

【コンサルティングプロジェクト 2006/09/14】

依頼機関：韓国銀行金融経済研究院 - チョン・テフン研究員

依頼内容：韓国のインフレターゲットリングによる金融政策の有効性

一橋大学国際・公共政策大学院公共経済プログラム修士2年 山田政彦(PM05E007)

◆ 目次

1. はじめに
 2. インフレターゲットリングの定義
 3. インフレターゲットリングの実務
 - (1) 中央銀行の独立性
 - (2) インフレ目標とする指標
 - (3) 目標の幅と対象期間
 - (4) 目標の下限値とCPIバイアス
 - (5) 金融政策の透明性と説明責任(アカウンタビリティ)
 - (6) 市場の期待インフレ率の把握
 4. 韓国のインフレターゲットリング導入背景
 - (1) 通貨危機の発生
 - (2) 通貨危機の原因
 5. インフレターゲットリング導入とパフォーマンス
 - (1) インフレ目標
 - (2) マネーサプライ目標との関係
 - (3) 政策手段
 6. 韓国のインフレターゲットリングの問題点
 - (1) 韓国銀行の独立性
 - (2) 目標とする指標
 - (3) インフレ目標の高さと幅
 - (4) 透明性の確保
 7. 韓国のインフレターゲットリングの有効性に関する検証
 - (1) インフレターゲットリングの有効性
 - (2) 金融政策の波及経路
 8. おわりに
-

1. はじめに

1990年にニュージーランドがインフレターゲットを採用してから、インフレターゲットによる金融政策は多くの学者や中央銀行から注目と関心を受けて来た。1980年代から急激に進められた金融の自由化や通貨政策による効果の波及過程は大変複雑になり、さらなる不確実性により通貨政策の運営に困難さを加重させて来た。このような理由により、大部分の先進諸国では、マネタリターゲットを放棄し、通貨当局がこれ以上の安定的な通貨政策を展開する事を難しくさせた。

ニュージーランドによるインフレターゲット導入以来、カナダ、英国などの先進国が挙ってインフレターゲットを採用した。また、日本も明示的にはインフレ目標を設定してはいないが、インフレ率がプラスになるまで金融緩和を続けることを公言していたことから、広い意味でのインフレターゲットを採用していると解釈することが出来る。

1997年に起きたアジア通貨危機により、韓国は1998年に韓国銀行法を改正し、物価安定が金融政策の唯一の目標とするインフレターゲットを採用した。

韓国を含むインフレターゲットを採用したアジア諸国では、次のような特徴が見られる。第1に、通貨危機以前、対ドル為替レートの安定に高いプライオリティを置き、各国が為替リスクを負担する形で海外の投資資金を流入させて来たことである。しかし、結果的にこのような政策が、国内経済に歪みを蓄積し、通貨危機の発生に繋がった。このため、通貨危機の再発を防止するために、これらの国は新たな通貨・金融政策のフレームワークを再構築する必要に迫られた。第2に、通貨危機後の経済改革の一環として、為替制度をフロートに以降したことである。これによって、これらの国は、金融政策の自由度を高めることが出来たが、金融政策の規律維持と対外的な信認を確保するために、新たな目標(名目アンカー)が必要となった。このように、「通貨危機の再発防止」と「新たな名目アンカーの設定」という2つの差し迫った事情により、韓国を含むアジア諸国は「フロートとインフレターゲット」という政策の組み合わせを選択した。

インフレターゲットは、数年前に日本でもその導入を巡って議論が盛り上がっていたが、定義を簡潔に示すとすれば、「中央銀行がインフレ目標の達成のために政策手段を駆使しながら物価の安定を図るという金融政策の運営スタイル」ということである。一般的に、インフレターゲットの下では、インフレ目標の達成が中央銀行の金融政策における操作の独立性を高める装置を講じる。それは、短期的にはインフレと失業率との間にはトレードオフの関係があり、中央銀行がインフレ目標を達成しようとしても、操作の独立性が確保されていなければ、失業率の低下や経済成長率

の引き上げを求める政府の介入によって、目標達成が不可能となる場合があるからである。ただし、中央銀行は金融政策の遂行過程の透明性向上や、インフレ目標に対する結果に対して責任を負うことになる。このような、インフレターゲットによる金融政策は、日本や米国で行われている金融政策と比べると、運営スタイルは大きく異なる。インフレターゲットを採用した時点で、多くの国で中央銀行法を改正し、金融政策の目的や中央銀行の独立性などを明文化しているのはこのためである。

Mishkin(2000)は、新興国のインフレターゲットには次のような問題があると指摘している。第1に、金融政策の目的から経済成長を促進するということが除外されるため、成長率が低下する可能性がある。第2に、新興国では金融政策の発動とインフレ率の変化の間に時間的ラグ¹があり、中央銀行がインフレを適正に制御出来ない、第3に、新興国では財政赤字が大きく、また、金融システムが不安定化しており、その場合には、中央銀行の独立性が阻害される可能性がある。第4に、新興国では、為替レートの変動が国内物価に与える影響が大きいことから自律的な金融政策が難しい、などである。しかし、新興国が一般的に抱えている問題を、インフレターゲットを採用した韓国に当てはめることが適当といえるだろうか。韓国がインフレターゲットを有効に機能させ、自律的な経済運営を行っているかは、本論での重要な関心事である。

本論では、通貨危機後に、韓国がインフレターゲットを採用した背景及び実行実例を整理し、その有効性を実証分析を通して評価するとともに、効果をあげるために必要な改善の方向性を検討する。

2. インフレターゲットの定義

先進国では、1990年代前半に金融政策としてインフレターゲットを採用する国々が増加した。最初に明示的に採用したのはニュージーランドである。経済構造改革の一環として1990年に採用した。その後、1991年にカナダ、1992年に英国が導入し、1993年スウェーデン、1994年豪州、スペイン(1999年EMU発足前まで)と続いた。これらの国々では多くの場合、インフレターゲットが物価安定を通じ、持続的な経済成長に寄与しているとの肯定的な評価がなされている。インフレターゲットについて、Bernankeは単にインフレ目標を設定することだけではなく、具体的なインフレ率の数値目標を公表すること、中央銀行の究極的な目標を物価安定とし、経済成長や

¹ 時間的ラグはインフレ予想の形成プロセスに依存する

雇用の安定は副次的な目標とすることを制度的な形で明確にコミットすること、物価安定に関わるあらゆる経済指標を総合的に勘案し、フォワードルッキングな金融政策運営を行うこと、市場参加者及び国民に対し金融政策の決定内容及び決定に至った理由をインフレ目標達成との関係を含め透明性の高い形で説明すること、インフレ目標達成に関して中央銀行が説明責任を負うことの5つを満たす金融政策の枠組みがインフレターゲットイングであるという。

ここで、特に重要なことは、中央銀行が政府から独立して物価安定という目標の達成に金融政策手段を集中するという点、また、これを担保するため中央銀行が国民に対し説明責任を負うという点である。単にインフレ目標を決めただけでは、インフレターゲットイングとは言えない。

3. インフレターゲットイングの実務

インフレターゲットイングの一つの眼目は、インフレ率目標を掲げることにより、市場参加者が中央銀行の金融政策運営を予測可能なものとする点にある。この枠組みに対する市場参加者の信頼が確立すれば、経済主体の期待インフレ率の変動は小さくなり、安定的なマクロ経済環境づくりに資する。また、市場関係者が中央銀行の政策運営が十分にクレディブルと認識すれば、原油価格上昇のような外生的な一時的ショックが起きた場合にも、直ちに中長期的な期待インフレ率が上昇して実際のインフレ率との相互作用でスパイラル的に物価が上昇するような現象を防ぐことも可能になる。

(1) 中央銀行の独立性

中央銀行の独立性が確保されていることがインフレターゲットイングの大前提である。中央銀行の独立性を評価するポイントは数多くあり、総合的に判断する必要があるが、特に、インフレターゲットイングとの関係では、中央銀行の独立性のうち、目標設定の独立性と手段の独立性が重要である。前者は、インフレ目標の設定についても中央銀行が独立性を有することである。しかし、先進国のインフレターゲットイングの実例をみる限りでは、目標設定の独立性は必ずしも必要ではなく、インフレ目標を政府と中央銀行が共同で設定する場合も、政府が単独で設定する場合もある。例えば、カナダでは政府と中央銀行が共同でインフレ目標を設定し公表しているが、英国では目標は大蔵省が設定する。他方、スウェーデンの場合は、中央銀行が目標を設定しており、目標設定の独立性も享受している。しかし、後者の手段の独立性は、インフレターゲットイングをクレディブルな枠組みとするためには必要不可欠な要件である。すなわち、

決められたインフレ目標を達成するため、中央銀行がどのように金融政策手段を用いるかの判断は、政府から独立して行うという点が肝要である。一例として英国をみると、1992年10月にインフレターゲットを採用したが、当初、イングランド銀行には手段の独立性は付与されておらず、金利の引下げは大蔵大臣の決定事項であったため、市場参加者もインフレ目標のクレディビリティを疑っていた。例えば、1994年春、景気過熱によるインフレ懸念があり、イングランド銀行が警告したのにもかかわらず、当時の大蔵大臣が政治的な判断もあり、金利を引き下げるといったことが起きた。このため、市場で観察される期待インフレ率の動きは不安定で、インフレ目標に収束しなかった。1997年5月に、政権が保守党から労働党に交代したが、その際、中央銀行と大蔵省の役割分担が見直され、イングランド銀行に独立性が与えられた。インフレターゲットの枠組みをより効果的にし、イングランド銀行に手段の独立性を与え、金融政策に政治的な考慮が反映されないようにするとともに、説明責任も強化するという趣旨である。これ以後、期待インフレ率は徐々に低下し、インフレ目標近傍に収束した。インフレターゲットが市場でクレディビリティを得た結果と評価できる(伊藤(2000))。英国の経験をみても明らかなおおり、インフレターゲットが効果を発揮するためには、中央銀行の手段の独立性は必要不可欠である。

(2) インフレ目標とする指標

物価の変動を示す経済指標には、消費者物価上昇率(Consumer Price Index : CPI)、卸売物価上昇率、サービス分野についてはサービス物価上昇率等、さまざまな指標があるが、指標が国民生活に密着しておりわかりやすいことから、インフレターゲットを採用している国では、消費者物価上昇率あるいはその加工指標をインフレ目標として採用している。特に、国によっては、労使間の賃金交渉の過程で消費者物価上昇率を参照しているという事情もあり、経済主体の期待インフレ率を安定化させるという目的から、消費者物価上昇率をインフレ目標として採用する方がよいという判断もある。

消費者物価上昇率は、わかりやすさの点では優れているが、常に、一国の金融経済情勢を完全に反映する完璧な指標とはいえないこともある。なぜなら、消費者物価上昇率は、代表的な消費財の価格について、家計調査等の個人消費の実態調査によって得られた家計の品目毎の消費金額によりウェイト付けして加重平均した指標であるので、生鮮食料品や石油製品等、天候要因や海外の戦乱等金融情勢とは関係のない要因で価格が大きく変動する項目が含まれている。こうした価格変動要因は、金融政策ではいかんともしがたい。このため、消費者物価上昇率から外的要因で大きく変動する

項目を除いた指標をコアインフレ率として重視したり、インフレ目標に採用したりしている国もある。

例えば、カナダのインフレ目標は公式には消費者物価上昇率を年率1～3%以内に収めるということになっているが、カナダ中央銀行が目標達成状況を評価する際には、通常、コアインフレ率²を用いている。カナダの市場関係者の間では、金融政策当局は、原油価格の変動等一時的なサプライショックによる消費者物価上昇率の変動は評価の対象とせず、あくまでもコアインフレ率をみて金融政策を運営しているという認識が浸透している。多くの経済主体も、消費者物価上昇率の変動よりもコアインフレ率の動きに注目して、インフレ期待を形成し、投資や消費の判断をする。この効果のおかげで、カナダは、一時的なサプライショックの影響を最小限にすることができる。一時的なショックに対して市場の期待インフレや将来の予測金利が大きく変わったり、経済主体の行動が大きく動揺したりしないので、結局、サプライショックの金融市場に与える影響は一過性のもので終わる。

(3) 目標の幅と対象期間

目標の幅が狭いと的中は難しくなるし、金融政策の手を縛りすぎる。しかし、あまり幅が広いと意味がないし、市場の期待インフレ率も安定化しない。また、点か幅かという問題もある。ニュージーランドや豪州、カナダは、インフレ目標を例えば「0から3%」というように幅で設定している。他方、英国は、「2.5%」と点で設定している。幅で設定すると、上限値、下限値を超えることに対して市場が過敏に反応しすぎたり、上限値を超えると直ちに中央銀行のクレディビリティに疑問符が付きやすいという問題が起こりやすい。点は、所詮的中させることは難しいことが自明であるから、多少ずれてもあまり問題になりにくいという側面はある。ただ、英国の場合も、上下1%の許容範囲を超えた場合には、イングランド銀行総裁から大蔵大臣宛ての公開書簡を發出して理由を説明することになっており、実際上の効果はあまり変わらないという議論もある。点か幅かどちらがよいかは、一概には言えず、コンセンサスはない。インフレ目標の対象期間についてもコンセンサスはないが、最近では、2年程度あるいはそれ以上の長さを対象とする国が多い。ニュージーランド等のインフレターゲット採用初期の経験から、対象期間が1年程度であると、金融政策の効果が発現するラグに鑑みると短すぎることに、短期間にインフレ目標を達成しようとするため、中央銀行が過度に金利を動かす傾向に陥りやすいことなどがわかってきたからである。

² コアインフレ率は消費者物価指数から変動の大きい食料品及びエネルギーを除いて上昇率を算出したものである。

(4) 目標の下限値とCPIバイアス

目標の下限値の問題は、デフレとの関係では非常に重要である。既にインフレターゲットを採用している先進国は、かつて高インフレに悩まされたことから、主に高インフレを意識して低めのインフレ目標を設定しているが、ゼロを目標の下限値としている国は少ない³。なぜなら、物価指数には計測誤差があり、通常、上方にバイアスがあるので、物価上昇率が実際よりも過大評価されやすいからである。通常、どの国の消費者物価上昇率にも上方バイアスがあることが知られている。この問題は、米国のボスキンレポートが米国の消費者物価上昇率に1.1%程度の上方バイアスがあることを報告したことを契機に、1990年代半ばに各国政策担当者間で大きな話題となり、各国でも計測結果が報告された。この現象は、物価の統計調査を行う際に、調査対象の品物や商店等の調査サンプルの入れ替えが実際の消費動態よりも遅れやすいこと、財の質的向上が反映されにくいこと等さまざまな技術的な理由により生じるもので、バイアスの大きさは国によって異なるが、0.5%から1%程度あることが多い。物価安定とは、指標の上ではゼロを目指すことではなく、最も低くても1%程度をインフレ目標として設定することが実務上は重要になる。

(5) 金融政策の透明性と説明責任(アカウンタビリティ)

金融政策の透明性と説明責任は、インフレターゲットを採用するかどうかにかかわらず、中央銀行の金融政策運営のクレディビリティを維持・増進する上で非常に重要であることはいまでもない。また、市場とのコミュニケーションが重要であることもよく知られている。

インフレターゲットを採用している中央銀行は、多くの場合、毎月の「インフレーションレポート」などの金融経済報告で、今後のインフレ予測、その背景となる物価や金融・経済情勢の現状分析と今後の予測を詳細に公表し、政策判断の根拠を明らかにしている。また、イングランド銀行などでは、ファンチャートにより今後のインフレ率の見通しを確率分布図で示しており、中央銀行のインフレ圧力に対する認識と将来予測が一目でよく分かるようにしている。

(6) 市場の期待インフレ率の把握

インフレターゲットによる実際の金融政策運営では、中央銀行は、フォワードルッキングな対応をするために、今後の金融・経済動向等の予想に加え、市場関係者

³ ニュージーランドのインフレ目標は、0から3%と下限値をゼロにしているが、こうした例は少ない。

がどのような将来予測をもっているのか、どのような期待利子率や期待インフレ率を抱いているかについても把握していかなければならない。このため、市場関係者との頻繁な意見交換に加え、国債などの指標金利のイールドカーブを用いて市場関係者の将来の金利やインフレに対する期待を把握することがよく行われる。

しかし、実際のターム構造が安定的で市場関係者の期待を反映しているかどうかは、国債流通市場の厚み、成熟の度合い、年限構成にも依存する。例えば、G7諸国のなかで、日本、フランス、イタリアのイールドカーブは、市場の期待インフレ率を的確に反映していなかったとの分析もある(Schich、1999)。国債流通市場など各種金融市場が整っていることも、インフレターゲットイングが効果的に機能するための要件といえる。

4. 韓国のインフレターゲットイング採用背景

韓国は1976年からM1の伸び、79年からはM2の伸びを中間目標として公表するようになり、マネタリーターゲットイングを金融政策の柱としてきた。80年代に、世界の多くの国がマネタリーターゲットイングを放棄したが、韓国では90年代半ばまでマネタリーターゲットイングによる金融政策が続いた。この理由として、韓国では金利の自由化や金融分野でのイノベーションが比較的遅かったことが指摘される。実際、韓国ではM2の伸びと物価水準の間には安定的な関係が維持されてきた。

しかし、90年代に入ると、銀行による信託商品の取り扱いが急増し、96年以降に信託商品の満期の長期化、期前解約への資金シフトが起これ、M2の伸びが高まった。このため、M2を金融政策の目標とすることが次第に難しくなり、マネーサプライの新たな指標として、97年に「MCT(M2+CDs+Money in Trust)」が導入され、中間目標はM2とMCTの2本立てとなった。しかし、97年2月にCDsに対して預金準備金(2%)を課すようになると、CDsの残高が大幅に減少し、これによってMCTの伸びが大幅に低下した。このように、M2とMCTが金融商品の多様化や制度の変更などによって不安定な動きを示すようになり、マネタリーターゲットイングに対する見直しの機運が高まった。

このように、韓国のマネタリーターゲットイングは限界を迎えていたが、97年に韓国が通貨危機に陥り、韓国ウォンが大幅に減価したことも、金融政策運営の変更を後押しした。通貨危機によって、為替レートの減価が激しく、金融を引き締めたが、M2、M3は全く反応しなかった。このため、韓国銀行は金融政策の操作目標を実質的にベースマネーから翌日物コールレートに変更した。結果的に、マーケット参加者は韓国銀行によるコールレートの誘導に注意を払うようになった。このように、韓国は金融政

策を変更し、インフレターゲットを採用することになった。98年4月の韓国銀行法の改正を機に、韓国銀行の主たる役割は「通貨価値の安定」と明確化された。また、同年9月には、翌日物コールレートを正式に操作目標とすることが決まった。

(1) 通貨危機の発生

韓国では、1990年代に入ってから、財閥が過剰な業務拡大と投資を加速させたため、⁴企業債務がGDP比で見ると1989年に115%だったものが、1997年には175%に急増した。また、経常収支も赤字に転じたため、海外から資金を調達することも必要となった。厳しい資本規制の下で、経常赤字のファイナンスを、国内金融機関による外国銀行からの短期借入に大きく依存したため、不安定な対外短期債務が累積した。

こうした状況の中、1997年になってから、景気過熱に対応した金融引き締め政策や輸出鈍化などから景気が減速すると、中堅財閥が相次いで破綻し、金融機関の不良債権が急増した。また、国内金融機関は、財務内容悪化と格付け低下に伴って、外国銀行から一斉に資金返済を迫られたが、短期で借入れた外貨は、財閥へ設備投資資金として貸出しされていたため、返済に窮することとなった。さらに、外貨準備もほぼ底を突いていたため、韓国政府は、年末にIMF融資を要請した。

(2) 通貨危機の原因

韓国における通貨危機発生の原因は、企業統括の観点から捉えることができる。従来から、財閥は、所有と経営が未分離(財閥一族が経営者であるとともに、系列会社を通じて株式を保有⁵)であるため、株主のガバナンスが機能していなかったほか、債権者である銀行は、既に民営化されていたにも拘わらず、政府が依然として融資決定に関与し続ける中で、「政府癒着」を背景に財閥向けの安易な融資を維持していた。さらに、1990年代に入ると、金融自由化の一環として、財閥のノンバンク(総合金融会社⁶、投資信託会社等)所有が容認されたため、財閥の安易な資金調達が一段と急速に拡大した。政府は、財閥の銀行支配を排除していた(同一主体の銀行に対する出資を4%以下に制限)ため、財閥はノンバンク所有を進めた訳である。

企業債務の内訳をみると、ノンバンクを通じた資金調達の増加が顕著であった。財閥は、総合金融会社からの借入を急増させたほか、社債・CP発行による資本市場調達

⁴ 韓国銀行の企業経営分析によると、製造業の営業利益に対する利払いの比率であるICRは、1990年代に低下したほかに、建設業のICRも1990年代半ばから100%を下回るようになった。さらに、小売・卸売のICRは、ほとんど100%を下回っていた。

⁵ 1997年末時点で、上位30社の財閥に関する株式内部保有比率(経営者本人、親族、系列会社が保有する株式比率)は、4割を超えていた。

⁶ 企業向け投融资、手形割引・売買、有価証券の引受・募集・販売、預金受入れなどの業務を行っているノンバンク

を活発化させているが、こうした証券の大部分は、ノンバンクが購入した。また、銀行からの借入れも、名目GDP並みの伸びを維持していた。

5. インフレターゲット採用とパフォーマンス

(1) インフレ目標

韓国銀行は、毎年末に、翌年のインフレ目標を政府(財政経済部)と協議の上設定し、韓国銀行金融政策委員会がこのインフレ目標を達成するよう具体的な金融政策を決定している。

過去のインフレ目標の変化をみると試行錯誤が見られる。1998年のインフレ目標は消費者物価の年平均上昇率が $9\% \pm 1\%$ 、1999年は $3 \pm 1\%$ であったが、実績は、1998年は 7.5% 、1999年は 0.8% と大幅に目標を下回った。

1998年は、大幅な金融緩和にもかかわらず、通貨危機を契機とする景気後退、不良債権問題からクレジットクランチが起きたため、銀行信用は拡大しなかった。このため、ウォン下落による輸入価格上昇や天候要因による食料品価格上昇によるインフレ圧力は抑制され、結果として、1998年全体のインフレ率は目標を下回った。1999年も物価下落圧力が継続し、インフレ率は、経済の回復にもかかわらず予想よりも低かった。

この2年間のインフレターゲット採用の経験を踏まえ、2000年から、韓国銀行と政府は、インフレ目標とする指標を、食料品価格など中央銀行のコントロールの範囲外の要因で変動する項目を含む消費者物価全体の上昇率からコアインフレ率に変更した。韓国当局は、コアインフレ率を「消費者物価から非穀物農産物および石油製品の価格を除いたもの」と定義し、2000年のインフレ目標については、年平均コアインフレ率を $2.5\% \pm 1\%$ 、2001年および2002年については $3\% \pm 1\%$ と設定した。実績をみると、2000年は 1.8% と目標の圏内に入ったが、2001年には 4.2% と目標範囲の上限を 0.2% ポイント上回った。韓国銀行は、目標を超えた理由として、公共料金の引上げに加え金融緩和を必要以上に長く継続したことをあげている。

韓国銀行は、年間のインフレ目標とは別途、中期的なインフレ目標を設定している。2002年までは、中期インフレ目標は 2.5% と設定され、年間目標の 3% よりも低いインフレ率を目指していた。2003年には、中期インフレ目標は $2.5 \sim 3.5\%$ に拡大された。法律上の規定により、年間のインフレ目標は毎年改訂されるため、年末が近づくにつれ市場のインフレ予想が不安定化する可能性がある。したがって、中期インフレ目標は、将来のインフレ率を 2.5% あるいは $2.5 \sim 3.5\%$ に維持する当局の意思を表明すること

を通じて、市場のインフレ予想を安定化することに寄与するものと考えられる。しかしながら、「中期」の意味するところは必ずしも明確ではなく、年間のインフレ目標との整合性も十分に明快とはいえないという問題がある。

(2) マネーサプライ目標との関係

インフレターゲット採用以前の韓国銀行は、マネーサプライ、具体的にはM2の一定伸び率を金融政策運営の指針としていた。しかしながら、他の国々同様、マネーサプライの伸び率とGDP成長率の関係は安定的ではなかった。

インフレターゲット採用は通貨危機の真っ只中でもあったため、韓国銀行は、金融システムに十分な流動性を供給するという観点もあって、当面の経過的措置としてマネーサプライの伸び率を中間目標として採用し、インフレ目標と整合的になるように設定した。また、不良債権問題処理をはじめ大規模な金融システムの構造改革が進行していたため、具体的な中間目標となるマネーサプライ指標として、M2ではなく、より広くノンバンクの貸出も含むM3を採用した。通貨危機後の金融システム再編、預金シフト等金融商品間の大幅な資金移動等から、M2とM3の動きは大きく乖離していたのである。

1998年、1999年の金融政策運営の実際を観察すると、究極の目標であるインフレ率よりも、むしろ中間目標であるマネーサプライの伸び率が重視され、実態的には、マネタリーターゲットであったといえなくもない。この時期の韓国は、金融システムの再編下にあつて、十分な流動性が供給されることが重要であったこと、金融機能の回復が急務であったことなどから、首肯できる運営方針であったといえる。

このようなインフレターゲットの枠組のもつ柔軟性は、「二つのコーナー解」のもう一つの極であるカレンシーボード制とは全く異なる点である。通貨危機が国内金融機関の問題を伴う場合には、十分な流動性供給が必要であるが、これが可能である点で、変動相場制とインフレターゲットの組み合わせの方が優れていると考えられる。カレンシーボード制では、マネーサプライはその定義上外貨準備高に固定されてしまい、韓国のような国内金融システムに問題を抱えている場合には、流動性を十分に供給できず、更に事態を悪化させた可能性がある。

2001年からは、M3は中間目標からモニタリング指標に格下げされ、常にウォッチはされるが、金融政策をガイドする指標ではなくなった。すなわち、例えば2002年については、M3の伸び率8~12%をモニタリング範囲とし、この範囲を大きく超えた場合にはその原因を究明し、流動性供給等金融システムに係る大きな問題がないかどうかチェックするという仕組みになっている。

(3) 政策手段

韓国銀行の主要な金融政策手段は、通貨危機後の混乱が一段落した現在は、コール市場の翌日物金利の誘導である。

金融政策の決定権は、金融政策決定委員会にある。同委員会は、韓国銀行総裁、韓国銀行総裁が推薦する者(1名)、財界・金融関係者の推薦する者(3名)に加え、財政経済部長官と金融監督院長がそれぞれ推薦する者(各1名)の計7名で構成されている。議長は、韓国銀行総裁が務め、議事録は公表される。

韓国銀行の担当部局(政策企画局)は、金融経済情勢を詳細に分析し、物価動向だけではなく、GDPの見通し、需給ギャップ、マネーサプライの状況、金融市場の動向、為替動向、資産価格の動向、世界経済情勢等、物価に影響を及ぼす可能性のある広範な経済指標についてウォッチし、分析した結果を金融政策決定委員会に提出し、政策方針について判断を仰ぐ。また、公表はしていないが、モデルを用いたインフレ率の将来予測結果やその確率分布を作成し、OECDやIMFの経済見通し(OECD Economic Outlook、IMF World Economic Outlook)を参考にしつつ世界経済、為替の展望も行い、将来のインフレ率に与える影響を検討している。これらの調査分析の成果の一部は、毎月の経済報告等の形で公表されており、各経済主体にとっては、金融政策判断の根拠を知りうる材料となっている。

6. 韓国のインフレターゲットの問題点

(1) 韓国銀行の独立性

現在の韓国のインフレターゲットの運営において、中央銀行の独立性の程度には問題点がある。改正韓国銀行法は、手段の独立性という点では、韓国銀行の独立性を大幅に高めたが、以下の2つの問題がある。

第一に、金融政策を決定する韓国銀行金融政策委員会の7人の委員のうち2名は、それぞれ政府財政経済部長官と政府金融監督院長の推薦により任命されることになっており、通常、政府内で影響力を保持する官僚OBが任命される。この2人の委員は、金融政策委員会に個人の資格で出席、発言し、意思決定に参画する。また、4年間の任期中は罷免されないなど身分の保障がある。政府からは、財政経済部の次官が出席し、政府としての意見を陳述する機会が与えられている(韓国銀行法第91条)。しかしながら、議決権をもつ7人の委員のうち2人が政府からの推薦であるという事実は、市場関係者や韓国経済のウォッチャーから委員が政府の強い影響を受けているのではないかと、中央銀行の独立性に問題があるのではないかと疑念を抱かれる可能性がないとはいえない。

ない。ただし、単なる元官僚ではなく適切な人物が推薦されていればこの枠組みは機能するから、委員の就任要件をより明確にすることが重要である。

第二に、韓国銀行法によれば、財政経済部長官は、金融政策委員会の決定が「政府の経済政策とのコンフリクト」があり、望ましくないと判断した場合、この決定の再考を求めることができる。再考の結果、金融政策委員会が5人あるいはそれ以上の多数決によって当初の決定を変更しなかった場合、韓国大統領は、金融政策委員会の決定を受け入れるかどうか決定することができる(第92条第1項および第2項)。韓国大統領は行政における最高の意思決定権者であるから、大統領の意見は財政経済部の意見を反映する可能性が高い。したがって、こうした条項は、韓国銀行の独立性という観点からは問題があるといわざるをえない。ただし、実際にはこの条項が発動されたことはない。特に、第92条第3項は、財政経済部長官が金融政策決定委員会の決定の再考を求める場合には、その理由を明らかにしなければならない旨を定めている。この規定は、再考要請権を恣意的に発動しないよう一種の歯止めになっている。仮に、経済政策運営上適切な理由がなくこの条項が発動された場合には、政府のマクロ経済政策運営能力に対するクレディビリティに内外で疑問符が付され、政治的なダメージにつながると思われる。

(2) 目標とする指標

インフレ目標として消費者物価上昇率を採用するかどうか、それともコアインフレ率を用いるかについては、議論の分かれるところである。消費者物価上昇率の方が国民に対するわかりやすさはある。しかし、金融政策とは全く関係のない非貨幣的・非経済的要因により上下するのであれば、インフレ目標の達成如何で中央銀行の責任を問う枠組みであるインフレターゲットティングにはなじまない目標となる。

また、金融政策にとって重要なことは、こうした天候要因や国際政治情勢という供給ショックによる生鮮食料品や石油製品等の価格上昇が、他の品目の物価にも反映し、インフレーションスパイラルの状況を生み出さないようにすることである。例えば、原油価格が上昇すれば石油製品価格は上昇し、また石油製品を大量に用いて生産する品目の価格は上昇するから、消費者物価上昇率は上昇する。これを「一巡目の効果」と呼ぶ。他方、消費者物価上昇率が現実には上昇すると、人々の期待インフレ率も上昇する。特に、労使の賃金交渉では、翌年の賃金上昇率を決める際には、翌年のインフレ率の予想を立てて、実質の生計費が下がらないよう賃金交渉に反映させることになる。したがって、期待インフレ率の上昇は、名目賃金を上昇させ、これがコスト面から物価を上昇させ、それがまた期待インフレ率に反映し、更に名目賃金が増加すると

いう賃金・物価のスパイラル的上昇を生み出す可能性がある。こうした「二巡目の効果」を避けるためには、貨幣的要因による物価上昇と非貨幣的要因による一時的な物価上昇を区別し、人々の期待インフレ率が上昇しないようにすることが肝要となる。この点で、コアインフレ率の採用は有利と考えられる。

一般に、エマージングマーケット諸国や発展途上国においては、エンゲル係数が高いので、物価指数は消費バスケットによる加重平均である以上、食料品価格が物価指数全体に与える影響は大きくなる。韓国では、食料品の消費者物価上昇率に占めるウェイトは約3分の1となっており、しかもその変動幅は大きい。石油製品のウェイトは5%以下であるが、韓国は原油輸入をほぼ全量輸入に依存しているため、国際原油市場における原油価格の大幅な変動の影響を受けやすい構造となっている。IMFエコノミストがこれら二つの品目の供給ショックの大きさについて自己回帰モデルを用いて計測したところ、90%有意水準で他の品目のほぼ2倍の変動幅があることがわかった(Hoffmaister, 2001)。また、CPIへの影響をみると、1%ポイントの食料品価格の変動は、6ヶ月後のCPIを0.3%ポイント変動させる(同上)⁷。したがって、1年ごとにインフレ目標を設定することを規定した現行韓国銀行法の枠組みのなかでは、コアインフレ率の採用は適切なものと考えられる。

なお、インフレ目標に柔軟性をもたせる手段としては、コアインフレ率を採用する代わりに、例外条項をおくという方法もある。インフレ目標を達成できなくても、その理由が天候や国際情勢、災害等によるものである場合には、中央銀行の責任を問わないというやり方である。しかし、この方法では、例外条項に含める項目の適否、当該物価上昇が例外条項に当てはまるかどうかの判断等、厳密な分析に基づく判断が必要である。特に、ニュージーランドの現行法制のように、中央銀行総裁の任命行為がインフレ目標の達成と直結した契約観念に基づくものである場合には、例外条項のおき方には細心の注意を払う必要がある。経済構造の変化が著しいエマージングマーケット諸国では、そうした分析がそもそも厳密にできるのか、また、政治的に中立的な形で行えるのか、分析結果を国民が信頼するのかどうかといったクレディビリティに係る問題点が多い。当面、韓国では、コアインフレ率という数字一つで目標の達成を判断する現行の方法が簡便かつ合理的と考える。

⁷ なお、Hoffmaisterは、1年後以降の影響は急速に小さくなり、24ヵ月後には0.03%ポイントしかないことから、韓国においては、インフレターゲットの目標期間を現在の1年よりも長くする場合には、目標を消費者物価上昇率を基準としてもコアインフレ率としても結果は変わらないので、透明性の観点からは消費者物価上昇率の方が望ましいと結論づけている。

(3) インフレ目標の高さと幅

韓国は、輸出が対GDP比約38%、輸入が約35%と、経済の貿易依存度が比較的高い部類に属している。このため、為替変動が経済全体に与える影響も大きく、物価の変動幅も大きい。また、エマージングマーケットでは、産業構造・貿易構造が急速に変化するるので、金融政策のトランスミッションメカニズム(波及経路)を的確に捉えることは難しい。

加えて、1997年の通貨危機後の金融システムをみると、財閥再編をはじめとする企業金融システムの再構築等、大きな構造変動が進行している。こうしたなかで金融政策当局がトランスミッションメカニズムを正確に把握することは容易なことではない。

現行のインフレ目標は、毎年、幅がプラスマイナス1%、すなわち2%という目標幅は先進国並みであるが、以上述べたように、スモールオープンエコノミーであること、経済構造が調整過程にあることに鑑みると、目標幅をもう少し拡大し、ヒット率を高めた方がインフレターゲットのクレディビリティ向上に資すると考えられる。

また、一般的には、構造調整過程においては、経済環境の変化に対応した設備投資を促し、企業の構造転換を促進することが政策的には望ましいので、若干高めのインフレ率により資金の借り手に有利にした方がよい。また、韓国では、CPIバイアスの計測はなされていないものの、一般に急速な経済成長過程においては、消費の構造も大きく変化するので、CPIの上方バイアスが大きくなる可能性が高い。したがって、これらの要素を考慮すると、3あるいは4%という物価上昇率の水準は、エマージングマーケットとしては必ずしも高い水準とはいえず、2.5%という中期目標はむしろ低めではないかと考えられる。

(4) 透明性の確保

韓国銀行は、毎年のインフレ目標と政策スタンスを示す文書や金融政策決定委員会の議事録に加え、毎月の金融経済情勢判断、政策スタンスも公表し、英文版もウェブサイトに掲載するなど、金融政策の透明性の確保に努めている。また、四半期報告(Quarterly Bulletin)やワーキングペーパー等で、金融政策判断の背景となっている金融経済情勢の詳細な分析や論文、資料等も公表している。

金融政策の透明性を高めることにより、市場参加者が金融政策の次の手を読みやすくすることは、金融市場の安定的な発展に資するものと考えられ、こうした努力が継続することが望まれる。例えば、危機後の構造変動が一段落し、十分なデータが揃い、モデルを精緻化できる状況に至ったら、韓国銀行内部で作成している計量モデルの公表も課題の一つと考えられる。

7. 韓国のインフレターゲットिंगの有効性に関する検証

(1) インフレターゲットングの有効性

インフレターゲットングによる金融政策が有効に機能するには、韓国銀行の独立性の確保と韓国銀行がインフレ目標に対する説明責任を負っているかといった制度的な問題点が考えられるが、これらの問題点は、比較的容易に改善することが出来ると考えられる。

しかし、インフレターゲットングが有効に機能するには韓国銀行がインフレターゲットングを運営する能力を有しているかどうかと、為替レートの弾力的な変動が許容され、国内経済が外的なショックから十分遮断されているかどうかという問題点が大事なことと考えられる。後者が実現すると、韓国銀行は国内の経済状況だけに特化し、金融政策の運営を行うことが出来る。韓国が、為替相場への介入や政策金利と頻繁に変更することで、為替レートの分散を最小化しようとしているかどうかは、Calvo and Reinhart(2002)が実証分析した結果を見ると、ある程度有意な結果をもたらしていた。

本稿では、韓国銀行がインフレターゲットングを運営する能力を有しているかどうかに関して、GDP、物価、金利、為替の4つの変数によるVARモデルを推計し、韓国のインフレ制御能力を検証した。

(2) 金融政策の波及経路

① VARモデルの推計

金融政策の有効性や波及経路を検証するにはVARモデルを推計することが有効である。VARモデルは、複数の変数に関して、内生又は外生変数かを区別しなく、変数相互間の影響を分析するものである。

本稿でのVARモデル推計では、韓国の金融政策が物価を有効に制御することが出来ているのかを検証してみる。変数としては、GDP(Y)、物価(P)、金利(r : コールレート)、為替レート(e)の4つとして、期間を95年第1四半期から05年第4四半期までの11年間とした。(20ページの図表1を参照)

この検定は、小林俊之(2003)と同じ方法であるが、違いとしては、データの対象期間の違いである。2002年までのデータしか使用していなかった小林の検定は、4年間しかインフレターゲットングの採用後のデータが含まれていなかったため、今回の検証はインフレターゲットング採用後のデータ量が約2倍に増加したことにより検証結果の信頼性が高いと考えられる。

② 単位根検定

VARモデルの推計にあたっては、データが定常⁸であることが前提になるので、DF test、ADF test、PP testの3種類の単位根検定を行い、データが非定常であることに関して検定した。

結果として、各変数とも水準のままでは非定常であるという帰無仮説を棄却出来ないが、一次階差を取った場合には、帰無仮説を棄却することが出来る。ここでは、一次階差を取り、VARモデルの推計を行った。(21ページの図表2を参照)

③ 推計結果

結果を見てみると、特に金利の変化が物価の変化に及ぼす影響を見ると、韓国では、短期間に金融政策による物価制御が可能と考えられる。

次に、推計したVARモデルを基に、グランジャー因果性検定⁹と予測誤差の分散分解¹⁰を行った。グランジャー因果性テストでは、金利の因果性に注目する。金利が物価、為替に影響を及ぼし、GDPとの間では相互に因果関係を有している。このことから、金融政策による物価制御については、為替の変動が物価に及ぼす影響が大きいことを確認することが出来る。(22から23ページの図表3から5を参照)

8. おわりに

通貨危機を経験した韓国は、為替制度をフロートに移行したことに伴って、金融政策に関しては、インフレターゲットを採用した。為替制度をフロートにすることで金融政策の自由度を確保したものの、対外的な信用力を高めると同時に、自己規律を維持するために、何らかの名目アンカーを必要としたことになったといえる。

本稿では、韓国の中央銀行が国内のインフレを制御出来るのかという問題点に関して検証した。このことを検証するために、VARモデルの推計を行い、結果として、韓国は、金融政策による物価制御が有効に機能していると考えられる。

韓国は、OECD加盟国であり、インフレターゲットの有効性が高いが、改善すべきいくつかの課題がある。その主な内容としては、韓国銀行の独立性確保があげられる。韓国銀行法の改正に伴って、韓国銀行の主たる役割は通貨価値の安定であるこ

⁸ データの定常性とは、時間の経過に対して、平均、分散が一定であり、一定の値に収束したり、発散したりはしないということである。

⁹ グランジャー因果性検定とは、変数Xと変数Yの間に因果性があるかどうかを統計的に検証するものである。

¹⁰ 予測誤差の分散分解とは、各被説明変数の変動を説明変数ごとに寄与率を計測するもので、変数間の相互関係をより詳しくみることが出来る。

とが明文化され、また、金融政策委員会では、韓国銀行総裁が議長を務めることや、政治の介入が制限されるようになったことなど、システム上の改善はみられた。しかし、財政経済部長官が韓国銀行総裁を任命する制度は廃止されたものの、財政経済部は依然として金融政策委員会に出席し、意見を述べる事が出来るほか、金融政策スタンスが政府の経済政策と対立する場合は、委員会に対して再検討を要求出来るなど、中央銀行の独立性は高まってはいないという見方もある。中央銀行の独立性が確保され、通貨価値の安定を第一義的な目標としているかどうかは、制度面と同時に運用の方法からも見る必要があり、現時点では韓国銀行が抱える重要な課題と考えられる。

[参 考 文 献]

- 林伴子「アジア諸国のインフレ・ターゲティングと為替制度」国際協力開発金融研究所報第11号（2002年4月）
- 伊藤隆敏・林伴子「アジア4カ国のインフレ・ターゲティングによる金融政策の評価」国際協力開発金融研究所報第16号（2003年6月）
- 小林俊之「アジアのインフレターゲット - 韓国、タイ、インドネシアの金融政策における有効性」みずほ総研論集創刊号（2003年）
- 小林俊之「東南アジアの通貨取引をどうみるか」（外国為替貿易研究会「国際金融」2001年6月）
- 刈屋武昭「金融・証券計量分析の基礎と応用」東洋経済新報社（1990年）
- Calvo, Guillermo a. and Reinhart, Carmen M., "FIXING FOR YOUR LIFE" NBER Working Paper 8006, November 2000
- "FEAR OF FLOATING" The Quarterly Journal of Economics Vol. CXVII, May 2002
- Bank for International Settlement, "*Living with flexible exchange rates; issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies*" BIS Working Papers No.130, February 2003
- Bank for International Settlement, "*A VAR analysis of the effects of monetary policy in East Asia*" BIS Working Papers No.119, September 2002
- Hoffmaister Alexander W, "*Inflation Targeting in Korea; An Empirical Exploration*" IMF Working Paper, January 1999
- Mishkin, Frederic S., "Inflation Targeting in Emerging Market Countries" NBER Working Paper 7618, March 2000
- Barnanke, B. S., and F.S. Mishkin (1997) "*Inflation Targeting: A new rule for monetary policy?*" Journal of Economic Perspectives 11:97-116.

図表1 使用したデータの記述統計量

	コアインフレ率	コールレート	GDP	為替
19951	83.27	14.21	9.2	786
19952	84.65	12.92	9.2	763
19953	85.67	11.43	9.2	766
19954	86.50	11.12	9.2	769
19961	88.00	10.49	7.0	783
19962	89.27	11.09	7.0	786
19963	89.90	14.09	7.0	817
19964	90.24	13.79	7.0	831
19971	90.97	11.94	4.7	865
19972	91.94	12.18	4.7	892
19973	92.99	12.28	4.7	898
19974	93.75	16.18	4.7	1,141
19981	97.21	23.77	-6.9	1,606
19982	98.34	18.87	-6.9	1,395
19983	97.97	10.27	-6.9	1,325
19984	97.86	7.17	-6.9	1,280
19991	98.03	5.69	9.5	1,199
19992	98.06	4.78	9.5	1,191
19993	98.14	4.74	9.5	1,194
19994	98.43	4.75	9.5	1,174
20001	99.20	4.96	8.5	1,126
20002	99.60	5.10	8.5	1,116
20003	100.30	5.12	8.5	1,115
20004	100.90	5.33	8.5	1,163
20011	102.50	5.14	3.8	1,272
20012	103.50	5.01	3.8	1,306
20013	104.00	4.57	3.8	1,294
20014	104.50	4.01	3.8	1,292
20021	105.50	4.00	7.0	1,320
20022	106.60	4.18	7.0	1,271
20023	107.00	4.29	7.0	1,196
20024	107.70	4.30	7.0	1,221
20031	108.90	4.26	3.1	1,201
20032	110.00	4.11	3.1	1,210
20033	110.30	3.77	3.1	1,176
20034	110.60	3.77	3.1	1,181
20041	111.90	3.76	4.7	1,173
20042	113.00	3.75	4.7	1,162
20043	113.80	3.63	4.7	1,155
20044	114.10	3.38	4.7	1,096
20051	115.30	3.25	4.0	1,023
20052	115.80	3.27	4.0	1,008
20053	116.00	3.24	4.0	1,029
20054	116.20	3.53	4.0	1,037

図表2 韓国における4変数の単位根検定

		テスト値	備考
コアインフレ率	DF Test		
	水準	-1.454309	
	一次階差	-4.814180	1%有意水準
	ADF Test		
	水準	0.712146	
	一次階差	-4.396693	1%有意水準
	PP Test		
	水準	-1.348058	
コールレート	一次階差	-4.629217	1%有意水準
	DF Test		
	水準	-1.348063	
	一次階差	-6.007354	1%有意水準
	ADF Test		
	水準	-0.867366	
	一次階差	-5.787079	1%有意水準
	PP Test		
G D P	水準	-1.637855	
	一次階差	-4.553135	1%有意水準
	DF Test		
	水準	-2.710152	10%有意水準
	一次階差	-6.333326	1%有意水準
	ADF Test		
	水準	-2.440743	5%有意水準
	一次階差	-6.410012	1%有意水準
為替	PP Test		
	水準	-2.878500	10%有意水準
	一次階差	-6.333326	1%有意水準
	DF Test		
	水準	-2.363350	
	一次階差	-5.477588	1%有意水準
	ADF Test		
	水準	-1.396437	
為替	一次階差	-5.467808	1%有意水準
	PP Test		
	水準	-2.072631	
為替	一次階差	-5.426077	1%有意水準

図表3 VARモデルにおける物価の推計式

	D(P)
D(G(-1))	0.009527 (0.03421) [0.27847]
D(G(-2))	-0.033020 (0.03373) [-0.97895]
D(P(-1))	-0.111848 (0.23739) [-0.47116]
D(P(-2))	0.037287 (0.21261) [0.17537]
D(R(-1))	0.063528 (0.07127) [0.89144]
D(R(-2))	0.028023 (0.07012) [0.39966]
D(E(-1))	0.003501 (0.00169) [2.07425]
D(E(-2))	-0.001785 (0.00167) [-1.06874]
C(定数項)	0.807025 (0.25123) [3.21229]
R-squared	0.374109
Adj. R-squared	0.217636
Sum sq. resids	9.861049
S.E. equation	0.555120
F-statistic	2.390890
Log likelihood	-28.96440

G : GDP、P : コアインフレ率、R : コールレート、E : 為替

図表4 グランジャー因果性検定の結果

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
D(P) does not Granger Cause D(G)	31	4.62263	0.03576
D(G) does not Granger Cause D(P)		1.46233	0.33345
D(R) does not Granger Cause D(G)	31	15.9617	0.00140
D(G) does not Granger Cause D(R)		6.43080	0.01596
D(E) does not Granger Cause D(G)	31	1.17512	0.44438
D(G) does not Granger Cause D(E)		2.00917	0.20148
D(R) does not Granger Cause D(P)	31	3.87695	0.05366
D(P) does not Granger Cause D(R)		3.33171	0.07495
D(E) does not Granger Cause D(P)	31	1.49106	0.32426
D(P) does not Granger Cause D(E)		1.57724	0.29845
D(E) does not Granger Cause D(R)	31	7.51914	0.01070
D(R) does not Granger Cause D(E)		2.98947	0.09424

図表5 予測誤差の分散分解の結果

Period	S.E.	D(G)	D(P)	D(R)	D(E)
1	0.555120	42.88888	57.11112	0.000000	0.000000
2	0.669080	35.43270	42.48412	16.59731	5.485873
3	0.679706	34.33916	42.05720	18.06624	5.537407
4	0.694046	32.97866	40.76026	18.54674	7.714340
5	0.699657	32.59801	40.35120	18.84370	8.207094
6	0.700380	32.53529	40.40592	18.86736	8.191435
7	0.701552	32.55203	40.41364	18.86368	8.170661
8	0.701641	32.54488	40.40897	18.85961	8.186540
9	0.701901	32.53617	40.38822	18.88854	8.187078
10	0.701965	32.53785	40.39050	18.88603	8.185623