

International Economic and Financial Review

国際経済金融論考



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

July 1, 2002

チェコの通貨・金融政策について¹

主任研究員 平松 拓

(Taku Hiramatsu)

e-mail : taku@iima.or.jp

チェコはEU加盟候補13カ国の中では最も加盟準備の進んだ国の一つとして、昨年末のEUラーケンのサミットにおいて2004年に加盟が予定される10カ国の1つに数えられ、また、2006年乃至07年には、ユーロの導入も展望されている。

しかしながら、社会主義経済体制からの移行作業が進められた90年代を振り返れば、決して順調な道を辿って来た訳ではない。90年代初頭には、他の候補国もほぼ同様であったとはいえ、移行初期の混乱による不況に陥り、二桁のマイナス成長を含む3年連続の経済縮小を経験した。経済が成長に転じた90年代半ばには、他の候補国に先駆けて一桁の低インフレと低失業率を実現し、「チェコの奇跡」と称せられるような好調な時期を迎えたが、97年にはアジアの通貨危機とほぼ時を同じくして通貨コロナの危機を経験し、その後再び不況に陥った。結果としてみれば90年代の10年のうち6年間はマイナス成長となり、旧体制時代の経済水準を回復したのは漸く昨年のことであった。

チェコが経験したこうした紆余曲折は、ハンガリーやポーランドといった他の主要加盟候補国が90年代半ば以後安定した成長路線に乗り、アジア通貨危機の影響もほとんど受けなかったことと比較して特徴的である。両国では旧体制下において既に経済の市場化が採り入れられており、当初のスタート・ラインが異なったこともあるが、経済移行プロセスの中で選択した政策メニューの違いも強く影響していると考えられる。中でも両国が早い段階から柔軟な通貨制度を採用し、且つその後もフロート制に向けて漸進的に改革したのに対し、チェコでは97年まで固定相場制を維持し、その後はいち早く管理フロート制とインフレーション・ターゲットの導入に踏み切ったことが注目される。

本稿では、90年代以降のチェコ経済のパフォーマンスについて、その通貨・金融政策との関連、具体的には固定相場制度が経済移行期に果たした役割や通貨危機の背景と発生のメカニズム、さらに、その後の成長回復をもたらすことになった管理フロート制およびインフレーション・ターゲットの採用と現状の通貨・金融政策運営上の問題点などについて

¹ 本稿は外国為替貿易研究会 国際金融第 1088 号 (2002.7.1 号) に掲載されたものである。

考えてみたい。

1. 改革プログラムと通貨バスケット・ペッグ制の採用

チェコを始め社会主義経済体制下にあった中東欧諸国にとっては、政治体制の転換に続いて経済改革、即ち計画経済から市場経済への移行のための構造改革が大きな課題であった。その実施にあたっては、マクロ的な安定性を確保しつつ、ミクロ的に企業・金融機関の支配構造の転換と各種市場の整備を行うことで市場経済メカニズムを機能させることが求められた。そうした要請に応えるため、IMFや欧州復興開発銀行の主導によってこれらの国に導入された移行プログラムは、①価格自由化、②貿易自由化、③企業への補助金削減、④通貨の国内における交換性回復、⑤通貨制度改革による為替相場の安定化、⑥緊縮金融財政政策によるインフレ抑制、⑦国営、公営企業の民営化——など、ほぼ共通の内容を含んでいた。

チェコにおいても90年9月に経済改革プログラムが採択され、91年1月には価格自由化、補助金の削減、貿易の自由化などの実施と、併せてバスケット・ペッグ制を内容とする通貨制度改革が行われた。同時に通貨コロナの国内での交換性が認められ、コロナの通貨バスケットに対する名目為替相場の安定化が金融政策のアンカーとして採用された。

チェコにおいては社会主義体制下において、既にバスケットを基礎とする通貨制度が存在していた。しかし、交換性は保証されておらず、単なる指標的な役割を果たす公定相場に過ぎなかった。経済改革プログラムの中で改めて採用されたのは、当時の経済・貿易取引状況を反映した通貨構成による通貨バスケットの価値を中心として、±0.5%以内の変動幅（narrow band）に為替相場を維持するナローバンドの固定相場制であった。

通貨バスケットがペッグの対象として採用されたのは、既に経験があったことに加え、ソビエトを中心とするコメコン体制下で強い相互依存関係にあった中東欧諸国にとり、次第にEU各国との間の貿易の拡大が見込まれたためと考えられる。

また、固定相場制が採用されたのは、為替管理の緩和が進められる中で為替相場の安定が輸出入物価を通じてマクロ経済の安定化に貢献することを期待したもので、当時はIMFの後押しもあった。

この時期、ハンガリーやポーランドでも通貨バスケット制を採用していたが、ハンガリーで採用されたのは対バスケット相場の柔軟な見直しを前提とするアジャスタブル・ペッグ制であり、ポーランドでは固定相場制が一旦は採用されたが91年には早くも切り下げ率を事前告知するクローリング・ペッグ制へ移行しており、より柔軟な通貨制度となっていた。背景には、

- ① 市場経済の下で適度な競争力を保証する固定相場を先見的に決定することが困難であること。
- ② 自由化、規制緩和等の市場化プロセスの中で、インフレ率の高騰などにより実質為替相場の乖離が生じるおそれがあること。
- ③ 固定相場制度を維持するための外貨準備や金融、資本市場等の整備がなされていないこと。

——などの懸念があった。

一連の規制緩和、制度改革とあわせて、チェコでは体制移行前にはほとんど進んでいなかった国営企業の民営化措置も積極的に進められた。住宅、小売店、農地などの小規模資

産は元の所有者へ返還、小規模企業資産については競争入札方式が採用され、93年末迄に多くの企業が売却された。

また、大・中規模企業についてもバウチャー方式*2が採用され、92年から94年にかけて多数の企業を対象とした民営化が実施された。こうして他国比で迅速に進められた企業の民営化により経済における民間セクターの役割は急に拡大した。

2. バスケット・ペッグ制の果たした役割

価格の自由化や補助金の廃止によって、91年のインフレ率（CPI）はピーク時1ヶ月で25.8%、年間で52%にも高騰した。しかし、名目為替相場の維持による輸入物価の安定や緊縮的金融・財政政策の採用、さらには民間セクターの拡大により機能し始めた市場メカニズムの効果もあって、他の移行諸国に先んじて落ち着きを見せ、94年には一桁まで低下した。インフレの収束は、国内の投資の積極化による生産性の向上をもたらし、機械工業など優れた伝統を持つチェコの製造業の国際競争力は強化された。その結果、94年以降経済は成長率の上昇、一桁の低インフレ率、3%台の低失業率、軽い対外債務など、「チェコ経済の奇跡」とIMFが表現するような好調さを示した。政府はそれを背景に賃金規制（引上げ限度）の撤廃、經常取引と一部（対内）資本取引の自由化、企業清算を迅速化するための破産法の改正、利益相反規制の強化——などを内容とする市場経済化促進策を実施し、95年11月には他の旧共産圏諸国に先駆けてOECDに加盟を果たした。

固定相場制採用は経済の開放度の高い国にとって輸出入物価の安定を通じたインフレ率の抑制効果が期待されるが、実際にチェコの場合は急速なインフレ率の収束が見られ、それが経済の好循環に繋がった点でメリットが大きかったと考えられる。

バスケット・ペッグ制は97年5月に管理フロート制に移行するまで続けられたが、この間、通貨バスケットの構成の見直しについては92年1月と93年5月という比較的早い段階から行われた（第1表）。これに対し許容変動幅については、1996年2月迄の5年以上に亘って±0.5%が維持された。変動幅拡大前のチェコの外貨準備保有高は小さく（93年：40億ドル程度）、また、西欧ではこの間EMSが危機に陥ったことなどを勘案すれば、チェコが自由貿易体制の下で長くナローバンドを維持できたことは注目に値する。背景として考えられるのは、①中央銀行による積極的な介入が行われていたこと、②通貨制度が導入された90年以前に4回の為替相場の切り下げが行われており（合計55%引き下げ）、スタート当初においてはコロナが過小評価されていたと考えられること、③この間チェコの生産性向上のペースが速く、インフレ率格差による実質相場の上昇を相殺したこと——などであろう。

第1表 チェコの通貨バスケット構成通貨の変化

バスケット構成比(%)	USD	DM	ATS	GBP	FRF	CHFR
~88.12.31	45.83	29.78	10.65	9.06	4.6	n.a.
~90.12.27	32.88	40.93	12.32		4.82	9.05
~92.1.1	31.34	45.52	12.35	4.24		6.55
~93.5.2	49.07	36.15	8.07		2.92	3.79
~97.5.25	35.00	65.00				

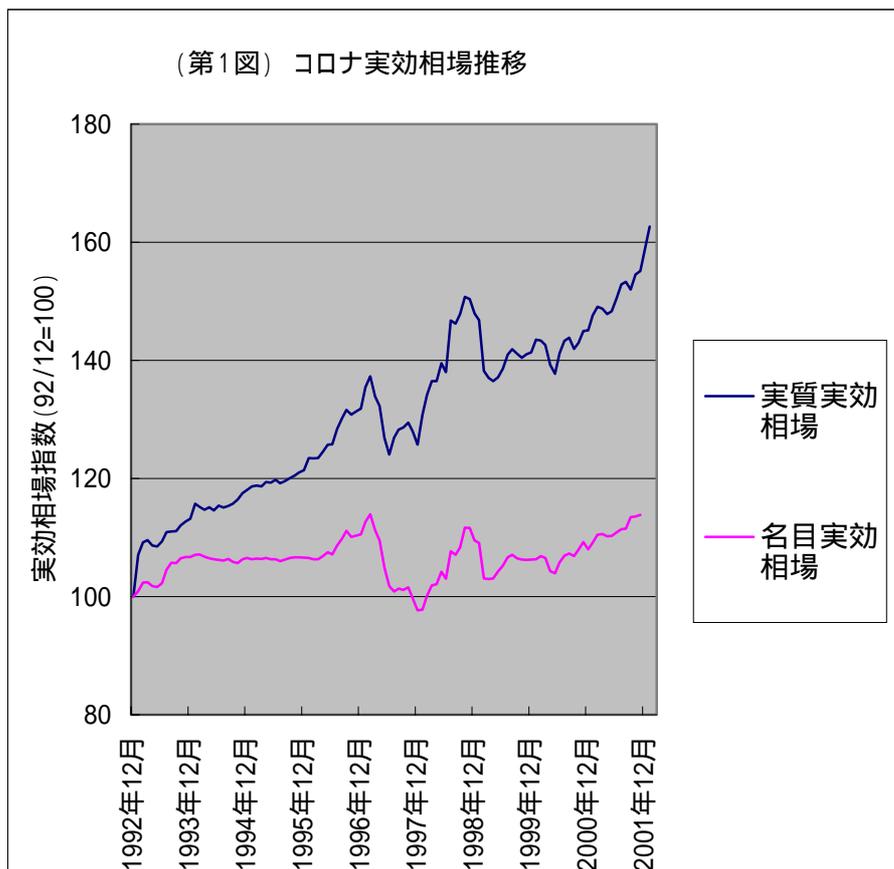
(出所) Czech National Bank

*2 国民にクーポン株式の購入権であるバウチャーを廉価で配布、それと引き換えに株式を獲得させるもの。

3. 通貨危機の発生と管理フロート制、インフレーション・ターゲットの採用

チェコのインフレ率は他の中東欧諸国との比較では低かったものの、バスケット通貨構成国などよりは高かったことから、通貨コ罗纳には名目為替相場の安定下で実質為替相場の上昇の問題が生じていた（第1図）。また、金利もそれに応じて相対的に高い水準にあったことから、資本取引規制の緩和に伴って海外からの資金流入が生じ、同時に名目相場の上昇圧力がかかっていた。こうした固定相場制に関わる基本的な問題がいずれは表面化することは避けられなかったと考えられるが、チェコでは他の構造問題と相俟って、通貨危機という形に発展した。

即ち、国内における資本の蓄積不足、金融・証券市場の未整備の状況下で、大・中規模国営企業の民営化を迅速に進めるために採用されたバウチャー民営化は、結果として銀行の系列の投資ファンドによる多くの企業の実質所有に繋がった。そうした企業では、民営化後も経営者と債権者の間に牽制が効かず、課題であったリストラも行われぬまま、事業の拡大が追求されたことから、過剰借入れ、過剰投資が行われた。また、熟練労働者の



(資料) Datastream

不足が賃金の上昇を招くと共に過剰消費につながったことで物価上昇圧力が高まった。さ

らに民営化が遅れて国営のまま残された銀行でもガバナンスが有効に機能せず³、金融のブルーデンシヤル・ルール、金融監督システム、適切な審査システムなどを欠いていたことから、不良債権の大量発生に繋がり、多くの銀行で経営問題を抱えることとなった。

96年になると、成長の減速、失業率再上昇、インフレの下げ止りが見られるようになった。資本の流入による相場上昇圧力に対抗するための為替介入は、流動性の供給を通じて国内経済の過熱、経常赤字の拡大をもたらした。それに対して、流動性を吸収するための不胎化は金利上昇と更なる資本流入に繋がることから、 $\pm 0.5\%$ というナローバンドを維持する中では限界があった。96年2月、中央銀行は為替相場に上昇余地を作るため、5年間に亘り維持してきた $\pm 0.5\%$ の為替相場の変動許容幅を $\pm 7.5\%$ へと拡大した。

97年に入ると極端な金利上昇によりGDP成長率は顕著に低下、インフレと為替相場上昇による競争力低下で経常収支の赤字拡大傾向が一層強まった。これに対して97年4月、政府は財政・金融の引き締め⁴、公的部門の貸金抑制、法人税率引き下げ、外資の導入による民営化の促進——などを内容とする対策パッケージを纏めた。しかし、アジアにおける通貨問題を反映して大幅な経常赤字を抱える新興市場に対する見方が厳しくなり、国内政治情勢の不安定化などとも結びついた結果、為替市場では一転してコロナの売りが優るようになり、5月には通貨危機が発生した。名目為替相場維持の結果生じていた実質為替相場の過大評価の修正局面が本格化した中では、介入や変動幅の調整による対応では抗し切れないことが明らかであったことから、1997年5月26日、中銀は91年初以降維持してきた通貨バスケットをアンカーとするペッグ制を放棄し、対マルク相場の安定を目指す管理フロート制へ移行するとともに、新たに金融政策のアンカーとしてネット・インフレ率⁵をベースとするインフレーション・ターゲットを導入した。

4. インフレーション・ターゲット導入（管理フロート制移行）後の経済状況

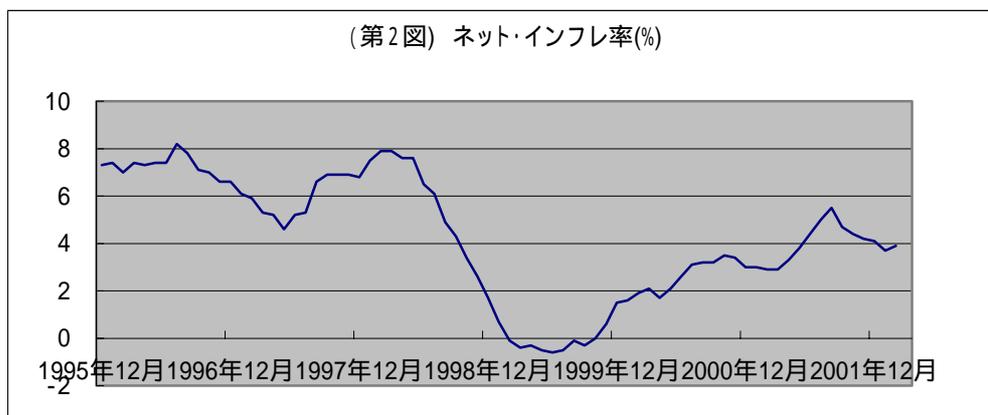
通貨危機後一旦落ちつきを取り戻したコロナの為替相場は、97年末にかけて国内景気指標の悪化から再度下落したこともあって、危機発生以降、97年末までに対ドルで20%、対マルクで7%の切り下げとなった。また、国際収支均衡化のための金融引締めにより成長率は97年以降99年までマイナス成長に落ち込んだ。一方、インフレ率は通貨下落に伴う輸入物価上昇もあって98年には10.7%まで上昇した。

しかし、管理フロート制への切替えによる投機的資金移動の減少とインフレーション・ターゲット導入によるインフレ心理の抑制は次第にその効果を顕し、99年後半以降の力強い回復に繋がった。インフレ率はコロナ相場の安定と緊縮政策の効果により98年中頃より急速に沈静化し、99年には2.1%まで下がり、その後も一貫して政府のインフレ目標（98年末 $6\pm 0.5\%$ 、99年末 $4.5\pm 0.5\%$ 、00年末 $4.5\pm 1.0\%$ ）を下回った（第2図）。

³ 体制変革時に国有企業に対する融資で不良資産を抱えていた銀行は、国の負担で不良債権問題から開放されたためモラルハザードに陥っていた。

⁴ GDPの2.5%に相当する歳出カット、通貨供給量伸びの抑制などを含んだ。

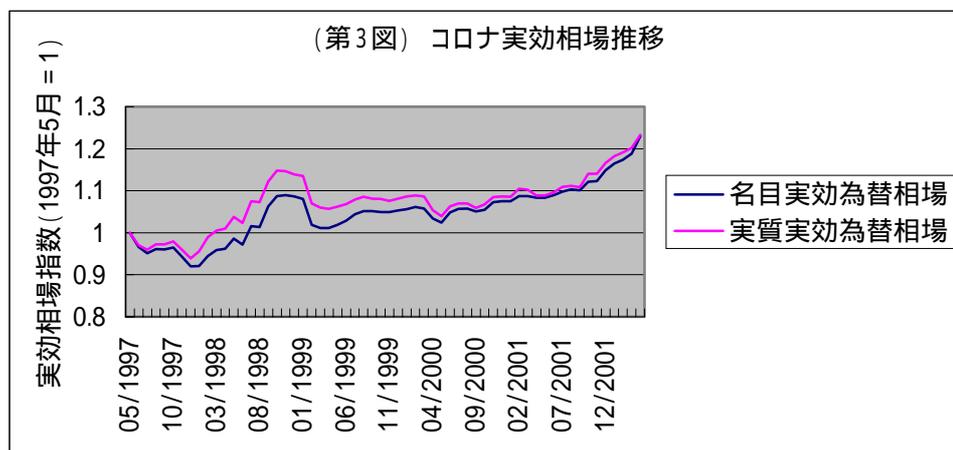
⁵ CPIから価格規制のある物資・サービスを除き、更に間接税による影響を除去したインフレ指標。チェコは2001年4月から目標設定のベースを総合インフレ指標である、ヘッドライン・インフレ率に切り替えた。



(資料) Datastream

一方、96年にはGDP比7.4%に達していた経常赤字も、為替相場が下落し、内需の不振などで輸入が伸び悩む一方、EU景気の回復やこれまでの直接投資による生産性向上の効果で輸出が伸びたことから、98年には2.4%にまで縮小した。

また、インフレに落ち着きが見られたことを背景として、コロナ相場も回復に転じた。98年には金融緩和策への転換によって金利がピークアウトしたことで、資本の流入が増加し、98年4月には投資優遇策が承認されたこともあって、対内直接投資が再び増加してコロナの上昇圧力として働くようになった。98年にはロシア危機の影響も軽微にとどまり、(第3図)、99年初には景況の不振とブラジル通貨危機の影響で調整局面を迎えたが、フロート制により柔軟に吸収され、以後上昇基調を辿っている。



(資料) Czech National Bank

こうした管理フロート制、インフレーション・ターゲットの導入による経済諸条件の改善に伴って、99年の後半には力強い回復に転じたチェコの経済は、00年、01年とそれぞれ2.9%、3.6%の成長を達成した。通貨危機後、比較的早いタイミングで為替相場が反転した背景には、緊縮政策の採用によるインフレの抑制が効果を挙げたことが指摘される。同時に通貨危機に至るまでに流入した資本の中で直接投資による非債務性投資の占める割合が

大きく、危機に際しての流出が比較的小幅にとどまったこと、EU加盟への動きが現実化して政策への信頼性が増したことなどの要因にも恵まれた。

5. 現状の通貨、金融政策運営上の問題点

通貨危機後、インフレーション・ターゲットの採用によって中銀の金融政策運営は信頼性を高めたが、中銀にとって金融、通貨政策執行面で問題が無いわけではない。金融政策による信用創造の制御機能低下の問題と、民営化案件を見越した投機的な資金の流入の問題である。

まず、金融政策の制御機能の問題については、銀行、企業共にガバナンスが確立しない状況で過剰融資が行われた結果、多くの企業向け融資が返済不能となって銀行が多額の不良資産を抱えていることが背景にある。銀行、企業ともにリストラを進めている最中において、銀行は中銀の金融政策の如何にかかわらず国内企業向け融資に対しては慎重になっており、デイス・インターメディアエーションの状態にある。一方、外資に買収された企業では、グループ内のクロス・ボーダー・ファイナンスを中心とした資金調達が、国内の金融政策から独立した形で行われている。そのため、金融機関の信用創造に対する金融政策の直接制御性が低下しており、為替相場チャンネルを通じた輸出入物価のコントロールが代替手段として引き続き重要となっている。

幸いにして、不振企業や経営破綻した銀行の買収に外資が積極的なこともあって、経常赤字を上回るような大幅な直接投資の流入が続いており、コロナの為替相場には上昇圧力がかかっている。そのため、為替相場を上昇させる目的で金利を引き上げることが必要な局面にはなっていない。しかし、金融政策の制御性の低下の原因である企業や銀行のリストラが、為替相場上昇圧力を通じて金融政策に貢献しているという、皮肉な形となっている。

また、直接投資の流入は、遅れている民営化案件を対象とした外資流入への期待から、コロナ高を見込んでの投機的資金の流入の背景ともなっている。インフレ対策の観点からは短期的に相場上昇を放置することが考えられるが、価格競争力の低下につながるだけでなく、持続性の無い相場上昇は急落した場合にかえって中期的インフレ目標の達成が危ぶまれる。また、相場上昇を抑制するための不胎化介入は、金利差拡大による資本流入の影響が勝って、経験的には余り成功していない。そのため、中銀は時期を見ての介入により急激な相場上昇の抑制を図り、同時に外貨建て民営化収入を市場でコロナに交換せずに、中央銀行の特別勘定に預託するといった対策も併用しているが、決め手を欠いている。

中銀はこうした状況下で99年末以降再び上昇していたインフレ率が昨年7月にピーク(5.9%)に達したことを確認後、11月、本年に入って1月、2月、4月とインフレ率の低下継続を見極めながら小刻みな金利引き下げを行ってきた。これは、更なるインフレの抑制効果に目をつぶっても通貨高に対処しようとするもので、現在のような環境下における中期的インフレ対策としては適切としても、金融の過度な緩和に繋がりがかねない危険を孕んでいる。

6. むすびに代えて

以上見てきたように、経済の移行過程にあたり、チェコで採用された通貨バスケットに対する名目為替相場をアンカーとするペッグ制は、初期の段階においてインフレの抑制に

効果を発揮し、経済をいち早く安定化させ成長に導いたという点で重要な役割を果たしたといえる。市場経済化ではスタートで先んじていたハンガリー、ポーランドといった他の中東欧諸国をリードすることにもなった。しかしながら、企業や金融機関の適切なガバナンスの欠如という別の問題があったにしても、成長過程に乗り、資本取引規制が緩和された後も続けられたペッグ制は、投機的な資金の流入による経済の過熱化を招き、それに対する適切な対応を欠いたという点で、通貨危機の原因となったという面は否めない。

これに対し、通貨危機の後採用された管理フロート制と金融政策のアンカーとしてのインフレーション・ターゲットは、チェコが他の中東欧諸国に先駆けて採用したものであったが、硬直的通貨制度が抱えた問題点の解決には有効であり、チェコが再び力強い成長軌道に復することに貢献したといえる。しかし、制度改革により安定感を増したかに見える中央銀行による金融政策も、その運営は国内金融市場におけるディス・インターミディエーションの存在により、直接投資資金の流れに左右されるという危うさを抱えている。

チェコのインフレ率自体は順調に低下しており、EU加盟を達成した後の次のステップであるEMUのためのインフレ率格差の問題は縮小に向かっている。この傾向を定着化させるためには、管理フロート制とインフレーション・ターゲットの一層の定着化が必要であろうが、そのためには金融政策の運営の障害となるディス・インターミディエーションの解消が不可欠であろう。この先、金融セクターの機能回復、金融市場の整備のための努力が重要となってこよう。

[主要参考文献]

EBRD "Transition report 2000"、"2001"

チェコ中銀各資料 (<http://www.cnb.cz/en/index.html>)

OECD "Economic Surveys, Czech Republic" (1998,2000,2001)

IMF "Czech Republic: Selected Issues and Statistical Appendix" (2001)

IMF "Czech Republic: 1998 Article Consultation" (1998) 、 (2001)

Miroslav Hrnčíř "The Czech Case: Fixed Exchange Rates Through Stage of Transition" (1999)