

## 南アフリカ準備銀行の通貨政策

大 宮 僕 一

### 1 はじめに

本稿では南アフリカ準備銀行がインフレ率を抑制するために、どのように通貨政策を運用してきたかに焦点をおいて、1990年代から現在までの通貨政策のインフレ率抑制効果について考察している。

南アフリカ共和国の短期金融市場（money market）は国内の商業銀行が主な役割を果たしており、なかでも The Standard Bank of South Africa, Absa Bank, FirstRand Bank, Nedbank の 4 行が主体となっている。2010 年 12 月末時点でこの 4 行が全国内銀行 16 行の総資産の 90% を占めている<sup>(注1)</sup>。短期金融市場を銀行間市場、商業銀行とみなしても差し支えない理由である。

また、本稿で云うところの流動性（liquidity）とは、商業銀行が中央銀行である準備銀行に保有する当座預金残高について、最低現金準備相当分を除いた残高である。

### 2 通貨政策の目的と憲法および準備銀行法の規定

南アフリカ準備銀行（South African Reserve Bank：以下では準備銀行と云う）は特別議会制定法である the Currency and Banking Act, No. 31 of 1920 にもとづいて 1921 年に設立された。準備銀行設立以前の南アフリカでは複数の商業銀行が統一された法律もなくそれぞれ銀行券を発行し、公衆の金交換請求に応じていた。しかし第一次世界大戦後、金の市場価格が上昇すると銀行は自らの銀行券の金交換が難しくなり、政府にその義務の免除を求めた。その結果、政府は特別委員会の勧告にもとづいて銀行券の独占的な発行権をもち、銀行の保有する金をも譲り受ける中央銀行を設立した。同行は第一次大戦後に設立された最初の中央銀行であり、イギリスを除く英連邦内の最初の中央銀行である<sup>(注2)</sup>。

通貨・銀行法は 1944 年に準備銀行法 the South African Reserve Bank Act of 1944 に変わり、さらに 1989 年の準備銀行法 the South African Reserve Bank Act, No. 90 of 1989 となる。同法はその後、

必要に応じてたびたび修正されているが、現在も効力をもっている。

他方、準備銀行の設立、主要目的および権限、機能については、1944年に公布された南アフリカ共和国憲法 the Constitution of the Republic of South Africa, Act No. 200 of 1993、いわゆる暫定憲法 1993 Interim Constitution<sup>(注3)</sup>においても定められている。すなわち主要目的については196条(1)で「南アフリカ準備銀行の主要目的は、共和国の均衡のとれた持続的な経済成長に資するため、通貨の対内・対外価値を守ること (to protect the internal and external value of the currency) にある」と定め、続けて(2)において「準備銀行は、その主要目的の追求に当って、197条で言及する議会制定法のみに従い、独立してその権限を行使し、その機能を果たすこと。ただし準備銀行と金融事項に責任を負う大臣との間で定期的協議がなされること」と定めている。その権限と機能については「議会制定法で定められる、諸中央銀行が慣習的に行使し実行しているもの」(197条)としている。

しかし暫定憲法に代って、1996年に新たに南アフリカ共和国憲法 (No. 108 of 1996)<sup>(注4)</sup> が公布されたときには準備銀行の主要目的について重点が明確に変更されている。すなわちこの現在の憲法の224条(1)では、「準備銀行の主要目的は共和国の均衡のとれた持続的な経済成長に資するため、通貨の価値を守ることである」と規定している。また224条(2)において、「準備銀行はその主要目的の追求に当って、独立して偏見なく公平にその機能を果たさなければならない」と定めている。暫定憲法で言及している通貨の対内・対外価値の維持のうちから対外価値の維持を除いたことは、一つには通貨の対外価値は外国為替市場での通貨の需給関係で決まるべきとする考え方と、他方で通貨政策の目的が国内の物価上昇率を低い水準に抑えて資源配分を効率化し、均衡のとれた経済成長をはかるという姿勢を示したものとも云える。

この1996年の憲法の規定を受けて、1989年の準備銀行法の3条も修正され (SARB Amendment Act 2 of 1996)、準備銀行の主要目的については憲法の文言と準備銀行法の規定が同一となっている。

通貨の対内価値を守るとは、国内の財・サービスに対する通貨の購買力を安定的に保つことであり、消費者物価の上昇率を低い水準に維持することである。準備銀行の実際の通貨政策の運用状況をみると、後述のように1986年から1999年までの期間についてはM<sub>3</sub> マネーサプライの増加率にガイドラインを設けて消費者物価上昇率を間接的にコントロールするよう努めている。2000年2月にインフレーション・ターゲティングを採用して以降は、インフレ率を消費者物価の上昇率でとらえて低い数値目標を設定し、実際のインフレ率をその目標域内に収めるように政策手段を運用している。したがって通貨政策は1980年代後半から物価の安定を一つの大きな目的としており、憲法での通貨政策の目的についての修正もそうした実情を反映していると云える。

### 3 通貨政策の運営と準備銀行の独立性、説明責任、透明性

準備銀行は憲法および準備銀行法の規定によって通貨の価値を守ること、すなわち物価の安定を達成し維持することを義務として通貨政策を運営することになっている。そしてその義務の履行に当っては、憲法224条(2)で「その機能を独立して偏見なく公平に果たさなければならない」と機能上の独立性が与

えられている。したがって物価の安定を達成し維持するためにいかに通貨政策手段を運営するかについては、準備銀行は大蔵大臣との協議を必要とするにしても、自らの権限と裁量で決定することができる。例えば後述の  $M_3$  マネーサプライのガイドラインについても準備銀行が決定している。ただ物価の安定という目標については、政府との関係において完全な自主性、独立性をもっている訳ではない。インフレ目標の設定についても、大蔵大臣が準備銀行総裁と協議のうえ決定し公表していることから、これらの通貨政策の目標については準備銀行は自主性 (autonomy)、独立性 (independence) を有していない。

ここで準備銀行を運営する理事会の権限について触れておこう。理事会は1989年の準備銀行法、2010年の同修正法 (SARB Amendment Act 4 of 2010) によって、15名の理事で運営されている。そのうち総裁1名 (熟練の銀行業経験者)、副総裁3名、ほか4名の理事が大統領によって大蔵大臣・理事会との協議を経て指名され、その他の理事7名は準備銀行の通常の株主総会において商業・金融関係4名、農業関係1名、工業関係2名が株主の代表として選出される。この理事会の決定・行為 (decisions and acts) は、理事会が理事全員で構成され、理事としての不適格者がいない限り有効とされている。

理事会は多岐にわたる問題を扱っているが、具体的な通貨政策手段の決定や将来の物価動向、インフレ率の予測などについては準備銀行内部に設けられている通貨政策委員会 (Monetary Policy Committee) が担当している。同委員会はインフレーション・ターゲティングが導入される直前に設置され (1999年10月に初会合)、総裁、副総裁と上級職員4名の計8名で構成されている。同委員会は通常、年6回、その他必要に応じて開催され、その報告 (statement) が総裁名で公表されている。

このようにして決まる通貨政策が効果をもつためには準備銀行による政策手段の決定とあわせ、その経緯、将来のインフレ予測などが政府や公衆に説明されなければならない (説明責任: accountability)、またそこに透明性 (transparency) があることが求められる。

これらは政府との関係では、準備銀行総裁による大蔵大臣との定期的協議、議会の委員会での証言、通貨政策の実施に関する年次報告の大蔵大臣への提出 (準備銀行法31条)、通貨政策の実施状況を反映する毎月の最終営業日末の同行の資産負債残高報告の公表 (同法30条(1)a) などによって、また公衆に対しては2001年3月以降、Monetary Policy Reviewの年2回の発表 (最近のインフレ動向、通貨政策、インフレ見通し、評価と結論を記載)、年次報告書 (Annual Report)、年次株主総会での総裁スピーチ、通貨政策委員会報告などによって、説明責任を果たし透明性を確保している。

#### 4 $M_3$ マネーサプライ・ガイドラインと通貨政策の運営

1995年10月に準備銀行総裁 Chris Stals は南ア共和国の通貨政策の目的について、「主要な目的は中長期の実質経済成長に寄与する安定した金融環境を確立することである。低いインフレ率が金融の安定についての最終的な尺度とみられているが、南アフリカの通貨政策モデルではマネーサプライの変化率を中間目標として設定している(注5)。」と述べている。

準備銀行は1985年から2000年にインフレーション・ターゲティングを導入するまでの期間、 $M_3$  マ

マネーサプライの変化率について一定幅をもつガイドラインを設定し、実際の  $M_3$  マネーサプライの伸び率をその幅内に収めるように通貨政策を運営する方式をとっている。この通貨政策モデルは準備銀行が低いインフレ率を維持すること(通貨の価値を守ること)を最終目標とし、その目標を実現するためにマネーサプライの調節を中間目標とするマネタリー・ターゲティングである。このようにマネーサプライを通貨政策の中長期にわたる運営方針を決定する要因として利用することは、マネーサプライの変化と物価水準の変化との間に安定した関係が存在することが前提となる。

第 1 表では対象としている期間について  $M_3$  マネーサプライ・ガイドラインの上限・下限、通貨政策運用の結果を反映する実際の  $M_3$  マネーサプライの伸び率、消費者物価指数でみた物価上昇率を示している。実際のマネーサプライの伸びは 1986 年、1987 年、1990 年、1992 年、1993 年にガイドラインの幅内に収まっているが、それ以外の各年ではガイドラインを上回る高い伸びを示している。これに対して物価上昇率は 1980 年代後半から 90 年代初期にかけての 2 桁から徐々に低下して、1993 年以降は 1 桁の上昇率となっている。実際のマネーサプライの伸び率と物価上昇率との対比では、1990 年代初め頃まではマネーサプライの高い伸びが、タイムラグをもって高い物価上昇率をもたらしている。しかし 1994~95 年頃からはそうした比例的な関係はみられない。

第 1 表  $M_3$  マネーサプライの変化率

年	$M_3$ マネーサプライ変化率%		消費者物価 上昇率%	通貨部門の対民間 信用供与伸び率%	通貨の所得 流通速度
	ガイドライン	実際の値			
1986	16-20	9.3	18.6		
1987	14-18	17.6	16.1		
1988	12-16	27.3	12.9		
1989	14-18	22.3	14.7		
1990	11-15	12.0	14.4		
1991	8-12	12.3	15.3	14.5	
1992	7-10	8.0	13.9	8.7	
1993	6-9	7.0	9.7	9.7	2.13
1994	6-9	15.7	9.0	17.0	2.13
1995	6-10	15.2	8.7	17.8	2.11
1996	6-10	13.6	7.4	16.0	2.07
1997	6-10	17.2	8.6	14.4	1.98
1998	6-10	14.6	6.9	16.7	1.83
1999	6-10	10.2	5.2	9.2	1.82

資料 SARB *Quarterly Bulletin* 各号。消費者物価上昇率は対前年同月比の年平均値。

国内総生産(市場価格表示)の  $M_3$  に対する比率いわゆる通貨の所得流通速度をみると、1994 年の 2.13 から 1999 年の 1.82 へ次第に低下している(注 6)。これは財サービスへの支出と直接関係しないマネーサ

プライが増加し、その多くが金融・資本取引など金融的流通にとどまることで、 $M_3$ の増加がそのまま物価上昇につながらなかったためとみられる。

これらのことは低いインフレ率の実現を目指し、その中間目標として $M_3$ マネーサプライのみを利用する方式の有効性と信頼を低下させることになる。

しかし、準備銀行は $M_3$ マネーサプライの変化のみに依存して低いインフレ率を実現しようとしていたのではなく、1995年以降、通貨政策の変更について決定する際には $M_3$ 以外の金融状況全般を示す要因を考慮するといっている(注7)。これは折衷方式(eclectic approach)といわれ、次の要因を含んでいる。

①マネーサプライ( $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$ )の伸び ②マネーサプライの変化の原因(例えば準備銀行の保有するネット対外資産の変化) ③商業銀行の民間部門および政府に対する信用供与額の変化 ④商業銀行の流動性の変化 ⑤金利水準、利回り曲線の形状、国際金融市場の金利動向 ⑥金外貨準備の変化 ⑦通貨ランドの為替相場(主要貿易相手国通貨に対する為替相場の加重平均値)の変動。

準備銀行はこれらの要因のうち、あらかじめ決定された目標ないしガイドラインが設けられているのは $M_3$ マネーサプライについてのみとしている。したがってある状況のもとで、これらの要因のうち、どのような組合せが中長期的に低いインフレ率を実現するために望ましいかについては、準備銀行が裁量的に判断することになる。

しかし実際には、準備銀行はこの折衷方式を表明しながらも $M_3$ マネーサプライにのみガイドラインを設定し、マネタリー・ターゲティング方式を崩さなかった。

それでは準備銀行はどのように通貨政策を運用し、 $M_3$ マネーサプライの調節を通じて低いインフレ率の実現に努めたのであろうか。

まず $M_3$ マネーサプライと通貨政策との関係についてみよう。 $M_3$ マネーサプライを増減させる要因を通貨部門の金融機関の統合貸借対照表からみると、次の通りである。

通貨部門に含まれる金融機関の統合貸借対照表(注8)では、対応記入の原則から資産総額と負債総額は常に等しい。現金通貨(銀行券・铸貨)、預金通貨は通貨機関の債務であるという通貨の定義によって、統合貸借対照表のある債務要因がマネーサプライを形成している。そこで統合貸借対照表の負債を $M_3$ 構成部分とその他の負債に分けると

$$\text{資産総額} = M_3 + M_3 \text{に含まれない債務}$$

$$M_3 = \text{資産総額} - M_3 \text{に含まれない債務}$$

$M_3$ マネーサプライは流通現金通貨と民間部門預金からなるという定義を使うと

$$M_3 = \text{対外資産} + \text{民間部門向け信用} + \text{政府部門向け信用} + \text{その他資産} \\ - (\text{政府預金} + \text{対外債務} + \text{資本金} \cdot \text{準備金} + \text{その他債務})$$

関連する項目をまとめると

$$M_3 = \underbrace{(\text{対外資産} - \text{対外債務})}_{(a)} + \underbrace{\text{民間部門向け信用}}_{(b)}$$

$$\begin{aligned}
 &+ \underbrace{(\text{政府向け信用} - \text{政府預金})}_{(c)} \\
 &- \underbrace{[\text{その他資産} - (\text{資本金} \cdot \text{準備金} + \text{その他債務})]}_{(d)}
 \end{aligned}$$

故に

$$M_3 = \underbrace{\text{ネット対外資産}}_{(a)} + \underbrace{\text{民間部門向け信用}}_{(b)} + \underbrace{\text{ネット政府向け信用}}_{(c)} + \underbrace{\text{ネットその他資産}}_{(d)}$$

このように  $M_3$  マネーサプライの増減要因は部門別では三つに分けられる。民間部門向け信用の増減は商業銀行の家計、企業などへの信用供与によって生じる。政府向け信用の増減は中央・地方政府、公共団体の財政収支によって左右される。ネット対外資産の増減は主に準備銀行の為替市場での外貨取引によって生じる。このうち  $M_3$  マネーサプライに強く影響しているのは、1999 年まではことに、商業銀行の民間への信用供与である。

通貨部門の信用供与残高のうち民間部門向け信用供与残高が占める割合は、各年末で、1995 年 98.1%、96 年 97.3%、97 年 95.5%、98 年 94.0%、99 年 94.8% と大きい。残高はネット政府向け信用供与である。また民間部門向け信用供与の伸び率は、第 1 表のように実際のマネーサプライの伸び率と同じほど高い水準を示している。このように実際の  $M_3$  マネーサプライの増加は通貨部門、ことに商業銀行の対民間信用供与が主因となっている。

そこで、ガイドラインを設定して  $M_3$  マネーサプライの増加を調節することを中間目標としているこの通貨政策モデルでは、民間部門に対する銀行信用の拡張を調節することが必要である。その場合、準備銀行は銀行部門の流動性に影響を与えて信用の供給量に影響を及ぼすか、あるいは民間部門から生じる信用の需要量に影響を与えて銀行信用の拡張に影響を及ぼすかという二つの経路をもっている。

短期金融市場の流動性を規制する通貨政策手段として、後述のように 1998 年に新しい方策が導入されるが、それ以前では商業銀行の流動性に影響を与える方策としては、最低現金準備率の変更、公開市場操作、直先外貨スワップ取引などが使われ、民間部門からの信用需要量に影響する方策としては準備銀行の割引窓口策 (discount window facility) による基準貸出金利の変更とその中長期金利への波及による金利水準全般の変化があげられる。

割引窓口策は 1998 年 3 月で廃止されるが、次のような方策であった。これは準備銀行が流動性の不足している商業銀行に対して、あらかじめ決めてある貸出の期間、担保の条件、金利で自動的に資金を融資するもので、当該銀行は求められる担保を差し入れることができるならば、全額、融資を受けることができた。準備銀行がこの銀行への貸出に適用する基準金利 (Bank rate) とは、1993 年 4 月までは大蔵省証券の再割金利であり、その後は満期日まで 92 日未満の大蔵省証券、政府短期証券、土地銀行証券または準備銀行証券を担保とするオーバーナイト・ローンの金利である。ただこれらの適格担保証券が満期日まで 92 日より長く 3 年より短い期間をもっている場合には、基準金利に一定幅の金利 (例えば 0.75% ポイント) を加えた金利となっていた。

この準備銀行の貸出金利は、1990 年代には民間部門の銀行信用に対する需要の強さを反映して 17~

12%の高水準にあった。この間、1989年10月の18%から1993年10月の12%まで徐々に低下するが、1994年9月から1%ポイントずつ引き上げられて1996年11月に17%、1997年10月16%と推移している。

準備銀行は商業銀行から適格担保の差入れを受けると、何故、申込額全額の貸出を行なうのであろうか。その理由は次の通りである。準備銀行は短期金融市場において資金の貸し手としての立場で融資を実行するために市場から流動性を吸収して流動性不足の状況をつくる。そのために流動性を吸収する手段として準備銀行は公開市場操作（主に政府証券を使った売り操作）、外貨を使つての直先スワップ取引（米ドルを直物でランドに売ると同時に先物で買う。相手方の商業銀行（市場）からランドを吸収するが、他方で外貨準備の減少をカバーするために売却した外貨を準備銀行に預託させていた）、政府預金の商業銀行勘定から準備銀行内勘定への振替など、状況によっていずれかの方策を使う。これによってどの程度の規模の流動性不足を創り出すかは準備銀行の裁量に依存する。その規模が大きいほど借り手として流動性を調達する商業銀行の金利コストは大きくなる。こうして準備銀行の基準貸出金利の変更は商業銀行の資金調達コストを変化させて市場金利に影響を与え、銀行信用に対する需要量に影響することになる。

## 5 通貨政策手段の整備

### 5-1 インフレ目標の導入に備えて

準備銀行はインフレーション・ターゲッティングの導入に先立って、1998年3月に通貨政策の運営方針と新しい流動性供給・管理策を発表している<sup>(注9)</sup>。

運営方針としては、

- ① 通貨価値を守るという目的を達成するために国内のインフレ率を主要貿易・競争相手国の平均インフレ率1~5%の水準まで徐々に引き下げること。
- ② この目的を達成するために現段階では公式なインフレ目標を設けないが、準備銀行は折衷方式の通貨政策を採用し、中長期の通貨政策のあり方を検討していること。
- ③  $M_3$  マネーサプライは、インフレ率および潜在の実質経済成長率の目標と両立する年間6~10%の平均伸び率を目指すこと。
- ④  $M_3$  マネーサプライのガイドラインを達成するために銀行の信用供与量の伸び率が年間10%を超えないように制限に努めること

をあげている。ここから準備銀行は依然としてインフレ率の抑制には $M_3$  マネーサプライの伸び率の調節が必要であり、その伸び率の調節には銀行の信用供与量のコントロールが必要であると認めている。

これらを実現するために、1998年3月9日に流動性の供給管理策として、これまでの割引窓口策を廃止して、新たにレポ取引（売戻し条件付き買い操作）、逆レポ取引（買戻し条件付き売り操作）、追加貸付策ほかの短期金融市場操作や最低現金準備の平均化、準備銀行証券の発行などの方策を発表し実施に移している。これらの方策は商業銀行の流動性を管理することによって直接、市場の金利水準に影響を与

え、インフレ率抑制への通貨政策の効果波及経路を改善することを目的としている。

なお、この流動性管理策と関連して、1998年3月9日、準備銀行は銀行の債務決済をリアル・タイムでグロス決済する自動銀行間決済システム South African Multiple Option Settlement System (SAMOS システム) を導入している。

また、ここで導入された流動性管理策は、2000年2月に公式にインフレ目標が設定された以降も現在まで、部分的な修正はあるが、継続して実施されている。そのためにこれらについては、以下では現在の形を扱っている(注10)。

## 5-2 新しい通貨政策手段

まず、レポ取引 (repo transactions, repurchase transactions) について。これは準備銀行が一週間の期限と固定金利 (レポ金利) で適格担保証券の売戻し条件付きのオークションを実施する。このオークションに際して準備銀行は商業銀行の一週間の流動性需要額を推定して実行する取引の規模を決めており、この推定額はオークション時に公表される。オークションの詳細は毎水曜日の10時に発表され、12時と12時15分の間に実施される。満期日に資金の借り手 (商業銀行) から資金の貸し手 (準備銀行) に支払われる金利 (レポ金利) は、通貨政策委員会によって決められ、取引開始時に発表される。

取引の開始で商業銀行は準備銀行に対して取引額に7日間の金利を乗じた担保証券の売戻し価値に当初マージン (取引開始時の担保証券の市場価格/借入金) を乗じて算出される調整済み市場価値に相当する証券を差し出す。すなわち準備銀行は取引期間中、商業銀行に対して借入額 (取引額) 分の流動性 (準備銀行当座預金残高) を供与するが、調整済みの市場価値をもつ担保証券を準備銀行に振り替えるように求めることになる。これによって商業銀行は借入額分の流動性を取得するために7日間の金利と当初マージンを借入コストとして負担したことになる。したがって、レポ金利が引き上げられるならば銀行の資金調達コストが上昇して貸出金利の引上げをもたらす。

また、これとは反対の逆レポ取引 (reverse repurchase transactions) は準備銀行が証券を売り、買い手の商業銀行が近い将来、その証券を準備銀行に売り戻すことに同意する取引である。準備銀行は市場から余剰な流動性を吸収するためにやや長期の買戻し契約での証券の売りを行なっている。

このレポ取引、逆レポ取引は準備銀行と商業銀行を主とする市場の取引参加者との取決めにもとづいており、1998年3月に導入されたのち、2001年9月、2005年5月、2007年5月、2009年6月に修正されている。

なお適格担保証券は1990年の銀行法 (the Bank Act, No. 94 of 1990) で定義された法定流動資産からなり、次の証券類である。適格担保証券はランド建政府債、大蔵省証券、準備銀行証券、土地銀行証券および Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities (STRIPS) である。

また、2010年2月以降、すべての短期金融市場証券は電子化され、Strate Ltd (Share Transactions Totally Electronic) を通じて決済されている。

次にこのレポ取引と関連して追加貸付策 (marginal lending facility) が導入された。この方策は商業銀行にレポ取引によって充たされた流動性需要を上回る同需要が生じた場合、準備銀行が適格担保 (レ



ポ取引と同じ)をとったうえで、あらかじめ公表している追加貸付金利でオーバーナイト・ローンあるいは数日間のローンの形で流動性を供与するもので、商業銀行側の発意で利用できる。この方策の導入で従来の割引窓口策の基準貸出金利が廃止され、追加貸付金利は当初、それと同水準の16%に決められた。その後はレポ金利に一定の幅をもってリンクし、オーバーナイトの貸出金利の上限となっている。

このほかに補助的な流動性供給策として次の二つの取引がある。一つは準備銀行が裁量によって資金決済銀行に対して実施する流動性ポジション調整のためのレポ・オークション supplementary square-off auction であり、いま一つは準備銀行が商業銀行と相対で実施する翌営業日を満期とするレポ取引ないし逆レポ取引 standing facilities である。前者の取引は何等かの予想外の出来事で流動性状況に大きな変化が生じ、当日の決済サイクル末時点で準備銀行がレポ取引による流動性の供給(あるいは逆レポ取引による吸収)が必要と判断した場合、その時のレポ金利で翌営業日を満期とするレポ取引あるいは逆レポ取引の形で実施される。後者では金利はペナルティとしてレポ取引ではレポ金利プラス1.0%ポイント、逆レポ取引ではレポ金利マイナス1.0%ポイントに設定されている。

### 5-3 最低現金準備の平均化

1998年3月以降、商業銀行の最低現金準備率を単純化するとともに、その現金準備も維持期間中の平均で必要な準備額を充たせばよいことになった。それまでは最低現金準備率は銀行の債務残高総額の2%(無利子)プラス短期債務残高の1%(有利子)であったが、一つにまとめて銀行の債務残高総額の2.5%となった。また最低現金準備は各維持期間(月の第15営業日から翌月の第14営業日まで)の平均残高で維持することになった。したがって維持期間中の平均準備残高が現金準備必要額を充たすことができる限り、商業銀行は日々、自らの準備銀行当座預金残高を利用できることになっている。

### 5-4 準備銀行証券の発行

短期金融市場における余剰な流動性を吸収する方策として、逆レポ取引のほかに準備銀行証券(Reserve Bank debentures)の発行がある。準備銀行証券は準備銀行によって商業銀行の余剰な短期資金を吸収する目的で、満期までの期間を28日(第1回発行は1998年9月16日)、91日(同じく2002年8月14日)、56日(同じく2004年12月1日)とする3種類が発行されている。同証券は譲渡可能な証券であり、銀行法による法定流動資産として扱われ、商業銀行が準備銀行から資金供与を受ける際の担保としても使われる。同証券は額面での競争入札発行で、オークションは通常、水曜日の10時に実施される。最低入札額は100万ランド、それ以上はその倍数とされ、利回り入札方式で最も低い金利を付けた入札者から順に落札、配分されている。なお、準備銀行証券は「証券」としては発行されず、すべて電子化されている。

### 5-5 シグナリング・メカニズム

準備銀行は上述のような通貨政策手段を使って商業銀行(市場)の流動性を調整し市場金利に影響を与えているが、自らの推定する市場の流動性の需要量に対して市場への流動性の供給量を増減させるこ

とで、市場に金利動向についてのシグナルを送っている。このシグナリング・メカニズムは次の通りである(注11)。

- ① 準備銀行のレポ取引を通じる流動性供給量が準備銀行の推定する流動性需要量を完全に充たしているならば、準備銀行はレポ金利の方向(引上げ・引下げ)、度合について中立的な立場をとっている。
- ② 市場金利が下落傾向にある時に、準備銀行が流動性供給量を推定流動性需要量よりも僅かに減少させるならば、準備銀行はレポ金利のさらなる下落を好まず、現行水準にとどまることを望んでいる。
- ③ 反対に、市場金利が上昇傾向にある時に、準備銀行が流動性供給量を推定需要量よりも僅かに増加させるならば、準備銀行はレポ金利が上昇をやめて現行水準にとどまることを望んでいる。
- ④ これらの上記②、③について、準備銀行の流動性供給量が推定需要量を著しく下回る、ないし上回る場合には、準備銀行はレポ金利が現行水準よりも上昇ないし下落することを期待している。

これは準備銀行がレポ取引を通じて市場に流動性不足ないし流動性余剰を創り出して、資金の需給関係による市場金利の上昇ないし下落を引き起すとともに、準備銀行がその後のレポ金利の上昇ないし下落を期待していることを市場に知らせる(シグナルを送る)ことになる。従来の割引窓口策で自動的に流動性が供給されていた場合と大きく異なる点である。

## 5-6 準備銀行による外貨の売買

準備銀行の外国為替市場での外貨の売買について簡単に触れておこう。

1995年以降、為替管理の緩和が徐々に進むにつれて、比較的規模の大きい外国資金の流入、流出が頻発する。例えば1997年に外国資金が証券市場に大量に流入したが、国際収支(注12)の経常勘定の赤字が拡大する傾向にあり、金外貨準備の水準も低い(1996年末で商品輸入額の約1か月分に相当する水準)ことから、準備銀行は銀行間市場に資金を供給して巨額の外貨を取得した。しかし翌1998年5~6月にアジアでの通貨危機の余波を受けて前年に流入した外国資金の流出が起ると、これにランドの更なる減価を予想する為替投機が加わった。この時、準備銀行はランドの対外価値を守るために既述の為替市場で米ドルの直物売り・先物買いの直先スワップ取引を行なってランド相場の減価を防いでいる。

ランドの対外価値を守ることについては、すでに憲法および準備銀行法で通貨政策の目的から除外されているが、ランド相場の減価による輸入財のランド建価格の上昇とインフレ圧力を防ぐために、2000年以降も準備銀行はランド相場の動向を注視している。

## 6 インフレーション・ターゲティングと通貨政策

### 6-1 インフレ目標の設定

2000年2月23日に大蔵大臣は予算演説のなかでインフレーション・ターゲティングを採用し、準

備銀行と協議のうえ 2002 年のインフレ目標を消費者物価の 12 か月平均上昇率で 3~6% とすることを発表した(注 13)。

インフレーション・ターゲティングは通貨当局が達成を目指すインフレ率について数値目標を定め、目標を達成する期間をも特定して公表することを特徴とする通貨政策の枠組みである。したがってここでは、数値で示されたインフレ目標 (inflation target) を達成することが通貨政策の最も重要な目的となる。

インフレ率を測るために、南ア共和国では目標設定当初の 2002 年より 2008 年末まで首都その他都市部の消費者物価指数 (担保付き債券の金利コストを除く)CPIX の 12 か月平均の上昇率を使い、2009 年以降は現在を含めて全都市部の消費者物価指数 Headline CPI の 12 か月平均の上昇率を使っている。

設定されたインフレ目標は導入当初より現在まで、これらの物価指数の年間平均上昇率で上限を 6%、下限を 3% とするレンジ (range) とされている。

また、インフレ目標は当初、翌年および翌々年について暦年平均で設定されたが、2004 年 11 月に連続的に 12 か月平均で 2 年先までの期間について設定されると変更されている。この 2 年という期間は、南ア共和国では通貨政策変更の効果が物価に及んで効果を発揮し終るまでに 18~24 か月を要するというタイム・ラグがあるためであり、インフレ目標が中期的な目標としてとらえられているからである。また、インフレ目標が特定の幅 (レンジ) で決められている理由は、通貨政策の運用面で準備銀行に裁量の余地を与えるためであり、また当局のコントロール外のショック、例えば海外市場での原油・食糧価格の上昇などの影響を吸収するための柔軟さを与えるためでもある。

## 6-2 インフレ目標の達成策

インフレーション・ターゲティングという通貨政策の枠組みが導入されて、準備銀行の通貨政策は 1990 年代の  $M_3$  マネーサプライの調節を中間目標として物価の安定を目指すマネタリー・ターゲティング方式から、直接、低いインフレ率の実現・維持を目指す方式に切り替えられることになる。

この二つの方式ではともに南ア共和国憲法に規定された通貨価値の安定という通貨政策の目標では一致している。しかしその目標を実現する過程で通貨政策運用の対象と手段が異なっている。前者のマネタリー・ターゲティング方式では通貨供給量、商業銀行の信用供与量を対象として準備銀行の割引窓口策や現金準備率操作が使われている。割引窓口策では準備銀行が政策金利を頻繁に変更しているが資金は無条件で自動的に供給され、また市場金利が硬直的であったこともあって、貸出金利を通じた政策効果はきわめて弱かった。その結果として貸出金利は流動性需要量を調節することが出来ず、 $M_3$  マネーサプライにガイドラインが設定・変更されてはいたが、通貨供給量の伸びを調節できなかった。つまりインフレ率を十分に調整することが出来なかった。

これに対して後者のインフレーション・ターゲティング方式では、準備銀行は推定する市場の流動性需要量に対して流動性供給量を調整するレポ・逆レポ取引、その補助策を導入し、政策金利として通貨政策委員会がインフレ率の動向から決める金利 (レポ金利) を使うことになる。したがって調整された流動性状況のなかで、レポ金利の変更が市場金利に有効に作用し、インフレ率の抑制に効果を発揮す

ることが期待されている。

なお、中期的なインフレ率の予測値とその経路は準備銀行のマクロ経済モデルで計算され、ファン・グラフ (fan chart) の形で発表されている(注14)。それによると中期的なインフレ率の中央予測値がインフレ目標域を上回って上昇する、ないし上昇によって目標域との乖離幅を拡げる動きを示している場合には、基本的にはレボ金利は引き上げられている。その反対に中央予測値が次第に目標域に向って下降する傾向にある場合には、レボ金利は引き下げられている。

レボ金利の変更がインフレ率に作用するまでの波及メカニズムは次の通りである。

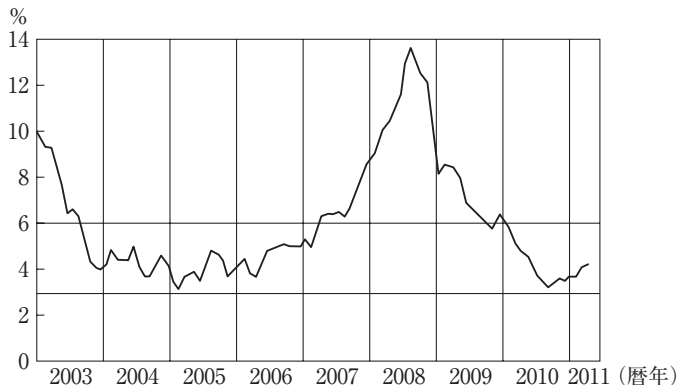
レボ金利が引き上げられた場合を例にとると、レボ金利の引上げは、①短期金融市場の金利や他の金利を上昇させ、一つには商業銀行の貸出金利の上昇を通じて家計・企業の支出を抑制する。また一つには債券、株式、不動産などの資産価格を下落させ、資産効果によって消費支出などを減少させる。②内外金利差を拡げて外国資金の流入を招き、ランドの為替相場の増価をもたらして輸入額の増加(家計・企業の支出減少によって増加が生じない可能性もある)、輸出額の減少(ないし低滞)による貿易収支の悪化をうむ。③ランド相場の増価による輸入財のランド建価格は下落し、物価上昇に抑制的效果をもつ。④これらの影響の結果、総需要は減少して現実の総産出量を潜在的総産出量より低下させ、物価上昇率を低下させる。

このように、レボ金利の引上げは市場金利の上昇を通じて家計・企業の支出を抑制し、輸出額の減少も加って経済のマクロ的な需給関係を緩和することで物価上昇率を抑制する効果をもつことになる。またこうした効果は人々のインフレ期待や賃金・価格の設定を安定化する方向に作用することになる。

第1図は2003年1月から2011年3月までのインフレ率の推移とインフレ目標域を示している。インフレ率は2002年10月、11月に11.3%に達した後、2003年9月に5.4%と目標域内に低下し、その後2007年3月までの43か月間、目標域内に維持されている。

2007年4月に6.3%と目標域の上限を超え、2008年8月に13.6%(2000年以降の最高値)まで上昇する。この上昇は原油・食糧価格の上昇と強い国内需要を主因とするインフレ圧力から生じた。その後、

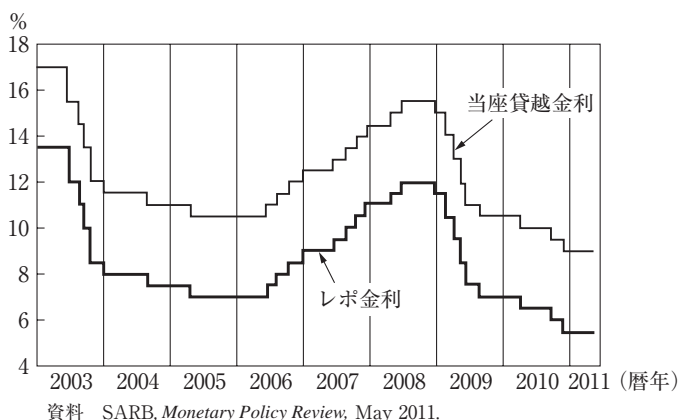
第1図 消費者物価上昇率(12か月平均変化率)とインフレ目標域



消費者物価上昇率は2008年末まではCPIX, それ以降はHeadline CPI.

資料 SARB, *Monetary Policy Review*, May 2011.

第2図 レボ金利と当座貸越金利の変化



グローバル経済の深刻な下降の影響を受けて国内経済は著しく悪化し、需要の低下から産出量ギャップが拡大してインフレ圧力も低下する。

2009年9月にインフレ率は目標域の上限近く（6.1%）まで下落し、10月に域内に入り、僅かに上昇した後、2010年2月以降、域内にあって2010年9月に3.2%の最低値を記録する。国内経済は2009年中に景気後退局面を脱したが、グローバルな景気回復が不確実なため、経済の回復は脆弱な状態を続けている。

第2図は準備銀行のレボ金利と商業銀行の貸出金利である当座貸越金利の推移を示している。この両者の動きからレボ金利の引上げが当座貸越金利の上昇をもたらしていること、この最も短期の貸出金利の動きが他の短中長期の金利にも影響を与えていることを印象づける。

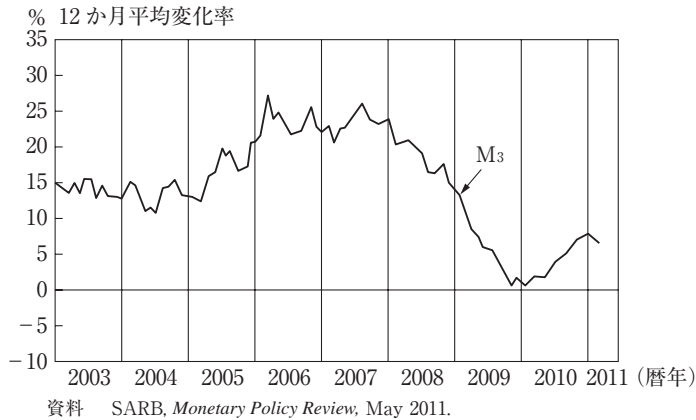
次に、第1図のインフレ率の動きとレボ金利のそれを対比すると、両者の平行的な動きから、次のことがわかる。

2003年のインフレ率の下降期間には、レボ金利はインフレ率の低下を促すように引き下げられている。これに対して2006年4月から2008年8月までのインフレ率の上昇期間（3.7%から13.6%へ）には、レボ金利は2006年4月の7.0%から、インフレ率を目標域内にとどめるための予防的措置としての引上げを含めて、2008年6月の12.0%まで10回、合わせて5.0%ポイント引き上げられている。

その後、インフレ率が下降に転じてからは、2008年12月から2010年11月の5.5%の水準までの期間に9回、計6.5%ポイント引き下げられている。

準備銀行は2007年、2008年のインフレ率上昇時には国際的な原油・食糧価格から生じる供給ショックが国内の全般的なインフレ圧力となることを懸念し、通貨政策の効果にラグのあることを前提に、レボ金利の引上げを実施している。準備銀行の2008年10月のファン・グラフでは、2008年第Ⅳ四半期の時点で第Ⅲ四半期にインフレ率の中央予測値は期平均13.3%に達し、2009年第Ⅰ四半期に著しく下落して、2009年の平均では6.9%となるとの予想を示している。そしてインフレ率は2010年第Ⅱ四半期に目標域内に戻ると予想している（注15）。事後的にみて、この予測値とその変化経路は可成り正確である。

第 3 図 M<sub>3</sub> マネーサプライの変化



第 4 図 商業銀行の民間部門への貸出



2008 年以降、内外の景気後退と金融市場の不安定な動きを背景として、準備銀行はインフレ率の目標域への低下を誘導するように「最も適切な通貨政策のスタンス」を進める、すなわちレポ金利の連続的な引下げを実施している。

準備銀行は通貨政策のスタンスについて、レポ金利の引上げ期には次のように述べている。「通貨政策は供給ショックの 1 次効果を防ぐことはほとんど出来ないが、2 次効果を防ぐために通貨政策での対応を欠けば、インフレ期待を悪化させ、全般的な物価上昇を加速させることになる」(注 16)。また、インフレ率が目標域内にある現状においては通貨政策委員会は、「インフレ率を目標域外に継続して上昇させるおそれのある徴候には躊躇せず適切に対応しなければならない。加えて通貨政策委員会は国内の需要面から生じるインフレ・リスクに関しても注意を怠ってはならない(注 17)。」

第 3 図と第 4 図とは M<sub>3</sub> マネーサプライと商業銀行の民間部門への貸出について、それぞれ 12 か月の伸び率をグラフで示している。インフレーション・ターゲッティング方式の通貨政策がとられている 2000 年以降、M<sub>3</sub> マネーサプライ、商業銀行貸出それぞれの伸び率は民間部門の需要（支出）の強さを表わす要因として扱われている。両者の間には、主として家計・企業の経済活動による支出の増加が商

業銀行の民間部門への信用供与を増加させ、それに伴って  $M_3$  マネーサプライが増加するという関係があるために、両者はほぼ同様の動きを示している。

しかし  $M_3$  マネーサプライと第1図のインフレ率との間には、インフレ率に作用する内外の要因が多様化、複雑化していることから、1990年前後の時期にみられたような貨幣数量説的な関係は認められない。

## 7 流動性供給量の調節

短期金融市場でレポ金利が確実に効果をもつためには、商業銀行が準備銀行から流動性必要額を借り入れざるをえない状況を創り出すことが必要である。短期金融市場における流動性の増減要因からみると、次の通りである。

準備銀行は2005年以降、外貨準備を増加させるために市場から積極的に外貨の買い入れを行なっている。買い入れた外貨は対外借入の期限前の返済にも使われているが、大部分は外貨準備の増加に向けられている。その結果、一方では大幅な外貨準備の増加が実現するが、他方では外貨の買い入れの対価として支払われた資金によって市場に大量の流動性（商業銀行の最低現金準備を上回る準備銀行当座預金残高）が供給されている。外貨準備は2005年初めから最も多かった2009年1月末までをとると、739.61億ランドから3,016.91億ランドへと2,321.30億ランド増加しており、この期間にほぼこれに相当する額の流動性が市場に供給されたことになる<sup>(注18)</sup>。

インフレ率の上昇を抑えるために引締的な通貨政策を実施する時期にレポ金利が有効に機能する状況をつくるには、出来る限り余剰な流動性を市場から吸収し、可能ならば市場に流動性不足の状況をつくりだすことが必要となる。

一定の期間内に市場の流動性を増減させる要因としては、レポ取引を除いて、次のものがある。

①流通現金通貨 ②最低現金準備預金 ③準備銀行の外貨取引 ④政府の準備銀行預金 ⑤大蔵省による対外借入の償還 ⑥大蔵省による政府債の利払・元本償還 ⑦準備銀行の政府債保有高 ⑧流動性管理手段の利用（準備銀行証券、逆レポ取引） ⑨その他（ネット） ⑩商業銀行の流動性需要額

これらの要因が一定の期間内に増減する結果として、短期金融市場（商業銀行）のネット流動性ポジションが決まる。上記の例では③の準備銀行の外貨の買い入れによって生じた大量の流動性は、準備銀行がイニシアティブをも準備銀行証券の発行増加、長期の逆レポ取引によって積極的に市場から吸収されている。あわせて④の大蔵省による政府債の利払・元本償還に備える政府預金の積み増しや、政府が商業銀行に保有する tax and loan accounts から準備銀行内の大蔵省勘定への資金の振替、②の商業銀行の預金債務増加に伴う最低現金準備預金残高の増加、⑦準備銀行による手持ち政府債のアウトライト（outright）での売り、加えて名目所得・支出の増加に伴う①の流通現金通貨の増加など、いずれにも市場から流動性を吸収している。

これらの要因によって大量の流動性が市場から吸収される一方で、⑩の商業銀行による流動性需要があり、流動性が吸収されたことによって商業銀行の流動性需要が充たされないと推測されるならば、レ

ポ取引によって準備銀行が流動性を供給している。このように準備銀行は市場での流動性の残高を調節して、多くの場合、その貸し手としての立場でレポ取引を実施しており、通貨政策のスタンスを示すレポ金利変更の効果を高めることになっている。

## むすび

南アフリカ共和国は 1998 年頃からグローバル化の波を受けて、金融・資本市場で急速な金融革新が進み、取引環境が整備されてきている。そうしたなかで憲法においても規定された通貨価値の擁護、物価の安定について、マクロ経済モデルによる予測値が最も可能性の高い中期的な経路を示し、通貨政策のスタンスを示すレポ金利変更の方向を暗示しているとはいえ、レポ取引が流動性調整策と相俟って、インフレの抑制に成功してきていることを確認することができた。

しかし金融面から一步引いてみると、未だ経済構造の変革の途上であり、インフレ率の動きにも海外の原油をはじめ国際商品の価格変動が大きな影響を与える傾向があるという弱点をもっている指摘できる。

文献よっての研究であるが、これを一つの成果として筆を置きたい。

## 注

(注 1) SARB, Bank Supervision Department, *Annual Report 2010*.

(注 2) 大宮 僕一「南アフリカ共和国の金融制度」高垣 寅次郎監修『世界各国の金融制度（第八巻）』大蔵財務協会 昭和 48 年 1~124 頁参照。

(注 3) Constitution of the Republic of South Africa, Act 200 of 1993.

(注 4) Constitution of the Republic of South Africa, No. 108 of 1996.

(注 5) Chris Stals, Monetary Policy in South Africa, 17 Oct. 1995.

(注 6) SARB, *Quarterly Bulletin*, Dec. 1999, Jun. 2000, Jun. 2001.

(注 7) Chris Stals, Statement on Monetary Policy, Feb. 1999.

(注 8) SARB, *Quarterly Bulletin* 各号。

(注 9) SARB, Monetary Policy and Reserve Bank Accommodation Procedures, 1998-03-7.

(注 10) SARB, Operational Notice Pertaining to the Monetary Operations conducted by the Financial Markets Department of the South African Reserve Bank, 30 Aug. 2010. 3 Dec. 2007.

(注 11) SARB, *Annual Report 1999*, p. 25.

(注 12) SARB, *Quarterly Bulletin*, June 2002.

(注 13) SARB, A New Monetary Policy Framework, Statement issued by Mr. T. T. Mboweni, Governor of SARB on 6 April 2000.

(注 14) SARB, *Monetary Policy Review*, March 2001 以降の各号。

(注 15) SARB, *Monetary Policy Review*, Nov. 2008, p. 23.

(注 16) SARB, *Monetary Policy Review*, Nov. 2008, p. 22. May 2008, p. 23.

(注 17) SARB, Statement of the Monetary Policy Committee, 12 May 2011.

(注 18) SARB, *Quarterly Bulletin*, Dec. 2007, Sept. 2011.



参考文献

- SARB, *Monetary Policy Review*, Mar. 2001 より May 2011 までの各号。  
SARB, *Annual Report* 1995/96 より 2010/11 までの各号。  
SARB, *Annual Economic Report* 1996 より 2011 までの各号。  
SARB, Discussion Paper on Monetary Policy Operational Procedures, 1997-12-04.  
SARB, Introduction of a new Electronic Interbank Settlement System, 1998-03-09.  
SARB, Intraday Funding and Collateral Policy in the SAMOS System, 2001-07-30.  
SARB, A consultative paper on modifications to SARB's Money Market Operations, 2004-12-10.  
SARB, Position Paper on the Intraday Monitoring and Utilisation of the Liquid Asset Requirement Holdings and the Cash Reserve Account, 2006-12-01.  
SARB, Same Day Square-off in the South African Multiple Option Settlement System, 2007-07-31.  
A. J. H. Casteleijn, The viability of implementing an inflation targeting monetary policy framework in South Africa, SARB, *Quarterly Bulletin*, June 1999.  
M M Smal and S de Jager, The monetary transmission mechanism in South Africa, SARB *Occasional Paper*, No. 16, Sept. 2001.  
E J van der Merwe, Inflation targeting in South Africa, SARB *Occasional Paper*, No. 19, July 2004.