

チリとブラジルにおける インフレーション・ターゲティング¹

国際金融情報センター 桑原 小百合

はじめに

70年代以降の経験から金融政策の最重要目標は中期的な物価の安定であるとのコンセンサスが生まれている状況下、金融政策運営の枠組みとして、インフレの数値目標に一定期間コミットする「インフレーション・ターゲティング（以下IT）」への関心が高まっている。ITは、インフレの名目アンカーとして通貨総量や為替レートが機能しなくなったこと等を背景として、90年代に入り、ニュージーランド、カナダ、英国、フィンランド、スウェーデン、オーストラリアなどの先進国で、また、途上国では、チリ、チェコ、ハンガリー、イスラエル、ポーランド、南アフリカ、韓国、インドネシア、ブラジル等で導入されてきた。本稿は、成功を収めている国々の経験から、中南米においてもIT導入の動きが広がりつつあることを踏まえ、同政策について現段階での一応の総括を試みるものである。

以下ではまず、ITの概要について筆者の現時点での理解をまとめ、続いて、チリとブラジルの経験を概観し、最後に中南米においてITが新たな経済安定化政策となる可能性について簡単に触れたい。

1. ITの概要

（1）定義

ITとは、長期にわたる物価の安定を目的として、「制約付き裁量(**constrained discretion**)」のもとで金融政策を運営する「枠組み」とであると定義されている(Bernanke 等 [1999], Svensson [1997])。すなわち、金本位制やフリード

マンの **constant-money-growth** ルールなどのルール・ベースの金融政策と、その対極にある、金融当局がいかなる目標にもコミットせず、足許の経済情勢に応じて金融政策を決定・実施する自由裁量の金融政策の中間に位置するものであり、所与の金融政策運営の枠組みの下で、金融当局に金融政策運営の自由が付与される（政策手段の独立性）。金融政策の具体的な運営方法や、インフレ予測に使用される手法・情報は各国の個別事情を反映して異なるが、共通した特徴は、複数年にわたる明示的なインフレ数値目標を設定し、先行きのインフレ予測値とインフレ目標値の乖離を最小化するように金融政策を運営する、フォワード・ルッキング（先見的）な金融政策ルールに従う点である。操作変数としては、短期金利が採用されること²が多く、金融政策の波及効果に1～2年の時間がかかることを踏まえ、乖離幅に応じて足許の金利を変更していく方法が主流となっている。

（２）導入条件

I T導入のための条件は以下のとおりである。

- （イ） 金融政策運営に関する中銀の独立性、説明責任（目標を達成できなかった場合の「事後的説明責任」と立法府への定期報告やインフレーション・レポート、金融政策委員会の議事録の公表を通じた国民への説明など「事前責任」がある）、透明性など、信頼性を獲得するための制度的メカニズムを備える。
- （ロ） 財政優位（**fiscal dominance**）の不在。財政優位とは、金融政策が財政政策の制約を受けること³。したがって、（A）政府の中銀からの借り入れがゼロかゼロに近い、（B）国内金融市場が赤字国債消化に十分なほど成熟している、（C）政府の歳入ベースが広い、（D）シニョリッジへの依存度が高くないことなどが必要である。
- （ハ） 金融当局は、長期的な物価の安定を金融政策の最重要目標とし、賃金、雇用、為替レートなどインフレ率以外の名目アンカーの目標値にコミットしない。
- （ニ） 金融当局が、将来のインフレ率を正確に予測し、金融政策の伝達メカニズムと政策ラグを適切に理解し、フォワード・ルッキングな金融政策を実施する能力を有すること⁴。
- （ホ） インフレ目標達成へのコミットメントが示された実績を持つこと

（３）ＩＴのメリットとデメリット

ＩＴには、操作目標の独立性と政策運営の透明性確保、説明責任の明確化を通じて金融政策への信認と政策の有効性を高めるというメリットがある。他の金融政策枠組みと比較すると、為替レートを数値目標とする為替アンカー政策の問題点である、金融政策の独立性の喪失、過度のリスクテークと金融バブルの発生の可能性、需要ショックに対する過度の調整コスト等を免れ、また、貨幣総量を数値目標とする貨幣アンカー政策に不可欠な、貨幣需要および貨幣需要とインフレ率の関係の安定は必要でない。一方で、目標インフレ率を達成するためにはいかなる手段も辞さないという目標至上主義に陥る危険性や、逆に金融政策が過度に裁量的になる可能性、産出を不安定化させる可能性、経済成長を鈍化させる可能性、財政規律を保障しない、といった問題点が指摘されている（Corbo[2000], Mishkin[2000]）。また、ＩＴ実施にあたっては、伝達メカニズムのラグ、伝達メカニズム・経済情勢・先行きのショックの不確実性、金融政策以外のインフレ要因（交易条件の変化、需要・供給ショック）等により、インフレ抑制が不完全なものとなる、という困難がつきまとう。さらに、実際のインフレが、どの程度過去の金融政策によるもので、どの程度コントロール・ラグの期間に発生したショックによるものか判断が難しく、その結果、説明責任と透明性が低下し、ＩＴが本来有するメリットを享受できない可能性がある。

（４）運用上の問題

運用上のイシューには（イ）～（ト）のようなものがあるが、前述したように実際の運用は、各国がＩＴを採用するときに置かれていた内外の経済環境や各国で採用されていた金融政策の枠組みにより、国毎にばらつきがある。

（イ）目標値の設定主体：政府あるいは中銀が単独で設定するか、両者が共同で設定するか、両者の協議は行われるが設定するのはいずれか一方、等のケースがある。

（ロ）目標インフレ指標：全国消費者物価指数など、一般によく知られ、広範囲をカバーするタイムリーな指標か（headline inflation＝総合物価指数）か、あるいは供給ショックや税率の引き上げなどの影響を排除した基調的なインフレ（underlying inflation／core inflation）のいずれか。前者は透明性が高く、後者は柔軟性が高い。

（ハ）目標指数は物価水準かインフレ率か：学界ではイシューとなっているが、実際にはすべての国がインフレ率を目標としている。

(ニ) 最適インフレ率：物価の安定あるいは最適インフレ率とは、具体的にどの程度のインフレ率を示すのか。著しい構造変化の中で持続的経済成長と整合性のある物価上昇率をどう定義するかについては、学界、中銀サークルのいずれにおいてもコンセンサスは存在しないと考えられるが、過去の事例から1～3%程度が妥当な水準とされている[Bernanke 等]。

(ホ) ポイント・ターゲットかレンジ・ターゲットか：ポイント・ターゲットは当局の目標達成に対する強いコミットメントと市場への明確なシグナルを示す。レンジ・ターゲットは目標達成と短期的ショックへの調整が容易となる。

(ヘ) ターゲットの期間：1～4年が適当と言われる。1年未満ではインフレのコントロールは困難、4年以上では信頼性が低下するため。

(ト) どのような情報を公表するか：金融政策の透明性を高めるためインフレ予測に関連するあらゆる情報を公表すべきとの指摘がある一方で、情報を何でも開示することが必ずしも望ましくないとの考え方もある。

2. チリとブラジルの経験

(1) チリ

(イ) IT導入に至る経緯とITの概要

チリでは、90年、前年の拡張的財政政策や旱魃による食料品価格の上昇、湾岸戦争にともなう石油価格の急騰等により、インフレ圧力が高まり、CPI上昇率は年率30%近くに達した。このためチリ中銀は、金融政策を引き締めるとともに、過去2回為替アンカー政策が破綻した経験と（1959-62年および1979-82年）、金融市場が未発達で通貨総量管理が困難なことを勘案し、金融政策の枠組みとしてITの採用を決定した（Landerretche 等 [1999]）。すでに、中銀の独立性を支援する制度、強い財政ポジション、健全な金融システムなど、IT導入のための要件は整っていた。89年に中銀法が改正され、中央銀行の独立性が高められるとともに、物価の安定と国内および対外支払い能力の保持を政策目的とすることが明確にされた。財政収支は80年代半ば以降黒字基調で推移していた。また、金融部門については、80年代初頭の金融危機の後採られた措置により、規制・監督の水準・実施は中南米でも最も先進的なものとなり、金融システムの健全性も高まっていた。

チリのITの概要は（A）～（F）のとおりであるが、他国との比較で特徴的なのは、慢性的な高インフレを経験してきたチリでは、インデクセーションが社

会・経済の隅々まで浸透し、インフレが慣性をともなっていたため⁵、漸進主義が採られたことと、インフレーション・レポートやインフレ予測値の公表がなく、標準的なITとは言えなかった点である。

(A) 物価指数：インフレ目標として総合CPIの上昇率が使われている。その理由は、インデクセーションが浸透している経済では、コア・インフレよりも、国民の理解を得やすく、伝達の効率性が高まる総合CPI上昇率のほうが適切と判断されたため、とされている(Landerretche 等 [1999])。

(B) 目標設定主体：中銀が設定し、毎年9月末に翌年末の目標値を発表。

(C) 目標期間：チリ中銀は漸進的なアプローチを採り、ITは90年9月に導入されて現在に至っている。

(D) 目標値、目標範囲：導入時、インフレ目標値は厳格な目標というより、見通しとしての性格が強かった。後にインフレ率が実際に低下し、中銀のインフレ抑制へのコミットメントが信頼されうる環境が整う中で、正式なITに移行した。目標値は当初91年末までに20%超とされ、その後インフレ率が低下傾向を辿る中で、漸次引き下げられ、90年代末までに3.5%にすることとされた。また、95年末の目標よりレンジ・ターゲットからポイント・ターゲットに変更され、2001年の目標からは再びレンジ・ターゲットが採用されている(2001年末以降の目標は $3 \pm 1\%$)。

(E) 説明責任：中銀法により、チリ中銀は、大統領および議会に対して、政府予算案の提出と同時に、その年の金融政策遂行に関する評価や、翌年の金融政策運営に関する提案などを内容とする報告書を提出すること等が定められている。前述のように、一般向けのインフレーション・レポートはなかったが、2000年5月よりインフレーション・レポートにあたるマネタリー・ポリシー・レポートが発行されている(1月、5月、9月の年3回)。同レポートで、総合インフレに加えて、金融政策決定の基礎となるコア・インフレ(エネルギー価格、青果価格を除いた消費者物価上昇率)の予測値が公表されている。金融政策会議の開催日程および議事録も公表されることになった。

(F) 免責条項：なし

(ロ) ITフレームワークの下での金融政策

金融政策の主要手段は金利操作で、過去のインフレにインデックスした90日物中銀手形金利(Pagaré Reajustables del BCCh a 90 días)を操作目標として、公開市場操作、中銀債レポ、クレジット・ライン(中銀による金融機関へのオーバーナイト

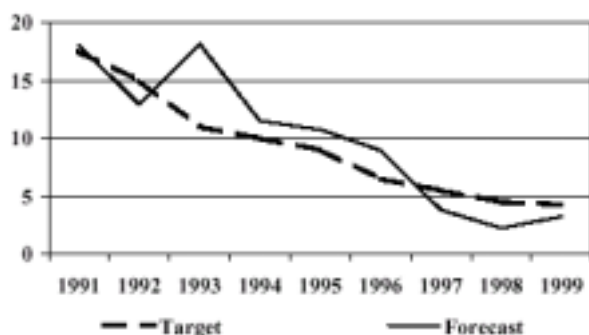
貸付)、デポジット・ファシリティ（金融機関による中銀へのオーバーナイト預金）を通じた市場金利の誘導が行われてきた。基準金利は95年5月に、実勢金利をよりよく反映する翌日物銀行間金利に変更された。

為替政策は、国際競争力の維持と為替レートの乱高下防止を目的として、84年にクロージング・バンド制が導入された。以後バンドの幅、変更速度、参照通貨、中心レートなどは、その時々々の政策目標と市場情勢に応じて変更されてきた。実勢レートをバンド内に収めるため、頻繁で強力な市場介入が実施されてきたが、インフレ目標と為替バンドが相反する場合、おおむねインフレ目標が優先されている。また、バンド制といっても柔軟性は高く、変動相場制へ移行した99年9月にはバンド幅が上下約11.3%まで広がっており、実質的にはすでに変動相場制という状況だった。

年末CPI上昇率は、財政規律の維持、金融引締めスタンスの堅持、インフレ目標の遵守によるインフレ期待の低下、ペソ高などの要因により、90年の27.3%から緩やかに低下して94年には1桁台となり、99年には景気後退もあって、3%を切るまでに低下した。インフレ率が低下すると同時に、チリ経済は91～97年の間年平均8%という高い実質成長を遂げた。

インフレ目標値と予測値を比較すると、92～96年の間目標値は予測値を下回った（図1）。また、実績値もおおむね予測値を下回り、かつ目標値により近かった。このことはITとインフレ率の低下の因果関係を示すものではないが、目標値を漸進的に引き下げていったことがインフレ期待と予測の低下に寄与した可能性を示唆している（Landerretche 等 [1999]）。また、図2からはインフレ・ギャップの拡大に先行して金利が引き上げられてきたことが読み取れ、チリ中銀のインフレ予測はかなり正確で、これに応じてタイムリーに金融政策が実施されてきたことが窺える。

〔図1〕インフレ目標値と予測値



〔図2〕インフレ・ギャップ（*）と実質金利



（出所）Corbo[2000] （注）*:インフレ目標値と実績値の乖離幅

(2) ブラジル

(イ) I T導入に至る経緯

ブラジルの I T 政策採用の契機は、99 年 1 月の「通貨危機」である。ブラジルでは 98 年 8 月のロシア危機に端を発した国際流動性危機の影響で、多額の資金流出が発生し、外貨準備高は急減、通貨レアルは強い切り下げ圧力に晒された。翌 99 年 1 月には、ブラジル中銀は通貨防衛を断念し、クローリング・バンド制から変動相場制に移行した。レアルの対ドル・レートは 1.2 レアル／ドルから 2 月には平均 1.9 レアル／ドルまで下落し、同月のインフレ率は卸売物価で前月比 7%、消費者物価で同 1.4% に達した。こうした事態を受けて、政府は 2 月 2 日付でロペス中銀総裁を更迭し、後任にフラガ元ブラジル中銀国債局担当理事を任命、同総裁は 3 月 4 日に正式就任した。

中銀は、新総裁、新理事会の下で、金融市場と物価の安定の回復に向けて 2 つの対策を打ち出した。ひとつは高金利政策である。変動相場制へ移行してから初めてとなった金融政策委員会 (COPOM) で、政策金利を、従来適用されてきた基本銀行金利 (TBC) と銀行救済金利 (Tban) から、国債のオーバーナイト・レポ取引に適用される SELIC 金利に変更すること、SELIC 金利を 39% から 45% へ引き上げること、金利バイアス概念を導入し、次の COPOM 会合まで下方バイアス⁶とすることを決定した。

もうひとつは、為替アンカーに代わる金融政策の枠組みとしての I T の採用であった。ブラジル経済が直面しているパニック的状态と先行きの不透明さから、より強く透明性の高いコミットメントを示すことが必要と判断された。このため、通貨総量を中間目標とする金融政策、および、特定の数値目標にコミットしない裁量的金融政策は排除され、フル・セットの I T が採用されることになった (Fraga[2000])⁷。3 月、中銀は、年末までに年間インフレ率を 1 桁台に低下させることを目標として、99 年 6 月末までに I T を導入すると発表した。正式には 1999 年 6 月 21 日付政令第 3008 号で規定され、7 月 1 日に導入された。

(ロ) 概要

ブラジルの I T の概要は以下のとおりである (Bogdanski 等[2000]より)。

(A) 物価指数：インフレ目標値にはチリ同様、総合 C P I を採用している。これは、ブラジルには政府・民間含め数多くの物価指数があり、過去に物価指数の操作が行われた経緯があるため、新たにコア・インフレを導入すれば、国民の信頼が得られない恐れがあったためとされている。特殊要因による影響を可能な限

り排除すべく、最も広範囲（9大都市圏およびブラジリア、ゴイアナ州の所得が最低賃金の1～40倍の層）をカバーする、ブラジル地理統計院の全国消費者物価（IPCA）が採用されている。

（B）目標の設定：インフレ目標値および目標レンジは蔵相の提案に基づき国家通貨審議会が決定する。IMFの支援下にあるため、目標設定の際、IMFとの協議も行われている。

（C）目標値、範囲：中心目標値は99年8%、2000年6%、2001年4%、ターゲット・バンドは中心目標値の±2%とされた。ターゲット・バンドは他のIT採用国より広く取られたが、その理由は、総合物価指数が目標数値として採用されたこと、免責条項がないこと、インフレ予測能力の問題等とされている。各年末時点での達成目標に加え、年末に目標を達成できるペースを示した「コーン」の中に物価指数の水準が常に収まっていることが求められている。99年11月にブラジル政府がIMFに提出したスタンド・バイ融資に関する第4次メモランダムでは、四半期毎の目標設定へと変更が加えられ（例えば2000年1Q+7.5%、2Q+7.0%、3Q+6.5%、4Q6%）、併せてターゲット・バンドを±2%と±1%の2種類とすることも決定された。

（D）目標期間：チリと比較して、短期間でのインフレ収束を狙いとした。これは、インフレ要因が為替レートの急落という一時的なショックによるものと判断されたこと、通貨危機前の年間インフレ率が約2%と経済は低インフレにあったこと、インデクセーションがほぼ消滅していたことなどによる。

（E）説明責任：事後的には、目標未達成の場合、中銀総裁が蔵相に公開書簡を送り、その中で目標未達成となった原因と目標値に戻るための措置、およびそれにかかる期間を説明する。中銀はまた、IMFと合意に基づき、実際のインフレ率が目標レンジから逸脱した場合、IMFスタッフ（逸脱が+1%以上2%未満の場合）あるいは理事会（逸脱が+2%以上の場合）と、インフレ率を目標値に回帰させるための政策について協議することが求められている。

事前の説明責任として、中銀は四半期毎にインフレーション・レポートを公表することが法律で義務付けられている。同レポートではインフレ率の推移と金融調節の結果、先行き2年間のインフレ率および実質GDP成長率の見通し（政策金利に関する複数のシナリオについて、それぞれファン・チャートで示される）、マネーサプライの見通しなどが示されている。また、月例の金融政策委員会（COPOM）の決定が、会合後即時発表され、随時背景説明を行うプレス・リリースが実施される。COPOMの議事録は2週間以内に公表される（2000年から

は1週間以内)。

(F) 免責条項：制度面での免責条項はない。

(ハ) 運用の枠組み

ここでは金融政策運用の枠組みを簡単に説明する。

(A) 基本モデル

金融政策の伝達メカニズムを把握するための小型構造モデルが構築され、これを補完する、短期インフレ予測モデル、インフレの先行指標、コア・インフレの計測方法が開発された。

小型構造モデルは以下4式で表される。

$$h = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + pr_{t-1} + \varepsilon_t^{hf} \quad (\text{I})$$

$$\pi_t = \frac{(\alpha_1^f + \alpha_1^b)}{2} \pi_{t-1} + \frac{\alpha_2^f}{2} E_t(\pi_{t+1}) + \frac{\alpha_2^b}{2} \pi_{t-2} + \frac{(\alpha_3^f + \alpha_3^b)}{2} h_{t-1} + \frac{\alpha_4^f + \alpha_4^b}{2} \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^n \quad (\text{II})$$

$$\Delta e_t = \Delta i_t^F + \Delta x - \Delta i_t + \eta_t \quad (\text{III})$$

$$\Delta X_t = \gamma \Delta X_{t-1} + \gamma_2 \Delta PR_{t-3} + \sum_{j=3}^n \gamma_j \Delta Z_{j,t-t_j} \quad (\text{IV})$$

h : GDPギャップ、 r : 実質金利、 ε^{hf} : 需要ショック、 pr : (基礎収支、GDP比)、

π : インフレ率、 p^F : 外国生産者物価指数、 e : 為替レート、

$E_t(\cdot)$: インフレ期待オペレーター、 ε^n : 供給ショック、

i : 国内金利、 i^F : 外国金利、 x : リスク・プレミアム、 X : リスク・プレミアム(bp)、

PR : 公的部門基礎収支 (GDP比)、 Z : カントリー・リスク決定変数

(I) 式は、IS曲線である。政府が完全に財政均衡にコミットしていることを想定し(財政政策が総需要に影響する)、標準的なIS曲線に財政変数を導入している。GDPギャップは、自己ラグ、実質金利、財政基礎収支/GDP比率によって決定される。

(II) 式は、インフレ率決定式(フィリップス曲線)である。金融政策ルールと為替制度の変更直後で、パラメーターが不確実であることを勘案し、バックワード・ルッキング・モデル(過去や現在の情報に基づいて期待が形成される適応的期待形成を仮定とする)とフォワード・ルッキング・モデル(経済主体が経済システムを完全に把握しており、それに基づいて将来の経済変数を正しく予想する合理的期待を仮定とする)を統合している。インフレ率は過去のインフレ率、

期待インフレ率、GDPギャップ、実質為替レートによって決定される。

(Ⅲ) 式は、為替レート決定式で、名目為替レートは先物でカバーされていない金利平価 (**uncovered interest parity=UIP**) により決定される。UIP は二国間 (ブラジルと米国) の金利格差とリスク・プレミアム (ブラジルのソブリン債と米国債の金利スプレッド) に応じた為替レートの予想変化率で決まる。リスク・プレミアムの予測が困難なことから、リスク・プレミアムとこれに影響すると思われる客観要因の関係を示す (Ⅳ) 式が導き出された。リスク・プレミアムは、財政スタンスを示す基礎収支の変化とその他の要因 (国際流動性、海外金利、国際資本市場の動向、一次産品価格、ブラジルの経常収支見通しなど) により決定される。

(B) 金融政策ルール

金融政策の主要手段は中銀が決定する短期政策金利である。

金利決定ルールは、(Ⅴ) の政策反応関数で表される。インフレ率が目標インフレ率から逸れることが予想される場合、あるいはGDPギャップの発生が予想される場合 (一般に、GDPギャップはインフレの先行指標と考えられる)、中央銀行は直ちに政策金利を変更する。

$$i_t = (1-\lambda)i_{t-1} + \lambda(\alpha_1(\pi_t - \pi^*) + \alpha_2 h_t + \alpha_3) \quad (\text{Ⅴ})$$

i : 金利、 π : 予想インフレ率、 π^* : 目標インフレ率、 h : GDPギャップ

[最適化ルール]

中央銀行が損失関数を最小化する最適化ルールは、**deterministic optimization** および **stochastic simulation** の2つの最適化方法により導かれる。前者は (Ⅵ) 式で、後者は (Ⅶ) 式で表される。

$$L = \sum_{r=1}^N [\lambda_1 (E(\pi_{t+r}) - \pi_{t+r}^*)^2 + \lambda_2 [E(h_{t+r})]^2 + \lambda_3 (\Delta i_{t+r})^2] \quad (\text{Ⅵ})$$

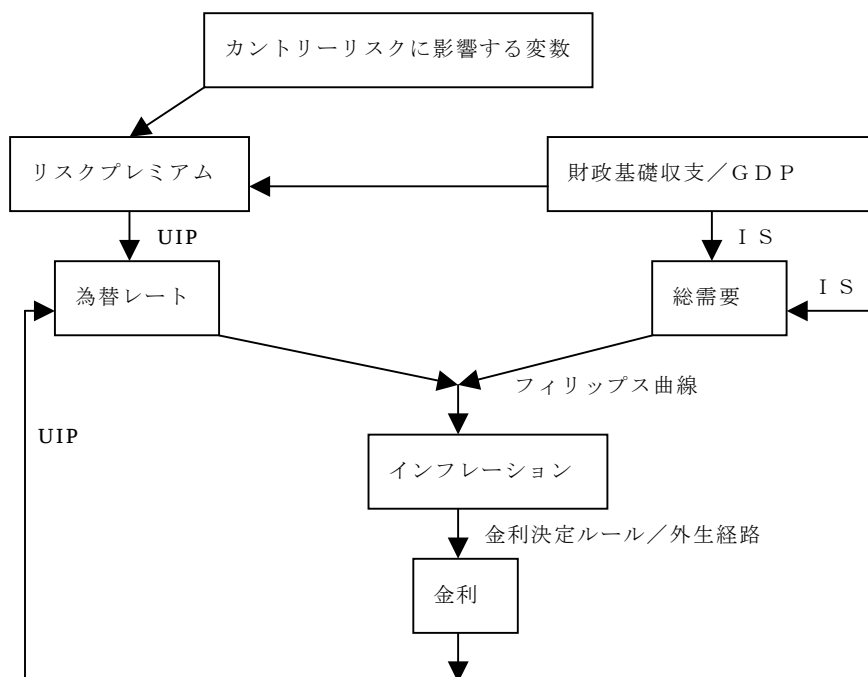
$$L = \sum_{r=1}^N [\lambda_1 E[(\pi_{t+r} - \pi_{t+r}^*)^2] + \lambda_2 E(h_{t+r}^2) + \lambda_3 (\Delta i_{t+r})^2] \quad (\text{Ⅶ})$$

(C) 伝達メカニズム

以上の枠組みのもと、様々なショックをモデルに取り入れてシミュレーションが行われ、その結果、図3に示される金融政策の伝達メカニズムが導かれた。金融

政策は、シミュレーション結果のほか、市場参加者の経済予測、金融商品から読み取れるインフレ期待などを考慮して決定されている。

〔図 3〕 ブラジル：金融政策の伝達メカニズム



（出所）Bogdanski 等〔2000〕

（二）成果

99年第1四半期のIPCAは高い上昇率を示したが、その後は国内需要の低迷や農産物の豊作などから、懸念されていたインフレの高進は現実のものとならず、99年末のIPCA上昇率は8.94%と、政府・IMFの目標レンジ内に収まった。2000年6月末のIPCA上昇率は6.5%となっており、年末の目標値 $6 \pm 2\%$ は達成可能な状況にある。ITの採用が実際どの程度インフレ期待を低下させることに貢献したか明白ではないが、財政収支の改善がITへの信頼性を高めるのに重要な役割を果たしたことは明らかである。公的部門総合収支の赤字幅は99年1～4月のGDP比17.7%から2000年1～4月には同2.7%へと縮小し、政策目標となる基礎収支（総合収支から金利支払いを除いたもの）の黒字は、99年末GDP比3.1%と目標を若干ながら上回り、2000年1～4月は同4.7%と前年同期比1.2ポイント拡大した。なお、卸売物価（IPA-DI）

上昇率は 99 年末 28.9%、2000 年 5 月末 18.8% と高い上昇率を示しており（貿易財の構成比が高い IPA-DI 上昇率は為替レートの切り下げ率と一定のラグをもって連動した動きを示している）、売上の減少をおそれた製造業もしくは小売業者が価格転嫁を控えたことが、消費者物価上昇率を低下させる重要な要因となっていると考えられる。

3. まとめ

IT 政策のもとで、チリとブラジルは着実にインフレ率を低下させてきた。成功の要因は、財政優位の不在、中銀の金融政策運営上の独立性確保といった最も基本的な条件を満たしていたことや、金融セクターの規制・監督体制の整備や金融システム再編によりシステムが健全な状態にあったことにあると考えられる。

IT を採用した他の国々と同様、これらの条件はどのようなフレームワークの金融政策においても、物価の安定という目標達成のため必要なものと考えられ、マクロ経済の安定化が IT 政策の結果と評価してよいか明らかでない。チリは、ごく最近までインフレ・レポートタイプのドキュメントを発行していなかったことや、インフレ予測を公表していないなどの点から、金融当局の説明責任メカニズムが弱く、完全なものではなかった。また、これまではディスインフレ過程であったので、IT が本来目的とするところの、長期にわたる物価の安定を実現できるか、チリの IT が真に試されるのは今後のことと言えるかもしれない。ブラジルについては、IT 政策はこれまでのところ成功裡に推移しているが、インフレ率を通貨危機前の 1～2% に回帰させるには少なくとも 2 年以上はかかると見られ、それまでに国内需要が予想以上の回復を遂げた場合など、インフレが再燃するおそれ残っており、勝利宣言を出すのは時期尚早である。

以上のように課題も残っているが、グローバルな金融市場における速やかな情報伝達と資本移動が与件となっている状況下、IT 政策は、金融政策の意図を市場に的確に伝達し、金融政策に対する国民の信認を高め、物価の安定を確保するための優れた枠組みであり、慢性的な高インフレ経済、過去のハイパー・インフレの記憶が新しい途上国におけるマクロ経済安定化政策の主流となる可能性があると言えよう。

注

1 本稿の作成に当たっては、2名の匿名レフェリーの方から大変貴重なアドバイスを頂いた。記して感謝の意を表したい。

2 これに対し、足許のインフレ率をターゲット変数とする金融政策ルールをバックワード・ルッキング・ルールと呼ぶ。

3 例えば、中央銀行がマネー・サプライを増加させて財政赤字をファイナンスしなければならない、いわゆる「マネタリストの不快な算術」。この場合、たとえ制度上、中央銀行の使命を物価の安定と定めて独立性を付与しても、何らかの事情によって財政政策が規律を欠いた場合、金融政策の物価安定に対するフリーハンドを保障するとは限らない。また、政府債務の利払い負担を軽減させるため、金利引き下げを余儀なくされる場合、財政に起因するインフレ圧力が金融政策の有効性を損なわせる。

4 ITを採用した金融当局の政策決定行動は次式のフィードバック・ルールで表される。

$$\Delta R_t = \gamma (\pi_{t+j}^e - \pi_{t+j}^*) \quad (1)$$

R_t : 金融政策の手段、 π_k : k 期のインフレ率、

π_{t+j}^e : $t+j$ 期の予想インフレ率、 π_{t+j}^* : $t+j$ 期のインフレ目標値、

γ : フィードバック・パラメータ、 j : 期間 (> 0)

γ は R の内容によって定まる。すなわち、 R が価格ベースの政策手段（公定歩合、レポ金利など）であれば $\gamma > 0$ となり、量ベースの政策手段（国内信用、ベース・マネーなど）であれば $\gamma < 0$ となる。 R が短期金利で、コントロール・ラグが一期、インフレ目標値が一定である場合のフィードバック・ルールの例は、 $\Delta R_t = 1.5 (\pi_{t+j}^e - \pi^*)$ 。この場合、予想インフレ率が1ポイント上昇すれば、実質金利が0.5ポイント引き上げられる。

(1) 式は、IT採用のためには、金融当局がうまく設定されたインフレ目標値 π^* 、望ましい金融政策手段 R 、 j の近似値、 $t+j$ 期の予想インフレ率に関する情報を入手していることが必要なことを示している。

5 ひとたびインフレに勢いがつくと、インフレを収束させるのが困難になる事象

6 中銀が金融政策委員会での可決なしで金利引き下げを実施できることを意味する。

7 IT政策導入に当たり、ブラジル中銀はIMFの協力を得て、1999年5月にリオデジャネイロでIT政策に関する国際セミナーを開催した。Tobini等によれば、ここでの議論が大きく貢献したという。また、バンク・オブ・イングランドのコンサルテーションを受けている。

参考文献

Banco Central do Brasil, *Inflation Report* 各号

Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin, and A.S. Posen, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, 1999.

Bogdanski, Joel, Alexandre Antonio Tombini and Sergio Ribeiro C. Werlang, “Implementing Inflation Targeting in Brazil,” Working Paper Series, Banco Central do Brasil, July 2000.

Ceccetti, Stephen G., “Policy Rules and Targets: Framing the Central Banker's Problem,” *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York 4, pp.1-14, June, 1998.

Central Bank of Chile, *Monetary Policy Report, May 2000*.

Central Bank of Chile, *Monetary Policy of The Central Bank of Chile: Objectives and Transmission*, May 2000.

Corbo, Vittorio, “Monetary Policy in Latin America in the 90s,” Central Bank of Chile Working Papers, No. 78, Central Bank of Chile, August, 2000.

Fraga, Arminio, “Monetary Policy During the Transition to Floating Exchange Rate: Brazil's Recent Experience,” *Finance & Development*, Vol. 37, No.1, International Monetary Fund, March, 2000.

Landerretche, Oscar, F. Morande, and K. Schmidt-Hebbel, “Inflation Targets and Stabilization in Chile,” Central Bank of Chile Working Papers, No. 55, Central Bank of Chile, December, 1999.

Massan, P.R., Miguel A. Savastano, and Sunil Sharma, “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries,” IMF Working Paper, WP/97/130, International Monetary Fund, October, 1997.

Mishkin, Frederic S., “Inflation Targeting in Emerging Market Countries,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 7618, March, 2000.

日本銀行企画室「諸外国におけるインフレ・ターゲティング」2000年6月

Svensson, Lars E. O., “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets,” *European Economic Review* 41(6): 1111-1146, 1997.

Svensson, Lars E. O., "Inflation Targeting as a Monetary Policy,"
National Bureau of Economic Research Working Paper, No.6790,
November 1998.