー・アプローチに基づく安定化政策。

厳密なマネタリー・アプローチ理論に基づいており、財市場、資産市場での国際的裁定が成立することが前提となっている。しかし、短期的な調整策としては、インフレーションに対して為替レート政策、国際収支問題に対しては国内信用政策が割り当てられる。この安定化政策はアルゼンチン(1979～82年)、チリ(78～82年)の経験に対応する。この時期の他の政策として重要なのは資本流入の自由化である。

## (3) ヘテロドックス・タイプの安定化政策。

ヘテロドックス・タイプの安定化政策は広範な経済改革を背景に、価格、賃金、為替レートの統制による所得政策、インデクセーションの廃止、新通貨の発行などを主体とするショック療法で、これまでの安定化政策とは明確に異なっており、この意味でヘテロドックスと呼ばれる。1985年からのアルゼンチンのアウストラル計画、86年からのブラジルのクルザード計画やその後の一連の安定化政策がこれに対応する。

これら三つのタイプの安定化政策を比較するとき、最も重要な視点は、リアル面に与えるコストの差である。タイトな財政政策に基づくオーソドックス・タイプの安定化政策は、実質面へのコストを伴い、深刻な貧困問題や政治的不安を抱える諸国では、これを貫徹することは困難である。マネタリー・アプローチやヘテロドックス・タイプの安定化政策とは、このリアル面へのコストを小さくすることを狙った安定化政策にほかならない。本章では、これらの安定化政策のリアル面へ与えるコストの差に着目するが、第1節では、オーソドックス・タイプの安定化政策が実質面へのコストをもたらす理由に

ついて議論し、第2節では、マネタリー・アプローチに基づく安定化政策の諸問題を検討し、第3節では、標準的なマクロ分析とインフレ税モデルを用いて、ヘテロドックス・タイプの安定化政策の理論的根拠を分析する。なお、これらの安定化政策の議論を通じて、ラテンアメリカで典型的にみられるいくつかのマクロ的諸問題が明らかにされるであろう。

## 第1節 オーソドックス・タイプの安定化政策

まず、このタイプの安定化政策の理論的背景を明らかにしておこう。Dornbusch [1982] は最も基本的な枠組みとして、財政赤字と実質為替レートに焦点をあてたモデルを提示している。いま、 $\bar{y}$  を完全雇用下の産出量、 $\theta$  を実質為替レート（国内財価格/貿易財価格）、 $b$  を財政赤字の所得比率とすると、国内均衡と対外均衡はそれぞれ、

$$\bar{y} = f(\theta, b), \quad \partial f / \partial \theta < 0, \quad \partial f / \partial b > 0$$

$$g(\theta, b) = 0, \quad \partial g / \partial \theta < 0, \quad \partial g / \partial b < 0$$

で示され、これら二つの均衡条件より長期均衡を実現する  $\theta$  と  $b$  が決まる。一方、財政赤字がすべて貨幣でファイナンスされるとすると、長期均衡ではインフレ税による政府収入が財政赤字に等しくなることから、インフレ率  $\pi$  は、

$$\pi = k(b), \quad \partial k / \partial b > 0$$

で決定される。いま財政赤字が拡大すれば国内均衡を維持するために実質為替レートの上昇（増価）がもたらされ、対外不均衡が出現する。同時にインフレ率も上昇する。しかし、外貨準備や対外借入に制約があればこのような不均衡は長期的には維持しえず調整が必要となる。このため、安定化政策は財政改革と実質為替レートの切下げ（ $\theta$  の低下）を要求する。

しかし、このモデルが示すように、オーソドックス・タイプの安定化政策は長期的には正しいが短期的調整については明らかではなく、いくつかの間

題を有していた。Diaz-Alejandro [1981] によれば、一般的にこのタイプの安定化政策は、国際収支の改善には一定の成果を得たものの、インフレーションは依然として頑固(stubborn)であり、産出量に対しては過剰調整(overkill)であったとされている。また、Pastor [1987] は、オーソドックス・タイプの安定化政策の典型である IMF の調整プログラムについて、ラテンアメリカにおける1965～81年の期間を対象として分析しているが、その成果は所得分配の悪化と社会的緊張の激化をもたらし、インフレーションと経済成長を改善することはなかったとしている。以下では、オーソドックス・タイプの安定化政策の短期的調整を誤らせ、経済の過剰調整や頑固なインフレーションをもたらす理由について議論し、さらにこれと関連し、オーソドックス・タイプの安定化政策のストップ・アンド・ゴーが繰り返される理由が検討される。

## 1. 価格の調整スピードの問題

周知のようにマネタリズムの理論は長期的性格を有するものであり、価格の調整スピードは速く、需要抑制は実質面に影響しないと考えられている。しかし、現実には価格の調整は下方に対しては緩慢であり、短期的には総需要の抑制はインフレ率の低下よりむしろ産出量の低下をもたらす。したがって、オーソドックス・タイプの安定化政策は産出量の低下、失業の増大というコストをもたらす、このコストが社会的に受け入れられないために安定化政策は正当化されず、いずれ破棄されることになる。下方に対して価格の調整スピードが遅い理由として以下の二つが重要である。

### (1) インフレ期待調整の下方硬直性

一般的にインフレ率が上昇するときには、インフレ期待の調整速度は非常に速やかであると考えられている。インフレ率が高くなればなるほど、インフレ期待の調整の遅れは実質資産や実質所得の損失を大きくする。また、誤っ

た情報のもとでインフレ率の予想を行えば、実質的損失は大きくなるので、インフレ率が高くなればなるほど、人々はより多くの正しい情報を収集し、予想誤差を最小とするようにインフレ期待の改定を行うであろう。しかし、下方への期待の調整は必ずしも速やかではなく、その調整は非対称性を有している(西島[1988])。以下では、とくにラテンアメリカの安定化政策との関連で議論してみよう。

第1は、情報が不完全な場合である。一般的に、インフレ率が高くなると、予想しえないインフレ部分が増大することが知られている。Friedman[1977]によれば、一つの本質的な理由は、高インフレが不規則(erratic)な政策的対応をもたらすことによる。不規則であるということは民間にとって情報が不足することを意味し、政策的対応を正しく予想することはできないであろう。したがって、政策に関する情報が不完全であれば、人々は予想誤差によるコストを小さくするために、リスク回避的な行動をとるであろう。具体的な例として、アルゼンチンやチリではアジェンダやペロン政権から軍事政権に移行した直後に安定化政策が実施されたが、Foxley[1981]はこのような状況下では安定化政策自体に対する情報が不十分であり、人々にとっては安定化政策が永続的であるのか一時的であるのかを見極めるのが著しく困難であったことに着目している。もし、一時的な政策変化にもかかわらず、永続的な政策変化だと誤認してインフレ予想を下方に修正すれば、一時的な政策変化が終わり、再びインフレーションが上昇した時には実質的損失を被る。したがって、このような混乱した状況下では、たとえ今期のインフレ率が安定化政策の実施により低下し始めたとしても、人々は十分な情報が得られるまで期待を変化させることには慎重となるはずである。このため、期待形成における情報としては過去のインフレ率が最善となり、期待の調整にはイナershが残る。

第2は、安定化政策に対するクレディビリティが欠如する場合である。インフレ期待を形成するにあたって、人々は単に貨幣供給や為替レートなどの安定化政策の直接的な政策手段だけではなく、財政赤字や経常収支赤字など

短期的な経済政策だけでは解決できない変数も情報として採用するであろう。もし、貨幣供給の抑制がアナウンスされたとしても、人々は財政赤字の縮小が構造的に困難であることを知っておれば、長期的には貨幣供給の抑制は実現しえないと予想するであろう。一時的に貨幣供給が低下させられたとしても、財政赤字が存続する限りこれによって貨幣供給が規定されるので、人々は長期的にはインフレ率は低下しないと予想するであろう。為替レート政策についても、経常収支赤字が大きく外資によるファイナンスが困難となっていれば、為替レート切下げが不十分で、いずれ大幅な切下げが実施され、インフレーションが再燃すると予想するであろう。また、安定化政策には含まれないが同時に実施されている他の諸政策（賃金政策など）が、安定化政策と非整合的であれば、安定化政策への信頼度は低下する。いずれにせよ、安定化政策が不十分であり、非整合的であることを人々が十分に熟知しており、しかも過去に安定化政策が頻繁に変更されていれば、安定化政策に対するクレディビリティは欠如し、人々のインフレ期待の下方への変更には抵抗があるであろう。

## (2) ラグ付きインデクセーション

ブラジルをはじめとして、ラテンアメリカの多くの諸国で、賃金、為替レート、金融資産などにインデクセーションの制度が適用されているが、インデクセーションが過去のインフレ率に基づいてなされるため、インフレ率の調整にイナーシャが持ち込まれる。これを示すために、賃金インデクセーションのケースで単純化した議論をしてみよう。前章のインフレ決定式である(3)式、(4)式を再録すると、

$$\pi_t = \beta \pi_{t-1} + \alpha h_t + u_t$$

$$\pi_t = \beta w_{t-1} + \alpha h_t + u_t + \alpha \beta h_{t-1} + \beta u_{t-1}$$

である。ここで、 $\pi$  はインフレ率、 $w$  は賃金上昇率、 $h$  は需給ギャップ、 $\alpha$  は需給ギャップがインフレ率に与える影響の程度、 $\beta$  はインデクセーションにおける過去のインフレ率が反映される程度、 $u$  は供給ショックである。

これより、インデクセーションにおいて過去のインフレ率が反映される程度 ( $\beta$ ) が大きいほど  $\pi_{t-1}$  の係数は大きくなるので、今期のインフレ率は過去のインフレ率それ自体により強く影響されることが理解できる。さらに、過去の需給ギャップや供給ショックの影響をより強く受けることも明らかである。したがって、過去のインフレ率に基づくインデクセーションは、適応的な価格形成をもたらし、調整プロセスにイナーシャを持ち込むことになる。ただ、以上のような想定では、インデクセーションのもたらすイナーシャはインフレ上昇期にもインフレ下降期にも対称的であることに注意しなければならない。

確かに、過去のインフレ率に基づく賃金インデクセーション・ルールは、高インフレでインフレ率自体の変動が激しい状況下にあつては、価格情報を集めるコストや、毎回の賃金改定時ごとに何パーセントのインフレ率を基準とするか交渉しなければならないコストを小さくする、という意味で合理的であるかもしれない。しかし、インフレ率が高くなればなるほど、1年もしくは半年ごとの改定ではその間の実質賃金の目減りは無視しえない大きくなる。このため、より近い過去のインフレ率を基準インフレ率として採用することや、賃金の改定期間の短縮化が要求されるようになる。したがって、社会的安定のために政府はこのような要求を認めざるをえないとすると、インフレ率が上昇しているときには、賃金上昇の遅れは少なくなり、過去のインフレ率に基づく賃金インデクセーションがもたらすイナーシャは減少していくと考えなければならない。

しかしながら、インフレ率が低下しているときには、上の改定期間の短縮化などの要求はなされない。なぜなら、より遠い過去のより高いインフレ率に基づくほど、インフレ率の低下局面では実質賃金はより高くなるからである。ラテンアメリカ諸国の過去の経緯をみると、ひとたびインデクセーションが実質賃金に有利な形となれば、このような動きをとめるには労働者の抵抗は強く、政権交代、もしくはドラスチックな政策変更が必要であることは容易に理解できる。また、さらに興味あることは、人々がインフレ率の変化

とともに以上のようなインデクセーションの非対称的な変化が生じることを理解しておれば、このような賃金決定がインフレーションに与える効果を織り込みながら期待形成を行うので、インフレ期待の調整も非対称的となることである。いずれの理由によるにせよ、価格もしくはインフレ期待の調整は、インフレ上昇期にはより近い過去のインフレ率により強く依存し、その調整速度は速くなりイナーシャが減少するのに対し、インフレ下降期にはより遠い過去のインフレ率により強く影響され、その調整速度は遅くなりイナーシャは増加すると考えられる。

## 2. カバレッジ効果

オーソドックス・タイプの安定化政策がもたらす不況効果はさまざまな要因によって加速される。これは、国内利子率の上昇にともなう不況効果を重視した議論である。オーソドックス・タイプの安定化政策は国内金融市場の自由化と同時に実施されるのが一般的であった。しかし、安定化政策にともなう全般的な需要抑制下で貨幣供給が引き締められているため、金融市場の自由化は利子率の高騰を招き、企業コストの増大をもたらす。金融コストの上昇は一種の供給ショックが働くことを意味し、インフレーションとリセッションをもたらす。このような効果は一般的にラテンアメリカではカバレッジ効果として知られている (Cavallo [1977])。

このカバレッジ効果は、金融市場自体が未発達な段階で金融自由化がなされたケースでは、とくに重要である。チリで最も典型的にみられたが、近代的商業銀行とフィナンシエラス (financieras) と呼ばれる未組織金融機関が並存し、金融市場が分断された、いわゆる Mckinnon [1973] の金融抑圧 (financial repression) の状況があてはまっていた。したがって、金融抑圧が支配している経済で、かつ資本流入が制限され、借入れの割当てが存在している場合には、オーソドックス・タイプの安定化政策と国内金融市場自由化の同時的進行は、企業に高金利でのフィナンシエラスからの借入を増加させ、カ



バージョ効果によるスタグフレーションを発生させる可能性を無視できない。このことは、オーソドックス・タイプの安定化政策と金融自由化のタイミングの問題を提起していると同時に、経済の過剰調整をもたらす一つの可能性を示唆している。ただし、Arida [1986] では、今日のラテンアメリカにおいては国内金融市場が対外的に十分に開放されているので、金融抑圧の状況は存在しないという指摘がされている。したがって、この仮説の今日的意義は過大評価できないかもしれない。

いま一つの問題は、安定化政策に基づく全面的な需要抑制に加え、国債を市中消化するのに必要となる利子率の引上げがリセッションを加速する、もう一つのカバージョ効果の可能性である。Dornbusch [1982] は、このような状況をブラジルのケースで分析している。財市場と資産市場で利子率と産出量が決定されるモデルを用い、財市場は IS 曲線を仮定し、資産市場では自国債券が海外では取引されず海外資産とは不完全代替であり、したがって自国債券需要はこれに対する名目利子率と為替レート予想切下げ率で調整した海外利子率の関数であると仮定する。ところでブラジルでは、1979年と83年の2度にわたる為替レート的大幅切下げ（それぞれ30%ずつ）が実施されたが、このような状況では予想為替レート切下げ率が現実のインフレ率を大幅に上回っていたと考えられ、自国債券の収益率が相対的に小さくなっていたはずである。したがって、財政赤字に基づく自国債券の市中消化の必要性和予想切下げ率の上昇という二つの要因が存在すれば、自国債券の需給バランスのために、国内利子率を不断に上昇させることが要求される。彼はこのようにして上昇した利子率による需要抑制効果が、実質為替レート切下げの需要拡大効果を上回り、リセッションが生じたと解釈している。他方、インフレーションに関しては、インフレ率が輸入インフレと財市場の長期均衡からの乖離によって調整され、貨幣供給とは独立であると想定すると、この時期にはブラジルで国内信用が低下していたにもかかわらずインフレ率が低下せず、もっぱら賃金インデクセーションなどによって規定される調整スピードに依存したと考えている。

以上、金融抑圧に基づくカバレッジ効果にしる、財政赤字を債券発行でまかなうために生じるカバレッジ効果にしる、利子率の上昇を通じる実物面への影響は、安定化政策が意図した以上に経済の過剰調整と頑固なインフレ率をもたらすことから、オーソドックス・タイプの安定化政策に対する一つの批判点として無視できないであろう。

### 3. 為替切下げの不況効果

オーソドックス・タイプの安定化政策の一つの柱は、国際収支不均衡に対する実質為替レート切下げの割当てであった。実質為替レートの切下げは、国内財と貿易財の代替を通じて貿易収支を改善させると同時に、総需要を拡大する効果を有しているが、しかしその効果はこれだけにとどまらない。ラテンアメリカのコンテキストで着目されているのは、切下げの短期的な不況効果である。議論は需要面と供給面に区別される。

Diaz-Alejandro [1963], Krugman and Taylor [1978] は切下げによる需要の低下を重視している。為替レートの切下げは輸入財価格の上昇を通じて一般物価を上昇させるが、一方で制度的理由により名目賃金が硬直的か、もしくはその調整に遅れが存在すれば実質賃金が低下し、労働分配率を低下させる。したがって、労働者階級が資本家階級より高い消費性向をもつことを想定すれば、総需要の低下をもたらす。また、貿易赤字が存在するときの切下げの初期効果として、国内通貨ではかった赤字額が増大するため国内実質所得が低下する問題や、輸出・輸入に従価税が課せられている場合の政府への所得移転効果なども重視されている。

他方、供給面からの議論も多い。Jカーブ効果、輸入中間財コストの上昇による供給ショック、インフレ期待への即時的な効果はいうに及ばないであろう。このほか、興味ある議論として、金融抑圧のもとでの切下げの効果である。安定化政策によって金融が引き締められている状況下で、かつ金融抑圧が存在する場合には、切下げがインフレーションの上昇をもたらすために

実質的な民間信用量が低下し、企業にとって必要な運転資金の不足や、実質利利率の上昇を通じてコントラクショナリーな効果をもたらす。このため、高い実質金利の未組織金融市場（curb market）での借入れ依存が高まれば、さらにこの効果は高まる。また、ドル建て債務が支配的となっている経済にあっては、切下げが国内通貨ではかった企業の債務負担を増大させるという問題も重要である。いずれにせよ、安定化政策において対外不均衡に対して不可欠なものとして割り当てられる為替レートの切下げが、いくつかのルートを通じてリセッションを拡大するとすれば、経済の過剰調整をもたらす要因として無視できない。

ただし、実証的分析においては、切下げに基づく需要拡大効果と上記の不況効果の大小関係が問題となるが、これまでの研究では特定の国における実証でも、各国のクロス・セクションでの実証でも決着はついていない。

#### 4. 供給面との関連

オーソドックス・タイプの安定化政策が期待された成果を得られない問題に対し、理論的な関心からいくつかの要因を検討してきたが、過剰調整もしくは不況効果の問題に対しては、このタイプの安定化政策には基本的に供給側への配慮が欠如していることに触れなければならない。IMFのエコノミストたちの理論的研究では、安定化政策と供給面との関連についてはかなりの議論がなされているが、少なくとも現実に実施された調整政策においては供給側は配慮されていないことがしばしば批判されている（Crockett [1981]）。このような批判は、構造派の議論と関連しており、そもそもインフレーション、対外不均衡、リセッションなどの不均衡が、供給側の要因に起因するならば、オーソドックス・タイプの安定化政策が実施されればいっそう経済は停滞し、短期的のみならず長期的にも安定化の目標を達成することは困難であろう。

このような供給側の要因に対し、基本的に需要面のみから内外均衡を達成

しようとするオーソドックス・タイプの安定化政策が過剰調整をもたらすことは、供給ショックによって総供給曲線が左上方にシフトしたのに対し、安定化政策によって総需要曲線が左下方へシフトさせられ、いっそう産出量が低下したと表現すれば理解しやすい。また、別の観点から、政策割当ての問題として考えれば、インフレーション、国内均衡、対外均衡という三つの政策目標に対して、安定化政策は需要政策と為替レート政策の二つの手段しか有しておらず、リセッションに対してもう一つの政策手段が不足していると解釈できる。いうまでもなく、供給ショックに対しては供給側での政策手段を割り当てるのが最も望ましいであろう。

しかしながら、30年以上に及ぶマネタリストと構造派の論争で明らかとなっているように、供給側に焦点をあてる構造派においても、いかなる短期的調整政策が可能であり、有効であるかについては必ずしも明確とはなっていない。しかも、一般的に供給側の調整に必要なタイム・スパンと、安定化政策が想定するそれとが相違することから問題はやっかいである。供給側に適切な政策が実施されても、それが現実には生産力を持つに至るのにかなりの時間が必要であれば、政策的なコンシステンシーを保つことは困難である。おそらく、供給側の政策の後で需要側の政策を実施するといったタイミングの問題が重要であろうし、価格ディスティーションの排除や、逆になんらかのインセンティブの導入といった手段で、比較的短期に効率的な資源配分が可能となるかもしれない。いずれにせよ、「成長を伴わない経済安定化は政治的に不可能であるし、経済安定を伴わない成長は技術的に不可能である」(Tanzi [1987], p. 123) ことから、構造調整問題などを含み、成長と整合的なインフレ安定化政策の研究が今後の課題の一つである。

## 5. 階級間の対立

ここで、オーソドックス・タイプの安定化政策にまつわる最後の問題として、安定化政策のストップ・アンド・ゴーが繰り返される構造的問題につい

て述べておく。もちろん、このタイプの安定化政策が十分にインフレーションを抑制できず、経済の過剰調整をもたらすことがストップ・アンド・ゴーの基本的理由である。しかし、ここでは、このような安定化政策を受け入れ難くする背景となっている、階級間のコンフリクトについて議論する。

ラテンアメリカはきわめて所得分配が不平等な社会であり、階級間の対立は激しい。このような階級間の対立は、富裕層と貧困層、または資本家、大地主と労働者、もしくは国内産業と輸出産業、さらにはこれらに軍部、政府部門（官僚と一般公務員）などのプレーヤーが参加するパイの分取りゲームとして規定しうる。したがって、各プレーヤー間で利害が対立するために、なんらかの経済政策が実施される場合、一方のプレーヤーを利すれば他方のプレーヤーを害するため、激しい階級対立を生む。

たとえば、国内工業部門への需要拡大政策は、工業資本家の利潤拡大、都市労働者の雇用拡大と実質賃金の上昇をもたらすが、これに伴う一般物価の上昇は農業部門に不利となる。逆に、為替レートの切下げは、国内財部門を収縮させ、国内工業部門の利潤低下と都市労働者の実質賃金低下、失業の拡大をもたらすのに対し、輸出農業部門は拡大する。このほか、労働者からの要求である再分配や社会関連支出の増加に対しては、富裕層の租税負担増大に対する抵抗と輸出業者の輸出税引上げに対する抵抗が生じる。補助金カットに対しては工業部門が抵抗し、公的部門の縮小に対してはとくに公務員労働者の抵抗が生じる。

いうまでもなく、以上のような階級対立のもとでは、リセッションを伴うオーソドックス・タイプの安定化政策は、すべての階級からの抵抗が生じ、その実施は困難である。このため、多くのオーソドックス・タイプの安定化政策は、軍事政権下でなされたものである。財政引締め、実質賃金の引下げ、労働組合への弾圧などが実施されるが、これらに対して、経済が成長しているかぎりには各階級はこれに耐えうるが、なんらかの理由で経済成長が低下すれば、安定化政策の実質面のコストが重大となり、軍事政権といえども政治的安定を維持するためには安定化政策を放棄せざるをえなくなる。1980年代

に趨勢となった民主化は、このような軍事政権下の対外債務依存や公的部門主導型の成長政策が破綻し、軍事政権自体を維持しえなくなったことの反映である。

さらに問題なのは、ラテンアメリカの歴史に一般的に観察されてきた、軍事政権とポピュリズム政権の交代劇とそれに基づく経済サイクルである (Sachs [1989])。ポピュリズム政権下では、オーソドックス・タイプの安定化政策が実施されることはきわめて希である。ポピュリズム政権下では、再分配のための支出が増大し、都市労働者の雇用と実質賃金を守るために国内財産保護と過大評価の為替レートが維持され、対外不均衡が不可避となる。しかし、対外不均衡はいずれ調整を必要とするので、実質為替レートの切下げが実施される。切下げは、国内財産の収縮によって、都市労働者の雇用低下と実質賃金の低下をもたらす。このため、ポピュリズム政権の末期には最大の政治基盤である都市労働者の実質賃金を回復するために、急激な賃上げを容認せざるをえず、賃金とインフレーションのスパイラルを発生させる。このような経済的混乱のなかで軍事勢力が台頭し、再び強制的な引締めと実質賃金引下げに基づく経済再建がはかられる。

したがって、階級コンフリクトが激しい社会にあつては、軍事政権下であっても経済成長が伴わないかぎりオーソドックス・タイプの安定化政策の長期的な継続は困難であり、ましてやポピュリズム政権下では、各階級の要求を調和させることはできず、その実施すら望めない。唯一の例外ともいえるチリも、軍事政権下で長期的な抑制政策を続けてきたが、ついに1990年には民主政権に移管し、成長政策への転換に迫られている。この意味で、以下で議論される実質的コストを伴わないと考えられた安定化政策が、しばしばラテンアメリカにおいて実施されてきたのである。

## 第2節 マネタリー・アプローチに基づく安定化政策

オーソドックス・タイプの安定化政策がインフレ抑制に不満足な成果しかもたらさず、また予期せぬ経済停滞を結果したため、アルゼンチン、チリ、ウルグアイでは、1970年代後半から新しい安定化政策へと転換した。この安定化政策は、厳密なマネタリー・アプローチを理論的背景とするため、ネオコンサーバティブ・アプローチとも呼ばれる。基本的な考え方は、マネタリー・アプローチでは長期的には購買力平価が成立することからインフレ抑制に対して為替レート政策が割り当てられ、他方対外均衡に対しては資本移動の自由化による国際収支での均衡を試みるものであった。きわだった特徴は、為替切下げ率を徐々に減速させていく、タブリータ (tablita) と呼ばれる切下げの予定表を事前にアナウンス (preannounce) することである。これによって明確なインフレ抑制の目標値が設定されるので、インフレ期待に対してアンカーの役割を果たすことになる。また、国際的裁定が成立すると仮定されることから、為替レート切下げ率の低下にともない、いずれインフレ率は世界価格に、利子率は世界利子率に等しくなるので、これと整合的な国内政策を実施することが安定化政策の課題となる点である。

新しい安定化政策は、いずれの国においてもインフレ率の著しい低下をもたらした。アルゼンチンでは1978～80年に176%から101%へ、チリでは77～81年に114%から20%へ、ウルグアイでも77～82年に45%から19%へと低下した。しかし、この間、いずれの国においても短期の調整過程に失敗し、為替レートの過大評価と実質利子率の高騰がもたらされ、最終的には激しい資本逃避と国内金融危機を発生させ、この安定化政策を挫折させるとともに、厳しいリセッションとインフレーションの再燃 (アルゼンチン) を結果した。以下では、この安定化政策のいくつかの問題点を議論しよう。

## 1. 理論的背景

マネタリー・アプローチに基づく、事前予告の為替レート切下げ政策を含む安定化政策は以下のように解釈しうる。Rodriguez [1982] に従えば、まず利子裁定と貿易財の裁定が仮定される。非貿易財の価格変化は、期待インフレ率（適応的期待）と超過需要（実質為替レートと実質利子率の関数）によって決定される。いま、為替レート切下げ率を減速するタブリータが導入され、人々がこれを信頼すれば、瞬時的に名目利子率と貿易財の国内価格を低下させ、期待インフレ率もタブリータの為替切下げ率とともに低下し始めるが、非貿易財を含むインフレ率の低下の程度は少ない。したがって、実質利子率が低下し、まず非貿易財の超過需要をもたらし、一時的な実質為替レートの低下（増価）が生じる。しかし、体系が安定的であれば、実質為替レートの低下とともに非貿易財部門の超過需要が縮小するため、非貿易財のインフレ率が低下し始め、いずれ貿易財のインフレ率に等しくなり、実質利子率、実質為替レートは長期均衡へと向かう。長期均衡では、タブリータの為替切下げ率がゼロとなっていれば、国内インフレ率は世界インフレ率に等しくなっているはずである。

このモデルの重要な点は、オーソドックス・タイプのそれと異なり、経済は長期にわたるリセッションを伴わずインフレーションを抑制しうることを示している点である。為替レートが貿易財のアンカーとなるため、非貿易財産業の縮小を待たず、インフレーションが低下し始めると考えられているからである。しかしながら、この結論を得るには、二つの裁定条件が速やかに成立しなければならない。また、タブリータに基づく為替レート政策が人々に信頼されることが要求される。さらに重要な問題は、かかるモデルでは、均衡状態においては為替レート切下げ率と国内信用創造（財政赤字）は独立ではないため、事前予告された為替レート切下げ率に対してコンシステントな財政赤字が維持されなければならない。このことは、これと乖離した財政赤



字が存在すれば、いずれタブリータに基づく為替レート政策を放棄せざるをえないことを示している。

## 2. 過大評価と内外利子率格差

マネタリー・アプローチに基づく安定化政策実施後は、いずれの国においても為替レートの過大評価がみられ、しかも一時的な現象ではなく恒常的であった。タブリータ政策が実施されていた時期をとると、アルゼンチンでは1979年第1四半期から81年第4四半期の時期に49%、チリでは78年第1四半期から82年第1四半期に33%、ウルグアイでは78年第3四半期から82年第3四半期に54%の実質為替レートの低下を記録した(西島[1987b])。過大評価が生じるのは、形式的には為替切下げの予定表における切下げ率の減少スピードに現実のインフレ率の低下のスピードが追いつけなかったことにほかならないが、その原因についてはいくつか考えられる。一つは、いうまでもなく、既に説明された非貿易財部門の価格調整の遅れである。また、賃金の調整スピードや下方硬直性に着目することも可能である。インフレ率が賃金上昇率と為替切下げ率の加重平均をマーク・アップして決定される場合、賃金が過去のインフレ率にインデクセートされれば、デysinフレの過程では過大評価が生じる。

しかし、より重要な問題は、政策的な非整合性の存在である。典型的な例として、安定化政策の実施とともに、以下にみるように大幅な内外利子率格差が発生し、このためいずれの国においても急激な海外資金の流入をみたが、この資金流入はタブリータ政策が想定する以上に国内財需要を高め、国内財価格の上昇によって実質為替レートが増価したことである。また、アルゼンチン、ウルグアイでは、それぞれ1980年、81年に金融機関が倒産するなどのいわゆる金融危機が発生し、これに対する財政的支援が巨額の財政赤字をもたらしたことも重要である。いずれにせよ、以上の諸点は安定化政策が要求する短期的調整プロセスとはかけ離れた国内財需要が資本流入や財政赤字に

よってもたらされたこと、もしくはこの超過需要に対して適切な需要管理政策が存在しなかったことを意味しており、為替レート政策とのかかる政策上の非整合性の存在は為替レートの過大評価を長期間にわたり存続させた。購買力平価が成立するのに長い時間が必要であれば、その間に過大評価レートを通じて実質面に影響することは免れない。

同様に、利子裁定に関しても厳密には成立しなかった。安定化政策実施以後、海外資金が大量に流入したにもかかわらず、国内利子率と事前予告したレートで調整した海外利子率とは大きなスプレッドが生じていた。安定化期間中のスプレッドの最大値は、年率でそれぞれ、アルゼンチンの1980年の74.5%、チリの79年の70.1%、ウルグアイの80年の30.0%であった。理由はいくつか考えられている。国内金融市場が依然として不完全であるという説、金融市場が分断されているという説、チリにおける貸出し金利と借入れ金利の格差の存在やドル建て資金操作に対する規制の存在などである。このように、現実にはさまざまな市場の不完全性や取引コストがあり、内外資産が不完全代替である可能性が高い。いずれにせよ、財市場と資産市場の調整スピード、もしくは裁定の不完全性がもたらす実質面への影響は、このタイプの安定化政策のコンテキストにおいて最も重要な問題の一つである。

### 3. クレディビリティの問題

そもそもタブリータ政策が所期の成果をあげるためには、当局が為替レート切下げの予定表を遵守することを明確に表明し、民間がこれを信用することが必要である。しかし、アルゼンチンの場合、政府はこの為替レートの公的な保証を明確には示さなかったし、中央銀行の各決議でなされたいくつかのタブリータの期間はそれぞれ非常に短い（6カ月まで）ものであった。また、将来どれくらいの期間にわたってこのようなタブリータ政策が続けられるかについても表明はなかった。したがって、為替レート切下げの事前アナウンスメント自体が民間にとっては非常に曖昧であり、為替リスク・プレミ

アムの発生が不可避であった。Fernandez[1985]では、中央銀行の決議発表直後にはリスク・プレミアムが低下するが、各タブリータの残りの期間が短くなるにつれてリスク・プレミアムが増大するさまをみごとに示している。

為替政策の信頼性にとってさらに重要なことは、たんにタブリータ政策自体が信用されることに加えて、他の諸政策が整合的であることが信用されなければならないことである。過大評価レートが長期化し、貿易収支赤字の拡大や輸出財部門の縮小などの実物面への影響が深刻化し対外債務も巨額に累積していくと、為替政策に対する信頼性がいっそうゆらいでいく。Baxter[1985]では、クレディビリティを主観的確率と定義し、主体がベジアンの方式によって確率を計算すると仮定することによって、チリ、アルゼンチンに関して実証を行っているが、チリについては為替政策に対するクレディビリティが財政金融政策に依存することが示され、アルゼンチンについては非整合的な財政赤字がクレディビリティを低下させたとしている。したがって、タブリータに基づく為替切下げ政策自体の曖昧さ、また他の諸政策との非整合性が為替レート政策に対する信頼性を失わせ、近い将来のタブリータ政策の放棄と大幅な為替レート切下げ予想を支配的なものとし、リスク・プレミアムの増大と資本逃避を結果したといえる。

#### 4. 金融危機の問題

安定化政策の後半になると、いずれの国においても実質利子率の高騰が一般的となり、実物面への影響を通じて安定化政策を挫折させる一因となった。リスク・プレミアムの上昇と資本流入の低下、資本逃避が基本的理由である。ところで、過大評価は貿易財産業を縮小させ、資本流入の減少は国内財需要を低下させたが、同時に為替レート政策に対して著しく信頼感が失われ、近い将来の政策転換とこれに基づく切下げ予想が支配的となり、名目利子率が著しく上昇させた。したがって、リセッションとディスインフレが進行するにしたがって、実質利子率が上昇し、企業は深刻な経営危機に直面すること

になり、多数の企業が倒産した。安定化政策が終焉する頃には、アルゼンチン、チリで年率で50%を超える実質利子率となった。

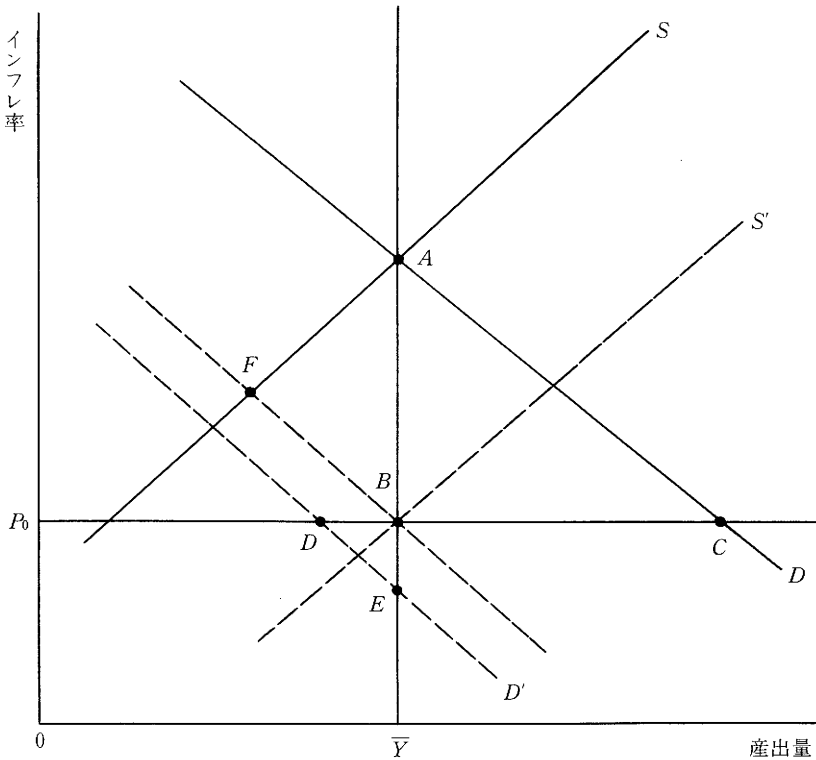
ところで、これらの国々の経済でさらに興味深いのは銀行に対する救済の問題である。安定化政策の後半には、たんに企業だけではなく金融機関も倒産の問題に直面し、いずれの国においても金融機関に対する救済が一般的となっていた。代表的な救済方法は、100%の預金保証や再割引に対する優遇である。金融機関に対するこのような救済は、銀行の資産構成をいっそう不健全なものとし、安定化政策末期のいわゆる金融危機の直接的な原因となった。さらには、アルゼンチンでは預金保証のために GNP の 3 % に相当する政府支出が必要となり、これが財政赤字を悪化させ、既に述べた安定化政策の整合性の問題と結びつくことは重要である。また、以上のようにしてもたらされた金融危機は安定化政策を挫折させると同時に、結果的にこれまでの金融自由化政策を終わらせることとなった。

マネタリー・アプローチによる安定化政策は、金融危機の後、為替レート的大幅切下げ（アルゼンチン、チリ）、もしくはフロート制への移行（ウルグアイ）によって実質上終焉した。残されたものは、巨額の対外債務の累積、資本逃避、厳しいリセッションであり、為替レート切下げに基づくインフレーションの再燃であった。

### 第3節 ヘテロドックス・タイプの安定化政策

1980年代の中頃に入ると、アルゼンチンのアウストラル計画や、ブラジルのクルザード計画など、ヘテロドックス・タイプと呼ばれるユニークな安定化政策が実施された。端的に言えば、このタイプの安定化政策は、総需要抑制と賃金、物価、為替レートのコントロールによる所得政策を組み合わせることによって、長期間にわたる高インフレで硬直的となったインフレ期待を急激かつ短期間に鎮静化させ、実物面のコストを伴わない形でインフレ抑制

第1図 標準的マクロ・モデルによる安定化政策の分析



を実現することを目的としている。以下では、このタイプの安定化政策の理論的背景とその結末について議論しよう。

### 1. 理論的背景

まず、第2章で登場した標準的なマクロ・モデルを用い、最も単純化して議論してみよう(西島 [1990b])。第1図において、経済は当初  $A$  点にあったとし、安定化政策によって  $P_0$  のインフレ率を維持する水準に価格コントロールされたとする。このヘテロドックス・タイプの安定化政策が人々に十分信

用されれば、人々の期待インフレ率も  $P_0$  に同調し、短期供給曲線は  $B$  点を通る  $S'$  となるであろう。しかし、総需要が一定のままであるのなら、 $BC$  の超過需要が発生し、インフレーションが抑圧された状態となる。この意味で、価格コントロールと同時に総需要の抑制が実施されることが不可欠となる。いま、 $D$  点を通るところまで総需要が引き下げられたとすると、 $DB$  の超過供給が発生し、以後価格コントロールがはずされたとしても、 $E$  点を実現するまで調整が続くことになる。いうまでもなく、 $B$  点を通るところまで総需要が抑制されれば、少なくとも当初目標としたインフレ率は実現される。

逆に、オーソドックス・タイプの安定化政策においては、財政赤字削減がその主たる政策メニューである。したがって、財政赤字縮小により総需要曲線を左下方にシフトさせ ( $A$  点より  $F$  点へ)、以後は主に供給側の価格調整にまかせ、総供給曲線の右下方へのシフト ( $F$  点より  $B$  点へ) によって低いインフレ率の新しい均衡点を実現しようとするものである。しかし、この  $F$  点から  $B$  点への価格調整の速度が緩慢であるので、総需要抑制の効果は、インフレ率の低下でなくもっぱら産出量の低下として現れ、深刻なリアル面でのコストを伴うことになる。マネタリズムの処方箋や、IMF の安定化政策では、この価格調整は一般的に速いと考えられているが、ラテンアメリカの実際においてはその調整スピードは遅い。

しかし、ヘテロドックス・タイプのシナリオが実現されたときには、オーソドックス・タイプの安定化政策に比べて、リアル面へのコストが小さいということが重要である。オーソドックス・タイプの場合、安定化政策実施直後の均衡点は  $F$  点であり、以後のコストの大きさが  $F$  点から  $B$  点までの距離と調整速度に依存するのに対し、ヘテロドックス・タイプの場合、 $B$  点の近辺の  $D$  点 (もしくは  $B$  点) で示される短い距離でコストが示されるので、たとえ調整速度が同じだとしても、オーソドックス・タイプと比べ小さなコストで安定化を実現できるからである。

ヘテロドックス・タイプの安定化政策が、理論的にオーソドックス・タイプと比べて小さいコストでインフレ抑制を実現しうる可能性は、序章で登場

したインフレ税モデルで、より明確に示すことができる(西島[1990b])。ここでインフレ税モデルを少し詳しく示しておこう(Bruno [1989]; 西島 [1990a])。

財政赤字は産出量( $Y$ )に対し一定割合( $d$ )であり、もっぱらハイパワード・マネー( $M$ )の発行でこれを補填するとなると、政府の予算制約式は、

$$\dot{M}/PY = d \quad \dots\dots\dots(1)$$

となる。 $\dot{\phantom{x}}$ は時間に関する増分を表し、 $P$ は価格水準である。

実質貨幣需要は、ケーガン・タイプのセミ・ログリスミックな関数を仮定し、所得弾力性は1とする。

$$M/PY = m = \exp(-\alpha\pi^e) \quad \dots\dots\dots(2)$$

ここで、 $\pi^e$ は、期待インフレ率である。(1)、(2)式より、

$$d = \theta m = \theta \exp(-\alpha\pi^e) \quad \dots\dots\dots(3)$$

を得る。 $\theta$ は貨幣の成長率である。(3)式は財政赤字がもっぱらシーニョリッジによってファイナンスされることを示している。第2図には、 $\pi^e$ と $\theta$ の次元で政府予算制約式が $dd$ 曲線として描かれており、財政赤字 $d$ は横軸の切片として表されている。 $\pi^e$ と $\theta$ は正の関係にあるが、期待インフレ率が高くなるにしたがって、貨幣需要が低下するので、一定のシーニョリッジを確保するためには貨幣供給成長率が加速しなければならないことを示している。なお、経済は常にこの曲線上にある。

現実のインフレ率は、(1)式を全微分することによって求まる。

$$\theta - \pi - n = -\alpha\dot{\pi}^e \quad \dots\dots\dots(4)$$

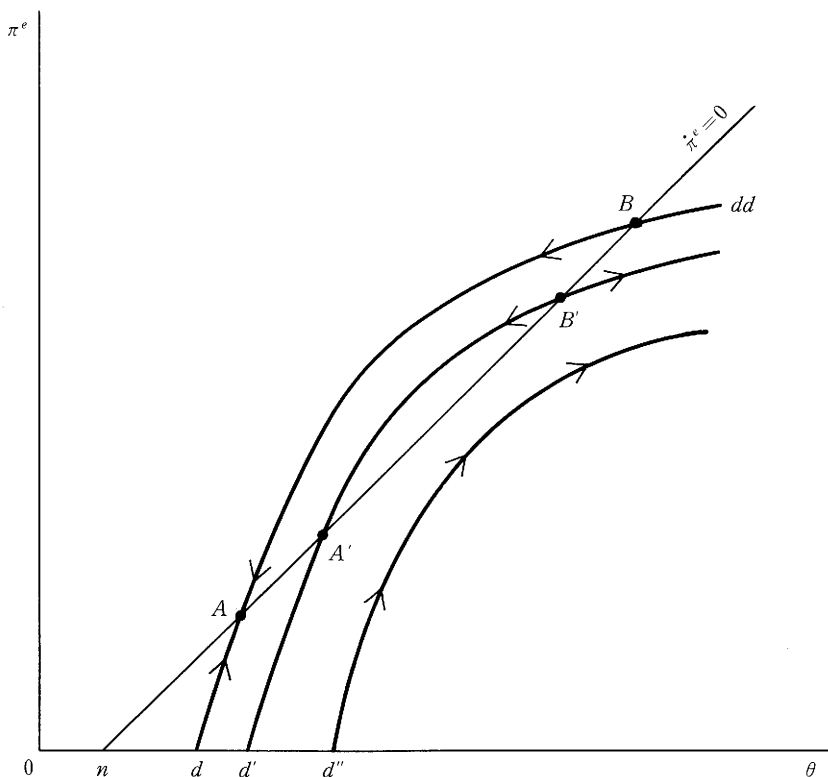
ここで、 $\pi$ は現実のインフレ率、 $n$ は産出成長率である。

ところで、定常状態では $\dot{\pi}^e = 0$ であるので、

$$\pi = \pi^e = \theta - n \quad \dots\dots\dots(5)$$

が成立している。(5)式の関係は、第2図では、 $n$ の切片をもった45度線として表現される。これより、第2図では二つの定常解が存在するケースが描かれているが、一つは低いインフレ率に対応し、いま一つは高いインフレ率に対応している。定常状態で同額のシーニョリッジが異なるインフレ率のもとで

第2図 インフレ税モデルによるインフレーションと安定性



得られている。財政赤字の拡大は、 $dd$  曲線の右方へのシフトとして示されるが、低インフレ均衡  $A$  は  $A'$  へとシフトし、そのインフレ率は上昇するが、高インフレ均衡  $B$  は  $B'$  へとシフトし、インフレ率は低下する。財政赤字の拡大に対して、シーニョリッジを同額だけ増加させなければならないが、 $A$  点の近くでは、貨幣需要の期待インフレ率弾力性が小さいため、貨幣供給の増加もしくはインフレーションの上昇によってシーニョリッジを拡大させることになるが、 $B$  点の近くでは弾力性が大きいために、逆にインフレーションを低下させることによってシーニョリッジを増加させなければならないからである。



ところで、どちらの均衡点が安定的となるかについては、動学的な調整過程に依存する。ここで、適応的期待

$$\dot{\pi}^e = \lambda (\pi - \pi^e) \quad \dots\dots\dots(6)$$

を仮定しよう。これに、(3)、(4)式を代入すると、

$$\dot{\pi}^e = (1 - \alpha\lambda)^{-1}(\theta - n - \pi^e) \quad \dots\dots\dots(7)$$

を得る。これより、第2図における45度線と  $dd$  曲線の距離で  $\pi^e$  の運動を知ることができる。期待調整が十分に遅い場合、 $1 > \alpha\lambda$  より、45度線より下の領域 ( $\theta - n > \pi^e$ ) では、 $\dot{\pi}^e > 0$  であり、上の領域 ( $\theta - n < \pi^e$ ) では、 $\dot{\pi}^e < 0$  となるので、低インフレ均衡が安定的であることが分かる。しかし、逆に期待の調整が十分に速い場合、 $1 < \alpha\lambda$  より、45度線より下の領域 ( $\theta - n > \pi^e$ ) では、 $\dot{\pi}^e < 0$  であり、上の領域 ( $\theta - n < \pi^e$ ) では、 $\dot{\pi}^e > 0$  となり高インフレ均衡が安定となる。

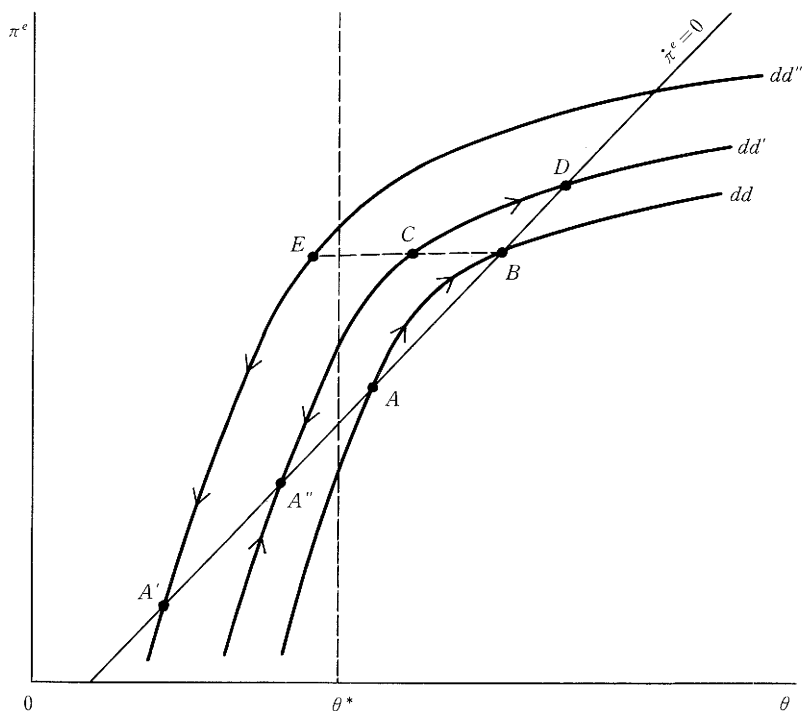
ところで、さらに財政赤字が拡大したとしよう。シーニョリッジが最大となる点を超えて財政赤字がさらに拡大すれば、定常解をもたず、体系は不安定となる。第2図にみるように、調整スピードが遅く、低インフレ均衡が安定的な場合には、一方的なインフレ率の拡大、ハイパー・インフレとなる。

さて、ここでインフレ期待の調整係数の大きさが、インフレーション自体に影響されると仮定しよう。一般的に、インフレーションが高進すればするほど、期待形成を誤ればより大きな損失を被るので、インフレ期待の調整は速まるであろう。以下では、Bruno[1989]の議論に基づくが、Bruno が期待係数を期待インフレ率自体の関数であるとしているのに対し、ここでは議論の便宜上、インフレ率を貨幣供給成長率で代理し、期待係数は貨幣供給成長率の関数であるとする。このような変更によって、オーソドックス・タイプの安定化政策とヘテロドックス・タイプのそれとの、コスト面での比較が図のうえで可能となる。期待の調整係数の変化を考慮すると、(6)式は、

$$\dot{\pi}^e = \lambda(\theta)(\pi - \pi^e) \quad \dots\dots\dots(8)$$

となる。ここで、 $\lambda' > 0$ 、 $\lambda(0) < 1/\alpha$ 、である。 $\theta$ が大きくなるにしたがって、 $\lambda$ が大きくなるので、 $(1 - \alpha\lambda)$ は $\theta$ が十分小さいときは正であるが、

第3図 インフレ税モデルによる安定化政策の比較



$\theta$  が十分大きいときは負となる。また、これより、 $1 - \alpha\lambda(\theta) = 0$  となる限界的な  $\theta^*$  が存在する。したがって、安定性に関し、以下の組み合わせが存在する。

- 1  $\pi_A < \pi_B < \theta^*$  A 点安定, B 点不安定
- 2  $\theta^* < \pi_A < \pi_B$  A 点不安定, B 点安定
- 3  $\pi_A < \theta^* < \pi_B$  A 点安定, B 点安定

3 のケースは、二つの均衡点ともに安定であり、安定化政策の理論的説明を可能とする。すなわち、ここでは、安定化政策の目的を、経済を安定的な高インフレ均衡から安定的な低インフレ均衡へ移動させることにあるとする。第3図においては、当初の財政赤字に対応する政府の予算制約線は  $dd$  であ

り、 $A$  点、 $B$  点ともに  $\theta^*$  の右側にある、 $A$  点は不安定で、 $B$  点は安定である。当初の経済は高インフレ均衡の  $B$  点にあるとしよう。

まず、オーソドックス・タイプの安定化政策を、図によって表現してみよう。比較的小規模な程度で財政赤字が縮小され、政府の予算制約線が  $dd'$  までシフトしたとする。経済は財政赤字縮小により貨幣供給が低下するので、まず  $C$  点まで移動し、以後はインフレ期待の調整によって移動するが、この場合最終的には  $D$  点に到達する。このケースは、財政赤字が縮小したにもかかわらず、より高いインフレ率を結果することになり、経済が「高インフレの罠」に落ちていることを示している。

しかし、比較的大きな程度で財政赤字の削減が実施され、 $dd''$  まで政府の予算制約線がシフトしたとすると、財政赤字縮小により貨幣供給が低下し、経済はまず  $E$  点まで移動する。 $E$  点は  $\theta^*$  の左側にあり、 $A'$  点が安定な領域に位置するので、以後は  $A'$  点まで移動する。このことは、経済は高インフレ均衡の  $B$  点から低インフレ均衡の  $A'$  点へ移動し、安定化政策が成功したことを示している。したがって、オーソドックス・タイプの安定化政策が成功するためには、十分大きな財政赤字の削減が必要であることを意味している。いうまでもなく、大きな財政赤字の削減を必要とすることから、実物面でのコストは大きくなっている。また、十分大きな財政赤字の削減であることによってのみ、期待調整係数が十分小さい領域に位置しうることから、十分大きな財政赤字の削減でなければ、その安定化政策をクレディブルなものにしないことを示唆しているといえる。

次に、ヘテロドックス・タイプの安定化政策を、同じく第3図で表現してみよう。いま、 $A$  点の水準で価格コントロールしたとすると、 $A$  点は  $\theta^*$  の右側にあり不安定な均衡点であるので、必ずしもこのタイプの安定化政策は成功しえないであろう。しかし、ヘテロドックス・タイプとともに財政赤字の削減が伴う場合は、異なるシナリオとなる。 $dd'$  までの財政赤字の削減が伴ったとしよう。いまや、低インフレ均衡は  $A''$  点となるが、価格コントロールが  $A''$  点の水準に維持されるとすると、 $A''$  点は  $\theta^*$  の左側に位置するので安定で

あり、以後経済はこの点に留まることになる。ヘテロドックス・タイプの安定化政策が成功するケースである。

したがって、ヘテロドックス・タイプの安定化政策が成功するには、低インフレ均衡が  $\theta^*$  の左側に位置するに十分な財政赤字の削減を伴うことが必要であることが理解できる。しかし、ここで重要な点は、財政赤字削減の程度は、低インフレ均衡が少なくとも  $\theta^*$  の左側に位置することを必要とするだけであり、オーソドックス・タイプの安定化政策のケースで示された、大きな財政赤字の削減は必要としないことである。ここに、ヘテロドックス・タイプの安定化政策の、リアル面へのコストが小さいという根拠がある。

ところで、安定化政策に対してクレディビリティが欠如する場合は、どのように影響するであろうか。ここでは、クレディビリティが二つのルートを通じて安定化政策に影響するケースを考慮する。一つは、クレディビリティが失われれば、 $\lambda(\theta^*)$  における  $\theta^*$  の弾力性が大きくなる問題である。これは、クレディビリティが失われれば失われるほど、インフレーションの上昇に対して期待の調整を速め、インフレーションによる実質的ロスを回避しようとする行動を表している。いずれの安定化政策にせよ、その継続が危いと人々が判断するときには、インフレーションに対する反応の程度を速めるであろう。したがって、 $\lambda(\theta^*) = 1/\alpha$  より、 $1/\alpha$  が一定であれば、弾力性が大きいほど、 $\theta^*$  は小さくなる。図においては、 $\theta^*$  はより左に位置することになり、オーソドックス・タイプであれば、さらに大きな財政赤字の縮小を要求するであろうし、またヘテロドックス・タイプの安定化政策であれば、安定的であった  $A''$  点が  $\theta^*$  の左方シフトにより不安定な均衡点に転化し、 $A''$  点のレベルでの価格コントロールに基づく安定化政策を挫折させることになりうるであろう。

いま一つは、貨幣需要がクレディビリティの喪失とともに小さくなるケースである。これは、インフレーションの高進とともに、他の代替的資産へ人々のポート・フォリオがシフトすることに基づく。具体的には、インデックス・ボンドであり、ブラック・マーケットのドル現金であり、不動産である。こ

のような他資産へのシフトは、図においては予算制約曲線が右にシフトするとして表現されるため、どちらの安定化政策においてもさらに大きな財政赤字の削減，すなわち，さらに大きなリアルでのコストが要求される。すなわち，同じ財政赤字の水準であっても，小さなクレディビリティのもとでは *dd* 曲線はより右下に位置し，安定化のためにはより大きな財政赤字の削減を必要とする。いずれにせよ，クレディビリティが喪失すればするほど，安定化政策の成功を危くするであろう。

## 2. ヘテロドックス・タイプの問題点

標準的なマクロ分析においても，インフレ税モデルにおいても，理論的にはヘテロドックス・タイプの安定化政策のほうが，オーソドックス・タイプよりその実質面に与えるコストは小さいことが理解できた。それだけに，政治的不安や社会問題を抱える政府や一般大衆にとっては，ヘテロドックス・タイプが受け入れられやすいといえる。しかし，ヘテロドックス・タイプであっても，かなりの程度の財政赤字削減が必要であり，これが実現されず，安定化政策が失敗したことはアルゼンチンやブラジルの経験でみたとおりである。メキシコで現在，オーソドックス・タイプとヘテロドックス・タイプを組み合わせた安定化政策が成功しているのは，財政赤字が安定化政策の実施時にはほぼ均衡していたという事実を忘れてはならない。財政赤字が縮小しないことは現在とられているインフレ抑制政策が長期的なインフレーションの動向と矛盾すると人々は認識し，現在の安定化政策に対する信頼感が失われる点で最も重要である。しかし，以下では，ヘテロドックス・タイプにまつわるその他の問題点を議論しておこう。

### (1) 所得政策の根拠

長期間にわたる高インフレと，安定化政策の失敗が繰り返されてきた歴史的経緯のなかで，人々のインフレ期待は慢性的で下方に硬直的となっている

が、このようなインフレ期待を急激かつ短期間に鎮静化させ、実物面のコストを伴わない形でインフレ抑制を実現するためには、レジーム・チェンジが必要である。両大戦間のドイツ、オーストリア、ハンガリー、ポーランドの経験を分析したサージェントは、「インフレーションを収束させるには、テンポラリーな抑制的な財政・金融政策より以上のものが要求される。政策レジームの変更を要求するであろう」(Sargent [1986], p. 41) と述べている。この意味で、ヘテロドックス・タイプの安定化政策も、一種のショック療法で、総需要抑制と賃金、物価、為替レートの統制による所得政策を組み合わせることによって、瞬時的なインフレーションの抑制を目的としている。しかし、この所得政策がショック政策たりうるには、高インフレ下の不完全な情報のもとで、非協力的な価格設定のゲームを行う経済主体に、所得政策が正しい価格シグナルを与え、政府がインフレ抑制のために確固たる政策スタンスをとると人々に確信させることが要求される。

この所得政策をゲーム論的に解釈すれば以下のようになる。いま、政府が需要抑制に基づくインフレ抑制政策を実施するとアナウンスしたとしよう。しかし、人々は実際に他の人々が低い価格設定を行ったことを見ないかぎり、自ら進んで低い価格設定は行わず、慎重な「待ち」の態度をとるであろう。このため、需要抑制による新しい均衡点に達するスピードは他の人々の行動に関する情報を得るスピードに依存する。この学習期間が長ければ長いほど、失業が長引き、より多くの人々がこの安定化政策の失敗を確信するようになるであろう。この意味で、人々に新しい均衡への正しい価格シグナルを与え、各人の行動をコーディネイトするために、凍結、もしくは統制などの形で価格シグナルを与える所得政策を実施する必要があると考えられている。この価格シグナルが妥当なものであれば、人々のインフレ期待などの価格調整は新しい均衡価格へスムーズに収束していくことになる。また、このためには、財政政策などの経済政策が所得政策と整合的な形で管理されることが、人々に確信されなければならないことは言うまでもない。

## (2) クレディビリティの問題

ところで、これらの計画には所得政策のクレディビリティを喪失させる以下の問題点があった。第1は、たとえ3桁の高インフレといえどもボリビアでみたようなハイパー・インフレではないので、価格調整は瞬時には達成されず、常に相対価格に不均衡が存在しており、これを恣意的な時点での全面的な価格凍結で固定化してしまったことである(西島[1987a])。ブラジルに関し、Pereira and Nakano [1986] は、農産物供給などの供給ショックのために、価格凍結された時点がちょうど相対価格の分散が大きかった時期と対応していたことを実証しているが、この指摘は重要である。このため、物不足やヤミ市場がいたるところで出現することになるが、このことは所得政策が正しい価格シグナルではなく、分配上中立ではないある恣意的な時点での価格凍結に対し、相対価格調整が故意に排除されている状況下にあつて、人々がなんとか実質所得を回復しようとする行動の一つの表現にほかならない。凍結期間が長引けば長引くほど、この相対価格の不均衡は激化する。このような相対価格の不均衡は、いずれ所得政策が放棄されることを人々が確信するにいたり、所得政策に対するクレディビリティは喪失していく。

第2は、為替レートの固定化が過大評価をもたらしたため、切下げを不可避としたことである。確かに、ショック療法がとられた時期は、国際利子率の低下や、大幅な貿易黒字など対外的条件は良好であり、厳しい対外制約に縛られない形で安定化政策の実施を可能とした。しかし、為替レートの固定化は、統制しきれない価格上昇や実質的インフレーションの存在により、過大評価をもたらし、輸出競争力を著しく阻害した。このような過大評価は人々の切下げ予想を支配的なものとし、自由為替市場のプレミアムを高騰させるが、これは安定化政策の不整合性を人々が最も具体的、かつ明確に表現する一つの形態である。さらに、この高騰はデモンストレーション効果をもつて、いっそう安定化政策に対するクレディビリティを喪失させていく点が重要である。

第3は、ヘテロドックス・タイプの安定化政策が連続的に何度も繰り返さ

れてきたことである。このタイプの安定化政策は、ある意味で人々の予想を裏切り、ショックを与えないと成功しない。失敗の度にクレディビリティは失われ、何度も繰り返されると、人々はその失敗を織り込んで行動するので、安定化政策は弱体化していく。このような行動は、たとえば第2章の第3図でみたように、価格凍結解除の度に、インフレ率の曲線の傾きが大きくなることで理解できる。このような現象の裏側は、既に説明されたドルへの逃避である。もはや、ヘテロドックス・タイプはショック政策たりえず、クレディビリティを生み出さない。

結局、これらの問題は、現在の安定化政策に対する人々のクレディビリティを失わせ、安定化政策自体を弱体化させることとなる。ショック療法の末期には、インフレ期待が鎮静化しないままに、価格調整圧力が激化し、遂には価格統制の解除を余儀なくされ、このヘテロドックス・タイプの安定化政策は幕を下ろすことになるが、価格統制の解除とともに価格凍結の反動ともいえる新たなインフレーションのジャンプを結果する。

## おわりに

以上、ラテンアメリカ諸国のインフレ安定化政策を展望してきたが、一般的結論を簡単に要約しておこう。

(1) 伝統的マネタリズムを理論的背景をするオーソドックス・タイプの安定化政策は、価格調整が速いことを前提としているが、インフレ期待の非対称性やラグ付き賃金インデクセーションが存在すれば、価格調整は緩慢となり、実質面のコストは避けられない。また、金融市場が未発達である場合や、為替レート切下げによって利子率が上昇する場合、経済はさらに過剰調整となる。

(2) マネタリー・アプローチに基づく安定化政策は、財と資産の国際的裁定が速やかに成立する条件になれば、短期的調整を誤る。とくに、財政赤



字などの政策的非整合性が存在すれば過大評価をもたらし、為替レート政策に対するクレディビリティは損なわれる。このことは、リスク・プレミアムを増大し、厳しいリセッションと激しい資本逃避をもたらす。

(3) ヘテロドックス・タイプの安定化政策は、理論的にはオーソドックス・タイプと比較して実質面へのコストは小さいと考えられるが、財政の健全化を伴わないかぎり、所得政策に対するクレディビリティは失われ、いずれ安定化政策は破綻する。

(4) したがって、いかなる安定化政策も財政赤字の健全化は、二つの意味で基本的に重要である。需要管理と貨幣コントロールに不可欠であることと、安定化政策に対するクレディビリティを維持するのに最も重要な要素であるからである。

#### [参考文献]

- Arida, P., "Macroeconomic Issues for Latin America," *Journal of Development Economics*, Vol.22, No.1, June 1986.
- Baxter, M., "The Role of Expectations in Stabilization Policy," *Journal of Monetary Economics*, Vol.15, No.3, May 1985.
- Cavallo, D. F., "Los Efectos Recesivos e Inflacionarios Iniciales de las Políticas Monetarias de Estabilización," *Ensayos Económicos*, No.4, Parte 2, diciembre 1977.
- Crockett, A., "Stabilization Policies in Developing Countries: Some Policy Considerations," *Economic Development and Cultural Change*, Vol.34, No.3, April 1981.
- Diaz-Alejandro, C.F., "A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect," *Journal of Political Economy*, Vol.71, No.6, December 1963.
- Diaz-Alejandro, C.F., "Southern Cone Stabilization Plans," W. Cline and S.

- Weintraub eds., *Economic Stabilization in Developing Countries*, Washington, D.C., Brookings Institution, 1981.
- Dornbusch, R., "Stabilization Policies in Developing Countries: What Have We Learned?," *World Development*, Vol.10, No.9, September 1982.
- Fernandez, R.B., "The Expectations Management Approach to Stabilization in Argentina during 1976-82," *World Development*, Vol.13, No.8, August 1985.
- Foxley, A., "Stabilization Policies and their Effects on Employment and Income Distribution: A Latin American Perspective," W. Cline and S. Weintraub eds., *Economic Stabilization in Developing Countries*, Washington, D.C., Brookings Institution, 1981.
- Krugman, P. and L. Taylor, "Contractionary Effect of Devaluation," *Journal of International Economics*, Vol.8, No.3, August 1978.
- McKinnon, R., *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., Brookings Institution, 1973.
- Pastor, Jr.M., "The Effect of IMF Programs in the Third World: Debate and Evidence from Latin America," *World Development*, Vol.15, No.2, February 1987.
- Pereira, L.B. and Y. Nakano, "Inflação Inercial e Choque Heterodoxo," J. M. Rego ed., *Inflação Inercial: Teoria sobre Inflação e o Plano Cruzado*, São Paulo, Paz e Terra, 1986.
- Ramos, J., "Stabilization and Adjustment in the Southern Cone, 1974-1983," *CEPAL Review*, No.25, April 1985.
- Rodriguez, C.A., "The Argentine Stabilization Plan of December 20th," *World Development*, Vol.10, No.9, September 1982.
- Sachs, J., "Social Conflict and Populist Policies in Latin America," *NBER Working Paper*, No.2897, 1989.
- Sargent, T., *Rational Expectation and Inflation*, New York, Harper and Row, 1986.
- 西島章次「ブラジル経済の前途——クルザード計画の今後——」(『世界経済評論』第31巻第2号, 1987a).
- 西島章次「ラテン・アメリカの経済安定化政策」(『国民経済雑誌』第156巻 第1号, 1987b).

西島章次「ラテン・アメリカにおける非対称的インフレ期待形成」(『国民経済雑誌』第157巻第4号, 1988).

西島章次「ラテン・アメリカのインフレーション——諸問題——」(『ラテンアメリカ論集』第23号, 1989).

西島章次「財政赤字・インフレ税・ハイパーインフレ」(『国民経済雑誌』第161巻第2号, 1990a).

西島章次「ラテン・アメリカのインフレ安定化政策——Orthodoxy vs. Heterodoxy——」(『経済経営研究年報』〈神戸大学経済経営研究所〉第39号, 1990b).