

インフレーション・ターゲティングと通貨ペッグ制

早稲田大学 横溝えりか

本報告では、通貨ペッグ制という為替制度の採用が、インフレーション・ターゲティングというルールに基づいた金融政策を実施する際、通貨当局に、そのルールを守らせる強制力となることを明らかにした。また同時に、通貨ペッグ制を維持するためには、通貨をペッグさせる国(たとえば、アメリカ)のインフレ率と同じインフレ率を保たねばならないことから、通貨ペッグ制を採用している国ではインフレ率が統制可能であるかについても検討した。

期待が合理的に形成されている経済環境のもとでは、裁量に基づいた金融政策よりも、ルールに基づいた金融政策の方が好ましいことは、Barro and Gordon(1983a)(1983b)やKydland and Prescott(1977)において、明らかにされている。Barro and Gordon(1983a)のモデルにおいて、通貨当局は、金融政策によって低インフレ率と低失業率の両方を実現しようとする。通貨当局は、目標インフレ率を設定し、それを公表する。なかでも、ゼロ・インフレーションが金融政策の目標策定時には最も望ましい。しかし、民間主体がこのゼロ・インフレーション政策を信任し、ゼロ・インフレ期待を形成すると、通貨当局はゼロ・インフレーション政策をやめて、インフレーションを引き起こそうとする。なぜなら、通貨当局の目標には、低失業率の実現も含まれており、民間主体のゼロ・インフレ期待を裏切り、インフレーションを引き起こすことによって、失業率を下げるができるためである。

この場合、民間主体の期待形成の前後で望ましい政策が異なっており、この政策は時間整合的ではない。したがって、時間整合的な金融政策の目標は、正のインフレ率となり、通貨当局はこのインフレ率を、ルールとして採用するのが好ましいことになる。ただし、このルールとなるインフレ率は、通貨当局がインフレーションを引き起こすインセンティブを持っていればいるほど、高くなる。たとえば自然失業率が高い場合や、政府の債務ストックが多い場合などには、通貨当局はインフレーションを引き起こすインセンティブを持っていると考えられる。

ここで、通貨当局がインフレーションを引き起こすインセンティブを低くする要因として、通貨ペッグ制という為替制度の存在が挙げられる。通貨ペッグを維持するためには、購買力平価より、自国のインフレ率を、自国通貨をペッグさせる国のインフレ率に近づけねばならないためである。通貨ペッグ制を採用しているにもかかわらず、インフレーションを引き起こすことは、自国の輸出財の国際競争力を低下させることを意味し、またいずれ自国通貨を切下げねばならず、投機を招く可能性もある。通貨当局にとって、通貨ペッ

グを維持するインセンティブが、同時に、インフレーションを引き起こすインセンティブを低くするのである。

アジアの中所得国 11 か国と、中南米の中所得国 25 か国を通貨ペッグ国と非ペッグ国とに分けて分析をしたところ、中南米において、通貨ペッグ国の方が非ペッグ国よりも、財政赤字および債務ストックが大きく、通貨当局はインフレーションを引き起こすインセンティブを持っていると考えられるにもかかわらず、インフレ率の平均が低くなっていることがわかった。またアジアにおいては、通貨ペッグ国の方が非ペッグ国よりも、財政赤字および債務ストックが小さく、インフレ率の平均も低くなっていることがわかった。また、通貨ペッグの維持とインフレ率との関係では、アジア、中南米ともに、通貨ペッグを維持するほど、インフレ率が低くなっていることも明らかになった。

つぎに、通貨ペッグ制を採用している国ではインフレ率を統制できているか否かについての分析を行った。通貨ペッグ制を採用している国では自国のインフレ率を、通貨をペッグさせる国(たとえば、アメリカ)のインフレ率と同じにしなくてはならない。金融政策の操作目標を中央銀行準備に、中間目標を M1・M2 に、そして最終目標をインフレ率として、アジアの通貨ペッグ国を対象にして分析を行った。まずはじめに、M1 を用いてインフレ率を統制できているかについては、インドネシアでは可能であるが、タイ、フィリピン、フィジー、トンガ、バヌアツではできていないことがわかった。同様に M2 を用いてインフレ率を統制できているかについては、インドネシア、韓国、フィジーにおいては可能であるが、タイ、フィリピン、トンガ、バヌアツではできていないことがわかった。つぎに、中央銀行準備を用いて M1 を統制できているかについては、タイ、韓国、フィジー、マレーシアでは可能であるが、フィリピン、トンガ、バヌアツではできていないことが明らかになった。同様に中央銀行準備を用いて M2 を統制できているかについては、タイ、フィジー、インドネシア、マレーシアでは可能であるが、フィリピン、トンガ、バヌアツではできていないことが明らかになった。以上の結果をまとめると、インドネシアとフィジーにおいて操作目標を中央銀行準備に、中間目標を M2 において、インフレ率を統制することが可能であることがわかった。

討論者の小川英治先生のご指摘にもあるように、インフレーション・ターゲッティングのねらいは、予想インフレ率を統制することである。したがって通貨ペッグ制の採用がルールに基づいた金融政策において、通貨当局にルールを守らせる強制力となっているか否かについては、予想インフレ率が低く抑えられているかを検証する必要がある。さらに一国を、採用していた為替制度による期間で分けた分析を行う必要もある。また今回の報告において、インフレ率を統制する手段として貨幣量のみをもちいたが、利子率をインフレ率統制の手段とした分析も行う必要がある。これらが今後の研究の課題である。

横溝えりか「インフレーション・ターゲティングと通貨ペッグ制」『早稲田商学』
第 382 号、1999 年 10 月、p. 167-194.

横溝えりか「通貨ペッグ制のもとでの資本市場の開放とインフレーション・ターゲッティング」『湘南短期大学紀要』第 11 号、2000 年 3 月、p. 151-164.