



安定化・為替レートアンカー・クレディビリティー ：ブラジルのレアル計画

西島，章次

(Citation)

国民経済雑誌, 173(3):65-79

(Issue Date)

1996-03

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD01)

<https://doi.org/10.24546/00176050>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00176050>



安定化・為替レートアンカー・ クレディビリティ

——ブラジルのレアル計画——

西 島 章 次

I は じ め に

今日のラテンアメリカ諸国は、かつての政府主導型の保護主義的開発戦略から「ネオリベラリズム」に基づく開発戦略へと転換し、経済安定化と市場自由化を進めている。このため、1990年代には、多くの国々でインフレーションの抑制と成長率の回復をみせ始めている。ただし、ブラジルに関しては、このようなラテンアメリカの潮流から取り残されたかのように90年代に入ってもマクロ的不安定に直面していたが、94年7月からは漸くにしてインフレーションが沈静化し始めている。

ブラジルでは、1980年代の激しいインフレ高進に対し、86年のクルザード計画以来、ブレッセル計画、夏計画、コロール計画と次々とインフレ抑制政策を実施してきたが、いずれも結果的に失敗に終わっていた。この間、インフレーションは抑制されるどころか、安定化政策の失敗が政府への信頼を一層喪失させ、インフレ率は加速を続け、ハイパー・インフレとも呼べる状況となっていた（西島 [1993]）。ちなみに、インフレ率は92年に1,158%、93年には2,709%となり、とくに93年7月から94年6月末までの1年間には5,154%にも達している。

このため、ブラジルでは1993年6月よりカルドーゾ蔵相のもと極めてオーソドックスな安定化政策である「緊急行動計画」（カルドーゾ計画Ⅰ）を発表し、財政赤字の削減に取り組んだが、議会での抵抗により承認されなかった項目も多く、インフレ抑制を達成するには至らなかった。インフレ率はさらに上昇を続け、93年12月には月率で39%に達した。このため、ドラスティックなインフレ抑制策が必要となり、93年12月に「新経済安定化計画」（カルドーゾ計画Ⅱ）と呼ばれる包括的な政策が実施されることとなった。とくに94年7月1日からは、より直接的にインフレ抑制を試みる政策としていわゆる「レアル計画」（レアルは新通貨の呼称）が実施され、ブラジルのインフレ率を著しく低下させることとなった。95年10月の時点では、過去12ヶ月の累積インフレ率で実に20%程度にまで低下している。

「レアル計画」ではこれまでの安定化政策の失敗を生かし、様々な工夫がなされている。デイスインフレのプロセスを明確に3つの段階に分け民間に安定化政策を理解しやすい形で

実施していること、これまでの諸計画と異なり価格・賃金凍結に頼るのではなくいわゆる為替レートを価格アンカーとすることなど、である。このため、これまでの安定化政策と比べると、多くの点で優れていることは否定できない。しかし、「リアル計画」は確かに今日までインフレ抑制にかなりの成果を上げているが、長期的にインフレ抑制を維持できるかどうかについては、依然として不明確である。以下では、今回の安定化政策の概要を説明し、次いで「リアル計画」の中心的役割を担っている為替レート・アンカーについて理論的解釈を行い、その持続可能性について議論する。

II 「カルゾード計画II」による経済安定化

1993年12月から実施された安定化政策は、当時の大蔵大臣であったカルドーゾ蔵相（現在の大統領）にちなみ「カルドーゾ計画II」と呼ばれているが、以下の3つのステップで構成されている（西島 [1994]）。

第1ステップ：財政の均衡化

このステップに含まれるのは、①1994年度予算における220億ドルの支出削減、②緊急社会基金（FSE）の創設（連邦税収の15%を引き当てる）、③所得税率の引き上げ（現行25%、15%の2段階に35%の段階が新設）などである。過去に実施された安定化政策の経験から、財政の均衡化がインフレ抑制の前提条件であることを民間は周知しており、まず第1段階で財政均衡化を実現し、人々の安定化政策への信頼を高めることを目的としている。

このなかでも、とくに緊急社会基金の創設は、現在のブラジルの最優先課題である貧困問題、教育、保健への支出を確保することによって、政治的・社会的安定を図ることと、インフレ抑制のための財政緊縮化とをうまく合致させる政策である。政府税収の15%をプールして、これらの緊急課題への支出を確保するこの基金は、議会でのポピュリスト派勢力との綱引きの産物ともいえるが、大蔵大臣の許可がなければ支出できないことから、財政支出のコントロール手段としても機能する。

第2ステップ：新しい価格指数の採用

クルゼイロ・リアルでの価格表示と並行して、新しい価値単位であるURV（実質価値単位）による価格表示を流布させるものであり、1994年3月に実施された。URVは米ドル・レートにリンクし、常に1URV=1ドルが維持される。したがって、URVとクルゼイロ・リアルの関係は日々改定される。

URV表示のポイントは、為替レートと諸物価がほぼ等しい率で変動しているので、たとえインフレーションが存在してもURV表示にすればほぼゼロ・インフレとなることである。すなわち、クルゼイロ・リアル表示では毎日のように価格は上昇するが、URV表示ではほ

とんど変化しない。全ての価格タグにはクルゼイロ・レアルとURVの2つの価格を表示することが義務づけられる。URVの導入は、現実にはドル表示への転換に過ぎず、一見トリッキーではあるが、新しい価格表示への移行をスムーズにすることを図ったものである。この意味で第2ステップは新通貨レアルへ移行するまでのトレーニング期間であるといえる。また、新通貨に移行するまでに4ヶ月を置いていることから、相対価格の歪の是正のための期間であったといえる。

第3ステップ：新通貨レアルの導入

「レアル計画」と通称され、URVが経済全般に普及した時点で新通貨レアルを導入し、レアルによる価格表示に転換するもので、1994年7月に実施された。1レアル=1URV=1ドルとし、旧通貨との交換比率は1レアル=2,750クルゼイロ・レアルであった。ゼロを3つ取るといった形の、過去に実施されてきたデノミとは異なる点に注意が必要である。

為替レートは1レアル=1ドルで基本的に固定されるが、これは為替レートを固定化することによって、インフレ率のアンカーとすることを意図している。いうまでもなく、このような為替レート・アンカーの採用は、アルゼンチンのインフレ抑制を成功に導いた「カバレッジ計画」を踏襲したものである。ただし、固定為替レートを維持するために、レアル発行の保証として外貨準備の一部を当てることや、アルゼンチンのような外貨の自由交換性は認めないことなどの措置がとられている。

また、為替レートは厳密な意味で固定化されたわけではない。第1に、中央銀行はドル売りに関しては1レアル=1ドルを適用するが、買いレートについては市場での変動を認めるという、いわば片務的な固定相場を採用している。これは、買いレートにも厳密に固定相場を適用すれば大量のドル買いによって国内通貨供給が急激に増大することを避けるためである。第2に、買いレートの変動を認めるが、一定の幅(banda)においてであり、また、変動幅の中心レートは変更可能である。

ところで、「カルドゾ計画II」はいくつの特徴を有している。

第1に、計画では財政赤字縮小を経てインフレ抑制のための直接的政策という安定化のスケジュールが明確にされている点である。これまでクルザード計画などの失敗が繰り返されてきたのは、価格凍結のみに頼り財政均衡をおろそかにしてきたからであり、したがって「カルドゾ計画II」のような安定化の順序は人々に安定化政策の妥当性を納得させ、政策の信頼性をもたせるのに有効であった。

第2に、これまでの諸計画では、インフレ期待の沈静化に対して価格・賃金の凍結が用いられたが、これは恣意的な時点で突然に実施されるため、相対価格の不均衡をも固定化するといった問題点があった。しかし、今回の計画では4ヶ月前よりほぼゼロ・インフレとなる

URVと当時の通貨であるクルゼイロ・レアルによる表示とを並行的に実施したため、相対価格の調整を可能としながら、新通貨表示での価格安定化を図った点がユニークであった。

第3に、安定化政策の最も重要な部分は、為替レートの固定化を価格アンカーとする点である。いうまでもなく、何らかのノミナル・アンカーの導入は、インフレーションを急速に低下させ、デイスインフレの社会的コストを最小限に止めるために不可欠な措置であった。ただし、為替レートの固定化を維持するためには十分な外貨の保有が条件となるが、ブラジルの外貨準備が1992年末の190億ドルから94年5月には410億ドルに達しかなり潤沢あったこと、債務交渉の進展によって94年4月15日に350億ドルの対外民間債務の削減が実施されたことなどの、客観的条件が整っていたことを挙げなければならない。

第4に、為替レートの固定化に基づく安定化には、貿易財部門の価格が世界価格と直接的にリンクし、一般物価水準を安定化させることが期待されるが、これには貿易財部門が十分に開放されていることが必要である。現在のブラジルにおいては、必ずしも十分とはいえないが、コロール政権以来、輸入自由化がかなり進展していたことも一つの条件であった。

第5に、インフレ率が十分に低下すると消費需要の急激な拡大が予想されるが、設備稼働率が依然として低く、生産能力に余力があった点に着目すべきである。ブラジルのGDP実質成長率は、1990年のマイナス4.4%、91年の0.2%、92年のマイナス0.8%と長期的不況にあった。93年は4.1%、94年は5.7%とかなりの回復を見せているが、依然として稼働率は低く、94年当時で75%に過ぎない推定されている。したがって、クルザード計画のときにみられたような、供給不足によるインフレ圧力は生じないと考えられていたのである。

以上、「カルドゾ計画II」の概要と様々な特徴を議論してきたが、安定化の鍵を握る為替レート・アンカーはいかなるメカニズムでインフレ抑制を実現するのであろうか。

III 為替レート・アンカーの理論分析

為替レート・アンカーについての基本的な議論は以下の通りである。為替レートを固定化すれば、十分に対外的に開放された小国であれば、貿易財価格は世界価格に一致する。世界インフレ率は国内インフレ率より十分に低いはずであるから、少なくとも貿易財のインフレ率は世界インフレ率にまで低下する。一方、非貿易財に関しては、貿易財と非貿易財の相対価格の変化によって、非貿易財の超過供給が生じるため、非貿易財の価格が低下し始め、いずれ世界インフレ率と等しくなる。ただし、国内で世界インフレ率と整合的な総需要政策がとられていることが前提となる。

しかし、安定化に対して期待される為替レート・アンカーの役割はこれだけではない。とくにブラジルのように貿易財部門の比率が低い経済にあっては、貿易財部門のインフレ抑制から出発するインフレ抑制政策は必ずしも有効ではないかもしれない。むしろ、ブラジルの

ように長期にわたり高いインフレーションを経験してきた国においては、インフレ・マインドが支配的となっており、インフレーションにともなう実質所得の損失を防ぐための様々な行動が支配的となっているが、これらの行動に対してアンカーが直接的に影響することが重要である。様々な行動とは、予想インフレ率を用いて事前に価格設定を行う行動や、インフレ予想に為替レートの切り下げ率を指標とすること、種々のインデクセーションを導入すること、ドル資産を保有すること、などである。これらの行動自体が、いっそうインフレ率を高めるか、インフレーションを継続させる要因となっていることはいうまでもない。したがって、為替レート・アンカーは、アンカー政策に対し民間が十分なクレディビリティを持つ限り、かかる行動に直接的に働きかけ、インフレーションを瞬時に終息させると期待されるのである。このようなケースは、ボリビアのハイパー・インフレの終息（西島 [1993]）やボアンカレ・タイプの安定化政策（Sargent [1982]）に対応する。

しかし、為替レートをアンカーとする政策の長期的な持続可能性は、為替レートの固定化だけでは満たされない。世界のインフレ率と整合的な貨幣供給政策、財政政策が実施されていなければ、為替レート・アンカーのクレディビリティはいずれ喪失する。非整合的なマクロ政策はインフレ期待や為替レート予想に反映され、固定化された為替レートと予想もしくは現実のインフレ率が乖離していく。したがって、実質為替レートの過大評価が生じ貿易収支の赤字が深刻となれば、いずれ為替レートの固定化は維持できなくなり、アンカー政策を放棄せざるを得なくなる。この意味で、アンカー政策の持続可能性を検討するには、為替レート予想やインフレ期待のダイナミックスの分析が重要となる。

以下では、単純なモデルで為替レート・アンカーのメカニズムを議論してみよう。本稿は、貿易財・非貿易財モデルを用いて為替レート・アンカーの分析を行った Edwards [1993] を出発点とするが、Edwards のモデルでは合理的期待が仮定されるため、為替レート・アンカーが直接的にインフレ期待に影響することが分析可能であるものの、インフレ期待と為替レート予想の動学的調整過程を明示的に取り扱えない。このため、為替レート・アンカーの短期的な役割と長期的な役割の区別がなされないモデルとなっている。また、アンカー政策の成否を握るクレディビリティの役割についても明確には議論されていない。以下では、これらの点を考慮して議論する。

貿易財価格は、小国仮定より国際価格にリンクするが、非貿易財価格は市場の需給均衡で決定されるとする。単純化のために、実質為替レート・交易条件・資本流入・関税保護などの実質面の変化は陽表的には考慮されない。モデルは、政府が為替レートを固定化した直後を想定しており、為替レート・アンカーが民間の価格設定に直接的に影響することに着目する。すなわち、貿易業者は自らの為替レートの予想切り下げ率を考慮して事前に価格設定を行うが、これに為替レート・アンカーの設定が直接的に何らかの影響を与えると想定するも

のである。¹

すなわち、民間がアンカー政策を完全に信用する場合であれば、貿易財価格の設定において予想切り下げ率はまったく考慮されず、貿易財価格の上昇率は国際価格の上昇率に等しくなる（政府の固定した為替レートを用いる）。逆に、全く信用ない場合は、価格設定に予想切り下げ率を100%適用し、貿易財価格の上昇率は予想切り下げ率に等しくなる。したがって、アンカー政策のクレディビリティの程度は、貿易財の価格設定において、為替の予想切り下げ率にどの程度のウェイトを置くかで表現される。²

ところで、長期的にアンカー政策が有効であるかどうかは、為替レートの予想切り下げ率が現実のインフレ率に一致する長期均衡値に到達するかどうかで判断され、この意味で予想為替レートの動学的調整過程が問題となる。安定的な長期均衡値が存在しなければ、アンカー政策は持続可能ではない。以下では、為替レート予想に関して2つのケースを議論する。なお、賃金は期待インフレ率に基づくインデクセーションによって決定されると仮定する。

モデルは以下の通りである。

$$\pi = \alpha\pi^T + (1-\alpha)\pi^N \quad (1)$$

$$\pi^T = \phi x^E + (1-\phi)\pi^* \quad (2)$$

$$N^D(P^N/P^T, Z) = N^S(W/P^N) \quad (3)$$

$$w = \gamma\pi + (1-\gamma)\pi^E \quad (4)$$

ここで π ：国内インフレ率、 π^T ：貿易財インフレ率（国内価格表示）、 π^N ：非貿易財インフレ率、 x^E ：為替レート予想切り下げ率、 π^* ：世界インフレ率（ドル表示）、 N^D ：非貿易財需要、 N^S ：非貿易財供給、 P^N/P^T ：非貿易財／貿易財相対価格、 Z ：総需要政策のインデックス、 W ：名目賃金、 w ：名目賃金上昇率、 π^E ：期待インフレ率である。

(1)式より、国内インフレ率は貿易財インフレ率と非貿易財インフレ率の加重平均で定義される。(2)式は、貿易財価格が現実の為替レートの上昇率ではなく、為替レート予想と世界インフレ率を用いて事前に設定されることを示している。ウェイト ϕ は、為替レートによるアンカー政策をどれほど民間が信用しているかを示す（ ϕ が大きいほどアンカー政策を信用していない）。(3)式は、非貿易財の市場均衡条件である。非貿易財の需要は、両財の相対価格（ P^N/P^T ）と総需要（ Z ）に依存し、総供給は非貿易財価格ではかった実質賃金に依存する。総需要は実質為替レートと独立である。(3)式を変化率で表すと、

$$-\eta\pi^N + \eta\pi^T + \delta z = -\varepsilon w + \varepsilon\pi^N \quad (5)$$

ここで、 η ：非貿易財需要の価格弾力性、 δ ：非貿易財需要の総需要弾力性、 ε ：非貿易財供給の実質賃金弾力性であり、それぞれ正値で定義されている。(4)式は、賃金インデクセーションのルールを示しており、現実のインフレ率に依存する部分と期待インフレ率に依存する部分からなる。解釈としては、(4)式を書き直すと、 $w = \pi^E + \gamma(\pi - \pi^E)$ となることから、期待イ

インフレ率によって決定される部分に、インフレ率の予測誤差（現実のインフレ率と期待インフレ率の差）が追加されるルールとなる（Fischer [1983]）。いま、期待インフレ率が適応的期待形成に従うなら、過去のインフレ率の影響を受けることとなり、いわゆるイナーシャの部分等待。インデクセーションが完全であれば（ $\gamma=1$ ）賃金調整に遅れはなく、賃金の上昇率は現実のインフレ率に一致し、常に一定の実質賃金が維持される。

(1)(2)(4)(5)式より、為替レートの予想切り下げ率、世界インフレ率、総需要成長率、期待インフレ率が所与の短期均衡における現実のインフレ率が求まる。

$$\pi = a_1 x^E + a_2 \pi^* + a_3 z + a_4 \pi^E \quad (6)$$

ここで、

$$a_1 = (\alpha\varepsilon + \eta)\phi / \Delta$$

$$a_2 = (\alpha\varepsilon + \eta)(1 - \phi) / \Delta$$

$$a_3 = (1 - \alpha)\delta / \Delta$$

$$a_4 = (1 - \alpha)(1 - \gamma)\varepsilon / \Delta$$

$$\text{ただし、}\Delta = \alpha\varepsilon + \eta + (1 - \alpha)(1 - \gamma)\varepsilon$$

である。(6)式によって、為替レートをアンカーとする政策の意味を考えてみよう。いま、アンカーの役割を明確とするために、厳密な総需要の管理が実施され（ $z=0$ ）、賃金インデクセーションがイナーシャをもたらし（ $\gamma=1$ ）ケースを想定しよう。為替レートのアンカー政策の短期的効果とは、政府が為替レートを固定化することによって、民間の貿易財の価格設定に影響することを図るものである。民間がアンカー政策を完全に信用する場合は、貿易財の価格設定において為替レートの予想切り下げ率のウェイトがゼロとなる（ $\phi=0$ ）ことで表現される。逆に言えば、政府の固定レートを採用し（したがって、為替レート切り下げ率はゼロ）、世界インフレ率のみで価格設定を行うことを意味する。このとき、 $a_1=0$ 、 $a_2=1$ 、 $a_4=0$ 、 $z=0$ を考慮すれば、

$$\pi = \pi^* \quad (7)$$

が瞬時に成立し、国内インフレ率は世界インフレ率に一致する。これが、アンカー政策が急激にインフレ抑制を実現するための手段として知られる所以である。

しかし、以上のモデルは同時にアンカー政策が成功するためのいくつかの条件を示しているともいえる。第1に、為替レートの固定化によるアンカー政策に対して、民間がいかにクレディビリティを持つかが決定的に重要である。まったくクレディビリティを持たなければ（ $\phi=1$ ）、国内インフレ率は世界インフレ率ではなく、民間の為替レートの予想切り下げ率にもっぱら依存する。第2に、総需要を十分にコントロールしなければ、国内インフレ率を世界インフレ率に一致させることはできない。このことは、アンカー政策の実施と同時に総需要をコントロールすることが、アンカー政策へのクレディビリティを高めるために不

可欠となるという意味で重要である。アンカーの導入と同時に、インフレ率が低まれば低まるほど、政策のクレディビリティが高まるからである。第3に、賃金などのインデクセーションが、過去のインフレ率の影響を受けるイナーシャを有している場合、為替レートのアナカーだけではインフレ抑制は不十分である。モデルでは、インデクセーションが完全であれば $a_4=0$ となりイナーシャの影響はなくなるが、現実のインプリケーションとしては、完全なインデクセーションは不可能であるので、アンカー政策と同時にイナーシャを持ち込むインデクセーションの廃止が必要となるということになる。総需要の管理と同様に、インデクセーションの廃止を政府がどれだけコミットするかも、アンカーへのクレディビリティを高めるために重要である。

ところで、為替レート・アンカーの長期的な有効性は、民間の為替レート予想が長期均衡値に収束するかどうか依存している。長期均衡が存在するとすれば、 $\pi=\pi^e=x^e$ より、

$$\pi=\pi^*+\{(1-\alpha)\delta/(\alpha\varepsilon+\eta)(1-\phi)\}z \quad (8)$$

を得る。やはり、 $z=0$ ならば、国内インフレ率は海外インフレ率と一致する。また、(4)式のような定式化では、長期的には賃金インデクセーションはインフレ率と無関係となる。

ここで、長期均衡への動学的調整プロセスを検討してみよう。当然のことながら、どのような為替レート予想形成を仮定するかによって結論は異なる。以下では2つのタイプを仮定する。ただし、インフレ期待に関しては、適応的期待形成を仮定する。

第1の為替レート予想形成は、現実のインフレ率と予想為替レートの差に基づいて調整されると仮定する。それぞれの予想形成は、以下のように表現される。

$$\dot{x}^e=\rho(\pi-x^e) \quad (9)$$

$$\dot{\pi}^e=\lambda(\pi-\pi^e) \quad (10)$$

均衡点の近傍で線形近似し、 $\bar{x}^e$, $\bar{\pi}^e$ を定常均衡値とすると、以下の体系を得る。

$$\begin{bmatrix} \dot{x}^e \\ \dot{\pi}^e \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \rho\left[\frac{(\alpha\varepsilon+\eta)\phi}{\Delta}-1\right] & \rho\frac{(1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon}{\Delta} \\ \lambda\frac{(\alpha\varepsilon+\eta)\phi}{\Delta} & \lambda\left[\frac{(1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon}{\Delta}-1\right] \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x^e-\bar{x}^e \\ \pi^e-\bar{\pi}^e \end{bmatrix} \quad (11)$$

ただし、 $\Delta=\alpha\varepsilon+\eta+(1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon$ 、である。

ヤコビアン各要素の符号は、 $b_{11}<0$, $b_{12}>0$, $b_{21}>0$, $b_{22}<0$ である。ただし、 b_{11} が負となるためには、

$$\phi<1+\{(1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon/(\alpha\varepsilon+\eta)\}$$

という条件が必要である。したがって、この条件が満たされるとき、トレースは負となる。

一方、ディターミナントは、

$$(\alpha\varepsilon+\eta)(1-\phi)/\Delta$$

であり、 $1 > \phi$ であれば正である。したがって、 $1 > \phi$ である限り、体系は局所的に安定であり、図1のように長期均衡が存在する。

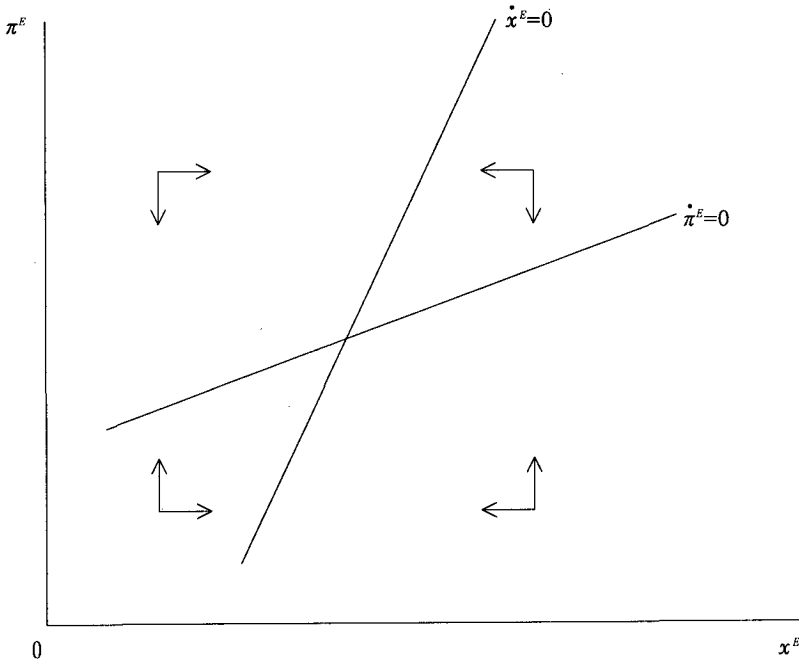


図1

これより、 ϕ が為替レートのアンカーに対するクレディビリティを表すパラメータであることから、アンカー政策を民間が部分的にしか信用していないケース ($1 > \phi > 0$) であっても、長期的には為替レート予想が長期均衡に収束し、アンカー政策が効果的であることがわかる。もちろん、(8)式より明らかなように、 z が正である限り、 ϕ が大きいほど長期均衡での国内インフレ率が高くなるという形でクレディビリティが影響する。

ところで、アンカー政策がまったく信用されていない場合 ($\phi = 1$) はどのような動学的な調整となるであろうか。 $\phi = 1$ ならば、テイターミナントがゼロとなるので、 $\dot{x}^E = 0$ 、 $\dot{\pi}^E = 0$ の両曲線は平行か、重なるかである。両曲線の位置関係を調べてみよう。 $\dot{x}^E = 0$ 曲線より、 $\pi = x^E$ であるから、この関係を(6)式に代入すると、

$$\pi^E = x^E - \{(1-\alpha)\delta / (1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon\}z \quad (12)$$

を得る。一方、 $\dot{\pi}^E = 0$ 曲線は、 $\pi = \pi^E$ より、

$$\pi^E = x^E + \{(1-\alpha)\delta / (\alpha\varepsilon + \eta)\}z \quad (13)$$

を得る。したがって、 $z > 0$ のとき、それぞれの曲線の位置関係は図2のようになる。体系は不安定で、インフレ期待、為替レート予想ともに無限に発散する。

一方、(12)(13)式より明らかなように、 $z = 0$ のときには、両曲線は一致し、図3に示され

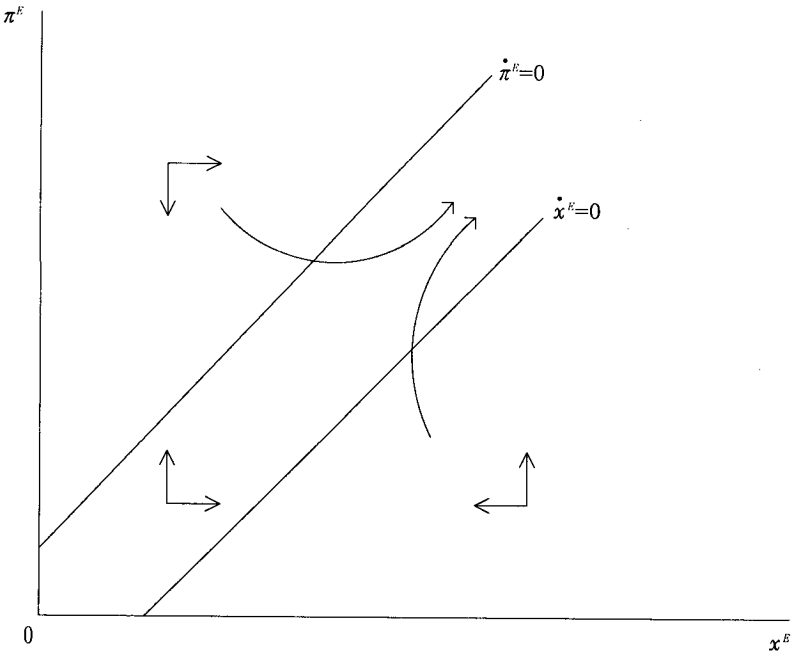


图 2

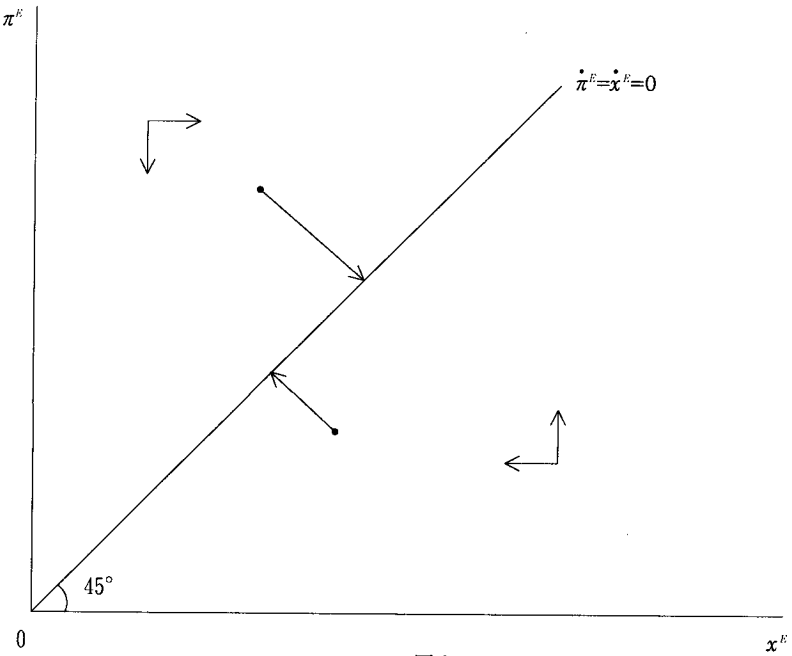


图 3

るように安定解を待つ。ただし、解は一意には決定されず無数に存在し初期値に依存するため、いわゆる履歴効果を待つ。いずれにせよ、この場合には総需要が完全にコントロールされ、その成長率がゼロでなければならない。

次に、第2の為替レート予想形成について検討しよう。現実には、為替レートの固定化が実施されても、瞬時にインフレ率がゼロとなることは期待できない。長期均衡に至るトランジションにおいては、 $z=0$, $\gamma=1$ でない限り、国内インフレ率は世界インフレ率を上回り、現実の為替レートは過大評価となる。このため、貿易赤字が深刻となればアンカー政策の持続は困難となり、いずれアンカー政策を放棄せざるを得なくなる。 $z=0$, $\gamma=1$ でないということは、アンカー政策が長期的に非整合的であることを意味し、いずれアンカー政策へのクレディビリティは失われるのである。以上の問題を反映させるために、以下の為替レート予想を仮定しよう。

$$\dot{x}^e = \rho(\pi - \pi^*) \quad (14)$$

すなわち、民間は現実のインフレ率と世界インフレ率との乖離（過大評価）の程度によってアンカー政策が非整合的であると判断し、この過大評価に応じて為替レート予想が調整されると仮定する。インフレ期待は前のモデルと同様に適応的期待形成を仮定する。

均衡値の近傍で線形近似し、ヤコビアンを求めると、

$$\begin{aligned} b_{11} &= (\alpha\varepsilon + \eta)\phi/\Delta > 0 \\ b_{12} &= (1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon/\Delta > 0 \\ b_{21} &= (\alpha\varepsilon + \eta)\phi/\Delta > 0 \\ b_{22} &= -(\alpha\varepsilon + \eta)/\Delta < 0 \end{aligned} \quad (15)$$

ただし、 $\Delta = \alpha\varepsilon + \eta + (1-\alpha)(1-\gamma)\varepsilon$

となる。トレースとディターミナントはそれぞれ、

$$\text{TRA.} = -(\alpha\varepsilon + \eta)(1-\phi)/\Delta < 0 \quad (\text{if } 1 > \phi) \quad (16)$$

$$\text{DET.} = -(\alpha\varepsilon + \eta)\phi/\Delta < 0 \quad (17)$$

であり、図4に示されるように、鞍点均衡となる。一般的に、民間のインフレ期待と為替レート予想をサドル・パスに政策的に乗せることがほとんど不可能であると考え、民間が(14)式で表現されるような為替レート予想を採用する限り、長期的には為替レートのアンカー政策は無効となると言える。為替レートの固定化と整合的でない総需要政策が維持されれば、過大評価が生じ、アンカー政策を維持できなくなることは当然のことといえる。

ところで、(14)式のような為替レート予想が採用される場合であっても、アンカーが完全に信用される ($\phi=0$) ときは、動学的調整はどのようになるであろうか。(17)式より、ディターミナントはゼロとなり、 $\dot{x}^e=0$, $\dot{\pi}^e=0$ 曲線は平行か、一致する。また、(15)式より $\phi=0$ ときは、明らかに両曲線とも傾きがゼロとなる。上と同様の計算を行い、両曲線の位置関係を調

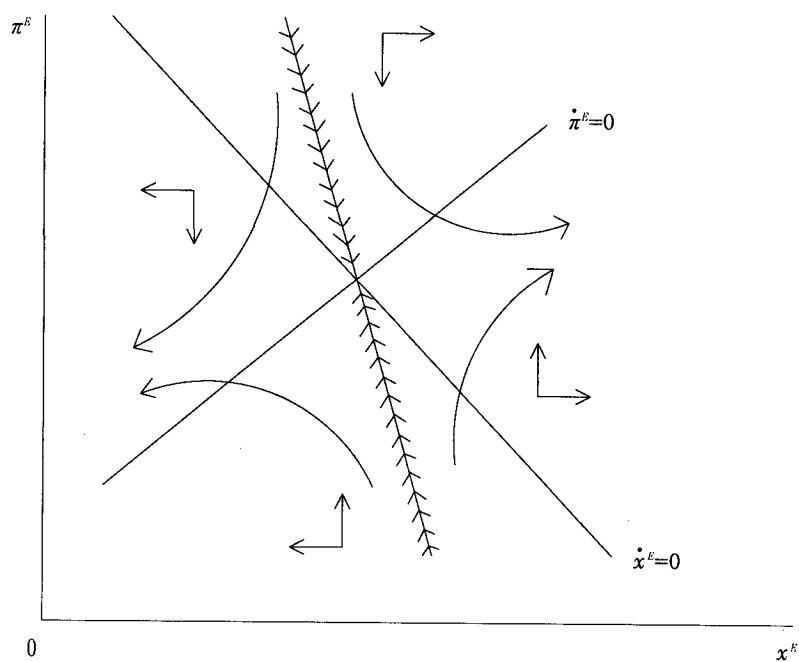


图 4

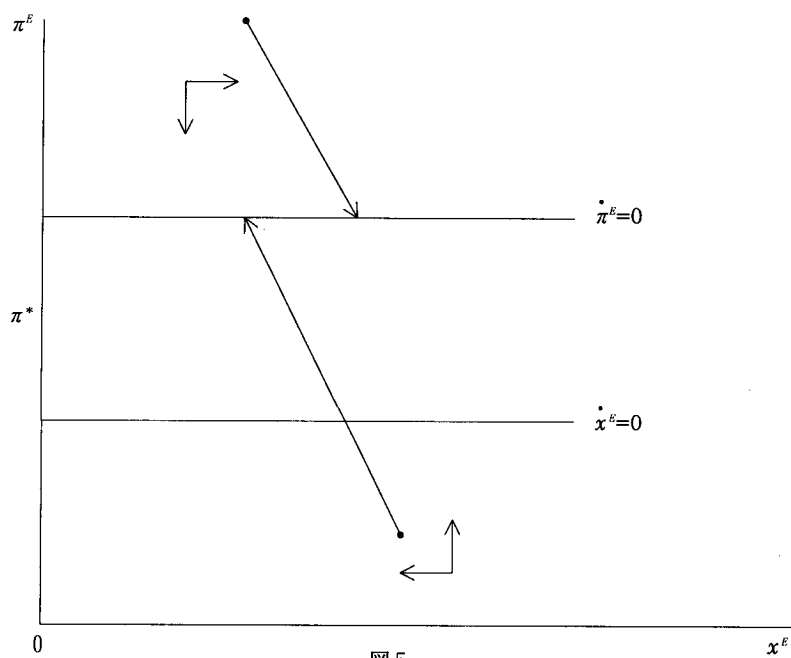


图 5

べると、図5のようになる。したがって、 π^e はある一定の値に収束するが、 x^e は履歴効果を持ち、解は無数に存在する。なお、 $z=0$ の場合には、両曲線は一致し、 π^e は世界インフレ率 π^* に等しくなる。これより、現実のインフレ率と世界インフレ率との乖離に基づいて為替レート予想がなされるケースでは、アンカー政策が当初より完全に信頼される場合のみ、安定解を持つことが理解される。ただし、この場合、総需要成長率は体系の安定性と関係しない。

以上を要約すれば、以下の通りである。

- ① 為替レートのアンカー政策が瞬時的にインフレ率を終息させるためには、アンカー政策が完全に信用されること、総需要が完全にコントロールされること、イナーシャをもたらすインデクセーションが廃止されることが、同時に満たされなければならない。
- ② アンカー政策の長期的な有効性については、為替レート予想が現実のインフレ率との乖離に基づいてなされる場合であれば、アンカー政策がある程度の信頼を得ている限り、最終的に為替レート予想は長期均衡値に収束し、有効となる。しかし、アンカー政策がまったく信用されなければ、インフレ・プロセスは無限に発散する。ただし、この場合、総需要が完全にコントロールされるときのみ、長期均衡解が存在し履歴効果を持つ。
- ③ しかし、為替レート予想が現実のインフレ率と世界インフレ率との乖離に基づいてなされる場合、体系は鞍点均衡となり、一般的にはアンカー政策の長期的な持続可能性は存在しない。ただし、為替レート・アンカーが当初より完全に信用される場合のみ、アンカー政策は長期的な有効性を持つ。

IV お わ り に

「リアル計画」の実施によって、ブラジルのインフレ率は急速に低下している。「リアル計画」は1986年以来のいくつかの安定化政策のなかで、最も長期間にわたり低いインフレ率を持続している点で評価すべきである。しかし、以上の理論分析でみたように、為替レートをアンカーとする政策は為替レート予想のあり方に大きく影響され、長期的な有効性は必ずしも保証されない。厳密な実証研究を経なければ、現実にはどのような為替レート予想が取られているか不明であるが、これまでのブラジルの経験から判断すれば、為替レートの過大評価が深刻となれば、単純な期待形成ではなく、より過大評価自体を考慮した為替レート予想が採用される可能性は高くなるであろう。過大評価に基づいて調整される為替レート予想となれば、アンカー政策に基づく安定化政策は有効ではなくなる。

ところで、モデルに従えば当初からアンカー政策が完全に信用され、総需要が完全にコントロールされ、インデクセーションが完全に廃止されない限り、国内インフレ率は世界インフレ率を上回り為替レートの過大評価が不可避である。したがって、できるだけこれらの条

件を満たし、過大評価を深刻化させないことが、不安定な体系をもたらす為替レート予想を一般化させないために重要となる。「リアル計画」が実施されてから1995年10月現在までの累積インフレ率は、23.5%（FGV一般物価指数）に達しており、一方為替レートは1ドル＝0.96リアル前後であることから、かなりの過大評価となっていることは否めない。しかし、このレベルが深刻であるかどうかの判断は困難である。

今後の安定化政策の進展に関しては、総需要管理が最も重要となる。何故なら、賃金などのインデクセーションが1995年7月の措置で廃止されたことから、残る総需要管理が過大評価をもたらさないための鍵となるからである。しかし、総需要管理の先行きは不透明である。現在のところ、総需要管理にはもっぱら高金利政策が当てられている。高金利政策が維持されている背景には、資本流入を確保し、為替レートの固定化を続けるために十分な外貨準備を維持するのに不可欠であるという理由も存在している。しかし、外資流入によって通貨需要が急激に拡大する状況で高金利政策を続けるには、市中の資金を公債の発行で吸収せざるを得ず、公債が急激に累積している。しかし、公債の返済を手当するのは基本的に財政赤字である。このためには、財政の健全化が必須である。

だが、財政の健全化は困難だとされている（Sachs and Zini [1996]）。なぜなら、重要な財政改革には憲法改正を前提とするものが多いからである。例えば、中央政府から地方政府への移転支出・交付金の是正、公務員身分安定制度などや社会保障制度の見直し、年金受給資格の改正などである。議会では、左翼政党やナショナリズムに傾く政党の抵抗が強く、憲法改正は困難であると予想されている。高金利と為替レートの過大評価に依存したマクロ運営は、1980年代後半の米国経済と似ているといわれ、ハードランディングするかソフトランディングするかは誰にも予想できない状況である。

付記：本稿の作成にあたり、Fernando Holanda de Barbosa (Fundação Getulio Vargas 大学)、Roberto Macedo (São Paulo大学)、中谷武 (神戸大学) 氏より有益な示唆を頂いた。記して感謝したい。しかし、ありうべき誤謬は筆者一人のものである。なお、本稿はアジア経済研究所「産業政策協力研究事業」によって1995年8月に実施されたブラジルでの現地調査の結果に一部基づいている。また、本稿で使用したデータは、ブラジル中央銀行年報、FGV: Conjuntura Econômica 各号に依存している。

注

- 1 事前に価格設定するという考え方は、Edwards [1993] を踏襲している。
- 2 いうまでもなく、為替レートが切り下がると予想する場合、輸入業者は実際には固定レートで輸入するので、固定レートと予想レートの差だけ利益を得続ける。輸出業者については、ある一定の国内価格を持つ輸出財を、切り下げ予想に基づいてドル価格付けすれば、現実の為替レート

に基づく場合のドル価格がそれを上回るので、輸出が困難となる。

- 3 Edwards [1993] では、1 期前のインフレ率に依拠する賃金インデクセーションを考慮することによってイナーシャを導入している。ここではインフレ期待に適応的期待形成を仮定することによってイナーシャを導入する。賃金インデクセーションについては、西島 [1993] を参照。また、Edwards が述べているように、ここでは賃金インデクセーションに限らず、社会に存在するその他諸々のインデクセーションを代表していると考えの方が適切であろう。

参 考 文 献

- Edwards, Sebastian, "Exchange Rates, Inflation and Disinflation: Latin American Experiences," *NBER Working Paper Series*, No. 4320, April 1993.
- Fischer, Stanley, "Indexing and Inflation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, No. 4, November 1983.
- 西島章次『現代ラテンアメリカ経済論—インフレーションと安定化政策』有斐閣 1993年。
- 西島章次「ブラジル経済はインフレ体質から離陸できるか」『世界週報』1994年9月13日。
- Sachs, Jeffrey and Alavaro Zini Jr., "Brazilian Inflation and the "Plano Real"," *The World Economy*, 1996, Forthcoming.
- Sargent, Tomas J., "The Ends of Four Big Inflations," in R. Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, Chicago University Press, 1982.

