

| | |
|--------------------|-----------------------------|
| Title | 東南アジア諸国のインフレ・ターゲティングに対する一考察 |
| Author | 久保 彰宏 |
| Citation | 経済学雑誌, 107 卷 4 号, p.90-106. |
| Issue Date | 2007-03 |
| ISSN | 0451-6281 |
| Type | Departmental Bulletin Paper |
| Textversion | Publisher |
| Publisher | 大阪市立大学経済学会 |
| Description | |
| DOI | |

Placed on: Osaka City University

東南アジア諸国の インフレ・ターゲティングに対する一考察

久 保 彰 宏

要 約

アジア通貨危機により変動相場制へ移行した東南アジア諸国において、インドネシア、タイ、そしてフィリピンは新たな金融政策のフレームワークとしてインフレ・ターゲティングを採用した。しかしながら、これらの新興市場国において、同政策採用が金融政策の透明性を高め、理論的根拠であるインフレ期待に対する動学的非整合性を回避し、また実際に直面しているインフレ圧力を抑えることは可能であろうか。さらに、新興市場国にとってもとりわけ重要な生産を損なうことなく同政策の運営が行われているのだろうか。本稿ではインドネシア・タイ・フィリピンの3ヶ国を事例として、マクロ経済指標の変化および生産への影響についての実証分析を試みた。結果として、各国は概ね金融政策変数の誘導には成功しており、インフレ値の低位誘導傾向も看取される。また、生産に関しては、インドネシアおよびフィリピンで予測値を下回る結果が得られたが、分散分解の結果によれば生産へのインフレ・ターゲティングの寄与率が決して大きなものでないことから、インフレ・ターゲティングが生産を著しく損なうとは考えにくいであろうとの結論が導かれた。ただし、為替レートの変動が生産に与える影響については決して小さくないことも確認された。

1. はじめに

1990年代以降、新たな金融政策のフレームワークを模索する各国の中央銀行において、インフレ・ターゲティングの採用は増加の一途を辿った。加熱気味のインフレ期待を冷却すべく、中長期的にインフレ値を公表し、その実現を目指すインフレ・ターゲティングの採用は、1990年のニュージーランドを始め、1991年にカナダ、1992年に英国など、OECD諸国では10ヶ国にのぼる。実際、これらほとんどの国で、生産に大きな影響を与えることなく、それまで悩まされていたインフレ圧力を概ね制御することに成功している。また、近年では、1991年のチリや1992年のイスラエルといった新興市場国がインフレ・ターゲティングを新たな金融政策のフレームワークとして採用し始めている。特に東南アジア諸国においては、1997年のアジア通貨危機後に韓国（1998年）、インドネシアおよびタイ（2000年）、フィリピン（2002年）が、為替を変動相場制へと移行し、新たな金融政策のフレームワークとしてインフレ・ターゲティング

〔キーワード〕

インフレ・ターゲティング 東南アジア 為替レート

を採用した¹⁾。これらの政策移行には、国際金融における資本の自由化・為替の固定相場制・金融政策の自律性を同時に達成できないというトリレンマ論が背景にあり、固定為替相場制の放棄にともない、まさしくその取捨選択が新たに再編された結果といえよう²⁾。

しかしながら、フリーフロート+インフレ・ターゲティングという組合せが、果たして上記アジア諸国を含む新興市場国において、金融政策の透明性を高め、同政策採用の理論的根拠であるインフレ期待に対する動学的非整合性を回避し、また実際に直面しているインフレ圧力を抑えることは可能であろうか。また、新興市場国において、マクロ経済変数を考える上で最も重要視される生産を、インフレ・ターゲティングによって安定的に維持することは可能であろうか。近年、新興市場国がインフレ・ターゲティングを採用することに対して多くの議論がなされてきた。Mishkin (2000, 2002, 2004) は、新興市場国におけるインフレ・ターゲティングの長所として、国内のショックへの対応のみに金融政策を割り当てられること、動学的非整合性の回避、中央銀行の独立性や透明性の強化がなされることで中央銀行そのものの存在が確立できることをあげている。また短所として、独立性の強まった（政策運営能力が決して高くない）中央銀行によるインフレ・ターゲティングへの固執が生産にマイナスの影響を与える可能性があること、政策発動と目標インフレ値との間の誘導ラグが長いこと、財政赤字や為替レートによる物価への影響など、新興市場国に特有の問題をあげている。Calvo and Reinhart (2000) やEichengreen (2002) も、先進国と比較して、新興市場国は為替レートの変動が国内物価に大きな影響を及ぼすこと、また債務がドル建てのため自国通貨の減価を容認し難いことをあげ、インフレ値よりも為替レートへの調整を優先課題としている。

したがって、本稿では、アジア通貨危機以降にインフレ・ターゲティングを実際に採用したインドネシア・タイ・フィリピンの3ヶ国を事例として、インフレ・ターゲティングによるマクロ経済指標の変化および生産への影響についての実証分析を試みる。

本稿における残りの構成は以下のとおりである。第2節では、分析対象国のマクロ経済状況を各国のインフレ・ターゲティング採用前後から現在までの期間について解説する。第3節では、インフレ・ターゲティング導入実績について実証分析を試みる。具体的には、まず同政策採用後の現実値と不採用時のシミュレーション値を比較検討し、その構造変化を確認する。続いて、同政策採用後のデータを用いインパルス応答関数および予測誤差分散分解から相対的分散寄与率 (Relative Variance Contribution) を導き出し、生産への影響も検討する。これらの結果を踏まえて、本稿の目的であるインドネシア・タイ・フィリピンの3ヶ国におけるインフ

1) ただし、これらの国は通貨危機後に一定期間、IMF 主導のもとマネタリー・ターゲティングを採用していた経緯がある。なお、マレーシアは1998年に資本移動を規制し、為替レートを米ドルにハード・ベッグするという道を選択した。

2) Truman (2003) は、変動相場制+インフレ・ターゲティングの選択を全面的に支持している。また、Goldstein (2002) や伊藤・林 (2003) は、自国通貨の保護を目的として管理フロート制との組合せを推奨している。

レ・ターゲティングのマクロパフォーマンスに対する有効性を検証する。最終節では、本稿のまとめを行う。

2. 3ヶ国の政策運営状況

2.1 インドネシア

インドネシアは2000年1月にインフレ・ターゲティングの採用を開始した。金融政策の決定は、大統領から任命された中央銀行総裁と数人の副総裁からなる Board of Governors で四半期毎になされている。また、インフレ目標の設定は毎年1月に公表され、その設定対象にはCPI ベースによるインフレ値が用いられている³⁾。

ところで、Stone (2003) の分類によれば、為替レートの変動にも注意を払っているインドネシアのインフレ・ターゲティングは、インフレ目標の達成に対する優先順位が厳密でないとして、Inflation Targeting Lite (ITL) に位置づけられている⁴⁾。中央銀行の独立性はアジア通貨危機後の1998年に中央銀行法改正において認められ、最近まで公式インフレーション・レポートの発行はなかったが、年始にその年の目標インフレ値を公表し、適宜その達成状況も公表している⁵⁾。したがって、インドネシア中央銀行の独立性や透明性は評価できるものであろう⁶⁾。

さて、インドネシアは2000年1月にインフレ・ターゲティングの採用を開始したわけであるが、図1aのとおり、2002年まではインフレ目標レンジへの誘導が未達成の状態であった。この時点では同政策が上手く機能していなかったと考えられる。もしくは、同国のインフレ・ターゲティング採用がタイやフィリピンの場合と異なり、インフレ値の低位安定を待たずに、また通貨危機からのダメージを回復しきれないまま実施されたゆえ、政策の効果が現れるまで

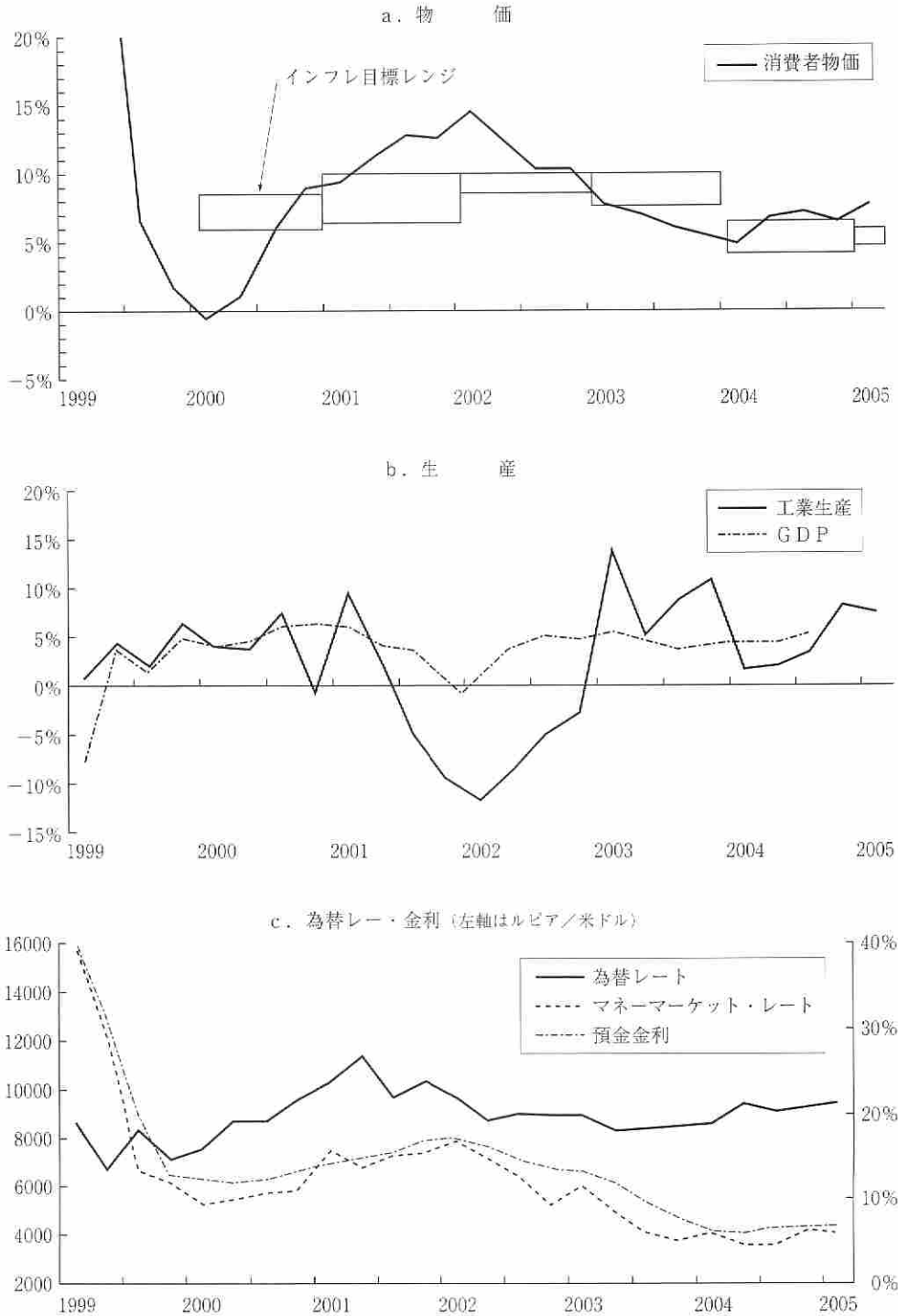
3) ただし、当初2年間は政府による恣意的な価格調整がおこなわれていた品目を除くコア・インフレ値が採用されていた。

4) Stone (2003) は、インフレ・ターゲティングを Full-fledged Inflation Targeting (FFIT), Inflation Targeting Lite (ITL), さらに Eclectic Inflation Targeting (EIT) の3カテゴリーに分類している。まず、FFIT とは完成されたインフレ・ターゲティングとして中央銀行の透明性や独立性に至るまで高い水準にあると見なされるものである。次に、ITL とは物価以外に為替や生産の安定にも寄与する金融政策のケースや、中央銀行の独立性および金融政策の透明性などが弱いケース、財政赤字によって政策効果が発揮できないケース、FFIT への移行過程にあるケースと見なされるものである。最後に、EIT とは経済成長や物価安定といった複数の最終目標を有しているながらも、物価安定を実現している従来の金融政策と見なされるものである。

5) 2005年8月より四半期毎のマネタリーポリシー・レポート作成および公表が開始された。

6) その一方で、インフレ値をコントロールするうえでの金融システムに問題があるとされてきた。2005年7月、インドネシアは政策操作変数をようやく貨幣集計量から金利 (SBI レート) へと変更したが、当初は金融政策の波及経路が SBI (中央銀行債務証券) 残高の調節、つまり貨幣吸収のみによるマネタリーベースの誘導であり、貨幣供給手段を持ちえない金融システムは結果的に脆弱と見受けられた。

図1 インドネシアのマクロ経済変数



(出所) IMF, *International Financial Statistics* より筆者作成。

に時間がかかったとも考えられよう。ただし、2001年は特にインフレ値が上昇傾向にあり、同時に GDP や工業生産といった生産指標も下降している（図1b）。これは、直前までの石油価格の高騰による影響が原因の一つと考えられる。しかしながら、2003年の目標値は $9 \pm 1\%$ であったが、2006年度までに $5 \sim 6\%$ へのインフレ値実現を長期目標としていたこともあってか、当年の実現値は 5.06% と一気に長期目標レンジへの誘導に成功した。これ以後、現在までの間、生産に対して大きな影響を与えることなく、インフレ値は安定的に目標レンジ内を推移している。他方、為替レートの安定に対しても、金利を操作することで対応していることが図1cより見て取れる。

2.2 タ イ

Full-fledged Inflation Targeting (FFIT) に分類されるタイのインフレ・ターゲティングは、中央銀行の独立性欠如を除いてはほぼ完成されたものであるといえよう。金融政策の決定は、中央銀行総裁を議長とした金融政策決定委員会 (Monetary Policy Committee; MPC) が経済成長の継続のために物価の安定を達成すべく、おこなっている。また、MPC は外的要因だけでなく、近年問題視されている資産価格高騰などによる金融市場の変化に対しても注視している⁷⁾。なお、インフレ目標値は政策採用当初から一貫して $0 \sim 3.5\%$ とし、その設定対象には CPI ではなく、未加工食品とエネルギーを除いたコア・インフレ率を対象としている⁸⁾。ところで、政策運営の基盤となる操作変数には、公開市場操作の対象として14日物レポ・レートを用いているが、レポ市場が成熟しているとは言い難い。インターバンクにおけるレポ取引の増加は中央銀行の金融政策運営に必要な不可欠なものであり、今後の民間レポ市場の発展が望まれている。

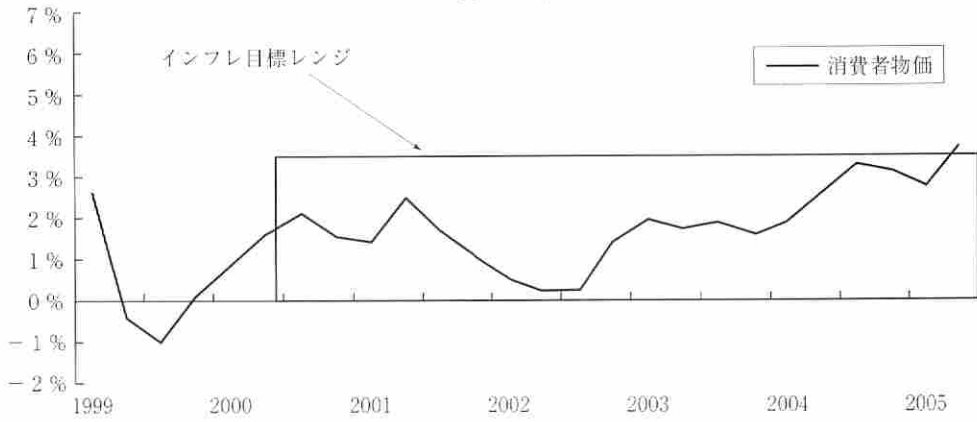
さて、インフレ・ターゲティング導入に際し、インフレ値誘導の実務的なオペレーションからインフレーション・レポートの作成に至るまで、ニュージーランドや英国といった同政策採用の先駆者から技術支援を得ているタイは、インフレ・ターゲティングを開始した2000年5月以降、その目標レンジ内である $0 \sim 3.5\%$ にインフレ値を封じ込めることに成功している（図2a）。また、図2bからは、GDP に対しても、金融政策によるマイナスの影響は与えられていないと考えられる。ただし、2001年度の工業生産の下降傾向に関しては、インドネシアの場合と同様に、石油価格の影響や通貨危機による不良債権処理の影響が原因の一つとして考えら

7) Disyatat (2005) は過剰流動性による資産価格の上昇はバブルの予兆であるとして金融市場変数の動向にも注意しながらのインフレ・ターゲティングを提唱している。

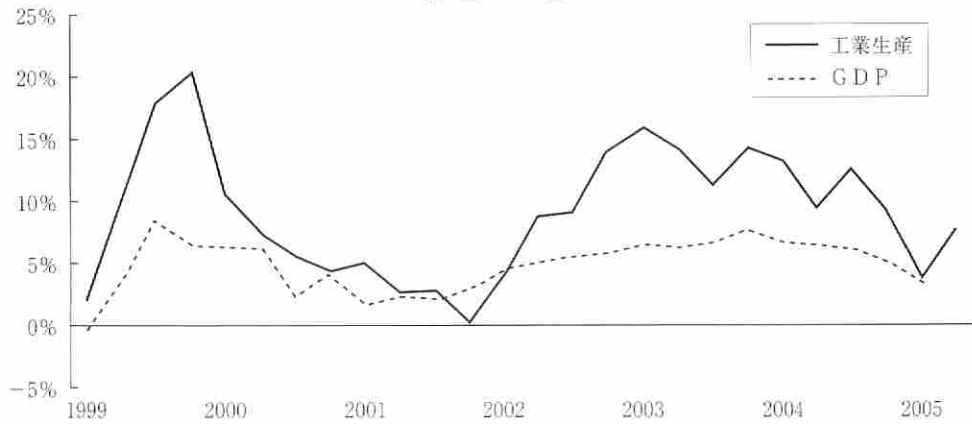
8) 目標値に対して伊藤・林 (2003) はデフレに陥る危険性から、下限の設定を0パーセントから1パーセントへ変更することが望ましいと主張している。また、誘導期間に対しては Moenjajak, Imudom and Vimolchalao (2004) は資産価格、特に不動産価格の高騰が3年のラグをもって物価に影響するとし、現在の8四半期先の目標インフレ値誘導から誘導期間を定めない政策への転換を提示している。

図2 タイのマクロ経済変数

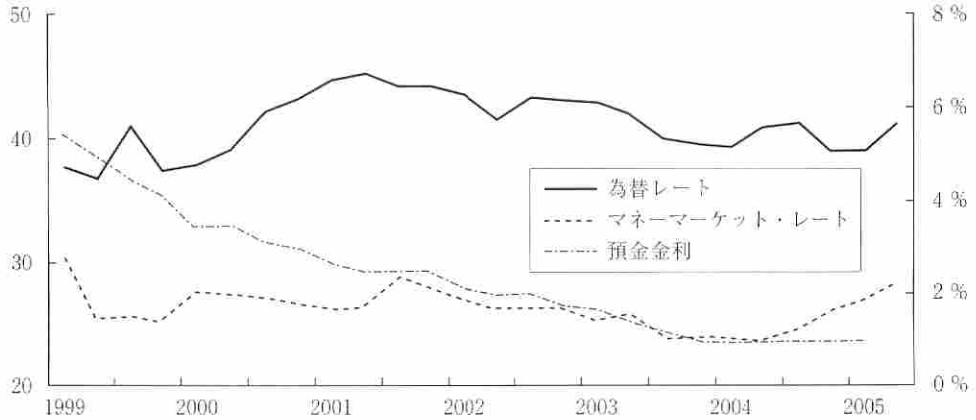
a. 物 価



b. 生 産



c. 為替レート・金利 (左軸はバーツ/米ドル)



(出所) IMF, *International Financial Statistics* より筆者作成。

れよう。

ところで、タイの為替制度はフロート制であるため、政策的な介入は一切行わないとの姿勢を中央銀行は崩さない⁹⁾。しかしながら、為替レートの変動に対する国内物価への影響をインフレーション・レポートにて逐次検証していることや、実際には2001年5月に為替レートの高騰に対する生産への影響を考慮して金利引き上げによる介入を行っていることから(図2c)、やはり新興市場国の金融政策において、為替レートの安定は重要な要因となっていることがわかる。ただし、当然ながら政府圧力による為替レートへの介入に対しては批判が相次ぎ、中央銀行の独立性への関心は高まるばかりである。

2.3 フィリピン

フィリピンのインフレ・ターゲティングは、インドネシア同様、ITLに分類される。伊藤・林(2003)において、制度的には大変完成されているとの評価がなされており、FFITへの移行期と見なされてのITL分類と考えられる。金融政策の決定は、大統領から指名された7名で構成される金融政策委員会で4週毎に議論される。インフレ目標値の設定は年次ごとであり、設定対象は基本的にCPIからのインフレ値を採用している。政策操作変数には、オーバーナイト・レポ・レートとリザーブ・レポ・レートをを用いている。また、中央銀行の独立性も認められており、インフレーション・レポートの発行もおこなわれている。実際、インフレ・ターゲティングの実施は2002年1月であり、その成果を評価するには十分な期間とは言えないかもしれないが、最近までの実績値は図3aのとおりである。まず、2002年度のインフレ目標レンジは5~6%であり、続く2003年度は4.5~5.5%であったが、現実には目標を下回る結果であった。ただ、インフレ・ターゲティング開始直前の2001年第4四半期において、インフレ値が5%を切っており、2002年度の実績値を振り返ってみると目標レンジ設定の再検討が必要であったのではないだろうか。

2000年から2年間の準備期間を経て実施されたインフレ・ターゲティングであるが、もともとアジア通貨危機の影響が直接的ではなかったとされるフィリピン経済は、景気の回復も早く、実物経済においても新たな金融政策を受け入れる十分な土台が準備期間も含めて事前に形成されていた可能性が考えられる(図3b, 図3c)¹⁰⁾。特に生産に関しては、通貨危機や2001年の政情不安によるダメージからも、比較的早いリカバリーが見受けられる¹¹⁾。しかしながら、昨

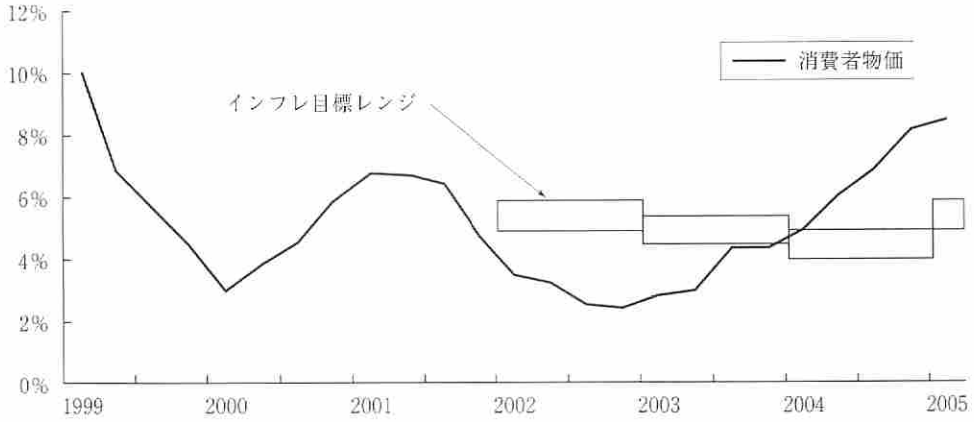
9) 筆者が2005年3月にタイ中央銀行金融政策チームへ行なったインタビューから、金融政策チームにおいて為替レート安定介入への関心は低いとの見解を得た。

10) 佐久間(2000)によれば、銀行の健全性に関しては、1980年代からの蓄積により他のアジア諸国に対して比較的整備されているとされる。しかしながら、通貨危機において金融監督機能が十分に機能できなかったとの指摘もある。

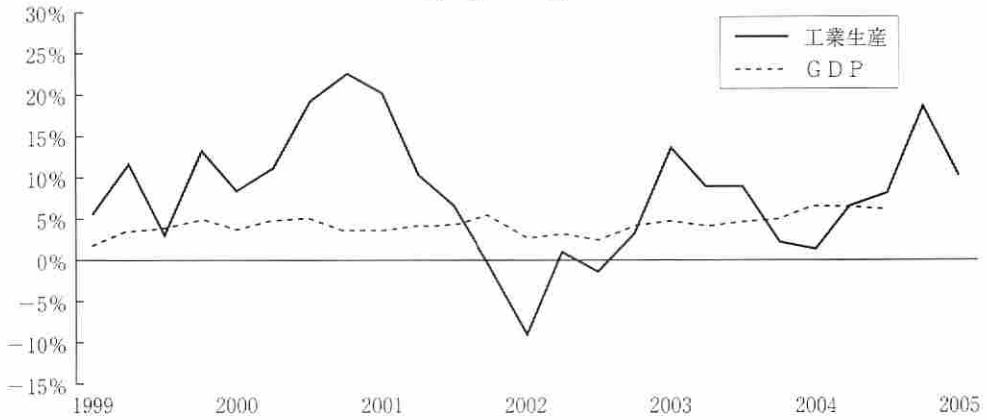
11) 農業部門の占める割合が未だ大きいフィリピン経済は通貨危機による総生産への影響が他国と比較して大きくないことも、早い回復の要因の一つであるとも考えられよう。

図3 フィリピンのマクロ経済変数

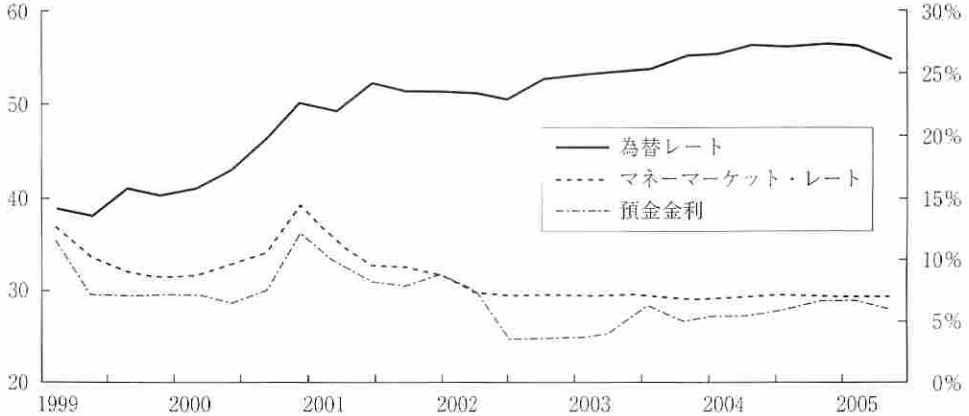
a. 物 価



b. 生 産



c. 為替レート・金利 (左軸はバーツ/米ドル)



〔出所〕 IMF, *International Financial Statistics* より筆者作成。

今の石油価格の高騰による影響は必至であり、中央銀行としても生産や輸送にかかるコスト、賃金の上昇、インフレ圧力に注意を払っていることが、2005年以降発行のインフレーション・レポートからわかる¹²⁾。

3. インフレ・ターゲティング採用実績に関する実証分析

1990年代以降、ニュージーランド、カナダ、英国といった先進国がインフレ・ターゲティングを採用し、それについての実証分析が数多く行なわれてきた¹³⁾。しかしながら、アジア通貨危機後に同政策を採用したアジアの新興市場国に対する実証分析は未だ希少である。よって、インフレ・ターゲティング採用を2000年に実施したインドネシア、タイおよび2002年に実施したフィリピンに対し、これまでの先行研究を応用して、その実績を検証することは十分に意義があると考えられる。本節では、インフレ・ターゲティングがマクロ経済構造に対して、いかなる影響を与えたかを定量的に分析することを試みる¹⁴⁾。

3.1 VAR モデル予測値との比較

マクロ経済モデルからの予測としてここでは基本的に Mishkin and Posen (1997) の定式化を採用し、まず、インフレ・生産・金融政策操作目標変数からなる3変量 VAR モデルをそれぞれ推計する。推計に用いられる変数は、*CP*: 消費者物価指数、*y*: 工業生産指数、*MP*: 金融政策操作目標変数とし、すべて四半期データである¹⁵⁾。また、金利をのぞくすべての変数は対数変換してある。VAR モデルのサンプル期間はそれぞれ、インドネシアについては中央銀行債の発行開始から、タイについては預金金利の自由化から、フィリピンについては新中央銀行発足からインフレ・ターゲティング採用まで（インドネシアは1984年第1四半期から1999年第4四半期まで、タイは1989年第2四半期から2000年第1四半期まで、フィリピンは1993年第3四半期から2001年第4四半期まで）とする。また、推計の際に必要なとなるラグに関しては SBIC (Schwarz Bayesian Information Criterion) 基準によりインドネシアで2期、タイおよび

12) 2004年度はインフレ目標レンジを5～6%に、2005年度には4～5%に設定しているが、2005年度実績値は既に7～8%へ上昇している。

13) Mishkin and Posen (1997), Honda (2000), Cecchetti and Ehrmann (1999), Haldane and Batini (1998), Svensson (1998) を参照。そのほとんどが、インフレ・ターゲティングの有効性を評価するものであったが、Honda (2000) は Mishkin and Posen (1997) と基本的には同一の分析手法を取っていないが、評価を保留している。

14) 本稿で用いられるすべてのデータの出所は、各国中央銀行および統計庁 web site, IMF, *International Financial Statistics* による。

15) 金融政策操作目標としてインドネシアは貨幣集計量 (*M1*) を、タイおよびフィリピンは金利 (マネーマーケット・レート) を採用している。なお、データの制約上、インドネシアはマネタリーベースではなく *M1* の使用となっている。また、当該サンプル期間における月次データ (インドネシアの生産) の一部が入手困難であるため、ここでは四半期データを採用することとする。

フィリピンで1期が選定された。なお、VARモデルの推計に際して事前に各変数の単位根検定結果により定常化のために階差を取る方法もあるが、本稿ではすべての変数をレベルでの使用としている¹⁶⁾。

さて次に、VARモデルの推計から得られたパラメーターとラグ値を将来方向へ走らせることで、各変数のVAR予測値を計測する。この予測値がインフレ・ターゲティングを採用していない、つまり旧政策が継続されたと仮定した場合の予測値となる。予測期間はそれぞれのインフレ・ターゲティング採用開始から2005年第2四半期までである。なお、得られる予測値は予測期間において大きな構造変化がなかったものとして導き出されている。以上、得られたインフレ・ターゲティング採用後のVAR予測値と実際の現実値とを比較することで、インフレ・ターゲティングの採用が、マクロ経済変数にどのような影響を与えたのかを考察していく。

得られた結果は図4～6のとおりである。まず、インフレに関しては、インドネシアの場合でインフレ・ターゲティング採用からの当初3年間は実績値が予測値を上回っており、2002年を境にようやく現実値が将来へむけて完全なダウントレンドを示し始め、2003年第2四半期を境に予測値を下回るパフォーマンスを見せている。タイやフィリピンの場合には、同政策採用以後、概ね予測値を下回っているが、フィリピンにおいて2004年後半より実績値の予測値を上回る上昇が認められる。次に、生産に関しては、タイをのぞくインドネシアとフィリピンで予測値を下回っており、今回の政策導入が生産に対して何らかの負の影響を与えたとも考えられる。最後に、金融政策操作目標変数に関しては、インドネシアは貨幣集計量の実績値が確実に予測値を下回っており、その政策波及過程において中央銀行の政策運営が有効に機能していることを表していると言えよう。また、タイおよびフィリピンの場合でも金利が低位水準を維持していることで、民間の期待インフレを低位にコントロールしようとする政策運営の効果が看取できよう。

3.2 生産への影響

先の検証ではインフレ・ターゲティングの採用が生産に対して負の影響を与えた可能性が示唆された。また、実際に各国においては生産が下降傾向にある時期も確認されている。果たして、インフレ・ターゲティングの運営は、生産を損なう要因の一つなのであるか。ここでは、3ヶ国のインフレ・ターゲティング採用後における月次データを用いて、インフレ・ターゲティング採用下の金融政策変数を中心にマクロ経済変数がそれぞれ生産に与える影響を分析し

16) その理由は第一に、予測や変数間の因果関係に関心がある場合は、レベルによる推計は単位根検定の手続きによるバイアスを回避できること、また変数間に例え非定常な変数が含まれていてもレベルによる推計は一致性を持ち、分析の頑健性が十分であると証明されているためである (Sims, Stock and Watson (1990))。第二に通常の単位根検定においてその検出力の問題が指摘されているためである (Schwert (1989))。

図4 VAR 予測値との比較 (インドネシア)

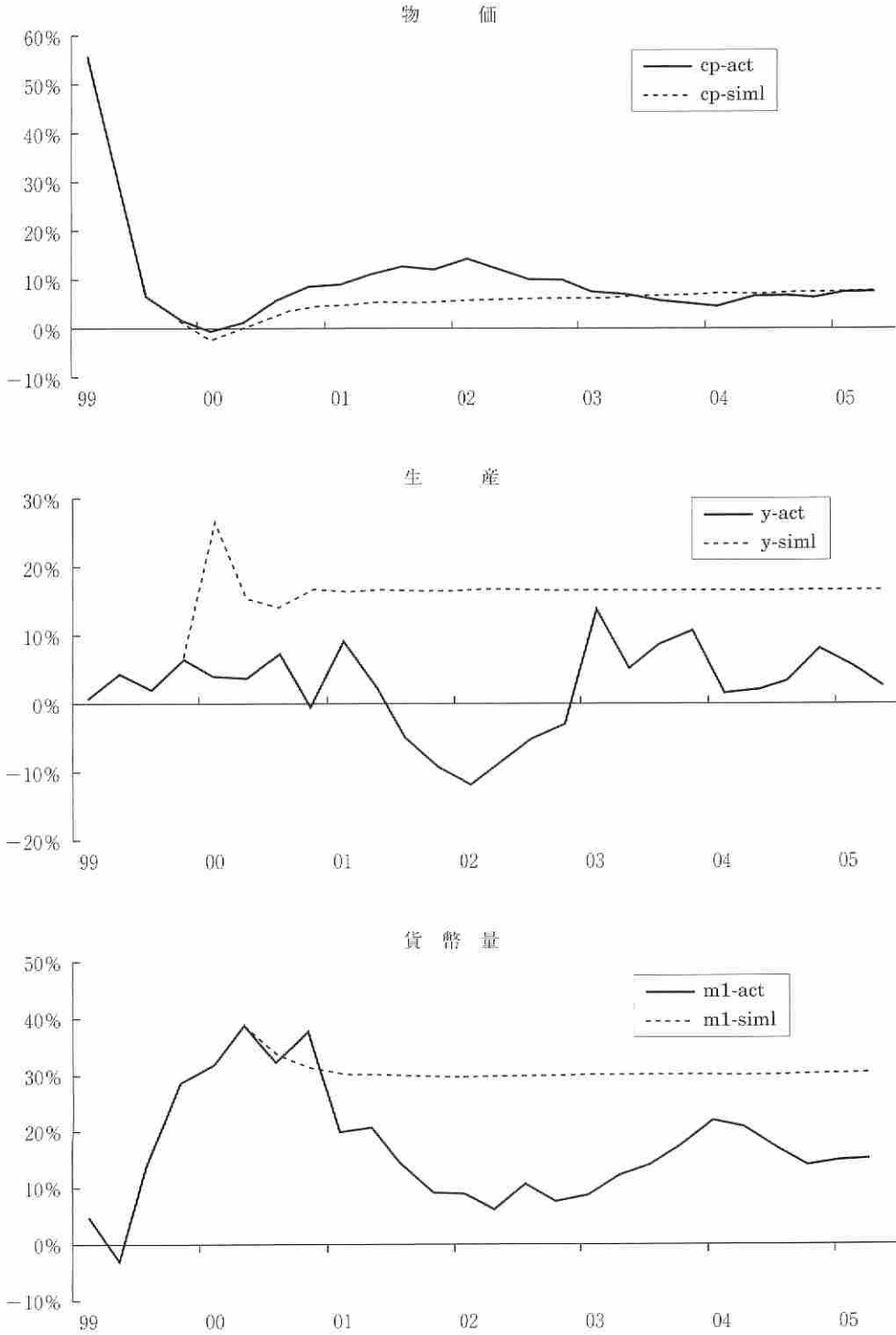


図5 VAR 予測値との比較 (タイ)

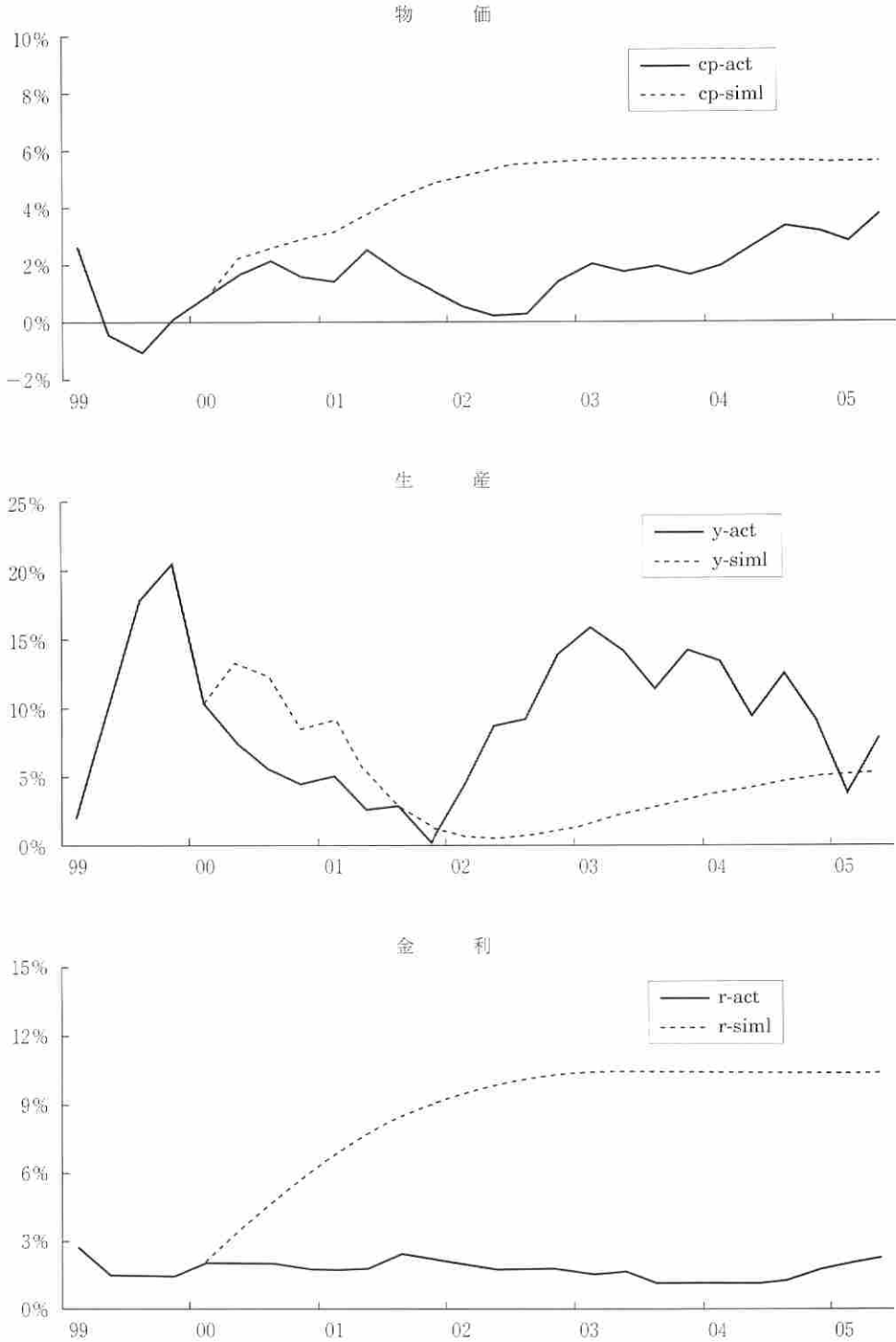
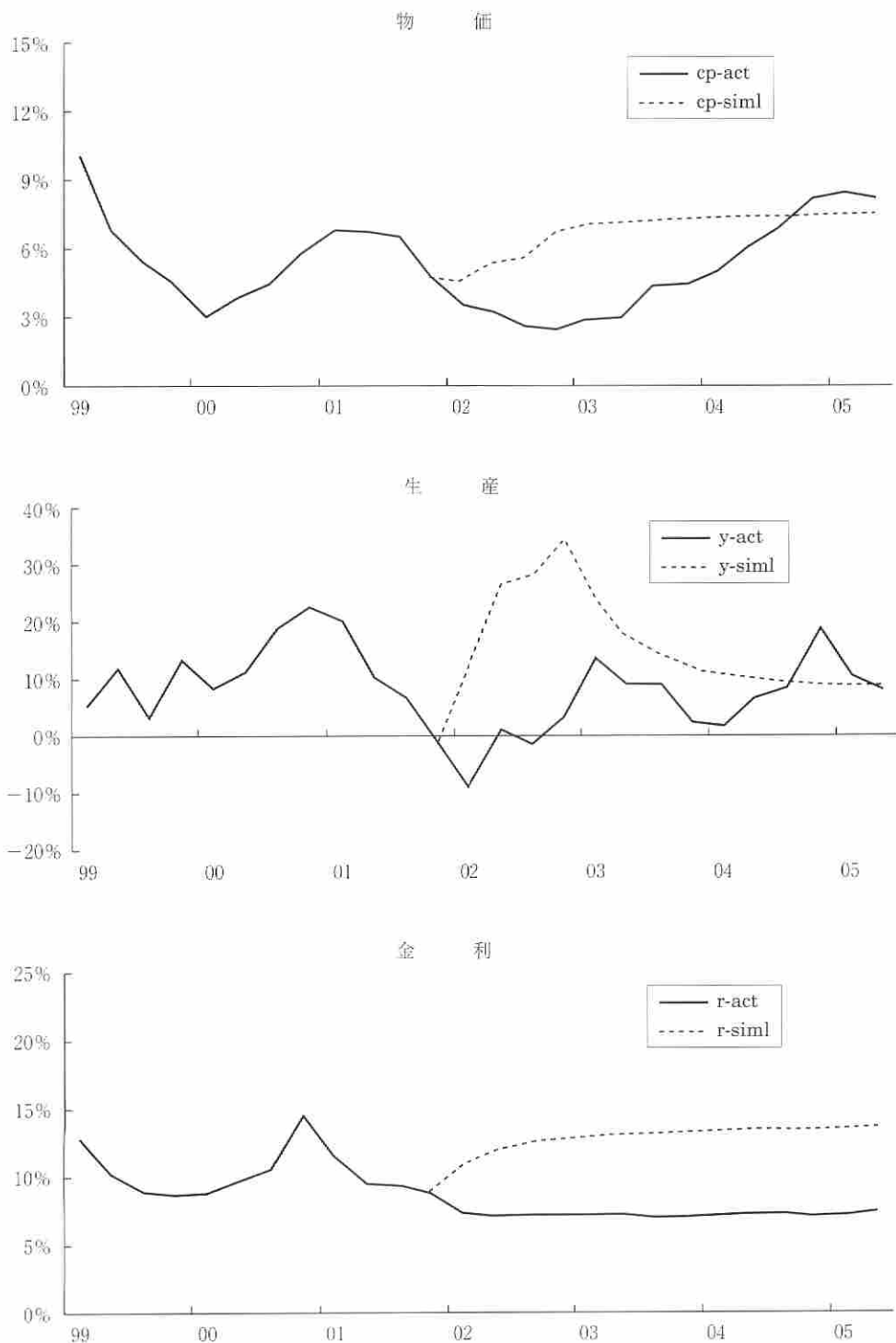


図6 VAR 予測値との比較 (フィリピン)



ていく。なお、3ヶ国はアジア通貨危機後に為替制度に変動相場制を採用しているわけであるが、これら新興市場国にとって為替レートの国内経済に与える影響は先進国のそれに対し相対的に大きいとされる。したがって、分析の変数選択に為替レートを加えることで為替レートが生産に与える影響についても考察する。分析には完全なりカーシヴ制約を課した4変量VARモデルを推計し、インパルス応答関数や予測誤差分散分解から得られる相対的分散寄与率をもとに考察を進める¹⁷⁾。

まず、ここでの使用データについてであるが、 F : 名目為替レート、 CP : 消費者物価指数、 y : 工業生産指数、 MP : 金融政策操作変数とし、すべて月次データである¹⁸⁾。また、金利をのぞくすべての変数は前年同月比とし、対数変換してある。VARモデル推計のサンプル期間はそれぞれインドネシアが2000年1月、タイが2000年5月、フィリピンが2002年1月と各国のインフレ・ターゲティング採用開始から2005年6月までである。なお、推計の際に必要なラグに関してはSBIC基準によりすべて1が選定された。

さて、推計するVARモデルのコレスキー分解には、 $F-P-y-MP$ の順序を仮定している。これは、同時点において F は他の変数から影響を受けないこと、 P は F の変動にのみ影響を受けること、 MP は政策運営に際し他の変数の動きを予測または考慮しているとの仮定によるものである。このように識別定義された各変数のショックに対して、生産のインパルス応答関数ならびに予測誤差分散分解による相対的分散寄与率をそれぞれ、図7および表1にまとめてある。

まず、インパルス応答関数の形状を見ていこう。各国の生産はそれぞれの金融政策ショック(インドネシアの場合は緩和、タイおよびフィリピンの場合は引締め)に対して一年以内に反応のピークを迎えている¹⁹⁾。ここで、インドネシアにおいては金融緩和が生産を下降させ、タイにおいては金融引締めが生産を上昇させているが、通常の経済理論とは異なる反応を示している。考えられる要因としては、インドネシアの場合、金融緩和による金利低下が為替レートを減価させ、輸入価格の上昇から国内の加工生産にマイナスの影響を与えた可能性がある。逆にタイの場合は、金融引締めによる金利の上昇から為替レートが増価し、輸入価格の低下から国内の加工生産が刺激された可能性がある。また、Stiglitz and Greenwald (2003)によれば、

17) 完全なりカーシヴ制約とは、構造VARの識別制約の一つであり、下三角行列を制約として課すものである。この場合、変数の順序によって変数間の再帰的構造が決定され、コレスキー分解が適用される。つまり、変数は順序が先であるほど同時点の外生性が強い(先決性が高い)と仮定する。なお、ここでは金融政策(金利)による為替へのフィードバックは考えないものとする。

18) 金融政策操作変数としてインドネシアは中央銀行債残高を、タイは14日物レポ・レート、そしておよびフィリピンは一夜物レポ・レートを採用している。

19) フィリピンでは4ヶ月後に元の水準からマイナスへと反応している。金融政策操作目標変数を操作変数に変えて推計を再度試みた結果、フィリピンでは当初からマイナスの反応が見られ、プラスに転じることなく元の水準へ収束していった。金融引締めによる金利上昇が為替レートを増価させ、輸出を削減した可能性が考えられよう。

図7 各ショックに対する生産のインパルス応答

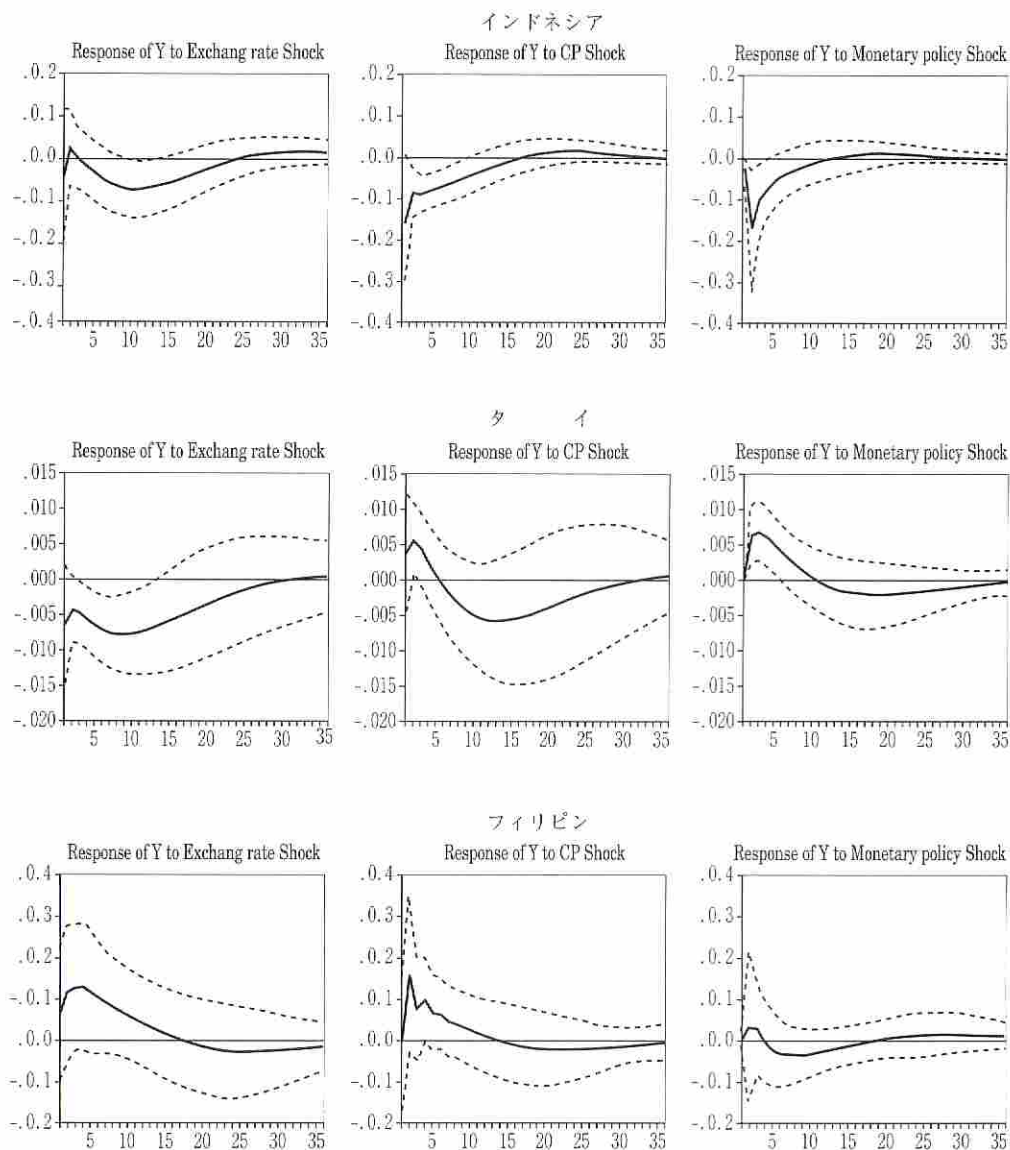


表1 36ヶ月後における生産の相対的分散寄与率

(%)

| | 為替レート | 物 価 | 生 産 | 金融政策 |
|--------|-------|-------|-------|------|
| インドネシア | 10.69 | 11.72 | 68.75 | 8.84 |
| タ イ | 30.90 | 17.30 | 42.71 | 9.09 |
| フィリピン | 21.87 | 11.78 | 63.73 | 2.62 |

貸出金利と預金金利とのスプレッドが縮小し、かつ、投資の金利弾力性が低い場合、預金金利を上昇させることは経済を刺激するとし、実際、タイにおける2001年の金利引き上げの背景にはこうした見解があったとしている²⁰⁾。

次に、為替レートショック（通貨の減価）に対しては、インドネシアとタイでは生産が下方へと反応する一方、フィリピンでは上方へと反応している。同様の傾向が物価ショック（物価の上昇）でも看取される。金融政策ショックに対する結果も含めて、これらインパルス応答からは、インドネシアおよびタイの生産は為替レートの変動による輸入価格に、対してフィリピンの生産は輸出価格に影響を受けやすい経済構造と仮定することもできよう。また、前者の場合、新興市場国は概して過剰債務国であることから、為替レートの変動が対外債務純残高の自国通貨建て価格へ影響を与えることで、資産効果による総需要への影響が生産へ波及している可能性も考えられよう²¹⁾。

続いて、表1の生産の変動に対する各変数の相対的分散寄与率について順次、考察していこう。インドネシアの場合、生産の変動を説明する最も大きな要因は一貫して生産自身の変動であり、その相対的寄与率は68.75%である。また為替レートの寄与率が10.69%と他の2国と相対的に小さいことはインドネシアが為替市場におけるルビアの安定にも介入しているためと考えられよう。また、金融政策に関してもその寄与率も決して大きくないといえよう。

一方、タイでは生産自身の寄与率がインドネシアと比べて低く、36ヶ月後には42.71%に低下している。また、為替レートの寄与率が最終的に30.9%まで上昇していることは、変動相場制移行による為替レートの変動が生産へ影響を与えることを肯定する結果といえよう。他の変数に関しては、物価の寄与率が17.3%と他の2国より大きく、金融政策の寄与率は9.09%とインドネシアのそれと変わらない。

最後にフィリピンの場合を見ていくと、生産自身の寄与率は36ヶ月後には63.73%と決して小さくない。ただし、為替レートから21.87%まで上昇しており、為替レートからの影響は無視できないように思われる。しかしながら、金融政策からは2.62%とその影響は大きくない。

以上の結果より、インフレ・ターゲティング下のマクロ経済変数が生産に与える影響は、インドネシアをのぞくタイおよびフィリピンにおいて為替レートからの影響が肯定されるも、金融政策変数に関しては否定的と考えられる²²⁾。したがって、昨今の経済成長率の停滞がインフレ・ターゲティング運営の弊害である直接的可能性については否定できよう。

20) 以上の反応は、単に実証分析におけるサンプル数の不足が引き起こした結果にすぎない可能性も否定できない。

21) 原論文は Krugman and Taylor (1978) である。

22) タイと比べてインフレ・ターゲティングの運営状況が劣るインドネシアであるが、為替レートが実物経済に与える影響が比較的小さい。これは、同国の金融政策が為替レートの安定にも関心を持って運営されていることの現れであろう。国際金融におけるトリレンマ論を考慮した場合、インドネシアの金融政策は為替レート安定の分だけ自律性が欠けているのかもしれない。

4. 終わりに

本稿は、インドネシア、タイ、フィリピンといったインフレ・ターゲティングを金融政策のフレームワークとして近年採用した国々を事例とし、その政策効果および生産への影響について実証分析を試みた。分析の手順として、政策導入以前のVAR予測値と政策採用後の実績値との比較、さらにこれら新興市場国にとって最も重要とされる生産への影響をインパルス応答関数および相対的分散寄与率によって検討を行った。なお、本稿は実証分析に一貫してVARモデルを採用しているが、各国の経済構造を正確に表現することへの限界およびデータに関してサンプル期間が十分ではない点などから、得られた分析結果は限定的であることを考慮しなければならない。

実証分析の結果は、予測値と比較して各国は金融政策変数の誘導には概ね成功しているものの、インフレ値に関しては各国によって結果は様々であった。インドネシアのインフレ値に関しては明確な政策効果を確認することが困難であるが、最終的に4%近辺への誘導を目標としていることから2002年以降の段階的なインフレ目標レンジの設定および政策実施は評価できよう。タイのインフレ値に関しては、低位安定化を成功させていることが分析結果および実績値からも確認されよう。フィリピンのインフレ値に関しては、実績値は確かに予測値を下回っておりインフレ抑圧には成功しているとの結果が得られたが、インフレ目標レンジからはほぼ逸脱しており、当局のターゲティング能力は懸念されるとの結論が導かれよう。

また、生産に関しては、インドネシアおよびフィリピンで予測値を下回る結果が得られたが、分散分解の結果によれば生産へのインフレ・ターゲティングの寄与率が決して大きなものではないことから、インフレ・ターゲティングが生産を著しく損なうとは考えにくいとの結論が導かれた。しかしながら、これら為替制度に管理フロート制を採用する新興市場国においては、絶えず懸念される通貨価値の変動が生産へ与える影響は決して小さくはないことも確認された。したがって、石油価格の高騰や政情不安などから通貨価値が不安定になりがちな新興市場国において、インフレ・ターゲティングを採用するにしても通貨価値の安定を平行して考慮するインドネシアの事例は、今後推奨されるケースの一つとなろう。

参 考 文 献

- Bangko Sentralng Pilipinas, *Inflation Report*, 各号.
Bank Indonesia, *Monetary Policy Report*, 各号.
Bank of Thailand, *Inflation Report*, 各号.
Calvo, G. A. and Reinhart, C. M. (2000), "Fixing for Your Life," NBER Working Paper 8006, November.
Cecchetti, S. G. and Ehrmann, M. (1999), "Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes," NBER Working Paper 7426.
Disyatat, P. (2005), "Inflation Targeting, Asset Prices, and Financial Imbalances: Conceptualizing the