

# 新興国における デジュリとデファクトの為替制度の乖離

－IMF サーベイランスとの関係からの分析－

出口 恭子  
政策研究大学院大学  
博士（政策研究）

2021年6月



## 要旨

為替制度の選択についての先行研究では、為替制度の選択をそれぞれの国の政治経済的な特性から説明しようとするものが多い。しかし、新興国における為替制度の選択においては、IMF による加盟国の為替政策に対する助言等の影響も少なくないとみられる。本研究では、特に、1990 年代以降、新興国の為替制度の分類に係る課題とされてきた、IMF 協定により加盟国が IMF に申告する為替制度（デジュリの為替制度）と、実際の為替レートの動き等から判定されるデファクトの為替制度との乖離について、IMF による為替制度の分類スキームの改定や為替政策に対するサーベイランスとの関わりを踏まえ、乖離の要因について分析した。

第 1 章では、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離に関わる先行研究を概観した上で、本研究の分析の枠組みと分析対象を提示した。本研究では、IMF による加盟国の為替制度・為替政策の分析や評価の基礎となる、IMF による為替制度の分類スキームを踏まえて分析することから、第 2 章では、IMF による為替制度の分類スキームの変遷を概観した上で、本研究の分析手法を提示した。

第 3 章から第 5 章では、1990 年から 2019 年までの分析対象期間を IMF による為替制度の分類スキームの改定に応じて、アジア通貨危機までの期間、アジア通貨危機の回復期から世界金融危機までの期間、世界金融危機以降の期間の 3 つに区分し、韓国、インドネシア、タイ、フィリピンのアジア 4 か国を素材に、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離の有無や、乖離が生じる要因について分析した。

第 3 章は、アジア通貨危機までの期間を対象とし、アジア 4 か国の分析から、Calvo and Reinhart(2002)による指摘ほど、1970 年代から 1990 年代において、新興国では、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が一般的ではなかったとみられることを示した。

第 4 章では、アジア通貨危機の回復期から世界金融危機までの期間において、アジア 4 か国のうち、インドネシアにおいてのみ、デジュリとデファクトの為替制度とが乖離していたが、その乖離が、新興国の為替政策の特徴として、「フロートの恐怖」と呼ばれてきた乖離とは違い、通貨当局と金融市場との情報の非対称性はなく、通貨当局による為替政策についての表明が、デジュリの為替制度よりも、むしろデファクトの為替制度と整合的であったことなど、先行研究と異なる分析結果を示した。

第 5 章では、デジュリとデファクトの為替制度の乖離の解消に向けて、IMF では、為替制度の分類スキームの改定や、2000 年代に入り公表されなくなっていたデジュリの為替制度を再び公表するなどの取り組みが行われたが、世界金融危機の後、韓国、フィリピン、インドネシアでは、10 年余り、デジュリとデファクトの為替制度の乖離が続き、こうした乖離が続いたにもかかわらず、国別サーベイランスにおいて、2009 年対韓国第 4 条協議を例外として、乖離を含め、デファクトの為替制度の判定が取り上げられなかったことを示した。他方、2010 年代の国別サーベイランスでは、

為替レート・経常収支の水準が定量的に分析されるようになるなど、為替政策の評価方法に変化があり、この背景には、世界経済の不均衡是正を重要視する米国によるサーベイランスの戦略的活用があったことを論じた。

第6章では、これまでの章における分析結果を有機的にとらえ直し、そこから得られる知見と意義について述べた。1点目は、為替制度についての中長期分析において、IMFによる為替制度の分類スキームの改定を分析手法に反映させることの重要性、2点目は、IMFによる為替制度の分類スキームの改定は、多様化する為替制度を適切に分類するためであり、そこには、通貨危機の回避や世界経済の不均衡是正といった国際的な政策課題と、こうした課題に対する解決策についてのIMFにおける規範的考え方が反映されていたことを示した。3点目は、新興国の為替政策の特徴とされてきた、「フロートの恐怖」と呼ばれる、デジュリとデファクトの為替制度の乖離が、1970年代から2000年半ばまでにおいて、先行研究の指摘ほど、一般的ではなかったとみられること、また、乖離が生じているときにも、通貨当局の行動がこれまで考えられてきたものとは異なることを示した。4点目は、デジュリの為替制度は、新興国の通貨当局にとって、金融市場ではなくIMFに対して、規範に則って為替制度を選択していることをアピールする要素を持ち、これが乖離の一因となっていたこと、さらに、世界金融危機以降に生じた乖離は、IMFによる為替制度の分類基準の変更によるところが大きいことを示した。5点目は、デジュリとデファクトの為替制度の乖離が、長年、サーベイランスの課題とされてきたものの、国別サーベイランスで取り上げられず、乖離が続いた背景には、IMF事務局の評価・分析に対して、協議対象国の当局者から受ける圧力を軽減する仕組みが不十分であったことを指摘した。

最後に、事例研究を踏まえ、デジュリとデファクトの為替制度の乖離の解消に向けて、IMFによる為替制度の分類やサーベイランスにおける改善策として、加盟各国の通貨当局に、デジュリの為替制度だけでなく、対外的に表明する為替制度・為替政策に関する変更についても、デジュリの為替制度の関連情報として申告させるようにし、デジュリの為替制度の分類と併せて **Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)** 上で公開すること、近年、公表が大幅に遅れている AREAER について、公表準備の整った加盟国の情報から順次公開することなどを提案した。さらに、デジュリとデファクトの為替制度の乖離に関わらず、為替政策の重要テーマが国別サーベイランスで議論され、それが政策に反映されていくためには、IMF が「内密の助言」を通じて、加盟国に働きかける従来型の手法に依存するのではなく、IMF の分析・評価をよりオープンにすることで、外部や他の加盟国からの支持・批判を受けやすくし、それを活用して、分析・評価を改善・明確にし、加盟国の政策の改善につなげるというサイクルを機能させる必要性について論じた。

## 目次

<b>第 1 章 序論</b>	1
第 1.1 節 問題意識	1
第 1.2 節 先行研究から得られる示唆と課題	3
1. デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離のパターン	3
2. デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離の要因	5
3. 先行研究の分析手法についての問題点	12
第 1.3 節 本研究の分析の枠組みと構成	14
1. 分析の枠組み	14
2. 本研究の構成	16
<b>第 2 章 IMF における為替制度の分類スキームの変遷</b>	17
第 2.1 節 デジュリの為替制度についての法的根拠	17
第 2.2 節 1970 年代から 2000 年代までの為替制度の分類スキームの変遷	18
1. 「1982 年分類」までの為替制度の分類スキーム	18
2. 「1982 年分類」から「1998 年分類」への移行	20
3. 「1998 年分類」の導入後のデジュリの為替制度の軽視	22
第 2.3 節 IMF 改革と為替制度の分類スキームの見直し	26
1. 30 年ぶりとなる為替政策サーベイランスの見直し	26
2. サーベイランスの検証によって指摘された為替制度の記述に係る問題	29
3. デジュリの為替制度の公表と「2009 年分類」への移行	35
第 2.4 節 為替制度の分類スキームに応じた分析手法	42
1. IMF による為替制度の分類スキームの活用	42
2. 分析対象期間の区分	43
第 2.5 節 小括	48
<b>第 3 章 アジア通貨危機までの為替制度</b>	51
第 3.1 節 1990 年代における各国のデファクトの為替制度	51
第 3.2 節 アジア通貨危機までのアジア 4 か国における為替制度	52
1. 先行研究によるデジュリとデファクトの為替制度の乖離についての指摘	52

2.	1980年代から1990年代にかけての韓国の為替制度 .....	53
3.	1970年代後半から1990年代にかけてのインドネシアの為替制度 .....	56
4.	1990年代におけるタイの為替制度 .....	58
5.	1990年代におけるフィリピンの為替制度 .....	61
第 3.3 節	為替制度の分類についての変革期としての 1990 年代 .....	65
1.	先行研究 (Calvo and Reinhart 2002) における問題とその原因 .....	65
2.	為替制度の分類スキームの改定と規範的考え方の変化 .....	74
第 3.4 節	小括 .....	78
<b>第 4 章</b>	<b>アジア通貨危機後の回復期から世界金融危機前までの為替制度 .....</b>	<b>81</b>
第 4.1 節	2000 年から 2006 年までのデジュリ の為替制度 .....	81
第 4.2 節	2000 年から 2006 年までのアジア 4 か国の為替制度 .....	82
1.	2000 年から 2006 年までの韓国の為替制度 .....	82
2.	2000 年から 2006 年までのタイの為替制度 .....	84
3.	2000 年から 2006 年までのインドネシアの為替制度 .....	86
4.	2000 年から 2006 年までのフィリピンの為替制度 .....	90
第 4.3 節	「1998 年分類」移行後における為替制度の分類についての課題 .....	93
1.	デジュリ の為替制度とデファクト の為替制度の乖離を巡る課題 .....	93
2.	デジュリ の為替制度と通貨当局による表明との関係 .....	99
<b>第 5 章</b>	<b>世界金融危機以後の為替制度 .....</b>	<b>101</b>
第 5.1 節	デジュリ の為替制度とデファクト の為替制度との比較 .....	101
1.	乖離が継続した韓国、フィリピン、インドネシア .....	101
2.	乖離が存在してこなかったタイ .....	107
3.	「2009 年分類」による為替制度の分類における課題 .....	108
第 5.2 節	国別サーベイランスにおける為替制度についてのやりとり .....	109
1.	韓国の為替制度・為替政策についての評価 .....	110
2.	フィリピンの為替制度・為替政策についての評価 .....	119
3.	インドネシアの為替制度・為替政策についての評価 .....	121
4.	タイの為替制度・為替政策についての評価 .....	124
第 5.3 節	国別サーベイランスにおける為替政策の評価方法の変化 .....	127
1.	為替政策に対する包括的なサーベイランスの推進 .....	127

2. 為替政策についての定量的な評価の適用拡大 .....	130
第 5.4 節 為替政策サーベイランスに対する米国の影響力 .....	134
1. 米国の主要貿易相手国の為替政策に対する政策の転換点 .....	134
2. 国別・多国間サーベイランスの統合によって実現した米国提案 .....	141
第 5.5 節 小括 .....	142
<b>第 6 章 結論</b> .....	147
1. IMF による為替制度の分類スキームとその変遷を踏まえた分析の必要性 ...	147
2. 為替制度の分類スキームの改定と規範的考え方の変化 .....	149
3. 新興国におけるデジュリとデファクトの為替制度の乖離についての新たな指摘 .....	152
4. デジュリとデファクトの為替制度の乖離の要因についての新たな指摘 .....	154
5. 世界金融危機以降におけるデジュリとデファクトの為替制度の乖離継続の要因 .....	157
6. 今後に向けた政策的含意 .....	160

付表

参考文献

## 図表・目次

第 2-1 表：「1998 年分類」と「2009 年分類」との比較	41
第 2-2 表：デジュリの為替制度とデファクトの為替制度についての情報源	47
第 3-1 表：Calvo and Reinhart (2002)において、各国の通貨当局が表明していたとされる為替制度	53
第 3-2 図：アジア 4 か国の為替レートの推移	58
第 3-3 表：Calvo and Reinhart のデータベースにおける為替制度の分類スキーム	67
第 3-4 表：「1982 年分類」の「より柔軟な為替制度」を構成する 3 つの為替制度	69
第 3-5 表：「1982 年分類」における為替制度の各カテゴリーと定義	71
第 3-6 表：「1998 年分類」における為替制度の各カテゴリーと定義	72
第 4-1 図：韓国ウォンと日本円の推移	84
第 4-2 表：2000 年から 2006 年におけるインドネシアのデジュリとデファクトの為替制度	89
第 4-3 図：アジア 4 か国の経常収支の GDP 比の推移	92
第 4-4 図：インドネシア・ルピア、タイ・バーツ、フィリピン・ペソの推移	92
第 5-1 図：インドネシア・ルピアの推移（2008 年～2020 年）	106
第 5-2 図：韓国ウォンと他の通貨との比較（実質実効レート）	113
第 5-3 図：アジア 4 か国の経常収支の推移（経常収支の GDP 比）	115
第 5-4 図：米国の経常収支赤字の推移	140



## 頭字語及び略語表

AREAER	Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
AREB	Annual Report of the Exective Board（年次報告書）
BIS	Bank for International Settlements（国際決済銀行）
CGER	Consultative Group on Exchange Rate Issues
EBA	External Balance Assessment
FRB	Federal Reserve Board（連邦準備理事会）
ICT	Information and Communication Technology（情報通信技術）
IEO	Independent Evaluation Office（独立評価機関）
IMF	International Monetary Fund（国際通貨基金）
WTO	World Trade Organazation（世界貿易機関）



## 第 1 章 序論

### 第 1.1 節 問題意識

さまざまな特徴を持つ異なる為替制度をどのような基準で分類すればよいかということは、いかなる為替制度の実証研究にも関わる問題である。現実の為替制度は、経済学の教科書に出てくるように、ハード・ペッグ制とよばれる厳格な固定相場制と、為替レートの決定を専ら外為市場の需要と供給に委ねる変動相場制（自由変動相場制）の二者択一ではなく、固定相場制と変動相場制の両方の性質を合わせ持つさまざまな中間的な制度が存在する。資本移動の自由化や金融取引の高度化等によって、各国の為替制度の間に違いが生じるようになるにつれて、為替制度を分類するときに、さまざまな特徴を持つ異なる為替制度をどのような基準でいくつのカテゴリーから構成されるスキームによって分類すればよいかという根本的な課題とともに、各国の政府や中央銀行がコミットしていると表明している為替制度と、実際の為替レートの動きとの間に時として大きな乖離があるということが指摘されるようになってきた。この指摘は、為替制度を分類するときに、どのような情報に基づき分類するのがよいのかということに関わるものである。IMF 加盟国は、IMF 協定により、自国の為替制度を IMF に申告する義務がある。加盟国から IMF に申告される為替制度は、デジュリの為替制度（*de jure arrangement/regime*）と呼ばれ、IMF は、従来、デジュリの為替制度に基づき、全加盟国の為替制度を分類し公表してきた。しかし、1990 年代に入り、新興国や途上国では、通貨当局がコミットしていると表明している為替制度（デジュリの為替制度）と、実際の為替レートの動きとの間にしばしば乖離があり、デジュリの為替制度に基づく IMF による為替制度の分類では、実際の為替制度を適切に表せていないのではないかと指摘されるようになった。IMF は、*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)*において、全加盟国の為替制度の分類を公表し、その分類は、政策面や学術面の幅広い分野で活用されてきたが、その確かさに疑問が呈されることになったのである。

通貨当局がどのような為替制度を選択するかは、為替レートの安定性や柔軟性を決定し、インフレや経済成長を通じてマクロ経済のパフォーマンスに影響を及ぼすことはもとより、危機発生時にどのような調整メカニズムをたどるかを決定することにもなる。また、資本移動の自由化が進展し、通貨・金融危機が伝播しやすくなった環境において、各国がどのような為替制度を選択するかは、国際通貨体制の安定にも、一層、影響を与えるものとなっている。このため、各国の為替制度を正確に分類

できていなければ、誤った分類に基づき、誤った政策分析や政策提言を招くことになりかねない。そこで、IMF は、デジュリの為替制度によって、全加盟国の為替制度を分類する方法を改め、実際の為替レートの動き等から IMF が独自に加盟各国のデファクトの為替制度（de facto arrangement/regime）を判定し、それに基づいて全加盟国の為替制度を分類する方法に変更するなど、為替制度の分類の見直しに取り組んできた。

金融政策では、インフレーション・ターゲットの導入に代表されるように、通貨当局がコミットする政策を広く公表することによって、人々の期待形成に影響を及ぼし、結果として、実体経済により望ましい状況をもたらされるといった、政策の透明性や市場との対話を重視する傾向にある。こうした考え方をデジュリの為替制度とデファクトの為替制度との関係にあてはめると、通貨当局にとって、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを乖離させるのではなく、一致させたほうが望ましい結果をもたらすことになる。また、もし、通貨当局がデファクトの為替制度とは異なる為替制度をデジュリの為替制度として表明しているとき、為替レートの動き等から、デジュリの為替制度が実際の為替政策とは整合的でなく、通貨当局による表明が正しくないのではないかと人々が次第に疑うようになると、通貨当局による政策運営に対する信頼性を低下させることにもつながる。こうしたデメリットがあるにもかかわらず、どうして、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致しないことが起きるのであろうか。

為替制度の選択についての先行研究では、為替制度の選択をそれぞれの国の政治経済的な特性から説明しようとするものが多い。デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致しないことについても、先行研究では、それぞれの国の特性からその要因の説明が試みられてきた。しかし、新興国・途上国における為替制度の選択においては、国際通貨体制の安定のために主導的な役割を担ってきた IMF による加盟国の為替政策に対する助言等の影響も少なくないとみられる。本研究では、特に、1990 年代以降、新興国の為替制度の分類に係る課題とされてきた、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離に着目し、IMF による為替制度の分類や為替政策に対するサーベイランスが、新興国の為替制度の選択を含む為替政策にどのような影響を与えてきたのかということを踏まえ、乖離の要因について分析することにする。

## 第 1.2 節 先行研究から得られる示唆と課題

IMF 協定により、IMF 加盟国は、IMF に対して自国の為替制度を申告する義務がある。為替制度について、加盟国が IMF に申告している為替制度をデジュリの制度 (de jure arrangement/regime) と呼ばれるのに対して、為替レートの動き等から判定される為替制度は、デファクトの制度 (de facto arrangement/regime) と呼ばれる。本研究は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離に着目して分析を進めることから、以下では、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離に関わる先行研究を概観するとともに、その成果と課題を整理する。

### 1. デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離のパターン

同じ国の為替制度について、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致しないことが時々あることは、Tornell and Velasco (1995, 2000)、Obstfeld and Rogoff(1995)、Calvo and Reinhart (2002)において示されている。

Tornell and Velasco (1995, 2000) は、フロート制よりもペッグ制のほうが、財政規律が遵守されるとの通説を批判し、ペッグ制ではなく、むしろ、フロート制を採用したときのほうが、経済システムとして、放漫財政のコストを先送りできない仕組みとなっているため、当局が財政規律を遵守できないときには、ペッグ制でなくフロート制を採用したほうが、財政破綻に突然、陥るリスクが回避できることを理論的に説明している。同論文では、当局がペッグ制にコミットしていると表明していても、拡張的な財政政策を行った結果、通貨が急落してペッグ制が維持できなくなった具体的事例として、1990 年代の欧州の EMS 参加国、1980 年代のサブ・サハラ諸国やラテン・アメリカ諸国をあげている。Obstfeld and Rogoff(1995)は、国際的な資本移動が活発になる中では、ペッグ制にコミットしていると表明しても、いったん、通貨に対する投機的な攻撃を受けてしまうと、先進国でも、中心レートを維持するための為替介入の継続には限界があり、ペッグ制の維持を断念せざるを得ないことを指摘している。例えば、1992 年のポンド危機の後、ESM 参加国は為替レートの変動を許容するレンジを拡大し、変動幅は上下 15%と、フロート制とほとんど変わらない為替制度になっていたことをあげている。このように、Tornell and Velasco (1995, 2000) と Obstfeld and Rogoff(1995)は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致しない事例として、当局がデジュリの為替制度がペッグ制であると表明していても、ペッグ制の維持が困難となり、デファクトの為替制度がフロート制になってい

た事例をあげている。

こうした乖離とは異なるケースを Calvo and Reinhart (2002)が取り上げている。1990 年代に入って、東アジアのみならず、欧州、メキシコ、ロシア、ブラジル、トルコなど、世界各地で通貨危機が多発したが、通貨危機が発生した国では、固定相場制と変動相場制の両方の性質を合わせ持った中間的な為替制度が何らかの形で崩壊した点で共通していた。こうした一連の通貨危機の経験から、国際的な資本移動が活発化している状況下では、中間的な為替制度は持続可能ではなく、為替レートに対する投機的な攻撃を回避するためには、カレンシーボード制やドル化<sup>1</sup>のような特定の主要通貨との間で為替レートの変動がないハード・ペッグ制か、あるいは、為替レートの決定を専ら為替市場の需給に委ねる自由フロート制のいずれかを選択すべきであるという二極論 (bipolar view) が、1990 年代後半から 2000 年初頭にかけて台頭した (Fischer 1999, 2001, Mussa 2000, Summers 2000)。Calvo and Reinhart (2002)は、二極論が主張する 2 つの極のうち、為替レートの柔軟性が高い自由フロート制の側に着目し、自由フロート制だけでなく、管理フロート制を表明している国を含めた 39 か国を対象に、現実の為替レートの変動幅と外貨準備高や短期金利の変動との関係を分析し、新興国では、政府や中央銀行が自由フロート制や管理フロート制を採用していると表明していても、現実には、暗黙の為替レートの変動幅を設定し、為替レートの変動を回避しようするため、頻繁に為替介入や金利操作を繰り返し、ペッグ制やクローリング制の下での為替政策とあまり変らない為替政策を採っていることが少なくないことを指摘した。また、こうした現象を「フロートの恐怖 (fear of floating)」と名付けた。

以上のとおり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離には、大きく 2 つのパターンがある。ひとつは、Calvo and Reinhart (2002)が指摘したように、デジュリの為替制度がフロート制であるのに対して、実際の為替レートの変動が小さい範囲内で推移し、デファクトの為替制度がペッグ制になっているようなときである。もうひとつは、Tornell and Velasco (1995, 2000) や Obstfeld and Rogoff (1995) が事例としてあげているような、デジュリの為替制度がペッグ制であるのに対して、通貨アタック等により、パリティ (交換レート) を維持することができず、デファクトの為替制度がフロート制となっているようなときである。

---

<sup>1</sup> 米ドルなど他国の通貨を唯一の法定通貨として流通させている制度

## 2. デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離の要因

### （乖離を生じさせる要因としての国内制度の質）

デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離についての関連する先行研究をみると、その多くは、通貨当局による為替制度や為替政策についての表明、つまり、デジュリの為替制度についてはほとんど着目せず、実際の為替レートの動きに焦点をあてた研究である（McKinnon 2000a, 2000b, Hernandez and Montiel 2001, Eichengreen and Hausmann 1999, Hausmann, Panizza and Stein 2001）。

先行研究において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との関係性や、この両者に乖離が生じる要因について取り扱ったものは数少ないが、数少ない研究の一つであるとともに、この課題に初めて取り組んだ研究とみられるものに Alesina and Wagner (2006) がある。同論文は、国内制度の質との関係から、為替制度の選択とともに、デジュリとデファクトの為替制度とが乖離することを説明しようとした。デジュリとデファクトの為替制度との乖離には、前述のとおり、2つのパターンがあり、同論文は、両方の乖離のパターンを分析対象とし、デジュリの為替制度がフロート制であるにもかかわらず、デファクトの為替制度がペッグ制になっていることを、Calvo and Reinhart (2002)が「フロートの恐怖」と名付けたのに対して、デジュリの為替制度がペッグ制であるときに、自国通貨が急落してペッグ制を維持できず、デファクトの為替制度がフロート制となっていることを「ペッグの恐怖（fear of pegging）」と呼んだ<sup>2</sup>。

同論文は、デジュリとデファクトの為替制度との乖離について、以下のような仮説を立てている。通貨当局がペッグ制を表明するものの、ペッグ制の維持を放棄してしまう国、つまり「ペッグの恐怖（ペッグを維持する能力不足）」に陥る可能性が高い国は、良好なマクロ経済や金融・財政の安定に必要となる国内制度を整備しておらず、国内制度の質が良くない。こうした制度整備が不十分な国とは対照的に、良質な国内制度を整備している国では、政府や中央銀行がペッグ制を維持できる能力を備えているため、事前の表明のとおり、ペッグ制を維持することができる。この仮説を定量的に検証するため、デジュリの為替制度とデファクトの制度との乖離の程度を被説

---

<sup>2</sup> 「ペッグの恐怖（fear of pegging）」という表現は、Levy-Yeyati *et al.* (2003) が初めて使ったが、そこでは、「ペッグの恐怖（fear of pegging）」は、デファクトの為替制度がペッグ制であるものの、デジュリの為替制度としてペッグ制以外の制度を表明するケースと定義され、Alesina and Wagner(2006)による定義とは異なる。また、Alesina and Wagner(2006)は、本来は、「ペッグの恐怖（fear of pegging）」ではなく、「ペッグを維持する能力不足（inability of pegging）」と呼ぶほうが実情に合っていると述べている。

明変数とし、GDP や対外債務残高などの経済的な要因に加え、国内制度の質の良し悪しを表す変数を説明変数とする回帰式を立てている。分析対象としたサンプルの期間や対象国についての詳細は記載されていないが、1974 年から 2000 年までの期間について、180 か国ほどを対象にしたパネルデータを使用しているとみられる。また、サンプルは、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離の違いによって、「ペッグの恐怖」のグループと「フロートの恐怖」のグループとに分け、同じ回帰式で分析するものの、グループ毎に別々に分析されている。

被説明変数となる、デジュリの制度とデファクトの制度との乖離の程度を算出するため、各国のデジュリの制度については、IMF/ AREAER において公表されていた各国のデジュリの為替制度を使用している。各国の為替レートの動き等から判定される各国のデファクトの制度については、Reinhart and Rogoff (2004) だけでなく、Levy-Yeyati and Sturzenegger(2003)や Shambaugh(2004)といった異なる手法によって判定されたデファクトの為替制度のデータも使い、それぞれのデファクトの為替制度のデータを使用したときに分析結果に大きな差が出ないかについての確認も行っている。説明変数について、国内制度の質を表す変数としては、民間調査機関である BERI (Business Environment Risk Intelligence) が公表する各国の「オペレーショナルリスク (Operation Risks)」、「政治リスク (Political Risks)」、「R-Factor<sup>3</sup>」の 3 指標に加え、この 3 指標の平均値を算出して、「BERI 合成指数」と名付け、これらを説明変数としている。しかし、BERI による各種のリスク指標は、対象国が 50 か国程度に限られるため、対象国がより多いデータとして、180 か国程度を対象とする Kaufmann, Kraay and Zoido-Lobaton(1999a, 1999b, 2002)における、各国の「民主化」と「財産権」のほか、「国民の発言力と説明責任」、「政治的安定性」、「政府の有効性」等も、国内制度の質を表す変数として組み入れている<sup>4</sup>。つまり、国内制度の質を表す変数は、BERI 関連の 4 指標と、Kaufmann, Kraay and Zoido- Lobatòn (1999a, 1999b, 2002)からの 8 指標である。なお、対象国の全てについて、1974 年から 2000 年までの全ての年について統計値があるというわけではなく、統計値が入手できる年のデータのみをサ

---

<sup>3</sup> 外国企業が利益や資金を現地通貨から外貨に交換できる容易さや送金の容易さ等の程度を示すもの。

<sup>4</sup> 国内制度の質を表す指標として、BERI 関連の 4 指標のほか、以下の 8 指標が変数として入れられている。民主化 (Democracy)、財産権 (Property rights)、国民の発言力と説明責任 (Voice and Accountability)、政治的安定性 (Political stability)、政府の有効性 (Government Effectiveness)、規制の質 (Regulatory quality)、法の支配 (Rule of law)、腐敗の抑制 (Control of corruption)。



ンプルとして使用している<sup>5</sup>。

回帰分析の結果をみると、「ペッグの恐怖」にあたる乖離のケースでは、国内制度の質を表すとした 10 あまりの変数のうち、BERI 合成指数と財産権の 2 つの変数のパラメーターについては、統計的に有意な結果が得られ、仮説のとおり、国内制度の質が悪い国においては、当局がペッグ制を表明しても、ペッグ制を維持するための制度の整備や政策運営能力が不十分であるため、ペッグ制の維持を放棄してしまう傾向にあることが検証できた。経済的要因については、GDP を対数化した変数のパラメーターのみ、統計的に有意な結果が得られ、符号はマイナスであった。GDP が低下する景気低迷期に「ペッグの恐怖」のような為替政策が生じやすいということになる。

「フロートの恐怖」にあたる乖離のケースでは、国内制度の質を表すとみられる変数の中では、財産権の変数のパラメーターの符号が「ペッグの恐怖」のケースと逆になる結果が得られたものの、パラメーターは統計的に有意ではなかった。財産権以外の国内制度の質を表す変数についても、乖離への影響はみられないという結果であった。経済的要因については、対外債務のパラメーターのみ、統計的に有意な結果が得られている。対外債務が増えると「フロートの恐怖」にあたる乖離が生じやすいとは言えるが、国内制度の質の良し悪しの観点からは、「フロートの恐怖」にあたる乖離を説明することができなかった。そこで、「フロートの恐怖」にあたる乖離が生じる要因として、当局は、フロート制にコミットすると表明すること自体にシグナル効果があると考えているためではないかという新たな仮説を立てている。当該国の為替レートが大きく変動することは、金融市場には、経済の混乱や政策運営の脆弱さとして捉えられ、リスクプレミアムの上昇につながる可能性がある。このため、当局は、フロート制を表明していても、金融市場の信認を確保するために、為替レートの変動を小幅にとどめようとするため、デファクトの制度はペッグ制になっているというものである。ただし、同論文では、シグナル効果に係る仮説についての検証は行っていない。

---

<sup>5</sup> 一般に政治分野の定量的なデータは、経済分野に比べて圧倒的に少なく、かりにデータが存在したとしても、ある一時点のみを観察したデータであるため経年変化を捉えることができない、あるいは、経年的な変化をたどることができて対象国の数が少ないといった課題を持つことが多い。Alesina and Wagner(2006)において、各国間の政治的な制度の質を表す変数として採用されているものは、他の政治的なデータと比較すると、対象とする国は幅広いものの、変数の多くが 1897/98 年、2000/2001 年の 2 時点のみしか存在しないといった制約があることに留意が必要である。

### （乖離を生じさせる要因としての政治の安定性）

Setzer(2006)は、Alesina and Wagner(2006)を発展させた研究であるが、デジュリとデファクトの為替制度との乖離に対して、各国の国内制度の質の良し悪しではなく、国内制度の特徴の違いからの説明を試みている。Setzer(2006)による推計式の構造は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離の程度を被説明変数としていることと、説明変数のうち、経済的な変数については、Alesina and Wagner(2006)と同じであるが、国内制度の特徴を表す変数として、「民主化のレベル」<sup>6</sup>と「政治的な不安定さ」<sup>7</sup>についての変数を使用している。

回帰分析の結果によれば、国内制度の特徴を示すとされた「民主化のレベル」の変数については、「フロートの恐怖」にあたる乖離、「ペッグの恐怖」にあたる乖離のいずれの場合にも、そのパラメーターについて統計的に有意な結果は得られなかった。つまり、民主的か独裁的であるかどうかは、デジュリの制度とデファクトの制度との乖離には影響を及ぼさないという結果となった。他方、「政治的な不安定さ」については、「フロートの恐怖」にあたる乖離、「ペッグの恐怖」にあたる乖離のいずれの場合にも、パラメーターは統計的に有意となった。さらに、「フロートの恐怖」にあたる乖離では、「政治的な不安定さ」を表す変数のパラメーターの符号がマイナスであるのに対して、「ペッグの恐怖」にあたる乖離では、符号がプラスと逆であった。つまり、政権交代の頻度が高く政治的に不安定な状況は、「フロートの恐怖」にあたる乖離が生じる可能性を低下させる一方、政治的に不安定な状況は、「ペッグの恐怖」にあたる乖離の可能性を高めるという結果が得られた。このように、Setzer(2006)は、デジュリの制度とデファクトの制度との間に乖離が生じる要因のひとつに、政治的な不安定さのレベルをあげている。しかし、Setzer(2006)も、Alesina and Wagner(2006)と同じく、新興国の政府や中央銀行が、なぜ、実際に行う為替政策と合致しない為替制度を、デジュリの為替制度として表明するのかということについては、十分に説明できているとは言えない。

### （デジュリの制度が持つシグナル効果）

Genberg and Swoboda(2005)は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離

---

<sup>6</sup> The Polity IV dataset (Marshall and Jaggers 2002)における「political score」を民主化のレベルを示す変数としている。

<sup>7</sup> Zárate (2004) に基づき、「政治の不安定」を表す変数として、政権交代の回数の5年間の移動平均、国政における最大政党の交代の回数の5年間の移動平均という2つの変数を採用している。

のうち、「フロートの恐怖」にあたる乖離が生じる要因を、通貨当局による為替制度についての表明が持つシグナル効果から説明しようとしている。

同論文は、通貨当局が、実際には、ペッグ制のような政策運営を行うにもかかわらず、為替レートのパリティ（為替平価）を表明しないのは、パリティを表明することによって、パリティに投機家の注目が集まり、通貨アタックを受ける可能性が高まることから、通貨当局は通貨アタックを恐れ、パリティを表明していないと主張する。この主張を裏付けるため、IMF 加盟各国において、1974 年から 1998 年までの間、デファクトの制度がペッグ制であった時期（月単位）を特定し、こうしたペッグ制であった月のサンプル（13,000 あまり）を、今度は、デジュリの制度がペッグ制かフロート制によって 2 分割した。つまり、①「デジュリの制度がフロート制でデファクトの制度がペッグ制」のグループと、②「デジュリの制度とデファクトの制度がともにペッグ制」のグループに分けた。それぞれのグループについて、月次の為替レートの変動率を比較すると、為替レートの変動率の平均値については、「デジュリの制度とデファクトの制度がともにペッグ制」の方が、「デジュリの制度がフロート制でデファクトの制度がペッグ制」を下回ったものの、為替レートの変動率の標準偏差は、「デジュリの制度とデファクトの制度がともにペッグ制」の方が大きく、最大値や最低値の絶対値も、「デジュリの制度とデファクトの制度がともにペッグ制」の方が大きいという結果が得られた。この結果から、デジュリの制度がペッグ制、つまり、通貨当局がペッグ制にコミットしていると表明しているときには、通貨当局がフロート制にコミットしていると表明しているときに比べて、為替レートが大幅に変動する傾向がある、つまり、通貨アタックを受けやすい、ということが言え、Genberg and Swoboda(2005)の主張を支持するものとなった。

Genberg and Swoboda(2005)のほか、Alesina and Wagner(2006)も、通貨当局による為替制度についての表明にある種のシグナルの効果があり、ペッグ制にコミットしていると表明するときとフロート制にコミットすると表明するときでは、そのシグナル効果の違いが、「フロートの恐怖」にあたる乖離の一因になっているのではないかと指摘している点で共通している。Alesina and Wagner(2006)は、金融市場は各国の国内制度の頑強さやマクロ経済政策の運営能力について不完全な情報しか持ち合わせないため、新興国がフロート制を採用していると表明することは、不完全な情報しか持ち合わせない金融市場に対して、自らの国が頑強な制度や優れた政策運営能力を持つことを示すシグナルの役割を果たしているのではないかと推察した。

Barajas *et al.*(2008)は、Alesina and Wagner(2006)や Genberg and Swoboda(2005)を受け

て、通貨当局による為替制度についての表明、つまり、デジュリの制度がシグナル効果を持つのであれば、そのシグナルは通貨当局が意図したとおりに金融市場に受け止められているのかという視点から分析を行っている。同論文は、「フロートの恐怖」にあたる乖離が生じるのは、当局が、ペッグ制ではなく、フロート制を表明したほうが、金融市場に好意的に評価されると考えているためという仮説を立てている。同論文では、金融市場が好意的に評価しているかどうかは、当該国の国債と米国国債との金利差に示されているとみなし、20あまりの新興国について、1997年第4四半期から2006年第2四半期までの期間を対象として、各国の国債と米国債との金利差に対して、財政収支、外貨準備高、公的債務等の経済的ファンダメンタルズに加え、デジュリの為替制度の違いが及ぼす影響について推計している。各国の経済的ファンダメンタルズをコントロールした上で、デジュリの為替制度がペッグ制のときとフロート制のときとを比較すると、ペッグ制の方が、フロート制よりも、米国国債との金利差を縮小させる影響が大きいという結果となった。つまり、金融市場は、フロート制よりもペッグ制を高く評価していることとなり、仮説を支持する結果とはならなかった。この分析結果について、同論文は、当局によるフロート制の表明は、金融市場が落ち着いている時にはペッグ制を表明するときよりも、より高い金利コストを支払うことになるかもしれないが、金融市場の混乱時に備え、保険的な戦略としてフロート制を表明しているのではないかと推察している。

### **（乖離と政府の類型との関係）**

Bearce (2014) は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離を政府の類型から説明しようとする。そこで、民主的な政府は、為替制度について異なる選好を持つ異なるアクターの要望に応えるようとするため、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度をアクター毎に使い分けることで、幅広い異なるアクターに対して、それぞれのアクターの要望を実現させたかのように振る舞うことから、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が生じるという仮説を立てた。ただし、こうした振る舞いは、短い期間であれば有効であり、短期的なデジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離を説明することはできるが、長期的な乖離についてはあてはまらないとしている。

Bearce (2014) と Alesina and Wagner(2006)や Setzer(2006)との分析手法の大きな違いは、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離のサンプルを「フロートの恐怖」のグループと「ペッグの恐怖」のグループとに分けないで、デジュリの為替

制度とデファクトの為替制度との乖離の程度のみに着目し分析していることである。

同論文は、仮説の検証に、ブレトンウッズ体制直後の 1974 年から 2003 年までの期間における 130 か国のデジュリの為替制度とデファクトの為替制度から成るサンプル<sup>8</sup>を使っている。推計式については、デジュリの制度とデファクトの制度との乖離の程度を表す変数を被説明変数とし、デジュリの制度については、IMF/ AREAER から、デファクトの制度については、Levy-Yeyati and Sturzenegger(2005)からデータを得ている。ただし、デジュリの制度については、AREAER から情報を入手してデータベースを独自に作成したのではなく、Calvo and Reinhart (2002)で使用されたデータベースと同じものと使用したとみられる<sup>9</sup>。説明変数には、政府のタイプとしての民主主義の程度<sup>10</sup>を示す変数のほか、中央銀行の独立性、経済規模 (GDP)、1 人あたり GDP、開放度 (輸出入総額の GDP 比)、IMF からの貸付額、対外債務額、成長率、インフレ率を変数に入れ、推計式を作成している。この推計式によれば、パラメーターが有意となったのは、民主主義の程度、中央銀行の独立性、経済規模 (GDP)、インフレ率を表す変数についてであった。各パラメーターの符号から、政府がより民主的で、中央銀行の独立性が高い国では、デジュリの制度とデファクトの制度との乖離が生じやすく、経済規模 (GDP) が大きくなるほど、乖離が生じにくくなる一方、インフレ率が高まるほど、乖離が生じやすいという結果となった。ただし、こうした関係性は、短期間でのみ成立するというものであった。

民主主義の程度が高いほど、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が生じやすいという結果から、より民主的な政府ほど、国際公約を破棄したときに自国民に及ぼすコストが大きいと、国際公約を順守すると思われがちであること (Fearon 1994) が必ずしも正しいとはいえず、民主的な政府が国際公約を順守するかどうかは、その国際公約が所得分配との関わりが深いかどうかによると主張する。つまり、安全保障政策に比べ、為替政策は、金融政策や貿易政策と同じく、所得分配に深く影響を及ぼすため、国内の異なるアクターの意見を一致させることは難しいことから、様々なアクターの要望を考慮する、民主的な政府は、国際公約であるデジュリの為替制度を順守できず、短期的にはデジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを使い分けることになるというものである。

---

<sup>8</sup> 1 か国あたりの時系列データの平均は 16 年。

<sup>9</sup> Bearce (2014) は、デジュリの為替制度についてのデータの入手先として、以下を示している。<http://terpconnect.umd.edu/~creinhar/Courses.html>。なお、このサイトは、2021 年 2 月 15 日現在、存在しない。

<sup>10</sup> 民主主義の程度については、Marshall and Jaggers(2008)のほか、Vanhanen (2000) と Freedom House (2010) による指数でも検証を行っている。

このように、Bearce (2014) は、民主的な政府ほど、短期的ではあるが、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が生じやすいということを示している。しかし、Setzer(2006)は、民主的か独裁的であるかどうかは、デジュリの制度とデファクトの制度との乖離には影響を及ぼさないという、Bearce (2014) とは異なる分析結果を示していたことから、政府の類型とデジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離との関係について、明確な関係性が示されたというわけではない。また、Bearce (2014) は、短期的なデジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離について説明を試みているのに対して、Calvo and Reinhart (2002)は、新興国では、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が、長い期間、継続するとしている。このように、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が生じる長さについても、研究によって、見解が異なる。

以上のとおり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離についてのいくつかの先行研究から、国内制度の質や政治の安定性が乖離に影響を及ぼしている可能性があることや、デジュリの為替制度が金融市場に対してシグナル効果を持つ可能性が示唆されているものの、乖離の要因については、明らかにされていない。また、分析の前提となる、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離が生じる期間の長さ等についても、研究によって見解が異なっている。

### 3. 先行研究の分析手法についての問題点

デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離についての先行研究は、その後の為替制度についての研究に示唆を与えるものである。他方、Calvo and Reinhart (2002)や Alesina and Wagner(2006)をはじめとする先行研究には、分析手法において共通する問題点があるといえる。以下では、こうした問題点のうち、主なものを3点、指摘する。

#### (IMF における為替制度の分類スキームの改定についての不十分な理解)

デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離についての先行研究では、各国のデジュリの為替制度についてのデータは、いずれの研究においても、IMF 加盟国が IMF に申告した為替制度の情報に基づき、IMF が公表する AREAER を出典としている。先行研究の多くでは、分析対象期間が 1970 年代半ばからから 2000 年前後ま

での四半世紀にわたるが、IMF は、加盟各国の為替制度を分類するためのスキームを 1975 年に導入し、その後、スキームの大幅な改定を数回行っている（改定の詳細については第 2 章を参照）。為替制度の分類スキームの改定に伴い、為替制度を分類する基準や分類カテゴリー等が変更され、各分類カテゴリーの定義も変更されてきた。同一の名称の為替制度であっても、分類スキームが改定されると、定義が変更されることもある。AREAER は、毎年発刊されているが、そこに掲載されている各国の為替制度の分類は、発行された年（当時）に IMF において採用されている為替制度の分類スキームに基づいて行われる。このため、IMF における為替制度の分類スキームの改定によって、改定前後で各国の為替制度のデータに断続が存在する。しかし、先行研究では、分析に使用している為替制度のデータの作成において、こうした為替制度の分類スキームの改定をどのように考慮してデータを作成したのかについては言及されていない。

Anderson(2014)は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離についての先行研究の代表的なものである Calvo and Reinhart(2002)が、IMF による為替制度の分類スキームの改定を正しく理解していないため、AREAER から得た各国のデジュリの為替制度についてのデータを誤って取扱っている可能性があることを指摘している。

また、デジュリの為替制度について検討するときには、加盟国が IMF に自国の為替制度を申告したときに、その申告された為替制度が、当時、IMF において、どの為替制度の分類スキームで整理されていたのかということが重要になってくるが、先行研究ではこうしたことが考慮されていない。

### （国際的な政治経済的要因からの分析の不足）

Alesina and Wagner(2006)、Setzer(2006)、Bearce (2014) は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが乖離している要因を各国の国内の政治的あるいは経済的な特性から説明しようとしている。しかし、各国における為替制度や通貨政策の選択には、国内の政治経済的な要因だけでなく、国際的な政治経済的要因の影響も少なくないと言える。むしろ、各国の為替制度や為替政策は、海外経済や主要国の金融政策などの影響を最も受けやすい。さらに、国際金融分野においては、IMF 加盟国にとって、国別サーベイランス等を通じた IMF による為替政策を含むマクロ経済政策についての評価や提言は、拘束力を持つものではないが、政策運営を行う上でしばしば考慮されるものである。特に新興国や途上国では、先進国に比べ、国際収支危機に直面

する可能性も高く、危機発生時に IMF に支援を要請することもあるため、平時から IMF と良好な関係を構築しておくことが重要となると考えられる。先行研究では、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が生じる要因を検討する上で、国内の政治的あるいは経済的な特性や状況からの説明を試みているものの、国際的な政治経済的要因からの分析が不足していることが課題としてあげられる。

### **（国際的な構造変化や制度変更を踏まえた分析の不足）**

Alesina and Wagner(2006)や Setzer(2006)などは、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離の程度を被説明変数とし、それぞれの国の経済状況や政治状況等を表す変数を説明変数として、1970 年代半ば以降の四半世紀を対象に実証分析を行っている。この期間において、国際金融市場は規模を拡大させただけでなく、資本移動の自由化の進展により大きな構造変化を遂げた。これは、各国における為替制度や為替政策の選択に大きな影響を及ぼしたとみられる。しかし、Alesina and Wagner(2006)、Setzer(2006)、Bearce (2014) は、いずれも 1970 年代半ば以降の四半世紀にわたる期間を同一の推計式により分析している。このため、国際金融市場の大きな構造変化といった、各国の為替制度や通貨政策の選択に大きな影響を及ぼす要素が考慮されていない分析手法となっている。

## **第 1.3 節 本研究の分析の枠組みと構成**

### **1. 分析の枠組み**

本研究では、特に、1990 年代以降、新興国の為替制度の分類に係る課題とされてきた、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離に着目し、その乖離の要因について、それぞれの国の特性からだけでなく、IMF における為替制度の分類や IMF による為替政策に対するサーベイランスが、各国の為替制度の選択を含め為替政策に与えてきた影響を踏まえ、明らかにすることをめざしている。

デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離については、前述のとおり、2つのパターンがある。このうち、通貨当局がペッグ制にコミットしていると表明していながら、ペッグ制の維持とは整合的ではない拡張的な財政政策を行うこと等によって、ペッグ制の維持が困難となり、自国通貨の切下げを実施せざるを得ず、現実にはフロート制に近い為替制度となっている、いわゆる「ペッグの恐怖」と呼ばれる乖離については、その要因について、Tornell and Velasco (1995, 2000) や Obstfeld



and Rogoff (1995)、Alesina and Wagner(2006)、Setzer(2006)が示している。これに対して、デジュリの為替制度がフロート制で、デファクトの為替制度がペッグ制であるような、「フロートの恐怖」と呼ばれる乖離については、「ペッグの恐怖」にあたる乖離と比べて、乖離が生じる要因が明らかにされていない。そこで、本研究では、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離のうち、「フロートの恐怖」にあたる乖離を中心に分析する。

さらに、本研究の分析では、1990年代から2010年代までの、韓国、インドネシア、タイ、フィリピンの4か国の為替制度を具体的に検討することによって、「フロートの恐怖」にあたる乖離がどうして生じたのか、また、乖離がどうしてなくなったのかということ等について分析する。これら4か国の為替制度を具体的な事例として取り上げることにしたのは、以下の理由による。アジア通貨危機によって大きな経済的打撃を受けたアジア諸国のうち、韓国やインドネシアは、通貨危機を経て、日々の為替変動幅を撤廃してフロート制に、タイも通貨バスケット制から管理フロート制に移行したことを表明していた。また、フィリピンについては、1970年に、米ドル・ペッグ制からフロート制に移行したことが通貨当局によって表明されていた。つまり、アジア通貨危機の後、これらのアジア4か国の通貨当局は、いずれもフロート制を表明していた、つまり、デジュリの為替制度がフロート制であったことになる。そこで、デジュリの為替制度がフロート制であったこれら4か国において、デファクトの為替制度がどのように推移したのかを確認することによって、「フロートの恐怖」と呼ばれる乖離が生じていたのかどうか、また、乖離があったとすれば、それはどのような要因によるものであったのか等を検討することが可能であると考えられるためである。

分析対象期間については、この4か国について、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較する上で必要になるデータが1990年以降について入手できることから、1990年から2019年までとしている。さらに、1990年以降のアジア経済にとって、1997年のアジア通貨危機と2008年の世界金融危機は、幅広い分野に影響を与え、特に、為替制度・為替政策を取り巻く環境に大きな変化をもたらしたものと考えられる。このため、本研究では、1990年から2019年までの期間について、1) アジア通貨危機までの1990年代、2) アジア通貨危機後の回復期から世界金融危機まで、3) 世界金融危機以後、の3つの期間に大きくわけて分析することにする。なお、本研究では、為替制度を比較するときには、原則、IMFによる為替制度の分類スキームを使用することにするため、分析手法はIMFによる為替制度の分類スキームと密接に関連している。そこで、第2章において、IMFによる為替制度の分類スキームにつ

いての説明を行った上で、分析手法の詳細について提示する。

## 2. 本研究の構成

本研究は、6章で構成される。

この第1章「序論」では、本研究の問題意識を示し、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離に関わる先行研究を概観し、その成果と課題を整理した上で、先行研究を踏まえ、本研究の分析の枠組みと分析対象を提示した。

第2章「IMFにおける為替制度の分類スキームの変遷」では、本研究において、為替制度の比較や分析対象期間の区分の基礎となる IMF における為替制度の分類スキームとその変遷について概観した上で、IMF における為替制度の分類スキームの変遷を踏まえた、本研究における分析手法や分析対象期間の区分について提示する。

第3章から第5章では、韓国、インドネシア、フィリピン、タイの4か国について、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との比較と行い、両者の乖離の有無や、乖離が生じる要因について分析する。第3章「アジア通貨危機までの為替制度」では、1990年代を中心に分析するとともに、新興国ではデジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離があることを指摘した Calvo and Reinhart (2002) の検証についても行う。第4章「アジア通貨危機後の回復期から世界金融危機前までの為替制度」では、2000年から2006年を中心として、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較するとともに、この時期における為替制度の分類についての課題を議論する。第5章「世界金融危機以後の為替制度」では、世界金融危機以降の2009年から2019年までの期間において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との比較とともに、IMFによるサーベイランスにおける各国の為替政策に対する評価方法の変化とこの変化に対する米国の影響力について議論する。

第6章「結論」は、これまでの章における分析結果を有機的にとらえ直し、そこから得られる知見と意義について述べた上で、今後に向けた政策的含意について論じる。

## 第2章 IMFにおける為替制度の分類スキームの変遷

IMFは、AREAERにおいて、全加盟国の為替制度の分類を公表してきたが、各国の為替制度を分類するスキームは、これまで、数回、改定されている。本研究が分析対象期間とする1990年以降において、IMFにおいて採用されていた為替制度の分類スキームは、「1982年分類」、「1998年分類」、「2009年分類」の3つがある。それぞれのスキームは、為替制度を分類するときの基準や分類カテゴリーの数などが大きく異なる。本研究では、各国の為替制度の判定・分類について検討するときに、主として、IMFによる為替制度の分類スキームを使用する。そこで、本章では、IMFにおける為替制度の分類スキームの変遷について概観した上で、IMFにおける為替制度の分類スキームの変遷を踏まえた本研究における分析手法を提示する。

### 第2.1節 デジュリの為替制度についての法的根拠

IMF協定第4条2項に基づき、IMF加盟国がIMFに申告する為替制度は、「デジュリの制度（*de jure arrangement/regime*）」と呼ばれるのに対し、実際の為替レートの動き等から判定される為替制度は、「デファクトの制度（*de facto arrangement/regime*）」と呼ばれる。このように、両者が区別して使用されることは、1990年代前半まではなかった。それを示すものとして、1990年代前半までに発表されたIMFの文献や国際経済分野の研究において、「デジュリの為替制度」や「デファクトの為替制度」といった用語は見当たらない。1990年代後半に、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離があるのではないかということが問題となるまでは、多くの政策担当者や研究者は、AREAERに掲載されている各国の為替制度の分類を活用しても、その分類がどのような情報に基づき整理されたものであるかについて、ほとんど気にしていなかったものと思われる。ちなみに、AREAERにおいて、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度という用語がともに使用され、これらの用語について説明が初めて行われたのは、2008年版であった。

IMF加盟国が自国の為替制度をIMFに申告しなければならない義務が生じるようになったのは、IMF協定の第2次改定にさかのぼる。1971年のニクソンショックによるブレトンウッズ体制の崩壊により、新たな国際通貨制度の枠組みを構築するため、IMFは、20か国の財務大臣・中央銀行総裁等を委員とする「暫定委員会<sup>11</sup>」を組

<sup>11</sup> 「暫定委員会」という名称は、IMF協定の第2次改正に盛り込まれた評議会設置までの暫定的期間として設置されたことに由来する。

織し、IMF 協定改正案についての議論を進めた。1945 年 12 月に発効した改正前の IMF 協定では、IMF 加盟国は、自国通貨の金に対する一定の平価を設定し、自国通貨の価値を平価の上下 1 % の変動幅の中に固定することが義務づけられる固定相場制（金・ドル本位制）を維持しなければならなかったが、これは、第 4 条「通貨の平価（Par values of currency）」に規定されていた。IMF 協定の第 2 次改正では、第 4 条が大きく書き換えられ、改正後の第 4 条には、「為替取極に関する義務（Obligations regarding exchange arrangements）」として、加盟国に対しては、金本位制以外の為替制度を自由に選択できるようになると同時に、適用する意図を有する自国の為替取極（為替制度）を IMF に申告し、また、自国の為替取極（為替制度）のいかなる変更も速やかに IMF に申告しなければならないことが規定されている（同条 2 項）。つまり、ブレトンウッズ体制の下では、米国以外のいずれの国も為替制度は同じであったが、IMF 協定の第 2 次改正によって、各国は為替制度を自由に選択できるようになった代わりに、選択する為替制度を IMF に申告することが求められるようになったのである。AREAER は、1979 年から公表されるようになったが、これは、IMF 協定の第 2 次改正の発効（1978 年）を受けて、第 4 条 2 項により、加盟各国が IMF に自国の為替制度を申告し、IMF がそれに基づき、全加盟国の為替制度の分類・公表を行うようになった始まりといえる<sup>12</sup>。

## 第 2.2 節 1970 年代から 2000 年代までの為替制度の分類スキームの変遷

### 1. 「1982 年分類」までの為替制度の分類スキーム

#### （1970 年代の為替制度の分類スキーム）

1970 年代初頭のブレトンウッズ体制の崩壊は、世界的な固定相場制が終焉し、世界の主要国通貨が互いに変動する「総フロート制」への幕開けを示す歴史的な出来事とみるのが、近年、一般的なとらえ方となっている（高木 2011）。しかし、ブレトンウッズ体制の崩壊によって、多くの国が速やかにフロート制に移ったわけではなかった。ブレトンウッズ体制下では、IMF 加盟国は自国通貨の価値を平価の上下 1 % 以内に抑えることとされていたが、ブレトンウッズ体制の崩壊直後の金融市場の混乱を受け、「IMF 理事会決定（第 4083-（73/104）号 1973 年 11 月改定）」<sup>13</sup>によって、為替

<sup>12</sup> AREAER の前身となる Annual Report on Exchange Restrictions という題名の報告は、1950 年から年 1 回公表されていた。

<sup>13</sup> IMF, 1974, “CENTRAL RATES AND WIDER MARGINS: A TEMPORARY REGIME—

レートの変動制限幅が上下 2.25%内に拡大されるとともに、この変動幅よりも大きな変動幅を採用するときには IMF の承認が必要となった。同決定を踏まえ、当時、加盟国の為替制度を分類するときには、為替レートの変動を中心レートの上 下 2.25%内の範囲に維持するペッグ制のような制度を採用しているかどうか、大きな判定基準になっていた。このため、当時の分類スキームは、「(為替レートの変動が) 相対的に狭い範囲内<sup>14</sup>に維持されている為替レート (Exchange rate maintained within relatively narrow margins)」と、「相対的に狭い範囲内に維持されていない為替レート (Exchange rate not maintained within relatively narrow margins)」の 2 つのカテゴリから構成されていた<sup>15</sup> (付表 2-1)。ブレトンウッズ体制の崩壊から間もない 1973 年末時点では、加盟国・地域の 128 のうちの 108 が、「相対的に狭いレンジに維持されている為替レート」に分類されていた (IMF 1974)。つまり、大半の国は、米ドルや仏フラン等の介入通貨に対して、ペッグ制を採用していた。さらに、ペッグ制を採用する 128 の加盟国・地域のうち、その過半に当たる 68 では、依然、米ドルに対するペッグ制が採用されていた。他方、「相対的に狭いレンジに維持されていない為替レート」に分類されている国、つまり、フロート制<sup>16</sup>に移行していた国は、先進国を中心に加盟国・地域 128 のうちの 19 であり、全体の 15%程度であった。

為替レートの変動制限幅が上下 2.25%内に拡大すること等が規定された「IMF 理事会決定 (第 4083- (73/104) 号 1973 年 11 月改定)」について、「この決定は、適当なマージンを持つ実効性のある為替平価に戻るまでの一時的な期間において、加盟国が IMF の目的を可能な限りの最大限、遵守できるようにするためのものであった<sup>17</sup>」というのが、当時の IMF による国際通貨体制に対する見通しであった (IMF 1974)。当時、IMF は、ブレトンウッズ体制の崩壊やその直後における各国の為替レートの変動はあくまでも一時的なものであり、それほど時間を置かないうちに、各国の為替レートの変動が小幅なレンジの中で推移するブレトンウッズ体制下の固定相場制に近い為替制度に戻ることを想定していたようである。しかし、こうした想定に反して、

---

REVISED DECISION”, *Executive Board Decision No. 3463-(71 /126), December 18, 1971, as amended by Decision No. 4083-(73/104), November 7, 1973*

<sup>14</sup> ここでの範囲とは、平価の上下 2.25%程度を指す。

<sup>15</sup> この為替制度の分類スキームは、IMF 協定第 2 次改正が発効して以降、1980 年代初頭まで採用されていた。

<sup>16</sup> 近年の為替制度の分類では、フロート制ではなく、固定相場制 (ペッグ制) に近い制度として分類される為替制度も含まれる可能性が高いが、ここでは、ペッグ制ではない制度として、便宜的にフロート制という用語を使用している。

<sup>17</sup> 原文 : The decision was intended to enable members to observe the purposes of the Fund to the maximum extent possible during the temporary period preceding the resumption of effective par values with appropriate margins. (IMF 1974:4)

ブレトンウッズ体制のような世界的な固定相場制に回帰することはなかった。

### （「1982 年分類」の導入）

1980 年代に入ると、為替レートの変動が固定的な制度から柔軟な制度に移行する国が増加した。1981 年 12 月末時点において、当時の為替制度の分類で「相対的に狭い範囲内に維持されていない為替レート」に分類される、つまり、為替レートの変動を中心レートの上下 2.25%程度のレンジ内に維持するペッグ制ではなく、これよりも大きな為替レートの変動を容認し、フロート制に移行していた国が、146 か国・地域のうち 36 か国・地域と、全体の 25%に達していた（IMF/AREAER 1982）。

ペッグ制以外の為替制度を採用する国が増加してきたことを受けて、IMF では、為替制度の分類が細分化された。新しい為替制度の分類スキームである「1982 年分類」は、為替レートの変動を基準に、大きな 3 つカテゴリーから構成された。3 つのカテゴリーは、為替レートの変動の小さい方から、i) 当該通貨の変動幅が中心レートの上下 1%と小幅であれば、「特定の国の通貨、もしくは、複数の通貨のバスケット（SDR を含む）に対するペッグ制」、ii) これよりも変動幅が大きく、当該通貨の変動幅が中心レートの上下 2.25%内であれば、「ペッグ制ではないものの、特定の国の通貨、もしくは複数の通貨のバスケットに対して限定的ながらも柔軟的である制度（Limited flexibility）」、iii) さらに変動幅が大きく、中心レートの上下 2.25%の変動幅を超えた為替レートの変動を許容するときには、「より柔軟な制度（More flexible arrangements）」とされた（付表 2-2）。為替レートの変動が最も大きいカテゴリーである「より柔軟な制度（More flexible arrangements）」は、為替レートの変動の程度に応じて、さらに、「いくつかの数量的指標の変化に応じて調整される制度（Adjusted according to a set of indicators）」、「その他の管理フロート制（Other managed floating）」、「独立的フロート制（Independently floating）」の 3 つの小分類から構成されていた。

## 2. 「1982 年分類」から「1998 年分類」への移行

### （「1982 年分類」の問題点）

「1982 年分類」への移行は、1970 年代後半からの各国の為替制度の変化に対応するためのものであったが、1990 年代に入り、資本規制の緩和もあって国境を越えた資本移動が増加し、それに伴い、多くの国が為替レートの変動制限幅を従来よりも拡大させる流れが進むにつれて、「1982 年分類」の問題点が指摘されるようになってき

た（IMF 1999）。

「1982 年分類」では、従来と同じように、IMF は、IMF 協定第 4 条 2 項によって加盟各国が IMF に申告するデジュリの為替制度に基づいて、全加盟国の為替制度を分類していたが、「1982 年分類」の問題点のひとつはこの点に関わる。各国の為替制度について、「1982 年分類」にある複数のカテゴリーの中から選ばれる為替制度、つまり、各国の為替制度に付けられる、「ペッグ制」や「独立的フロート制」というラベルから想定される為替レートの動きと、実際の為替レートの動きが合っていないのではないかということが指摘されるようになってきたのである。当時は、デジュリの為替制度、デファクトの為替制度という用語は、まだ使用されていなかったが、いわゆる、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致が指摘されるようになってきたのである。

「1982 年分類」の問題点の 2 点目は、実際の為替制度が多様化する中で、分類の基準が粗く、為替制度の何を分類しようとするのかが曖昧になってきたことであった。為替制度を適切に分類できていないということは、1 点目の問題とも関わる。同じ為替制度に分類されている 2 つの国がある場合、為替制度が同じとされているにもかかわらず、現実には、金融政策の独立性の程度に違いがあり、為替レートの変動の程度もかなり違っていることがしばしば生じるようになっていた。「ペッグ制」を例にあげると、ペッグ制の採用により金融政策の独立性に制約がかかる点はいずれの国にも共通するものの、金融政策の独立性の程度は、どの程度、厳格なペッグ制を採用しているのか、つまり自国通貨の変動をどの程度許容するペッグ制を採用しているかに依存する。しかしながら、「1982 年分類」では、ドル化、通貨同盟、カレンシーボード制のように、金融政策に裁量の余地がない厳格な固定相場制と、為替レートの変動を小幅なレンジの範囲内では許容する制度との区別がなかった。「管理フロート制」についても、管理フロート制に分類されている国々を比較したとき、為替レートの変動を制限するための手法は同じではなく、また、マクロ経済の安定させるための名目アンカーとして為替レートに求める役割がいずれの国でも同じというわけではないといったことが考慮されていなかった（IMF 1999:28）。

### （デファクトの為替制度による分類の移行）

為替制度についての実証研究や政策評価において、実態を反映していない為替制度の分類を用いて分析することは、誤った分析結果を招き、誤った政策提言を導くことになりかねない。IMF は、こうしたことを回避し、加盟各国の為替制度を適切に分

類できるようにするため、つまり、加盟各国の為替制度のラベルを正しく付けられるようにするため、「1982 年分類」の抜本的な見直しに取り組んだ（IMF 1999）。最大の変更点は、それまでは、IMF 協定第 4 条 2 項に基づいて、各国の当局が IMF に申告する為替制度に基づき全加盟国の為替制度を分類していたが、その方法を見直し、IMF のスタッフが、各国の経済や金融市場に関する一次統計や二次統計のほか、国別サーベイランス（政策監視）<sup>18</sup>や、各国当局者との日常的なコミュニケーション等から得られる情報に基づき、IMF による独自の基準によって、各国の為替制度（為替制度のラベル）を判定し、それによって全加盟国の為替制度を分類する方法に変えたことである。つまり、IMF による加盟国の為替制度の分類をデジュリ<sup>19</sup>の為替制度からデファクト<sup>20</sup>の為替制度に変更したのである。これは、1970 年代から現在にいたる IMF による為替制度の分類スキームの変遷において最も大きな見直しである。

「1998 年分類」では、為替制度の各カテゴリーについても細分化された。ペッグ制について、金融政策に裁量の余地がない厳格な固定相場制度である、ドル化や通貨同盟、カレンシーボード制を伝統的なペッグ制から分離して、それぞれを別の為替制度とした（IMF 1999, IMF/AREAER 2001）。さらに、管理フロート制についても細分化し、クローリング・ペッグ制やクローリング・バンド制を管理フロート制から分離して、それぞれを別の為替制度とした。加えて、金融政策の運営における名目アンカーとして、為替レート・アンカー、マネタリーベース・ターゲティング、インフレーション・ターゲティング等のいずれを採用しているかという情報も、為替制度の分類と併せて掲載するようになった。「1998 年分類」では、為替制度が細分化されただけでなく、金融政策における名目アンカーについての情報を併せて掲載されるようになった（付表 2-3）。なお、AREAER において、全加盟国の為替制度が、「1998 年分類」によるデファクトの為替制度によって分類されるようになるのは、2001 年版からである。

### 3. 「1998 年分類」の導入後のデジュリの為替制度の軽視

#### （デファクトの為替制度を判定する手法についての研究の進展）

物価の安定や持続的な経済成長をもたらす望ましい為替制度とはどのような制度

---

<sup>18</sup> IMF の国別サーベイランス（政策監視）は、IMF 協定第 4 条を根拠に、全ての加盟国のマクロ経済政策を監視し、各国固有の状況に応じた経済分析と政策提言を行うことを目的として、原則年 1 回、協議対象国の当局等と政策協議を行い、その結果について理事会に報告し、議論が行われている。



であるかは、国際経済学において、従来から最も議論されてきたテーマの一つである。為替制度に関する理論の実証研究、なかでも複数の国の為替制度の比較を含む実証研究では、研究対象とする国の為替制度の情報として、AREAER に掲載されている加盟国の為替制度の分類がよく利用されてきた。IMF による為替制度の分類は、IMF 加盟国・地域を対象とするため、網羅する国・地域の数が多いという利点を持つとともに、1970 年代以降の加盟国の為替制度の情報をさかのぼれるという点でも優れている。しかし、デジュリの為替制度に基づく IMF による為替制度の分類が、実際の各国の為替制度を表していないのではないかと指摘されるようになると、実証研究において、AREAER に掲載されている各国の為替制度の分類をそのまま使用することに支障があると考える研究者が増加した（Ghosh *et al.* 1997, Levy-Yeyati and Sturzenegger 2003, 2005, Ghosh *et al.* 2003, Rogoff *et al.* 2004, Reinhart and Rogoff 2004, Shambaugh 2004）。IMF は、1990 年後半に、「1982 年分類」の抜本的な見直しに着手していたが、ほぼ同時期に、この IMF の見直し作業とは別に、国際経済学を専門とする研究者を中心として、実際の為替レートの変動等からデファクトの為替制度を判定する手法の開発が進められた。

国際経済分野の実証研究において、IMF が公表してきたデジュリの為替制度に代えて、実際の為替レートの変動等から独自に判定したデファクトの為替制度のデータを使って分析をやり直してみると、従来の分析結果が覆されることもあった。為替制度のデータをデファクトの為替制度に代えて再検証したことによって、従来の分析結果が修正された研究の中で注目を集めたのが、二極論についての実証研究であった。デジュリの為替制度によれば、各国の為替制度は、二極論が想定するように二つの極に収斂する傾向がみられたのに対して、デファクトの為替制度のデータに代えて検証してみると、二極論による想定とは異なり、依然として、中間的な制度を取る国が多いという結果が得られた（Rogoff *et al.* 2004）。

デファクトの為替制度を判定するための主な手法についてみると、各国の当局が IMF に申告するデジュリの為替制度に対して、実際の為替レートの変動などから必要に応じデジュリの為替制度に修正を加え、デファクトの為替制度を特定する手法が、IMF エコノミストである Ghosh らから発表された（Ghosh *et al.* 1997）。AREAER で 2001 年から公表されるようになったデファクトの為替制度も、デジュリの為替制度のほか、各国の為替政策や金融政策に関して IMF が収集した情報と、実際の為替レートや外貨準備高等についての統計的な処理を組み合わせる為替制度を判定する手法である。他方、デジュリの為替制度を一切考慮しないで、実際の為替レートの変動な

どからアルゴリズムを使ってデファクトの為替制度を判定する手法の代表的なものとして、Levy-Yeyati and Sturzenegger(2005)や Shambaugh(2004)がある。為替レートの動き等からデファクトの為替制度を判定しようとする研究は、2000 年代に入り多く発表されるようになった。この中には、アジア諸国の為替制度を対象としたものもある（大野・福田 2005, Kawai 2008, Kinkyo 2012）。

デファクトの為替制度の判定方法が、複数、開発されたことによる課題もある。研究者によってデファクトの為替制度の判定方法が異なるため、ある国のデファクトの為替制度を判定するときに、研究者によって判定手法が異なるため、判定結果が異なることも少なくない。このため、為替制度についての理論について、デファクトの為替制度のデータを使用して実証分析するときに、使用するデファクトの為替制度のデータが異なれば、正反対の結論に到るということもある（Ghosh *et al.* 1997, Levy-Yeyati and Sturzenegger 2005, Ghosh *et al.* 2003, Ghosh *et al.* 2010）。

#### （IMF におけるデジュリの為替制度に対する軽視）

加盟各国が IMF に申告するデジュリの為替制度が実際の為替制度や為替政策と整合的ではないのではないかと懸念が広がり、デファクトの為替制度を判定するための研究が盛んになるにつれて、2000 年代半ば以降の複数の国の為替制度についての実証研究では、IMF によるデジュリの為替制度に代わり、研究者が独自に開発した方法によって判定したデファクトの為替制度が分析に利用されることが広がっていった（Levy-Yeyati and Sturzenegger 2007, Levy-Yeyati *et al.* 2013, Reinhart and Rogoff 2004）。こうしたデファクトの為替制度を判定する手法の開発は、国際経済分野における研究の発展に貢献した一方で、為替制度に関する情報として、デファクトの為替制度がデジュリの為替制度よりも優れているとみなされるようになり、デジュリの為替制度が軽視される傾向を強めることにつながったとみられる。こうした風潮を象徴的に示すものとして、Reinhart and Rogoff（2004）は、「公式の（デジュリの）為替制度がフロート制、ペッグ制のいずれであれ、アルゴリズムが（デジュリの為替制度と）同じ結果を導き出すかどうかは、実際のところ、コイン・トスのようなものである<sup>19</sup>」と表現している。つまり、これは、当局による為替制度についての表明とデファクトの為替制度との間にはほとんど関係性がないことを意味している。また、Levy-Yeyati and Sturzenegger (2005)は、デファクトの為替制度とデジュリの為替制度

---

<sup>19</sup> 原文：Whether the official regime is a float or peg, it is virtually a coin toss whether the Natural algorithm will yield the same result. (Reinhart and Rogoff 2004：32)

との関係を、「行動と言葉 (deeds vs. words)」という表現でたとえているが、これは、単に、当局による「行動」と、当局による「言葉」との対比という意味ではなく、同論文では、「行動」が「言葉」よりも、現実について、より多くの意味のある情報を含み、実証研究では、デジュリの為替制度（言葉）ではなく、デファクトの為替制度（行動）に着目するのが適当であるという考え方を表している。

研究者の間で、デファクト為替制度を判定する手法についての議論や研究が進展するにつれて、デジュリの為替制度に対する関心や注目度が低下したのは、IMF による為替制度の分類スキームが「1982 年分類」から「1998 年分類」に改定され、IMF による為替制度の分類が、デジュリの為替制度からデファクトの為替制度に基づくものに変更されたからだけではない。この改定と同時に、IMF が、AREAER において、デジュリの為替制度を掲載しなくなったことによる影響も少なくなかったと考えられる。AREAER において、各国の為替制度が、「1998 年分類」によって、IMF スタッフが判定したデファクトの為替制度に基づいて分類・記述されるようになるのは 2001 年版からである<sup>20</sup>。それと同時に、加盟各国のデジュリの為替制度は掲載されないようになるが、IMF は、掲載しないようにした理由を明らかにしていない。IMF 自身が判定するデファクトの為替制度の正当性を確立するためか、あるいは、デジュリの為替制度を公表しておくことで、デファクトの為替制度との間に不一致が存在することが明らかになり、IMF 協定第 4 条 2 項によって、加盟国が IMF に為替制度を申告するというシステム自体への批判が起き、デジュリとデファクトの為替制度との乖離の問題がより拡大することを避けたかったためか、その理由はわからない。ちなみに、2001 年から 2003 年まで、IMF チーフエコノミスト兼調査局長に就任していたケネス・ロゴフ氏は、IMF チーフエコノミストから離任して間もなく、各国の通貨当局が表明している為替制度（デジュリの為替制度）と、実際の為替レートとの動きとの関係性が低いという趣旨の論文を発表している (Reinhart and Rogoff 2004)。IMF において、為替制度の分類スキームを「1982 年分類」から「1998 年分類」に改定し、加盟国の為替制度をデジュリの制度からデファクトの制度に基づき分類するという大きな見直しが実施された時期に、改定作業に実質的な影響力のあるポストにあったとみられる人物が、デジュリの為替制度の確かさにかなりの疑義を持っていたことは、AREAER においてデジュリの為替制度が公表されなくなったことに何らかの影響があったものと考えられる。

---

<sup>20</sup> AREAER1999 年版、2000 年版では、各国の為替制度は、「1998 年分類」のカテゴリーに基づき分類されているものの、分類に使用されているデータは、各国が IMF に申告したデジュリの為替制度である。

AREAER に、デファクトの為替制度による分類のみが記載され、デジュリの為替制度が記載されていない状況は、2001 年版から 2007 年版までの 7 年間続いた。IMF による為替制度の分類スキームが「1982 年分類」から「1998 年分類」に改定された後も、IMF 協定第 4 条 2 項に基づき、加盟国は、従来どおり、IMF に対して自国の通貨制度を申告する義務があり、IMF は各国から申告を受けていたが、IMF はその情報を一般には公開していなかったことになる。IMF から毎年出版される AREAER に掲載される為替制度の分類は、長年にわたり、幅広い分野の政策担当者や研究者に活用されてきた。このため、AREAER において分類されている各国の為替制度が、デジュリの為替制度からデファクトの為替制度に変更され、同時に、デジュリの為替制度が一般に公表されなくなったことは、政策担当者や研究者がデファクトの為替制度のみに着目する傾向をさらに強めるだけでなく、そもそも、IMF 協定第 4 条 2 項に基づき、加盟国が IMF に対して自国の通貨制度を申告する義務があること自体が一般には認識されないようになり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離に対する関心の低下にもつながったものと考えられる。序章において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離を扱った先行研究が数少ないことあげたが、2000 年代に入り、IMF がデジュリの為替制度を公表しないようになり、研究者にとってデジュリとデファクトの為替制度との比較に不可欠な情報が入手しにくい環境であったことも、この分野の先行研究が少ない一因になったものと考えられる。

## **第 2.3 節 IMF 改革と為替制度の分類スキームの見直し**

### **1. 30 年ぶりとなる為替政策サーベイランスの見直し**

#### **(2008 年と 2009 年における AREAER での大きな変更)**

「1998 年分類」による加盟国のデファクトの為替制度が AREAER において公表されるようになると同時に、デジュリの為替制度が掲載されないようになると、筆者が調べたところ、IMF による他の主要な報告書やレポートにも、デジュリの為替制度の情報は提供されなくなっている。ところが、2008 年に発行された AREAER では、デファクトの為替制度を主たる位置づけにしながらも、「1998 年分類」への移行以降、掲載されてこなかったデジュリの為替制度が掲載されるようになった。しかし、デジュリの為替制度を掲載するようになった経緯について、AREAER ではほとんど触れられていない。また、翌年（2009 年）に発行された AREAER では、加盟国の為替制度が、

新たな分類スキームである「2009 年分類」で分類されるようになったが、これについても、AREAER には、為替制度の分類スキームの改定の経緯について説明がない。こうした大きな変更が 2008 年と 2009 年に続けて行われたのは、どうしてだったのであろうか。調べてみると、いずれの変更も 2000 年半ばからの IMF 改革において進められたサーベイランスの機能強化と関わりがあることがわかった。AREAER におけるこうした大きな変更は、IMF による為替政策サーベイランスに対する考え方の変化を示すものとして、本研究において、特に、世界金融危機以降の期間における為替制度についての検討（第 5 章）を進めていく上で重要となる。そこで、以下では、こうした変更が実施されることになった経緯について述べる。

### （「為替相場政策のサーベイランスに関する 1977 年決定」の見直し）

IMF は、ブレトンウッズ体制の崩壊、1970 年代の石油危機、1980 年代の累積債務危機、1990 年代からの新興国における通貨・金融危機などの課題に直面するたび、その役割や機能を拡大させてきたが、1990 年代に発生した新興国における危機対応に強い批判を受けるようになった。例えば、1994 年のメキシコ危機においては、IMF からメキシコ政府への供与総額とその決定過程の不透明さが、1997～1998 年のアジア危機においては、融資決定のタイミングと被支援国に課したコンディショナリティの是非が批判の対象となった（柏原 2009, 大田 2009）。IMF がその役割や機能が拡大してきた一方で、急速な国際社会の変化に伴う時代の要請に必ずしも応えられていないのではないかと批判的な見方が強くなる状況において、2004 年 6 月、デ・ラト IMF 専務理事は、IMF の機能を再定義するための見直しを開始し、2005 年 9 月の IMF 年次総会において、IMF の組織改革を含む 3～5 年にわたる「中期戦略（Fund's Medium-Term Strategy）」（IMF 2005a）を発表した。同戦略には、IMF の中核的なミッションのひとつであるサーベイランスが、IMF 設立以降における国際経済の変化に対応できていないことや、サーベイランスの成果でもある「世界経済見通し（the World Economic Outlook）」、「国際金融安定化報告書（the Global Financial Stability Report）」、「第 4 条レポート（Article IV reports）」といった IMF の主要公表物が、グローバル化に十分対応した内容になっていないこと、さらには、IMF の助言が政策等の変化を把握できていない中でしばしば行われていることが指摘されている（IMF 2005a : 3）。

翌年（2006 年）4 月の IMF 年次総会では、「IMF 中期戦略実施に関する専務理事レポート（The Managing Director's Report on Implementing the Fund's Medium-Term Strategy）」（IMF 2006a）が発表され、同レポートに基づき、IMF 改革を進めていくこと

が決定された。同レポートにおいて、IMF の機能のうち見直すべきものの第 1 番目にサーベイランスが掲げられ、見直しを実行に移すための方策の中に、「為替相場政策のサーベイランスに関する 1977 年決定 (the 1977 decision on exchange rate surveillance) (以下、「1977 年決定」という。))」を時代に即したものにすることがあげられていた。

1978 年に発効した IMF 協定の第 2 次改正を機に、加盟各国は、為替制度を独自に選択することができるようになったが、その代わりに、IMF が加盟各国に対して確実なサーベイランスを実施することが定められた。IMF による国別サーベイランスの法的根拠は、IMF 協定第 4 条 1 項において、各加盟国は、「秩序ある為替取極を確保し、安定した為替相場制度を促進するため、基金 (IMF) 及び他の加盟国と協力することを約束する」旨が規定されており、また、同条 3 項に、IMF は、「1 項の規定に基づく各加盟国の義務の遵守について監督する」旨が規定され、そのため、「IMF が加盟国の為替政策について確固としたサーベイランスを行わなければならない」とされていることにある。さらに、第 4 条 3 項で、IMF は、加盟国が第 4 条 1 項に基づく義務に従って為替政策を実施する際の指針となる原則を決めなければならないと規定される。「1977 年決定」とは、第 4 条 3 項の規定に基づき、加盟国の為替政策の指針となる原則が定められた決定であり、サーベイランスでは、この原則が遵守されているかを確認することとなる。「1977 年決定」は、IMF 協定の第 2 次改正が発効する前年 (1977 年) に、第 2 次改正案の発効を見据えて理事会で採択された。当時は、国際的な通貨制度の見通しについて不確実性が高かったことから、まずは最低限のものだけを決定し、実際に運用していく中で、「1977 年決定」を修正、拡充すればよいと考えられていた。しかし、採択からほぼ 30 年の間、大きく変更されることがなかったことから、実際のサーベイランスとの間に齟齬が生じるようになっていた (IMF 2007c)。「IMF 中期戦略実施に関する専務理事レポート」(IMF 2006a)に、IMF 改革におけるサーベイランスの実効性の向上のための具体的方策として、「1977 年決定」を時代に即したものに見直すことが掲げられたのにはこうした背景がある。

2007 年 6 月、IMF 理事会は、「1977 年決定」の見直し作業を終了させ、「1977 年決定」に代えて、「国別サーベイランスに関する 2007 年決定 (the 2007 Decision on Bilateral Surveillance) (以下、「2007 年決定」という。))」を新たに採択した。「1977 年決定」が各国の為替政策のみを対象としていたのに対して、「2007 年決定」では、国別サーベイランスに関する包括的な声明となっており、多くの重要な点で「1977 年決定」の内容を刷新するものであった。見直しの大きな点のひとつとして、「2007 年決定」では、国別サーベイランスを貫く原則として、対外的な不安定性をもたらす為替相場

政策を回避すべきである、という「対外安定性（external stability）<sup>21</sup>」の概念が新たに加えられたことがある<sup>22</sup>。つまり、加盟各国の為替政策に対する国別サーベイランスにおいて、国際通貨制度の安定のための義務についての加盟国の遵守状況を確認するときの原則に「対外安定性」が加えられることになった。これによって、「2007年決定」を踏まえて実施された2009年頃からの国別サーベイランスでは、為替レートの水準が国際収支の不均衡との関わり、特に経常収支黒字との関係から評価されるようになったことが、それまでの国別サーベイランスとの違いであるといえる（第5章）。

## 2. サーベイランスの検証によって指摘された為替制度の記述に係る問題

### （IMF 独立評価機関（IEO）報告における指摘及び提言）

IMF 独立評価機関（IEO：Independent Evaluation Office）は、IMF の業務改革のため、業務の透明性と効果及び効率の向上を目的として2000年に設置された組織であり、発足以来、IMF の業務についての評価報告書と提言を発表してきた。IEO は、2007年、「為替レート政策に対する IMF の助言（IMF Exchange Rate Policy Advice）（以下、「2007年 IEO 報告」という。）」（IEO 2007）と題する報告書を発表し、同報告では、IMF によるサーベイランスが、IMF 協定と「1977年決定」に定められた本来の責務を1999～2005年の期間において果たせていたかどうかについて検証している。IEO の「2006年度のワークプログラム（Work Program for Fiscal Year 2006）」（IEO 2005）によれば、翌年度（2006年度）に向けての調査テーマのいくつかの候補の中から、本テーマ（為替レート政策に対する IMF の助言）が最終的に選ばれ、実際に調査が実施

---

<sup>21</sup> 「2007年決定」では、「対外安定性とは、国際収支のポジションが不規則な為替相場の変動をもたらさないか、もたらす可能性が小さい状態をいう」と規定されている。経常勘定やそれによる為替相場のミスアライメントの問題と、資本勘定の両方が対象とされている。

<sup>22</sup> IMF は、「2007年決定」において、国別サーベイランスを実施する際の指針の原則として、従来からの「原則A」「原則B」「原則C」に、新たに「原則D」を加えた。

原則A：加盟国は、国際収支の効果的な調整を妨げるため又は他の加盟国に対し不公正な競争上の優位を得るために為替相場又は国際通貨制度を操作することを回避する。

原則B：加盟国は、自国通貨の為替相場における短期の不規則な変動を特徴とするような無秩序な状況に対応するため、必要であれば為替市場に介入すべきである。

原則C：加盟国はその介入政策において、介入する通貨の国の利益を含む他の加盟国の利益を考慮しなくてはならない。

原則D：加盟国は、対外不安定性をもたらす為替相場政策を回避すべきである。

された時期は、「中期戦略」(IMF 2005a)に基づき、IMF の機構や政策等についての見直しが検討されていた時期と重なる。「2007 年 IEO 報告」は、当時、IMF 改革の中で、サーベイランス機能の見直しが重要事項として取り上げられていたことから、サーベイランスの核心部分である為替政策の助言について、その内容や手法を検証し、今後のサーベイランス機能の向上に役立てることを目的に、全加盟国については、評価対象期間(1999～2005 年)に実施された国別サーベイランスのうち、最後の 2 回の関連資料を分析し、主要 30 か国については、評価対象期間中の国別サーベイランスに係る全ての IMF 内部資料および理事会資料も分析している。加えて、IMF スタッフおよび全加盟国の当局者に対するアンケート調査のほか、一部加盟国の当局者、市場関係者、学識経験者、IMF 理事、数十人の IMF 職員に対して面談を実施している。同報告は、「為替政策に関するサーベイランスにおいて、IMF は、分析と助言において、また加盟国との政策対話において、必要とされるだけ効果的でなかった」と総評し、IMF による為替政策に関するサーベイランスに係る諸問題を率直に示した内容となっている。このため、IMF 幹部としてサーベイランスに関与した経験のある関係者にも驚きを持って受け止められたものの、こうしたサーベイランスに対する批判は然るべきものであるとコメントされている(Fischer 2008, Mussa 2007)。同報告には、IMF によるサーベイランスについての問題点とともに、問題点を改善するための提言も盛り込まれている。そこで、問題点のひとつに指摘されたのが、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致を含む、IMF による為替制度の記述(分類)に関することであった。

「2007 年 IEO 報告」では、IMF による為替制度の記述についての問題点が、その第 5 章「調査結果と提言」の「既存ガイダンスの実施上の問題点(Problems in Implementing Existing Policy Guidance)」の 1 番目で、「為替制度の明確な記述は、今なおできていない。デジュリの分類とデファクトの分類との不整合性だけでなく、デファクトの制度を分類するときの不整合性は、本評価対象期間を通して未解決であり、明晰な分析ができない要因となっている。理事会では、この問題の解決のために必要な合意ができていない<sup>23</sup>」と指摘されている。さらに、この問題を解決するための提言として、「IMF マネジメントと理事会は、為替制度の分類に係る不整合と曖昧さを解決すべきである。いかなる解決法であれ、理事会の承認を受けることが有益で

---

<sup>23</sup> 原文: Clear descriptions of exchange rate regimes have remained elusive. The inconsistencies among de facto regime classifications, as well as between de jure and de facto classifications, were allowed to drag on for the whole period covered by this evaluation, contributing to a lack of clarity in analysis. There has been a failure to build consensus at the Executive Board to resolve this. (IEO 2007: 8)



あり、特定のレッテルに伴うスティグマ（不面目）を取り除くことになる。中間的制度（完全フロート制とハード・ペッグを除くすべての制度）を採る国では、国別サーベイランスのスタッフ・レポートの優先事項は、当局者が選択した制度を、実際にそれがどう機能するかを含め、明確に記述することとすべきである。そのような記述は、当局者と IMF スタッフとの間で合意されうるかもしれないし、合意されない場合は、見解の相違を理事会に対して、明確に説明すべきである。（そうすれば）その後の国別サーベイランスにおいて、その記述を再確認することも、修正することもできる<sup>24</sup>」と示されている。

「2007 年 IEO 報告」の原案は、2007 年 5 月の IMF 理事会において審議された。2007 年 5 月の理事会における議論についての議長によるサマリーによれば、IMF による為替制度の記述についての問題等が盛り込まれている「既存ガイダンスの実施上の問題点」の項目について、「理事らは、調査対象期間において、既存ガイダンスのさまざまな事項の実施において問題が生じていたことについて IEO に同意した。大多数の理事は、いくつかの分野において、改善の余地があることに合意した<sup>25</sup>。」と報告されている（IEO 2007:131）。その上で、為替制度の記述に関しては、「理事らは、デファクトの制度を明確に記述することの重要性を再確認した。また、かなり多くの理事は、デファクトの分類とデジュリの分類との間に不一致を生じさせる要因をよく理解する必要性についても強調した<sup>26</sup>」と記載されている。このように、2007 年 5 月の理事会では、「2007 年 IEO 報告」が指摘した、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致を含めた為替制度の記述（分類）についての問題点が議論され、その問題を改善していくことの必要性が確認された。

「2007 年 IEO 報告」が評価対象期間とした 1999～2005 年のうち、2000 年以降の大半の期間は、各国の為替制度が「1998 年分類」に基づき、デファクトの為替制度

---

<sup>24</sup> 原文：Management and the Executive Board should resolve inconsistencies and ambiguity over the issue of regime classification. Whatever solution is found would benefit from being approved by the Executive Board and would involve removing the stigma of particular labels. For Article IV staff reports for countries with intermediate regimes (all but independently floating rates and hard pegs), the priority should be to have an unambiguous description of the authorities' regime, including how it works in practice. The description could be agreed to by the authorities and staff, or differences of view should be described clearly to the Board. Subsequent Article IV consultations could revalidate the existing description, or revise it.)」（IEO 2007：8）

<sup>25</sup> 原文：Directors concurred with the IEO that, over the review period, there had been problems in implementing various aspects of existing policy guidance. Most Directors agreed that there remains scope for improvement in several areas. （IEO 2007：131）

<sup>26</sup> 原文：Directors reaffirmed the importance of a clear description of the de facto exchange rate regime. Many Directors also underscored the need to better understand the factors underlying differences between the de facto and de jure classifications. （IEO 2007：131）

に基づき分類されるようになった時期にあたる。「1998 年分類」によって、デファクトの為替制度が判定され、それによって各国の為替制度が分類されるようになると同時に、各国が IMF に申告するデジュリの為替制度が公表されないようになっていた。こうした中で、同報告がデジュリの為替制度とデファクトの為替制度の不一致に言及し、それを受けて、理事会でも、その不一致の原因を明らかにする必要性が確認されたことは、2000 年代に入り公表されていなかったデジュリの為替制度が、その後、再び公表されるようになるなど、IMF におけるデジュリの為替制度の取扱いに変化をもたらす契機になったものといえる。

### **（IEO 報告における提言を実現させるための「実施計画」の策定）**

IMF の業務改革のための IMF による報告書に示された提言のうち、IMF 理事会の承認を得たものについては、IMF の活動に反映させるため、IMF 事務局が、提言を受けてその実施計画を速やかに策定し、実施計画は IMF 理事会に提示しなければならないとされている（IMF 2007a）。「2007 年 IEO 報告」についても、この手順に沿って、2007 年 5 月の理事会で報告書が審議された後、理事会の承認を得た提言について、IMF 政策開発審査局（Policy Development and Review Department）が「理事会に承認された IEO 報告から提起された提言に対する実施計画（Implementation Plan in Response to Board-Endorsed Recommendations Arising from the IEO Report on The Evaluation of IMF Exchange Rate Policy Advice, 1999-2005）」（IMF 2007a）を策定し、同実施計画は 2007 年 8 月に理事会に提出され、9 月に審議されている。実施計画（IMF 2007a）は、その冒頭に、「2007 年 IEO 報告」で示された主な提言として 11 項目を掲げるが、この 11 項目のうち、為替制度の分類に直接的に関わるものとして、「為替制度の分類における不整合と曖昧さを解決すること（Resolve inconsistencies and ambiguities in exchange regime classification）」があり、これに対する具体的な対応策として、3 つのパラグラフで述べられている（IMF 2007a）。3 つのパラグラフのうち、ひとつめのパラグラフでは、加盟各国の国別サーベイランスのスタッフ・レポートや AREAER において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の両方を記載すべきことが述べられている。2 つめと 3 つめのパラグラフでは、当時、採用されていた為替制度の分類スキームである「1998 年分類」に欠陥があるため、新たな為替制度の分類スキームを導入する必要があることと、この見直しのため、IMF 事務局内の部局間の連携を強化する必要性が述べられている。

1 つめのパラグラフを詳しくみると、「2007 年決定」の採択を受けて、2007 年末までに改定される予定であった国別サーベイランスを担当する IMF スタッフ向け

の「国別サーベイランスのガイダンス・ノート（以下、「改定ガイダンス・ノート」という。）」に、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の両方を記述・分析するための明確なガイドラインを盛り込むこととされ、そのガイドラインには、国別サーベイランスのスタッフ・レポートにおいて、少なくとも「IMF との関係（Fund Relations）」について記載する箇所に、デジュリの為替制度が何であることを明記しなければならないとされている。また、AREAER の公表を担当する金融資本市場局（Monetary and Capital Markets Departments）に対しては、各国のデジュリの為替制度に関する情報を収集し、AREAER において、2008 年度版から、デジュリの為替制度を公表しなければならないこととされている。

2 つめのパラグラフには、2007 年 9 月に公表を予定する「為替制度・為替制限・為替市場に関するレビュー（Review of Exchange Arrangements, Restrictions, and Markets (REARM))<sup>27</sup>」を、AREAER において使用するデファクトの為替制度についての欠陥を解決するための機会にしなければならないこと、また、IMF 事務局において、当時、採用する為替制度の分類スキームを見直し、デファクトの為替制度の分類を改善するための手段を提案していくべきことが述べられている。つまり、「1998 年分類」の問題点を改善し、新しい為替制度の分類スキームを導入する必要があるとされている。実施計画（IMF 2007a）には、改善されるべきとされる「1998 年分類」の具体的な問題点は示されていないが、同実施計画の中で、デファクトの為替制度の欠陥を解決するために参考にすべきとされていた「為替制度・為替制限・為替市場に関するレビュー」は、当初予定されていた 2007 年 9 月には公表されず、その代わりに公表されたと推察される、同年 11 月に金融資本市場局から公表された報告（IMF 2007d）では、2001 年から 2006 年までの期間を中心に加盟国の為替制度や為替政策についてレビューし、現行の為替制度の分類スキームの問題として、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離が指摘されている。金融資本市場局に

---

<sup>27</sup> 実際には、“Review of Exchange Arrangements, Restrictions, and Markets(REARM)”という標題ではなく、2003 年に公表された“Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets: Developments and Issues”の改定として、2007 年 11 月に“Review of Exchange Arrangements, Restrictions, and Controls”（IMF 2007d）という標題で公表されている。IMF(2007 d)では、「第 2 章 為替制度の動向（Trends in Exchange Rate Arrangements）」の中で、デファクトの為替制度とデジュリの為替制度の分類についての記述が 1 パラグラフ(2007 d:16)あり、その冒頭で、「かつてのように、実際の為替レート（independently float）と管理フロート制（managed float）を区別することの難しさにも言及されている。

よる同報告では、2006 年末時点で、デファクトの為替制度が伝統的なペッグ制である加盟国のうち、25 か国では、デジュリの為替制度が伝統的なペッグ制よりも柔軟な為替制度であること、また、デジュリの為替制度が独立的フロート制である加盟国のうち、14 か国では、デファクトの為替制度が管理フロート制であるというように、加盟各国の為替制度において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度が一致しないことが時々あり、さらに、為替介入の情報が公開されていないときには、独立的フロート制と管理フロート制との区別が難しくなっていることにも言及されている（IMF 2007d）。

3 つめのパラグラフには、デファクトの為替制度の分類・記述の問題に対処するため、IMF 事務局内において、AREAER における為替制度の分類の見直しを担当する金融資本市場局と、（国別サーベイランスを担当する）地域局、政策開発審査局との連携の強化の必要性が指摘されている。

実施計画（IMF 2007a）は、2007 年 9 月 12 日の IMF 理事会において審議された。この理事会の議事概要によれば、理事会では、実施計画が、サーベイランスの改善に向けての実質的なステップであるとして積極的に評価されるとともに、実施計画の核心部分が、同理事会の 2 か月程前（2007 年 6 月）に採択された「2007 年決定」に係ることから、国別サーベイランスの具体的な手順や範囲が記されることになる「改定ガイダンス・ノート」の改定<sup>28</sup>が、為替相場政策に関するサーベイランスの透明化に資することとともに、「2007 年 IE0 報告」の提言に応えるために重要であることが指摘されている（IMF 2007b）。また、同理事会における各論についての議論のうち、為替制度の分類スキームに関する議論については、「理事らは、可能であるならば、為替制度の（分類スキームの）見直しを 2009 年に行うことを支持した。多くの理事は、この見直しは、特に為替制度についての分析を強化する観点から不可欠であると認識し、2009 年よりも早い時期に見直しが行われることが望ましいとした<sup>29</sup>」とされている。このように、2007 年 9 月 12 日の IMF 理事会では、為替政策サーベイランスの機能強化の一環として、当時、採用されていた為替制度の分類スキーム（1998 年分類）を 2009 年までに改定することが支持された。これを受けて、改定作業が進められ、「1998 年分類」に代わる「2009 年分類」の導入へとつながっていった。

---

<sup>28</sup> 当時、2007 年末までの改定が予定されていたが、実際には 2 年程度遅れた。

<sup>29</sup> 原文：Directors supported, if feasible, a review of the system of exchange rates in 2009. A number of Directors considered this review crucial, especially with an eye to strengthening assessments of exchange rate regimes, and would prefer it to happen sooner than 2009. (IMF2007b)

### 3. デジュリの為替制度の公表と「2009 年分類」への移行

AREAER2008 年版では、2000 年代に入り、公表されないようになっていた加盟各国のデジュリの為替制度も記載されるようになり、2009 年版では、為替制度の分類スキームが「1998 年分類」から「2009 年分類」に改定され、「2009 年分類」によって加盟国の為替制度が分類されるようになった。前述のとおり、いずれの変更も、IMF 改革の中で進められた為替政策サーベイランスの機能強化に向け、「2007 年 IE0 報告」による指摘などを受けて実現した取組みであった。

#### （AREAER におけるデジュリの為替制度についての記載）

AREAER2008 年版では、イントロダクションの冒頭に、「AREAER は、IMF 協定の下、加盟各国が適用する意図を有する為替制度や為替制度の変更について IMF に申告しなければならない義務を有することを改めて述べた『国別サーベイランスに関する 2007 年決定』のパラグラフ 16 を実行することにも貢献している<sup>30)</sup>と記されている。ここで引用されている「国別サーベイランスに関する 2007 年決定」のパラグラフ 16 とは、「本『決定』の採択後に IMF に加盟する国は、その加盟日から 30 日以内に、（IMF 協定）「第 4 条」第 1 項に基づく義務を履行するに当たって適用する意図を有する為替取極について、その十分な詳細を IMF に申告するものとする。各加盟国は加盟の日付に関係なく、自国の為替取極のいかなる変更も速やかに IMF に申告するものとする<sup>31)</sup>。」というものである。

本来、「2007 年決定」が採択される前から、IMF 協定第 4 条 2 項において、「加盟各国は、IMF に適用する意図を有する自国の為替取極（為替制度）を申告し、また、自国の為替取極のいかなる変更をも速やかに IMF に申告しなければならない<sup>32)</sup>」と規定

---

<sup>30)</sup> 原文：The AREAER also contributes to implementing Paragraph 16 of the 2007 Surveillance Decision, which restates the obligation under the IMF's Articles of Agreement for each member country to notify the IMF of the exchange arrangement it intends to apply and any changes in the arrangement. (IMF/AREAER 2008：13)

<sup>31)</sup> 原文：Each country that becomes a member of the Fund after the adoption of this decision shall, within thirty days of the date of its membership, notify the Fund in appropriate detail of the exchange arrangements it intends to apply in fulfillment of its obligations under Article IV, Section 1. Each member, regardless of its date of membership, shall notify the Fund promptly of any changes in its exchange arrangements. （「国別サーベイランスに関する 2007 年決定」のパラグラフ 16）

<sup>32)</sup> 原文：Each member shall notify the Fund, within thirty days after the date of the second amendment of this Agreement, of the exchange arrangements it intends to apply in fulfillment of its obligations under Section 1 of this Article, and shall notify the Fund

されていた。つまり、「2007 年決定」のパラグラフ 16 は、IMF 協定第 4 条 2 項で規定されている、加盟国が IMF に自国の為替制度について申告しなければならないという義務に改めて言及したものである。しかし、「2007 年決定」のパラグラフ 16 と IMF 協定第 4 条 2 項とを比べてみると、加盟各国から IMF への為替制度の申告について、IMF 協定の条文では、「第 4 条第 1 項に基づく義務を履行するに当たって適用する意図を有する為替取極を IMF に申告するものとする」となっているのに対して、「2007 年決定」のパラ 16 では、「第 4 条」第 1 項に基づく義務を履行するに当たって適用する意図を有する為替取極について、その十分な詳細を IMF に申告するものとする」となっている。IMF 協定では、適用する意図を有する為替取極（為替制度）を申告すればよかったのに対して、「2007 年決定」のパラ 16 では、適用する意図を有する為替取極（為替制度）だけでなく、詳細を申告しなければならないとされている。加盟国が IMF に自国の為替制度を申告しなければならない義務は、IMF 協定の第 2 次改正の発効時から存在し、IMF は、為替制度の分類スキームが「1982 年分類」から「1998 年分類」に移行するまでは、こうした加盟各国から申告されるデジュリの為替制度に基づき、全加盟国の為替制度を分類、公表してきた。「1998 年分類」の導入によって、加盟国の為替制度の分類がデファクトの為替制度によるものに代わると同時に、加盟国のデジュリの為替制度が IMF から公表されなくなったこともあり、IMF 協定第 4 条 2 項に規定されている、加盟国による為替制度についての IMF への申告は、ある意味、形骸化していたと言える。

しかし、「2007 年 IE0 報告」によって、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が、為替政策サーベイランスの問題として取り上げられたことによって、AREAER では、2008 年から加盟国のデジュリの為替制度が掲載されるようになり、「2007 年決定」では、IMF 協定において従来から規定されていた、加盟国による自国の為替制度についての IMF への申告義務が改めて記載されるとともに、申告すべき内容が、為替制度だけでなく、為替制度についての十分な詳細とされた。こうした背景には、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との間に乖離があるとき、まずは、デジュリの為替制度を申告する加盟国の通貨当局の考え方と、デファクトの為替制度を判定する IMF 事務局の考え方との違いを明示することが、乖離の解消に向けて必要であると IMF において、考えられたためとみられる。このように、「1998 年分類」が導入され、デジュリの為替制度が公表されなくなった 2000 年代初頭と、サーベイランスの機能向上のために「2007 年決定」が採択された 2007 年との間には、IMF

---

promptly of any changes in its exchange arrangements. (IMF 協定「第 4 条」2 項)

事務局内において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離解消のため、デジュリの為替制度に対する考え方に変化があったとみられる。

AREAER2008 年版では、初めて、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の両方が掲載されるようになったこともあり、「デジュリ (*De jure*)」と「デファクト (*De facto*)」の用語について説明がある (IMF/AREAER 2008 : 41)。AREAER において、こうした説明が加えられるのは、2008 年版が初めてであった (付表 2-4)。

### (国別サーベイランスのスタッフ・レポートにおけるデジュリの為替制度の記載)

「2007 年決定」の採択によって、IMF 協定第 4 条に基づく国別サーベイランスの調査対象事項や公表事項等も大きく見直された。「2007 年決定」を受けて、国別サーベイランスの具体的な調査手順等を示したガイドとして、「国別サーベイランスのためのガイダンス・ノート (Bilateral Surveillance Guidance Note)」(IMF 2010) が策定された<sup>33</sup>。

「2007 年 IE0 報告」は、全加盟国の国別サーベイランスには、スタッフ・レポートにはデファクトの為替制度がはっきりと示されていないサーベイランスがあり、また、12 か国 (全加盟国の 6 %に相当) に対するサーベイランスでは、分析対象期間 (1999 年～2005 年) を通じて、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致が続いていたことを指摘していた。IMF 政策開発審査局による調査でも、国別サーベイランスにおいて、デジュリとデファクトの為替制度の不一致の可能性は、表面的にしか議論されず、スタッフ・レポートでもほとんど分析されていなかったことが指摘されていた (IMF 2004c : 9, 37)。このように、「2007 決定」の採択前に実施された国別サーベイランスについての検証から、デジュリとデファクトの為替制度との不一致についての分析や議論が不十分であることが課題とされていた。

こうした課題を踏まえ、改定ガイダンス・ノート (IMF 2010) では、サーベイランスを実施する上での優先項目されている 4 項目のうち、「為替レートと対外安定性リスクの分析」の中で、「為替制度についてカバーすべき範囲 (Coverage of exchange rate regimes)」(パラ 40) の冒頭に、「(第 4 条協議の) スタッフ・レポートにおいて、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の両方を特定しなければならない」ことが示され、その具体的な手順として、デファクトの為替制度については、各国の当局による実際の為替政策を分析し、実際にどのような為替政策が採用されているのかを、スタッフ・レポートの読者が理解できるようにできるだけ詳しく記載すべきこと

---

<sup>33</sup> 当初は、2007 年中の策定が予定されていたが、大幅に遅れて公表された。

などが示されている。さらに、AREAER で示される各国のデファクトの為替制度の分類との関係では、直近に公表された AREAER における協議対象国の為替制度の分類を踏襲するのではなく、あくまでも、国別サーベイランスのプロセスの中で、その国のデファクトの為替制度を改めて分析すべきものであり、AREAER における分類と異なる場合にはその説明を付けるべきであると但し書きがある。ガイダンス・ノートのこうした指針から、デファクトの為替制度の判定を巡って、IMF と協議対象国との見解に相違があったとしても、毅然として、IMF の見解を示すべきであるとの事務局の気概がうかがえる。また、ガイダンス・ノートは、かりに、デジュリとデファクトの為替制度とが一致しないときにも、その不一致について、スタッフ・レポートに記載しておくことを求めている。

加盟各国に対する国別サーベイランスのスタッフ・レポートをみると、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致しないとき、改定ガイダンス・ノート (IMF 2010) のとおりに、デジュリとデファクトの為替制度が記述されるようになる時期は、「実施計画」(IMF 2007a) が想定したよりも改定ガイダンス・ノートの策定が遅れたこともあって、2010 年代に入ってからであり、また、国によって違いがあるものの、概ね、2012 年以降に実施された国別サーベイランスでは、改定ガイダンス・ノートに沿った記載となっている。

### **(新たな為替制度の分類スキームとしての「2009 年分類」の導入)**

「実施計画」(IMF 2007a) で求められた為替制度の記述・分類についてのもうひとつの大きな見直しは、為替制度の分類スキームについて、「1998 年分類」を改定し、新たな分類スキームを導入することであったが、AREAER において、「2009 年分類」によって加盟国の為替制度が分類されるようになるのは、2009 年版からであった。

改定前の「1998 年分類」には、大きな問題が 2 点あった (Habermeier *et al.* 2009) 。1 点目は、「1998 年分類」の「管理フロート制」に分類されている国々の為替制度を比較すると、同じカテゴリーに分類されている為替制度でありながら、異なる性質がかなりみられること、つまり、「1998 年分類」の「管理フロート制」の定義が、現実の為替制度を分類する上では、粗いものになっていたため、性質のかなり異なる為替制度が同じカテゴリーに分類されていたことである。2 点目は、各国の通貨当局の為替介入の手法が複雑化するなかで、為替介入に関する情報が加盟国から IMF に提供されてないことがしばしば生じ、デファクトの為替制度を判定しにくくしていたことである。いずれの問題も管理フロート制に関連するものである。



「1998 年分類」における「独立的フロート制」の定義は、「為替レートは、市場の需給によって決定されるが、為替変動の緩和や、短期間での過度の為替変動を防止するために為替介入を行うことがある。ただし、為替介入は、特定の為替水準を目指すものではない<sup>34)</sup>」というものであった。これに対して、「管理フロート制」の定義は、「通貨当局は為替水準に影響を及ぼそうとする政策をとっているものの、特定の為替変動の幅や為替水準を目標とせず、為替レートは基本的に市場の需給によって決まる<sup>35)</sup>」であった。この2つの定義を比較すると、通貨当局が為替介入を実施しているとき、その介入が、「独立的フロート制」の下で許容されている過度の為替変動を緩和するためのものであるのか、あるいは、「管理フロート制」の下で許容されている、為替水準に影響を及ぼし、ある程度の期間、継続して実施されるようなものであるのかを区別する明確な基準がなかった。このように、定義において、「独立的フロート制」と「管理フロート制」の違いが明確でなかったことに、各国の通貨当局からIMFに為替介入についての情報提供が十分に行われないこともあって、IMFにおいて、「1998 年分類」の下で、「独立的フロート制」か「管理フロート制」かの判定を難しくしていたものと考えられる。

「1998 年分類」と「2009 年分類」とを比較すると、為替制度の分類の大枠に変更はないが、「2009 年分類」の特徴は、「1998 年分類」の問題点を踏まえ、各国の為替制度を分類するときの基準が「1998 年分類」よりも明確化され、分類スキーム自体の透明性が向上されたことである(第 2-1 表, 付表 2-5)。例えば、変動相場制の区分について、「1998 年分類」では、「管理フロート制」と「独立的フロート制」の2つに分けられていたが、「2009 年分類」では、新たに、「フロート制」と「自由フロート制」という区分となり、それぞれのカテゴリーの定義が明確化された。「2009 年分類」において、ある国の為替制度が「自由フロート制」とであると判定されるには、第1段階として、為替レートが市場の需給によって決定されると判定される、つまり、大分類としての「広義のフロート制(floating arrangements)」に区分される必要がある。

「広義のフロート制(floating arrangements)」に区分されると、今度は、第2段階として、その下にある小分類の「自由フロート制」と判別されるために、自由フロー

---

<sup>34)</sup> 原文 : The exchange rate is market-determined, with any official foreign exchange market intervention aimed at moderating the rate of change and preventing undue fluctuations in the exchange rate over short time horizons, rather than aiming at a level for it.

<sup>35)</sup> 原文 : The monetary authority attempts to influence the level of the exchange rate without having a specific exchange rate path or target, but the exchange rate is essentially market determined.)

ト制の定義<sup>36</sup>に基づき、まず、「為替介入を過去 6 か月にわたって実施していない」という基準を満たす必要がある。ただし、為替市場が混乱している状況では、市場の混乱に対処するための為替介入が限定付きながら例外的に認められている。この例外的に認められる為替介入の範囲は、「過去 6 か月の間に 3 回まで、かつ 1 回あたりの介入が 3 営業日連続まで」とされている。この範囲を超えて為替介入を実施している場合には、「自由フロート制」には当たらず、小分類の「フロート制」に区分される。さらに、「自由フロート制」の基準を満たすかどうかの判断には、為替介入に関する情報やデータがデファクトの為替制度の判定を担当する IMF スタッフに提供されているかどうかが必要な項目になる。為替介入に関する情報やデータが提供されていないときには、「自由フロート制」ではなく、「フロート制」と判定される。このため、「2009 年分類」では、為替レートの柔軟性が最も高いとされる「自由フロート制」に判定されるためには、為替介入の頻度が、「自由フロート制」の定義で許容されている範囲内であることを示す根拠を提供しなければならないことになった。

「2009 年分類」において、「自由フロート制」の定義において、許容される為替介入の範囲が定量的に示されるとともに、それを裏付ける情報やデータを IMF に提供できているかということが判定の基準に含まれるようになったことは、IMF による加盟各国の為替制度についての判定プロセスが、「1998 年分類」よりもルール化され、判定プロセスの透明性の向上を示すものである。こうした「自由フロート制」についての判定基準の厳格化は、「2009 年分類」の導入以降、各国のデファクトの為替制度の判定に影響を及ぼし、特にデジュリの為替制度を「自由フロート制」と申告する加盟国の為替制度において、デジュールとデファクトの制度との乖離が生じる主要因になった（第 5 章）。

---

<sup>36</sup> 原文：A floating exchange rate can be classified as free floating if intervention occurs only exceptionally, aims to address disorderly market conditions, and if the authorities have provided information or data confirming that intervention has been limited to at most three instances in the previous six months, each lasting no more than three business days. If the information or data required are not available to the IMF staff, the arrangement will be classified as floating.

(第 2-1 表) 「1998 年分類」と「2009 年分類」との比較

1998年分類		2009年分類	
Hard pegs		Hard pegs	
	Arrangement with no separate legal tender		Exchange arrangement with no separate legal tender
	Currency board arrangement		Currency board arrangement
Soft pegs		Soft pegs	
	Conventional fixed peg		Conventional pegged arrangement
			Stabilized arrangement
of which: Intermediate pegs		of which: Intermediate pegs	
	Pegged exchange rate within horizontal bands		Pegged exchange rate within horizontal bands
	Crawling peg		Crawling peg
	Crawling band		Crawl-like arrangement
Floating arrangements		Floating arrangements	
	Managed floating		Floating
	Independently floating		Free floating
Other managed arrangements (residual)			

(出所) IMF/AREAER(2008) 及び AREAER(2009) より筆者作成。

## 第 2.4 節 為替制度の分類スキームに応じた分析手法

本研究では、1990 年から 2019 年までの間において、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの 4 か国において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との比較を行い、乖離の有無や、乖離があるときにはその要因について分析を行うが、その際、それぞれの国の特性だけではなく、IMF における為替制度の分類や IMF による為替政策に対するサーベイランスが、各国の為替制度の選択において、どのような影響を及ぼしてきたのかということも踏まえ、分析を行う。このため、本研究では、IMF による加盟国の為替制度・為替政策の分析や評価の基礎となる、IMF による為替制度の分類スキームを踏まえた分析手法をとることとする。本節では、本章のこれまでの節において整理した IMF による為替制度の分類スキームの変遷を踏まえ、第 3 章から第 5 章における事例研究において、IMF による為替制度の分類スキームをどのように活用し、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との比較等を行うのかを含め、分析手法や分析対象期間の区分について提示する。

### 1. IMF による為替制度の分類スキームの活用

デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較するときには、両者の比較が行いやすい情報（データ）を使用するとともに、時系列比較が行いやすいものであることが望ましい。為替制度の分類スキームは、IMF によるものだけでなく、研究者独自によるものもある。1990 年代後半から、為替レート動き等からアルゴリズムを使ってデファクトの為替制度を判定しようとする研究が進展し、Reinhart and Rogoff (2004)、Levy-Yeyati and Sturzenegger(2003)、Shambaugh(2004)など、複数の手法が発表されてきた。為替制度をどのような基準で判定するかは、為替制度の分類カテゴリーと一体のものであるため、各国の為替制度を判定する手法や基準が違えば、為替制度の分類カテゴリーも違うことになる。例えば、Reinhart and Rogoff (2004)と Levy-Yeyati and Sturzenegger(2003)は、ともに IMF による為替制度の分類スキームとは異なる分類スキームを作成し、その分類スキームの下でデファクトの為替制度を判定しているが、その分類スキームは、Reinhart and Rogoff (2004)と Levy-Yeyati and Sturzenegger(2003)のそれぞれの間でも異なる。このため、筆者のような第三者が、Reinhart and Rogoff (2004)や Levy-Yeyati and Sturzenegger(2003)などの研究者によって開発された手法によって判定されたデファクトの為替制度を用いるとき、デファクトの為替制度が研究者独自の分類スキームの下で分類されているため、IMF の分類ス

キームで分類されているデジュリの為替制度とは比較しづらいという問題がある。本研究では、各国の為替制度について、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との比較が重要な分析のポイントになる。デファクトの為替制度を判定する手法は、研究者によって開発された主なものが数種類あるが、2001年からは、IMFも加盟各国のデファクトの為替制度を判定し、AREAERにおいて公表するようになっている。IMFによるデファクトの為替制度は、加盟国がIMFに申告するデジュリの制度と同じ分類スキームによって分類されているため、両者を比較しやすいという利点がある。このため、本研究では、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較するとき、基本的に、IMFによる為替制度の分類スキームで判定・分類された情報（データ）を使用することにする。

## 2. 分析対象期間の区分

デジュリの為替制度については、2000年代における数年を除き、IMFから毎年公表されるAREAERに掲載されているため、過去にさかのぼり情報を得ることができる。なお、AREAERにデジュリの為替制度が掲載されていないのは、2001年版から2007年版までである。他方、加盟各国のデファクトの為替制度は、為替制度の分類スキームとして「1998年分類」が導入されるまでは、IMFによって判定されていない。つまり、AREAERにおいて、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の両方が掲載されるようになるのは、2008年版以降である。AREAERにおいて、2007年版以前は、デジュリの為替制度、デファクトの為替制度のいずれかしか掲載されていないため、AREAER以外の文献から、各国の為替制度の分類についての情報を得る必要がある。各国の為替制度の情報について、AREAERから得られる情報を中心としつつ、AREAERから情報を得られない期間については、他の文献を活用するという前提で調べたところ、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との比較可能な情報は、1990年から入手することができることがわかった。そこで、本研究では、分析対象期間の開始年を1990年とする。

本研究は、分析対象期間を1990年から2019年までとする。第1.3節のとおり、1990年以降のアジア経済にとって、1997年のアジア通貨危機と2008年の世界金融危機は、幅広い分野に変化をもたらした出来事であったが、特に通貨・金融分野は、これらの危機の前後で制度や政策も大きく変化したとみられる。このため、1990年から2019年までの期間について、この2つの危機を境として、i) アジア通貨危機

までの 1990 年代、ii) アジア通貨危機後の回復期から世界金融危機まで、iii) 世界金融危機以後、の 3 つの期間に分けて分析することにする。この 3 つの期間に分けるのは、アジア通貨危機や世界金融危機との関係だけでなく、IMF による為替制度の分類スキームの改定とも、ほぼタイミングが合っているためでもある。1990 年以降、IMF による為替制度の分類スキームは、大きな改定が 2 回あり、採用されてきた為替制度の分類スキームは、「1982 年分類」、「1998 年分類」、「2009 年分類」の 3 種類である。それぞれの分類スキームは、本章のこれまでの節でみてきたように、為替制度を分類するときの基準や分類スキームを構成する各カテゴリー、各カテゴリーの定義等が異なる。ただし、本研究が対象とするアジア 4 か国においては、アジア通貨危機の混乱期には、為替制度の選択や変更において、短期間に大きな制度・政策変更が行われることが多く、それ以外の時期とは異なる力学が働いた可能性が高いとみられるため、アジア通貨危機の混乱期は、分析対象期間から外すことにした。

1990 年から 2019 年までの分析対象期間について、以下では、具体的にどのように 3 つに区分するかとともに、それぞれの期間において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較するときの主な情報源について提示する（第 2-2 表）。

### （1990 年代のアジア通貨危機までの期間）

1990 年から 1999 年までのデジュリの為替制度は、「1982 年分類」で整理されている。IMF が、加盟各国のデファクトの為替制度を判定し、それに基づき、全加盟国の為替制度を分類・公表するようになるのは、2000 年代に入ってからである。1990 年代当時、IMF は、デファクトの為替制度を判定していなかったため、IMF のワーキング・ペーパーである Bubula and Ötcher-Robe (2002) から、デファクトの為替制度についての情報を得ることにする。同論文は、IMF が 2000 年代に入り、加盟国のデファクトの為替制度の判定するために使用していた手法とほぼ同じ手法によって、1990 年から 2001 年までの加盟国のデファクトの為替制度を判定している。ただし、同論文による為替制度の分類は、「1998 年分類」よりも細かく、カテゴリーの数が「1998 年分類」よりも多い。このため、AREAER から得られる「1982 年分類」に基づくデジュリの為替制度と、Bubula and Ötcher-Robe (2002) から得られる、「1998 年分類」と類似のカテゴリーで分類されたデファクトの為替制度とを比較するためには、「1982 年分類」と「1998 年分類」との違い等を考慮し、比較する必要がある。

### (アジア通貨危機からの回復期から世界金融危機まで：2000年から2006年まで)

IMF は、2000 年の加盟国の為替制度の分類から、それまでのデジュリの為替制度に基づく分類から、デファクトの為替制度に基づく分類に変更した。AREAER において、2000 年以降については、「1998 年分類」によるデファクトの為替制度が掲載されるようになったが、これと同時に、デジュリの為替制度は公表されなくなった。2007 年以降のデジュリの為替制度は、AREAER に掲載されるようになったため、入手可能であるが、2000 年から 2006 年までのデジュリの為替制度の情報について、AREAER 以外から入手する必要がある。この期間について、IMF 事務局は、デジュリの為替制度を AREAER では公表していなかったが、事務局内には分析等に活用しているデジュリの為替制度のデータがあるとみられたことから、筆者は、IMF 事務局に問合せ、デジュリの為替制度についての内部データの提供を受けることができた<sup>37</sup>。このため、2000 年から 2006 年までのデジュリの為替制度については、IMF 事務局から提供を受けた内部データの情報を分析に使用する。なお、これらのデータによる 2000 年から

---

<sup>37</sup> IMF は、2000 年から 2006 年までの加盟国のデジュリの為替制度を AREAER において公表していないため、この期間におけるデジュリの為替制度の情報を得るにはどうすればよいかという視点で文献を探してみた。IMF のオケージョナル・ペーパーである Ghosh, Ostry and Tssangarides(2010)は、マクロ経済の安定性と為替制度との関係についての実証研究であるが、同論文では、為替制度のデータとして、1980 年から 2007 年までの各国のデジュリの為替制度とデファクトの為替制度が使用されている。同論文では、分析に使用しているデジュリの為替制度とデファクトの為替制度についての出所について、「IMF staff estimate. (IMF スタッフの推計)」とのみ記載しているだけで、それ以上の情報はない。そこで、2012 年 11 月に、筆者から IMF 事務局に直接、問い合わせたところ、同論文における分析に使用されたデータは、かつて IMF に在籍していた職員が構築したデータベースであるため、データベースを探すのに少々手間取ったとのことであったが、IMF 事務局から、分析に使用したとみられるデータベースの提供を受けることができた。

加えて、Ghosh, Ostry and Tssangarides(2010)の「参考文献」のリストの中から、同論文の分析に使用されている各国の為替制度についてのデータと関わりが深いと推察される論文として、「Anderson, Herald, 2009, “Exchange Policies Before Widespread Floating (1945-1989)”(unpublished)」を見つけた。しかし、同論文は、非出版 (unpublished) であったため、著者である Herald Anderson (ヘラルド・アンダーソン) という氏名を手掛かりに探してみたところ、同じ氏名で公開されている為替制度についての別の論文を見つけることができた。そこで、その論文に記載された連絡先を手掛かりにコンタクトを試みたところ、本人と連絡が取れ、『Exchange Policies Before Widespread Floating (1945-1989)』の著者であることが判明した。アンダーソン氏は IMF での勤務経験があり、2012 年当時、すでに IMF を退職されていたが、同氏個人のホームページ (※) において、筆者が探していた、2000 年代における各国のデジュリの為替制度のデータを公開していることを教えてもらうことができた。(※<http://viastazio.com/vwl/exar.html> (2013 年 5 月 14 日現在))

なお、2012 年 11 月に IMF 事務局から提供を受けた Ghosh, Ostry and Tssangarides(2010)の分析に使用されていた為替制度のデータベースは、アンダーソン氏個人のホームページで公開されているデータと同一であり、筆者が IMF 事務局から提供を受けたデータは、アンダーソン氏が IMF 在職中に作成したものとみられる。

2006 年までのデジュリの為替制度は、「1998 年分類」で分類されているため、AREAER に掲載・公表されているデファクトの為替制度と比較する上でも望ましい。

**（世界金融危機以降の期間：2008 年から 2019 年まで）**

2008 年から 2019 年までの期間については、AREAER において、加盟国の為替制度について、主たる位置づけは、デジュリの為替制度ではなく、あくまでもデファクトの為替制度ではあるが、デジュリの為替制度についても記載されている。このため、2008 年から 2019 年までについては、AREAER から得られる「2009 年分類」によるデジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較することができる。



(第 2-2 表)

## デジュリの為替制度とデファクトの為替制度についての情報源

AREAER 発行年 (※1)	AREAERに 掲載されて いるデータ の年	AREAERに掲載されている情報			AREAER以外の文献による情報		
		デジュリの為 替制度	デファクトの 為替制度	(参考) 採用されていたIMFの為 替制度の分類スキーム	デジュリの為替制度	デファクトの 為替制度	
		○(記載あり)	×(記載なし)	1982年分類 ↓	IMF内部 データ	HAデータ (※3)	BORデータ (※4)
1991	1990	○	×		○	○	○
1992	1991	○	×		○	○	○
1993	1992	○	×		○	○	○
1994	1993	○	×		○	○	○
1995	1994	○	×		○	○	○
1996	1995	○	×		○	○	○
1997	1996	○	×		○	○	○
1998	1997	○	×	↓	○	○	○
1999	1998	○	×	1998年分類(※2)	○	○	○
2000	1999	○	×	1998年分類(※2)	○	○	○
2001	2000	×	○	1998年分類 ↓	○	○	○
2002	2001	×	○		○	○	○
2003	2002	×	○		○	○	
2004	2003	×	○		○	○	
2005	2004	×	○		○	○	
2006	2005	×	○		○	○	
2007	2006	×	○		○	○	
2008	2007	○	○	↓	○		
2009	2008	○	○	2009年分類 ↓	○		
2010	2009	○	○				
2011	2010	○	○	↓			

(出所) IMF/AREAER の各年版、Bubula and Øster-Robe (2002)、IMF 事務局から提供を受けたデータ、H. Anderson によるホームページ (<http://viastazio.com/vwl/exar.html> (2013 年 5 月 14 日現在)) より筆者作成。

(注) 1. AREARE の各年版は、通常、前年の加盟国の為替制度や為替政策についての記述となっている。

2. 本来、「1998 年分類」は、IMF が判定した各国のデファクトの為替制度に基づき分類されるものであるが、1999 年版と 2000 年版の AREAER では、加盟国の為替制度の分類は「1998 年分類」によるが、分類には、デファクトの為替制度ではなく、デジュリの為替制度が使用されている。

3. HA は、H. Anderson の略。

H. Anderson によるホームページ (<http://viastazio.com/vwl/exar.html> (2013 年 5 月 14 日現在)) において公表されているデータに掲載されているデータの年。

4. BOR は、Bubula and Ötker-Robe (2002) の略。

## 第 2.5 節 小括

ブレトンウッズ体制の崩壊後、IMF 協定の第 2 次改正の発効によって、加盟各国は、為替制度を自由に選択することができるようになった。これは、国毎に為替制度に違いが生じるようになったスタートとであると同時に、異なる為替制度を分類するスキームが必要となるスタートととらえることができる。しかし、為替制度の分類スキームの必要性が増してくるのは、各国の為替制度の間にさまざまな違いが生じ、為替制度に多様性がみられるようになってからであった。こうした中で、さまざまな特徴を持つ異なる為替制度をどのような基準で、いくつのカテゴリーに分けるのが適当であるのかといった課題とともに、1990 年代後半には、各国の政府や中央銀行がコミットしていると公表している為替制度が実際の為替レートの動きとの間に時として大きな乖離があることが指摘されるようになった。つまり、各国の通貨当局が IMF に申告しているデジュリの為替制度では、実際の為替制度を適切に表せていないのではないかということが問題とされるようになったのである。これを受けて、IMF は、加盟各国の為替制度の分類をデジュリの為替制度によるものから、IMF 自身が判定するデファクトの為替制度によるものへと変更することにした。この変更を含め、IMF は、加盟各国の為替制度の変化に応じて、為替制度の分類スキームを改定してきた。

本章では、IMF 協定の第 2 次改正の発効以降、IMF が採用してきた為替制度の分類スキームを見てきたが、それぞれの分類スキームによって、為替制度の分類基準や、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の位置づけなどが大きく異なっていた。大きな違いとして 3 点をあげることができる。

第一は、それぞれの分類スキームにおいて、為替制度を分類するときの基準、分類スキームを構成する各カテゴリーやその定義が異なることであった。1980 年代以降、多くの通貨当局が自国通貨の変動制限幅を次第に拡大し、柔軟な為替制度へと移行

するに伴って、ペッグ制以外の、いわゆる広義のフロート制にあたる為替制度の分類が細分化されてきた。このため、「管理フロート制」がいくつかのカテゴリーに細分化されたり、最も柔軟な為替制度のカテゴリーとされた「独立のフロート制」や「自由フロート制」の定義が厳格化されたりすることで、それぞれのカテゴリーに該当する為替制度の範囲も次第に狭められてきた。また、ペッグ制については、1990年代の通貨危機の教訓等から、ドル化、通貨同盟、カレンシーボード制のように、金融政策に裁量の余地がない厳格な固定相場制と、為替レートの変動を小幅なレンジの範囲内では許容するペッグ制とが区別されるようになった。

また、こうした為替制度の分類スキームの改定は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致を問題ととらえ、これを解決するためでもあったとみることができる。「1982年分類」から「1998年分類」への移行は、デジュリの為替制度と実際の為替レートとの動きとの間にしばしば乖離があり、デジュリの為替制度による分類では実際の為替制度を適切に表せていないのではないかと、つまり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致の可能性についての指摘を受けて、実現されたものであった。また、「1998年分類」への移行によって、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致の問題が解消されたわけではなく、デジュリとデファクトの為替制度との不一致についての新たな課題に対処するため、「1998年分類」から「2009年分類」への移行が行われた。2000年代に入り、各国の通貨当局による為替介入の手法が複雑化する中で、為替介入についての情報が十分に提供されていないときには、「1998年分類」では、IMFの担当者が、デファクトの為替制度をデジュリの為替制度のとおり、「独立のフロート制」と判定できるのか、それとも、「管理フロート制」と判定されるのか、判断に迷うことがあるという実情を踏まえ、「2009年分類」では、「フロート制」と「自由フロート制」のそれぞれの定義が明確化されるなどの改善が図られた。

第二は、IMFによる全加盟国の為替制度の分類が、IMF協定第4条2項によって、加盟各国からIMFに申告されるデジュリの為替制度に基づき行われていた時期と、「1998年分類」や「2009年分類」のように、デファクトの為替制度に基づき行われるようになった時期に分けられることである。1990年代までは、デジュリの為替制度に基づき分類されていたが、2000年代以降は、IMFが独自に各国のデファクトの為替制度を判定し、これに基づき、加盟各国の為替制度が分類、公表されるようになった。

第三は、IMFから公表される加盟国の為替制度について、デジュリの為替制度のみ

が公表された期間、デファクトの為替制度のみが公表されていた期間、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の両方が公表されていた時期があるとともに、それぞれの期間において、IMF において、デジュリの為替制度の取扱いが違うことである。IMF 協定の第 2 次改正の発効以降、IMF 協定第 4 条 2 項によって、加盟国には自国の為替制度を IMF に申告しなければならない義務があり、1979 年以降、AREAER において、各国のデジュリの為替制度は公表されていたが、各国の為替制度がデファクトの為替制度で「1998 年分類」によって分類されるようになった 2001 年版からは、デジュリの為替制度が掲載（公表）されないようになり、こうした状況が数年続いた。しかし、IMF における為替政策サーベイランスの機能強化の一環として、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致の原因を明らかにすることが必要との認識から、2008 年版からは、デジュリの為替制度も掲載されるようになった。

本研究では、第 3 章から第 5 章における事例研究において、IMF による為替制度の分類スキームとして、「1982 年分類」、「1998 年分類」、「2009 年分類」を使用する。それぞれのスキームは、本章で整理したとおり、為替制度の分類基準等に違いがあるが、こうした違いは、それぞれのスキームが策定された当時の国際通貨制度や為替政策に対する規範的考え方の影響を受けており、また、そうした規範的考え方や規範的考え方が反映された為替制度の分類スキームは、各国の為替制度の選択や為替政策にも影響を及ぼしたものと考えられる。本章では、それぞれの為替制度の分類スキームの策定に影響を及ぼしたとみられる規範的考え方などについては、十分に議論できていないが、次章以降の事例研究では、こうした視点も含めて分析することとする。

### 第3章 アジア通貨危機までの為替制度

本章では、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの4か国において、デジュリの為替制度と比較可能なデファクトの為替制度の情報（データ）が得られる1990年からアジア通貨危機までの期間についての分析を中心としつつ、新興国では、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが乖離することが少なくないと指摘し、その後の為替制度や為替政策についての研究に大きな影響を与えた Calvo and Reinhart(2002)について検証を行い、1990年代における為替制度の分類についての課題についても議論する。

#### 第3.1節 1990年代における各国のデファクトの為替制度

##### （先行研究（Bubula and Ötoker-Robe 2002）の活用）

IMFは、2000年代に入って、加盟各国のデファクトの為替制度を判定し、AREAERにおいて公表するようになったが、1990年代当時は、加盟国の為替制度はデジュリの為替制度に基づき分類されていたため、デファクトの為替制度は判定されていなかった。そこで、1999年より前の期間におけるデファクトの為替制度の情報（データ）は、Bubula and Ötoker-Robe (2002)を活用する。同論文は、国際的な資本移動が盛んになってくる中で、二極論が主張するように、各国の為替制度が、厳格なペッグ制もしくはフロート制のいずれかに収斂し、中間的な為替制度を採用する国が少なくなっているかどうかについて検証を行っているが、この検証に、デジュリの為替制度ではなく、独自に判定した、1990年から2001年までの12年分の加盟各国のデファクトの為替制度が使われている。同論文の著者は、IMF所属のエコノミストの立場を活かし、各国のデファクトの為替制度の判定において、為替レートの動きや外貨準備高の変動といった統計情報だけでなく、IMFと加盟国の当局との国別サーベイランスにおける議論や日常的な情報交換から得られる定性的な情報も活用している。IMFは、2001年発行のAREAERから、加盟各国のデファクトの為替制度を公表するようになったが、同論文におけるデファクトの判定手法は、AREAERにおける判定手法と多くの点で類似している。そこで、本章では、1990年代についてのデジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較するとき、デジュリの為替制度については、AREAERの各年版を、デファクトの為替制度については、Bubula and Ötoker-Robe (2002)を使用する。

ただし、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較するときには、それ

それぞれの為替制度がどのような為替制度の分類スキームで整理されたものであるかに注意が必要である。1990年代当時に発行されている AREAER は、「1982 年分類」に基づき、各国の為替制度が分類しているのに対して、Bubula and Ötcher-Robe (2002) は、「1998 年分類」に類似の分類スキームで、各国の為替制度を分類している。このため、AREAER から得られる「1982 年分類」に基づくデジュリの為替制度と、「1998 年分類」と類似の分類スキームで分類されている Bubula and Ötcher-Robe (2002) によるデファクトの為替制度とを比較するときには、「1982 年分類」と「1998 年分類」との分類カテゴリーの違いを考慮する必要がある。さらに、「1998 年分類」と Bubula and Ötcher-Robe (2002) による分類とを比べると、「1998 年分類」の為替制度の分類区分の数が 8 であるのに対して、Bubula and Ötcher-Robe (2002) による為替制度の分類区分の数は 13 と、「1998 年分類」よりも為替制度の分類が細分化されていることにも注意が必要である。

### 第 3.2 節 アジア通貨危機までのアジア 4 か国における為替制度

#### 1. 先行研究によるデジュリとデファクトの為替制度の乖離についての指摘

新興国の為替制度の特徴について分析した代表的論文である Calvo and Reinhart (2002) は、先進国や新興国から成る 39 か国を対象に、為替レートや外貨準備高等の動きを定量的に分析することによって、新興国では、フロート制を採用していると表明していても、現実には、暗黙の為替レートの変動幅を設定し、頻繁に為替介入や金利操作を繰り返して自国通貨の変動を回避しようとするため、固定相場制とあまり変わらない為替政策を採っていることが少なくないとし、これを「フロートの恐怖」と名付けた。「フロートの恐怖」という印象深い表現を使用したこともあり、その後の為替制度や為替政策についての研究に大きな影響を及ぼしてきた論文である。本研究が分析対象とした韓国、インドネシア、タイ、フィリピンの 4 か国は、いずれも、Calvo and Reinhart (2002) の分析対象の 39 か国に含まれている（第 3-1 表）。

同論文では、韓国について、分析対象となっている 1980 年 3 月から 1997 年 10 月までの間に、韓国ウォンの対米ドルの月次の変化率（前月比）が上下 2.5% のレンジに収まる確率が 97.6% であると算出されている。インドネシアについては、1978 年 11 月から 1997 年 6 月までの間において、インドネシア・ルピアの対米ドルの月次の変化率（前月比）が上下 2.5% のレンジに収まる確率は 99.1% であると算出している。このように、新興国では、当局が管理フロート制にコミットしていると表明していて

も、為替レートの変動が狭い範囲で推移しているという特徴などから、実際の為替政策は、自国通貨の変動を回避しようとするものであり、公に表明している為替制度と整合的ではないと結論付けている。なお、フィリピンについては、為替レートや外貨準備高の変動率について、フロート制を表明する先進国と際立つ違いはなかったためと思われるが、同論文において特に言及されていない。

### 第 3-1 表

#### Calvo and Reinhart (2002)において、各国の通貨当局が表明していたとされる為替制度

	対象期間	為替制度
韓国	1980 年 3 月～1997 年 10 月	管理フロート制 (managed floating)
インドネシア	1978 年 11 月～1997 年 6 月	管理フロート制 (managed floating)
フィリピン	1988 年 1 月～1999 年 11 月	フロート制 (floating)
タイ	1970 年 1 月～1997 年 6 月	固定制 (Fixed)

(出所) Calvo and Reinhart (2002) より筆者作成。

以下では、先行研究が指摘するようにデジュリの為替制度とデファクトの為替制度との間に乖離があったのかどうかを含め、韓国、インドネシア、フィリピン、タイの順に、アジア通貨危機の発生前までの為替制度について分析することにする。

## 2. 1980 年代から 1990 年代にかけての韓国の為替制度

韓国の為替制度について、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを、ほぼ同じ為替制度の分類スキームで比較できるのは、前述のとおり、1990 年からの期間についてである。しかし、韓国については、Calvo and Reinhart (2002)によって、1980 年から 1990 年代にかけて、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との間に乖離があったという分析結果が示されているため、1980 年代について、デジュリとデファクトの為替制度との比較のためのデータは限られているものの、1980 年代から確認してみることにする。

韓国銀行（中央銀行）は、1980 年 2 月に、固定相場制から、複数の通貨から構成される通貨バスケット制に移行し、1990 年 3 月からは、市場平均為替レート制度

(MRA:Market Average Exchange Rate System)に移行したことを公表している<sup>38</sup>。1985年9月のプラザ合意後の急速な円高は、韓国経済に追い風となった。ドルとの連動が高い通貨バスケット制を採用していた韓国では、円高・ドル安に伴い、対円レートが下落した。これによって、日本の輸出に対する価格競争力が高まり、韓国の輸出が急増した。さらに、1980年代後半の原油や一次産品価格の下落による交易条件の改善や、国際市場の金利低下による対外債務の利払い負担の軽減によって、韓国の経常収支は改善し、1986年には黒字に転換した。経常収支の改善は、国際収支の制約を緩和し、為替管理やクロスボーダーの資本取引の自由化を促した(深川 1997)。

韓国の通貨当局が IMF に申告していたデジュリの為替制度の推移をみるため、AREAER の 1981 年版から 1998 年版までの各年版において、デジュリの為替制度の分類とともに、各国の為替政策等の概要が述べられているカントリー・ノートの韓国についてのページから、該当する主要部分を抜粋し整理してみたところ、1980 年代の各年の AREAER のカントリー・ノートには、複数の通貨から成るバスケット制度が採用されていたことが記載され、韓国銀行の公表とも一致する(付表 3-1)。1980 年代初頭に IMF において採用されていた為替制度の分類スキーム(1977 年分類)では、1980 年と 1981 年のデジュリの為替制度は、「相対的に狭いレンジ(中心レートから 2.25%の狭いレンジ)に変動が収まらない為替レート(Exchange rate not maintained within relative narrow margin)」に分類されている。第 2.2 節のとおり、IMF 協定の第 2 次改正によって、1980 年代初頭には、加盟国は為替制度を自由に選択できるようになっていたが、多くの加盟国は、依然、ペッグ制を採用していたこともあり、加盟国の為替制度を分類する基準は、上下 2.25%の狭い範囲に為替レートの変動が維持されているどうか、つまり、ペッグ制であるかどうかであった。韓国も、1980 年に通貨バスケット制に移行するまでは、米ドル・ペッグ制を採用していた。ペッグ制と比べると、通貨バスケット制によって、為替レートの変動幅は拡大することになるが、通貨バスケット制では、バスケット比率の決定をはじめとして、通貨当局の外為市場への介入の程度は依然大きい。1983 年からは、韓国の為替制度に変更はないものの、IMF の為替制度の分類スキームが、「1977 年分類」から「1982 年分類」に改定されたため、韓国のデジュリの為替制度は、「その他の管理フロート制(other managed floating)」(1982 年分類)に分類されるようになった。

---

<sup>38</sup> <http://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400186> (韓国銀行ホームページ (2020 年 9 月 13 日現在))



1990年代については、AREAERのカントリー・ノートによれば、韓国銀行による公表と同じく、1990年3月に、通貨バスケット制から市場平均為替レート制度に移行したとされ、1990年から1996年にかけて、韓国銀行が、市場平均為替レート制度の下、韓国ウォンの米ドルに対する変動幅を設定し、その日々の変動幅を段階的に拡大させてきたことがAREAERの各年版から読み取れる。前日の取引量の加重平均で算出される中心レートからの変動制限幅は、市場平均為替レート制度の導入を開始した1990年3月当初は上下0.4%であったが、1991年9月に上下0.6%、1992年7月に上下0.8%、1993年10月に上下1.0%、1994年11月に上下1.5%、1995年12月に上下2.25%と段階的かつ小幅に拡大させてきたことが明らかにされている<sup>39</sup>。AREAERにおけるデジュリの為替制度の分類は、1990年に通貨バスケット制から市場平均為替レート制度に変更された後も、変更はなく、引き続き、「それ以外の管理フロート制」(1982年分類)に分類されていた<sup>40</sup>。

デファクトの為替制度については、Bubula and Ötker-Robe (2002)<sup>41</sup>によれば、1990年から1996年までの「厳格な管理フロート制 (tightly managed floats)」である(付表3-2)。これを「1998年分類」に直すと、「管理フロート制 (Managed floating with no predetermined path for the exchange rate)」にあたる<sup>42</sup>。他方、1990年から1996年までのデジュリの為替制度は、「それ以外の管理フロート制」(1982年分類)であり、「1982年分類」では、デジュリとデファクトの為替制度との間に明らかな乖離はなかったことになる。

1980年代について、前述のとおり、韓国銀行による公表内容や、AREAERにおけるデジュリの為替制度についての記述内容によれば、通貨当局は、通貨バスケット制度の採用を公表し、1990年代には、市場平均為替レート制度の下で、日々の自国通貨の変動制限幅を設定し、それを広く表明していた。こうしてみると、実際の為替政策は、Calvo and Reinhart (2002)が指摘するような、フロート制を表明しながら、暗黙の為替レートの変動幅を設定し、それを公表していない状況とはかなり違っていたといえる。つまり、為替制度についての当局による表明と実際の為替政策が大きく異

<sup>39</sup> 市場平均為替レート制度における為替レートの変動の制限は、アジア通貨危機の発生時である1997年10月に上下10%に拡大され、同年12月に撤廃されている。

<sup>40</sup> 「1982年分類」における「それ以外の管理フロート制」には、1990年代当時、異なる特徴を持つさまざまな為替制度が含まれていた。(第3.3節)

<sup>41</sup> 以下では、BOR(2002)という。

<sup>42</sup> BOR (2002)による分類は、「1982年分類」ではなく「1998年分類」に近く、さらに「1998年分類」よりも細かい。BOR (2002)による「厳格な管理フロート制」は、「1998年分類」では、「管理フロート制 (Managed floating with no predetermined path for the exchange rate)」に含まれる。

なるということはなく、「フロートの恐怖」と呼ばれるような乖離はなかったとみられる。

### 3. 1970 年代後半から 1990 年代にかけてのインドネシアの為替制度

Calvo and Reinhart (2002)では、インドネシアについて、1978 年から 1997 年を分析対象として、通貨当局が表明する為替制度と実際の為替政策との間に大きな乖離があったという分析結果である。そこで、デジュリとデファクトの為替制度との比較のための 1970 年代、1980 年代のデータは限られているところがあるが、1978 年末からのインドネシアの為替制度について確認してみる。

1978 年から 1997 年までの期間について、AREAER の各年版から、インドネシアのデジュリの為替制度や為替政策についてみると、1978 年 11 月に、米ドルに対するペッグ制から、前日の中心レート（対米ドル）の上下 1 % のレンジ内での変動を許容する通貨バスケット制へと移行した（付表 3-3）。その後、1983 年 3 月に管理フロート制に移行するまで、通貨バスケット制を維持し、大きな為替制度の変更はなかった。1978 年に米ドル・ペッグ制から通貨バスケット制に移行したことによって、デジュリの為替制度は、当時の IMF の為替制度の分類スキーム「1977 年分類」において、「米ドルに対して相対的に狭いレンジ（中心レートから上下 2.25% のレンジ）内に変動が維持されている為替レート（Exchange rate maintained within relatively narrow margins in terms of U.S.dollar）」から、「相対的に狭いレンジ（中心レートから 2.25% の狭いレンジ）に変動が収まらない為替レート（Exchange rate not maintained within relatively narrow margins）」に分類が変更されている。「1977 年分類」が改定され、「1982 年分類」が適用されるようになった 1982 年については、インドネシアの為替制度自体に変更はないものの、IMF の分類スキームの改定によって、「限定的な（為替レートの）変動（Limited flexibility）」の「単一通貨に対して限定的な変動（Limited flexibility with respect to single currency）」（1982 年分類）に分類されている。

AREAER のカントリー・ノートによれば、1983 年 3 月には、インドネシア・ルピアの対米ドルレートを 27.8% と大幅に切下げ、同時に通貨バスケット制から管理フロート制への移行が発表されている。自国通貨の急落によって、通貨バスケット制の維持が困難となり、管理フロート制に移行したとみられる。これによって、デジュリの為替制度の分類が、「より柔軟な為替制度」の「それ以外の管理フロート制（other managed floating）」（1982 年分類）に変更された。1983 年 3 月のインドネシア・ル

ピアの急落は、1970年代の2度の石油危機により上昇した石油価格が1980年代に入り反落を続けたことが、資源国のインドネシアにとって大きな打撃となったことが背景にあった。通貨当局は、1983年にインドネシア・ルピアを大幅に切下げ後、対ドル連動を重視した緩やかな切下げ型の為替政策を実施していた（西村 1997, 小松 2003）。このため、実際の（デファクトの）為替政策は、かりに「2009年分類」によって分類すれば、クローリング・ペッグ制やクローリング・バンド制に近いものであったとみられる（**第3-2図**）。デジュリの為替制度は、アジア通貨危機の直前の1997年4月まで、「より柔軟な為替制度」の「それ以外の管理フロート制」のままであるが、カントリー・ノートによれば、1994年に、為替レートの日々の変動幅を設定・公表し、その変動幅を1997年にかけて次第に拡大していることが記載されている。ただし、「1982年分類」の各カテゴリーの定義によれば、こうした為替レートの変動を一定のレンジ内で調整するクローリング・ペッグ制やクローリング・バンド制は、「それ以外の管理フロート制」（1982年分類）に含まれる。このため、日々の為替レートの変動幅を設定していることと、デジュリの為替制度が「それ以外の管理フロート制」（1982年分類）であったとは整合的であったことになる<sup>43</sup>。

デファクトの為替制度について、BOR (2002)によれば、1990年から1994年までは、「フォーワード・ルッキングなクローリング・バンド制（Crawling bands: Forward looking）」、1995年から1996年までは、「バックワード・ルッキングなクローリング・バンド制（Crawling bands: Backward looking）」である（**付表3-4**）。これは、「1998年分類」では、「クローリング・バンド制」にあたるが、「1982年分類」では、「より柔軟な為替制度」の「それ以外の管理フロート制（other managed floating）」に含まれる。デジュリの為替制度と比較すると、1990年代のアジア通貨危機までの期間において、大きな乖離はなかったことになる。

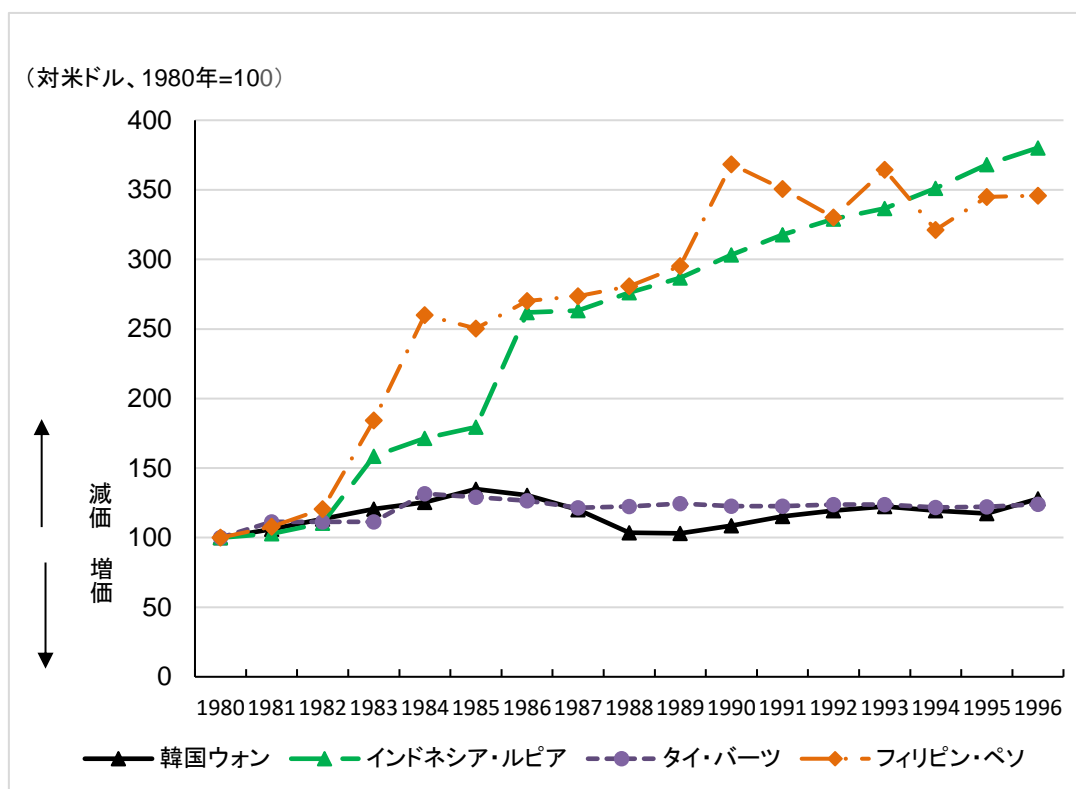
以上のように、インドネシアのデジュリの為替制度を1970年代末からたどっていくと、Calvo and Reinhart (2002)の分析対象期間である1978年から1997年までのうち、1978年11月から1983年3月までは、前日の中心レート（対米ドル）に対する為替レートの変動を上下1%のレンジ内とするような、厳格な通貨バスケット制を採用していることを通貨当局は公表していた。さらに、1990年代のアジア通貨危機までの期間について、「1982年分類」でデジュリとデファクトの為替制度とを比較すると、大きな乖離はなかった。また、AREAERによれば、少なくとも、1994年か

---

<sup>43</sup> 「1982年分類」における「それ以外の管理フロート制」には、1990年代当時、異なる特徴を持つさまざまな為替制度が含まれていた（第3.3節）。

ら 1997 年にかけては、通貨当局は、為替レートの日々の変動を一定の範囲内に制限することを表明していた。このように、1970 年代末から 1990 年代におけるインドネシアについては、Calvo and Reinhart (2002)が指摘するように、フロート制を表明しながら、暗黙の為替レートの変動幅を設定し、それを公表していない状況とはかなり違い、通貨当局による表明と実際の為替政策が大きく異なるという指摘もあてはまらない。「フロートの恐怖」と呼ばれるような乖離は生じていなかったといえる。

(第 3-2 図) アジア 4 か国の為替レートの推移



(出所) IMF/IFS より筆者作成。為替レートは各年末時点。

#### 4. 1990 年代におけるタイの為替制度

1990 年から 1996 年までのタイの為替制度について、AREAER によれば、デジュリの為替制度は、1990 年から 1996 年までを通じて、「複数の通貨に対するペッグ制(Pegged to a composite of currencies)」(1982 年分類)となっている(付表 3-5)。デファクトの為替制度については、BOR (2002)によれば、「伝統的なバスケット・ペッグ制(Conventional fixed peg: Vis-à-vis a basket)」である。これらの情報から、1990 年から

1996 年までの期間において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との間に乖離はなかったとみることができる。

タイは、インドネシアやフィリピンと違い、1980 年代から 1990 年代のアジア通貨危機までの期間において、東アジアの中で比較的安定した通貨であった（前掲第 3-2 図）。1980 年代前半に 2 度のタイ・バーツの暴落があったが、1980 年代後半に輸出主導型の工業化を進めることで、その後のタイ経済とタイ・バーツへの不信感にはつながらなかった（西村 1997）。タイが輸出主導型の経済成長を進めることができたのは、1985 年秋のプラザ合意以降の急激な円高によって、日本企業がアジアでの海外進出の拠点をタイと中心とする東南アジア諸国に向けた影響も大きかった。また、かつては直接投資の受け入れ国であった NIEs の企業も、賃金上昇による競争力低下を背景に、タイをはじめとする東南アジア諸国への進出を始めた（金京 2017）。こうした直接投資流入の拡大には、第二次石油ショックによって深刻な影響を受けたタイ経済が、1980 年代の初めに IMF と世界銀行からの融資を受け入れ、構造調整政策を通じた経済の立て直しに取り組んでいたことが大いに関係していた（寺西他 2008, 金京 2017）。貿易や投資の自由化の進展により、生産・輸出拠点としての魅力が高まり、外資系企業の進出を後押しし、また、タイ政府による積極的な外資誘致政策も直接投資の拡大に寄与していた。

タイ・バーツは、1981 年 7 月と 1984 年 11 月にそれぞれ、米ドルに対して、それぞれ 8.7%、14.9% 切り下げられ、また、1984 年 11 月の通貨調整では、対米ドル・ペッグ制から通貨バスケット制へと為替制度も変更した。その後、1997 年 7 月のアジア通貨危機まで、為替制度は通貨バスケット制であり、デジュリの為替制度に変更はなかった。通貨バスケット制の実際の運営は、為替平衡基金（EEF: Exchange Equalization Fund）が担い、EEF は、当日の対ドルレートを公表し、正午まではこのレートで無制限にドルの直物売買に依っていた（大倉 2003）。1980 年代後半、韓国や台湾は対米貿易黒字を増加させ、両国ともに米国との間に貿易摩擦が発生した。米財務省は、「1988 年包括貿易競争法」によって、1988 年 10 月に、韓国と台湾をともに為替操作国に認定し、為替レートの切上げを強く求めるようになった。タイも対米貿易収支が黒字であったが、黒字額が比較的小規模であったため、為替操作国と認定された韓国や台湾と比べて、米国からの強い通貨切上げ要求を受けることはなかったとみられるものの、米国が NIEs 諸国との貿易不均衡是正に乗り出したことから、タイの通貨当局は、為替・金融政策において米国への一定の配慮が必要であったと考

えられる<sup>44</sup>。これを示すものとして、通貨バスケットを表明しながら、実際の為替政策が米ドル・ペッグ制に近いものであったことがあげられる。通貨バスケットの構成は、当初は、貿易額に応じて決められていたが、1980年代後半にドル高の是正が急速に進むと、米ドルに対する増価を抑制するため、貿易実体よりもドルのウェイトを高くしていたとみられる（田坂 1996, 西村 1997）。貿易実体よりも、日本円や欧州通貨への連動性が低く、米ドルへの連動性が高い通貨バスケットの構成とし、実質的には米ドル・ペッグ制に近い為替制度でありながら、通貨バスケット制を表明していたことで、米国からの要請に含みをもたせ、急激な切上げを回避する一方で、多少の切上げには対応しようとする、高度の政治的判断が背景にあったとみられる（西村 1997, 伊藤他 2006）。輸出主導の経済成長を推進しつつ、主要輸出先である米国との関係維持のバランスに配慮した為替政策であったといえる。

タイの通貨当局は通貨バスケットの構成比を公表していなかったため、その構成比を推計した研究がいくつかある（Frankel and Wei 1994, 田坂 1996, 大倉 2003）。推計によれば、1990～1996年において、米ドルの構成比は7割超であった。このように、バスケットにおける米ドルの構成比が高いことから、デファクトの為替制度がドル・ペッグ制であったとしばしばいわれる（Reinhart and Rogoff 2004, 伊藤他 2006）。当時、IMFが採用していた為替制度の分類スキーム（1982年分類）における「複数の通貨に対するペッグ制」（1982年分類）は、その定義によれば、複数の通貨から構成されるバスケットの変動を中心レートから上下1%以内に維持することとされていたが、そこには、バスケットの構成についての基準のようなものは示されていない。このため、バスケットにおける米ドルの構成比が貿易実体よりも高いという理由から、タイの通貨当局が表明するデジュリの為替制度（複数の通貨に対するペッグ制）が、実際の為替政策と乖離しているとはいえない。

1990年代のアジア通貨危機までのタイのデファクトの為替制度について、研究者による判定によれば、Reinhart and Rogoff(2004)では、「事実上のペッグ制（De facto peg）」、Levy-Yeyati and Sturzenegger(2007)では、「クローリング・ペッグ制」であるが、Reinhart and Rogoff(2004)やLevy-Yeyati and Sturzenegger(2007)による為替制度の分類スキームは、IMFの分類スキームとは異なることに留意が必要である。例えば、タイのデファクトの為替制度を「事実上のペッグ制」と判定したReinhart and Rogoff(2004)による為替制度の分類カテゴリーの中には、「通貨バスケット制」はな

---

<sup>44</sup> タイは米国の金融市場開放に応える形で、証券市場を中心とした金融開放化を進める一方で、1990年にはIMF 8条国への移行を行った（西村 1997）。

い。このため、Reinhart and Rogoff(2004)は、タイ・バーツの米ドルとの連動性から、自らの為替制度の分類カテゴリーの中から、最も相応しいものとして、「事実上のペッグ制」を選んでいる。このように、研究者によって判定されるデファクトの為替制度を活用するときには、どのような為替レートの分類スキームによって判定された為替制度の分類であるのかということを確認した上で活用する必要がある。

## 5. 1990 年代におけるフィリピンの為替制度

フィリピンの為替制度について、AREAER によれば、デジュリ<sup>45</sup>の為替制度は、1990 年から 1996 年までを通じて、「独立的フロート制」(1982 年分類)となっている(付表 3-6)。ただし、AREAER のカントリー・ノートには、1990 年 12 月末現在の状況として、スポット市場における売買レートは公式レートの 1~2%の範囲内に設定されなければならないこと、また、この為替レートの変動幅の許容範囲の設定が 1991 年 1 月 28 日に撤廃されたことが記載されている。

デファクトの為替制度は、BOR (2002)によれば、1990 年は、「伝統的な単一通貨に対するペッグ制 (Conventional fixed peg: Vis-à-vis a single currency)」、1991 年から 1994 年までは、「管理フロート制 (Other managed float with no predetermined exchange rate path)」、1995 年から 1996 年までは、再び「伝統的な単一通貨に対するペッグ制 (Conventional fixed peg: Vis-à-vis a single currency)」となっている<sup>45</sup>。「1982 年分類」によって分類されているデジュリ<sup>45</sup>の為替制度と比較すると、1991 年から 1994 年までの間は、デジュリとデファクトの為替制度とに大きな乖離はなかったが、1990 年と 1995 年~1996 年の 2 回、デジュリ<sup>45</sup>の為替制度がフロート制であったのに対して、デファクトの為替制度がペッグ制であり、大きな乖離があったことになる。

AREAER のカントリー・ノートには、1990 年 12 月 31 日現在として、通貨当局によって、フィリピン・ペソの対米ドルレートの変動幅を狭い範囲に維持するような規制が設けられていること、いわゆる米ドル・ペッグ制が採用され、その規制が 1991 年 1 月 28 日まで課せられていたことが記載されている(IMF/AREAER 1991)。つまり、フィリピンの通貨当局は、IMF にデジュリ<sup>45</sup>の為替制度として、「独立的フロート制」

---

<sup>45</sup> BOR (2002)によるデファクトの為替制度を「1982 年分類」で分類し直してみると、BOR (2002)による「伝統的な単一通貨に対するペッグ制」は、「単一通貨に対するペッグ制」(1982 年分類)に、BOR (2002)による「管理フロート制」は、「独立的フロート制」(1982 年分類)あるいは「それ以外の管理フロート制」(1982 年分類)のいずれかに該当する。

(1982 年分類) を申告すると同時に、ペソの対米ドルレートの変動幅を狭い範囲に維持する規制を導入し、米ドル・ペッグ制に近い制度を運用していることも IMF に申告していた。こうした、フィリピン・ペソの変動を制限する必要性が生じたのは、マルコス政権の後のアキノ政権においても政治・社会の改革がなかなか進まず、経済の停滞から 1989 年 12 月に国軍反乱事件が発生し、ペソが急落したことが影響している(西村 1997)。1995 年、1996 年については、AREAER のカントリー・ノートにおいて、1990 年のように為替レートの変動制限幅が設定されていたことについて、明確な記載はない。しかし、1995 年初めにメキシコ・ペソが急落した影響から、新興国通貨への不安が広がり、フィリピン・ペソが取引規定の幅を超えて下落したとの報道<sup>46</sup>や、アジア通貨危機の発生直後に、フィリピン銀行が「フィリピン・ペソの変動が基準値の上下 1.5%を超えたら取引を一時中止する」という規定の適用を臨時に取りやめると発表したとの報道<sup>47</sup>がある。こうした報道から、通貨当局(フィリピン銀行)は、1995 年から 1997 年にかけて、自国通貨の急落を回避するため、日々の為替レートの変動を一定の範囲に制限するとともに、こうした為替レートの変動制限幅を公表していたとみられる。

Calvo and Reinhart (2002)は、通貨当局がコミットしていると表明する為替制度が、通貨当局が IMF に申告しているデジュリの為替制度とは同一であるとの暗黙の前提を置いていた。しかし、1990 年代のフィリピンの事例では、フィリピンの通貨当局が IMF に申告しているデジュリの為替制度と、フィリピンの通貨当局が実際に表明している為替制度や為替政策とが整合的ではなく、Calvo and Reinhart (2002)が設定した前提とは異なる現象が生じていた。

### (フィリピンの為替政策と他の 3 か国の為替政策との違い)

フィリピンは、1970 年に米ドル・ペッグ制(固定相場制)からフロート制に移行した。他の東アジア諸国よりもかなり早い時期にフロート制を採用したことになる。フィリピン銀行(中央銀行)は、フィリピンが 1970 年にフロート制への移行した理由として、フィリピン経済の特徴から、ペッグ制がフロート制と比べて経済に及ぼす犠牲が大きいことをあげている<sup>48</sup>。ペッグ制に典型的なこととして、時々、大幅な為

---

<sup>46</sup> 日本経済新聞(1995 年 1 月 14 日付朝刊)

<sup>47</sup> 日本経済新聞(1997 年 7 月 14 日付朝刊)

<sup>48</sup> Bangko Sentral ng Pilipinas, 2020, Primer on the Exchange Rate, <http://www.bsp.gov.ph/downloads/Publications/FAQs/exchange.pdf> (2020 年 8 月 19 日現在)



替レートの切下げ・切上げに見舞われることがある。これは、フロート制の下で、徐々に為替レートが変化する状況に比べ、経済にとって大きな打撃となり、経済を不安定化させる。さらに、フィリピンは、海外への出稼ぎ労働者からの送金によって、国際的な資金の変動が大きい特徴を持つため、ペッグ制を維持するためには、自国通貨を買い支えるための外貨準備高の保有や国内の流動性を調整するための不胎化為替介入に係るコストが相対的に大きく、小国開放経済という特性を踏まえるとフロート制が望ましいと説明している<sup>49</sup>。

フィリピンの為替政策には、はっきりした狙いがあるというわけではなかったものの、国内の経済社会構造から物価政策の視点は重視されていた（西村 1997）。フィリピンでは、16 世紀半ばから 19 世紀末まで続いたスペインによる植民地時代にアシエンダ制（大農場制）が定着したことから、伝統的に大土地所有者の力が強かった。フィリピンは他の東南アジア諸国よりも早い 1950 年代に、輸入代替政策を開始したが、輸出振興による工業化に転換していくことができず、大土地所有者が、輸入代替政策の下、関税で保護されている製造業に参入し、強固な既得権益を持つ構造になっていた（井出 2017）。こうした社会構造のフィリピンでは、社会の安定には、大都市の貧困層の生活安定が重要であり、貧困層の生活上の混乱を回避するため、物価水準全体よりも、主食とエネルギーを中心とした基本的生活財の価格安定が重視された。特に石油輸入国であるフィリピンにとっては、石油製品価格の安定が不可欠であり、この面から、フィリピン・ペソの米ドルに対する増価が必要であった。また、フィリピン・ペソの米ドルに対する増価は、輸入価格の低下にもつながり、部品や機械を輸入に依存する国内消費財産業の経営を潤すことになり、大土地所有者が支配する輸入代替工業への保護策にもなっていた。フィリピン・ペソは、長期的には減価の趨勢をたどっていたが、インドネシア・ルピアを比べると、増価のサイクルに入ることもあったのは、輸出主導型の経済成長を主軸としてきた韓国、タイ、インドネシアとは異なり、フィリピンの通貨当局が、自国通貨高を志向する面があったことも影響していたと考えられる（前掲第 3-2 図）。

#### （為替制度の分類スキームの改定によって変化する「独立的フロート制」の範囲）

「1982 年分類」が導入されて以降、フィリピンのデジュリの為替制度は、「独立的

---

<sup>49</sup> フィリピンは、他の東アジア諸国よりもかなり早い時期にフロート制に移行したが、IMF8 条国への移行は、1995 年 9 月であり、他の東アジア諸国より早いとは言えない。IMF8 条国への移行について、韓国は 1988 年 11 月、インドネシアは 1988 年 5 月、タイは 1990 年 5 月であった。

フロート制」であった。1990 年から 1996 年までについて、AREAER のカントリー・ノートには、「為替レートは外為市場の需要と供給に基づき決定される。しかしながら、当局は、外為市場の状況を秩序正しく維持することが必要なときや、中期的な他の政策目的の視点から、為替介入を実施する<sup>50</sup>」と記載されている。これと比較するため、当時、フィリピンと同じく、デジュリの為替制度が「独立的小フロート制」であった日本のカントリー・ノートをみると、為替介入について、「為替レートは外為市場の需要と供給に基づき決定される。しかしながら、当局は、外為市場の状況を秩序正しく維持することが必要なときに為替介入を実施する」との記載になっている。「1982 年分類」では、「独立的小フロート制」は為替レートの柔軟性が最も高いカテゴリーであったが、当時の定義によれば、「独立的小フロート制」で許容される為替介入の範囲が広がったため、同じように「独立的小フロート制」に分類されていても、日本では、為替介入は、金融市場の混乱によって為替レートが急激に大きく変動するようなときに限って実施することが想定されていたのに対して、フィリピンでは、金融市場の混乱時だけでなく、「中期的な他の政策目的の視点」からの為替介入、つまり、中期的な経済社会政策の目標達成を視野に入れた為替介入が実施されることが想定されていた。

当時のフィリピンと日本が、同じ為替制度（独立的小フロート制）に分類されていても、実際の為替政策にはかなりの違いがあったように、「1982 年分類」では、「独立的小フロート制」以外の他のカテゴリーを分ける基準についても、「1998 年分類」や「2009 年分類」に比べて粗いものであった。こうした為替制度を分類する基準が粗いことが、「1982 年分類」の問題として指摘され、この点を改善するため、第 2.2 節のとおり、「1982 年分類」の見直しが行われることになった。

---

<sup>50</sup> 原文：（前略） exchange rates are determined on the basis of demand and supply in the exchange market. However, the authorities intervene when necessary to maintain orderly conditions in the exchange market and in light of their other policy objectives in the medium term.

### 第 3.3 節 為替制度の分類についての変革期としての 1990 年代

#### 1. 先行研究 (Calvo and Reinhart 2002) における問題とその原因

##### (分析手法の問題点)

1970 年代末からアジア通貨危機の直前までの韓国とインドネシアについて、第 3.2 節のとおり、通貨当局は、通貨バスケット制や、自国通貨の日々の変動を事前にアナウンスした範囲内に維持する市場平均為替レート制等にコミットすることを表明し、Calvo and Reinhart (2002) が指摘したような、当局が事前に表明している為替制度が実際の為替レートの動きから推測される為替制度と大きく異なるということはなかったとみられる。では、どうして、Calvo and Reinhart (2002) は、「フロートの恐怖」と呼ぶような、デジュリの為替制度とデファクト的为替制度との間に大きな乖離が生じているという結論に到ったのであろうか。その主な理由として、IMF による為替制度の分類スキームの改定を考慮し、分類スキームの改定によって、為替制度の分類基準等が変更することを注意してデジュリの為替制度のデータを取扱っていなかったことが考えられる。Anderson (2014) は、Calvo and Reinhart (2002) が、IMF による為替制度の分類スキームを間違えて理解している可能性が高く、デジュリとデファクト的为替制度との乖離があったとしても、恒常的なものではなく一時的なものではないかと指摘しているが、同論文では、この点について詳しく述べていない。そこで、以下では、Calvo and Reinhart (2002) について、為替制度の分類の妥当性の視点から検証してみる。

Calvo and Reinhart (2002) は、当局が表明していた為替制度を表すデータとして、IMF/AREAER に掲載されていたデジュリの為替制度を使用している。分析対象期間は、1970 年 1 月から 1999 年 11 月までの約 30 年である。同論文は、IMF による為替制度の分類とは異なる、独自の 4 区分で各国の為替制度を分類している。この 4 区分とは、「ペッグ制 (peg)」、「限定的に柔軟な制度 (limited flexibility)」、「管理フロート制 (managed floating)」、「自由フロート制 (free floating)」である。AREAER では、当時の IMF で採用されていた為替制度の分類スキーム (1977 年分類、1982 年分類) で分類されていたが、同論文では、AREAER のデジュリの為替制度がどのように 4 区分に整理し直されているのかについて述べられていない。そこで、同論文の著者であるラインハルト氏のホームページ<sup>51</sup>に公開されている、同氏らが独自に作成し

<sup>51</sup> ラインハルト氏のホームページ (<http://www.carmenreinhart.com/data/browse-by-topic/topics/12/>) に、「IMF Official Exchange rate classification 1970-2007」というタイト

た 15 区分から成る細かい分類（fine classification）と、分析に使用されている 4 区分から成る粗い分類（coarse classification）との対照表を手がかりに、同氏らによる分類と IMF による分類とを比較してみることにした（第 3-3 表）。

ラインハルト氏らが、デジュリの為替制度を分類するときに使用したとみられる為替制度の分類スキームについて、15 区分からなる細かい分類と、4 区分からなる粗い分類とを比較すると、粗い分類の「管理フロート制」には、細かい分類の「管理フロート制」のほか、クローリング・バンド制のような、当局による為替市場への関与の程度が大きい制度も含まれている。例えば、韓国において 1990 年代に採用されていた市場平均為替レート制は、日々の為替レートの変動幅を設定し、その範囲内で為替レートが変動するように調整される制度であったため、近年、IMF で採用されている「2009 年分類」によれば、クローリング・バンド制にあたる。ラインハルト氏らの分類によれば、クローリング・バンド制は、細かい分類であれば、管理フロート制とは異なる為替制度になるが、粗い分類であれば、管理フロート制に含まれる。つまり、Calvo and Reinhart (2002)は、当局がコミットしていると表明する為替制度を表すものとして、各国が IMF に申告し、AREAER に掲載されていたデジュリの為替制度を使っているが、こうしたデータを独自の分類に分類し直すときには粗い分類を使っていたため、「管理フロート制」に分類されたデジュリの為替制度の中には、狭義の管理フロート制だけでなく、クローリング・バンド制等も含まれていたとみられる。しかし、同論文において、議論を展開するときに使用している「管理フロート制」は狭義の管理フロート制を意味し、この中には、クローリング・バンド制等は含まれず、自由フロート制に近い。議論の展開において使用するときの「管理フロート制」についての概念と、AREAER に掲載されていたデジュリの為替制度のデータを分類するときに使用した「管理フロート制」の範囲とにかなりのズレがあった。換言すれば、通貨当局が管理フロート制にコミットしていると表明するときの「管理フロート制」は、広義のフロート制であるのに対して、現実の為替レートや外貨準備高等の変動から実際の（デファクトの）為替政策を評価するときの「管理フロート制」は、広義のフロート制ではなく、狭義のフロート制であったとみられる。

---

ルのエクセル・シートとして掲載されていた（2019 年 8 月 15 日現在）。同データは、以下のサイトに移行されている（<https://carmenreinhart.com/exchange-rate-regime-imf-classification/>）（2020 年 12 月 15 日現在）。

(第 3-3 表) Calvo and Reinhart のデータベースにおける為替制度の分類スキーム

CRによる細かい為替制度の分類 (15区分)	CRによる粗い為替制度の分類 (4区分)
1 No separate legal tender	ペッグ制 (peg)
2 Pre announced peg or currency board arrangement	
3 Pre announced horizontal band that is narrower than or equal to +/-2%	
4 De facto peg	
5 Pre announced crawling peg	限定的に柔軟な制度 (limited flexibility)
6 Pre announced crawling band that is narrower than or equal to +/-2%	
7 De facto crawling peg	
8 De facto crawling band that is narrower than or equal to +/-2%	
9 Pre announced crawling band that is wider than or equal to +/-2%	管理フロート制 (managed floating)
10 De facto crawling band that is narrower than or equal to +/-5%	
11 Moving band that is narrower than or equal to +/-2% (i.e., allows for both appreciation and depreciation over time)	
12 Managed floating	
13 Freely floating	自由フロート制 (free floating)
14 Freely falling	—
15 Dual market in which parallel market data is missing.	—

(出所) ラインハルト氏のホームページ (<http://www.carmenreinhardt.com/data/browse-by-topic/topics/12/>) (2019 年 8 月 15 日現在) より筆者作成。

この問題は、同じ論文において、「管理フロート制」の定義や「管理フロート制」が示す為替制度の範囲が曖昧であったことに起因するが、IMF における為替制度の分類スキームの改定によって、「管理フロート制」の範囲が変化してきたこととも深く関係している。同論文が分析対象とする 1970 年代から 1990 年代には、IMF は、為替制度の分類スキームとして「1977 年分類」や「1982 年分類」を採用し、加盟国から IMF に申告されるデジュリの為替制度は、「1977 年分類」や「1982 年分類」によって分類されていた。これに対して、同論文は、「1998 年分類」における為替制度の分類基準や定義に近い概念に基づき、分析結果を評価していた。本来、当局による自国の為替制度についての表明と、実際の為替レートの動きなどから事後的に判定するデファクトの為替制度とを比較するのであれば、デジュリの為替制度とデファク

トの為替制度とを各国の通貨当局による表明が行われたときに採用されていた為替制度の分類スキームにそろえて比較しなければいけないが、この点を考慮した比較がされていなかった。第3.2節のように、通貨当局による（デジュリの）為替制度が表明されたときの為替制度の分類スキームと同じ分類スキームで、デファクトの為替制度を比較すれば、デジュリとデファクトの為替制度は一致していたという結果となるが、Calvo and Reinhart (2002)は、異なる分類スキームで比較していたため、デジュリとデファクトの為替制度の間に不一致があったという結果になったものと考えられる。

### （管理フロート制の範囲の変化）

これまでみてきたように、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との一致、不一致に最も影響するのは、管理フロート制をどのように定義するかである。そこで、以下では、Calvo and Reinhart (2002)における問題にも直接的に関わりがある、「1982年分類」の「管理フロート制」と「1998年分類」の「管理フロート制」との違いを整理する。

「1982年分類」を構成する3つの大分類のうち、為替レートの変動が最も柔軟なグループにあたる「より柔軟的な為替制度（More flexible arrangements）」は、さらに3つの小分類に分けられる。3つの小分類は、「いくつかの数量的指標の変化に応じて調整される制度（adjusted according to a set of indicators）」、「それ以外の管理フロート制（other managed floating）」、「独立的フロート制（independently floating）」である（第3-4表）。

1995年12月末時点において、デジュリの為替制度が「いくつかの数量的指標の変化に応じて調整される制度」と分類されていたのは、チリとニカラグアの2か国だけであった。当時のチリは、主要国と自国とのインフレ格差を考慮して通貨バスケットの各国通貨の比率を調整する通貨バスケット制を採用し、他の国が採用していた一般的な通貨バスケット制やクローリング・バンド制に比べて複雑な制度であった（IMF/AREAER 1996:105）。このように、「いくつかの数量的指標の変化に応じて調整される制度」に分類される為替制度は複雑であったため、該当する国が2か国とかなり限定されていた。これに対して、同時点において、180余りの加盟国・地域のうち、44か国は「それ以外の管理フロート制（other managed floating）」に分類され、その中には、クローリング・バンド制や一般的な通貨バスケット制を採用していた国も含まれ、独立的フロート制を除く、ほぼ全てのフロート制が含まれていたことにな

る。「それ以外の管理フロート制」という名称からは、この分類に含まれる為替制度は、管理フロート制の中でも一部の為替制度であるとのニュアンスを与えるが、実際には、管理フロート制のうち、「いくつかの数量的指標の変化に応じて調整される制度」に該当する為替制度のほうがかなり限定的であり、管理フロート制の大半は、「それ以外の管理フロート制」に含まれていたことになる。こうした実態に即して、以下では、英語の表記（other managed floating）を直訳して「その他の管理フロート制」とするのではなく、「管理フロート制」（1982年分類）と呼ぶことにする。

**（第3-4表） 「1982年分類」の「より柔軟な為替制度」を構成する3つの為替制度**

大分類：より柔軟な為替制度（More flexible arrangements）	
小分類：	定義
いくつかの数量的指標の変化に応じて調整される制度 （Adjusted according to a set of indicators）	当局が、特定の短いインターバル（通常、一日から一週間を設定）に対する、数量的指標等に基づく為替レート（目標）水準を設定し、その水準において、外国為替の売買を実施する（注1）
それ以外の管理フロート制 （Other managed floating）	『いくつかの数量的指標の変化に応じて調整される制度』にも、『独立フロート制』にも該当しない柔軟な為替制度（注2）
独立フロート制 （Independently floating）	当局は為替レートが継続的に市場の力を反映して変動することを許容する。当局が為替介入をすれば、為替レートの変動の速度を完全に中立化するのではなく、影響を及ぼすことに限って外国為替の売買を行う（注3）

（出所）Harbermier *et al.*(2009)より筆者作成。

（注）

1. 原文：The authorities set the rate for a specified short time interval (usually one day or one week) and stand open to buy and sell foreign exchange at a rate determined on the basis of certain indicators, specific and predetermined or otherwise.
2. 原文：Flexible arrangements not covered by “adjusted according to a set of indicators” or “independently floating.”
3. 原文：The authorities allow the exchange rate to move continuously over time to reflect market forces. If the authorities intervene at all, they do so through purchases and sales of foreign exchange only to influence, and not to fully neutralize, the speed of the exchange rate movement.

「1998 年分類」では、為替制度の分類カテゴリーが「1982 年分類」よりも細分化されたことによって、「管理フロート制」とは別のカテゴリーとして、「クローリング・ペッグ制」や「クローリング・バンド制」が新たに設けられ、「1998 年分類」の「管理フロート制」は、「1982 年分類」の「管理フロート制」よりも該当する為替制度の範囲が狭くなった（第 3-5 表、第 3-6 表）。なお、「1998 年分類」における管理フロート制の正式名称は、「Managed floating with no preannounced path for the exchange rate（為替レートのパスが事前にアナウンスされない管理フロート制）」であるが、便宜的に「管理フロート制」（1998 年分類）と呼ぶことにする。

また、「1998 年分類」の「管理フロート制」の定義には、「為替レートは本質的には市場によって決定されるもの（the exchange rate is essentially market determined.）」という表現が盛り込まれているが、「管理フロート制」（1982 年分類）には、こうした文言はない<sup>52</sup>。1982 年分類では、事前にアナウンスされた一定の割合で為替レートの変動が調整されたり、為替レートの変動が一定の範囲内に維持されたりする為替制度にあたる、クローリング・ペッグ制やクローリング・バンド制も、「管理フロート制」（1982 年分類）に含まれていたが、1998 年分類では、これらの為替制度は、「管理フロート制」（1998 年分類）からは除外され、別のカテゴリーになった。これは、「1998 年分類」では、為替レートの決定に予見を与えるような事前の為替レートの変動制限幅が一切設けられていない中で、為替レートが外為市場の需給に応じて決まるかどうか、フロート制と判定される基準になったためと考えられる。

「1998 年分類」では、広義のフロート制及び管理フロート制から、クローリング・ペッグ制やクローリング・バンド制が除外され、広義のフロート制及び管理フロート制が意味する範囲が「1982 年分類」よりも狭くなった。しかし、Calvo and Reinhart (2002)は、広義でのフロート制の範囲が、IMF による為替制度の分類スキームの改定によって狭くなっていることを分析に反映させることなく、1990 年代末に採用されることになった IMF による為替制度の分類スキーム（1998 年分類）が、あたかも 1970

---

<sup>52</sup> 1982 年分類における管理フロート制の定義は以下のとおり。

Flexible arrangements not covered by “adjusted according to a set of indicators” or “independently floating.”

1998 年分類における管理フロート制の定義は以下のとおり。

The monetary authority attempts to influence the level of the exchange rate without having a specific exchange rate path or target, but the exchange rate is essentially market determined. Indicators for managing the rate are broadly judgmental (e.g., balance of payments position, international reserves, parallel market developments), and adjustments may not be automatic. Intervention may be direct or indirect.



年代から採用されていたようにみなして、各国の通貨当局による為替制度についての表明を評価していたといえる。

(第 3-5 表) 「1982 年分類」における為替制度の各カテゴリーと定義

	為替制度の各カテゴリー	定義
1	Pegged to a single currency	The member maintains its exchange rate within zero or very narrow margins seldom exceeding $\pm 1$ percent around a central rate vis-à-vis a single currency. Beginning in July 1992, countries that are fully dollarized are included in this category (previously, they were classified according to the arrangement of the foreign currency giving rise to the dollarization—e.g., the U.S. dollar).
2	Pegged to a composite (including the SDR)	The member maintains its exchange rate within zero or very narrow margins seldom exceeding $\pm 1$ percent around a central rate vis-à-vis a basket of currencies or the SDR.
3	Flexibility limited vis-à-vis a single currency	The member maintains its exchange rate within margins of $\pm 2.25$ percent vis-à-vis another member's currency or the SDR.
4	Flexibility limited vis-à-vis a cooperative arrangement	Countries maintain margins within $\pm 2.25$ percent with respect to their cross-rates, based on a central rate expressed in terms of a single currency.
5	Adjusted according to a set of indicators.	The authorities set the rate for a specified short time interval (usually one day or one week) and stand open to buy and sell foreign exchange at a rate determined on the basis of certain indicators, specific and predetermined or otherwise.
6	Other managed floating	Flexible arrangements not covered by “adjusted according to a set of indicators” or “independently floating.”
7	Independently floating	The authorities allow the exchange rate to move continuously over time to reflect market forces. If the authorities intervene at all, they do so through purchases and sales of foreign exchange only to influence, and not to fully neutralize, the speed of the exchange rate movement.

(出所) Harbermeier *et al.*(2009)より筆者作成。

(第 3-6 表) 「1998 年分類」における為替制度の各カテゴリーと定義

	為替制度の各カテゴリー	定義
1	Exchange arrangement with no separate legal tender.	The country has legislatively surrendered sole control over domestic monetary policy. Two types of arrangements fall under this category: (1) another currency as legal tender, in which the country has adopted a foreign currency as the sole legal tender (it may issue subsidiary units (coins), so long as they are at par); and (2) currency union, in which the country is a member of a currency union with banknotes being issued by and exchange rate policy determined by a multinational central bank in which the country has representation.
2	Currency board arrangement.	The country has an explicit legislative commitment to exchange domestic currency for a specified foreign currency at a specified rate, combined with restrictions on the activities of the issuing authority to ensure the fulfillment of the legal obligation, including a backing requirement and restrictions on some typical central bank activities.
3	Conventional pegged arrangement	The country fixes its exchange rate to an anchor currency or basket within margins of less than $\pm 1$ percent. There need not be a commitment to maintain the peg irrevocably. The peg may be formal and explicit or de facto. In the latter case, the country must actively maintain the peg for at least three months.
4	Pegged exchange rate within horizontal bands.	As in the case of a conventional peg, the value of the currency is maintained within a band, but the range was at least 2 percent (or $\pm 1$ percent around a central rate). Countries under the ERM and ERM II are included in this category unless the country explicitly maintains narrower margins.
5	Crawling peg.	The country adjusts the exchange rate periodically or frequently in small amounts in response to changes in quantitative indicators or in order to effect a gradual devaluation or revaluation against a single currency or a basket. As in the case of a conventional peg, the exchange rate remains within margins of less than $\pm 1$ percent around a central rate.
6	Crawling band.	As in the case of a crawling peg, the exchange rate is adjusted in small amounts, but the rate may fluctuate in a range of $\pm 1$ percent or more or a range of 2 percent. The extremities of the bands may be symmetric around the central rate or may be adjusted asymmetrically, gradually widening the range.
7	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate	The monetary authority attempts to influence the level of the exchange rate without having a specific exchange rate path or target, but the exchange rate is essentially market determined. Indicators for managing the rate are broadly judgmental (e.g., balance of payments position, international reserves, parallel market developments), and adjustments may not be automatic. Intervention may be direct or indirect.
8	Independently floating.	The exchange rate is market-determined, with any official foreign exchange market intervention aimed at moderating the rate of change and preventing undue fluctuations in the exchange rate over short time horizons, rather than aiming at a level for it.

(出所) Harbermeier *et al.*(2009)より筆者作成。

### (IMF による各国のデジュリの為替制度の公表形態の問題)

Calvo and Reinhart (2002)は、これまで為替制度や為替制度についての研究に大きな影響を与えてきた<sup>53</sup>。なかでも、第 1.2 節のとおり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離についての要因を明らかにしようとする先行研究 (Alesina and Wagner 2006, Setzer 2006, Bearce 2014) は、Calvo and Reinhart (2002)を踏まえ、さらに発展させたものである。このため、これらの研究は、Calvo and Reinhart (2002)が指摘した、1970 年代から 1990 年代にかけて、新興国では、デジュリの為替制度がフロート制であっても、デファクトの為替制度がペッグ制であることが少なくないことを新興国の為替政策の特徴とし、これを前提として分析を行っている。しかしながら、第 3.2 節のとおり、各国の通貨当局による表明 (公表)を確認し、デジュリとデファクトの為替制度を当時採用されていた「1982 年分類」にそろえて比較すると、アジア 4 か国では、Calvo and Reinhart (2002)が指摘したような「フロートの恐怖」は生じていなかったという分析結果となった。

先行研究の中には、為替制度についてデータ、特に、デジュリの為替制度について、Calvo and Reinhart (2002)や Reinhart and Rogoff (2004)で使用されたデータと同じデータを使用しているものが少なくない。第 3.2 節において、韓国やインドネシアでは、現実には、Calvo and Reinhart (2002)が主張したように、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との大きな乖離はなかったことを示したが、Calvo and Reinhart (2002)と同じ為替制度のデータを使用している研究では、本来、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の不一致がなかったサンプルを、不一致が存在したものとして分析に使用していた可能性があり、分析結果に影響することがありうる。

Anderson (2014) が、Calvo and Reinhart (2002)では、IMF による為替制度の分類スキームを間違えて理解されている可能性が高いと指摘したのは、Calvo and Reinhart (2002)の公表から、10 年あまりが経過した時であった。こうした指摘がほぼ 10 年なく、むしろ、多くの研究者に、Calvo and Reinhart (2002)や Reinhart and Rogoff (2004)で使用されたデータが利用されてきた理由として、IMF から提供される為替制度についての情報が、研究者を含め一般には活用しにくいことがあげられる。IMF の全ての出版物について、定額制ながらも、IMF のホームページからダウンロードできるサ

---

<sup>53</sup> 2000 年代以降、Calvo and Reinhart (2002) は、多くの研究で引用されている。また、国際経済学のテキストでは、新興国においては、デジュリの為替制度がフロート制であっても、デファクトの為替制度はペッグ制を選択する傾向が強いとして、「フロートの恐怖」という用語とともに紹介されている (勝 2011)。

ービスが提供されるようになったのは、2010 年代後半からであった。現在(2021 年)、IMF のすべての報告書が無料でホームページから入手可能であるが、それが実現したのは、2019 年後半である。しかし、AREAER のこれまでの報告書を、従来と違い、インターネットから無料で入手できるようになったとはいえ、加盟国の為替制度の分類が分析に利用しやすいようなデータベースの形式で提供されているわけではない。本研究のように、各国の為替制度について、時系列でその変遷をみたり、同時期における各国間の制度を比較したりするときには、AREAER の各年版から情報を得て、研究者が独自にデータベースを作成する必要がある。デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が注目されるようになった 1990 年代後半から 2000 年代には、IMF の出版物が、現在のように電子書籍の形態で提供されておらず、ハードコピーのみで出版されていたため、研究者が独自に為替制度についてのデータベースを作成しようとするときには、かなりの時間や手間を要した。このため、Calvo and Reinhart (2002)が使用するデータベースの内容について、他の研究者のチェックが働きにくかったとみられる<sup>54</sup>。

## 2. 為替制度の分類スキームの改定と規範的考え方の変化

1980 年代から 1990 年代にかけて IMF において採用されていた為替制度の分類スキームである「1982 年分類」について、1990 年代後半には、第 2.2 節のとおり、問題点として、大きく 2 点があげられていた。1 点目は、加盟各国が IMF に申告するデジュリの為替制度とデファクトの為替制度が一致していないことがしばしばあること、2 点目は、資本移動の自由化に伴って、為替制度が多様化する中で、「1982 年分類」の分類の基準が為替制度の多様性の実態に対して粗くなり、特徴の異なる為替制度が同じ為替制度の分類カテゴリーに分類されるということが生じるようになっていたことであった。IMF は、こうした「1982 年分類」の問題点が、加盟国における政策の透明性や調査分析において支障をきたすだけでなく、為替政策サーベイランスを困難にすることについても指摘していた。なかでも、短期的な資本移動が活発化する中で、従来よりも、金融政策と為替政策との整合性が必要になるにもかかわらず、各

---

<sup>54</sup> Anderson (2014) が、Calvo and Reinhart (2002)において、IMF による為替制度の分類スキームが間違っ理解されている可能性があるとして指摘したのは、アンダーソン氏が IMF エコノミストの経歴を持つだけでなく、加盟国の為替制度の分類を担当し、他の研究者よりも加盟各国の為替制度について、より多くの情報量に接した経験があったためと考えられる。

国の為替制度を正確に把握できないことは、適切な政策が実施されているかを確認する上でも深刻な問題になるとみなしていた（IMF 1999）。

国際的な資本移動が活発化するにつれて、資本移動が各国の金利政策や為替政策に従来よりも影響を与えるようになっていた。こうした中で、「不可能なトリニティー」<sup>55</sup>に基づく「二極論」に沿って、為替制度を選択すべきであるという考え方が主張され、IMFはこの考え方を規範とするようになっていた（Fischer 1996<sup>56</sup>, Eichengreen *et al.* 1998, IMF 1999, Mussa 2000）。1990年代の東アジアをはじめ、世界各地で発生した通貨危機に共通する要因として、ソフト・ペッグ制があげられると、通貨危機の回避のためには、「二極論」に基づいて為替制度を選択すべきであるという考え方は、1990年代末から2000年代初頭にかけて、IMFや米国を中心に一層強く支持されるようになった（Fischer 1999, 2001, Summers 2000, 伊藤他 2006）。例えば、アジア通貨危機後、インドネシアの為替制度について、インドネシア・ルピアに対する信認を保持し、さらなる減価を回避するため、実現されることはなかったものの、カレンシーボード制の導入が検討されていた（Lane *et al.* 1998）<sup>57</sup>。

「1982年分類」の問題点を解決するため新たに導入された為替制度の分類スキームである「1998年分類」では、i) IMF協定に基づき、加盟各国から申告されるデジュリの為替制度に基づき、全加盟国の為替制度を分類する方法から、IMFスタッフが各国のデファクトの為替制度を判定し、それに基づき、全加盟国の為替制度を分類する方法へと変更され、ii) 為替制度の各カテゴリーが、「1998年分類」では、「1982年分類」よりも細分化され、さらに、iii) 為替政策と整合的な金融政策となっているかを確認するため、金融政策の名目アンカーに、為替レート・アンカー、マネタリーベース・ターゲティング、インフレーション・ターゲティング等のいずれを採用して

---

<sup>55</sup> 国際経済政策において、政策当局者が追求する3つの目標は、「為替レートの安定」「資本移動の自由」「金融政策の独立性」であるが、この3つの目標のうち、2つしか選択できず、3つを同時に達成することはできないという理論。

<sup>56</sup> スタンレー・フィッシャーは、1994年から2001年にIMF筆頭副専務理事、2001年から2002年にIMF専務理事の特別顧問であった。なお、アジア通貨危機に対する対応について、ミシェル・カドムシュ専務理事は、意思決定の権限のかなりの部分をフィッシャーに譲った（Blustein 2003）。

<sup>57</sup> 厳格なペッグ制であるカレンシーボード制を採用するアルゼンチンにおいて、2002年に通貨危機が発生するまで、IMFでは、厳格なペッグ制は、通貨危機の回避に適し、インフレや経済成長にも望ましい為替制度をみなされてきた（Ghosh *et al.* 1998）。例えば、アジア通貨危機の後、インドネシア・ルピアに対する信認を保持し、さらなる減価を回避するため、カレンシーボード制の導入が検討された。しかし、中央銀行を含む、カレンシーボード制自体に対する信頼性がなければ、カレンシーボード制を維持することができない等、インドネシアの場合、メリットよりもデメリットの方が多いとみなされ、導入されなかった（Lane *et al.* 1998）。

いるかという情報も、為替制度の分類と併せて掲載されるようになった(第2.2節)。  
この改定には、当時、IMFにおいて、為替制度の選択や、為替政策と金融政策との関係について規範とされていた「二極論」や「不可能なトリニティー」の考え方が反映されている。

国際通貨制度において、主権国家の政策や行動を規定する規範には、明確なルールに加え、市場原理を重視する考え方や小さい政府を支持する考え方など、理論や経験に基づき、専門家によって支持される「思想(アイデア)」がある。さらに、国際通貨制度では、国際貿易体制とは対照的に、明示的なルールは限定的であり、むしろ、中心的な役割を果たしているのは「思想」である(高木 2013: 33)。国際貿易体制では、各国が遵守すべきルールが明確に存在するだけでなく、WTO(世界貿易機関)の枠組みの中で、紛争解決のための超国家的プロセスも存在し、自由貿易そのものは思想であるが、その思想を体現する制度がルールに基づいて構築されている。これに対して、国際通貨制度では、その最も基本的な行動規範である為替制度においても、為替政策を規定するルールは限定的である。さらに、ルールに代わる行動規範としての「思想」も、時代とともに変遷してきた。かつては、為替制度の選択についての規範的な考え方は、「最適通貨圏の理論」(Mundell 1961)であり、「最適通貨圏の理論」は、1980年代から1990年代にかけて、欧州通貨統合を推進するための理論となっていた。「最適通貨圏の理論」では、為替レートを固定化する費用と便益を比較することによって、変動相場制と固定相場制の選択を決定する。1990年代後半から、為替制度の選択についての規範的考え方として、「最適通貨圏の理論」に取って代わったのが「不可能なトリニティー」であった。

「不可能なトリニティー」に基づく「二極論」によれば、国際的な資本移動が活発化している状況では、通貨危機を回避するためには、為替レートの変動がない厳格なペッグ制、もしくは、為替レートの決定を専ら為替市場の需給に委ねる完全なフロート制のいずれかを選択しなければならない。「二極論」に基づいた為替制度が選択されているかをサーベイランスするためには、IMFとして、まず、加盟国の為替制度を正確に判定する必要がある。こうした考え方に基づき、「1998年分類」では、ペッグ制について、ドル化や通貨同盟、カレンシーボード制を、伝統的なペッグ制から分離して、それぞれを別の為替制度とした。さらに、為替レートの柔軟性が最も高いカテゴリーである「独立的フロート制」については、「独立的フロート制」の下で許容される為替介入の範囲を「1982年分類」よりも限定し、完全なフロート制により近づけ、管理フロート制についても細分化された。

為替制度の分類カテゴリーの定義（為替制度の判定基準）の変更には、為替レートの変動についての規範的な考え方の変化が反映されているとみることもできる。

「1982 年分類」における「独立のフロート制」の定義には、「当局は、為替レートが市場の力を反映して継続的に変動することを許容する<sup>58</sup>」とある。ここでは、為替レートの変動を「許容する (allow)」と表現され、IMF が、為替レートの変動を慎重にとらえていたことがうかがえるのに対して、「1998 年分類」の「独立のフロート制」の定義では、「為替レートは市場によって決定される<sup>59</sup>」とある。1990 年代に、先進諸国では経済政策の自由主義的傾向が強まったが、為替レートの変動についての規範的な考え方においても、政府や中央銀行による管理・介入によって為替レートを安定されるよりも、市場(マーケット)が重視される考え方に変化したことが表れている。これは、本節の前項で論じた「管理フロート制」について、「1982 年分類」と「1998 年分類」では、同じ名称でありながら定義が異なり、「1998 年分類」のほうが該当する範囲が限定的であり、その理由として、「1998 年分類」では、為替レートの決定に予見を与えるような事前の為替レートの変動制限幅が一切設けられていない中で、為替レートが外為市場の需給に応じて決まるかどうか、フロート制と判定される基準になったこととも深く関わるものである。

さらに、各国の為替制度を正確に判定するためには、為替制度の分類を細分化するだけでなく、その分類に基づいて、各国の実際の為替制度を適切に判定することも重要である。IMF は、当時、加盟各国からの申告によるデジュリの為替制度が、実際の為替制度を表していないことがしばしば生じていると認識した上で、「1998 年分類」では、為替制度の判定を加盟国に任せず、IMF 自身が行うことにした。これは、加盟各国による政策の透明性を向上させるとともに、IMF によるサーベイランスを改善させるためであった。国別サーベイランスでは、協議対象国の為替制度の判定は重要な事項のひとつであり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とに大きな不一致があるとき、国別サーベイランスは、IMF 事務局と協議対象国の通貨当局との第一段階の対話の機会となり、IMF 事務局と加盟国との対話を繰り返すことで、両者の見解の溝が埋まり、不一致が解消されていくことが期待されていた (IMF 1999:36-37)。

本章は、アジア通貨危機までの期間におけるアジア 4 か国の為替制度を調べただけではあるが、新興国の為替制度について、Calvo and Reinhart (2002)が主張するほど、「フロートの恐怖」と呼ばれるような乖離は一般的ではなかった。しかし、当時、IMF

---

<sup>58</sup> 原文：The authorities allow the exchange rate to move continuously over time to reflect market forces.

<sup>59</sup> 原文：The exchange rate is market-determined.

は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致が生じているという認識に立って、「1982 年分類」の見直しが進めていた。そこで、当時の IMF がデジュリとデファクトの為替制度の不一致が生じているという認識の根拠となっていたものが何であったかについて確認していくと、当時採用されていた「1982 年分類」の下で、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度を比較し、不一致がどの程度、生じているのかを示す文献をみつけることはできなかった。むしろ、「1982 年分類」では、為替制度の分類基準が粗く、異なる特徴を持つ為替制度が同じ為替制度のカテゴリーに分類されるという、為替制度の分類基準に起因する問題が生じていたことから、この問題とあわせ、既存のデジュリの為替制度では、実際の為替制度を適切に分類できていないという認識に立っていたものとみられる。この点からは、Calvo and Reinhart (2002)等の先行研究だけでなく、IMF においても、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との比較において、加盟各国の通貨当局が、デジュリの為替制度を IMF に申告するときに、どのような為替制度の分類スキームが採用されていたかは考慮されず、「1998 年分類」が、実際に導入される前より導入されていたとみなして、議論が行われていたといえる。

### 第 3.4 節 小括

本章では、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの 4 か国の為替制度について、1990 年からアジア通貨危機までの期間を中心としつつ、Calvo and Reinhart (2002)が分析対象とする 1970 年代や 1980 年代も含めて分析した。

Calvo and Reinhart (2002)は、新興国では、フロート制を表明しながら、暗黙の為替レートの変動幅を設定し、その変動幅を公表していないと指摘していたが、韓国の実際の為替制度はこれとはかなり違うものであった。韓国ウォンは、小幅な範囲内での変動となっていたが、韓国の通貨当局は、韓国ウォンの変動幅を小幅に制限することを表明していた。つまり、為替制度についての通貨当局による表明と、実際の為替政策が大きく異なるということはなく、1980 年代から 1990 年代にかけて、「フロートの恐怖」と呼ばれるような乖離はなかったといえる。

インドネシアについても、通貨当局は 1978 年 11 月から 1983 年 3 月までの間、厳格な通貨バスケット制の採用公表していた。また、1983 年に管理フロート制に移行した後は、対ドル連動を重視した緩やかな切下げ型の為替政策を実施していたが、当時の為替制度の分類基準（1982 年分類）では、こうした為替政策が「管理フロート



制」と分類できるほど、「管理フロート制」に該当する為替制度の範囲が広がった。また、1990年代のうち、少なくとも、1994年から1997年にかけては、通貨当局が、為替レートの日々の変動を一定の範囲内に制限することを表明していたことが確認できた。このように、1970年代末から1990年代において、「フロートの恐怖」と呼ばれるような乖離は生じていなかったといえる。

韓国とインドネシアについて、本章と Calvo and Reinhart (2002)とで分析結果が異なるのは、Calvo and Reinhart (2002)は、1970年代から1990年代までのデジュリの為替制度の時系列データについて、AREAER から情報を得ていたが、IMF による為替制度の分類スキームの改定によって、「管理フロート制」の定義が「1982年分類」から「1998年分類」への移行時に大きく変更し、広義のフロート制の範囲が分類スキームの改定によって狭くなっていることをデータ処理や分析に反映させていないためであった。つまり、1990年代末に採用されることになった IMF による為替制度の分類スキーム（1998年分類）が、あたかも1970年代から採用されていたようにみなして、各国の通貨当局による為替制度についての表明を評価していたことになる。本章では、IMF による為替制度の分類スキームの改定を踏まえると、1970年代から1990年代にかけての新興国の為替制度について、Calvo and Reinhart (2002)が指摘するようなデジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が生じていることは一般的でなかったという結果となった。

Calvo and Reinhart (2002)が「フロートの恐怖」と呼んだデジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離は、新興国の為替政策の特徴として、これまで、為替制度や為替制度についての多くの研究において扱われてきたが、本章の分析結果は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離が、新興国の特徴といえるほど、一般的ではなかったことを示すものである。また、デジュリの為替制度のデータについて、Calvo and Reinhart (2002)や Reinhart and Rogoff (2004)が使用したデータと同じデータを使用した先行研究では、本来、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の不一致がなかったサンプルを、不一致が存在したものとして分析に使用していた可能性があり、分析結果に影響することがありうる。

本章におけるアジア 4 か国についての分析において、デジュリとデファクトの為替制度を比較し、明らかに不一致があるとみられたのは、1990年代のフィリピンにおいて、1990年と1995年～1996年の2回、デジュリの為替制度がフロート制であったのに対して、デファクトの為替制度がペッグ制であったときだけであった。さらに、この乖離は、Calvo and Reinhart (2002)が「フロートの恐怖」と呼ぶ乖離とは異なる特

徴を持つものであった。これと共通する事例が 2000 年代のインドネシアでも生じていたことから、1990 年代のフィリピンの乖離については、第 4 章において、2000 年代のインドネシアの事例とあわせて検討する。

タイについては、1990 年から 1996 年までの間、デジュリとデファクトの為替制度とに乖離はなかった。通貨バスケットの構成は公表されていなかったが、米ドルとの連動性が高く、米ドルの構成比が高いことが想定されていたため、デファクトの為替制度が米ドル・ペッグ制であったといわれることがしばしばある。しかし、粗い為替制度の分類スキームが使用されているときには、分類スキームの中にバスケット・ペッグ制がないため、ペッグ制と判定されることにも留意が必要である。

本章では、アジア 4 か国において、「フロートの恐怖」と呼ばれるような乖離はしばしば生じていなかったという分析結果となったが、IMF では、1990 年代後半において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致がしばしば生じているという認識に立って、「1982 年分類」の見直しが進められていた。これは、1990 年代には、多様化する各国の為替制度に比べて、「1982 年分類」の為替制度の分類基準が粗くなっていたため、異なる特徴を持つ為替制度が同じ為替制度のカテゴリーに分類されてしまうという問題とも関連していた。こうした「1982 年分類」の問題は、加盟国における政策の透明性や調査分析に支障をきたすだけでなく、為替政策サーベイランスを困難にする。また、1990 年代後半に、IMF では、「二極論」や「不可能なトリニティー」の考え方に沿って、為替制度の選択や為替政策を実施することが規範とされ、通貨危機の教訓から、この傾向が一層強まっていた。そこで、IMF は、「二極論」や「不可能なトリニティー」の考え方に基づき、為替制度の分類区分を細分化するとともに、その細分化された分類に基づいて、加盟国の実際の為替制度を適切に判定するため、「1998 年分類」の導入と同時に、加盟国の為替制度の分類をデジュリの為替制度によるものからデファクトの為替制度に大きく変更した。このように、1990 年代は、為替制度の分類における大きな変革期であった。

## 第 4 章 アジア通貨危機後の回復期から世界金融危機前までの為替制度

IMF において、為替制度の分類スキームとして「1998 年分類」が導入されるようになると、加盟国の為替制度の分類は、加盟国から IMF に申告されるデジュリ<sup>60</sup>の為替制度によるものから、デファクト<sup>61</sup>の為替制度によるものに変更された。加盟国の為替制度が「1998 年分類」によってデファクトの為替制度によって分類されていた時期は、アジア通貨危機後の回復期から世界金融危機の前までにほぼ重なる。本章では、IMF が為替制度の分類において、「1998 年分類」を適用していた時期にあたる 2000 年から 2006 年を中心に、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの 4 か国について、各国の通貨当局が IMF に申告していたデジュリ<sup>62</sup>の為替制度と、IMF が独自に判定していたデファクト<sup>63</sup>の為替制度とを比較するとともに、この時期における為替制度の分類等についての課題を議論する。

### 第 4.1 節 2000 年から 2006 年までのデジュリ<sup>64</sup>の為替制度

IMF は、為替制度の分類スキームとして「1998 年分類」を導入することによって、それまでの IMF 協定第 4 条に基づき、加盟国が IMF に申告するデジュリ<sup>65</sup>の為替制度によって加盟国の為替制度を分類する手法から、IMF スタッフが為替レートの動き等からデファクト<sup>66</sup>の為替制度を判定し、それによって加盟国の為替制度を分類する手法へと大きな見直しを行った。「1998 年分類」の導入によって、AREAER に掲載される全加盟国の為替制度の分類について、それまでのデジュリ<sup>67</sup>の為替制度によるものから、デファクト<sup>68</sup>の為替制度によるものに大きく変更されたのは、2001 年版からである。この変更と同時に、2001 年版からは、加盟国のデジュリ<sup>69</sup>の為替制度は掲載されなくなった。その後、2008 年版から、デファクト<sup>70</sup>の為替制度に加え、デジュリ<sup>71</sup>の為替制度も掲載されるようになるまでは、加盟各国のデジュリ<sup>72</sup>の為替制度が AREAER に掲載されることはなかった。この間、IMF は、AREAER 以外の主要な報告書やレポートにおいても、デジュリ<sup>73</sup>の為替制度を公表していなかったようである。

しかし、この間も、IMF 協定により、加盟各国は IMF にデジュリ<sup>74</sup>の為替制度を申告する義務があった。そこで、2000 年から 2006 年までの加盟各国のデジュリ<sup>75</sup>の為替制度については、IMF 事務局の内部データを使用することとする（第 2.4 節）<sup>60</sup>。ただ

<sup>60</sup> デジュリ<sup>61</sup>の為替制度についての IMF の内部データは、IMF から一般には公開されていないが、IMF 事務局における研究には使用され、このデータを分析に使用した論文が、IMF からオケージョナル・ペーパーやワーキング・ペーパー等として発表されている。

し、こうしたデジュリの為替制度の情報（データ）は、IMF が AREAER 等で正式に公開している情報ではないため、正確性を期すため、各国の当局による資料等も補完的に活用することにする。

## 第 4.2 節 2000 年から 2006 年までのアジア 4 か国の為替制度

### 1. 2000 年から 2006 年までの韓国の為替制度

1997 年 7 月にタイで発生した通貨危機は、インドネシアや韓国にも伝播し、為替レート的大幅な下落を引き起こした。危機の伝播の大きな要因は、外国の金融機関が、インドネシアや韓国もタイと同様に問題を抱えていると考え、一斉に資金を引き揚げたことによる。投資家の中には、各国の経済実態がよくわからないままに追従的に資金を引き上げた、いわゆる「群衆行動」もあったとみられる。危機に見舞われた国が深刻な不況に陥った原因のひとつは、国内金融機関の経営悪化などにより、金融仲介機能が大きく低下したことにある。金融機関の経営悪化の根本的な原因は、バブル崩壊や過剰投資の表面化による不良債権の増加であったが、より直接的なインパクトを与えたのは、自国通貨の大幅な下落による債務の膨張であった（金京 2017）。

1997 年 12 月、外貨準備が枯渇すると、韓国は IMF にスタンド・バイ融資支援（マクロ政策条件付きの融資）に合意し、多額の金融支援を仰ぐことになった<sup>61</sup>。この合意に先立ち、為替制度を市場平均為替レート制度（MRA:Market Average Exchange Rate System）からフロート制に移行し、1997 年末に中央銀行の設置法である韓国銀行法が改正され、1998 年からは、インフレ・ターゲットが導入された（伊藤他 2006）。韓国銀行のホームページにおいても、1997 年 12 月に、銀行間の為替レートの日々の変動幅の制限を撤廃し、市場平均為替レート制度から自由フロート制に移行したとされている。IMF の内部データ（アンダーソン氏のデータ）によれば、2000 年から 2006 年までを通じて、韓国のデジュリの為替制度は、「独立的フロート制（Independently floating）」（1998 年分類）であり、韓国銀行の発表と整合的である。

他方、デファクトの為替制度については、AREAER によれば、2000 年から 2006 年までを通じて、「独立的フロート制」（1998 年分類）と判定されている。以上から、

---

本データは、かつて IMF にエコノミストとして勤務していたアンダーソン氏が、IMF 在籍時にまとめたものであり、同氏のホームページでは、筆者が IMF 事務局より入手したデータと同一のデータが公開されている。

<sup>61</sup> 韓国は、IMF の緊急融資の返済をタイやインドネシアよりも早い 2001 年までに完了させた。

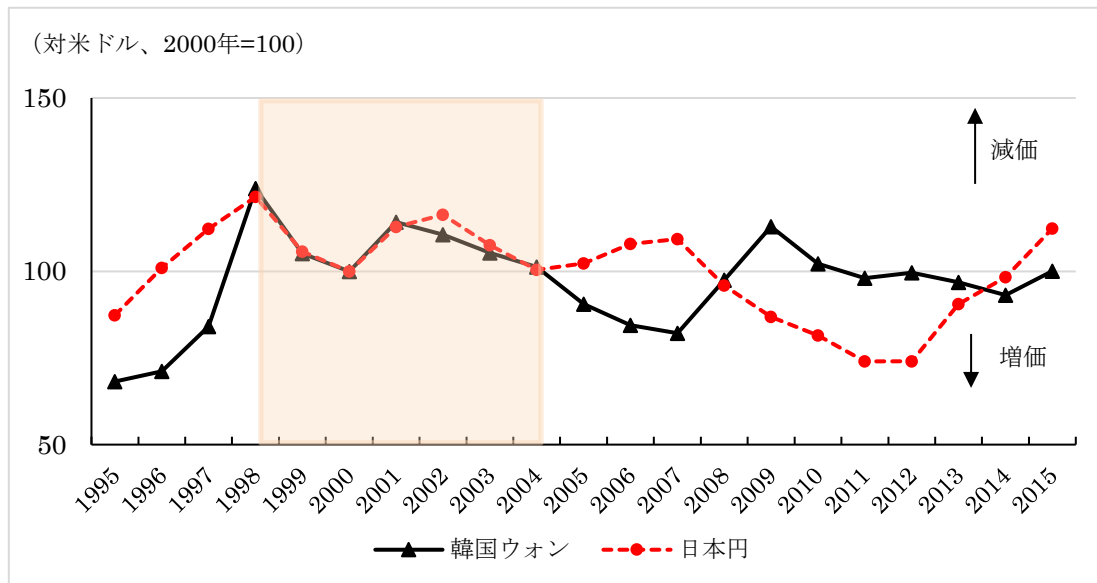
2000 年から 2006 年までの間、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度は、ともに「独立的フロート制」であり、乖離はなかったことになる。

しかし、韓国について、通貨当局が表明する為替制度や為替政策が、実際の為替政策と整合的であったことを疑問視する、つまり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との間に乖離があった可能性を示唆する資料として、「2007 年 IEO 報告」がある。同報告は、全加盟国に対する国別サーベイランスを対象とする調査ではあるが、日中韓を含む主要 30 か国についてはより詳しく検証し、この中で、国別サーベイランスの実施時に重要な為替レートについての課題であったにも関わらず、こうした重要課題が議論されていなかったサーベイランスの具体例として、2003 年と 2004 年に実施された対韓国第 4 条協議をあげている。2000 年代前半、特に 2003 年から 2004 年にかけての IT バブルの崩壊からの回復期において、韓国が輸出競争力を維持するため、ウォン高方向の為替レートの圧力を抑制するための為替介入を実施していること、特に対米輸出を意識した日本円との連動が高い為替政策が取られていることは、2003 年 10 月と 2004 年 4 月の米財務省「外国為替政策報告書」が指摘していた<sup>62</sup>。日本円は 2000 年から 2003 年にかけて円安で推移したが、韓国ウォンは、1998 年から 2004 年にかけての数年間、日本円との連動性が極めて高かった（**第 4-1 図**）。このように、韓国の為替介入政策や、韓国の通貨当局が表明している為替政策と為替介入との整合性は、2003 年から 2004 年にかけて、米国が、ウォン安水準を維持するため、韓国の通貨当局が介入を実施していることを問題視していたこともあり、韓国の為替政策にとって重要なテーマであったにも関わらず、2003 年と 2004 年に実施された対韓国第 4 条協議ではこうしたテーマについて、十分な議論が行われていなかった（IEO 2007:16）。つまり、韓国ウォンの推移や 2003 年から 2004 年にかけて実施されていたとみられる為替介入を踏まえ、デファクトの為替制度が AREAER の判定のとおり、「独立的フロート制」でよいのか、それとも、「管理フロート制」と判定しなければならないのかといった議論は行われていなかった。

---

<sup>62</sup> 2003 年 10 月の米財務省「外国為替政策報告書（※）」では、韓国は公式にはフロート制を表明しているものの、実際には、2000 年以降、韓国ウォンが日本円と極めて連動性が高いことが指摘されている。2004 年 4 月の米財務省「外国為替政策報告書」では、韓国ウォンの増価を抑制するための為替介入が実施されていることによって、韓国の外貨準備高が増加を続けていることや、過去 5 年間、韓国ウォンは対米ドルよりも対円に対して安定的に推移し、米国向け輸出において、日本を意識した競争力確保のための政策運営が実施されている可能性が言及されている（※なお、米財務省「外国為替政策報告書」の詳細については、第 5.4 節参照）。

(第 4-1 図) 韓国ウォンと日本円の推移



(出所) IMF/IFS より筆者作成。データは各年末のレート。

## 2. 2000 年から 2006 年までのタイの為替制度

アジア通貨危機の震源地となったタイでは、危機発生に先立ってバブルが崩壊し、景気後退が始まっていた。このため、為替レートの切り下げは時間の問題とみられ、ヘッジ・ファンドなどによる為替投機が活発化した。これに対して、タイの通貨当局は、パーツ買い・ドル売りの介入によって対抗したが、最終的には外貨準備が枯渇して通貨バスケット制の維持が困難となり、1997 年 7 月に管理フロート制に移行した（金京 2017, 伊藤他 2006）。アジア通貨危機後の 1998 年には、成長率が大幅に落ち込み、過半を超える商業銀行と金融会社が破綻や一時国有化を経験し、IMF の緊急支援の下で不良債権の処理と金融部門の改革が実施されたが、2000 年代初め頃まで経済は不安定な状況が続いた。ただし、自動車産業を中心に流入していた直接投資企業の撤退は少なく、通貨下落によって増した輸出競争力を背景に、直接投資は危機直後からむしろ増加する傾向を示していた（三重野 2017）。2001 年にタクシン政権が成立すると、輸出部門の強化・高度化、外資の更なる誘致等が進められ、タイは、通貨危機を経て、一段と輸出志向の工業化を進めた。IMF の緊急融資の返済を 2003 年までに完了し、2004 年頃からは、安定的な貿易黒字が定着するようになっていた。

タイについては、デジュリの為替制度は、IMF の内部データ（アンダーソン氏のデ

一タ)によれば、2000年から2006年までを通じて、「独立的フロート制」(1998年分類)である(付表4-1)。しかしながら、タイ銀行は、1997年7月に管理フロート制に移行し、2000年からはインフレーション・ターゲットと整合的となるように管理フロート制を運用していること、また、管理フロート制の下、為替水準にターゲットは設定しないものの、投機的な資本の流れによって、経済全体として許容できない範囲を超えて為替レートに過度の変動が生じた場合のほか、米ドルだけでなく、主要貿易相手国の複数の通貨から算出される名目実効レートで測定される国際競争力を維持するためにも、為替介入を実施するとしている<sup>63</sup>。このように、外為市場が混乱したときに為替レートの大きな変動を一時的に緩和するためだけでなく、名目実効レートを指標として、国際競争力の維持のため、指標に基づいたアドホックな為替介入を行うことを当局は公表している。こうした当局による表明は、「1998年分類」の各カテゴリーの定義に照らせば、「独立的フロート制」ではなく、「管理フロート制」にあたるが、IMFの内部データでは、デジュリの為替制度が「独立的フロート制」と記録され、整合的ではない。

そこで、デジュリの為替制度を「独立的フロート制」としてよいのかどうか確認する必要があると考え、当時のタイの通貨当局による為替制度についての表明についてさらに調べてみた。2004年12月、BIS(国際決済銀行)が、「新興国における外国為替市場への介入」をテーマとする国際会議を主催し、同会議にタイ銀行からは副総裁が出席していた。同会議にタイ銀行から提出された資料に、タイの為替制度についての説明があり、タイでは、1997年から管理フロート制を採用し、為替レートの水準が経済のファンダメンタルズの動きから大きく乖離しないように、米ドルと実効レートの動向を注視し、必要があれば為替介入を実施する旨が記載されていた(BIS 2005:276-282)。これは、2000年代前半において、タイの通貨当局が管理フロート制へのコミットを表明していたことを示すものである。IMF事務局の内部データがどのように作成されたのかは不明であるが、当時、タイの通貨当局が管理フロート制にコミットしていることを公表していたことが、IMF事務局のデータ(アンダーソン氏のデータ)には、デジュリの為替制度として適切に反映されていなかった。

AREAREにおいて、デファクトの為替制度は、2000年末時点については、「独立的フロート制」(1998年分類)と判定されているが、2002年1月時点として、「独立的フロート制」から「管理フロート制」(1998年分類)に為替制度の分類が前年版

---

<sup>63</sup> <https://www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/ExchangeRate.aspx> (2020年9月23日現在)

から変更されている（IMF/AREAER 2002）。為替制度の分類が「管理フロート制」（1998 年分類）に変更された 2002 年版のカントリー・ノートによれば、「状況に応じて当局が外為市場への介入を間接的に実施している証拠に照らし、2001 年 6 月 30 日以降は、タイの制度を管理フロート制に再分類する」とある。翌年以降に発行された AREAER の同じ箇所にも、「状況に応じて当局が外為市場への介入を実施している」と記載され、デファクトの為替制度は、「管理フロート制」に分類されていた。それ以降、2006 年まで「管理フロート制」と判定されていた。

デジュリの為替制度とデファクトの為替制度を比較するときに、デジュリの為替制度として、IMF 事務局の内部データ（アンダーソン氏のデータ）を単純に使用すれば、2001 年以降、デジュリの為替制度の為替制度は「独立的小フロート制」であり、デファクトの為替制度である「管理フロート制」との間に乖離が生じていたことになる。しかし、タイ銀行が、BIS 主催の国際会議において、一時的ではなく、恒常的に管理フロート制にコミットしていると表明していたにもかかわらず、IMF に申告していたデジュリの為替制度が管理フロート制ではなく、独立的小フロート制であったとは考えにくい。IMF 事務局の内部データの作成過程において、何らかの手違いによって、デジュリの為替制度が独立的小フロート制と誤って記録されたものと推察される。

2000 年代に入り、IMF では、加盟国の為替制度がデファクトの為替制度によって「1998 年分類」に基づき分類されるようになった後も、IMF 協定により、加盟国には IMF に自国の為替制度を申告する義務が引き続きあった。しかし、2000 年以降は、加盟国から申告されるデジュリの為替制度は一般には公開されていなかった。このように、加盟国から申告されるデジュリの為替制度が公開されていなかったことが、情報に誤りがあっても、誤りがあると指摘を受けて修正される機会がなく、情報が訂正されないままとなっていた一因と考えられる。

### 3. 2000 年から 2006 年までのインドネシアの為替制度

1997 年 7 月にタイの通貨危機が起きてからは、インドネシア・ルピアに対する投機的な圧力が金融市場および外国為替市場で高まり、1997 年 8 月には、インドネシアの通貨当局は、管理フロート制から独立的小フロート制に移行せざるを得なかった。スハルト大統領と IMF の見解の相違が明らかになった同年 11 月以降、ルピアは大幅に減価した。インドネシアは、1997 年から 1998 年の深刻な危機に見舞われた国の中でも、最も大きな為替減価と GDP の低下を経験し、景気低迷と政治危機、1998 年の



大規模な金融システムの不安定化が起きた。1997 年の危機によって、インドネシアの金融政策の枠組みは大きく変化した。為替制度は、管理フロート制から独立的フロート制に、新しい中央銀行法が 1999 年 5 月に施行され、中央銀行はその役割を限定し、2000 年 1 月にインフレ・ターゲティングが導入された(小松 2003, 伊藤他 2006)。

金融危機に際して、インドネシアは IMF の融資の条件となっていた経済改革プランを受け入れ、金融・財政部門とマクロ経済構造の改革を進めることになったが、1998 年にスハルトが退陣すると、メガワッティ、後にハビビの政権が続き、この間、アチェ州の独立運動、東ティモールの独立(2002 年)などが起き、政治的な混乱も生じた。インドネシアの経済と政治が安定を取り戻すのは、2004 年前後で、この頃から金融・企業改革が一段落し、成長率も回復した(三重野 2017)。IMF プログラムは 2003 年に終了し、2006 年までに緊急融資の返済が完了した。

インドネシアについては、デジュリの為替制度は、IMF の内部データ(アンダーソン氏のデータ)によれば、2000 年から 2006 年までを通じて、「独立的フロート制」(1998 年分類)であった(**第 4-2 表**)。前述の 2004 年 12 月に開催された BIS(国際決済銀行)主催の国際会議には、インドネシア銀行からも副総裁が出席し、「フロート制に移行した 1997 年以降のルピアの動向と為替介入について」と題する資料が同銀行から提出されている(BIS 2005:177-187)。同資料には、1997 年 7 月に、インドネシアが管理フロート制から自由フロート制に移行したことが記載され、IMF の内部データ(アンダーソン氏のデータ)によるデジュリの為替制度と一致する。

AREARE では、デファクトの為替制度について、2001 年 1 月時点では「独立的フロート制」(1998 年分類)と判定されているが、2002 年 3 月時点では、「独立的フロート制」から「管理フロート制」(1998 年分類)に分類が変更されている。カントリー・ノートによれば、「インドネシア銀行は、為替レートのボラティリティを縮小させるため、2001 年 1 月 1 日より、国内銀行と居住者との間のルピア取引に対する包括的な規制と、非居住者への先物外為取引の制限を新たに導入した。この結果、2001 年 6 月 30 日より、インドネシアの為替制度を独立的フロート制から管理フロート制に再分類する」と記載されている。翌年の AREAER でも、デファクトの為替制度は「管理フロート制」と分類され、カントリー・ノートによれば、為替レートのボラティリティを縮小させるため、2001 年に導入された為替取引に関する包括的規制が存続していることが記され、同様の記載は、2005 年まで続いた。AREARE によれば、デファクトの為替制度が、独立的フロート制ではなく、管理フロート制と判定された理由は、為替取引に関する包括的規制が 2001 年に導入されたためであった。

IMF がデファクトの為替制度を管理フロート制と判定した主な理由である、2001 年に導入された為替取引に関する包括的規制について、当局は公表していなかったのであろうか。インドネシア銀行の BIS 主催の国際会議への提出資料（BIS 2005:177-187）には、独立的小フロート制を採用しているとした上で、インドネシア・ルピアの安定化のためには、為替介入以外の手法も活用していることが説明され、こうした手法に含まれる具体的な施策に、2001 年 1 月に導入した包括的規制（PBI No. 3/3/2001）があげられていた。包括的規制（PBI No. 3/3/2001）については、インドネシア銀行が発行する「2003 年インドネシア経済報告」においても、為替安定化策として、「為替市場における投機的行動を制限するために為替取引に関する規制を導入し、2001 年 1 月に導入した規制（PBI No. 3/3/2001）を改定してきた」という旨の記載がある（Bank Indonesia 2004:44）<sup>64</sup>。このように、当局は、2001 年 1 月に導入された為替取引に関する包括的規制を内外に広く発表していた。そもそも、為替取引に係る規制を運用するには、規制の内容について関係者への周知が必要であるため、公表が当然であるといえる。

デジュリの為替制度とデファクトの為替制度を比較するときに、IMF の内部データ（アンダーソン氏のデータ）と AREAER のデータとを単純に比べると、2001 年以降、通貨当局は、IMF には独立的小フロート制を申告し、IMF が事後的に判定するデファクトの為替制度は管理フロート制であるため、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が、2001 年から 2006 年まで、生じていたことになる。しかし、AREAER が、デファクトの為替制度を「独立的小フロート制」ではなく「管理フロート制」と判定した根拠としてあげていた、2001 年 1 月からの為替取引に関する包括的規制は、通貨当局によって広く公表されていた。このように、2001 年から 2006 年までのインドネシアについて、通貨当局は、実際の為替レートの動きに大きな影響を及ぼすことになる為替取引に関する包括的規制を広く公表していたことから、通貨当局の公表する為替政策は、IMF に申告されていたデジュリの為替制度よりも、デファクトの為替制度に近かったといえる。

IMF は、当時のインドネシアの為替制度をどのように評価していたのでであろうか。2000 年代初頭から半ばにかけて実施された対インドネシア第 4 条協議のうち、スタッフ・レポートや理事会概要が公開されている 2004 年協議以降をみると、2005 年協

---

<sup>64</sup> 1999 年インドネシア銀行法に基づき、インドネシア銀行は、「インドネシア経済報告（Economic Report on Indonesia）」を毎年公表する。インドネシア銀行のホームページでは 2003 年報告よりも前に発表された同報告が公開されていないため、ここでは、2003 年報告に基づき述べている。

議のスタッフ・レポートでは、2004 年はインドネシア・ルピアが安定して推移していたにもかかわらず、2005 年に再び減価トレンドに入ったことから、通貨の下支えのための為替介入が行われていたことが述べられている。理事会は、通貨レートの変動性を減じるための短期的な為替介入は必要としつつも、できるだけ為替介入を限定させるべきであると提言していた。2004 年から 2007 年にかけての対インドネシア第 4 条協議では、為替政策について改善を求めるような評価や提言はなく、むしろ、通貨当局がフロート制にコミットしていることが積極的に評価されていた。当時、デジュリの為替制度は公表されないようになっていたため、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との比較が俎上に載る可能性は小さかったともいえるが、2004 年から 2007 年にかけての対インドネシア第 4 条協議において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離を含め、為替制度の判定を巡る議論は行われていなかったとみられる。

**(第 4-2 表)**

**2000 年から 2006 年におけるインドネシアのデジュリとデファクトの為替制度**

調査時点	デジュリの為替制度	デファクトの為替制度
2001 年 1 月 31 日	Independently floating	Independently floating
2002 年 3 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate (2001 年 6 月～)
2002 年 12 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate
2003 年 12 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate
2004 年 12 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate
2005 年 12 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate

2007 年 3 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate
-----------------	------------------------	--

(出所) IMF/AREAER (2001-2007)、IMF 内部データより筆者作成。

#### 4. 2000 年から 2006 年までのフィリピンの為替制度

フィリピンでは、1990 年半ばにおいて、フィリピン・ペソの日々の為替レートの変動を一定の範囲内に維持する為替政策がとられていたが(第 3.2 節)、アジア通貨危機が比較的早い段階にタイから伝播し、独立的フロート制への移行を余儀なくされた。タイから発生したアジア通貨危機の影響から、1998 年はマイナス成長になったものの、1980 年代の経済危機の後遺症で外資誘致による工業化戦略に出遅れ、海外資本への依存が相対的に小さかったこともあって、その影響は軽微にとどまった。景気後退の中で、1998 年にラモス政権に代わってエストラダ政権が成立したが、汚職・腐敗批判の中で 2001 年にアロヨ政権に移行した。アロヨ政権は、指導力不足を批判されながらも、民主主義の手続きを整備し、また外国投資のための投資法制を進めるとともに、財政再建を最重要課題と位置づけ、財政再建に着手した(三重野 2017, 井出 2017)。

韓国、タイ、インドネシアの発展パターンは、輸出主導型の工業化を基本としてものであり、製造業部門の拡大と高度化によって 1 人あたりの所得が高まるという形態をとってきた。タイやインドネシアは、アジア通貨危機によって、経済が大きく落ち込んだが、通貨危機を経て、自国通貨の減価もあり、輸出主導型の工業化を一層進め、経済回復に繋げていった。2000 年代に入り、タイやインドネシアの経常収支が黒字化するようになっていたのに対して、フィリピンは、通貨危機の影響が相対的に小さかったにもかかわらず、経常収支は引き続き、赤字基調で推移していた(第 4-3 図)。しかし、BOP 産業<sup>65</sup>の発展や海外への出稼ぎ労働者による送金の増加によって、2003 年には経常収支が黒字化し、それ以降、黒字を安定的に維持した(井出 2017)。

<sup>65</sup> BOP (ビジネス・プロセス・アウトソーシング) とは、顧客企業の業務プロセスの一部を請け負うビジネスを指す。代表的な受託業務として、コールセンター (カスタマーサービス)、バックオフィス、ソフトウェア開発、アニメーション・ゲーム制作、トランスクリプション (医療記録や裁判記録のデータ化等) 等がある。ICT の発達により、2000 年代以降、先進国の企業の間では、これらの業務を本国から切り離す動きが急速に広まった (井出 2017)。

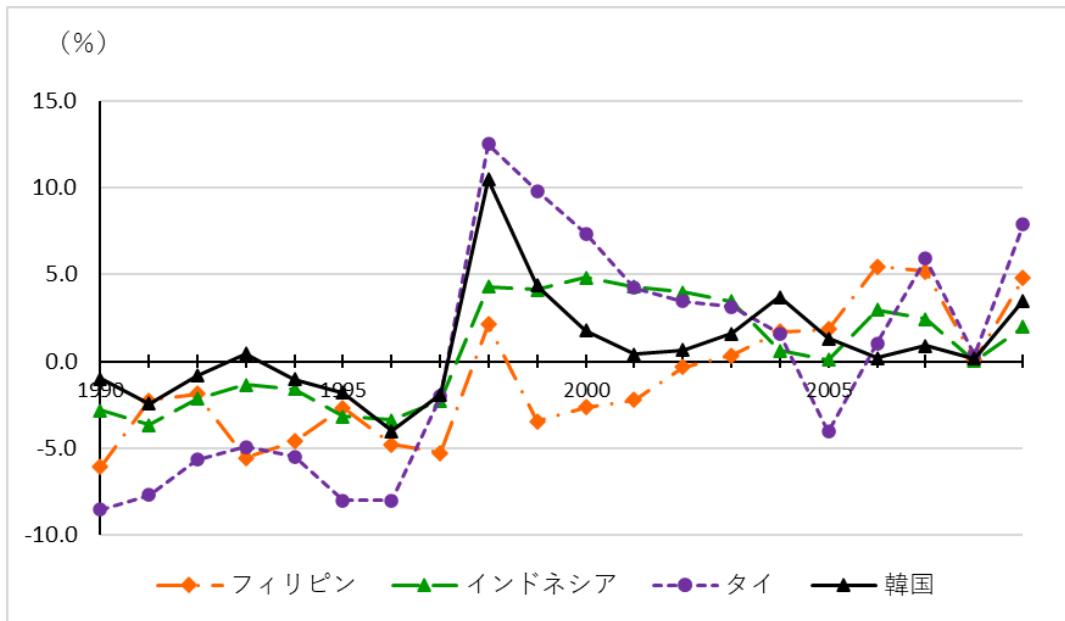
タイやインドネシアから遅れをとったものの、2000 年代後半以降、製造業部門の成長は伸び悩む中、サービス貿易の拡大を経済成長につなげ、他の東南アジア諸国とは違った形態での経済発展を示すことになった。

フィリピンの為替制度について、デジュリの為替制度は、IMF の内部データ（アンダーソン氏のデータ）によれば、2000 年から 2006 年までを通じて、「独立的フロート制」（1998 年分類）であった。フィリピン銀行のホームページにおいても、1970 年に米ドル・ペッグ制から自由フロート制に移行したとされている。また、中央銀行の独立性は 1993 年に制定された新しい中央銀行法によって高められ、インフレ・ターゲットティングについては、2 年の準備期間を経て、2002 年 1 月から導入された（伊藤他 2006）。

デファクトの為替制度については、AREAER よれば、2000 年から 2006 年までを通じて、「独立的フロート制」（1998 年分類）である。このように、「1998 年分類」の下で、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度はともに「独立的フロート制」であり、両者の間に乖離はなかった。

フィリピン・ペソは、1999 年から 2004 年まで減価トレンドにあり、2005 年によく安定的に推移するようになった（**第 4-4 図**）。フィリピンは、韓国、タイ、インドネシアと比べ、対外債務の GDP 比が高いだけでなく、外貨建て債務の割合も高かったことから、フィリピン・ペソが増価方向で推移した 2005 年から 2006 年に実施された対フィリピン第 4 条協議では、ペソの増価を対外債務の縮小につなげていることが評価されるとともに、為替制度については、引き続き、フロート制にコミットすることの重要性が理事会において確認されている。理事会では、フィリピンの為替政策について改善を求めるような評価や提言はなかった。

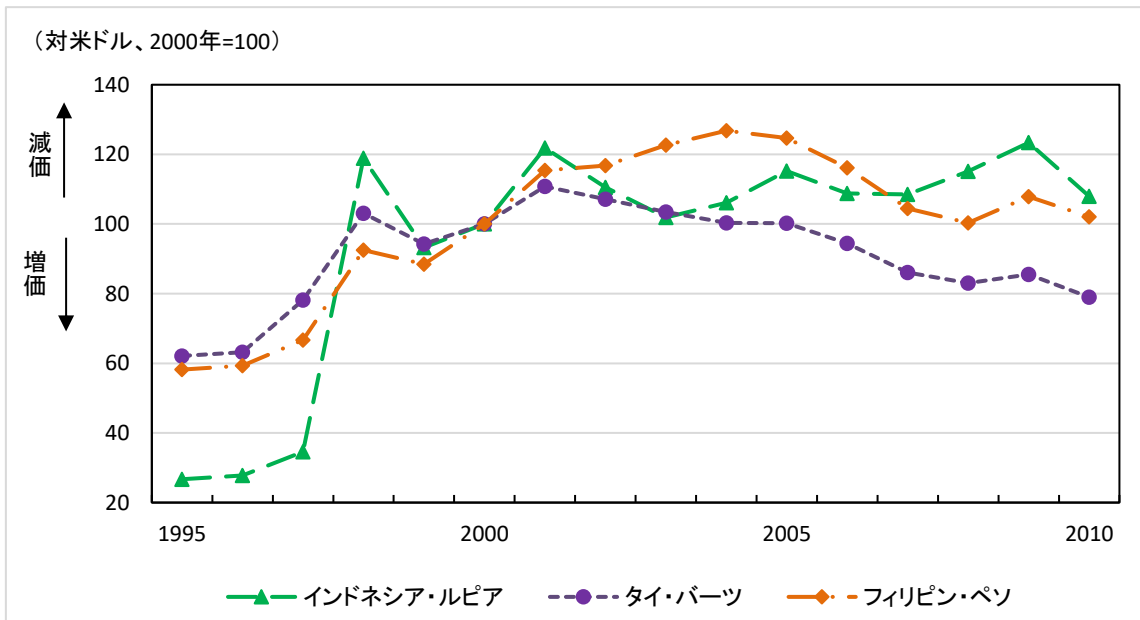
(第 4-3 図) アジア 4 か国の経常収支の GDP 比の推移



(出所) World Bank/World Development Indicators より筆者作成。

(第 4-4 図)

インドネシア・ルピア、タイ・バーツ、フィリピン・ペソの推移



(出所) IMF/IFS より筆者作成。データは各年末のレート。

### 第 4.3 節 「1998 年分類」移行後における為替制度の分類についての課題

#### 1. デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離を巡る課題

IMF が為替制度の分類において、「1998 年分類」を適用していた時期にあたる 2000 年から 2006 年において、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの 4 か国について、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とした結果をまとめると以下となる。

韓国については、AREAER ではデファクトの為替制度は「独立のフロート制」と判定され、デジュリとデファクトの為替制度は、「独立のフロート制」で一致していたが、米財務省「外国為替政策報告書」や「2007 年 IE0 報告」によれば、デファクトの為替制度は、「独立のフロート制」ではなく、「管理フロート制」であり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との間に乖離が存在した可能性が高かった。しかし、対韓国第 4 条協議では、韓国の通貨当局による為替制度についての表明と為替介入との整合性や韓国の為替介入政策について議論が行われることはなかった。

タイについては、IMF の内部データではデジュリの為替制度は、「独立のフロート制」と記録されていたが、タイの中央銀行が「管理フロート制」にコミットしていることを広く公表し、AREAER では、デファクトの為替制度は「管理フロート制」と判定されていたことから、デジュリとファクトの為替制度はともに「管理フロート制」で乖離はなかったといえる。

インドネシアについては、中央銀行は、「独立のフロート制」にコミットしていると表明し、IMF にもデジュリの為替制度として「独立のフロート制」を申告していたが、同時に、自国通貨のボラティリティを縮小させるための為替取引に関する包括的規制を導入していることも広く公表していた。こうした為替取引に関する包括的規制を考慮に入れて、AREAER では、デファクトの為替制度が「管理フロート制」と判定されていた。表面的には、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とは一致していなかったが、実質的には、通貨当局が表明していた為替政策と実際の為替政策との間に大きな乖離はなかったといえる。アジア通貨危機の後、インドネシアは独立のフロート制に移行したが、完全なフロート制を導入した上で資本移動を完全に自由化しようとするものではなく、危機後に混乱した経済と政治が安定を取り戻すのは 2004 年前後であったことから、2000 年代前半には、ルピアが急落するおそれが依然としてあり、短期的な海外資金の移動に対しては、直接的な統制手段（海外での自国通貨取引の制限、過剰流入に対する短期投資規制など）によって機動的に対処しようしていたとみることができる。

フィリピンについては、デジュリの為替制度、デファクトの為替制度は、ともに「独立フロー制」で一致していた。

1990年代後半において、IMFは、加盟国の多様化する為替制度を既存の為替レート分類スキームである「1982年分類」では、適切に分類できなくなっていたことから、為替制度分類スキームとして、「1982年分類」を改定し、「1998年分類」を導入した。「1998年分類」の導入によって、少なくとも、IMF内部では、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較し、乖離の有無を容易に確認できるようになったものの、それを活用して、国別サーベイランスにおいて、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の不一致を議論し、不一致の解消につなげていこうという取り組みは、「1998年分類」の導入時のIMF事務局の意図に反し行われていなかった（IMF1999, IMF 2004c, IEO2007）。前述のとおり、2003年と2004年に実施された対韓国第4条協議では、当時、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していない可能性が高かったにもかかわらず、デファクトの為替制度が「独立フロー制」か「管理フロー制」を判定するために不可欠である為替介入政策について議論されることはなく、為替政策における重要なテーマの議論が避けられていた（IEO 2007）。また、2000年代前半に実施された対中国第4条協議でも、通貨当局がコミットしていると為替制度についての詳細についての議論が行われていなかった（IEO 2007）。

2003年から2004年3月までに実施された国別サーベイランスを中心に検証したIMF政策開発審査局による報告においても、国別サーベイランスにおける各国当局とIMFスタッフとの政策対話において、為替レートに関する議論はしばしば極めて慎重に行われ、深い分析が行われていないことが指摘されていた。なかでも、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していない可能性は、議論されるとしても極めて慎重に議論が行われるテーマであり、国別サーベイランスのスタッフ・レポートにおいて、デジュリの為替制度と異なるデファクトの為替制度が判定されることも極めて稀であった（IMF 2004c:9）。同報告は、その理由として、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致は、非常にデリケートな問題であること（the sensitivity of the matter）や、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致を扱う際のガイドラインがないことをあげている。

#### **（為替介入の手法の複雑化）**

デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離に係る課題として、デジュリ



の為替制度とデファクトの為替制度とが乖離している可能性があっても、為替介入の情報が公開されていないときには、「独立的フロート制」と「管理フロート制」との区別が難しく、乖離があるのかどうかを明らかにできないことが生じるようになっていた（IMF 2007d）。2000 年代に入り、為替介入の手法が複雑化し、デファクトの判定において為替介入についての情報がより必要になっているにもかかわらず、加盟国の中には、為替介入についての情報を開示しなかったり、IMF に情報を提供しなかったりする国もあり、デファクトの為替制度の判定にとっての障害となっていた（IEO 2007, Habermeier et al. 2009）。

韓国については、アジア通貨危機後、2000 年代に入ると、外貨準備が急速に増加し、韓国ウォンと日本円との連動が強まっていたことから、対米輸出における価格競争力の確保のための為替介入が、韓国の通貨当局によって頻繁に行われているのではないかと憶測が広がっていた。しかし、IMF が、AREAER や国別サーベイランスにおいて、韓国のデファクトの為替制度が、「独立的フロート制」、「管理フロート制」のいずれかであることを明確に判定できなかったのは、韓国が為替介入についての情報を開示していなかったことに加え、第 2.3 節のとおり、1998 年分類では、「独立的フロート制」と「管理フロート制」の定義の違いが明確でなかったこともあったと考えられる。このため、「1998 年分類」に代えて、2000 年代末から導入された「2009 年分類」では、最も為替レートが柔軟であるとされる「自由フロート制」については、許容される為替介入の基準が数値化され、その定義が明確化されるとともに、為替介入についての情報を公開することも、「自由フロート制」と判定されるための要件に加えられ、「自由フロート制」と判定されるプロセスもルール化された。

為替介入の手法が複雑化した背景には、新興国における為替介入について、1990 年代は、自国通貨の急激な減価を抑制するための為替介入が多かったが、2000 年代に入ると、自国通貨の減価を抑制するための為替介入よりも、むしろ、国内の輸出産業を保護するため、自国通貨の増価を抑制するための為替介入の割合が高くなっていたことがある（Levy-Yeyati, Sturzenegger, and Gluzmann 2013）。1990 年代の通貨危機の発生を契機に、新興国の多くは、為替制度をより柔軟な制度に移行させたが、通貨危機によって枯渇した外貨準備が適正な水準に戻り、海外からの資金流入も復活する段階に入ると、通貨当局は、為替レートの柔軟性を維持して、自国通貨の増価を許容すれば、金融政策のコントロールが容易になる一方で、自国通貨の増価は、輸出主導の経済成長に悪影響を及ぼすことになりかねないというトレード・オフに直面するようになったと考えられる。このバランスをどのようにとるかは、各国の経済構造

等によるが、アジア 4 か国のうち、本章で分析した期間において、韓国が、こうしたトレード・オフに直面し、輸出産業を優先させる為替政策を行っていたとみられる。

### （IMF 事務局担当者と加盟国の当局者との関係）

デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していない可能性があったとしても、IMF がそれを明らかにできない理由として、加盟国から IMF に為替介入についての情報が提供されていないことがあったが、その背景には、国別サーベイランスにおいて、IMF の担当者が、協議対象国の当局者との関係悪化を懸念して、当局者が嫌がる依頼や助言をできるだけ避けてきたことがあったと考えられる。

国別サーベイランスを担当する IMF 地域局のスタッフは、国別サーベイランスを実施している期間はもちろんのこと、それ以外の期間においても、日々、担当する国・地域の経済・金融情勢、ならびに政治・社会的状況まで精通していることが期待され、担当国の新聞や雑誌の記事を確認し、担当局の政府から定期的に送られてくるデータの整理のほか、加盟国の当局者と日常的にコミュニケーションを取り、最新の情報を把握しておく必要がある（白井 2002）。為替制度は高度な政治的判断に関係するテーマであり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致の可能性があっても、不一致の原因が当局による政治的な動機による可能性も少なくない（IMF 1999）。このため、地域局のスタッフにとって、担当国の為替制度の判定や為替政策に是正を求めることになる踏み込んだ分析や評価を国別サーベイランスで行うことは、担当国の当局者との関係を悪化させ、日常業務に支障が生じるリスクが少なくないため、躊躇させてしまう傾向にあったものと考えられる<sup>66</sup>。

本章の分析対象期間においては、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致の可能性があったにもかかわらず、国別サーベイランスで為替制度の判定について議論がされなかったのは、4 か国のうち、韓国のみ該当する。そこで、以下では、地域局のスタッフが、韓国のデジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致について、デリケートな問題として国別サーベイランスで問題提起することを躊躇した理由について考えてみたい。

1 点目は、2000 年代に入り、国際貿易や国際金融において、新興国のプレゼンスが

---

<sup>66</sup> IMF に限らず、国際機関には、顧客主義の文化がある。株主である加盟国政府との関係を悪化させると、スタッフは昇進が危ないと思う。したがって、加盟国政府が聞いて喜ぶようなメッセージだけを伝える傾向が生じる。政府が聞きたくない助言を与えたという理由で、大臣が IMF 専務理事にスタッフの罷免を要求するのは、よく聞く話である（高木 2013:221）。

向上するにつれて、国別サーベイランスにおいて、新興国の当局者の意向に配慮しながら対応せざるを得ない状況にあったことがあげられる。

2001年、ブラジル、インド、ロシア、中国の新興4か国をBRICsと呼び、2000年末に、購買力平価（PPP）ベースでは、すでに、この4か国合計の経済規模が世界経済全体の4分の1弱に達し、さらに、これらBRICsの経済成長率が先進国を引き続き上回り、特に中国が経済規模を拡大させることから、世界経済における政策協調では、先進7か国（G7）だけでなく、新興国を含めることが必要になっていると主張するレポートが公表され、注目を集めた（O'Neil 2001）。

BRICsに韓国やインドネシア等を含む、G20首脳会議(金融・世界経済に関する首脳会合)が初めて開催されるのは、世界金融危機の発生から間もない2008年11月であったが、IMFでは、2000年代半ばのIMF改革において、サーベイランスの機能強化とともに、新興国の経済力の拡大を受けて、出資割当額（クォータ）と発言権の見直しが大きな改革項目になっていた。2006年9月のIMF総会において、まずは、急速な経済発展により経済規模に比べて出資比率が著しく低い、中国、韓国、トルコ、メキシコの4か国について、特別増資を認めることともに、出資比率の算定方法の見直しを含む抜本的な見直しを2年以内に実施することが決定された<sup>67</sup>（IMF/AREB 2007）。

国別サーベイランスにおいても、中国や韓国の当局者の発言力の向上を示す事例が2000年代にあった。中国は、国別サーベイランスの指針として、「1977年決定」に代えて採択された「2007年決定」を不服として、2007年から2008年の2年間、対中国第4条協議の実施を拒否した（高木 2013）。また、韓国については、2009年に実施された対韓国第4条協議において、IMF事務局は、韓国の通貨当局が積極的な為替介入を行っているとして、デファクトの為替制度を「フロート制」（2009年分類）と判定しようとしたが、この判定に韓国側が激しく反発し、最終的には、かなり例外的に韓国の主張のとおり、「自由フロート制」（2009年分類）との判定に到った（第5.3節）。これらは、IMFが、国別サーベイランスの新しい指針として、「2007年決定」を採択し、為替政策サーベイランスの強化に向けた取り組みを実践に移し始めたタイミングであり、本章の分析対象期間（2000年～2006年）のやや後に起きたことではあるが、2000年代において、中国や韓国の当局者が、自国の為替制度・為替政策にとって都合の悪い方針や評価に対して、強い姿勢で臨む傾向にあったことを示すものである。

---

<sup>67</sup> 日本経済新聞（2006年9月18日付朝刊）

世界金融危機を経て、新興国、なかでも、BRICs は、その経済力の拡大を背景に、さらに発言力を拡大させたといえる。2009 年 9 月の G20 首脳会議（ピッツバーグ）の直前に、この 4 か国は、世界銀行と IMF における新興国の発言権が不当に小さいとして、GDP に見合った発言権の確保を求める共同声明を発表した。この共同声明を踏まえ、2009 年 9 月の G20 首脳会議では、共同声明において、IMF の出資比率において新興国・途上国のシェアを少なくとも 5% 拡大することが盛り込まれた。これを受けて協議が進められ、2010 年 11 月の G20 首脳会議（ソウル）では、IMF の新たな出資割当案が合意され、翌月の IMF 総務会で新興国の出資比率を大幅に拡大する組織改革案 が承認された<sup>68</sup>。この改革案により、米国、日本、ドイツ、イギリス、フランスの出資比率が低下する一方、中国、インド、ブラジル、ロシアの出資比率は上昇した。この結果、出資比率で、第一位の米国（17.41%）と第 2 位の日本（6.46%）は順位を維持したものの、中国（6.39%）が第 3 位になり、ドイツ（5.59%）が第 4 位、フランス（4.23%）とイギリス（4.23%）が第 5 位となった。さらに、従来は、IMF のトップである専務理事を 3 名の副専務理事が支える体制であったが、ラガルド氏が専務理事として新たに就任したタイミングである 2011 年 7 月、副専務理事が 4 名に増員され、増員された 1 名については、それ以降、中国から 1 名が充てられるようになった<sup>69</sup>（IMF/AREB 2012-2021）。

2 点目は、韓国は、アジア通貨危機の際に IMF から受けた緊急融資を 2001 年末までには完済していたことである。国別サーベイランスをはじめ、IMF と加盟国との関係においては、IMF から金融支援を受けているかが大きく影響する。加盟国が金融支援を受けていないときであれば、加盟国は、国別サーベイランスにおいて IMF から提言された政策を実施しなければならないというルールはない（白井 2002）。

さらに、アジア通貨危機によって IMF から金融支援を受けた東アジア諸国では、金融支援と引き換えに実施が課された経済プログラムには、通貨危機の原因とは直接的には無関係な、多岐にわたる詳細な構造改革が含まれ、不必要に当該国の負担を高めたとの批判が高まっていた。そこで、ケラー専務理事は、就任から間もない 2000 年 9 月に、強固で持続可能な経済成長の実現と国際収支の安定化といったマクロ経済目標と関連する構造改革のみを経済プログラムに含め、構造改革の内容が IMF の専門領域を超えている場合には世界銀行やその他の機関から助言を受けるべきであ

---

<sup>68</sup> [https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/0909\\_seimei\\_ko.html](https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/0909_seimei_ko.html)（2021 年 4 月 10 現在）、[https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/seoul2010/document\\_ks.html](https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/seoul2010/document_ks.html)（2021 年 4 月 10 日現在）、日本経済新聞（2010 年 11 月 6 日付夕刊）

<sup>69</sup> 日本経済新聞（2011 年 7 月 13 日付夕刊）

るという旨の「コンディショナリティについての暫定的ガイドライン」を公表し、これを踏まえ、2002 年 9 月に正式ガイドラインが決定された（2002 白井）。これは、融資対象国に対する国別サーベイランスだけでなく、融資を受けていない国に対する国別サーベイランスにおいても、1990 年代に比べ、IMF 事務局が協議対象国の経済政策を分析・評価するときのスタンスが抑制的になるように働いたものと考えられる。

## 2. デジュリの為替制度と通貨当局による表明との関係

本章では、2000 年から 2006 年までの間について、当時採用されていた「1998 年分類」によって、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較したが、インドネシアについては、2001 年から 2006 年までの間、デジュリの為替制度は「独立的フロート制」であったのに対して、デファクトの為替制度は、AREAER では「管理フロート制」と判定され、乖離が数年続いていた。しかし、インドネシア銀行（中央銀行）は、IMF がデファクトの為替制度を「管理フロート制」と判定した主な理由である、自国通貨のボラティリティを縮小させるための為替取引に関する包括的規制の導入を内外に公表していた。Calvo and Reinhart (2002)をはじめとする先行研究では、デジュリとデファクトの為替制度との乖離が生じているとき、通貨当局が表明しているのは、実際にコミットするつもりの為替制度ではなく、むしろ、コミットするつもりのない為替制度、いわば、嘘（うそ）の情報であると想定されていた。つまり、通貨当局によって発信される為替制度や為替政策についての情報に関して、通貨当局と金融市場との間に情報の非対称性があると考えられていた。しかし、インドネシアの事例では、先行研究が想定するような情報の非対称性は存在していなかった。

インドネシアと類似の状況は、フィリピンにおいて、フィリピン・ペソの減価トレンドが続き、ペソの下落が懸念されていた局面にあたる 1990 年と 1995 年～1996 年においても観察された（第 3.2 節）。フィリピンの通貨当局は、IMF には、デジュリの為替制度として、「独立的フロート制」を申告する一方、フィリピン・ペソの対米ドルに対する変動をかなり狭いレンジに制限することを一般にも公表していた。通貨当局が表明する為替政策と実際的为替政策との間に大きな乖離はなかったといえる。

このように、2000 年代のインドネシアと 1990 年代のフィリピンにおけるデジュリとデファクトの為替制度との乖離には、先行研究が想定していたような、情報の非対

称性はなかった。問題は、通貨当局が公表する為替政策の変更が、IMF に申告するデジュリの為替制度に反映されていなかったことにあった。この問題は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離についての議論や研究において、これまで取り上げられたことがなかったとみられる。こうした問題を知る可能性が高い IMF においても、Calvo and Reinhart (2002)が置いた前提のとおり、通貨当局による為替制度や為替政策の表明が、IMF に申告されているデジュリの為替制度と一致するとみなして分析が行われ、分析結果がオケージョナル・ペーパーやワーキング・ペーパーとして発表されている (Ghosh *et al.* 2010, Ghosh *et al.* 2014) <sup>70</sup>。

このように、加盟国が IMF に申告するデジュリの為替制度に、通貨当局が公表していた為替政策の変更が反映されていないということが生じていた原因のひとつに、「1998 年分類」の導入によって、IMF は、加盟国のデファクトの為替制度を判定し、それに基づき、全加盟国の為替制度を分類すると同時に、デジュリの為替制度は公表しないようになったことが示すように、IMF が、加盟各国がデジュリの為替制度として申告する為替制度に関心を示していなかったことがあったと考えられる。

IMF は、インドネシアの通貨当局が、2001 年から、インドネシア・ルピアのボラティリティを縮小させるための為替取引に関する包括的規制の導入を通貨当局が公表していたことを認識し、AREAER にあるように、デファクトの為替制度を「独立的フロート制」から「管理フロート制」に変更していた。IMF は、インドネシアの通貨当局による為替取引に関する包括的規制の導入の表明と、デジュリの為替制度として申告されていた「独立的フロート制」とが整合的でないことを認識していたものの、インドネシア側にデジュリの為替制度の修正を求めていなかったことになる。ただ、当時、デジュリの為替制度は一般に公表されていなかったこともあり、デジュリの為替制度を修正するように働きかけるインセンティブが低い環境にあった。タイについて、2000 年から 2006 年までのデジュリの為替制度が、IMF 事務局のデータベースに正確に記載されていないままとなっていたことも、IMF が加盟国から申告されるデジュリの為替制度に対する関心が低かったことの表れととらえることができる。

---

<sup>70</sup> Anderson(2014)は、Calvo and Reinhart(2002)が IMF による為替制度の分類スキームの改定を正しく理解していないため、AREAER から得た各国のデジュリの為替制度についてのデータを誤って取扱っている可能性があることを指摘している。しかし、加盟国の通貨当局が表明する為替制度や為替政策が、IMF に申告するデジュリの為替制度と一致していないことがあることについては指摘していない。

## 第5章 世界金融危機以後の為替制度

世界金融危機以降における期間は、為替政策サーベイランスについての新しい指針である「2007年決定」の採択を受けて、IMFにおいて、サーベイランスの機能強化のための取り組みが実践されてきた時期にあたる。本章では、2008年頃から2019年までにおいて、韓国、フィリピン、インドネシア、タイの4か国のデジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較するとともに、為替政策サーベイランスの機能強化が図られる中で、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離を含め、IMFにおいて加盟国の為替政策についての分析や評価がどのように実施されてきたのかを中心に議論する。

### 第5.1節 デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との比較

為替政策サーベイランスの機能強化の一環として、IMF/AREAERでは、2009年版より、「2009年分類」に基づき、加盟国の為替制度の判定・分類が行われるようになるとともに、2008年版からは、加盟国の為替制度の分類は、あくまでもIMFスタッフによるデファクトの為替制度によるものであるが、加盟国がIMFに申告するデジュリの為替制度も極めて簡単ながら記載されるようになった。こうした取り組みは、第2.3節のとおり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較しやすくし、両者に乖離があるときには、その理由を明らかにすることで、乖離を解消させようとするものであった。

以下では、AREAERの2009年版から2020年版までの各年版を用いて、2008年から2019年までの10年あまりについて、韓国、フィリピン、インドネシア、タイの順に、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の推移を整理するとともに、新たに導入された取り組みが、各国の為替制度・為替政策やデジュリとデファクトの為替制度の乖離にどのような影響を与えてきたのかという観点からも検討する。

#### 1. 乖離が継続した韓国、フィリピン、インドネシア

##### （乖離が続く韓国）

AREAERでは、2009年版で、加盟国の為替制度の判定や分類に「2009年分類」が初めて適用された。韓国の為替制度について、2008年12月31日現在として、デジュリの為替制度、デファクトの為替制度はともに、「自由フロート制」であり、デジ

ュリとデファクトの為替制度は一致している（IMF/AREAER2009）。しかし、デファクトの為替制度を自由フロート制と判定する理由について、「スポット市場または先物市場のデリバティブを介した為替介入を実施したかどうかはアナウンスされておらず、為替介入のデータは公表されていない。しかしながら、韓国の通貨当局は、2008年10月1日以降の数回の為替介入は自由フロート制の定義と整合的であると公式に認めている<sup>71)</sup>」と記載され、デファクトの為替制度が、例外的に自由フロート制と判定されたとみられる。

「2009年分類」の「自由フロート制」の定義に照らせば、当該国が為替介入に関する情報をIMFに示していなければ、「自由フロート制」ではなく、「フロート制」に分類されることになる。では、為替介入についての情報を公開していなかったにもかかわらず、どうして「自由フロート制」と判定されたのであろうか。AREAER2009年版の発行は2010年10月であるが、AREAER2009年版における韓国の為替制度の判定には、その前年（2009年）に実施されたIMF対韓国第4条協議が大きく影響しているとみられる。同協議では、IMF事務局は、韓国ウォンの推移や外貨準備高の増加から、韓国の通貨当局によって、ウォン安誘導のための為替介入がたびたび実施されている可能性が高く、デファクトの為替制度は「自由フロート制」ではなく、「フロート制」とであると主張していた。これに対し、韓国側は、為替介入は為替レートのボラティリティをならすためだけに実施しているとして、IMF事務局の見解を激しく否定した。IMF事務局と韓国側との見解の相違は、当事者間では調整がつかず、理事会にまで持ち越されることとなった。2009年8月に実施された理事会では、最終的に、韓国側の主張のとおり、デファクトの為替制度は「自由フロート制」と判定された（第5.2節）。

しかし、翌年のAREAER2010年版では、デジュリの為替制度は「自由フロート制」のままであったが、デファクトの為替制度は、2010年8月31日現在の状況として、「2009年5月1日にさかのぼり、『自由フロート制』から『フロート制』に分類し直す」と、判定が変わった。デファクトの為替制度が、「フロート制」と判定された理由は、為替介入の情報が不足していたためであった。為替介入についての情報について、「スポット市場または先物市場のデリバティブを介した為替介入を実施したかどうかはアナウンスされておらず、為替介入のデータは公表されていない。」とい

---

<sup>71)</sup> 原文：Interventions in the spot market or through derivatives in the forward market are not announced, and intervention data are not published. However, the authorities officially confirmed that the number of their interventions since October 1, 2008, is consistent with the definition of a free float. (IMF/AREAER 2009 : 1263).



う表現は前年の AREAER と同じものである。前年は、為替介入についての情報が公開されていなかったものの、例外的に「自由フロート制」と判定されたが、2010 年版では、「2009 年分類」の判定基準に基づき原則に則って判定された。この結果、デジュリとデファクトの為替制度とに乖離が生じることになった（付表 5-1）。2010 年版では、デファクトの為替制度が「フロート制」と判定されたが、これ以降、2017 年 12 月 31 日時点の状況を記載した 2018 年版に至る 8 年分のいずれの AREAER においても、デジュリの為替制度は「自由フロート制」である一方、デファクトの為替制度は、為替介入についての情報が非公開であることを理由として「フロート制」の判定が続いた。

IMF の為替制度の分類スキームが「1998 年分類」から「2009 年分類」に移行したことにより、為替レートの変動に対する当局の関与が最も少なく、変動が最も柔軟とされる「自由フロート制」に分類されるためには、当該国の通貨当局による為替介入の実施が市場の無秩序な状況に対処することに限定されていることの証拠となる情報を IMF スタッフに提供することが求められるようになった。「1998 年分類」では、為替レートの変動が最も柔軟である「独立的フロート制」と判定されるために、為替介入に関する情報を IMF に提供することが明示的には求められていなかった。この点は、「1998 年分類」と「2009 年分類」との大きな違いである。IMF は、「2009 年分類」で「自由フロート制」と判定される要件に、為替制度についての情報の提供していることを入れることによって、加盟国からの情報提供が促進されること期待していたと考えられるが、韓国の事例からは、そうした効果はなかったといえる。

2010 年代に入っても、韓国の通貨当局は為替介入についての情報は公開していなかったが、2018 年版には、韓国が方針を転換し 2018 年 7-12 月期における為替介入の情報を 2019 年 3 月までに公表予定であることが記載されている。続く 2019 年版（2020 年 8 月発行）では、事前のアナウンスのとおり、2018 年 7-12 月期、2019 年 1-6 月期における為替介入の純額がそれぞれ 2019 年 3 月 29 日、2019 年 9 月 30 日に公表されたことが記載されている。実際、韓国銀行（中央銀行）は、外為市場安定化策（FX Market Stabilization Measure）として、米ドルの買入れ純額（米ドル建て金額）の四半期データを公表するようになった<sup>72</sup>。

為替介入の情報が公開されるようになったものの、2019 年版では、デファクトの為替制度は、通貨当局による為替介入についての情報が不足しているという理由か

---

<sup>72</sup> <http://www.bok.or.kr/eng/bbs/B0000298/list.do?menuNo=400374>（2020 年 5 月 3 日現在）

ら「フロート制」と判定され、判定に変更はなかった。2019 年版では、為替介入の情報について、「スポット市場もしくは、デリバティブを通じた先物市場への為替介入は表明されていないが、為替介入の純額は公表されている<sup>73</sup>」と記載されているが、新たに公表されるようになった「為替介入の純額」についての評価や、この公表がデファクトの為替制度の判定にどう影響しているのかという説明はない。韓国銀行から公表されるようになった半期毎の「為替介入の純額」だけでは、「自由フロート制」（2009 年分類）で許容されている為替介入の範囲、つまり、通貨当局による為替介入が市場の無秩序な状況に対処することに限定されているのか、さらに、その為替介入が、「自由フロート制」の下で許容される「最近 6 か月間に最大 3 回まで、かつ、それぞれが 3 営業日以上は続かない」の範囲内であるかを判定するには不十分であるため、引き続き「フロート制」と判定されたものと考えられる。

### （乖離が続くフィリピン）

フィリピンについては、AREAER2009 年版によれば、デジュリの為替制度は「自由フロート制」であった。デファクトの為替制度は、2009 年 5 月 31 日現在の状況として、IMF の為替制度の分類スキームの変更のため、2008 年 4 月 30 日にさかのぼって、「1998 年分類」における「独立的フロート制」から、「2009 年分類」における「フロート制」に変更するとされている。デファクトの為替制度が「フロート制」と判定された理由は、為替介入のデータが公表されていないことであった<sup>74</sup>。

2009 年 5 月 31 日現在の状況を記載した 2009 年版から、2019 年 5 月 31 日現在の状況を記載した 2019 年版までの AREAER の各年版の記述をみると、デジュリの為替制度については、この 10 年ほどの間、「自由フロート制」のままである一方、デファクトの為替制度は、為替介入の情報が公開されていないことを理由に、一貫して

---

<sup>73</sup> 原文：Interventions in the spot market or through derivatives in the forward market are not announced, but intervention data in net terms are published. (IMF/AREAER2019：1830)

<sup>74</sup> AREAER における関連の記述：The Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) adheres to a market-determined exchange rate policy with some scope for occasional action solely to prevent sharp fluctuations that could be disruptive. This means that the BSP does not target or support a given level of exchange rate; instead, it allows the value of the peso to be determined by the supply and demand of foreign exchange. The BSP does not disclose intervention data as it is for internal use only. (IMF/AREAER2009：1889-1890)（筆者訳：フィリピン銀行（中央銀行）は、為替レートが市場によって決定される為替政策を維持するものの、（経済に）破壊的なマイナスの影響を及ぼすような急速な為替変動を回避することのみのため、必要な措置を講じることがある。これは、フィリピン銀行が、特定の為替レートの水準を目標とするのではなく、むしろ、フィリピン・ペソの価値が為替レートの需給によって決定することを意味するものである。フィリピン銀行は、為替介入のデータを部内使用のためだけとして明らかにしていない。）

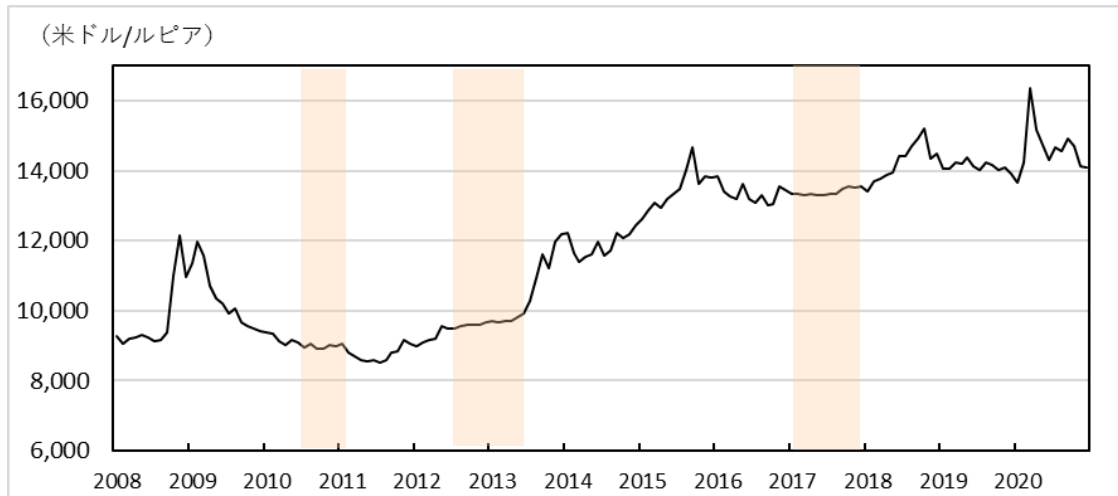
「フロート制」と判定され、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が続いた（付表 5-2）。ただし、2010 年版以降の各号において、為替介入に関連する、外貨建ての通貨スワップや自国通貨建てのノンデリバラブル・フォワード（NDF）についてデータが IMF の定める様式によって月次ベースで公表されていることが記載されており、IMF がフィリピン銀行による情報公開に対して一定の評価をしていることがうかがえる。

### （乖離の拡大する時期があるインドネシア）

インドネシアの為替制度について、AREAER2009 年版によれば、2008 年 12 月 31 日現在の状況として、デジュリの為替制度は「自由フロート制」であり、2019 年 7 月 31 日現在の状況を記載した 2019 年版に至るまで、ほぼ 10 年にわたり、「自由フロート制」のままである。

デファクトの為替制度については、2009 年版において、2008 年 12 月 31 日現在として、インドネシアの為替制度や為替政策に実質的な変更はないものの、IMF における為替制度の分類スキームの変更のため、2008 年 4 月 30 日にさかのぼって、「1998 年分類」の「管理フロート制」から、「2009 年分類」の「フロート制」に変更するとされている。2009 年版によれば、デファクトの為替制度が「フロート制」と判定された理由は、韓国やフィリピンと同様に、為替介入についての情報が非公開であることであった（付表 5-3）。2009 年版で「フロート制」と判定されてから、2019 年 7 月 31 日現在の状況を記載している 2019 年版までのほぼ 10 年間をみると、大半の期間は「フロート制」と判定されているものの、インドネシア・ルピアの変動が一定の範囲に収まっている期間については、「フロート制」と判定されていない。2010 年 6 月から 2011 年 2 月までと、2017 年 1 月から 2017 年 12 月までの 2 度、ルピアの米ドルに対する変動幅が 2%以内であったため、「安定システム(Stabilized arrangement)」と判定されている。また、2012 年 6 月から 2013 年 7 月までは、ルピアの米ドルに対する減価のトレンドが 2%以内であったため、「準クロールシステム (Craw-like arrangement)」と判定されている（第 5-1 図）。デジュリの為替制度は、一貫して「自由フロート制」であったが、デファクトの為替制度については、通貨当局が為替変動をある一定の範囲内に収めようとする「安定システム」や、為替レートを一定の割合で変化させようとする「準クロールシステム」と判定された期間があり、デジュリの為替制度との乖離が拡大する時期があった。

(第 5-1 図) インドネシア・ルピアの推移 (2008 年～2020 年)



(出所) IMF/International Financial Statistics より筆者作成。

(注) 1. 影を付けた期間は、デファクトの為替制度が「安定システム」又は「準クロールシステム」と判定されていた期間をさす。

為替介入に関する記述について、AREAER2009 年版と 2010 年版では、「(しかし、) インドネシア銀行は、為替レートの過度の変動を抑制するため、為替介入を実施しているかもしれない。<sup>75)</sup>とあるが、2011 年 6 月 30 日現在の状況を記載した 2011 年版では、「(しかし、) インドネシア銀行は、インフレ目標とルピアの為替安定を達成しなければならないときには、ポリシー・ミックスの一つとして、為替介入を行うかもしれない。<sup>76)</sup>に変更されている。さらに、2013 年 7 月 31 日現在の状況を記載した 2013 年版では、「(しかし、) インドネシア中央銀行は、インフレ目標の達成とマクロ経済の安定性を達成しなければならないときには、ポリシー・ミックスの一つとして、為替介入を行うかもしれない。<sup>77)</sup>と介入の目的がやや変更されている。為替介入の目的について、2008 年から 2009 年頃には、為替レートの過度の変動を抑制するためとされていたのに対して、2010 年代に入ると、インフレ目標の達成やマクロ経済の安定性の維持といった中期的な政策目標の達成に関わるものへと変化している。さらに、2013 年版以降では、「為替介入をするとき、インドネシア銀行は、特

<sup>75)</sup> 原文 : However, the Bank Indonesia (BI) may intervene in the foreign exchange market to prevent undue fluctuations in the exchange rate.

<sup>76)</sup> 原文 : The Bank Indonesia (BI), however, may intervene—as part of a policy mix—whenever necessary to achieve the inflation target and the stability of the rupiah exchange rate.

<sup>77)</sup> 原文 : The Bank Indonesia (BI), however, may intervene—as part of a policy mix—whenever necessary to achieve the inflation target and to maintain macroeconomic stability.

定の為替レートをターゲットにしたり、特定のバンド内に為替レートの変動を収めたりするのではなく、むしろ、市場の安定を維持するため流動性を供給している<sup>78</sup>」というように、為替介入が市場の安定化のための流動性供給の役割を担っていることに言及されていた。

IMF が AREAER において、デファクトの為替制度を「フロート制」と判定してきたのは、インドネシアの通貨当局が為替介入に関する情報を開示してこなかったことが主な理由であった。AREAER には、インドネシアのデファクトの為替制度に対する IMF 事務局の考え方や評価が明確に示されているとはいえないものの、為替介入に関する情報が公開されていないこと自体については、ほとんど問題とされてこなかったように見受けられる。むしろ、ルピアの大きな変動が市場の不安定化につながるデメリットを考慮し、マクロ経済の安定性や金融市場の流動性維持のため、為替介入を状況に応じて実施することについて、IMF が一定の理解を示していたことがうかがえる。

## 2. 乖離が存在してこなかったタイ

タイの為替制度については、AREAER2009 年版によれば、2008 年 12 月 31 日現在の状況として、デジュリの為替制度は「フロート制」であった。デファクトの為替制度については、タイにおいて為替制度や為替政策に実質的な変更はないものの、IMF における為替制度の分類スキームの変更のため、2008 年 4 月 30 日にさかのぼって、「1998 年分類」の「管理フロート制」から、「2009 年分類」の「フロート制」に変更するとされた。2010 年 1 月 31 日現在の状況を記載した 2010 年版から、2018 年 12 月 31 日現在の状況を記載した 2019 年版に至る 10 年分のいずれの AREAER においても、デジュリの為替制度、デファクトの為替制度ともに「フロート制」であり、両者の間に乖離はなかった（付表 5-4）。

「2009 年分類」の「フロート制」の定義に照らせば、「フロート制」にコミットするときに、為替介入の情報開示は求められていない。2019 年版には、「為替介入に関するデータは、公表されていない。しかし、週次と月次のグロスの外貨準備高のデータが中央銀行のウェブサイトで公表されている」と記載されるようになり、IMF は、

---

<sup>78</sup> 原文：When it intervenes, the BI does not target a specific rate or maintain exchange rate movements within a specific band; rather it provides liquidity to maintain market stability.

為替介入に関連した外貨準備高のデータをタイ銀行が開示していることについて、一定のプラス評価をしていたと言える。

### 3. 「2009 年分類」による為替制度の分類における課題

#### （デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離の継続とその理由）

韓国、フィリピン、インドネシア、タイの4か国のうち、タイについては、2008年から2018年までの間、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度がともに「管理フロート制」であり、乖離はなかった。一方、韓国、フィリピン、インドネシアについては、2008年もしくは2009年からの10年あまりにおいて、デジュリとデファクトの為替制度との乖離が続いた。韓国、フィリピン、インドネシアの3か国ともに、デジュリの為替制度は「自由フロート制」であったのに対して、AREAERでは、デファクトの為替制度は、韓国とフィリピンは「フロート制」、インドネシアについても、「安定システム」や「準クロールシステム」と判定されていた時期もあったが、大部分の期間は「フロート制」と判定されていた。これら3か国でデファクトの為替制度が、「自由フロート制」ではなく、「フロート制」と判定されていた理由は、「2009年分類」の「自由フロート制」の定義に照らし、為替介入の情報が公開されていないことであった。AREAERの記載からは、IMFが、これらの3か国の通貨当局から申告されるデジュリの為替制度とIMFスタッフが判定するデファクトの為替制度とが一致しない状態が続いていることをどのように受け止めているかについてはよくわからなかった。

#### （引き続き軽視されていたデジュリの為替制度）

AREAERにおいて、加盟国の為替制度に関して、デファクトの為替制度に加え、デジュリの為替制度が初めて記載されるようになったのは2008年版である。2008年版の「イントロダクション」には、「AREAERは、IMF協定の下、加盟各国が適用する意図を有する為替制度や為替制度の変更についてIMFに申告しなければならない義務を有することを改めて述べた『国別サーベイランスに関する2007年決定』のパラグラフ16を実行することにも貢献している」とある（IMF/AREAER2008：13）。加盟国には、IMF協定第4条2項により、従来から、IMFに自国の為替制度を通知しなければならない義務があったが、国別サーベイランスの機能強化のため、「1977年決定」を見直して採択された「2007年決定」では、加盟国は適用する意図を有する為替制

度だけでなく、その十分な詳細を含めて IMF に通知することとされた（第 2.5 節）。しかし、AREAER には、各国のデジュリの為替制度が「2009 年分類」のいずれの為替制度に該当するかという記載があるだけで、それ以外の情報は掲載されていなかった。「2007 年決定」のパラグラフ 16 を踏まえ、加盟各国が IMF に為替制度についてどのような情報を申告しているのか、あるいは、そもそも、デジュリの為替制度が「2009 年分類」のいずれの為替制度に該当するかということ以外の情報が IMF に申告されているのかもわからない。また、前述のとおり、デジュリの制度とデファクトの制度とが一致していないことについての IMF による評価等も AREAER には一切、記載されていなかった。

「2007 年決定」の採択や「2007 年 IE0 報告」による指摘や提言を踏まえ、デジュリとデファクトの為替制度との乖離を含む、既存の為替制度の分類に関する不整合や曖昧さを解消するための方策のひとつとして、2008 年以降に発行される AREAER では、加盟国の為替制度について、デファクトの為替制度だけでなく、デジュリの為替制度も掲載することとされた。しかしながら、AREAER における加盟国の為替制度・為替政策についての記載内容からは、「2007 年決定」の採択当時のような、IMF 事務局が為替政策に対するサーベイランスの機能向上の趣旨に則り、デジュリとデファクトの為替制度との乖離の解消に取り組もうとする積極的な姿勢はうかがえなかった。

## 第 5.2 節 国別サーベイランスにおける為替制度についてのやりとり

前節では、「2009 年分類」が導入された時期にあたる世界金融危機直後から 2019 年までの間において、AREARE を使って、アジア 4 か国におけるデジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較したが、デジュリとデファクトの為替制度とが一致していないことについて、IMF がどのように評価していたのかについては、AREAER の記載内容からは確認できなかった。そこで、本節では、IMF がこの時期に実施した国別サーベイランスにおいて、デジュリとデファクトの為替制度との乖離を含め、各国の為替制度や為替政策をどのように分析・評価してきたのかという面から、検討する。

国別サーベイランスは、原則年 1 回、協議を担当する IMF 地域局が中心となり、協議対象国の為替政策を含めたマクロ経済政策等を、協議対象国の政府や中央銀行等との政策対話を踏まえて分析し、その結果をスタッフ・レポートとしてまとめ、スタ

ップ・レポートを理事会に報告し議論が行われる。本節における分析には、主として、IMF 事務局が作成するスタッフ・レポートとともに、スタッフ・レポートを踏まえて行われる理事会での議論について、理事会後に公表されている議事概要を使用する<sup>79</sup>。

## 1. 韓国の為替制度・為替政策についての評価

韓国については、AREAER によれば、2009 年から 2019 年までの 10 年あまりの間、デジュリの為替制度は「自由フロート制」であったが、デファクトの為替制度については、「2009 年分類」の導入当初に発行された 2009 年版では「自由フロート制」と判定されていたものの、翌年に発行された 2010 年版以降では、為替介入についての情報が公開されていなかったことから、「フロート制」と判定されていた。

### （デファクトの為替制度の判定についての IMF 事務局と韓国との見解の相違）

2009 年に実施された対韓国第 4 条協議（理事会は 2009 年 8 月に開催）は、為替制度についての判定や分類が「2009 年分類」によって行われるようになった初めての協議であった。2008 年（前回）に実施された協議では、IMF 事務局は、韓国ウォンの水準が、IMF/CGER（IMF Consultative Group on Exchange Rate Issues）<sup>80</sup> による推計から、ファンダメンタルズを反映した均衡水準に近い水準にあると分析していた。理事会でも、韓国ウォンの水準が適正であることが合意され、「理事らは、韓国の変動相場制が引き続き適切に運営されると認識している<sup>81</sup>」と為替政策について好意的に評価されていた。

しかし、2009 年協議では、IMF 事務局の為替政策に対する評価が大きく変化した。IMF 事務局は、韓国ウォンの水準が、CGER の推計による中期的な均衡水準からかなり乖離したウォン安水準にあり、外貨準備高の水準が高く、かつ増加していることから、韓国の通貨当局がウォン安誘導のための為替介入を必要以上にたびたび実施してい

---

<sup>79</sup> IMF 国別サーベイランスのスタッフ・レポートを公表するかどうかは、協議対象国の判断に委ねられている。また、スタッフ・レポートを公表するときにも、機微な内容が含まれているときには、当該箇所を削除して公表するかどうかを判断する権限を協議対象国が持つ。

<sup>80</sup> IMF では、1990 年代半ばから、CGER（Consultative Group on Exchange Rate Issues）が、先進各国の通貨の均衡レートをファンダメンタルズから推計してきた。推計対象とする通貨は、先進国の通貨だけでなく、新興国の通貨にも徐々に拡大されてきた。また、その推計値は、国別サーベイランスにおいて、地域局の各地域チームの判断により利用されてきた。

<sup>81</sup> 原文：They（Directors）considered that Korea's flexible exchange rate regime continues to be appropriate.



ると主張した。これに対して、韓国側は、2009 年に入り、為替介入は実施しておらず、2008 年までの為替介入も為替レートの変動をならすためのものであると主張し、IMF 事務局の見解を強く否定した。為替介入のタイミングや規模についての見解が違ふことで、デファクトの為替制度の判定についても意見が対立することになった。IMF 事務局と韓国側との見解の対立は、当事者間では調整がつかなかったため、見解が対立したまま、理事会に持ち込まれ、最終的に、理事会は、韓国側の主張のとおり、デファクトの為替制度を「自由フロート制」と判定することを承認した。

2009 年協議のスタッフ・レポートや理事会の議事概要には、為替介入や為替制度の判定について、IMF 事務局と韓国側との見解が対立していたことは記録されているが、韓国の通貨当局が為替介入についての情報を公開していないことや、為替介入についての情報が公開されていないにもかかわらず、デファクトの為替制度が「自由フロート制」と判定された理由には言及されていない。理事会の議事概要については、公表にあたって、協議対象国の了解が必要となるため、韓国側の求めに応じて削除した上で公表した可能性が考えられる。このため、2009 年協議において、デファクトの為替制度が「自由フロート制」と判定された理由は不明である。主な理由としては、AREAER2009 年版の記載<sup>82</sup>のとおり、韓国側が、為替介入は「自由フロート制」の定義と整合的なものであると主張したことが推察されるが、2009 年協議が対象とする時期は、2008 年後半から 2009 年夏頃までであり、世界金融危機によって金融市場がかなり不安定化した時期に重なる。このため、為替介入の頻度や規模が通常より多かったとしても、それが、いわゆる危機対応として、為替レートの大きなボラティリティの回避に必要な通貨防衛であったのか、あるいは、輸出競争力の維持のためのウォン安水準の維持を目的とした為替操作であったのかの判定が難しい時期であったことも影響していたと推察される。

2009 年は、IMF が為替制度の分類スキームを「1998 年分類」から「2009 年分類」に移行し、「2009 年分類」によって、加盟各国の為替制度が再分類されるタイミングであった。ちなみに、他の 3 か国（インドネシア、フィリピン、タイ）では、同時期に実施された第 4 条協議において、韓国のように、デファクトの為替制度の判定が理事会において議論になったという記述は、理事会の議事概要には見当たらなかった。スタッフ・レポートにも、IMF 事務局と協議対象国との間で、為替制度の判定に

---

<sup>82</sup> AREAER の該当部分：Interventions in the spot market or through derivatives in the forward market are not announced, and intervention data are not published. However, the authorities officially confirmed that the number of their interventions since October 1, 2008, is consistent with the definition of a free float. (IMF/AREAER 2009 : 1263)

ついでの見解が異なっていたことを示す内容を見つけることはできなかった。2009 年対韓国第 4 条協議のように、デファクトの為替制度の判定について、IMF 事務局と協議対象国との意見調整が難航し、為替制度の判定が理事会に持ち込まれたのは、4 か国の中では韓国だけであった（付表 5-5）。

その後の対韓国第 4 条協議では、IMF 事務局が韓国の為替政策を批判的に評価し、為替政策の是正を求めることはあったが、2009 年協議のように、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度が一致しない可能性を IMF 事務局が問題提起し、それについて、IMF 事務局と韓国の通貨当局との間で活発な議論が行われることはなかった。2009 年対韓国協議は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致の可能性が、スタッフ・レポートに記載され、IMF 事務局と通貨当局との政策対話だけでなく、理事会においても活発に議論された珍しい事例であったといえる。

#### （韓国の為替政策についての批判的な評価）

2009 年協議では、IMF 事務局と韓国との間には為替制度や為替政策についての見解に齟齬が生じ始めていたが、IMF 事務局と韓国との見解の相違が顕在化したのは、2011 年協議であった。2011 年協議では、世界経済の回復により韓国の輸出が 2010 年に大きく増加し、経常収支が黒字化していることや、外貨準備高が世界で 7 番目に高いことに加え、実質実効レートについて、インドネシア、タイ、台湾といった他の東アジア諸国では、世界金融危機前の水準から通貨が増価、あるいはほぼ同水準で推移していたのに対して、韓国ウォンだけが世界金融危機前の水準を大きく下回り（第 5-2 図）、IMF/CGER の推計においても韓国ウォンが均衡水準よりも通貨安水準にあることを根拠に、IMF 事務局は、韓国に対して、為替介入を市場の混乱への対応に限定し、為替レートの柔軟性を高めることを求めている。

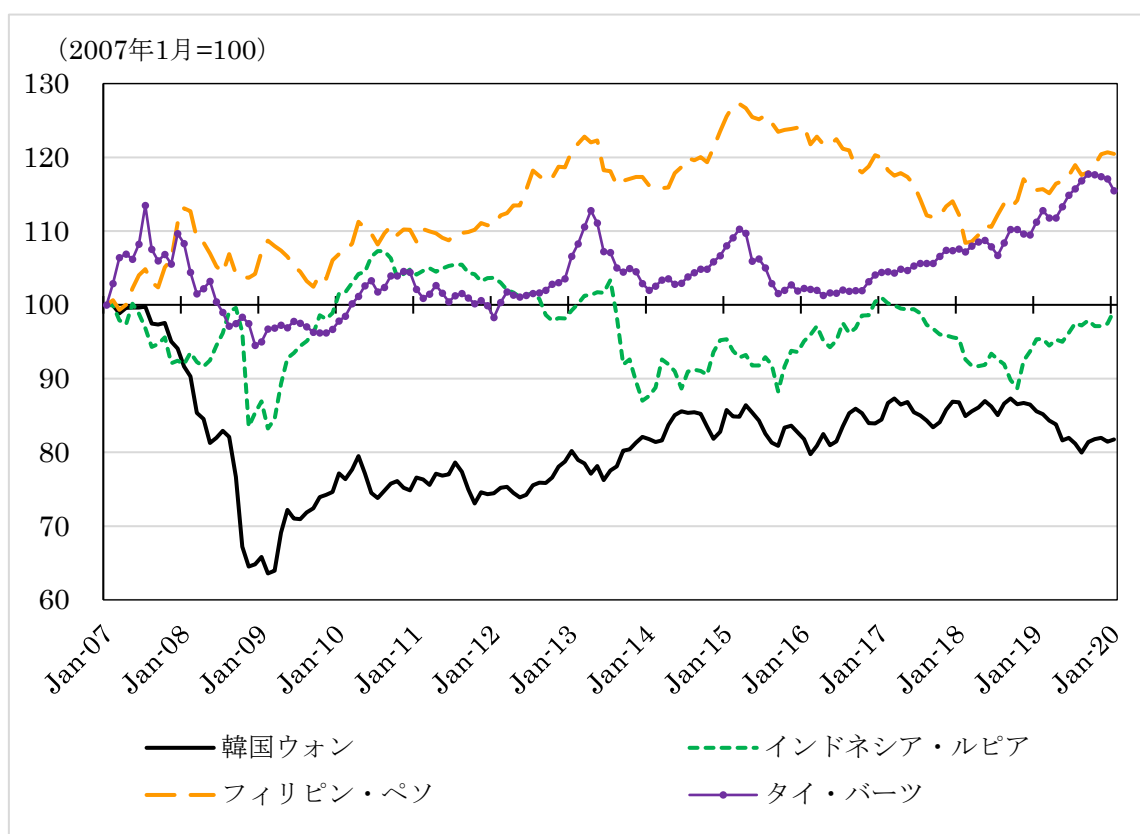
2011 年協議に続く 2012 年協議でも、IMF 事務局は、IMF/EBA<sup>83</sup>の推計による望ましいとされる規準レートよりもウォン安水準にあると分析し、韓国に対して、ファンダメンタルズを反映したウォン高方向への流れを為替介入によって人為的に抑制するのではなく、為替レートの決定を市場の需給に委ねるべきであると強く求めた。IMF 事務局は、2013 年協議以降、2015 年協議、2016 年協議のいずれの協議においても、

---

<sup>83</sup> IMF では、1990 年代半ばより、CGER (the Consultative Group on Exchange Rate Issues) によって、各国の実質実効レートの均衡レートが推計されてきたが、2012 年以降は、CGER の推計手法をベースとしつつも、ファンダメンタルズだけでなく、現在の政策を望ましい政策に転換されることを前提として、経常収支と実質実効レートの規準値 (norm) を推計する新しい手法 (EBA : External Balance Assessment) が用いられるようになった。

韓国ウォンの実質実効レートが、IMF/EBA の推計による規準レートよりもウォン安水準にあることから、通貨当局（韓国）が為替介入による為替操作を行わないことを2012 年協議よりも、一層強く求めるようになった。しかし、こうした IMF 事務局の助言に対して、韓国は強く反発し、為替介入や為替レートの水準について、IMF 事務局と韓国の間での激しい意見対立は続いた。

（第 5-2 図） 韓国ウォンと他の通貨との比較（実質実効レート）



（出所）BIS Statistics より筆者作成。

2013 年協議では、スタッフ・レポートの冒頭に、「為替レートは、引き続き、市場の需給によって決定され、為替介入は無秩序な市場の状況を軽減するものに限定すべきである。外貨準備は十分であり、さらに積み増す必要性はない<sup>84</sup>」という政策提言が示され、IMF 事務局は、通貨当局によるドル買い・ウォン売り介入をかなり問題視していた。さらに、スタッフ・レポートの中には、世界金融危機以降の外貨準備の

<sup>84</sup> 原文：Exchange Rate Policy. The exchange rate should continue to be market-determined and intervention limited to smoothing disorderly market conditions. FX reserves are ample and there is no need for further accumulation.

増加や中央銀行による外為フォワード取引の増加、外為市場の取引量の増加に加え、経常収支の黒字額が IMF 事務局の推計する規準値を上回り、実質実効レートも IMF 事務局の推計する規準値よりウォン安水準にあると分析し、通貨当局が韓国ウォンの増価のペースを緩やかにするため、(両方向ではなく)片方向の為替介入を行っている可能性が高いと結論づけた。これに対して、韓国側は、為替介入は、為替レートの大きな変動をならすことに限ったものであり、積極的で一方向の介入ではないと強く主張し、事務局による分析や見解に強く反発した。韓国が理事会に提出した意見書によれば、スタッフ・レポートにおける為替レートや為替介入の分析を含めた対外セクターについての評価が、主観的判断や偏った情報に基づくものであると評価し、その分析手法を強く批判していた。さらに、国別サーベイランスでは、一般に IMF 事務局は協議対象国の政府や中央銀行との面談を経て、スタッフ・レポートをとりまとめ、そのレポートを踏まえて理事会において議論が行われるが、同意見書には、為替レートや為替介入の分析に韓国側の主張が反映されなかったためと考えられるが、IMF 事務局による推計や評価手法に対する批判にとどまらず、「IMF 担当者が当局の政策運営について注意深く耳を傾けるように要請する<sup>85</sup>」といった IMF 事務局スタッフの態度や姿勢への強い批判も含まれていた。IMF 事務局と韓国の間に、相当の見解の隔たりがあったことがうかがえる。

2015 年協議や 2016 年協議では、韓国の経常収支黒字が貿易収支黒字の拡大を背景に 2012 年以降急増し、2014 年には GDP 比 6.25% (当時) に達し、2015 年には GDP 比が 7.75% (当時) と過去最高になっていたこともあり、IMF 事務局は、対外不均衡を是正するためには、為替レートの柔軟性を確保することが不可欠であるとし、経常収支黒字の拡大をはじめとするファンダメンタルズを反映したウォン高方向への動きを為替介入によって人為的に抑制させないことを韓国に求めていた(第 5-3 図)。

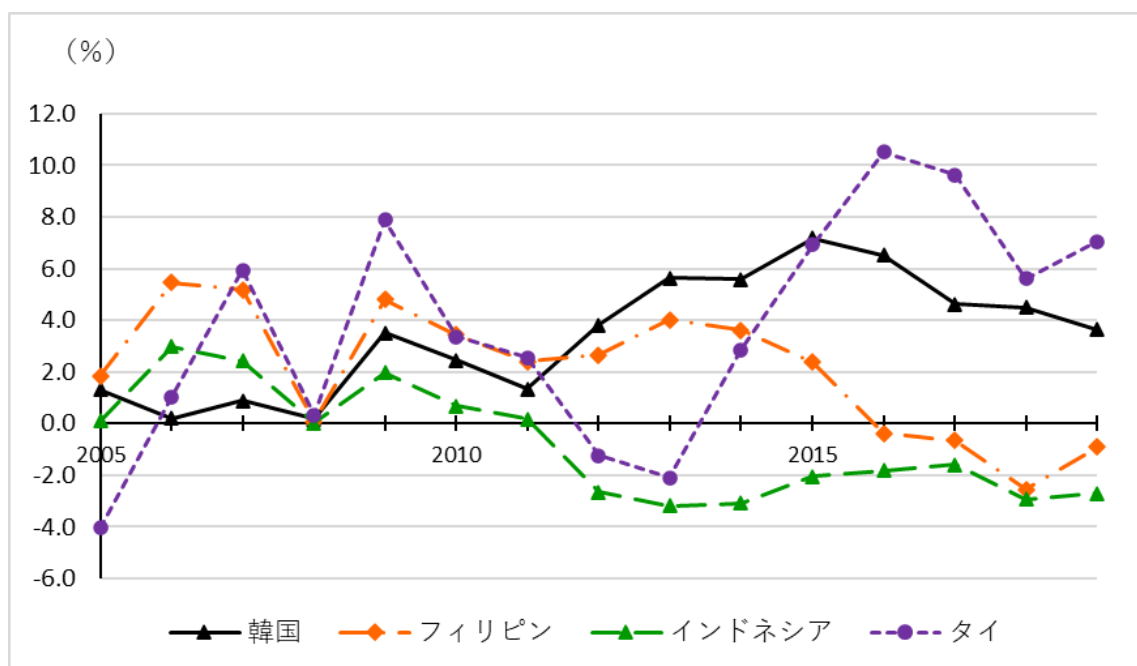
このように、2011 年協議以降、為替介入のタイミングや頻度について、IMF 事務局と韓国との見解は対立が続いていた。両者それぞれの見解を踏まえると、デファクトの為替制度の判定についても考え方は違っていたとみられるが、2009 年協議のように、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していない可能性について議論されることはなかった。2010 年代に実施された対韓国第 4 条協議では、IMF 事務局は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していない可能性については問題提起していなかったが、韓国ウォンの水準や経常収支の水準を IMF

---

<sup>85</sup> 原文：We urge the staff team to listen more carefully to the authorities' policy endeavors to balance diverse risks and to give due consideration of country-specific factors in the assessment.

事務局の推計する均衡値や規準値と比較し、通貨安水準にあることや、経常黒字額の大きいことを根拠として、韓国に対して、為替介入によって韓国ウォンの水準を低めに誘導することを止め、為替レートの柔軟性を高めることを求めている。

(第 5-3 図) アジア 4 か国の経常収支の推移 (経常収支の GDP 比)



(出所) World Bank/World Development Indicators より筆者作成。

#### (為替介入についての情報開示)

AREAER によれば、2010 年以降、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致が続いていたが、例えば、IMF 事務局から、韓国の通貨当局に対して、「自由フロート制」にコミットしているのであれば、「自由フロート制」の定義のとおり、為替介入についての情報を公開すべきであるという問題提起が行われた形跡を 2015 年までに実施された国別サーベイランスのスタッフ・レポートからを見つけることはできなかった。しかし、2016 年協議では、「理事らは、為替介入は、無秩序な市場の状況に対処するためだけに限定するとともに、為替介入について情報開示することを奨励した<sup>86)</sup>」と、理事会において、初めて為替介入に関する情報を開示するように韓国に対し促している。ただし、2016 年協議のスタッフ・レポートによれば、第 4 条

<sup>86)</sup> 原文：They (directors) recommended limiting intervention to addressing disorderly market conditions and encouraged disclosure of such interventions.

協議の過程で、IMF 事務局から韓国に対して、為替介入のデータを一定の時間的なラグを置いて公開することを提案したところ、韓国が、為替介入のデータ公表は、市場に投機的な動きを招くおそれがあるとしつつも、貿易交渉との関係で為替介入についての情報公開を検討中であると応じたことが記されている<sup>87</sup>。為替介入についての情報公開について、韓国のスタンスに変化の兆しがあったことが、理事会の議論にも影響していたものと考えられる。

2017 年協議において、理事会では、「理事らは、今後も為替レートが柔軟に変動するようにすべきであり、為替介入は無秩序な市場の状況に対処するためだけに限定することを強調した<sup>88</sup>」と、これまで通り、為替レートの柔軟性の確保と為替介入の抑制が求められている。しかし、スタッフ・レポートや理事会の議事概要からは、前回までの協議のように、為替政策について IMF と当局との見解に大きな隔たりはない。これは、韓国ウォンの実質実効レートが 2013 年以降、ウォン高方向のトレンドを示し、経常収支黒字の対 GDP 比も 2016 年から低下傾向にあったことに加え、スタッフ・レポートには明示的に示されていないが、為替介入の情報開示に向けての前向きな検討を韓国が進めていたためと推察される。

2019 年協議では、韓国が、為替介入に関する情報を四半期毎に、1 四半期のラグを置いて公表予定であると表明したことを IMF 事務局、理事会がともに歓迎していた。韓国ウォンの水準は、IMF 事務局が推計する望ましいとされる規準値と比較し、依然としてウォン安水準にあったが、韓国が為替介入の情報開示に向けて大きく方針を変更したこともあり、それ以前の数回の協議とは違って、事務局や理事会は為替レートの水準や為替介入について特に問題としていなかったと推察される。

### **（韓国だけにみられる乖離についてのスタッフ・レポートでの記載の遅れ）**

「2007 年決定」を受けて策定された「改定ガイダンス・ノート」（IMF 2010）によれば、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが異なる場合には、デジュリの

---

<sup>87</sup> 国別サーベイランスのスタッフ・レポートには、具体的な貿易交渉名は記されていないが、米韓 FTA の再交渉を指すものとみられる。なお、米財務省は、「外国為替政策報告書（※）」の 2015 年 10 月報告で、韓国が為替介入の情報を時間的なラグを置いても公表しない主要国のひとつと指摘してからのほぼ 3 年間、同報告で、韓国の為替介入についての透明性向上を求めていた。なお、2018 年 10 月の報告では、「韓国が為替介入の透明性を向上させる予定であると表明したことを含め、韓国の為替政策を注視する」と表現を変更し、2019 年 5 月の報告では、韓国が為替介入についての情報を初めて公表したことを歓迎している（※なお、米財務省「外国為替政策報告書」の詳細については、第 5.4 節参照）。

<sup>88</sup> 原文：Directors emphasized that the exchange rate should continue to be allowed to move flexibly, with intervention limited to addressing disorderly market conditions.

制度、デファクトの制度、それぞれを記載しなければならない（第 2.5 節）。各国に対する国別サーベイランスのスタッフ・レポートを確認すると、2008 年から 2019 年の間に、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との間に乖離があったフィリピンとインドネシアについては、「改定ガイダンス・ノート」に沿って、デジュリの制度、デファクトの制度のそれぞれの記載が、フィリピンは 2011 年協議から、インドネシアは 2012 年協議から開始されていた。一方、韓国については、スタッフ・レポートが、「改定ガイダンス・ノート」に沿って作成されるようになったのは 2012 年協議からとみられるが、2012 年協議のスタッフ・レポートには、デジュリの制度とデファクトの制度、それぞれの明示的な記載はない。代わりに、「韓国の為替制度は 2009 年以来、『フロート制』に分類される」と、それが、デジュリの制度、デファクトの制度のいずれを指すのかがはっきりしない曖昧な表現となっていた。

IMF 事務局がスタッフ・レポートを作成するときに、ガイダンス・ノートで示されている全ての手順に従わなければならないわけではなく、国別サーベイランスを担当する地域局スタッフが取捨選択してよいとされている（IMF 2010, IMF 2012c）。協議対象国にとって重要でない項目であれば、ガイダンス・ノートの手順通りに記載していなくても不思議ではない。しかし、対韓国協議では、2009 年協議において、デファクトの為替制度の判定が争点になったこともあり、韓国に対するサーベイランスにおいて、為替制度の判定は重要な項目であったといえる。しかし、スタッフ・レポートにおいて、「改定ガイダンス・ノート」に沿って、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度が初めて記載されるのは、2017 年協議であった。つまり、2012 年協議、2013 年協議、2015 年協議、2016 年協議の 4 回は、為替制度について曖昧な記載のままであった。

対韓国協議において、ガイダンス・ノートに示された手順のとおり、デジュリとデファクトの為替制度についての記述が、数年の間、行われなかった理由は示されていないが、「サーベイランスとの関係で、加盟国が「原則」に則った政策を実施しているのかどうかに疑義が生じた場合、IMF は、常識的にみてはっきりしない場合は加盟国に有利になるように評価する」という国別サーベイランスの規定が影響していたものと考えられる<sup>89</sup>。「2009 年分類」の導入当初に実施された 2009 年協議において、IMF によるデファクトの為替制度の判定を韓国が不服として強く反発し、最終的

---

<sup>89</sup> 「2007 年決定」では、以下のとおり規定されている。

When, in the context of surveillance, a question arises as to whether a particular member is implementing policies consistent with the Principles, the Fund will give the member the benefit of any reasonable doubt, including with respect to an assessment of fundamental exchange rate misalignment. (IMF 2007c)

には韓国の主張のとおり、「自由フロート制」と判定された。2009 年協議における韓国側の主張や、それ以降の協議における為替介入についての韓国側の見解からは、為替制度の判定について、韓国側の主張が変わる可能性が低かったとみられる。このため、IMF 事務局にとっては、かりに、デファクトの為替制度の判定を協議の俎上に載せても、韓国がデファクトの為替制度が「フロート制」とあるとの判定を受け入れる可能性が小さかったため、韓国の姿勢に軟化がうかがえるまでは、協議では取り上げたくないという意向が働き、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が存在することを明示的に示すことになる、ガイダンス・ノートで定められた標準的な記載が見送られてきたものと推察される。

ところが、2017 年協議では、前回協議（2016 年協議）において、韓国の通貨当局が為替介入の情報公開について検討中であると言及し、これは、韓国の通貨当局が、本来、公開すべき為替介入の情報を公開していないことを認めたことでもあるため、ガイダンス・ノートのとおり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度が一致していないことをスタッフ・ペーパーに初めて、記載したとみられる。

韓国について、デジュリの為替制度、デファクトの為替制度がそれぞれ何であるか明確にガイダンス・ノートに記載されないことが続いたのは、事務局内の業務分担も影響していたと考えられる。IMF 事務局内の業務分担として、基本的に、AREAER における加盟国のデファクトの為替制度の判定は、金融資本市場局が担当し、国別サーベイランスは地域局が担当する。AREAER2009 年版では、韓国のデファクトの為替制度について、為替介入の情報が開示されていないにも関わらず、「通貨当局は、2008 年 10 月 1 日以降の何度かの為替介入は自由フロート制の定義と整合的であると公式に認めている」ことから、例外的に「自由フロート制」と判定された。しかし、翌年の 2010 年版では、韓国のデファクトの為替制度について、原則通りに、「自由フロート制」から「フロート制」に判定が変更された。それ以降、AREAER では、為替介入の情報が非公開であることを理由として、韓国の為替制度について、「フロート制」との判定が続いた。国別サーベイランスを担当する地域局としては、2009 年協議の次の協議（2010 年協議）や、それ以降の協議において、かりにデジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離を俎上に載せたとしても、韓国は、「自由フロート制」を引き続き強く主張する一方で、金融資本市場局は、「2009 年分類」の定義に則り、「フロート制」の判定を主張することが容易に想定され、地域局にとって、韓国の通貨当局とだけでなく、IMF 事務局内で金融資本市場局との調整も必要となることが予想されたといえる。さらに、2009 年協議のように、再び、韓国の主張を飲まざるを



得ない結果となれば、他の加盟国の為替制度の判定にも影響が及ぶことになる。こうしたことから、地域局としては、できるだけ、韓国について、デジュリとデファクトの為替制度との間に乖離があることを明かせず、為替制度の判定についての議論を喚起させたくないという思いが働いていたものと推察される。

## 2. フィリピンの為替制度・為替政策についての評価

AREAER によれば、フィリピンでは、2009 年から 2019 年までの 10 年あまりの間、デジュリの為替制度は「自由フロート制」のままである一方、デファクトの為替制度は、一貫して「フロート制」であり、乖離が存在した。IMF は、フィリピン銀行（中央銀行）による為替介入の可能性があるとした上で、為替介入についての情報が非公開であることを主な理由に「フロート制」と判定していた。

### （IMF はフィリピンの為替政策を適切と評価）

フィリピンに対する国別サーベイランスについて、2009 年協議から 2019 年協議までのスタッフ・レポートや理事会の議事概要を確認すると、対韓国協議に比べて、為替レートや為替政策についての言及がかなり少ない。その主な理由として、2009 年協議から 2019 年協議にいたるまで、IMF 事務局や理事会が、総じて、フィリピン銀行による金融政策を適切であると評価していることがあげられる。フィリピン・ペソの水準や為替介入をはじめとする為替政策についても適切であるとの評価が示され、為替制度や為替政策について改善を求めるということもあまり見当たらない。このため、為替レートや為替政策について、IMF 事務局と当局との間で意見が強く対立することもなかった。対韓国協議のように、協議対象国の為替政策に対する IMF 事務局の見方が、時間の経過に伴い大きく変化することもなかった。

2009 年協議において、IMF 事務局は、フィリピン・ペソの水準についてファンダメンタルズに沿ったものであると評価し、理事会もそれを認めている。2009 年協議は、2008 年後半から 2009 年にかけての期間を協議対象とし、世界金融危機の発生により金融市場が不安定化し、世界経済も後退局面にあった。フィリピンの外貨準備高は、2008 年後半から急増したが、為替介入による部分は極めて少なく、増加の多くは、IMF からの特別引出し（SDR）、国債の売却益、アジア開発銀行からの引出金、また、フィリピン・ペソがペソ高の局面にあったことによる為替評価益に拠るものと IMF 事務局は分析していた。また、IMF 事務局は、フィリピン銀行が為替介入をできるだけ

抑制し、海外送金による短期資金の流入等によってドルの流動性が大きく変動することを為替スワップによって平準化しようとする政策運営を評価していた（付表 5-6）。

2011 年協議の協議対象期間は、日本の東日本大震災や欧州金融危機の影響から、フィリピンの経済成長率も低下し、金融市場にも不安定さがあった。こうした中で、理事会は、為替レートの決定を市場の需給に委ねるフィリピンの通貨当局の方針を積極的に評価している。スタッフ・レポートによれば、IMF 事務局は、フィリピン・ペソの水準が中長期的なファンダメンタルズに整合的なものであると分析した上で、資本流出のリスクにも言及し、かりに資本流出が生じたときには、それを緩和するために外貨準備を活用する余地があること等に言及している。IMF 事務局によるこうした考え方を理事会も支持していた。為替レートの決定を市場の需給に委ねつつも、フィリピン経済が新興市場かつ小国開放経済であるため、外国為替市場が不安定化したときには、外貨準備等を活用し、通貨当局が為替介入することの意義を IMF 事務局は認めていた。2014 年協議以降においても、事務局や理事会は、フィリピンの為替政策を含めた金融政策について総じて理解を示している。フィリピン・ペソの水準についても、中期的な視点から IMF 事務局が推計する均衡レートに概ね沿ったものと評価されていた。

#### **（デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離に対する取扱い）**

フィリピンの通貨当局が自国の為替制度を「自由フロート制」と IMF に申告する一方、AREAER では、デファクトの為替制度は「フロート制」と判定され、不一致が生じていた。しかし、こうした不一致が国別サーベイランスのスタッフ・レポートで問題提起されることはなく、理事会で議論されることもなかった。つまり、2009 年から 2019 年までに実施された対フィリピン第 4 条協議は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度が一致していないことが取り上げられてこなかった。AREAER において、デファクトの為替制度がフロート制と判定された主な理由は為替介入の情報が非公開であったことであったが、為替介入に関する情報公開の必要性についても、2018 年協議まで取り上げられることはなかった。これは、為替介入を含めフィリピンの為替政策についての IMF 事務局による分析や評価が、フィリピンの通貨当局の見解と齟齬がなかったためと考えられる。

スタッフ・レポートにおいて、為替介入についての情報公開に初めて言及されたのは、2019 年協議である。ただし、その内容は、情報公開するとしても、介入の実施か

ら時間的ラグを置いてからの公表や詳細のデータをまとめた公表が選択肢としてあげられ、かなり慎重なニュアンスを持つ提案になっている<sup>90</sup>。理事会においても、為替介入の情報公表について、あくまでも、為替介入の実施から適当な時間的ラグを経てから等の条件を付した上での公表が検討されうるという指摘にとどまり、理事会から、フィリピンの通貨当局に対して情報公開を促す提言にはなっていなかった。

### 3. インドネシアの為替制度・為替政策についての評価

AREAER によれば、インドネシアについて、2008 年から 2019 年までの 10 年あまりの間、デジュリの為替制度は「自由フロート制」のままであったのに対して、デファクトの為替制度については、大半の期間が「フロート制」と判定されていた。2008 年から 2019 年までの間、インドネシア・ルピアの変動が一定の狭いレンジ内で推移していた期間が 3 回あり、その期間については、「フロート制」以外の為替制度と判定され、デジュリの為替制度との乖離が拡大していた。2010 年 6 月から 2011 年 2 月までは、ルピアの対米ドルレートが上下 2% 以内で推移していたため、「安定システム (Stabilized arrangement)」に、2012 年 6 月から 2013 年 7 月まではルピアの対米ドルレートに対する減価トレンドが 2% 以内で推移していたため、「準クロールシステム (Craw-like arrangement)」と判定された。2017 年 1 月から 2017 年 12 月までについても「安定システム」と判定された。

以下では、デファクトの為替制度が「安定システム」や「準クロールシステム」と判定され、デジュリとデファクトの為替制度との乖離が拡大した期間を中心に、IMF が、乖離の拡大を含め、インドネシアの為替制度や為替政策をどのように分析・評価していたのかについて検討する。

#### (デジュリとデファクトの為替制度の乖離の拡大期における IMF による評価)

2010 年 6 月から 2011 年 2 月までは、ルピアの対米ドルレートが上下 2% 以内で推移していたため、デファクトの為替制度が「安定システム」と判定された。この時期は、世界金融危機の後、金融緩和の効果もあり、内需主導に景気は回復していたが、ギリシャの債務不安の影響から、2010 年春からインドネシア銀行（中央銀行）の短

---

<sup>90</sup> The authorities could also consider publishing FX intervention data, with appropriate lags and aggregation to guard against market sensitivities. This step may further enhance clarity and transparency of the BSP's inflation targeting framework, given the occasional use of FX intervention. (IMF, 2019 年対フィリピン第 4 条協議スタッフ・ペーパー : 11)

期証券（SBI）が大量に売られ、ルピア安の圧力が強まった。2010年の対インドネシア第4条協議では、インドネシアの通貨当局は、こうしたルピアの下落圧力に対して、積極的な為替介入を実施したことや、為替介入をサポートするため、ルピアの変動を抑制するための政策パッケージを導入したことを積極的に表明し、IMF事務局も、金融市場が不安定化している環境下での通貨当局による積極的な政策運営を好意的に評価していた。また、IMF事務局は、ルピアの水準が概ね均衡水準にあるとして、急激な通貨安を回避するための積極的な為替介入について批判していない。理事会も、為替レートの柔軟性の維持が重要であることを提言しつつも、為替レートが急激に変動するときに、それを回避するための規制導入の必要性も認めていた（付表 5-7）。

ルピアの対米ドルレートに対する減価トレンドが2%以内で推移していたため、デファクトの為替制度が「準クロールシステム」に判定された2012年6月から2013年7月までの時期は、中国やインドの景気減速から世界経済に不透明さが広がったことに加え、米国の量的緩和政策の縮小の見通しの高まりもあり、新興経済から資金が流出し、インドネシアでもその傾向が強まった時期でもあった。2012年の第4条協議においても、インドネシアの通貨当局は、為替政策がインドネシア経済の安定のための重要分野のひとつであると位置づけ、為替介入をはじめとして、様々な政策手段を講じたことと、為替レートについて特定の水準へのコミットメントはしていないことを積極的に表明している。IMF事務局や理事会は、こうした積極的な為替介入が市場の改善に貢献したことを評価していた。

2013年に入っても、ルピアの減価は続き、インドネシアの通貨当局は、積極的な為替介入を続けるとともに、経常赤字拡大の是正やインフレ抑制等のため、金融財政分野において様々な対策を講じていた。2013年第4条協議では、IMF事務局、理事会ともに、インドネシア政府や中央銀行によるこうした政策運営を支持した。ただし、ルピアの減価のスピードが2013年後半に鈍化していたこともあり、為替レートの柔軟性を維持することの重要性についても強調している。

2017年1月から2017年12月までは、ルピアの対米ドルレートが上下2%以内で推移していたことから、デファクトの為替制度が再び、「安定システム」と判定された。この期間を協議対象期間に含む2017年第4条協議では、IMF事務局は、金融政策のスタンスは、物価安定や経済成長の観点から適切であると評価しているものの、為替介入については、市場の無秩序な動きに対処すること限定すべきであると提言していた。IMF事務局は、海外からの資本流入が増加し、経常収支の赤字が縮小す

る状況にもかかわらず、ルピアの対ドルレートが増価せず、ほとんど変化していないことを問題視していた。これに対して、インドネシア側は、為替介入の実施を認めた上で、介入はあくまでもファンダメンタルズを反映した為替水準を維持するためのものであると主張していた。ただし、この為替介入を巡る IMF 事務局とインドネシアとの意見の対立は長引くものではなく、理事会では、インドネシア側が、事務局の政策提言に沿って、為替レートの柔軟性を維持するとともに、為替介入を市場の無秩序な動きの回避に限定することにコミットしたことが記されている。

インドネシアは、2010 年代において経常収支が赤字基調であったため（前掲第 5-3 図）、世界経済の先行きに対する不透明さが広がり、国際金融市場での投資家のリスク回避行動が強まると、資金の引き上げが起き、他の新興国と比べても急激な通貨安の圧力を受けやすい特徴があった。デファクトの為替制度が「フロート制」ではなく、「安定システム」や「準クロールシステム」と判定された時期のうち、ルピア安の圧力が強まった局面（2010 年から 2011 年、2012 年から 2013 年）では、通貨当局による積極的な為替介入に対して、IMF 事務局や理事会は、積極的に評価はしないものの、国際的に金融市場が不安定化した時期においてやむを得ない政策対応とみなしていたといえる。一方、2017 年における為替介入は、IMF は、ファンダメンタルズの改善を反映したルピア高の圧力を減じようとするものであるととらえ、為替介入は市場の無秩序な動きを回避するためだけに限定すべきであると提言していた。

### （デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離に対する取扱い）

インドネシアの通貨当局は、自国の為替制度を「自由フロート制」と IMF に申告する一方で、デファクトの為替制度は「フロート制」や、ルピアの変動が小さいレンジ内で推移するときには、「安定システム」や「準クロールシステム」と判定され、両者の間の乖離は続き、乖離が拡大する時もあった。対インドネシア第 4 条協議は、2009 年から 2019 年まで間、計 10 回実施されたが、こうした乖離について、スタッフ・レポートで取り上げられることもなく、理事会で議論されたこともなかった。デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との間に乖離が存在すること、乖離が拡大することは、問題提起されてこなかった。

前述のとおり、IMF は、インドネシアの為替政策について、ルピア安の圧力が強まった局面では、通貨当局による積極的な為替介入を、いわば危機対応手段のひとつとして容認していたとみられる。他方、外為市場におけるルピア高方向への圧力を抑制しようとする為替介入には否定的であった。

AREAER において、デファクトの為替制度が「フロート制」と判定された理由は、為替介入についての情報が公開されていないことであったが、為替介入に関する情報公開の必要性については、インドネシアに対する国別サーベイランスでは、取り上げられることはなかった。この背景には、2008 年から 2019 年までの 10 年あまりの間、インドネシアは、他の 3 か国と比べ、自国通貨の大幅な変動、特に通貨安方向への急激な変動に直面する傾向があり、為替介入については、その情報を公開し政策を透明化させることよりも、為替レート的大幅な変動の緩和や流動性確保のため、為替介入を効果的に活用することが重視されていたためと考えられる。

#### 4. タイの為替制度・為替政策についての評価

AREAER によれば、タイについて、2008 年から 2018 年までの 10 年間、デジュリの為替制度は「フロート制」のままであり、デファクトの為替制度も一貫して、「フロート制」と判定されてきたため、両者に乖離はなかった。

##### （管理フロート制の下におけるタイの為替政策）

1997 年の通貨危機を契機として、タイの為替政策は、米ドルとの連動性が高いバスケット・ペッグ制から管理フロート制へと移行するとともに、ベースマネーの目標値を設定するマネタリー・ターゲット政策を採用し、為替レートの安定化と外貨準備の回復を最優先事項とした。当時、すでに通貨供給量と実物経済の成長との関連性が薄れているとの認識が一般化していたこともあり、2000 年初めの IMF プログラムからの卒業に合せて、2000 年 5 月からは、物価の安定を最優先事項とするインフレーションターゲット政策に基づく管理フロート制に移行していた（小笠原 2014）。タイでは、アジア通貨危機前のマクロ経済運営において、為替レートの安定性を維持することは、最も優先事項の高い政策目標とされていた。これは、アジア通貨危機前の 1990 年代において、韓国、フィリピン、インドネシアが変動制に移行していたのに対して、タイがバスケット・ペッグ制を採用し、為替レートを名目アンカーとしていたこととも関係していたと考えられる（小倉 2003, 西村 1997）。また、通貨危機後の為替政策のレジーム転換時だけでなく、現在にいたるまで、4 か国のうち、タイのみが、「自由フロート制」ではなく、「フロート制」（管理フロート制）を表明している<sup>91</sup>。タ

---

<sup>91</sup> タイ銀行（中央銀行）は、インフレーションターゲット政策に基づく管理フロート制の下、「タイ・バーツは、為替市場における需要と供給を反映し、市場において決定される」とした上で、i) 為替レートに特定の水準をターゲットとして設定しない、ii) 過度のボラティ

イは、為替介入の目的に、自国経済のファンダメンタルズを反映した為替レートの維持、競争力の確保を含めていることを明らかにしていることが特徴的である。為替介入を市場の混乱時だけでなく、自国通貨がファンダメンタルズから乖離したときにも為替介入を実施することを明らかにしているのは、通貨・金融政策の枠組みを 1990 年代から大きく変更しても、マクロ経済運営において、輸出セクターの成長の観点から為替レートの安定性を重視する傾向が強いことを示すものといえる（小笠原 2014）。

### （国別サーベイランスでほとんど考慮されていないデジュリの為替制度）

タイは、IMF に自国の為替制度を「フロート制」と申告しているとともに、対外的にもタイ銀行が「フロート制」にコミットしていることを明らかにしている。この点は、韓国、フィリピン、インドネシアが、自由フロート制を表明していることと大きく異なる。このように、デジュリの為替制度が他の 3 か国と違うことによって、国別サーベイランスにおけるタイの為替制度や為替政策の評価において、他の国の評価とどのような違いを生んでいるのかという視点から、対タイ第 4 条協議を検討してみる。

---

リティの際、特にそれが投機的な資本の流れによる場合は、インフレターゲットの枠組みと整合的な方法で、為替介入する用意がある、と表明している。さらに、タイに特徴的であるのは、タイ銀行が、為替レートの決定を為替市場の需給に委ねていても、為替レートの水準が均衡水準から外れてしまい、為替レートの過度のボラティリティを招く可能性があるとした上で、こうしたケースに備え、以下の 3 点を考慮したフロート制の運用を表明していることである。1 点目は、タイ・バーツが過度に変動するときには、為替レートのボラティリティを経済が耐えうる水準に収まるように為替介入を行う用意があること、2 点目は、主要な貿易相手国通貨で構成される名目実効為替レートで測った競争力を維持すること、3 点目は、経済のファンダメンタルズに逆らうような為替介入は行わないことである。

以下は、インフレターゲット政策に基づく管理フロート制についてのタイ銀行による発表（原文）の抜粋である。

Under the managed float, the Bank of Thailand (1) does not target a fixed level for the exchange rate, (2) stands ready to intervene in the case of excess volatility, particularly resulting from speculative capital flows, in a manner consistent with the Bank's inflation targeting framework.

In some instances, however, supply and demand may be at a disequilibrium, leading to excessive volatility in the value of the baht. The Bank of Thailand aims to ensure that the value of the baht is allowed to fluctuate under the following conditions; (1) the Bank of Thailand stands ready to intervene in the foreign exchange market such that volatility of the exchange rate is at a level that the economy can tolerate, (2) maintaining national competitiveness, as measured through the Nominal Effective Exchange Rate (NEER), which comprises currencies of important trading partners - and not just the US Dollar, and (3) any intervention does not go against economic fundamentals which would otherwise lead to further imbalances. （出所：タイ銀行 <https://www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/ExchangeRate.aspx>（2020 年 8 月 20 日現在））

2009 年協議から 2019 年協議までに実施された対タイ IMF 第 4 条協議について、スタッフ・レポートや理事会の議事概要を確認すると、直近 3 回の協議（2006 年、2018 年、2019 年）においては、いずれも、為替レートの柔軟性の確保が理事会からの提言に盛り込まれている（**付表 5-8**）。2018 年協議では、経常収支黒字の拡大や資金の流入により、タイ・バーツの増価圧力が強まっている中で、当局がバーツ高を抑制するための為替介入を実施していることに対して、IMF 事務局は、為替介入の依存度を引き下げ、バーツ高の動きを容認することで、経常収支黒字の縮小期待が広がり、市場のバーツ高期待が緩和できると主張していた。自国通貨高を抑制しようとするタイの通貨当局の為替介入にもかかわらず、2017 年のバーツの増価の程度は、近隣諸国と比較しても最も大きいものであった。2018 年末から、バーツは再び増価し、2019 年春からは、世界経済の減速によって一層、資金の流入が進み、バーツ高が加速した（前掲**第 5-2 図**）。これに対して、通貨当局は、海外からの短期資金の流入を抑制するため、非居住者のバーツ勘定の制限額の引下げ等を実施した。IMF 事務局は、急激な短期資金の流入に対する規制の導入はプラスに評価していたが、為替介入は、市場の無秩序な状況に対処するときに限定すべきであり、為替レートの調整によって、対外不均衡の是正を遅らせないことが、負の実物ショックや金融ショックを招かないことにつながると主張していた。これに対して、タイ側が理事会に提出した意見書によれば、為替レートの柔軟性にはコミットしているとした上で、経常収支黒字が急速に減少しているにもかかわらず、海外からの資金流入が続き、過去 3 年間のバーツの増価が名目実効レートで 17% 超となっていること、事務局の主張するように急激なバーツ高への動きを容認すれば、マクロ経済の安定性を損なう恐れがあること等を主張し、バーツ高を抑制するための為替介入の正当性を主張していた。こうしたタイ側の主張は、タイ銀行が事前に表明していた為替制度や為替政策と整合的であったが、IMF 事務局や理事会による為替政策の評価には、こうしたタイ銀行による為替政策の事前の表明（デジュリの為替制度）については何ら言及されることもなく、考慮されていなかった。

2019 年協議では、IMF 事務局は、タイの経常収支黒字がファンダメンタルズを反映した均衡水準を上回るレベルであるとの推計結果を示し、通貨高を抑制するような為替介入は止め、為替介入は市場の無秩序な状況に対処するためだけに限定すべきであると提言していた。こうした提言は、インドネシアに対しての提言、特に、2017 年に、インドネシア・ルピアの増価方向への動きを抑制するために、インドネシアの通貨当局が積極的な為替介入を実施しているとみられていたときに、IMF 事務局がイ



インドネシアに対して出した提言とほとんど同じものであった。タイは、インドネシアと違い、対外的に「フロート制」を表明し、IMF に申告するデジュリの為替制度も「フロート制」であった。しかし、国別サーベイランスにおける為替制度や為替政策についての評価において、IMF 事務局や理事会は、加盟国がデジュリの制度として、「自由フロート制」、「フロート制」のいずれを表明しているのか、また、どのような為替制度を事前に表明していたのかについては、ほとんど考慮していなかったといえる。

### 第 5.3 節 国別サーベイランスにおける為替政策の評価方法の変化

前節では、世界金融危機以降において実施されてきたアジア 4 개국に対する国別サーベイランスにおける、為替制度や為替政策についての分析・評価について概観したが、デジュリとデファクトの為替制度の乖離については、ほとんど取り上げられてこなかったのに対して、為替レート・経常収支の水準については、いずれの国においてもしばしば取り上げられるようになっていた。これは、世界金融危機以降、サーベイランスの新たな指針である「2007 年決定」に基づき、国別サーベイランスが実施され、さらに、「2007 年決定」に代わり「2012 年決定」が採択されたことによる影響が大きかった。

本節では、「2012 年決定」の採択によって、国別サーベイランスがどのように変化したのかについて整理する。

#### 1. 為替政策に対する包括的なサーベイランスの推進

##### （国別・多国間サーベイランスの統合）

IMF のサーベイランスは、大きく分けて、加盟国それぞれに焦点をあてた国別サーベイランスと、世界経済の監視を行う多国間サーベイランスがある。1990 年代に発生したメキシコやアジア等の新興国で発生した通貨・金融危機の教訓を踏まえ、危機の再発予防の観点から、また、国別サーベイランスの指針として「1977 年決定」が策定されてから 30 年が経過し、世界規模での貿易・金融面の統合の進展等の大きな変化があったことから、IMF のサーベイランスの焦点の当て方や方法を明確にするため、2007 年 6 月、IMF 理事会において、「1977 年決定」に代わり「2007 年決定」が採択された (IMF 2007c)。「2007 年決定」の採択をはじめとするサーベイランス強化は、2000 年代半ばの IMF 改革の柱のひとつであった。しかし、こうした取組みにも関わ

らず、2008 年秋以降の世界金融危機、2009 年 11 月のギリシャ債務危機に端を発した欧州の債務危機問題に対して、IMF が危機を予知し、適切な政策是正の提言を出せなかったことから、再び、サーベイランスの機能強化の必要性が指摘されるようになっていた（高木 2013）。

2011 年 11 月の G20 首脳会議（カンヌ）では、世界金融危機や欧州債務問題の発生を踏まえ、国際通貨システムを安定的かつ強靱なものとするための改革を引き続き推進することが確認された<sup>92</sup>。その改革のひとつとして、IMF によるサーベイランスの強化のため、国別サーベイランスと多国間サーベイランスの統合の必要性が指摘され、首脳声明にも盛り込まれた。G20 首脳会議（カンヌ）において、国別サーベイランスと多国間サーベイランスの統合の必要性が合意された背景には、IMF によるサーベイランスの質の向上についての議論がすでに IMF 内で行われ、その議論を踏まえて作成されたとみられるラガルド専務理事名による「サーベイランス強化のためのアクション・プラン<sup>93</sup>」（IMF 2011）が、G20 首脳会議の直前の 2011 年 10 月に、発表されていたことがある。同アクション・プランでは、世界金融危機や欧州の債務危機問題の教訓から、国別サーベイランス、多国間サーベイランスの両方において、実体経済や金融分野、財政分野などの異なるセクターや異なる国相互の連関性や加盟国の施策が世界経済に及ぼす潜在的波及効果などについての分析を進展させなければならないことや、国を超えた関連性が高まる中で、異なる国の相互依存関係を支える重要な要素として「対外安定性」があり、為替レートを含めた加盟国の「対外安定性」についての評価手法を向上させなければならないことが掲げられている。

国別サーベイランスと多国間サーベイランスの統合の必要性が G20 首脳会議（カンヌ）において合意されてことを受けて、ラガルド専務理事による「サーベイランス強化のためのアクション・プラン」（IMF 2011）をベースに検討が進められ、2012 年 7 月に、IMF 理事会において、サーベイランスの運用指針として、「2007 年決定」に代わり、「国別サーベイランスおよびマルチラテラル・サーベイランスに関する決定（統合されたサーベイランス決定）」<sup>94</sup>（以下、「2012 年決定」という。）が承認され

---

<sup>92</sup> [https://www.mofa.go.jp/policy/economy/g20\\_summit/2011/declaration.html](https://www.mofa.go.jp/policy/economy/g20_summit/2011/declaration.html)（2020 年 11 月 28 日現在）

<sup>93</sup> Managing Director's Statement on Strengthening Surveillance

<sup>94</sup> The New Decision on Bilateral and Multilateral Surveillance (or Integrated Surveillance Decision)。

なお、「国別サーベイランスおよびマルチラテラル・サーベイランスに関する決定」（「2012 年決定」）は、2013 年 1 月 18 日以降の理事会で審議される国別サーベイランス（第 4 条協議）から適用されることとされた。

た(IMF 2012b)。「2007 年決定」は、国別サーベイランスだけを対象にしていたのに対して、「2012 年決定」は、多国間サーベイランスの手法についても明確にした。「2012 年決定」は、加盟各国や世界全体としての安定性についての考え方や評価が、国別サーベイランス、多国間サーベイランス、それぞれがバラバラではなく一貫性を持ったものであることや、国別サーベイランスがそれ自体のためだけでなく、多国間サーベイランスのツールでもあることといった、文字通り、国別サーベイランスと多国間サーベイランスの統合をめざしている。さらに、「2012 年決定」では、国別サーベイランスにおいて、為替政策に加え、国内政策の重視が強調されている。これは、加盟各国の国内政策や国内のマクロ経済の不均衡が他国にも波及効果を及ぼし、ひいては、世界経済の安定性にも影響するという認識に立ったものであった。

#### **(為替政策に対するより包括的なモニタリング)**

「2012 年決定」によって、多国間サーベイランスの手法が明確化されることとなったが、IMF は、国別サーベイランスの手法は、「2007 年決定」から基本的に変更はないとしている(IMF 2012b)。「2007 年決定」では、国別サーベイランスにおいて、加盟国の為替政策が IMF 協定第 4 条に沿ったものであるかを確認するときの「原則」として、「対外安定性」が追加された。「2007 年決定」において、「対外安定性」とは、国際収支のポジションが不規則な為替相場の変動をもたらさないか、あるいは、もたらす可能性が小さい状態を意味するとされている。「2012 年決定」では、「対外安定性」に代えて、「国際収支の安定性 (Balance of payment stability)」という用語が使用されることとなった。「2012 年決定」における「国際収支の安定性」は、「2007 年決定」の「対外安定性」と同じ意味であるものの、「2012 年決定」では、「国際収支の安定性は加盟各国の水準で評価する<sup>95)</sup>」という一文が追加されたことに注意が必要である。IMF によるプレス発表などではこの点に言及されていないが、国別サーベイランスにおいて、加盟各国の為替政策を評価するための手法に直接的に影響する重要な変更点である。これによって、「2012 年決定」に基づいて実施される国別サーベイランスでは、加盟各国の為替政策を評価するときに、為替レートだけでなく、国際収支の水準も重視されることになった。「2012 年決定」を踏まえて作成された担当者向けの「国別サーベイランスのガイダンス・ノート<sup>96)</sup>」(IMF 2012c)によれば、「国際収支の安定性」についての評価は、為替レートや為替政策についての評価よりも包括的な

---

<sup>95)</sup> 原文 : Balnce of payments stability is assessed at the level of each member.

<sup>96)</sup> Guidance Note for Survieillance under article IV consultations

ものであるとの方針が示され、こうした方針に基づき、「国際収支の安定性」についての評価では、経常収支と為替レートが中期的なファンダメンタルズだけでなく、望ましい政策と整合的であるかについて明確に分析しなければならないこととされている。従来よりも国内政策が重視されたことによって、経常収支と為替レートの分析・評価において、財政政策や社会保障制度の改革等の国内政策がより考慮されるようになったとみられる。

### （「対外セクター報告書」の作成）

IMF は、国別サーベイランスと多国間サーベイランスを統合し、そのサーベイランスの運用指針として、多国間サーベイランスもその対象に含む「2012 年決定」を策定した（IMF 2012b）。国別サーベイランスと多国間サーベイランスの統合の具体的成果として、主要各国の対外収支を多国間の整合性の視点を交え横断的に評価する「対外セクター報告書（External Sector Report）」の公表をあげることができる。主要国の対外収支を横断的に評価する初めての取組みとして、2012 年 7 月、「対外部門の安定性に関するパイロット報告書（Pilot External Sector Report）」が公表された。「2012 年対外部門の安定性に関するパイロット報告書」は、世界の主要 29 か国とユーロ圏における対外収支を、為替レート、経常収支、対外バランスシート、外貨準備高、資金フローから体系的に評価している。2012 年のパイロット報告書の公表以降、評価に用いる分析モデルの改善などが行われ、2013 年、2014 年と、パイロット報告書が公表された。2015 年からは、「対外セクター報告書（External Sector Report）」として正式に毎年夏に公表されている。さらに、「2012 年決定」によって、「対外セクター報告書」が対象とする 29 の加盟国に対する国別サーベイランスのスタッフ・レポートでは、経常収支や為替レートについての分析や評価において、「対外セクター報告書」で示された規準値やそれに基づく評価が活用されることになった（IMF 2012b, IMF2012c）<sup>97</sup>。

## 2. 為替政策についての定量的な評価の適用拡大

### （為替レートの水準についての定量的な評価手法）

1990 年代より、IMF 内では、戦略政策審査局と調査局が共同で運営するワーキング

---

<sup>97</sup> 「対外セクター報告書」が分析対象としていない加盟国の国別サーベイランス（第 4 条協議）では、為替レートについての分析は CGER による均衡レート（推計値）を含めることとされている（IMF 2012c）。

グループである CGER(Consultative Group on Exchange Rate Issues)において、ファンダメンタルズを反映した各国の均衡為替レートの推計手法が開発され、CGER による均衡為替レートの推計結果が国別サーベイランスでも活用されてきた。当初は、先進国の通貨のみを対象としていたが、推計手法の改善とともに、推計対象を新興国・途上国の通貨にも拡大してきた。

米国は、2000 年代半ばの IMF 改革の一環としての IMF による為替政策のサーベイランスの強化を積極的に支持し、「2007 年決定」が採択された後も、主要貿易相手国の為替政策に対する戦略において、IMF によるサーベイランスを有効に活用させたいという意図から、「2007 年決定」に則った為替政策サーベイランス機能の強化に実現に向けて積極的に取り組んできたとみられる。それを示すものとして、2009 年 10 月の米財務省「外国為替政策報告書」<sup>98</sup>の付属文書「IMF による IMF 加盟国に対する 2 国間及び多国間サーベイランスについての議会への報告<sup>99</sup>」がある。この文書には、2009 年補正予算法（Supplemental Appropriations Act, 2009）<sup>100</sup>によって、米財務省は議会に対して、i）為替操作を回避するため、IMF 第 4 条の下での IMF のサーベイランス機能がどのように改善し実効性を持つようになるのかについての報告、ii）IMF 内部での為替レートの推計を公表することについての実現可能性や有用性についての報告、iii）IMF が国際金融の安定性を推進し効果的な多国間サーベイランスを実施できるようになるための提言、を行わなければならないとされている。

米財務省から議会に報告しなければならないとされる 2 つめの項目にある、「IMF 内部での為替レートの推計」とは、IMF 内の部局横断的なワーキンググループである CGER が、27 か国の通貨について、ファンダメンタルズに応じて推計した均衡為替レートのことである。CGER は、2009 年当時、年 2 回、27 か国の通貨について、ファンダメンタルズから推計される均衡レートと現実の為替レートとを比較し評価していたが、その評価結果は、あくまでも IMF 内部用としての取扱いであり、公表されていなかった。ただし、国別サーベイランスにおける為替レートの評価において、CGER による推計結果が使用されることがあったが、その判断は、国別サーベイランスを担当する地域局に委ねられ、国別サーベイランスにおける為替政策の評価において、CGER の推計による均衡レートを活用することについての明確な定めはなかった。

---

<sup>98</sup> 米財務省「外国為替政策報告書」の詳細は、次節参照。

<sup>99</sup> Report to Congress on IMF Bilateral and Multilateral Surveillance over Members' Policies (<https://home.treasury.gov/system/files/206/Appendix2FinalOctober152009.pdf>)

<sup>100</sup> TitleXIV, Section1403 (c) of the Supplemental Appropriations Act, 2009(P.L.111-32)

「外国為替政策報告書」（2009 年 10 月）の付属書<sup>101</sup>には、CGER によって推計される均衡為替レートやそれに基づく評価結果を国別サーベイランスのスタッフ・レポートにおいて公表することが、IMF による為替政策サーベイランスの透明性の向上につながるなど、公表によるメリットが述べられている。米国は、国別サーベイランスにおいて、実際の為替レートの水準が CGER による為替レート推計値と比較して評価され、為替レートについての評価手法が標準化されることに非常に積極的であった。このように、米国は、IMF による国別サーベイランスにおける具体的な分析・評価手法の選択にも深く関与し影響を及ぼしていた。

### （包括的かつ定量的な評価手法）

「対外セクター報告書」において、経常収支や為替レートの規準値を算出する手法（EBA：External Balance Assessment）は、CGER による推計手法をベースに新たに開発されたものである。CGER による推計手法との大きな違いは、CGER では各国の中期的なファンダメンタルズから均衡為替レートを算出するのに対して、EBA では、ファンダメンタルズだけでなく、国内政策を含めた現在の政策が望ましい政策に転換されることを前提として、経常収支と実質実効レートの規準値（norm）を推計していることである。なお、経常収支と実質実効レートの規準値を推計するときには、国ごとの特殊事情を考慮する必要があるため、EBA の開発を担当する調査局が国別サーベイランスを担当する各地域チームとの議論を踏まえ、多国間の整合性や公平性も考慮するとしている（Phillips *et al.* 2013）。

「対外セクター報告書」では、分析対象となっている各国の対外収支について、対外債権・債務、経常収支、実質為替レート、資本収支（資金フロー）、為替介入と外貨準備高の 5 項目から評価されているが、中でも、EBA によって規準値が算出される経常収支と実質為替レートの 2 項目が重視されている。経常収支と実質為替レートについては、EBA によって算出される規準値と現実値が比較され、経常収支、実質為替レートのそれぞれについて、現実値の規準値からの乖離の程度に応じて、予め決められたルールに基づいて、対外収支（対外ポジション）の全体評価が行われる仕組みとなっている。IMF による実際の全体評価をみると、実質為替レートよりも経常収支が重視されている。対外収支（対外ポジション）の全体評価は、全体で 6 段階ある。例えば、経常収支の対 GDP 比の規準値からの乖離が上下 1% 以内かつ実質実効レートの乖離が上下 5% 以内であれば、「対外収支（対外ポジション）の全体評価は、

---

<sup>101</sup> 前掲脚注 99

ファンダメンタルズと望ましい政策に概ね整合的である<sup>102)</sup>と評価される。

### （国別サーベイランスにおける「対外セクター報告書」の活用）

「対外セクター報告書」が分析対象としている主要 29 か国の中には、韓国、インドネシア、タイの 3 か国が含まれる。これら 3 か国に対する国別サーベイランスにおける為替制度や為替政策についての分析・評価について、第 5.2 節において分析してきたが、「2007 年決定」が適用されていた 2000 年代後半には、為替レートの水準について、CGER によって推計される均衡為替レートを基準として評価が行われていたのに対して、「2012 年決定」の採択以降は、EBA による経常収支と実質為替レートについての規準値と実際の値とが比較され評価されるようになっていた。「対外セクター報告書」の対象ではないフィリピンについても、CGER の推計による均衡為替レートとの比較に基づき、為替レートの水準が評価されていた。また、2000 年代末から 2010 年代に実施された 4 か国に対する国別サーベイランスでは、CGER や EBA による経常収支や為替レートについての定量的な分析とそれに基づく評価は、スタッフ・レポートにおいて、参考的な扱いではなく、むしろ、協議対象国の対外セクターや為替政策についての評価の判断根拠として、その重要性が高まってくる傾向にあり、スタッフ・レポートを踏まえた理事会の議論においても、CGER や EAB による推計値が重視されていた。

国別サーベイランスでは、第 5.2 節のとおり、韓国だけが他の 3 か国とは違い、為替レートの水準についての評価や為替介入の規模・頻度などについて、IMF 事務局と協議対象国の通貨当局との見解の相違が、2011 年協議から顕在化し、2013 年協議では対立がさらに激化した。対韓国第 4 条協議では、2012 年協議からスタッフ・レポートにおいて、「対外セクター報告書」による評価が初めて引用されるが、そのときの「対外セクター報告書」による評価は参考程度の扱いであった。ところが、2013 年協議のスタッフ・レポートでは、「対外セクター報告書」による分析・評価が重視されるだけでなく、「対外セクター報告書」による評価を補強するような分析が地域局によって追加された上で、韓国の通貨当局に積極的な為替介入の是正を求めた。これに対して、韓国側は、IMF による対外セクターについての分析手法の妥当性自体を強く批判し、IMF 事務局による提言に強く反発する姿勢を示した。韓国側が強く反発した理由のひとつには、「2012 年決定」によって、「対外セクター報告書」による対外セクターについての評価が国別サーベイランスにおいて重視されることは、2013 年

---

<sup>102)</sup> 原文：The external position is broadly in line with fundamentals and desirable policy settings.

協議における一時的なものではなく、翌年以降の国別サーベイランスにも関わる恒常的なものであったことや、「対外セクター報告書」による評価が IMF における他のレポート等における韓国の為替政策についての分析や評価にも影響を及ぼすことが予想されたためと考えられる。2013 年当時、「対外セクター報告書」は、パイロット報告として、分析モデルの改善が行われていた段階であり、韓国としては、EBA の推計手法が確立される前に、できるだけ自国に不利にならないように分析方法を修正することが中期的な自国の通貨戦略にかなうと考えたものとみられる。

#### **第 5.4 節 為替政策サーベイランスに対する米国の影響力**

本章のこれまでの節から、世界金融危機以降、特に 2010 年代に実施された国別サーベイランスにおいて、デジュリとデファクトの為替制度の乖離を含む、為替制度の判定についてはほとんど取り上げられることがなかったのに対して、為替レート・経常収支の水準については、定量的に分析・評価され、それが為替政策についての評価において重視されるようになっていたことがわかった。これは、1990 年代末から 2000 年代前半に実施された国別サーベイランスでは、デジュリとデファクトの為替制度の乖離と同じように、為替レートの水準も、デリケートな問題として慎重に扱われ、深い分析や活発な議論が行われてこなかったことからの大きな変化といえる。この変化には、国別サーベイランスの指針である「2007 年決定」や「2012 年決定」の影響が大きかったと言えるが、そこには、IMF の最大の出資国であり、理事会における投票数も最多である米国の影響があった。

米国は、年 2 回、主要貿易相手国の為替政策について「外国為替政策報告書」を公表するなど、諸外国の為替政策は、米国にとって重視してきたテーマである。このため、IMF における為替政策サーベイランスに対する米国の関心は高く、また、サーベイランスへの米国の影響力は少なくなかったと考えられる。本節では、世界金融危機以降を中心として、IMF における為替政策サーベイランスに、米国がどのように関与していたのかについて検討する。

##### **1. 米国の主要貿易相手国の為替政策に対する政策の転換点**

###### **（米財務省「外国為替政策報告書」）**

米財務省は、「1988 年包括貿易競争法（Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988, 22 U.S.C. § 5305）（以下、「1988 年法」という。）」に基づき、4 月と 10 月



の年 2 回、「米国主要貿易相手国の外国為替政策報告書<sup>103</sup>（以下、「外国為替政策報告書」という。）」を連邦議会に提出することが義務づけられ<sup>104</sup>、連邦議会は、この報告書に基づき、貿易上の不公正な優位性の確保や国際収支の効果的な調整を妨害するような為替相場の不当操作を行っている国を為替操作国と認定し、為替操作国に対して、大統領、財務省は交渉する義務がある<sup>105</sup>。「1988 年法」に加え、2016 年 2 月には、「2015 年貿易円滑化・貿易執行法 第 701 条 (Section 701 of the Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015, 19 U.S.C. § 4421.)」（以下、「2015 年法」という。）が制定され、為替操作国認定のための数値基準が設定された。加えて、仮に為替操作国と認定された場合、為替操作国に対する報復措置としての行動計画の策定等が大統領、財務省に義務づけられた。「1988 年法」が為替操作国に為替政策の是正を求めるだけにとどめていたのに対して、「2015 年法」によって為替政策を是正しない国に対して制裁措置を取ることが可能となった。「1988 年法」から約 27 年ぶりに「2015 年法」が制定され、他の国の為替政策に対する厳しい姿勢が示されることになった。

これまでの米財務省「外国為替政策報告書」をみると、1980 年代後半から 1990 年代前半にかけて、台湾、韓国、中国の 3 か国は、為替操作国と認定された期間がある。韓国については、1988 年 10 月と 1989 年 4 月に、台湾とともに為替操作国に認定された。1989 年 10 月に、為替操作国から台湾は外れたが、韓国は単独で為替操作国に認定された。1990 年 4 月以降、韓国は為替操作国に認定されていない<sup>106</sup>。中国が 1994 年 7 月に認定されて以降、2019 年 8 月に約 25 年ぶりに為替操作国に認定されるまで、いずれの国も為替操作国に認定されていなかった<sup>107</sup>。

韓国は、米財務省「外国為替政策報告書」が公表されるようになった当初(1988 年)

---

<sup>103</sup> Report to Congress, Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States

<sup>104</sup> 1988 年包括貿易競争法（1988 年法）によれば、財務省は毎年 10 月 15 日までに報告書を議会に提出し、その後、6 か月以内に情報をアップデートした報告書を提出することとされている。ただし、報告書の公表のタイミングは、同法において公表することとされている時期（10 月・4 月）からずれることも多い。

<sup>105</sup> 「1988 年法」は、1980 年代、米国の貿易赤字拡大を背景に、米国経済の競争力を回復するため、主要貿易相手国が不当な為替操作を実施していないかどうかを監視する目的で策定されたものである。スーパー 301 条等とともに 1988 年包括貿易競争法の一部を構成するものである。

<sup>106</sup> 1992 年 5 月に中国と台湾、1992 年 12 月に中国と台湾、1993 年 5 月、11 月、1994 年 7 月に中国のみが為替操作国と認定された。

<sup>107</sup> 2020 年 1 月の「外国為替政策報告書」では、米中間の二国間協議において、中国側が競争的な通貨引下げの自制をコミットしたこと等から、中国の為替操作国の認定が解除されている。

に為替操作国に認定された。為替操作国の認定が外れた後も、主要貿易相手国のひとつに取り上げられ、また、「2015 年法」によって、2016 年 4 月以降は、「監視リスト」に入っているため、韓国の対外収支やマクロ経済動向、為替政策等は個別に分析されてきた。一方、本研究が分析対象とする 4 か国のうち、フィリピン、インドネシア、タイについては、いずれにとっても米国は主要な貿易相手国であるが、米国にとっては、これらの国との貿易額が小さいことから、2020 年 1 月までに発行された「外国為替政策報告書」では、個別の調査対象国にはなっていない<sup>108</sup>。

韓国については、1988 年から長年にわたって、個別の調査対象国となっていることから、以下では、「外国為替政策報告書」における韓国についての分析や評価がどう変化してきたのかを、IMF 対韓国第 4 条協議とも比較しつつ検討することを通じて、米国が IMF の為替政策サーベイランスに及ぼした影響を議論する。

#### **（米国政府による韓国の為替政策に対する評価の転換点）**

2000 年代後半以降に公表された米財務省「外国為替政策報告書」における韓国についての記述を比較すると、2011 年 2 月報告は、その前回（2010 年 7 月）の報告から大きく変化している。2010 年 7 月では、従来の報告書と同じように、韓国のマクロ経済動向やマクロ経済政策、国際収支、韓国ウォン等の状況について、事実を淡々と述べるにとどまり、韓国の経済動向や為替レートの推移などに対して、米国政府としての見解や評価、また、韓国政府の政策に対して改善を促すような表現はみられない。ところが、2011 年 2 月では、韓国の為替政策に関する記述の分量が増加しただけでなく、内容面においても、ウォン高方向への為替レートの動きを抑制しようとする韓国による為替介入や外貨準備高の更なる増加を批判し、その改善を求めている。2010 年 7 月と比べ、韓国の為替政策に対して、米国政府のスタンスに明らかな違いがある。

2010 年 7 月報告と 2011 年 2 月報告を比較すると、2010 年 7 月報告では、「韓国銀行（中央銀行）は、フロート制を維持しているが、韓国ウォンのボラティリティを滑らかにするために為替介入を行う<sup>109</sup>」とある。これに対して、2011 年 2 月報告では、「韓国は、公式には、市場で決定される為替レートを維持している。韓国銀行は、韓国ウォンのボラティリティを滑らかにするためと公式に明言し、為替市場での介入

---

<sup>108</sup> 2020 年 12 月発行の「外国為替政策報告書」では、韓国に加えてタイが、「監視リスト」に入り、個別の調査対象国となっている。

<sup>109</sup> 原文：The BOK maintains a floating exchange rate but intervenes to smooth won volatility.

を行っている<sup>110</sup>」と表現が変更された（付表 5-9）。大きな違いは、2011 年 2 月報告では、当局が為替政策について公式に表明していることと、実際に実施されている為替政策とが異なることを念頭に置いた表現になっていることである。「韓国は『公式には』市場で決定される為替レートを維持している」、「為替介入の『公式の目的』は、韓国ウォンのボラティリティを滑らかにするため」というように、通貨当局の公式の立場を紹介した上で、実際には、公式に表明されている為替政策とは違い、世界金融危機から数か月が経過し、韓国ウォンの急落のリスクが小さくなった局面においても、韓国ウォン高への動きを抑制するため、外国為替市場における需給の動きに抵抗するような為替介入が実施されていると述べられている。

さらに、2011 年 2 月報告では、韓国の通貨当局が為替操作的な介入を行っていることを示すものとして、韓国ウォンが通貨安の水準にあることや、為替介入の規模が（公表されている）外貨準備高の増分以上に大きいとみられることについて、複数のデータが列挙されている。韓国ウォンの水準については、国内経済や輸出の回復にも関わらず、実質実効レートでみて世界金融危機前の水準を 25% 下回ることに加え、2010 年 IMF 対韓国第 4 条協議から、均衡レートよりも 5~20% のレンジで通貨安の水準にあると推計されたことが引用されている。また、大幅に増加した外貨準備高は金融危機前の水準を上回り、GDP の 29%、対外短期債務の 2 倍に達するということに加え、2009 年 2 月から 2010 年 12 月までの為替介入額が、中央銀行による先物市場での為替取引額や FRB（連邦準備制度理事会）との為替スワップ取引の精算分等を考慮すると、外貨準備高の増加分を上回ることも指摘している。単一の証拠ではなく、複数の証拠を示すことで、韓国の為替政策の問題点を明らかにしようとする米国政府の意気込みが感じられる。このように為替介入の量や韓国ウォンの水準等について詳しくデータを示し説明した上で、「韓国経済の回復、外貨準備高の積み上がり、経常収支黒字の再拡大を踏まえると、為替レートの柔軟性の拡大と為替介入の縮小の余地がある<sup>111</sup>」と結論付けている。

「外国為替政策報告書」では、2011 年 2 月以降も、米国は、韓国に対して為替政策の是正を引き続き求めている。米国が韓国に対して為替政策の是正を求める表現について、2011 年 2 月の報告における表現は、それ以降に公表された報告での是正

---

<sup>110</sup> 原文：South Korea officially maintains a market-determined exchange rate. The Bank of Korea (BoK) intervenes in the exchange market with the stated objective of smoothing won volatility.

<sup>111</sup> (However,) given the strength of the Korean recovery, rebuilding of reserves, and the rebound of the current account surplus, there is room for a greater degree of exchange rate flexibility and less intervention.

を求める表現よりもかなり穏当である。しかし、韓国の為替政策に対する米国の評価や見解さえ示されていなかった 2010 年 7 月までの報告と比べると、米国の韓国の為替政策に対する戦略に大きな変化があったことを示すものである。

IMF 対韓国第 4 条協議において、IMF 事務局が韓国の為替政策を批判的に評価し、為替介入をはじめ、為替政策を是正するべきであると、スタンスを大きく変化させたのは 2011 年協議であった、続く 2013 年協議では、為替政策についての IMF 事務局と韓国との対立が激化し、2015 年協議、2016 年協議においても、両者の見解にはかなり隔たりがあった（第 5.2 節）。2011 年対韓国第 4 条協議は、2011 年 7 月下旬に理事会で議論され、IMF 事務局が同年 6 月中旬までに韓国側との政策対話を実施し、スタッフ・レポートを同年 7 月中旬までに作成している。IMF 事務局が 2011 年対韓国協議の一連の作業プロセスに入る前に、2011 年 2 月の米財務省「外国為替政策報告書」は公表されていたことになる。対韓国第 4 条協議において、韓国の為替政策に対する IMF 事務局や理事会の評価やそれを受けて出される政策提言が変化した転換点は 2011 年協議にあったが、この変化を促したものとして、2011 年 2 月の米財務省「外国為替政策報告書」で示されるように、IMF の最大の出資国である米国政府の韓国の為替政策に対する評価が批判的に変化したことがあると考えられる。

#### （2011 年 2 月「外国為替政策報告書」にみる大きな変化）

米財務省「外国為替政策報告書」は、毎年 4 月と 10 月に議会に報告するとされているが、大統領選挙や中間選挙を控えているときには公表が遅れることがしばしばある。しかし、2010 年秋に公表予定であった「外国為替政策報告書」は、前回の報告が当初予定より遅れて公表されたことがあるとはいえ、当初の公表予定の 10 月から大幅に遅れ、翌年 2 月に公表された。ひとつには、2010 年 11 月に中間選挙があり、選挙を控えて人民元問題を巡り、報告書の内容についての政府内の調整が難航し、選挙前に公表できなかったことがあるとみられるが、中間選挙の結果も公表の遅れに影響したとみられる。中間選挙では、オバマ政権の経済政策への強い不満もあり、下院で与党・民主党が 60 議席以上を減らす記録的惨敗となり、上下両院の多数派政党が異なる「ねじれ議会」となった。

中間選挙の直後にソウルで開催された G20 首脳会議での主要テーマは世界経済の不均衡の是正であった<sup>112</sup>。米国は、不均衡を是正するため、G20 参加国の政策運営が

---

<sup>112</sup> [https://www.mofa.go.jp/policy/economy/g20\\_summit/2010-2/declaration.pdf](https://www.mofa.go.jp/policy/economy/g20_summit/2010-2/declaration.pdf)（2020 年 12 月 16 日現在）

大規模な不均衡の原因を生んでいないかを判定するための数値目標の設定に積極的であった。この背景には、米国の貿易赤字が、世界金融危機の影響から、一時、縮小したものの、2010年には拡大に転じていたことがある（第5-4図）。首脳会議の前に10月下旬に開催されたG20財務相・中央銀行総裁会議において、米国は、経常収支の黒字・赤字をGDP比4%以内とすることを参考指標として設定するように提案し、他国に働きかけたものの、中国やドイツの反発により、合意を得ることができなかった。しかし、G20首脳会議の直前に、米国は、再び、世界経済の不均衡是正に向けての具体的な数値規準を設定することを提案した。オバマ政権は、中国が大幅な人民元の切上げに応じる展望が見えない中で、中間選挙での与党・民主党の敗北を受け、対中貿易赤字の縮小に努める姿勢を国内に一層強く示す必要があったものとみられる。ただ、各国を説得することはできず、最終的に、G20首脳会議（ソウル）では、参考指標を設けること自体については合意されたものの、具体的にどのような指標を採用するかについての議論は、翌年（2011年）に持ち越された<sup>113</sup>。ただし、G20首脳会議（ソウル）では、通貨の競争的な切り下げを回避することで一致し、人民元など新興国通貨を念頭に為替レートの柔軟性を向上させるように求める一方、準備通貨国を含む先進国は為替レートの変動や無秩序な動きを監視するとの認識が共有された。

2011年2月の米財務省「外国為替政策報告書」は、G20首脳会議（ソウル）での合意事項等を反映した内容となっている。同報告書の冒頭の「重要所見（Key Findings）」において、「G20首脳会議（ソウル）において、『通貨の競争的な切り下げを回避する』ことが合意されたことを踏まえ、為替政策については、米国の貿易額の約4分の3を占める10の経済（国・地域）についてレビューする<sup>114</sup>」として、「（この10の経済のうち、）多くの経済では、為替レートは完全に柔軟であるが、いくつかの経済では、管理の程度に違いはあるものの、為替レートが厳格に管理されている。この報告書は、とりわけ中国による為替レートの柔軟性の拡大の必要性に焦点をあてるものの、他の経済についても焦点をあてる<sup>115</sup>」と記されている。これを受けて、個別に分析する対象となる経済（国・地域）の数が従来のほぼ半数の10に絞り込まれた。分析対象を絞り込んだ分、対象とする国・地域の為替制度や為替政策をより詳しく分析するこ

---

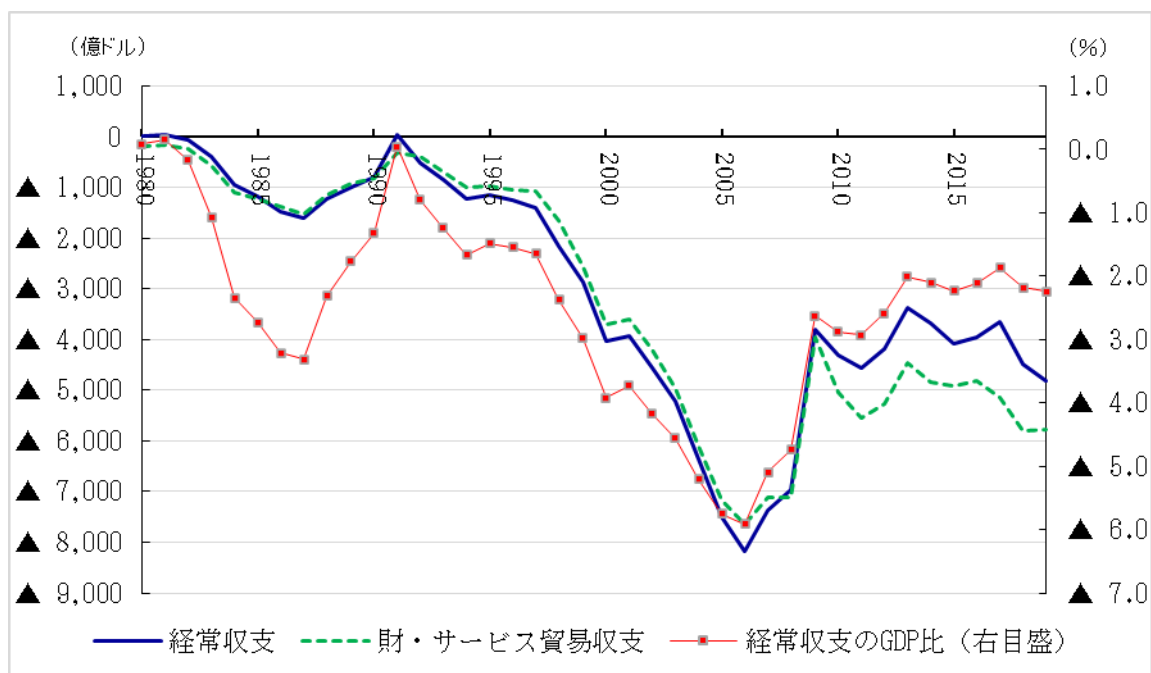
<sup>113</sup> 日本経済新聞（2010年10月23日付朝刊）、日本経済新聞（2010年11月13日付朝刊）

<sup>114</sup> 原文：G-20 Leaders also agreed to refrain from competitive devaluation of their currencies. With respect to exchange rate policies, ten economies were reviewed in this Report, accounting for nearly three-fourths of U.S. trade.

<sup>115</sup> 原文：Many of the economies have fully flexible exchange rates. A few have more tightly managed exchange rates, with varying degrees of management. This report highlights the need for greater exchange rate flexibility, most notably by China, but also in other economies.

とで、対米貿易で黒字を計上する相手国に対して政策の見直し等を強く求めようとする意図が働いていたものと考えられる。

(第 5-4 図) 米国の経常収支赤字の推移



(出所) U.S. Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis) により筆者作成。

「外国為替政策報告書」において、韓国に対する評価は、前述のとおり、2011 年 2 月の報告を境に大きく変化した。この要因としては、韓国の為替政策自体の問題だけではなく、2010 年の G20 首脳会議（ソウル）において、世界経済の不均衡是正のため、通貨の競争的な切り下げを回避することが合意されたこと、さらに、オバマ政権が、2010 年の中間選挙での与党・民主党の大敗を受けて、再び拡大する貿易収支赤字の削減のため、中国をはじめ、対米貿易黒字を計上する主要貿易相手国に対して実効性のある対応を促すことがより一層求められるようになったことが考えられる。このように、対米貿易で黒字を計上する相手国に対して、2010 年末から 2011 年初頭にかけて米国が態度を硬化させたことは、IMF による為替政策サーベイランスにおいて、韓国の為替政策に対する評価が批判的に変化したことにも影響を及ぼしていたと考えられる。

## 2. 国別・多国間サーベイランスの統合によって実現した米国提案

2010 年 11 月の G20 首脳会議（ソウル）では、米国は、世界経済の不均衡是正のため、G20 参加国の政策運営が大規模な不均衡の原因を生んでいないかを判定するための具体的な数値基準の設定を提案したものの、他の参加国の合意を得ることができなかった。しかし、G20 首脳会議（ソウル）で合意を取り付けられなかった米国の提案は、IMF において、サーベイランスの新しい指針である「2012 年決定」(IMF 2012b) が採択され、国別サーベイランスと多国間サーベイランスとが統合されることによって、実現できたと言える。具体的には、「2012 年決定」によって、新たに公表されることになった「対外セクター報告書」では、G20 参加国だけでなく、スイス、シンガポール、タイなどを含む、世界の主要 30 か国・地域を対象として、それぞれの国・地域の経常収支と為替レートが、共通の手法や基準によって、定量的かつ横断的に比較・評価されるようになった。加えて、「対外セクター報告書」で示された各国の経常収支や為替レートについての定量的な基準に基づく評価が、国別サーベイランスにおける為替政策についての評価にも活用され、それに応じて助言等が行われるようになった。

米国の主要貿易相手国の為替政策と IMF との関係について、米財務省「外国為替政策報告書」から読み取ろうとすると、「1988 年法」には、米財務省が「外国為替政策報告書」の作成にあたり、IMF の助言を得ながら、諸外国の為替政策について分析することと明記されている<sup>116</sup>。しかし、1980 年代後半から 2000 年代前半までの間に公表された「外国為替政策報告書」には、IMF「世界経済見通し (World Economic Outlook)」における世界経済や各国経済の成長率予測が引用されていることはあるが、各国の為替制度や為替政策についての IMF による分析や評価が引用されることはほとんどなかった。2005 年 12 月以降の報告には、その冒頭に、「米財務省は本報告を準備する上で IMF の助言を得た<sup>117</sup>」と記載されるようになるが、各国の為替政策や為替レートの水準についての分析・評価において、IMF による国別サーベイランスでの分析や評価が引用されることは、2000 年代後半まではほとんどなかった。

2010 年 7 月の「外国為替政策報告書」では、IMF 対中国第 4 条協議についての報告

---

<sup>116</sup> 原文：The Secretary of the Treasury shall analyze on an annual basis the exchange rate policies of foreign countries, in consultation with the International Monetary Fund, and consider whether countries manipulate the rate of exchange between their currency and the United States dollar for purposes of preventing effective balance of payments adjustments or gaining unfair competitive advantage in international trade.

<sup>117</sup> 原文：The Treasury Department has consulted with the IMF in preparing this report.

書の公表再開を中国政府に促す記載がある<sup>118</sup>。また、2011 年 2 月の報告では、G20 首脳会議（ソウル）における「通貨の競争的な切り下げを回避する」という合意事項が、政権としての重要な成果のひとつにあげられ、2011 年 5 月の報告では、「米国財務省は、G20 や IMF を通じて、また、二国間の直接的な対話を通じて、為替レートの柔軟性向上につながる政策を促すことを高い優先事項としている」という記述がある。しかし、「外国為替政策報告書」において、IMF によるサーベイランスからの引用の分量が大きく増加したのは、IMF から「対外セクター報告書」が公表されるようになってからである。「外国為替政策報告書」における主要貿易相手国の為替政策についての分析・評価では、「対外セクター報告書」における定量的分析や評価が引用されることも多い。

最近では、米国政府が貿易相手国に為替政策の是正を求めるときに、IMF や G20 と協調して取り組むことが一般的になっているが<sup>119</sup>、これまでの「外国為替政策報告書」を分析すると、米国が貿易相手国の為替政策に対して是正を求めるときに、IMF や G20 と協調して取り組む手法は、2010 年代から積極的に活用されるようになってきたとみられる。

## 第 5.5 節 小括

「2007 年 IE0 報告」は、1999 年から 2005 年の間に実施された全加盟国に対する国別サーベイランスを検証することによって、デジュリとデファクトの為替制度とが一致していないことがしばしばあり、これが加盟国の為替制度についての明確な分析ができない要因となっていると指摘した。同報告で指摘された為替政策のサーベイランスについての諸課題を解決するために策定された「実施計画」（IMF 2007a）では、国別サーベイランスにおいて、デファクトの為替制度を事後的に特定するとき、通貨当局によって事前に表明される政策意図との関係を明確に述べることが重要であることから、少なくとも、デジュリの為替制度が何であるかを、国別サーベ

---

<sup>118</sup> IMF 第 4 協議のスタッフ・レポートを公表するかどうかは、協議対象国の判断に委ねられている。また、報告書に機微な内容が含まれているときには、当該箇所を削除して公表する権限を協議対象国が持つ。

<sup>119</sup> 2019 年 8 月 5 日に米財務省が中国を為替操作国に指定した際の財務省によるプレス発表では、「ムニューシン財務長官は、今回の（中国の為替操作国）指定の結果、中国による最近の行動によって生じている不公正な競争的優位を解消するため、IMF と共に戦う」といった文言のほか、「中国による行動は G20 による競争的な自国通貨の切下げの自制にも反する」というように、IMF や G20 との連携を活かして対処する旨が述べられている。（<https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm75>）



ランスのスタッフ・レポートと AREAER に記載しなければならないとした。この背景には、IMF による為替制度の分類スキームが「1998 年分類」に移行し、加盟国の為替制度の分類がデジュリの為替制度からデファクトの為替制度に変更されると同時に、加盟各国から IMF に申告されるデジュリの為替制度が公表されないようになっていたため、そもそも、事後的に判定されるデファクトの為替制度が通貨当局によって事前に IMF に申告するデジュリの為替制度と一致しているかどうかさえ、IMF の担当者以外にはよくわからない状況になっていたことがあった。さらに、サーベイランスの新しい指針である「2007 年決定」(IMF 2007c) では、IMF 協定による加盟国から IMF への為替制度についての申告義務を改めて規定し、加盟国は適用する意図を有する為替制度だけでなく、その十分な詳細を含めて申告することとされた。このように、2007 年当時の文献からは、デファクトの為替制度とデジュリの為替制度との不一致がなぜ生じているのかについて明かし、為替制度の分類の係る不整合さや曖昧さを改善していこうとする IMF の積極的な姿勢が読み取れる。

世界金融危機の後、アジア 4 か国のうち、タイについては、デジュリとデファクトの為替制度がともに「管理フロート制」であり、乖離はなかった。一方、韓国、フィリピン、インドネシアについては、10 年余り、デジュリとデファクトの為替制度の乖離が続いた。しかし、2007 年～2008 年当時、IMF はデジュリとデファクトの為替制度の乖離の解消に向けて具体的な取り組みを導入したにも関わらず、国別サーベイランスでは、2009 年対韓国第 4 条協議を例外として、デジュリとデファクトの為替制度の乖離が取り上げられることはなかった。

国別サーベイランスにおいて、デジュリとデファクトの為替制度の乖離について議論されることがなかったのとは対照的に、為替レートの水準については、IMF 事務局はしばしば問題提起するように変化した。協議対象国の為替政策についての評価において、為替レートの水準が CGER の推計による中期的な均衡レートや財政政策等も加味した EBA による規準レートに比べて適切水準にあるかどうか、特に、実勢相場で過小評価されているときには、その水準が為替介入によって維持されていないかどうか、つまり、為替介入によって競争的な自国通貨の切下げが行われていないかどうか重要なポイントになっていった。サーベイランスの基本指針として、「2007 年決定」に代わり「2012 年決定」が採択されると、国別サーベイランスにおいて、為替レートの水準に加え、経常収支の水準についての定量的評価が標準化されるようになった。

アジア 4 か国に対する国別サーベイランスのうち、対韓国第 4 条協議では、韓国ウォンの水準が CGER や EBA による均衡レートや規準レートを下回り（通貨安水準にあり）、経常収支黒字が EBA による規準値を上回っていると分析され、外貨準備高の増加などもあったことから、IMF 事務局は、韓国の通貨当局が、韓国ウォンの水準を低めに誘導するための為替介入を繰り返しているとして、韓国の為替政策を批判的に評価した。これに、韓国は激しく反発し、両者の見解の隔たりは、2011 年から 2016 年にかけて大きかった。他方、フィリピン、インドネシア、タイについては、これらの国の通貨水準が IMF の推計による均衡レートや規準レートから大きく外れることが長く続かなかったこともあり、IMF は、これらの国の為替政策を総じて適切であると評価し、IMF と加盟国との間で見解が分かれることがあっても、韓国のような激しい意見対立が長引くことはなかった。

デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していない可能性については、「2009 年分類」の導入当初に実施された 2009 年対韓国協議では、デファクトの為替制度が「自由フロート制」か「フロート制」かについて、IMF 事務局と韓国との政策対話等で激論が交わされ、理事会でも議論されたが、その後の対韓国第 4 条協議では、IMF 事務局はこれを問題提起することも、理事会で議論されることもなかった。むしろ、スタッフ・レポートの記述からは、IMF 地域局は、韓国において、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離があることをできるだけ明らかにせず、デファクトの為替制度の判定についての議論を再燃させたくないという思いがあるように見受けられた。

他の 3 か国に対する国別サーベイランスでも、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致しているかどうか、より正確には、加盟国の通貨当局がどのような為替制度をデジュリの為替制度として IMF に申告しているかということは、ほとんど考慮されていなかったと言っても過言ではなかった。これを示すものとして、2018 年と 2019 年の対タイ第 4 条協議があった。タイの通貨当局は、デジュリの為替制度として「フロート制」（2009 年分類）を IMF に申告し、為替介入を金融市場の無秩序な状況での自国通貨の急激な変動に対処するときだけでなく、マクロ経済の安定性や競争力の維持の観点からも実施することを表明していた。2018 年、2019 年の対タイ第 4 条協議では、急速なバーツ高方向への動きを抑制するための通貨当局による為替介入の是非が議論された。こうしたタイの通貨当局による為替介入は、事前に表明されていた（IMF に申告されていた）為替制度や為替介入の方針とも整合的であった。しかし、IMF 事務局や理事会は、タイの通貨当局による事前の為替制度に

についての表明（デジュリの為替制度）に言及することなく、IMF による為替政策の評価やそれに対する提言は、あくまでも、EBA による為替レートや経常収支の規準値との比較を重視したものであり、「自由フロート制」を標榜する韓国やインドネシアが、自国通貨の増価を抑制するために為替介入を実施しているときに向けられる評価や提言とほとんど変わらないものであった。

「2009 年分類」では、「自由フロート制」に分類されるための要件に、為替介入の情報を公開していることが入れられた。韓国、フィリピン、インドネシアについて、デファクトの為替制度が、「自由フロート制」ではなく、「フロート制」と判定されていた理由は、「2009 年分類」の「自由フロート制」の定義に照らし、為替介入の情報が公開されていないためであった。しかし、韓国、フィリピン、インドネシアにおいて、乖離を解消するため、国別サーベイランスにおいて、為替介入についての情報開示が IMF 事務局から問題提起されることはなく、理事会で議論されることもなかった。この 3 か国のうち、フィリピンとインドネシアに対して、IMF が国別サーベイランスにおいて、為替介入の情報開示について問題提起しなかった理由のひとつには、為替介入を含め、為替政策についての IMF 事務局と通貨当局との考え方に大きな違いはなく、IMF 事務局にとって情報開示の必要性が低かったことが考えられる。この 3 か国のうち、韓国だけが、為替介入の情報を、四半期毎の為替介入の純額という限定された情報ではあるが、2019 年から公表した。しかし、韓国が為替介入の情報開示に方針を転換したのは、IMF が、国別サーベイランスを活用し、率先して韓国に情報公開を働きかけたためではなく、米韓の二国間交渉での米国からの要請によるところが大きかったとみられる。IMF 事務局が、加盟国に為替介入の情報公開を働きかけ、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との不一致を解消させようとはする取り組みはみられなかった。

IMF サーベイランスへの米国の影響は、米財務省「外国為替政策報告書」において韓国の評価が批判的に大きく変化した 2011 年 2 月報告の直後に実施された 2011 年対韓国第 4 条協議を転換点として、IMF による韓国の為替政策に対する評価が批判的な方向に大きく変わったことや、「2012 年決定」（IMF 2012c）の採択と、それに基づく「対外セクター報告書」の作成と国別サーベイランスにおける為替政策についての包括的なモニタリングの強化が、2010 年代初頭の G20 における米国の主張を具現化したものであったこと等から見る事ができた。この背景には、2000 年代に入り、米国の経常赤字は拡大を続け、さらに、世界金融危機の教訓も加わり、世界経済の不均衡の拡大を世界最大の債務国である米国がとりわけ深刻に受け止めるようになって

ていたことがあった。世界金融危機の後、特に「2012 年決定」の採択後に実施されたに実施された国別サーベイランスにおいて、経常収支や為替レートの水準を EBA による規準値と比較することが標準化されたのは、各国の為替政策が世界経済の不均衡を助長するものでではなく、不均衡是正と整合的であるかどうかということが重視され、こうした視点から為替政策が分析・評価されるようになった表れといえる。

米国は、IMF の最大の出資者であると同時に、最大の発言力を持つ国としての立場を活かし、特に 2010 年代からは、貿易相手国の為替政策に対して是正を求めるときに、IMF によるサーベイランスを戦略的に活用していた。他方、IMF の立場からは、米国が IMF サーベイランスを戦略的に活用することによって、国別サーベイランスにおいて、従来は避けられてきた為替レートの水準についての定量的分析や議論等が行われるようになり、サーベイランスの機能強化につながる変化をもたらしたと見ることができる。

## 第 6 章 結論

為替制度の選択についての先行研究では、為替制度の選択をそれぞれの国の政治経済的な特性から説明しようとするものが多い。デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致しないことについても、先行研究では、それぞれの国の特性からその要因が説明しようとしてきた。しかし、新興国・途上国における為替制度の選択においては、国際通貨体制の安定のために主導的な役割を担ってきた IMF による加盟国の為替政策に対する助言等の影響も少なくない。本研究では、1990 年代以降、新興国の為替制度の分類に係る課題とされてきた、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離について、IMF による為替制度の分類や為替政策に対するサーベイランスとの関わりに着目し、乖離の要因について明らかにしようとしてきた。

これまでの章では、新興国のうち、韓国、インドネシア、タイ、フィリピンのアジア 4 か国を素材として、1990 年代から 2010 年代までを中心に、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との比較を行い、両者の間の乖離の有無や乖離の要因について分析を行った。分析の結果、これら 4 か国では、先行研究による主張ほど、デジュリとデファクトの為替制度との乖離が一般的ではなかったこと、また、デジュリとデファクトの為替制度とが一致しないときに乖離の特徴が先行研究による想定とは異なることや、IMF における為替制度の分類基準の改定が乖離に影響を与えていたことなどを示すことができた。

本章では、これまでの各章における分析結果を有機的にとらえ直し、そこから得られる知見とその意義について述べるとともに、今後に向けての政策的含意について論じる。

### 1. IMF による為替制度の分類スキームとその変遷を踏まえた分析の必要性

ブレトンウッズ体制の崩壊後、IMF 協定の第 2 次改正の発効によって、加盟各国は、為替制度を自由に選択することができるようになった。これは、国毎に為替制度に違いが生じるようになったスタートであると同時に、異なる為替制度を分類するスキームが必要となるスタートととらえることができる。しかし、為替制度の分類スキームの必要性が増してくるのは、各国の為替制度の間にさまざまな違いが生じ、為替制度に多様性がみられるようになってからであった。こうした中で、さまざまな特徴を持つ異なる為替制度をどのような基準で、いくつのカテゴリーに分けるのが適当であるのかといった課題とともに、1990 年代後半には、各国の政府や中央銀行が

コミットしていると公表している為替制度と、実際の為替レートの動きとの間に時として大きな乖離があることが指摘されるようになった。つまり、各国の通貨当局が IMF に申告しているデジュリの為替制度と、現実の為替レートの動きから特定されるデファクトの為替制度との不一致が問題とされるようになったのである。この問題を解決するため、IMF は、加盟各国の為替制度の分類をデジュリの為替制度によるものから、IMF 自身が判定するデファクトの為替制度によるものへと変更したが、変更後も、デジュリとデファクトの為替制度との不一致は、IMF における加盟国の為替政策サーベイランス等において課題とされてきた。

本研究では、こうしたデジュリとデファクトの為替制度との乖離を取扱ったが、本研究の特徴は、先行研究と異なり、IMF による加盟国の為替制度・為替政策の分析や評価の基礎となる、IMF による為替制度の分類スキームとその変遷を踏まえて分析したことである。

IMF による為替制度の分類スキームは、これまで数回改定され、本研究が分析対象とした 1990 年からの 30 年間では、「1982 年分類」、「1998 年分類」、「2009 年分類」の 3 つの異なる分類スキームが採用されてきた。それぞれの分類スキームを比べると、為替制度を分類するときの基準や分類スキームを構成する各カテゴリー、その定義のほか、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の位置づけ等にかなり違いがあった。これは、資本移動についての規制緩和や金融取引の技術革新等によって多様化する加盟各国の為替制度に応じて、為替制度の分類基準の変更等が必要になると同時に、それぞれの分類スキームが策定された当時の国際通貨制度や為替政策に対する IMF における規範的考え方が変化し、こうした変化を加盟各国の為替政策サーベイランスに活かすためであった。また、加盟国の立場から見れば、IMF に自国の為替制度（デジュリの為替制度）を申告する際に、IMF がどのような為替制度の分類スキームを採用しているのかということは、加盟各国から IMF への申告に影響を及ぼすものであるが、IMF が国際通貨制度や為替政策について規範としていた考え方についても、IMF へのデジュリの為替制度の申告を含め、加盟国の為替政策に影響を及ぼしていた。

デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離を扱った先行研究をみると、1970 年代から 2000 年前後までの期間を分析対象にするものが多いが、IMF による為替制度の分類スキームの改定を踏まえた分析手法はあまりとられてこなかった。いずれの先行研究も、デジュリの為替制度については、AREAER から情報を得ているが、加盟各国から IMF に申告された時期が違えば、IMF が採用していた為替制度

の分類基準などが大きく違うことを考慮していないため、1970年代からの四半世紀の間、為替制度の分類スキームの改定がなかったとみなして分析していることになる。IMFにおける為替制度の分類スキームの改定が実施されることで、「管理フロート制」の範囲が変化し、分類スキームの改定を経て、広義のフロート制の範囲が次第に狭くなっていることを、Calvo and Reinhart(2002)は、分析に反映させていなかった。このため、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とを比較するとき、本来ならば、加盟国がIMFに自国の為替制度を申告したときに採用されていた為替制度の分類スキームを考慮してデファクトの為替制度と比較すべきところをしていなかったことになる。IMFによる為替制度の分類スキームの改定を踏まえて、アジア4か国の為替制度を分析すると、Calvo and Reinhart(2002)が分析対象とした1970年代から1990年代にかけて、同研究が「フロートの恐怖」と呼ぶような、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離は一般的ではなかったとみられる結果になった。

AREAERに掲載される加盟各国の為替制度についての情報は、為替制度についての実証研究で幅広く利用されてきたが、IMFによる為替制度の分類スキームの改定を反映させた分析手法を適用するか否かは分析結果に大きく影響するが、これまでは、IMFによる為替制度の分類スキームの改定を踏まえた分析手法はあまり取られてこなかった。本研究は、AREAERにおける為替制度についての情報を使用する、特に中長期分析においては、IMFによる為替制度の分類スキームの改定を分析手法に反映させる必要性を示すものである。

## 2. 為替制度の分類スキームの改定と規範的考え方の変化

IMFは、これまで為替制度の分類スキームを数回、改定してきた。これは、資本移動の自由化や金融取引の高度化等によって、加盟国の為替制度が変化するとともに、為替制度に多様性が生じ、既存の分類スキームでは実際的为替制度を適切に分類できないようになってきたためであった。さらに、本研究は、IMFによる為替制度の分類スキームの改定は、IMFが、デジュリとデファクトの為替制度との乖離を課題ととらえ、この課題を解決するためのものでもあったことを示すとともに、分類スキームの改定には、IMFにおける為替制度や為替政策についての規範的考え方の変化が反映されたものであることを指摘した。

国際的な資本移動が活発化するにつれて、資本移動が各国の金利政策や為替政策に従来よりも影響を与えるようになり、こうした国際金融環境の変化を踏まえ、「不

可能なトリニティー」に基づく「二極論」に沿って、為替制度を選択すべきであるという考え方が主張され、IMF でもこの考え方が規範とされるようになっていった。1990 年代の東アジアをはじめ、世界各地で発生した通貨危機に共通する要因として、ソフト・ペッグ制があげられると、通貨危機の回避のためには、「二極論」に基づいて為替制度を選択すべきであるという考え方は、1990 年代末から 2000 年代初頭にかけて、IMF や米国を中心に一層強く支持され、この考え方にに基づき、加盟国の為替制度の選択についての助言も行われた。

通貨危機の回避のため、IMF が、加盟国の為替制度が「二極論」に基づいたものになっているのかをサーベイランスするためには、まず、加盟国の為替制度を正確に判定する必要がある。しかし、1990 年代当時、デジュリの為替制度と実際の為替レートとの動きとの間にしばしば乖離があり、デジュリの為替制度による分類では実際の為替制度を適切に表せていないのではないかと、つまり、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していないことがしばしばあるという批判が IMF による加盟国の為替制度の分類に対して向けられていた。こうした批判が、「1982 年分類」から「1998 年分類」への移行の大きな動機づけとなったと考えられる。IMF は、「1998 年分類」の導入によって、加盟国の為替制度の分類を、加盟国から IMF に申告されるデジュリの為替制度から、IMF が独自に判定するデファクトの為替制度による手法へと変更した。

「1982 年分類」には、多様性をおびてきた当時の為替制度と比べて、為替制度の分類基準が粗いという問題も生じるようになっていた。「管理フロート制」や「独立的フロート制」に分類される為替制度に、異なる特徴を持つさまざまな為替制度が一緒に分類されるようになっていたのである。そこで、「1982 年分類」の分類区分が見直され、「二極論」を踏まえ、細分化されることになった。「二極論」の 2 つの極のうち、為替レートの変動が固定的な制度については、金融政策に裁量の余地がない厳格な固定相場制にあたる、ドル化や通貨同盟、カレンシーボード制を、伝統的なペッグ制から分離して、それぞれを別の為替制度とした。もうひとつの極であるフロート制の側は、為替レートの柔軟性が最も高いカテゴリーである「独立的フロート制」のもとで許容できる為替介入の範囲を限定させることとし、「二極論」の主張する、為替介入のない完全なフロート制に近づけられた。

為替レートの変動に対する規範的考え方の変化も、「1982 年分類」の見直しに反映されていた。「1982 年分類」における「独立的フロート制」の定義では、「当局は、為替レートが市場の力を反映して継続的に変動することを許容する」とされていた



のに対して、「1998 年分類」の「独立的フロート制」の定義では、「為替レートは市場によって決定される」に変更された。これは、1990 年代に、先進諸国では経済政策の自由主義的傾向が強まったが、為替レートの変動についても、政府や中央銀行による管理・介入によって為替レートが安定化されることよりも、為替市場の需給に応じて、為替レートが決定されることを重視する考え方が IMF において規範となったことを示すものである。為替レートの変動に対する規範的考え方の変化は、「管理フロート制」の範囲が、「1982 年分類」に比べて「1998 年分類」では限定的となったことにも反映されている。「1982 年分類」では、クローリング・ペッグ制やクローリング・バンド制は、「管理フロート制」に含まれていたが、「1998 年分類」では、為替レートの決定に予見を与えるような事前の為替レートの変動制限幅が設けられている為替制度、例えば、クローリング・ペッグ制やクローリング・バンド制は、「管理フロート制」から除外された。このため、広義のフロート制の範囲も、「1982 年分類」に比べて「1998 年分類」では小さくなった。

「1982 年分類」から「1998 年分類」への移行は大規模であったが、「1998 年分類」が導入されて間もない 2000 年代前半には、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離について新たな課題が生じていた。

2000 年代に入ると、より柔軟な為替制度に移行する国が増加するとともに、為替介入の手法が複雑化し、IMF は、為替制度の判定に、為替介入についての情報がより必要になった。しかし、加盟国から為替介入に関する情報が提供されないことがあり、為替制度の判定を難しくしていた。2000 年代前半の韓国のように、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していない可能性があったとしても、為替介入の情報が公開されていないときには、「独立的フロート制」と「管理フロート制」との区別が難しく、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離の有無を明らかにすることができなかった。

為替介入の手法が複雑化した背景には、新興国における為替介入について、1990 年代は、自国通貨の急激な減価を抑制するための為替介入が多かったが、通貨危機からの回復に伴い、新興国では自国通貨が増価するようになると、自国通貨の増価を許容すれば、輸出主導の経済成長に悪影響を及ぼすため、国内の輸出産業に配慮し、自国通貨の増価を抑制するための為替介入が増えていたことがあった。「1998 年分類」による為替制度の判定において、「独立的フロート制」と「管理フロート制」との区別を難しくしていたのは、加盟国から為替介入についての情報が IMF に提供されていなかっただけでなく、「独立的フロート制」と「管理フロート制」の定義の違いが明

確でなったこともあった。そこで、「2009 年分類」では、為替レートの変動が最も柔軟なカテゴリーである「自由フロート制」において許容される為替介入の範囲を限定し、かつ数値化して定義を明確化するとともに、為替介入についての情報公開を「自由フロート制」と判定されるための要件に加えられた。

「1998 年分類」の為替制度の区分を決定した考え方は、「1998 年分類」の策定当時、為替制度の選択において規範とされた「二極論」であったが、「2009 年分類」の策定作業が行われていたとき、IMF は、通貨危機の回避よりも、世界経済の不均衡是正を優先課題とするようになっていた。世界経済の不均衡是正が、世界経済の安定のため取り組むべき課題として、G20 や IMF において優先順位が高まるのは、世界金融危機以降ではあるが、2000 年代半ばには、米国の経常赤字が拡大する一方、中国をはじめとするアジア諸国の経常黒字が拡大し、各国の対外不均衡が従来になく拡大していたことから、IMF では、すでに不均衡是正の重要性が指摘されていた (IMF 2005b, IEO 2007)。「2009 年分類」の「自由フロート制」において許容される為替介入の範囲が限定化されたのは、世界経済の不均衡是正のためには、通貨当局による為替介入を廃し、為替レートの決定は専ら市場の需給に委ねるべきであるという考え方に基づくものであり、これは、ブレトンウッズ体制の時代に、為替レートが柔軟であれば、対外不均衡が為替レートによって調整されるため、大きな対外不均衡が生じることはないとのミルトン・フロドマンによる主張 (Friedman 1953) に由来する。

本研究では、IMF における為替制度の分類スキームである「1982 年分類」、「1998 年分類」、「2009 年分類」を、サーベイランスの課題となっていた、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離との関わりから、比較・分析することによって、為替制度の分類スキームの改定に、通貨危機の回避や世界経済の不均衡是正といった世界経済の安定にとっての課題と、こうした課題に対する解決策についての IMF における規範的考え方の変化が反映されていることを示した。

### 3. 新興国におけるデジュリとデファクトの為替制度の乖離についての新たな指摘

アジア通貨危機までの 1990 年代においては、韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの 4 か国の為替制度のうち、デジュリとデファクトの為替制度とが明らかに乖離していたのは、フィリピン・ペソの減価トレンドが続き、ペソの急落が懸念されていた局面にあたる 1990 年と 1995～1996 年のフィリピンだけであった。また、アジア通貨危機の回復期から世界金融危機までの期間では、韓国、フィリピン、タイでは、

デジュリとデファクトの為替制度は一致していたが、インドネシアでは、デジュリの為替制度が「独立的フロート制」であったのに対して、デファクトの為替制度は「管理フロート制」と判定され、乖離が数年続いていた。

Calvo and Reinhart (2002)は、通貨当局がフロート制を表明しながらも、自国通貨の変動を小幅な範囲に維持している現象を「フロートの恐怖」と呼び、新興国の為替政策の特徴であるとした。また、同論文は、各国の通貨当局がコミットしていると表明している為替制度は、IMF に申告するデジュリの為替制度と一致しているとして、AREAER に掲載されるデジュリの為替制度を通貨当局による表明を表すものとして分析に使用していた。

しかし、1970 年代から世界金融危機までの期間において、新興国の為替政策の特徴といえるほど、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離が一般的ではなかったとみられ、さらに、1990 年代のフィリピンと 2000 年代の世界金融危機前までのインドネシアでは、デジュリとデファクトの為替制度の乖離が生じていたが、これらの乖離は、Calvo and Reinhart (2002)が想定していた乖離とは、その特徴に大きな違いがあった。相違点として、大きく 2 点をあげることができる。

第一は、Calvo and Reinhart (2002)は、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度との乖離が生じているとき、通貨当局が表明しているのは、実際にコミットするつもりの為替制度ではなく、むしろ、コミットするつもりのない為替制度、いわば、嘘（うそ）の情報であると結論づけていた。つまり、通貨当局によって発信される為替制度や為替政策についての情報に関して、通貨当局と金融市場との間に情報の非対称性が想定されていた。しかし、フィリピンの事例とインドネシアの事例では、いずれの国の通貨当局も、為替レートの動きに大きな影響を及ぼすことになる、変動制限幅の設定や為替取引についての規制の導入を公表し、Calvo and Reinhart (2002)が想定するような情報の非対称性は存在しなかった。

第二は、Calvo and Reinhart (2002)は、通貨当局による為替制度や為替政策の表明が IMF に申告されているデジュリの為替制度と一致するとみなしていたが、フィリピンの事例とインドネシアの事例では、通貨当局による為替制度や為替政策の表明がデジュリの為替制度と一致していないだけでなく、むしろ、デファクトの為替制度のほうが、通貨当局による為替制度や為替政策の表明に近かった。AREAER では、表面的に、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していないとしても、実際には、通貨当局による為替制度や為替政策の表明が、デジュリの為替制度よりも、むしろ、デファクトの為替制度に近かった。

このように、本研究は、新興国のデジュリとデファクトの為替制度の乖離について、先行研究の多くが分析対象とする 1970 年代から 2000 年前後までの期間において、先行研究が想定するほど、デジュリとデファクトの為替制度の乖離が一般的ではなかったとみられること、また、デジュリとデファクトの為替制度とに乖離があっても、その乖離が Calvo and Reinhart (2002)が想定していた乖離とは異なる特徴を持つことを示した。Calvo and Reinhart (2002)が「フロートの恐怖」と呼ぶデジュリとデファクトの為替制度との乖離は、これまで、デジュリとデファクトの為替制度の乖離に関する研究のみならず、為替制度全般に係る多くの研究において、新興国の為替政策の特徴として、受け入れられてきた。特に、新興国の通貨当局の行動の特徴として、新興国の通貨当局は、フロート制を表明しても、実際には、自国通貨の変動を小さいレンジに維持する、とみなされてきた。IMF における調査・研究においても、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していないことが新興国・途上国の為替政策の特徴とされ、さらに、デジュリとデファクトの為替制度の不一致は、政策の不透明さ、政策に対する信頼の低下につながることから、サーベイランスを活用し、乖離を解消していくことが重要であるという認識に立って、「1982 年分類」から「1998 年分類」への移行、「1998 年分類」から「2009 年分類」への移行などが進められてきた。

このため、デジュリとデファクトの為替制度との乖離についての本研究による指摘は、新興国の為替制度・為替政策、特に新興国の通貨当局の行動の特徴として、先行研究や IMF による政策立案の前提とされてきた、「フロートの恐怖」についての既存の考え方に対して疑問を投げかけるものである。

#### 4. デジュリとデファクトの為替制度の乖離の要因についての新たな指摘

デジュリとデファクトの為替制度の乖離の要因は、先行研究でも分析されてきたが、特に「フロートの恐怖」にあたる乖離については、その要因が明らかにされてこなかった。そこで、以下では、乖離の要因について、2001 年から 2006 年まで間のインドネシアや、1990 年代のフィリピンにおいて、デジュリとデファクトの為替制度とが乖離していたことから検討してみたい。

当時、インドネシアの通貨当局は、IMF にデジュリの為替制度として「独立的フロート制」を申告する一方、為替取引に関する規制の導入を公表していた。インドネシアは、アジア通貨危機によって、管理フロート制から独立的フロート制に移行し、

2000 年 1 月からはインフレ・ターゲティングを導入していた。これによって、表面的には、「不可能なトリニティー」の問題は解決されたように見える。しかし、2000 年代前半には、インドネシアの経済と政治は安定を取り戻しておらず、現実的には、独立的フロート制とインフレ・ターゲティングを両立させることは難しかった。独立的フロート制では、当然ながら、管理フロート制のときよりも為替レートは不安定となる。しかし、2000 年代前半、IMF では、「不可能なトリニティー」や「不可能なトリニティー」に基づく「二極論」が為替制度の選択についての規範的考え方とされ、資本移動の規制緩和を進める中で、独立的フロート制とインフレ・ターゲティングの組み合わせは、規範的考え方に適ったものであり、IMF も新興国にその導入を勧めていた。こうした状況において、インドネシアの通貨当局は、独立的フロート制とインフレ・ターゲティングの組み合わせを IMF に申告することで、規範に則った通貨・金融政策にコミットしていることを IMF にアピールする狙いがあったものと考えられる。さらに、IMF は、「1998 年分類」への移行と同時に、加盟国のデジュリの為替制度を公表しないようになっていた。このため、インドネシアのように、デジュリの為替制度が通貨当局による実際の為替政策と整合的でなかったとしても、IMF 事務局としては、デジュリの為替制度を修正して申告するように促すインセンティブは低かったと考えられる。

1990 年代のフィリピンについて検討するときには、1990 年代には、IMF が各国のデファクトの為替制度を判定し公表していなかったことが、2000 年代以降と違うことに留意する必要がある。このため、2000 年代のインドネシアの事例と単純に比較することはできないが、加盟国が IMF に申告するデジュリの為替制度は、年 1 回、AREAER で公表されるだけであり、しかも、公表は調査時点から早くても半年後であった。速報性が低いため、公表されたとしても、市場関係者の注目度は低く、通貨当局としては、IMF にデジュリの為替制度を申告するとき、市場を意識する必要性は低かったといえる。フィリピンにおいても、本章 3. のとおり、為替レートの動きに大きな影響を及ぼすことになる変動制限幅の設定はタイムリーに公表していたため、AREAER において公表されるデジュリの為替制度が、デファクトの為替制度と一致していなくても、市場関係者に損失をもたらすことはほとんどない。

先行研究の中には、新興国の通貨当局が、デジュリの為替制度を金融市場に対するシグナルとして使用する可能性を指摘するものがある。こうした先行研究は、Calvo and Reinhart (2002)と同様に、通貨当局による為替制度や為替政策について表明が IMF に申告されているデジュリの為替制度と一致しているとの前提を無意識に置いてい

る。しかし、本研究の分析結果のとおり、実際には、IMF に申告されているデジュリの為替制度に、通貨当局による為替制度や為替政策の表明が反映されず、両者が整合的でないことがしばしばあり、さらに、IMF に申告されるデジュリの為替制度が AREAER 上で公表されるのは、調査時点からかなり時間が経ってからであった。こうしたことを考慮すると、先行研究が想定したように、デジュリの為替制度が金融市場に対するシグナルとして機能することはなかったとみられる。むしろ、新興国の通貨当局にとって、デジュリの為替制度は、金融市場ではなく IMF に対して、規範に則った為替制度を選択していることをアピールするものであり、これがデジュリとデファクトの乖離の一因になっていたと考えられる。

本研究は、デジュリとデファクトの為替制度の乖離について、先行研究が分析対象としていない「2009 年分類」が採用されるようになった世界金融危機後の期間についても分析を行った。この期間は、韓国、フィリピン、インドネシアでは、10 年余り、デジュリの為替制度とデファクトの為替制度の乖離が続いた。この主な理由は、3 か国ともに、デジュリの為替制度は「自由フロート制」であったのに対して、為替介入についての情報を公開していなかったため、「自由フロート制」と判定される要件を満たしていなかったためであった。韓国とフィリピンは、「1998 年分類」の採用時には、デジュリとデファクトの為替制度が一致していたが、「2009 年分類」の採用時には不一致となった。これは、IMF による為替制度の分類スキームの改定によるところが大きい。このように、世界金融危機以降におけるデジュリとデファクトの為替制度との乖離は、IMF による為替制度の分類基準の変更によって生じたところが大きく、1990 年代や世界金融危機の発生前の 2000 年代における乖離の要因とは異なる。ただし、乖離が続いた 3 か国の為替政策をみると、IMF にデジュリの為替制度を「自由フロート制」と申告することは、依然として、金融市場ではなく IMF に対して、規範に則って為替制度を選択していることをアピールする要素を持っていた。なぜなら、この 3 か国は、為替介入を実施するとしても、それは、あくまでも、市場の混乱に対処するためで、競争的な通貨切り下げのためではないことを主張する必要があったためである。AREAER の公表の頻度・時期は、「2009 年分類」が導入されてからも、従来からほとんど変更はなく、むしろ、近年、公表の時期はかなり遅れる傾向にある<sup>120</sup>。このため、通貨当局が IMF にデジュリの為替制度を申告するときに、

---

<sup>120</sup> AREAER の最新号である AREAER2019 は、2020 年 10 月に発行され、原則、2018 年末時点の各国の為替制度について記載されている（2021 年 2 月 20 日現在）。AREAER2019 は、調査時点から 1 年半以上が経過し、公表されたことになる。

金融市場を意識する必要があまりないことは、1990年代から変わっていないと考えられる。

先行研究は、デジュリとデファクトの為替制度の乖離について、通貨当局と金融市場との関係から明らかにしようとしてきたが、通貨当局とIMFとの関係が乖離の一因であると考えられる。

## 5. 世界金融危機以降におけるデジュリとデファクトの為替制度の乖離継続の要因

IMFの為替政策サーベイランスの指針が、ほぼ30年ぶりに見直され、「2007年決定」が採択された前後の時期には、IMFにおいて、デジュリとデファクトの為替制度とが一致しない要因を明らかにし、為替制度の分類に係る不整合さや曖昧さを改善してこうとする機運があった。しかし、韓国、フィリピン、インドネシアでは、世界金融危機後の10年余り、デジュリとデファクトの為替制度との乖離が続いたものの、国別サーベイランスでは、2009年の対韓国第4条協議を例外として、この乖離について、IMF事務局が問題提起したり、理事会が議論したりすることはなかった。これはどうしてだったのだろうか。

1990年代末から2000年代前半に実施された国別サーベイランスについての検証では、為替レートについての議論が他のテーマに比べて極めて慎重に行われ、為替レートについての深い分析も行われていないことが指摘された。特に慎重に取扱われたテーマとして、「デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していない可能性」や「為替レートの適正水準」があげられていた。ところが、世界金融危機の後に実施された国別サーベイランスでは、「デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していない可能性」については引き続き議論されなかったのに対して、「為替レートの適正水準」は議論されるようになった。

IMFにおいて、為替政策サーベイランスの機能強化についての検討が進められていた2000年代半ばにおいて、米国の経常赤字は拡大を続け、世界経済の不均衡是正は、IMFにとって重要な政策課題になっていった。これは、新たなサーベイランス指針である「2007年決定」に、国別サーベイランスを貫く原則として「対外安定性」が加えられたことに示されている。IMFは、国別サーベイランスにおいて、加盟国の為替政策の重要なテーマである「デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していない可能性」、「為替レートの適正水準」のいずれもが活発に議論されることによって、加盟国の為替政策が世界経済の不均衡是正につながることを目指していた。

「デジュリの為替制度とデファクトの為替制度とが一致していない可能性」について、国別サーベイランスで取り上げられ、その不一致の解消につなげようとする具体的な取り組みのひとつが、「1998 年分類」の見直しであった。2000 年代に入り、柔軟な為替制度に移行する国が増えるとともに、自国の輸出産業を保護するため、自国通貨の増価を抑制するための為替介入の割合が高くなっていた。こうした自国通貨の引き下げのための為替介入は、世界経済の不均衡を助長するため、是正の必要がある。そこで、「2009 年分類」の「自由フロート制」では、許容される為替介入の範囲が限定され、かつ数値化されるとともに、「自由フロート制」と判定される要件に為替介入についての情報公開が含まれるようになった。

「2009 年分類」の導入当初に実施された 2009 年対韓国第 4 条協議では、デファクトの為替制度の判定について、IMF 事務局と韓国との政策対話等で激論が交わされた。IMF 事務局は「フロート制」を主張したが、「自由フロート制」を主張する韓国側との意見調整が進まず、理事会に判定が持ち込まれることになった。理事会は、韓国の通貨当局が為替介入の情報を公開していなかったにもかかわらず、例外的に、デファクトの為替制度を「自由フロート制」と判定することを承認した。これは、国別サーベイランスにおいて、デファクトの為替制度を IMF 事務局案のとおり、判定することの難しさを示すものである。これ以降、対韓国第 4 条協議では、為替制度の判定について議論されることはなかった。

「2009 年分類」の導入に向けて「1998 年分類」の見直しが具体的に検討されていた 2007 年から 2008 年当時、IMF 事務局は、為替制度の分類基準を変更すれば、新たな基準による為替制度の判定によって、競争的な自国通貨の引き下げのための為替介入を行っている加盟国に対して、デジュリとデファクトの為替制度の不一致を指摘することができ、これによって、為替介入の抑制につなげられると考えていたとみられる。しかし、2009 年対韓国第 4 条協議が示すように、そのようには進まなかった。2000 年代に入り、新興国のプレゼンスが向上し、中でも、韓国は、中国とともに、IMF の出資比率を高め、世界金融危機以降には、G20 をはじめとする国際会議の場で発言力を高めることになった。さらに、韓国は、アジア通貨危機の際に IMF から受けた緊急融資を他のアジア諸国より早い 2001 年末には完済していたことから、アジア通貨危機の直後と違い、2000 年代には、国別サーベイランスにおける IMF による評価・提言をそのまま受け入れなければならない立場ではなくなっていた。そこで、「サーベイランスとの関係で、加盟国が『原則』に則った政策を実施しているのかどうかに疑義が生じた場合、IMF は、常識的にみてはっきりしない場合は加盟国に有利



になるように評価する<sup>121</sup>」という国別サーベイランスの規定（IMF 2007b）に沿って、韓国の主張が通ったものと考えられる。IMF における新興国の発言力が高まってくる中では、国別サーベイランスの限界もあり、「2009 年分類」によるデファクトの為替制度の判定によって、新興国の為替介入政策を是正するように求めることは現実的な手法ではなかったといえる。

一方、「為替レート of 適正水準」については、「2007 年決定」に国別サーベイランスを貫く原則として「対外安定性」が加えられたことを背景に、IMF 内の部局横断的なワーキンググループ（CGER）の推計による均衡レートと実際の為替レートを比較して評価することが標準化された。さらに、「2012 年決定」の採択によって、国別サーベイランスでは、為替レート of 水準に加え、経常収支の水準についても、「対外セクター報告書」で示された規準値と比較することが標準化されるとともに、為替政策に対する包括的なモニタリングが推進され、為替レート of 水準よりも、経常収支の水準が重視されるようになった。

「2012 年決定」によって、国別・多国間サーベイランスが統合され、主要各国の対外収支を多国間の整合性の視点を交え横断的に評価する「対外セクター報告書」が年 1 回、作成されるようになると同時に、同報告で示される経常収支や為替レート of 水準についての定量的分析やそれに基づく評価を国別サーベイランスにも反映させることが標準化された。地域局のスタッフにとっては、「為替レート of 適正水準」は、協議対象国との当局者との関係から、従来はデリケートな問題として積極的に取扱うことが躊躇されたテーマであったが、「対外セクター報告書」は、国別サーベイランスを担当する地域局ではなく、調査局が作成する。地域局のスタッフにとって、国別サーベイランスにおいて、他局が作成した経常収支や為替レート of 水準について規準値を使用して評価することが標準化されたことは、IMF 事務局（地域局）による分析・評価に対して当局者から受ける圧力を軽減させ、従来に比べ、為替レート of 水準についての問題提起や当局者との議論がしやすい基盤づくりになったといえる。

デジュリ of 為替制度とデファクト of 為替制度とが一致していないことを指摘し、不一致を解消させようとする手法も、為替レート・経常収支の水準について、均衡値・基準値との乖離の程度を分析し、乖離の程度に応じて政策の改善を求めようとする手法も、世界経済の不均衡是正という共通の目的のためであったが、後者の手法の方が、前述のような理由から、実効性が高く、2010 年代には積極的に活用されるようになった。この背景には、米国の IMF サーベイランスの戦略的活用があった。世界

---

<sup>121</sup> 前掲「脚注 89」

金融危機以降、米国は世界経済の不均衡是正を国際経済の重要課題として率先して取り上げるようになっていたが、IMF サーベイランスにおいても、自国の経常収支に直接的に関わる、主要各国の経常収支・為替レートの水準が取り上げられることで、自国の経常赤字の縮小につなげようとしていた。

## 6. 今後に向けた政策的含意

本章 1. から 5. では、本研究のはじめに示した問題意識に対する成果として、これまでの章における分析結果を有機的に捉え直し、そこから得られた知見と意義について論じた。こうした知見や意義を踏まえ、最後に、本研究から得られる今後に向けての政策的含意について述べる。

為替政策サーベイランスは、IMF におけるサーベイランスの中核である。従来、IMF サーベイランスでは、国別サーベイランスが中心で、「内密の助言 (confidential advice)」を通じて、IMF は加盟国に政策の改善を働きかけてきた (高木 2013)。しかし、高度な政治判断に関わる加盟国の為替制度や為替政策をサーベイランスの対象とするため、IMF 事務局の担当者にとっては、加盟国の当局者との関係に配慮し、加盟国が嫌がる分析や評価を出しづらいという問題を内在する。2000 年代に入ると、IMF における新興国の発言力の向上や、融資対象国ではない加盟国は、国別サーベイランスにおける事務局の分析・評価を受け入れなければならない立場にもないことから、国別サーベイランスを通じて、IMF 事務局が、新興国に対して、政策の問題点を指摘し、その改善を働きかけにくくなってきた。こうしたことが、本研究で分析対象としたデジュリとデファクトの為替制度の乖離を含め、為替政策にとっての重要テーマの議論が、国別サーベイランスで避けられてきた背景にあったと考えられる。

しかし、2010 年代に実施された国別サーベイランスでは、為替政策にとっての重要テーマであるものの、それまでは取り上げられることが避けられてきたテーマのうち、為替レート・経常収支の水準について、定量的な分析や評価が行われるようになり、為替政策に対する評価の重要なポイントになっていった。これが実現したのは、IMF で最大の発言力を持つ米国が、自国の対外債務の拡大を懸念し、経常赤字削減のため、IMF サーベイランスを戦略的に活用してきたことが大きかった。

本章 5. では、IMF の為替政策サーベイランスの機能強化のため、その指針がほぼ 30 年ぶりに見直された、「2007 年決定」の採択前後の時期には、IMF において、デジ

デュリとデファクトの為替制度とが一致しない要因を明らかにし、為替制度の分類に係る不整合さや曖昧さを改善していこうとする機運があったにも関わらず、世界金融危機以降に実施された国別サーベイランスでは、2009 年対韓国第 4 条協議を例外として、デデュリとデファクトの為替制度との乖離を含め、為替制度の判定が問題提起されたり、理事会において議論されたりしなかった要因を、国別サーベイランスにおける為替レートの水準についての分析・評価と対比して論じた。

デデュリとデファクトの為替制度との乖離の解消に向けて、IMF は、為替制度の分類基準を改定するによって、デデュリとデファクトの為替制度との一致・不一致の判定を明確にし、不一致があるときには、IMF と新興国との対話を通じて、その解消を図ろうとしていた。しかし、乖離が解消されなかったのは、本章 3. のとおり、各国の通貨当局による為替制度や為替政策についての表明（公表）と、通貨当局が IMF に申告するデデュリの為替制度とが整合的でないことがしばしばあるという根本的な問題が認識されず、この問題が解決されないまま、為替制度の分類スキームの改定などが進められてきたことのほか、世界金融危機以降、新興国の発言力が強まり、IMF と当該国との二国間の対話では、デデュリとデファクトの為替制度の乖離の解消が難しい状況になっていくことを想定できていなかったことにあった。

国別サーベイランスにおいて、デデュリとデファクトの為替制度の乖離とは対照的に、為替レート・経常収支の水準が分析・評価され、為替政策の評価における重要なポイントになっていったのは、i) 為替レートや経常収支の水準についての評価に用いる規準値が、国別サーベイランスを担当する地域局ではなく、CGER や調査局といった他部局によって、各国共通の手法・基準によって推計され、「対外セクター報告書」でも公表されていたこと、ii) 国別サーベイランスのガイダンス・ノートにおいて、為替レート・経常収支の水準についての評価を CGER による均衡レートや「対外セクター報告書」による規準値と比較することが標準化されたことがあげられる。

このように、国別サーベイランスにおいて、従来は、デリケートな問題として IMF 事務局が詳しく分析し議論することが避けられてきた、為替レート・経常収支の水準が 2010 年代に活発に分析・議論されるようになった経験には、デデュリとデファクトの為替制度の乖離を含め、国別サーベイランスにおいて、これまで、新興国の当局者との関係に配慮して、問題提起や分析が避けられてきたテーマが取り上げられるようになるためのヒントがある。それは、客観的な基準や透明性の高い手法の活用、IMF 事務局内の部局間の連携などである。

そこで、こうした事例研究を踏まえ、デジュリとデファクトの為替制度の乖離の解消に向けて、IMF による為替制度の分類やサーベイランスについての改善策について、大きく 3 点から提案することにした。

第一に、加盟各国が IMF に申告するデジュリの為替制度について、デジュリの為替制度が IMF による為替制度の分類カテゴリーのいずれに分類されるかという情報だけでなく、通貨当局が対外的に表明（公表）する為替制度・為替政策に関する変更についても IMF に申告しなければならないとし、デジュリの為替制度の関連情報として、AREAER 上でデジュリの為替制度の分類とともに公開することを提案する。近年の AREAER では、デファクトの為替制度に併せて、デジュリの為替制度が掲載されるようになっている。しかし、公表されるのは、デジュリの為替制度の分類の情報のみであるため、「2007 年決定」に盛り込まれた規定<sup>122</sup>に沿って、加盟各国が、デジュリの為替制度の分類だけでなく、それ以外の情報をどの程度、申告しているのかどうかは外部からは分からない。

第二に、すべての加盟国の為替制度に関する情報がそろった段階で、AREAER として報告書の形式で情報を公開するだけでなく、あらかじめ公表日を設定し、公表準備の整った加盟国の為替制度・為替政策から、IMF のホームページ上で、順次、情報を公開していくことを提案する。現状では、加盟各国の為替制度の分類等についての情報は、年 1 回公表される AREAER に掲載されているが、最近数年をみると、AREAER は、調査日から公表までの間隔が極端に長い。例えば、2018 年末時点の状況を記載した AREAER2019 は、2020 年 10 月に公表され、調査日から公表までに 2 年弱を要している。さらに、2019 年と 2020 年の動向を記載した AREAER は、2021 年春時点において公表されていない。このように、加盟各国の為替制度という基本的な情報について、公表が滞ることは、利用者の利便性を低下させるとともに、IMF によるサーベイランス能力に対する不信感にもつながる。加盟各国が当初の提出期限までに、必要情報を IMF に提出する誘因を低下させ、AREAER の公表の遅れを助長させるおそれもある。AREAER の公表が遅れている理由を IMF は明らかにしていないが、加盟国のすべての為替制度の情報がそろって初めて公表されるという手順がとられているためと推察される。かつてのように、ハードコピーの報告書としての形式での公表のみが現実的な時代であれば、加盟国すべての為替制度の情報がそろった段階で公表するという方法をとらざるを得なかったのかもしれない。しかし、ICT 環境が整備され、IMF もインターネットによる情報発信に積極的に取り組んでいることから、加盟国すべて

---

<sup>122</sup> 「国別サーベイランスに関する 2007 年決定」 パラグラフ 16（第 2.3 節）

の情報がそろうまで、公表を待つのではなく、あらかじめ、公表予定日を設定し、その時点で公開準備が整っている加盟国から、IMF のホームページ上で、デジュリの為替制度についての情報に加え、IMF によるデファクトの為替制度の判定を加えて、順次公表するという方法に変更することが望ましい。

第三に、IMF 事務局内で、国別サーベイランスを担当する地域局と AREAER の公表を担当する金融資本市場局の連携の強化を提案する。すでに述べた第一、第二の提案を実現するためには、金融資本市場局が、加盟各国が IMF に申告するデジュリの為替制度とその関連情報をこれまでよりも効率的に整理し、公開することが不可欠である。さらに、AREAER の編纂のために収集した情報を、国別サーベイランスにおける評価・分析や理事会における議論と連動させるべきである。

AREAER の情報について、加盟国すべての情報がそろわなくても、IMF のホームページ上で、情報公開の準備が整った加盟国からデジュリの為替制度だけでなく、その関連情報とともに、IMF が判定するデファクトの為替制度が順次公表されていくことは、研究者や政策担当者による調査分析にメリットをもたらすことはもとより、サーベイランスの機能強化にも資するものである。長年の課題であったデジュリとデファクトの為替制度の乖離について、その主な要因は、通貨当局による為替制度・為替政策の変更についての表明が、デジュリの為替制度に反映されていないことであった。これは、AREAER 上でデジュリの為替制度が公表されるタイミングが、調査時点からかなり遅れるため、デジュリの為替制度と通貨当局の公表内容とに矛盾があったとしても、外部から注目を集めることは少なく、そのままとなっていたためとみられる。デジュリの為替制度やその関連情報についての公表のタイミング・形態を改善することで、加盟国から IMF に申告されるデジュリの為替制度の内容について、研究者やエコノミストのほか、他の加盟国からの監視が働きやすくなり、デジュリの為替制度と通貨当局による表明（公表）との関係、また、デジュリの為替制度と実際の為替政策との関係等に、矛盾があるときには、その矛盾について、IMF や加盟各国が外部から指摘を受けやすくなるとみられる。こうした外部からのプレッシャーや他の加盟国からのピア・プレッシャーを活用することで、これまで、国別サーベイランスにおいて、協議対象国の当局者との関係の悪化を懸念して、地域局をはじめとする IMF 事務局が取り上げることを避けてきた、デジュリとデファクトの為替制度の乖離を含む、為替制度の判定について、国別サーベイランスでの問題提起や議論が促されることになると思う。

今後、デジュリとデファクトの為替制度の乖離に関わらず、為替政策についての重要なテーマが国別サーベイランスにおいて、積極的に分析・議論され、加盟国の政策の改善につなげられることを実現するには、国別サーベイランスの弱点とともに、今後の IMF 内における加盟各国の発言力を見通して、改善策を考えることも重要である。

IMF における発言権は、基本的には出資割当額（クォータ）に比例する。このため、国際連合のように各加盟国が一票の投票権を持つ国際機関に比べ、先進国、特に重要事項への拒否権である 15%を上回る投票権を唯一持つ米国の影響力が圧倒的に大きい。このため、IMF 事務局の担当者の立場からみれば、日常的には、加盟各国の当局者の意向を踏まえて業務を行うとしても、最終的には米国の意向を考慮すればよいという構図であったといえる。しかしながら、近年、新興国の台頭により、先進国によって決められてきた手続きを新興国が受け入れない事態が起き、さらに、国際通貨制度の安定に向けた国際協調の基礎が法的ルールではなく、サーベイランスに基づくことも、事務局と加盟各国との関係を複雑にしている。こうした状況を考慮した上で、米国は、近年の国別サーベイランスにおいて、為替レート・経常収支の水準が定量的に分析され、それに基づいて各国の為替政策が評価されるように、国別サーベイランスにおける手順など、IMF 事務局の重要なルーティンの決定にも戦略的に関与していた。

現行の出資割当額（クォータ）の見直しを含む増資については、出資比率の見直し期限を 2020 年末から 2023 年 12 月 15 日に延期することになった（IMF 2019）。米国が中国の影響力が強まる IMF の増資には容易に賛成しないとみられるが、コロナ感染拡大の影響により、中国が経済規模において、米国を追い越す時期が早まる可能性もある。現行の出資割当額（クォータ）の見直しが当面、行われなくても、今後、IMF において、米国の影響力が相対的に低下し、新興国の実質的発言力が強まることで、合意形成が困難となり、政策の改善が進みにくくなることが懸念される。

こうした中で、国別サーベイランスにおいて為替政策に係る重要なテーマが議論され、それが政策に反映されるようにするためには、前述のデジュリとデファクトの為替制度との乖離の解消に向けての 3 点から成る提案とも関わるが、IMF が「内密の助言」を通じて、協議対象国に政策の改善を働きかけるという、かつては一般的であった手法に依存するのではなく、外部や他の加盟国からのプレッシャーをうまく活用し、協議対象国に働きかけていくことが必要になってくると考える。国別サーベイランスにおける為替制度の分析や評価は、従来、一般に公開されていなかったことや、

現在でも、その内容が協議対象国の同意がなければ公表できないため、国別サーベイランスにおける分析・評価やスタッフ・ペーパーを踏まえた理事会における議論は、依然として、外部からわかりにくいところが多い。このため、IMF は、加盟国の為替制度・為替政策の分析・評価について、その基礎となる情報を含め、広く、かつできるだけ速やかに公開し、IMF による分析・評価が外部からわかりやすく、意見が述べやすいものとするといった、オープンな視点が重要となる。こうした取り組みによって、かりに、IMF と協議対象国の見解が国別サーベイランスで対立し、当初は両者の見解が食い違い平行線をたどるとしても、IMF と協議対象国の見解の対立が、各国の研究者やエコノミストの注目・関心を集め、それを通じて支持や批判を受けることで、次回以降の国別サーベイランスでは、IMF による分析・評価が改善され明確になり、加盟国の政策の改善にもつながるというサイクルが機能していくものとする。

## むすび

本研究は、新興国の為替制度の分類の課題とされてきた、デジュリとデファクトの為替制度の乖離について、韓国、インドネシア、タイ、フィリピンの4か国を素材に、IMF による加盟国の為替制度の分類や為替政策に対するサーベイランスとの関わりから分析することによって、新興国の為替政策や新興国の通貨当局の行動の特徴とされてきた「フロートの恐怖」と呼ばれるデジュリとデファクトの為替制度の乖離について、乖離の頻度や乖離の特徴などについて、既存の考え方とは異なる新たな指摘を行った。さらに、IMF では、1990年代から、デジュリとデファクトの為替制度の乖離が課題とされ、為替制度の分類スキームの改定などに取り組まれてきたにもかかわらず、乖離が続いてきたことについて、その要因を明らかにした。また、事例研究を通じて浮かび上がってきた IMF におけるサーベイランスの問題点を踏まえ、今後、国別サーベイランスにおいて、デジュリとデファクトの為替制度の乖離を含め、為替政策の重要テーマが活発に取り上げられ、政策の改善につなげられるための方策を提案した。





## 【付表】

### (付表 2-1) IMF による為替制度の分類スキーム

#### －ブレトンウッズ体制の崩壊直後から 1980 年初めまで－

Exchange rate maintained within relatively narrow margins <sup>(*)</sup> in terms of:  (a) U.S. dollar (b) Sterling (c) French franc (d) South African rand or Spanish peseta (e) a group of currencies (under mutual intervention arrangements) (f) a composite of currencies
Exchange rate not maintained within relatively narrow margins as in (a)—(f) above.

Note: (\*) margins of approximately 2.25 per cent either side of parity.

(出所) IMF (1974) より抜粋。

### (付表 2-2) IMF 「1982 年分類」 による為替制度の分類

Exchange rate determined on the basis of:
(a) A peg to: ( i ) the U.S. dollar ( ii ) pound sterling ( iii ) the French franc ( iv ) other currencies ( v ) a composite of currencies
(b) Limited flexibility with respect to: ( i ) single currency ( ii ) cooperative arrangement
(c) More flexible arrangements: ( i ) adjusted according to a set of indicators ( ii ) other managed floating ( iii ) independently floating

(出所) IMF/AREAER1982 より抜粋。

(付表 2-3 表) 「1998 年分類」に基づく、為替制度と金融政策のアンカーの組合せ

Exchange Rate Arrangements and Anchors of Monetary Policy

Exchange Rate Regime (Number of countries)	Monetary Policy Framework				
	Exchange rate anchor	Monetary aggregate target	Inflation targeting framework	Fund-supported or other monetary program	Other
Exchange arrangement with no separate legal tender (39)					
Currency board arrangement (8)					
Other conventional fixed peg arrangement (including de facto peg arrangements under managed floating) (44)					
Pegged exchange rate within horizontal bands (6)					
Crawling peg (4)					
Crawling band					
Managed floating with no preannounced path for the exchange rate (33)					
Independently floating (47)					

(出所) IMF/AREAER2001 より抜粋。

(付表 2-4) IMF におけるデジュリ (*De jure*) とデファクト (*De facto*) の定義

Classification describes and classifies the de jure and the de facto exchange rate arrangements.

***De facto***

IMF staff classifies the de facto exchange rate arrangements according to the categories below. As the de facto methodology for classification of exchange rate regimes is based on a backward-looking approach that relies on past exchange rate movement and historical data, some countries are reclassified retroactively to a date when the behaviour of the exchange rates changed and matched the criteria for reclassification to the appropriate category. For these countries, if the retroactive date of reclassification is prior to the period covered in this report, then the effective date of change to be entered in the country chapter and the changes section is deemed to be the first day of the year in which the decision of reclassification took place.

***De jure***

The description (as required by Paragraph 16 of Decision No. 13919-(07/51), the 2007 Surveillance Decision) and effective dates of the de jure exchange rate arrangements are provided by the authorities. The description includes officially announced or estimated parameters of the exchange arrangement (e.g., parity, bands, weights, rate of crawl, and other indicators used to manage the exchange rate). It also provides information on the computation of the exchange rate and the use of the official exchange rate. Whenever possible, country authorities are also requested to identify which of the existing categories of exchange rate arrangement below most closely corresponds to the de jure arrangement currently in effect.

(出所) IMF/AREAER2008 より抜粋。

(付表 2-5)

「変動制(floating arrangements)」に該当する為替制度の定義について

－1998 年分類と 2009 年分類の比較－

1998 年分類	2009 年分類
<p><b><i>Managed floating with no preannounced path for the exchange rate</i></b> (in 2005, the word preannounced was replaced with predetermined).</p> <p>The monetary authority attempts to influence the level of the exchange rate without having a specific exchange rate path or target, but the exchange rate is essentially market determined. Indicators for managing the rate are broadly judgmental (e.g., balance of payments position, international reserves, parallel market developments), and adjustments may not be automatic. Intervention may be direct or indirect. Beginning in January 2007, arrangements with automatic adjustment that no longer qualify as crawling arrangements were classified in this group.</p>	<p><b><i>Floating</i></b></p> <p>A floating exchange rate is largely market determined, without an ascertainable or predictable path for the rate. In particular, an exchange rate that satisfies the statistical criteria for a peg-like or a crawl-like arrangement will be classified as such unless it is clear that the stability of the exchange rate is not the result of official actions. Foreign exchange market intervention may be either direct or indirect, and serves to moderate the rate of change and prevent undue fluctuations in the exchange rate, but policies targeting a specific level of the exchange rate are incompatible with floating. Indicators for managing the rate are broadly judgmental (e.g., balance of payments position, international reserves, parallel market developments).</p> <p>Floating arrangements may exhibit more or less exchange rate volatility, depending on the size of the shocks affecting the economy.</p>
<p><b><i>Independently floating</i></b></p> <p>The exchange rate is market-determined, with any official foreign exchange market intervention aimed at moderating the rate of change and preventing undue fluctuations in the exchange rate over short time horizons, rather than aiming at a level for it.</p>	<p><b><i>Free floating</i></b></p> <p>A floating exchange rate can be classified as free floating if intervention occurs only exceptionally, aims to address disorderly market conditions, and if the authorities have provided information or data confirming that intervention has been limited to at most three instances in the previous six months, each lasting no more than three business days. If the information or data required are not available to the IMF staff, the arrangement will be classified as floating.</p>

(出所) IMF/AREAER2008 及び AREAER2009 より筆者作成。

(付表 3-1) 1980 年代からのアジア通貨危機までの韓国のデジュリの為替制度

調査時点	デジュリの為替制度 の分類	カントリー・ノートにおける記述
1980/12/31	Exchange rate not maintained within relative narrow margin as in (a)-(g) above, or otherwise determined.	The currency of Korea in the Korean Won, which is linked to a multicurrency basket (consisting of a trade-weighted basket and the SDR basket), but other factors are also taken into account if necessary. The bank of Korea established daily the exchange rate of the won in terms of the U.S. dollar, which is the intervention currency.)
1981/12/31	同上	同上
1982/12/31	other managed floating	同上
1983/12/31	同上	同上
1984/12/31	同上	同上
1985/12/31	同上	同上
1986/12/31	同上	同上
1987/12/31	同上	同上
1988/12/31	同上	同上
1989/12/31	同上	同上
1990/12/31	同上	Since the introduction of a market average exchange rate system (MAR) on March 2, 1990, the Korean won-U.S. dollar rate has been determined on the basis of the weighted average of interbank rates for Korean won-U.S. dollar spot transactions of the previous day. During each business day, the Korean won-U.S. dollar exchange rate in the interbank market is allowed to fluctuate within margins of $\pm 0.4$ percent against the MAR. The exchange rate of the won against currencies other than the U.S. dollar are determined in relation to the exchange rate of the U.S. dollar against these currencies in the international market. For transactions with customers in these currencies, the won is allowed to fluctuate within daily margins of $\pm 0.8$ percent.
1991/12/31	同上	Since the introduction of a market average exchange rate system (MAR) on March 2, 1991, the Korean won-U.S. dollar rate has been determined on the basis of the weighted average of interbank rates for Korean won-U.S. dollar spot transactions of the previous day. During each business day, the Korean won-U.S. dollar exchange rate in the interbank market is allowed to fluctuate within fixed margins of $\pm 0.6$ percent against the MAR. The exchange rate of the won against currencies other than the U.S. dollar are determined in relation to the exchange rate of the U.S. dollar against these currencies in the international market.

1992/12/31	同上	Since the introduction of a market average exchange rate system (MAR) on March 2, 1991, the Korean won-U.S. dollar rate has been determined on the basis of the weighted average of interbank rates for Korean won-U.S. dollar spot transactions of the previous day. During each business day, the Korean won-U.S. dollar exchange rate in the interbank market is allowed to fluctuate within fixed margins of $\pm 0.8$ percent against the MAR. The exchange rate of the won against currencies other than the U.S. dollar are determined in relation to the exchange rate of the U.S. dollar against these currencies in the international market.
1994/3/1	同上	Since the introduction of a market average exchange rate system (MAR) on March 2, 1991, the Korean won-U.S. dollar rate has been determined on the basis of the weighted average of interbank rates for Korean won-U.S. dollar spot transactions of the previous day. During each business day, the Korean won-U.S. dollar exchange rate in the interbank market is allowed to fluctuate within fixed margins of $\pm 1$ percent against the MAR of the previous day. The exchange rate of the won against currencies other than the U.S. dollar are determined in relation to the exchange rate of the U.S. dollar against these currencies in the international market.
1994/12/31	同上	Since the introduction of a market average exchange rate system (MAR) on March 2, 1991, the Korean won-U.S. dollar rate has been determined on the basis of the weighted average of interbank rates for Korean won-U.S. dollar spot transactions of the previous day. During each business day, the Korean won-U.S. dollar exchange rate in the interbank market is allowed to fluctuate within fixed margins of $\pm 1.5$ percent against the MAR of the previous day. The exchange rate of the won against currencies other than the U.S. dollar are determined in relation to the exchange rate of the U.S. dollar against these currencies in the international market.
1996/6/30	同上	Since the introduction of a market average exchange rate system (MAR) on March 2, 1991, the Korean won-U.S. dollar rate has been determined on the basis of the weighted average of interbank rates for Korean won-U.S. dollar spot transactions of the previous day. During each business day, the Korean won-U.S. dollar exchange rate in the interbank market is allowed to fluctuate within fixed margins of $\pm 2.25$ percent against the MAR of the previous day. The exchange rate of the won against currencies other than the U.S. dollar are determined in relation to the exchange rate of the U.S. dollar against these currencies in the international market.
1997/3/31	managed floating	The exchange rate of the won against the U.S. dollar is determined on the basis of the weighted average of interbank rates for Korean won-U.S. dollar spot transactions of the previous day. During each business day, the won rate against the dollar in the interbank market is allowed to fluctuate within margins of $\pm 2.25$ percent against the market average rate of the previous day.

(出所) IMF/AREAER の各年版より筆者作成。

(付表 3-2) 1990 年代における韓国のデジュリとデファクトの為替制度の比較

	デジュリの為替制度		デファクトの為替制度
各年末	「1982 年分類」による 為替制度	「1998 年分類」による 為替制度	Bubula and Øtker-Robe (2002) における為替制度
1990	Other managed floating	－	Tightly managed floating
1991	Other managed floating	－	Tightly managed floating
1992	Other managed floating	－	Tightly managed floating
1993	Other managed floating	－	Tightly managed floating
1994	Other managed floating	－	Tightly managed floating
1995	Other managed floating	－	Tightly managed floating
1996	Other managed floating	－	Tightly managed floating
1997	Independently floating	－	independently floating
1998	-	independently floating	independently floating
1999	-	independently floating	independently floating
2000	-	－	independently floating
2001	-	－	independently floating

(出所) IMF/AREAER 各年版、Bubula and Øtker-Robe (2002) より筆者作成。

(付表 3-3) 1970 年代末からのインドネシアのデジュリの為替制度

調査時点	デジュリの為替制度の分類	カントリー・ノートにおける記述
1977/12/31	Exchange rate maintained within relatively narrow margins in terms of U.S. dollar.	In the Jakarta foreign exchange Bourse, transactions in U.S. dolalrs have since August 23, 1971 been effected at rates within 1 per cent either side of Rp 415 per US\$1. Exchange rate for other currencies are determined on the basis of the Jalarta rates for the U.S. dollar, the intervention currenct, and rates for the currencies concerned in international market.
1978/12/31	Exchange rate not maintained within relative narrow margin as in (a)-(g) above.	On Nov. 16, 1978 the exchange rate of the rupiah was adjusted from Rp 415 per US\$1 to Rp 625 per US\$1, and the link with the US dollar, the intervention currency, was served. Since that data Bank Indonesia has set the middle rate each day using a basket of currencies of Indonesia's main trading partners as one of the vairables. Transactions in the Jakarta Foreign Exchange Bourse are effected at rates within 1% either side of the middle rate of the rupiah.
1979/12/31	同上	同上
1980/12/31	同上	Since Nov. 16, 1978 the middle rate of the rupiah in terms of the US dollar, the intervention currency, has set by Bank Indonesia using a basket of currencies of Indonesia's main trading partners as one of the vairables. Transactions in the Jakarta Foreign Exchange Bourse are effected at rates within 1% either side of the middle rate of the rupiah.
1981/12/31	同上	同上
1982/12/31	Limited flexibility with respect to single currency	同上
1983/12/31	other managed floating	Effective March 30, 1983 the middle rate of the rupiah was depreciated by 27.8 percent in terms of the U.S. dollar, the intervention currency. At the same time, Bank Indonesia announced that it would continue to follow a policy of a managed float, taking into account a somewhat broader set of currencies than was previously the case.
1984/12/31	同上	同上
1985/12/31	同上	The exchange value of the rupiah is determined by Bank Indonesia under a system of managed float.



1986/12/31	同上	同上
1987/12/31	同上	同上
1988/12/31	同上	同上
1990/12/31	同上	同上
1991/12/31	同上	同上
1992/12/31	同上	同上
1993/12/31	同上	同上
1994/12/31	同上	同上
1995/12/31	同上	同上
1997/4/30	managed floating	The exchange rate is determined by Bank Indonesia (BI) under a system of managed float, under which the bank announces a daily "conversion rate band"(for official transactions with foreign exchange banks, government, as well as with supranational institutions), and an "intervention band" consisting of buying and selling rates that are computed on basis of a basket of currencies. The conversion rates are set to that the buying and selling rates are within 2% of the previous day's spot market rate. The spread of the intervention band was increased on June 13, 1996, to Rp118(5%) from Rp66, and to Rp192 (approximately 8%) on Sep. 10, 1996.

(出所) IMF/AREAER の各年版より筆者作成。

(付表 3-4)

1990 年代におけるインドネシアのデジュリとデファクトの為替制度の比較

各年末	デジュリの為替制度		デファクトの為替制度
	「1982 年分類」による 為替制度	「1998 年分類」による 為替制度	Bubula and Ötoker-Robe (2002) における為替制度
1990	Other managed floating	—	Crawling bands: Forward looking
1991	Other managed floating	—	Crawling bands: Forward looking
1992	Other managed floating	—	Crawling bands: Forward looking
1993	Other managed floating	—	Crawling bands: Forward looking
1994	Other managed floating	—	Crawling bands: Forward looking
1995	Other managed floating	—	Crawling bands: Backward looking
1996	Other managed floating	—	Crawling bands: Backward looking
1997	Independently floating	—	Independently floating
1998	—	Independently floating	Independently floating
1999	—	Independently floating	Independently floating
2000	—	—	Independently floating
2001	—	—	Other managed float with no predetermined exchange rate path

(出所) IMF/AREAER 各年版、Bubula and Ötoker-Robe (2002)より筆者作成。

(付表 3-5) 1990 年代におけるタイのデジュリとデファクトの為替制度の比較

	デジュリの為替制度		デファクトの為替制度
各年末	「1982 年分類」による 為替制度	「1998 年分類」による 為替制度	Bubula and Ötoker-Robe (2002) における為替制度
1990	Pegged to a composite of currencies	—	Conventional fixed peg: Vis-à-vis a basket
1991	Pegged to a composite of currencies	—	Conventional fixed peg: Vis-à-vis a basket
1992	Pegged to a composite of currencies	—	Conventional fixed peg: Vis-à-vis a basket
1993	Pegged to a composite of currencies	—	Conventional fixed peg: Vis-à-vis a basket
1994	Pegged to a composite of currencies	—	Conventional fixed peg: Vis-à-vis a basket
1995	Pegged to a composite of currencies	—	Conventional fixed peg: Vis-à-vis a basket
1996	Pegged to a composite of currencies	—	Conventional fixed peg: Vis-à-vis a basket
1997	Other managed floating	—	Other managed float with no predetermined exchange rate path
1998	—	Independently floating	Other managed float with no predetermined exchange rate path
1999	—	Independently floating	Other managed float with no predetermined exchange rate path
2000	—	—	Other managed float with no predetermined exchange rate path
2001	—	—	Other managed float with no predetermined exchange rate path

(出所) IMF/AREAER 各年版、Bubula and Ötoker-Robe (2002)より筆者作成。

## (付表 3-6)

## 1990 年代におけるフィリピンのデジュリとデファクトの為替制度の比較

	デジュリの為替制度		デファクトの為替制度
各年末	「1982 年分類」 による為替制度	「1998 年分類」 による為替制度	Bubula and Ōtoker-Robe (2002) における為替制度
1990	Independently floating	-	Conventional fixed peg: Vis-à-vis a single currency
1991	Independently floating	-	Other managed float with no predetermined exchange rate path
1992	Independently floating	-	Other managed float with no predetermined exchange rate path
1993	Independently floating	-	Other managed float with no predetermined exchange rate path
1994	Independently floating	-	Other managed float with no predetermined exchange rate path
1995	Independently floating	-	Conventional fixed peg: Vis-à-vis a single currency
1996	Independently floating	-	Conventional fixed peg: Vis-à-vis a single currency
1997	Independently floating	-	Other managed float with no predetermined exchange rate path
1998	-	Independently floating	Independently floating
1999	-	Independently floating	Other managed float with no predetermined exchange rate path
2000	-	-	Independently floating
2001	-	-	Independently floating

(出所) IMF/AREAER 各年版、Bubula and Ōtoker-Robe (2002) より筆者作成。

(付表 4-1) 2000 年から 2006 年におけるタイの為替制度

調査時点	デジュリの為替制度	デファクトの為替制度
2000 年 12 月 31 日	Independently floating	Independently floating
2002 年 1 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate (2001 年 6 月～)
2002 年 12 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate
2003 年 12 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate
2004 年 12 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate
2005 年 12 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate
2007 年 3 月 31 日	Independently floating	Managed floating with no preannounced path for the exchange rate

(出所) IMF/AREAER2001-2007、IMF 内部データ、H. Anderson 氏のデータより筆者作成。

(注) 1. 「1998 年分類」に基づく。

2. デジュリの為替制度は IMF 内部データ及び H. Anderson 氏のデータによる。

(付表 5-1) AREAER における韓国の為替制度についての主な記載

AREAER 発行年	調査日	デジュリ の 為替制度	デファクト の 為替制度	デファクトの為替制度についての主な記述
2009	2008/12/31	Free floating	Free floating	The exchange rate of the won is determined on the basis of supply and demand in the foreign exchange market. The Bank of Korea (BOK) may intervene in the market with the funds of the BOK and the Foreign Exchange Equalization Fund when it is deemed necessary for the stability of the market. <u>Interventions in the spot market or through derivatives in the forward market are not announced, and intervention data are not published. However, the authorities officially confirmed that the number of their interventions since October 1, 2008, is consistent with the definition of a free float.</u> Effective February 2, 2009, the classification of the de facto exchange rate arrangement has been changed from independently floating to free floating, retroactively to April 30, 2008, due to the revision of the classification methodology. Thus, the change reflects only a methodological modification and does not imply a judgment that there has been a substantive alteration in the country's exchange arrangement or other policies.
2010	2010/8/31	Free floating	Floating	The exchange rate of the won is freely determined on the basis of supply and demand in the foreign exchange market. As such, the system is managed in accordance with the principles defined by the free floating system, and the government's role is very limited, being within the range allowed by the free floating system. <u>However, because of the lack of information on the authorities' intervention, the de facto exchange rate arrangement was reclassified to floating from free floating, effective May 1, 2009.</u> The Bank of Korea (BOK) may intervene in the market with the funds of the BOK and the Foreign Exchange Equalization Fund when it is deemed necessary for the stability of the market. Interventions in the spot market or through derivatives in the forward market are not announced, and intervention data are not published.
2011	2011/7/31	Free floating	Floating	The exchange rate of the won is freely determined on the basis of supply and demand in the foreign exchange market. As such, the system is managed in accordance with the principles defined by the free floating system, and the government's role is very limited, being within the range allowed by the free floating system. <u>However, because of the lack of information on the authorities' intervention, the de facto exchange rate arrangement is classified as floating.</u> The Bank of Korea (BOK) may

				intervene in the market with the funds of the BOK and the Foreign Exchange Equalization Fund when it is deemed necessary for the stability of the market. Interventions in the spot market or through derivatives in the forward market are not announced, and intervention data are not published.
2012	2011/12/31	Free floating	Floating	変更なし（AREAER2011 年版と同一の記載）
2013	2013/1/31	Free floating	Floating	変更なし（AREAER2011 年版と同一の記載）
2014	(注 2)	Free floaing	Floaing	
2015	2015/1/31	Free floating	Floaing	変更なし（AREAER2011 年版と同一の記載）
2016	2016/3/31	Free floating	Floaing	変更なし（AREAER2011 年版と同一の記載）
2017	(注 2)	Free floating	Floaing	
2018	2017/12/31	Free floating	Floating	The exchange rate of the won is freely determined on the basis of supply and demand in the foreign exchange market. As such, the system is managed in accordance with the principles defined by the free floating system, and the government's role is very limited to remain within the range allowed by the free floating system. <u>However, because of the lack of information on the authorities' interventions, the de facto exchange rate arrangement is classified as floating.</u> The Bank of Korea (BOK) may intervene in the market with the funds of the BOK and the Foreign Exchange Equalization Fund when it is deemed necessary for the stability of the market. <u>Interventions in the spot market or through derivatives in the forward market are not announced, and intervention data are not published.</u> （後略）
2019	2019/1/31	Free Floating	Floating	The exchange rate of the won is freely determined on the basis of supply and demand in the foreign exchange market. As such, the system is managed in accordance with the principles defined by the free floating system, and the government's role is very limited to remain within the range allowed by the free floating system. <u>However, because of the lack of information on the authorities' interventions, the de facto exchange rate arrangement is classified as floating.</u> The Bank of Korea (BOK) may intervene in the market with the funds of the BOK and the Foreign Exchange Equalization Fund when it is deemed necessary for the stability of the market. <u>Interventions in the spot market or through derivatives in the forward market are not announced, but intervention data in net terms are published.</u> The Korean government and the BOK (the foreign exchange authorities) are implementing their disclosure in two stages. In the first stage, information is disclosed on a semiannual basis, no later than three

				months after the end of each six-month period. Specifically, information for the period of July to December in 2018 was disclosed March 29, 2019, and information for the period of January to June in 2019 was disclosed September 30, 2019. In the second stage, from July 2019 onwards, information will be disclosed on a quarterly basis, no later than three months after the end of the respective quarter. Specifically, information for the period of July to September in 2019 will be disclosed by the end of December 2019. Henceforth, information will be disclosed on an identical period and time basis. The information will be disclosed on the website of the BOK.
--	--	--	--	---

(出所) 毎年の IMF/AREAER における「Country Table Matrix」より筆者作成。

(注) 1. 下線は特に重要箇所として筆者が付す。

2. AREAER2014 と AREAER2017 について、IMF のホームページにおいて公開されているファイル（2020 年 8 月 29 日現在）には、「Country Table Matrix」が含まれていないため、調査日やデファクトの為替制度の詳細情報を得ることができない。



(付表 5-2) AREAER におけるフィリピン為替制度についての主な記載

AREAER 発行年	調査日	デジュリの 為替制度	デファクト の為替制度	デファクトの為替制についての主な記述
2009	2009/5/31	Free floating	Floating	The Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) adheres to a market-determined exchange rate policy with some scope for occasional action solely to prevent sharp fluctuations that could be disruptive. This means that the BSP does not target or support a given level of exchange rate; instead, it allows the value of the peso to be determined by the supply and demand of foreign exchange. <u>The BSP does not disclose intervention data as it is for internal use only.</u> However, data on currency swaps settled in foreign currency and nondeliverable forwards settled in domestic currency are reported monthly in Sections II and IV, respectively, of the Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, which is posted on the BSP website on a monthly basis. <u>Effective February 2, 2009, the classification of the de facto exchange rate arrangement has been changed from independently floating to floating, retroactively to April 30, 2008, due to the revision of the classification methodology. Thus, the change reflects only a methodological modification and does not imply a judgment that there has been a substantive alteration in the country's exchange arrangement or other policies.</u> <u>The primary objective of the BSP's monetary policy is "to promote price stability conducive to a balanced and sustainable growth of the economy."</u> <u>The adoption of the inflation-targeting framework of monetary policy in January 2002 was aimed at achieving this objective.</u> The government's inflation target is defined in terms of the average year-over-year change in the consumer price index over the calendar year. The inflation targets have been set at 3.5% with a tolerance interval of $\pm 1\%$ for 2009 and 4.5% with a tolerance interval of $\pm 1\%$ for 2010.
2010	2009/12/31	Free floating	Floating	The Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) adheres to a market-determined exchange rate policy with some scope for occasional action solely to prevent sharp fluctuations that could be disruptive. This means that the BSP does not target or support a given level of exchange rate; instead, it allows the value of the peso to be determined by the supply and demand of foreign exchange. <u>The BSP does not disclose intervention data, which are for internal use only.</u> However, data on currency swaps settled in foreign currency and nondeliverable forwards settled in domestic currency are reported monthly in Sections II and IV, respectively, of the Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, which is posted on the BSP website on a monthly basis. The BSP publishes, on a daily basis, reference exchange rates based on Reuters Trading for Foreign

				<p>Exchange (RTFE) New York closing price for the previous day. These are used for determining the value of a foreign nation's currency vis-à-vis the dollar and the peso.</p> <p>The primary objective of the BSP's monetary policy is "to promote price stability conducive to a balanced and sustainable growth of the economy." The adoption of the inflation-targeting framework of monetary policy in January 2002 was aimed at this objective. The government's inflation target is defined in terms of the average yearover-year change in the consumer price index. The inflation targets have been set at 3.5% with a tolerance interval of <math>\pm 1\%</math> for 2009 and 4.5% with a tolerance interval of <math>\pm 1\%</math> for 2010.</p>
2011	2011/1/31	Free floating	Floating	<p>The Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) adheres to a market-determined exchange rate policy with some scope for occasional action solely to prevent sharp fluctuations that could be disruptive. This means that the BSP does not target or support a given level of exchange rate; instead, it allows the value of the peso to be determined by the supply and demand of foreign exchange. <u>The BSP may participate in the U.S. dollar–peso market directly with market participants or via market makers and does not disclose intervention data, which are for internal use only.</u> However, data on currency swaps settled in foreign currency and nondeliverable forwards settled in domestic currency are reported monthly in Sections II and IV, respectively, of the Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, which is posted on the BSP website on a monthly basis.</p>
2012	2012/1/31	Free floating	Floating	<p>The Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) adheres to a market-determined exchange rate policy with some scope for occasional action solely to prevent potentially disruptive sharp fluctuations. The BSP does not target or support a given level of exchange rate; it allows the value of the peso to be determined by supply and demand. <u>The BSP may participate in the U.S. dollar–peso market directly with market participants or via market makers and does not disclose intervention data, which are for internal use only.</u> However, data on currency swaps settled in foreign currency and nondeliverable forwards settled in domestic currency are reported monthly in Sections II and IV, respectively, of the Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, which is posted on the BSP website.</p>
2013	2012/12/31	Free floating	Floating	<p>The Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) adheres to a market-determined exchange rate policy with some scope for occasional action solely to prevent potentially disruptive sharp fluctuations. The BSP does not target or support a given level of exchange rate; it allows the value of the peso to be determined by supply and demand. The BSP may participate</p>

				in the U.S. dollar–peso market directly with market participants or via market makers and does not disclose intervention data, which are for internal use only. <u>Accordingly, the de facto exchange rate arrangements is classified as floating.</u> Data on currency swaps settled in foreign currency and nondeliverable forwards settled in domestic currency are reported monthly in Sections II and IV, respectively, of the Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, which is posted on the BSP website.
2014	(注 2)	Free floating	Floating	
2015	2015/4/30	Free floating	Floating	The Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) adheres to a market-determined exchange rate policy with some scope for occasional action solely to prevent potentially disruptive sharp fluctuations. The BSP does not target or support a given level of exchange rate; it allows the value of the peso to be determined by supply and demand. <u>The BSP may participate in the U.S. dollar–peso market directly with market participants or via market makers and does not disclose intervention data, which are for internal use only.</u> <u>Accordingly, the de facto exchange rate arrangement is classified as floating.</u> Data on currency swaps settled in foreign currency and nondeliverable forwards settled in domestic currency are reported monthly in Sections II and IV, respectively, of the Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, which is posted on the BSP website.
2016	2016/3/31	Free floating	Floating	The Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) adheres to a market-determined exchange rate policy with some scope for occasional action solely to prevent potentially disruptive sharp fluctuations. The BSP does not target or support a given level of exchange rate; it allows the value of the peso to be determined by supply and demand. <u>The BSP may participate in the U.S. dollar–peso market directly with market participants or via market makers and does not disclose intervention data, which are for internal use only.</u> Data on currency swaps settled in foreign currency and non-deliverable forwards settled in domestic currency are reported monthly in Sections II and IV, respectively, of the Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, which is posted on the BSP website. The de facto exchange rate arrangement is classified as floating.
2017	(注 2)	Free floating	Floating	

2018	2018/1/31	Free floating	Floating	The Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) adheres to a market-determined exchange rate policy with some scope for occasional action solely to prevent potentially disruptive sharp fluctuations. The BSP does not target or support a given level of exchange rate; it allows the value of the peso to be determined by supply and demand. <u>The BSP may participate in the U.S. dollar–peso market directly with market participants or via market makers and does not disclose intervention data, which are for internal use only.</u> Data on currency swaps settled in foreign currency and non-deliverable forwards settled in domestic currency are reported monthly in Sections II and IV, respectively, of the Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, which is posted on the BSP website. The de facto exchange rate arrangement is classified as floating.
2019	2019/5.31	Free floating	Floating	The Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) adheres to a market-determined exchange rate policy with some scope for occasional action solely to prevent potentially disruptive sharp fluctuations that may have an adverse impact on the inflation outlook. <u>The importation season, which was around July to September, and the inflows because of seasonal remittances in the 4th quarter were taken into consideration in estimating the possible intervention amount.</u> However, <u>the BSP does not target or support a given level of exchange rate; it allows the value of the peso to be determined by the demand for and supply of foreign currencies.</u> The BSP may participate in the US dollar–peso market directly with market participants or via market makers and <u>does not disclose intervention data.</u> Data on currency swaps settled in foreign currency and non-deliverable forwards (NDFs) settled in domestic currency are reported monthly in Sections II and IV, respectively, of the Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, which is posted on the BSP website. In general, the peso was on an appreciating trend between January and July 2019 amid market optimism on positive developments in USChina trade relations and the dovish remarks from the US Federal Reserves. On a year-to-date basis, the peso appreciated against the US dollar by 1.20% to close at ₱51.96/US\$1 on August 6, 2019, from the end-December 2018 closing rate of ₱52.58/US\$1. The de facto exchange rate arrangement is classified as floating.

(出所) 毎年の IMF/AREAER における「Country Table Matrix」より筆者作成。

(注) 1. 下線は特に重要箇所として筆者が付す。

2. AREAER2014 と AREAER2017 について、IMF のホームページにおいて公開されているファイル (2020 年 8 月 29 日現在) には、「Country Table Matrix」が含まれていないため、調査日やデファクトの為替制度の詳細情報を得ることができない。

(付表 5-3) AREAER におけるインドネシアの為替制度についての主な記載

AREAER 発行年	調査日	デジュリの 為替制度	デファクトの 為替制度	デファクトの為替制度についての主な記述
2009	2008/12/31	Free floating	Floating	The exchange rate is determined by supply and demand in the foreign exchange market. However, the Bank Indonesia (BI) may intervene in the foreign exchange market to prevent undue fluctuations in the exchange rate. <u>The BI does not disclose data on its intervention.</u> Effective February 2, 2009, the classification of the de facto exchange rate arrangement has been changed from <u>managed floating with no predetermined path for the exchange rate to floating, retroactively to April 30, 2008, due to the revision of the classification methodology.</u> Thus, the change reflects only a methodological modification and does not imply a judgment that there has been a substantive alteration in the country's exchange arrangement or other policies. Reflecting developments in the exchange rate following official interventions, <u>the de facto exchange rate arrangement is classified as floating.</u> The BI formally adopted an inflation-targeting framework. The government has set the inflation targets for 2008, 2009, and 2010 at 5%, 4.5%, and 4%, $\pm 1\%$ , respectively, after coordinating with the BI.
2010	2009/12/31	Free floating	Floating	The exchange rate is determined by supply and demand in the foreign exchange market. However, the Bank Indonesia (BI) may intervene in the foreign exchange market to prevent undue fluctuations in the exchange rate. The BI does not disclose data on its interventions. Reflecting developments in the exchange rate following official interventions, <u>the de facto exchange rate arrangement is classified as floating.</u> The BI formally adopted an inflation-targeting framework. The government has set the inflation targets for 2009, and 2010 at 4.5%, and 4%, $\pm 1\%$ , respectively, after coordinating with the BI.
2011	2011/6/30	Free floating	Stabilized arrangement (2010 年 6 月 -2011 年 2 月)	The exchange rate is determined by supply and demand in the foreign exchange market. Bank Indonesia (BI), however, may intervene in the foreign exchange market—as part of a policy mix—whenever necessary to achieve the inflation target, as well as the stability of rupiah exchange rate. In conducting the intervention, BI does not target a specific level of rupiah exchange rate or maintain exchange rate movements in a specific band. <u>From June 2010 through February 2011, the rupiah consistently remained within a 2% band against the U.S. dollar.</u>

			Floating (2011/2/14 ～)	<u>Accordingly, the de facto exchange rate arrangement was reclassified to a stabilized arrangement from floating, effective June 21, 2010. In February(2011), the exchange rate left the stabilized band as the rupiah started appreciating against the U.S. dollar. Due to the increased flexibility of the exchange rate, the de facto exchange rate has been reclassified to floating from a stabilized arrangement, effective February 14, 2011. BI does not disclose data on its interventions.</u>
2012	2012/1/31	Free floating	Floating	The exchange rate is determined by supply and demand in the foreign exchange market. The Bank Indonesia (BI), however, may intervene—as part of a policy mix—whenever necessary to achieve the inflation target and the stability of the rupiah exchange rate. When it intervenes, the BI does not target a specific rate or maintain exchange rate movements within a specific band. In February 2011, the exchange rate left the stabilized band as the rupiah started to appreciate against the U.S. dollar. Due to the increased flexibility of the exchange rate after a period of limited volatility, <u>the de facto exchange rate arrangement has been reclassified to floating from a stabilized arrangement, effective February 14, 2011. The BI does not disclose data on its interventions.</u>
2013	2013/1/31	Free floating	crawl-like arrangement	The exchange rate is determined by supply and demand in the foreign exchange market. The Bank Indonesia (BI), however, may intervene—as part of a policy mix—whenever necessary to achieve the inflation target and to maintain macroeconomic stability. When it intervenes, the BI does not target a specific rate or maintain exchange rate movements within a specific band; rather it provide liquidity to maintain market stability. The BI does not disclose data on its interventions. The rupiah showed some volatility in the first half of 2012. Since June 2012, the rupiah followed a depreciating trend against the U.S. dollar within a margin of less than 2%. Accordingly, <u>the de facto exchange rate arrangement was reclassified to crawl-like arrangement from floating effective June 1, 2012.</u>
2014	(注 2)	Free floating	Floating	
2015	2015/4/31	Free floating	Floating	The exchange rate is determined by supply and demand in the foreign exchange market. Bank Indonesia (BI), however, may intervene—as part of a policy mix—whenever necessary to achieve the inflation target and to maintain macroeconomic stability. When it intervenes, the BI does not target a specific rate or maintain exchange rate movements within a specific band; rather it provides liquidity to maintain market stability. The BI does not

				disclose data on its interventions. <u>Since August 2013, the rupiah has moved more freely. Accordingly, the de facto exchange rate arrangement is classified as a floating arrangement.</u>
2016	2016/1/31	Free floating	Floating	The exchange rate is determined by supply and demand in the foreign exchange market. <u>Bank Indonesia (BI), however, may intervene—as part of a policy mix—whenever necessary to achieve the inflation target and to maintain macroeconomic stability.</u> When it intervenes, the BI does not target a specific rate or maintain exchange rate movements within a specific band; rather it provides liquidity to maintain market stability. <u>The BI does not disclose data on its interventions.</u> Since August 2013, the rupiah has moved more freely. Accordingly, the de facto exchange rate arrangement is classified as a floating arrangement.
2017	(注 2)	Free floating	Floating	
2018	2018/7/31	Free floating	Stabilized arrangement (2017/1/12/以降)	The exchange rate is determined by supply and demand in the foreign exchange market. Bank Indonesia (BI), however, may intervene—as part of a policy mix—whenever necessary to achieve the inflation target and to maintain macroeconomic stability. When it intervenes, the BI does not target a specific rate or maintain exchange rate movements within a specific band; rather it provides liquidity to maintain market stability. <u>Because the exchange rate has stabilized within a 2% band against the U.S. dollar since January 2017, with one realignment in September 2017, the de facto exchange rate arrangement was reclassified to stabilized from floating, effective January 12, 2017. While the Indonesian rupiah has increased its volatility since January 2018, more observations are necessary to determine its new trend. Until then, the de facto exchange rate arrangement remains classified as stabilized.</u> The BI does not disclose data on its interventions.
2019	2019/7/31	Free floating	Floating (2018/1/1 以降)	The exchange rate is determined by supply and demand in the foreign exchange market. BI, however, may intervene—as part of a policy mix—whenever necessary to achieve the inflation target and to maintain macroeconomic stability. When it intervenes, the BI does not target a specific rate or maintain exchange rate movements within a specific band; rather, it provides liquidity to maintain market stability. In 2018, tighter global financial conditions resulted in episodes of exchange rate pressures and capital outflows from Indonesia, which was relatively hard hit compared to

				<p>other emerging markets in Asia. External pressures have subsided since October 2018 and inflows have resumed, although they remain volatile. The current account deficit widened to 3% of the gross domestic product (GDP) in 2018 (from 1.6% in 2017), mainly because of lower commodity exports and higher infrastructure-related imports. Tighter financial conditions during Q2/Q3 2018 led to an overall decline in net portfolio and FDI flows by 1.6% of GDP relative to 2017. Overall, the balance of payments reached a deficit of 0.7% of GDP, with the current account deficit more than offsetting the financial account surplus. Gross international reserves declined by 0.9% of GDP to US\$121 billion (6½ months of imports) in December 2018, from US\$130 billion at end 2017. <u>Given the increased volatility and departure from the 2% band against the US dollar since January 2018, the de facto exchange rate arrangement was reclassified to floating from stabilized, effective January 1, 2018.</u> The BI does not disclose data on its interventions.</p>
--	--	--	--	--

(出所) 毎年の IMF/AREAER における「Country Table Matrix」より筆者作成。

(注) 1. 下線は特に重要箇所として筆者が付ける。

2. AREAER2014 と AREAER2017 について、IMF のホームページにおいて公開されているファイル（2020 年 8 月 29 日現在）には、「Country Table Matrix」が含まれていないため、調査日やデファクトの為替制度の詳細情報を得ることができない。



(付表 5-4) AREAER におけるタイの為替制度についての主な記載

AREAER 発行年	調査日	デジュリの 為替制度	デファクト の為替制度	デファクトの為替制度についての主な記述
2009	2008/12/31	Floating	Floating	<p>The exchange rate of the baht is determined in the foreign exchange market. The baht-dollar reference exchange rate is announced daily, based on the weighted average exchange rate of the previous day. The baht-dollar reference exchange rate is widely used as a benchmark rate for marking to market the dollars held by funds and corporations as well as for calculating profit and loss as a result of foreign exchange transactions for accounting purposes. The Bank of Thailand (BOT) also uses the baht-dollar reference exchange rate to mark to market its foreign exchange reserves. <u>The authorities intervene in the foreign exchange market as conditions require. The BOT does not disclose information on its interventions.</u> Effective February 2, 2009, the classification of the de facto exchange rate arrangement has been changed from managed floating with no predetermined path for the exchange rate to floating, retroactively to April 30, 2008, due to the revision of the classification methodology. Thus, the change reflects only a methodological modification and does not imply a judgment that there has been a substantive alteration in the country's exchange arrangement or other policies. The BOT has a formal inflation target of zero to 3.5% on a quarterly basis. It uses the one-day bilateral repurchase transaction rate as the key policy rate to signal the monetary policy stance.</p>
2010	2010/1/31	Floating	Floating	<p>Under the inflationtargeting monetary policy framework, the value of the baht is allowed to be determined by market forces, reflecting demand and supply for the baht in the foreign exchange market. <u>However, the Bank of Thailand (BOT) will curb any excessive volatility in the value of the baht that could adversely impact the adjustment of business sectors. The BOT does not disclose information on its interventions.</u> The baht-dollar reference exchange rate is announced daily, based on the weighted average exchange rate of the previous day. The baht-dollar reference exchange rate is widely used as a benchmark rate for marking to market the dollars held by funds and corporations as well as for calculating profit and loss as a result of foreign exchange transactions for accounting purposes. The BOT also uses the baht-dollar reference exchange rate to mark to market its foreign exchange reserves.</p> <p>The BOT has a formal inflation target of zero to 3.5% on a quarterly basis. It uses the one-day bilateral repurchase</p>

				transaction rate as the key policy rate to signal the monetary policy stance.
2011	2010/12/31	Floating	Floating	Under the inflation targeting monetary policy framework, the value of the baht is allowed to be determined by market forces, reflecting demand and supply for the baht in the foreign exchange market. <u>However, the Bank of Thailand (BOT) will curb any excessive volatility in the value of the baht that could adversely impact national competitiveness. The BOT does not disclose information on its interventions.</u>
2012	2011/12/31	Floating	Floating	変更なし（AREAER2011 年版と同一の記載）
2013	2013/3/31	Floating	Floating	Under the inflation targeting monetary policy framework, the value of the baht is allowed to be determined by market forces, reflecting demand and supply for the baht in the foreign exchange market. <u>However, the Bank of Thailand (BOT) reserves the right to curb any excessive volatility in the value of the baht that is not aligned with economic fundamentals. The BOT does not disclose information on its interventions.</u> Although, the baht experienced a period of stability during 2012, flexibility increased again in the first quarter of 2013. Accordingly, the (de)facto exchange rate arrangement is classified as floating.
2014	(注 2)	Floating	Floating	
2015	2015/1/31	Floating	Floating	Under the inflation-targeting monetary policy framework, the value of the baht is allowed to be determined by market forces, reflecting demand and supply in the foreign exchange market. <u>However, the Bank of Thailand (BOT) reserves the right to curb excessive volatility in the value of the baht that is not aligned with economic fundamentals.</u>
2016	2016/3/31	Floating	Floating	<p>Under the inflation-targeting monetary policy framework, the value of the baht is allowed to be determined by market forces, reflecting demand and supply in the foreign exchange market. <u>In the case that the resulting movements in Thai baht (THB) are deemed excessive and unjustified by fundamentals, foreign exchange rate intervention can be undertaken.</u></p> <p>In 2015, THB depreciated by 8.6% against U.S. dollar, while in terms of nominal effective exchange rate (NEER) and real effective exchange rate (REER), it depreciated by 2.3% and 4.8%, respectively. The average volatility of THB in 2015 was about 5%. THB depreciation trend in 2015 started in late April after a rate cut by the Monetary Policy Committee (MPC). The continued depreciation during the remaining part of the year, however, was mainly driven by external factors</p>

				<p>especially Fed's normalization and concerns on China's economic slowdown and its foreign exchange policy uncertainty.</p> <p>In the beginning of 2016, THB depreciated due to global risk-off sentiment caused by concerns on China slowdown and further drop in oil prices. However, THB has rebounded since late January mainly owing to capital inflows triggered by renewed search for yield behavior after growing expectation on delayed Fed rate hike and ECB and Bank of Japan (BOJ) further easing monetary policies. Year-to-date (end-March), THB has appreciated by around 2.4% against U.S. dollar, while in terms of NEER (February-16), it has appreciated by 0.8%. Nevertheless, in terms of REER (January-16), THB has depreciated by 0.2%.</p>
2017	(注 2)	Floating	Floating	
2018	2017/12/31	Floating	Floating	<p>Under the inflation-targeting monetary policy framework, the value of the baht is allowed to be determined by market forces, reflecting demand and supply in the foreign exchange market. <u>In the case that the resulting movements in Thai baht (THB) are deemed excessive and unjustified by fundamentals, foreign exchange intervention can be undertaken.</u> During 2017, the real effective exchange rate (REER) appreciated at an increasing pace, resulting in 3.4% real effective appreciation and 9.6% nominal appreciation versus the U.S. dollar. The large current account surplus and sizable portfolio inflows were the main drivers, only partially offset by net outflows in FDI and other investment.</p>
2019	2018/12/31	Floating	Floating	<p>Under the inflation-targeting monetary policy framework, the value of the baht is allowed to be determined by market forces, reflecting demand and supply in the foreign exchange market. <u>In the case that the resulting movements in Thai baht (THB) are deemed excessive and unjustified by fundamentals, foreign exchange intervention can be undertaken to avoid disorderly market conditions. The data on interventions is not publicly available. However, the weekly and monthly data on gross international reserve is published on the CB's website,</u> where international reserve assets comprise monetary gold, SDRs, reserve position in the fund, and foreign currency assets.</p> <p>During 2018, the real effective exchange rate (REER) appreciated, resulting in 2.7% real effective appreciation and 5% nominal appreciation versus the US dollar. The large current account surplus and sizable portfolio inflows were the main drivers, only partially offset by net outflows in FDI and other investment. In the recent period, the appreciation of the</p>

				baht was particularly supported by flows from gold traders, which became increasingly active as gold price rose in response to heightened uncertainties in the global financial market
--	--	--	--	--

（出所） 毎年の IMF/AREAER における「Country Table Matrix」より筆者作成。

（注） 1. 下線は特に重要箇所として筆者が付ける。

2. AREAER2014 と AREAER2017 について、IMF のホームページにおいて公開されているファイル（2020 年 8 月 29 日現在）には、「Country Table Matrix」が含まれていないため、調査日やデファクトの為替制度の詳細情報を得ることができない。

(付表 5-5) IMF 対韓国第 4 条協議における為替政策についての主な記述

各年の第 4 条審査 理事会開催日 (概要公表日)	理事会の議事概要やスタッフ・ペーパーにおける為替レートや為替制度 に関連する記述
2006 年審査 2006/10/11 (2006/10/11)	<p>【理事会議事概要】</p> <p>&lt;背景的情報(Background)&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・為替政策や為替レートについての記述なし</li> </ul> <p>&lt;理事会の評価(Executive Board Assessment)&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ Directors commended the authorities for adhering to their flexible exchange rate policy and allowing the won’ s value to be determined in the foreign exchange market, while limiting intervention to smoothing operations. They considered that overall competitiveness remains appropriate, as reflected in the sustained increase of Korea’ s share in global export markets.</li> <li>・ Directors endorsed the authorities’ close monitoring of domestic foreign exchange lending, which has also been expanding rapidly.</li> </ul>
2007 年審査 2007/9/12 (2007/9/24)	<p>【理事会議事概要】</p> <p>&lt;背景的情報(Background)&gt;</p> <p>After having appreciated for several years, the won has stabilized in 2007, and appears broadly appropriately valued. To smooth volatility and prevent the won from appreciating too rapidly, the authorities have at times intervened in the foreign exchange market in modest amounts.</p> <p>&lt;理事会の評価(Executive Board Assessment)&gt;</p> <p>Directors agreed that the won appears broadly appropriately valued. External competitiveness remains strong despite the large appreciation of the won vis-à-vis most major currencies over the last few years. Going forward, Directors agreed that the exchange rate should continue to be market determined, with intervention in the foreign exchange market limited to smoothing volatility.</p>
2008 年審査 2008/9/8 (2008/9/12)	<p>【理事会議事概要】</p> <p>&lt;背景的情報(Background)&gt;</p> <p>Despite the recent sharp depreciation, the exchange rate remains broadly in line with fundamentals. Intervention has been stepped up since June to smooth volatility and support the won.</p> <p>&lt;理事会の評価(Executive Board Assessment)&gt;</p> <p>Directors agreed that the won remains broadly appropriately valued, despite the recent depreciation. They considered that Korea’ s flexible exchange rate regime continues to be appropriate, and generally supported the view that foreign exchange intervention should remain limited to smoothing excessive volatility. Directors stressed that Korea’ s inflation targeting framework remains the most effective policy tool for addressing inflation. At the same time, some Directors suggested that exchange rate management could also have a role in containing inflation.</p>

<p>2009 年 審 査 2009/8/7 (2009/8/9)</p>	<p>【理事会議事概要】          &lt;背景的情報 (Background)&gt;          ・ The authorities set aside US\$55 billion in foreign exchange reserves to provide swaps or loans to banks and trade-related businesses, effectively substituting for loans previously provided by foreign creditors.          ・ The steep exchange rate devaluation helped fend off deflationary pressures. The BOK intervened only exceptionally, confined spot market intervention to smoothing operations and secured swap lines from other central banks totaling US\$90 billion. The weak won redirected domestic demand from imports to domestic production and, in combination with falling oil prices, turned the current account into a solid surplus in the first quarter of this year. Reserves declined by US\$38 billion in the last quarter of 2008 to US\$200 billion and have since recovered. Moreover, the weak won has sustained core inflation, at 3.5 percent in June, while headline inflation has declined to 2 percent on the back of softer commodity prices.          &lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment)&gt;          Directors took note of the staff’ s assessment that the won is undervalued relative to its mediumterm equilibrium level, and expected this trend to be reversed as capital inflows regain momentum. They endorsed Korea’ s free floating exchange rate regime, and emphasized that foreign exchange intervention should remain limited to smoothing volatility. Some Directors acknowledged that Korea’ s large reserve buffers had helped provide liquidity and confidence to markets in times of crisis, while a few others pointed to the potential costs of holding excessive reserves, including from the global perspective.</p>
<p>2010 年 審 査 2010/8/25 (2010/9/1)</p>	<p>【スタッフ・ペーパー政策提言】          ・ 為替政策や為替レートについての記述なし          【理事会議事概要】          &lt;背景的情報 (Background)&gt;          The real effective exchange rate has appreciated by 22 percent since its weak point in March 2009, but still remains below pre-crisis levels.          &lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment)&gt;          (Against this background, Directors agreed that a carefully calibrated exit from supportive macroeconomic policies is appropriate. This comprises a measured fiscal withdrawal in 2011, a gradual normalization of policy rates given the current accommodative monetary stance, and a further unwinding of support to the financial sector and SMEs.) Directors also called for preserving exchange rate flexibility as a key element of the exit strategy. At the same time, it would be important that the authorities stand ready to adjust their policy stance in the event that downside risks to growth materialize.</p>

<p>2011 年 審 査 2011/7/29 (2011/8/4)</p>	<p>【スタッフ・ペーパー政策提言】</p> <p>Ensuring a soft landing. Against the backdrop of a positive and rising output gap, and easy monetary conditions, further monetary policy tightening and greater two-way exchange rate flexibility are needed to contain overheating pressures, anchor inflation expectations, and prevent a further buildup of leverage in the economy</p> <p>【理事会議事概要】</p> <p>&lt;背景的情報 (Background)&gt;</p> <p>Korea is now the world’s seventh largest holder of international reserves, which have risen to US\$304 billion. The real effective exchange rate has appreciated 2.1 percent from end-2010 through June 2011, but still remains below the pre-crisis levels and its 2000–07 average.</p> <p>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment)&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ They (Directors) agreed that the immediate policy priority is to ensure a soft landing and safeguard financial stability—through proactive monetary tightening, greater exchange rate flexibility, and ongoing fiscal consolidation, complemented by macroprudential policies</li> <li>・ (Directors considered macroprudential tools a useful complement to macroeconomic policies in addressing financial stability concerns arising from capital inflows.) They saw the benefits of greater exchange rate flexibility in managing capital flows and absorbing external shocks.</li> </ul>
<p>2012 年 審 査 2012/8/27 (2012/9/20)</p>	<p>【スタッフ・ペーパー政策提言】</p> <p>・為替政策や為替レートについての記述なし</p> <p>【理事会議事概要】</p> <p>&lt;背景的情報 (Background)&gt;</p> <p>・為替政策や為替レートについての記述なし</p> <p>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment)&gt;</p> <p>Korea’s flexible exchange rate and ample international reserves would also help cushion against external shocks. Noting that the won is assessed to be moderately undervalued in real effective terms, Directors welcomed the authorities’ intention to limit intervention to smoothing exchange rate fluctuations.</p>

<p>2013 年 審 査 2014/1/10 (2014/1/22)</p>	<p>【スタッフ・ペーパー政策提言】</p> <p>Exchange Rate Policy: The exchange rate should continue to be market-determined and intervention limited to smoothing disorderly market conditions. FX reserves are ample and there is no need for further accumulation.</p> <p>【理事会議事概要】</p> <p>&lt;背景的情報 (Background)&gt;</p> <p>・為替政策や為替レートについての記述なし</p> <p>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment)&gt;</p> <p>Directors noted the widening of Korea's external imbalance and the increased pressure on the exchange rate, which the staff assessed as being moderately undervalued in real effective terms. A number of Directors expressed the need for caution in interpreting the results of model based assessments. Directors were of the view that the won should continue to be market determined, with intervention limited to smoothing disorderly market conditions. In this context, many Directors considered that increased transparency in interventions would help enhance the credibility of the authorities' exchange rate policy. Structural policies to bolster domestic demand and continued flexibility of the won in line with fundamentals would facilitate economic rebalancing. Some Directors considered that the current level of reserves is adequate and does not warrant further accumulation, while a few others, noting the proven benefits of building a strong buffer in past crises, cautioned against prejudging the case.</p>
<p>2015 年 審 査 2015/5/8 (2015/5/13)</p>	<p>【スタッフ・ペーパー政策提言】</p> <p>Maintaining a flexible exchange rate is essential both as a buffer against external shocks and to facilitate adjustment toward domestic sources of growth and thereby reduce external imbalances.</p> <p>【理事会議事概要】</p> <p>&lt;背景的情報 (Background)&gt;</p> <p>・為替政策や為替レートについての記述なし</p> <p>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment)&gt;</p> <p>Directors took note of the staff's assessment that the won appears to be weaker than the level consistent with fundamentals and desired policies, but underscored that methodological shortcomings amplify the uncertainty surrounding such an assessment. In this regard, a few Directors called for more in-depth analysis of Korea's external position and its policy implications. Directors stressed that maintaining a flexible exchange rate is essential to facilitate Korea's adjustment toward domestic sources of growth. Accordingly, they concurred that official foreign exchange interventions should be limited to smoothing excessive exchange rate volatility and not prevent needed exchange rate adjustment.</p>



<p>2016 年 審 査 2016/7/29 (2016/8/12)</p>	<p>【スタッフ・ペーパー政策提言】 The exchange rate should remain flexible, and the authorities should continue to avoid persistent, one-sided intervention.</p> <p>【理事会議事概要】 ＜背景的情報 (Background)＞ ・為替政策や為替レートについての記述なし ＜理事会の評価 (Executive Board Assessment)＞ Regarding the external sector, some Directors called for a more explicit focus on reduction of the current account surplus. Directors stressed the need to continue to allow the exchange rate to move flexibly to facilitate rebalancing and adjustment to shocks. They recommended limiting intervention to addressing disorderly market conditions and encouraged disclosure of such interventions. Directors supported the authorities' plan to ease capital flow management measures.</p>
<p>2017 年 審 査 2018/5/8 (2018/5/13)</p>	<p>【スタッフ・ペーパー政策提言】 ・為替政策や為替レートについての記述なし</p> <p>【理事会議事概要】 ＜背景的情報 (Background)＞ ・為替政策や為替レートについての記述なし ＜理事会の評価 (Executive Board Assessment)＞ Directors emphasized that the exchange rate should continue to be allowed to move flexibly, with intervention limited to addressing disorderly market conditions. A few Directors encouraged publication of the intervention data.</p>
<p>2019 年 審 査 2019/5/8 (2019/5/13)</p>	<p>【スタッフ・ペーパー政策提言】 ・為替政策や為替レートについての記述なし</p> <p>【理事会議事概要】 ＜背景的情報 (Background)＞ ・為替政策や為替レートについての記述なし ＜理事会の評価 (Executive Board Assessment)＞ Directors welcomed the continued commitment to a flexible exchange rate and the recent step to enhance transparency in foreign exchange policy.</p>

(出所) IMF 対韓国第 4 条協議に関する理事会の議事概要及びスタッフ・ペーパーより筆者作成。

(付表 5-6) IMF 対フィリピン第 4 条協議における為替政策についての主な記載

各年の第 4 条協議 理事会開催日 (概要公表日)	理事会の議事概要における為替レートや為替制度に関連する記述
2009. 1. 16 (2009. 2. 17) ※2008 年協議	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>They (Directors) recommended that the exchange rate remain flexible so as to adjust to the changing external environment, with the central bank's participation in the foreign exchange market limited to smoothing erratic movements. (中略)</p> <p>Directors concurred with staff's assessment that the exchange rate of the Philippine peso is broadly in line with longer-term fundamentals and does not threaten external stability.</p>
2010. 1. 29 (2009. 2. 18) ※2009 年協議	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors noted the staff's assessment that the exchange rate appears aligned with fundamentals. They recommended that foreign exchange interventions remain limited to smoothing operations, while allowing the exchange rate to adjust to market pressures.</p>
2011. 2. 18 (2009. 3. 1) ※2010 年協議	<p><b>&lt;背景的情報 (Background) &gt;</b></p> <p>The BSP forward book, meanwhile, declined by about \$11 billion, with most of the decline occurring in September when the Philippines was among the Asian economies affected by the rise in global risk aversion and reversal of capital flows from emerging markets. The episode led to a temporary drop in reserves and the exchange rate and a jump in sovereign spreads. During 2011 as a whole, the peso remained stable in nominal and real effective terms.</p> <p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors supported the central bank's policy of allowing orderly adjustments of the exchange rate to market pressures. With official reserves well above standard precautionary metrics, they concurred that reserves could be drawn down to mitigate the impact of capital reversals, if needed. Directors also saw scope for further flexibility of the exchange rate in response to sustained inflows.</p>
2012. 2. 17 (2012. 3. 5) ※2011 年協議	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors supported the central bank's policy of allowing orderly adjustments of the exchange rate to market pressures. With official reserves well above standard precautionary metrics, they concurred that reserves could be drawn down to mitigate the impact of capital reversals, if needed. Directors also saw scope for further flexibility of the exchange rate in response to sustained inflows.</p>
	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>The current account surplus is forecast to decline gradually, with the real</p>

2014. 7. 8 (2014. 8. 8)	<p>effective exchange rate moving in line with structural flows. (中略)</p> <p>With official reserves more than adequate, the exchange rate should adjust more fully to structural balance of payments flows, while symmetrically smoothing the effect of cyclical capital flows.</p>
2015. 8. 26 (2015. 9. 4)	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors considered the current monetary policy stance as appropriate in view of the low inflation, moderating and more balanced credit growth, and moderating—albeit still robust—economic activity. (中略)</p> <p>Directors also emphasized continued exchange rate flexibility, with participation limited to smoothing excessive volatility.</p>
2016. 9. 14 (2016. 9. 26)	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors considered the current monetary policy stance as appropriate in view of the low inflation and near zero output gap. (中略)</p> <p>They emphasized the need for continued exchange rate flexibility.</p>
2017. 10. 26 (2017. 11. 6)	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>The stance of monetary policy remains appropriate, but the BSP should be ready to tighten if there are signs of overheating. (中略)</p> <p>The exchange rate should continue to move freely in line with market forces, with foreign exchange intervention limited to smoothing excessive volatility in both directions.</p>
2018. 9. 17 (2018. 9. 27)	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors supported the authorities' policy of allowing the exchange rate to move freely in line with market forces, while limiting foreign exchange intervention to address disorderly market conditions. They welcomed the recent launch of national retail payment systems and the progress made with domestic capital market and FX liberalization reforms.</p>
2020. 1. 27 (2020. 2. 6) ※2019 年協議	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>The 2019 external position is, based on preliminary estimates, assessed to be broadly in line with medium-term fundamentals and desirable policy settings. Nonetheless, the recent rise in portfolio and other volatile capital inflows amid declining household saving should be monitored closely. The exchange rate should remain a primary shock absorber against external shocks. Publishing FX intervention data could be considered, with appropriate lags and aggregation to guard against market sensitivities.</p>

(出所) IMF 対フィリピン第 4 条協議に関する理事会の議事概要より筆者作成。

(付表 5-7) IMF 対インドネシア第 4 条協議における為替政策についての主な記載

各年の第 4 条協議 理事会開催日 (概要公表日)	理事会の議事概要における為替レートや為替制度に関連する記述
2009. 7. 13 (2009. 7. 28)	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors stressed that exchange rate flexibility has served the country well in recent months, and remains an important shock absorber. They noted the staff's assessment that the current level of the real effective exchange rate is broadly in line with fundamentals, and that reserves are at a comfortable level. Most Directors considered it prudent nevertheless to build larger reserve buffers gradually over the medium term to preserve investor confidence in the event that global risk aversion deteriorates. Some others believed that the current level of reserves and the various contingency arrangements should provide an adequate cushion.</p>
2010. 8. 27 (2010. 9. 16)	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors considered that maintaining exchange rate flexibility is an important part of the toolkit to manage the volatility of capital flows. They supported the introduction of a one-month holding period for Bank Indonesia (BI) certificates to help thwart short-term volatility. Directors encouraged the authorities to address potential competitiveness pressures from further rupiah appreciation by removing supply constraints. To lower sterilization costs, Directors recommended the gradual conversion of the nonmarketable government bonds in BI's balance sheet to marketable bonds, thereby also expanding BI's operational toolkit.</p>
2011. 10. 7 (2011. 10. 21)	<p><b>&lt;背景的情報 (Background) &gt;</b></p> <p>International reserves have more than doubled from the 2008 level, increasing to \$125 billion by end August 2011. The rupiah has appreciated about 5 percent against the dollar from end 2010 to end August 2011, and external debt spreads have narrowed.</p> <p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>記述なし</p>
2012. 9. 7 (2012. 9. 25)	<p><b>&lt;背景的情報 (Background) &gt;</b></p> <p><u>Both the rupiah and equity markets came under pressure during the spring of 2012 when outflows picked up sharply, compounding pressures on the exchange rate from the weakening current account.</u> Bank Indonesia (BI) initially resisted market pressures, which contributed to illiquidity in the foreign exchange market, with onshore/offshore spreads widening sharply in early May. Market conditions improved subsequently after BI increased its sales of foreign exchange, while also allowing the rupiah to depreciate at a faster rate. The current account is expected to record a deficit of 1.9 percent of GDP this year, funded mostly by strong foreign direct investment inflows.</p> <p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Executive Directors welcomed the authorities' commitment to exchange rate flexibility. They underscored that official intervention in the foreign exchange</p>

	market should take place in the context of a well-defined strategy to limit short run volatility. Further development of domestic capital markets would also aid the intermediation of capital flows, reducing volatility. Directors took note of the staff's assessment that the exchange rate is moderately under valued.
2013. 11. 15 (2013. 12. 15)	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors welcomed the actions taken by the authorities to tighten monetary policy. They agreed that additional monetary tightening might be necessary to facilitate balance-of-payments adjustment and better anchor inflation expectations. In this regard, Directors supported efforts to strengthen the monetary transmission mechanism and develop the money and foreign exchange markets to improve liquidity management. Directors also underscored the importance of continued exchange rate flexibility to dampen the impact of external shocks.</p>
2015. 3. 9 (2015. 3. 19)	<p><b>&lt;背景的情報 (Background) &gt;</b></p> <p>Sound macroeconomic management and exchange rate flexibility have bolstered policy credibility and external resiliency in Indonesia over the past 18 months.</p> <p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors considered the current monetary policy stance to be broadly appropriate to anchor inflation expectations and support external adjustment. They noted that continued exchange rate and bond yield flexibility would help mitigate the impact of external shocks.</p>
2016. 2. 24 (2016. 3. 15) ※2015 年協議	<p><b>&lt;背景的情報 (Background) &gt;</b></p> <p>The relatively tight stance of monetary policy in 2015, combined with exchange rate and bond yield flexibility, helped the economy adjust to external pressures, which have eased in early 2016. The authorities appropriately allowed the exchange rate to reflect market forces, with judicious foreign currency interventions to ensure the orderly functioning of markets.</p> <p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors noted that the tight monetary policy in 2015 has helped to anchor inflation. (中略) Directors supported continued exchange rate flexibility and market-determined bond yields. They welcomed efforts to deepen money markets to improve liquidity management, strengthen monetary policy transmission, and help manage external financial volatility.</p>
2017. 1. 25 (2017. 2. 3) ※2016 年協議	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors concurred that the external position is broadly in line with medium-term fundamentals, and that continued exchange rate flexibility and market-determined bond yields would be critical to help absorb external pressures.</p>
2018. 1. 10 (2018. 2. 6) ※2017 年協議	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors welcomed the authorities' commitment to maintain exchange rate flexibility and to limit foreign exchange intervention to preventing disorderly market conditions.</p>

	<p>Directors took positive note of the authorities' efforts to strengthen financial oversight and crisis management. (中略) Continuing to monitor foreign exchange and external debt vulnerabilities of corporates will also be important.</p>
<p>2019. 7. 3 (2019. 7. 31)</p>	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>With inflation within the target band, Directors saw scope for cautious relaxation of the monetary policy stance, unless significant capital account pressures reemerge. They encouraged allowing the exchange rate to continue moving in line with market forces, with FX intervention limited to preventing disorderly market conditions.</p>

(出所) IMF 対インドネシア第4条協議に関する理事会の議事概要より筆者作成。

(付表 5-8) IMF 対タイ第 4 条協議における為替政策についての主な記載

各年の第 4 条協議 理事会開催日 (概要公表日)	理事会の議事概要における為替レートや為替制度に関連する記述
2009. 5. 18 (2009. 6. 5)	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b>  Directors welcomed the Bank of Thailand's continued commitment to a flexible exchange rate system. They noted the staff's assessment that the real effective exchange rate broadly reflects fundamentals.</p>
2010. 9. 17 (2010. 10. 15)	<p><b>&lt;背景的情報 (Background) &gt;</b>  International reserves have been climbing, surpassing US\$160 billion by September 2010, and the real effective exchange rate has regained its pre-crisis peak reached in 2008.</p> <p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b>  Directors noted that, with the economy recovering rapidly, capital inflows could complicate policymaking. They broadly agreed that, in such circumstances, the exchange rate should be allowed to serve as a buffer. Most Directors also agreed that, should sustained inflows threaten to create asset bubbles, consideration could be given to introducing prudential measures and further liberalizing capital outflows.</p>
2012. 4. 27 (2012. 5. 10)	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b>  Directors noted that capital inflows have continued to be volatile and are likely to remain so in the near term. With high international reserves, more risk-aware economic agents, and increased availability of financial instruments to protect against volatility, Directors considered that there is room to increase exchange rate flexibility in both directions. They supported the authorities' plans to further relax gradually restrictions on capital outflow while ensuring that adequate safeguards are in place to protect against sudden reversals.</p>
2015. 3. 30 (2015. 4. 9)	<p><b>&lt;背景的情報 (Background) &gt;</b>  The exchange rate stayed broadly stable against the U.S. dollar over the course of 2014, but appreciated noticeably in nominal and real effective terms.</p> <p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b>  Directors noted that volatile capital inflows have presented challenges to macroeconomic management, and may continue to do so, in view of uncertainties in global financial markets. Directors agreed that Thailand's strong policy buffers, including ample reserves and a flexible exchange rate regime, have served the country well and have provided the tools to address potential market turbulence.</p>
2016. 5. 23 (2016. 6. 7)	<p><b>&lt;背景的情報 (Background) &gt;</b>  Strong fundamentals enhance Thailand's resilience in the face of external and internal challenges. High international reserves, a sizable current account surplus, and relatively limited foreign debt helped cushion shocks from the weak and volatile global environment.</p>

	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Directors noted that the current accommodative monetary policy stance is appropriate.</p> <p>(中略)</p> <p>Directors recommended maintaining exchange rate flexibility as the first line of defense against external shocks.</p>
<p>2018. 5. 21 (2018. 6. 4)</p>	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>A number of Directors agreed that monetary easing, within a broader expansionary policy mix, could help steer inflation back to target, with macroprudential policy used to address financial stability concerns. A number of other Directors considered the current monetary stance to be sufficiently accommodative, and that monetary policy should balance support for inflation against financial stability risks.</p> <p>(中略)</p> <p>They emphasized the importance of exchange rate flexibility, with intervention limited to avoiding disorderly market conditions. A number of Directors encouraged publication of the intervention data with appropriate lags to improve transparency and communication. A few other Directors, noting the potential sensitivity of the data, supported a more cautious approach.</p>
<p>2019. 9. 30 (2019. 10. 7)</p>	<p><b>&lt;理事会の評価 (Executive Board Assessment) &gt;</b></p> <p>Many Directors considered that Thailand's external position remains substantially stronger than warranted by medium-term fundamentals and desirable policies. A number of other Directors called for a more cautious interpretation of the external balance assessment citing Thailand specific issues as contributing factors.</p> <p>Directors emphasized the importance of exchange rate flexibility, with foreign exchange intervention limited to avoiding disorderly market conditions. While a number of Directors recognized that recent tightening of existing capital flow management measures (CFMs) plays an important role in mitigating short-term volatility, a number of other Directors considered that these measures should be phased out and replaced with appropriate macroeconomic, financial and structural policies.</p>

(出所) IMF 対タイ第 4 条協議に関する理事会の議事概要より筆者作成。



(付表 5-9) 米財務省「外国為替政策報告書」における韓国についての記述（抜粋）  
 ～2010 年 7 月と 2011 年 2 月との比較～

公表日	為替政策に関連する記述
2010/7/8	<p>(前略)</p> <p><u>The BOK maintains a floating exchange rate but intervenes to smooth won volatility. The won appreciated 8.5 percent against the dollar in the second half of 2009 and 3 percent in the first quarter of 2010, as global liquidity conditions began to improve, the Korean economy continued to grow, and capital inflows returned. On a real effective basis the won appreciated 5.9 percent in the second half of 2009 and 3.8 percent in the first quarter of 2010. Between the end of March and mid-June the won depreciated 6.6 percent against the dollar as market turbulence resulting from concerns about European sovereign debt led to an increase in risk aversion. Foreign exchange reserves increased by \$34.5 billion in the second half of 2009 and reached a record high of \$274 billion in April 2010 (180 percent of short-term external debt and 9.2 months of imports).</u></p>
2011/2/4	<p><u>South Korea officially maintains a market-determined exchange rate. The Bank of Korea (BoK) intervenes in the exchange market with the stated objective of smoothing won volatility. During the severest period of the global financial crisis, Korea intervened heavily to support the won. Despite the BoK's intervention, by the fourth quarter of 2008, the won had depreciated 45 percent against the dollar and 35 percent in real effective terms from its 2007 peak.</u><sup>4</sup></p> <p><u>In early 2009, foreign exchange market pressures reversed, and since that time the won has strengthened, as capital inflows returned and exports recovered. In this period, Korea has intervened in the opposite direction, selling won and buying foreign exchange to rebuild reserves and slow won appreciation.</u></p> <p><u>In 2010, the won appreciated 3.6 percent against the U.S. dollar and 0.8 percent in real effective terms. As of end-December, the won was still 24 percent below its 2007 peak against the dollar, and 25 percent weaker than its pre-crisis high in real effective terms, despite a strong recovery of its domestic economy and exports. According to estimates from the 2010 IMF Article IV consultation with Korea, the real effective exchange rate of won is undervalued relative to its equilibrium level (estimates range from 5 to 20 percent). Korea's foreign exchange reserves are now \$23 billion above their pre-crisis peak.</u></p> <p>(中略)</p> <p><u>Korea's foreign exchange reserves increased from \$201 billion in February 2009 to \$287 billion in December 2010, \$23 billion above their pre-crisis high, equal to 29 percent of GDP and twice the amount of short-term external debt. Korea's net intervention over this period was larger than the \$86 billion net increase in reserves suggests, considering the central bank's operations in the forward market (data collected by the IMF indicate that Korea's net long foreign currency/short domestic currency forward position increased from -\$11.1 billion in February 2009 to \$52.4 billion in December 2010), the unwinding of the swap line with the Federal Reserve (Korea repaid the \$18 billion it withdrew from the swap line), and recent reserve transfers into Korea Investment Corporation, Korea's sovereign wealth fund. The authorities' desire to rebuild reserves after experiencing sharp and sudden capital outflows during the crisis is one factor behind this intervention. However, given the strength of the Korean recovery, rebuilding of reserves, and the rebound of the current account surplus, there is room for a greater degree of exchange rate flexibility and less intervention.</u></p>

(出所) 米財務省「外国為替政策報告書」により筆者作成。



## 【参考文献】

(英語文献)

- Alesina, A., and Alexander F. Wagner, 2006, “Choosing (and Reneging on) Exchange Rate Regimes,” *Journal of the European Economic Association*, Vol.4, Issue 4, pp.770-799
- Anderson, Herald, 2014, “Fear of Floating Revisited”, SSRN ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2178767](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2178767)). Accessed December 18, 2018.
- Anderson, Herald, “Exchange rate classifications,” <http://viastazio.com/vwl/exar.html>, Accessed March 16, 2019.
- Barro, Robert J., and David B. Gordon, 1983, “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.12, pp. 102-121.
- Bangko Sentral ng Pilipinas, 2020, Primer on the Exchange Rate, <http://www.bsp.gov.ph/downloads/Publications/FAQs/exchange.pdf>, Accessed August 19, 2020.
- Bank of Thailand, 2020, MPC Knowledge, <https://www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/ExchangeRate.aspx>, Accessed August 19, 2020.
- Bank of Indonesia, 2020, Monetary Policy Objectives, <https://www.bi.go.id/en/moneter/tujuan-kebijakan/Contents/Default.aspx>, Accessed August 19, 2020.
- Bank of Korea, 2020, Exchange Rate System, <http://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400186>. Accessed August 19, 2020
- Barajas, Adolfo, Lennart Erickson, and Roberto Steiner, 2008, “Fear of Declaring: Do markets care what countries say about their exchange rate policies?” *IMF Staff Papers* Vol.55, No.3, IMF
- Bearce, David H., 2008, “Not Complements, But Substitutes: Fixed Exchange Rate Commitments, Central Bank Independence, and External Currency Stability,” *International Studies Quarterly*, Vol. 52, No.4 (December), pp. 807–24.
- Bearce, David H., 2014, “A Political Explanation for Exchange-Rate Regime Gap,” *The Journal of Politics*, Vol.76, No.1, pp.58-72
- BIS, 2005, “Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications,” *BIS paper* No 24
- Broz, J. Lawrence, 2002, “Political System Transparency and Monetary Commitment Regimes,” *International Organization*, Vol. 56 (Autumn), pp 861–87.
- Bubula, Andrea and İnci Ötker-Robe, 2002, “The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies,” *IMF Working Paper* No.155, IMF
- Blustein, Paul, 2003, *The Chastening: Inside the Crisis That Rocked the Global Financial System and Humbled The IMF*, PublicAffairs

- Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart, 2000, "Fixing for your Life," *NBER Working Paper No. 8006*, NBER
- Calvo, Guillermo A., and Carmen M. Reinhart, 2002, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, pp.379–408.
- Carrera, Jorge, and Guillermo Vuletin, 2003, "The Effects of Exchange Rate Regimes on Real Exchange Rate Volatility. A Dynamic Panel Data Approach," paper presented at the 31<sup>st</sup> Brazilian Economics Meeting, No. 67, Belo Horizonte, Brazil: Brazilian Association of Graduate Programs in Economics
- Cohen, B.J., 2008, "After the Fall: East Asian Exchange Rates since the Crisis," in A. Macintyre, T.J. Pempel and J. Ravenhill eds., *Crisis as Catalyst: Asia's Dynamic Political Economy*, Cornell University Press, pp.25-44.
- Eichengreen, Barry, 1994, *International monetary arrangements for the 21st century*, Brookings Institution.
- Eichengreen, Barry, Paul Masson et al. 1994, "Exit Strategies: policy options for countries seeking greater exchange rate," *Occasional paper* 168, IMF
- Eichengreen, Barry, and Ricardo Hausmann, 1999, "Exchange rates and financial fragility," NBER Working Paper 7418, NBER
- Eichengreen, Barry J, 2007, *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, The MIT Press
- Eichengreen, Barry J, 2008, *Globalizing Capital: a history of the international monetary*, Princeton University Press
- Fearon, James D., 1994, "Domestic Political Audiences and the Escalation of International Disputes," *American Political Science Review*, Vol. 88 (September), pp577–92.
- Frankel, Jeffrey A. and Shang-Jin Wei, 1994, "Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies," in Takatoshi Ito and A.O. Krueger eds., *Macroeconomic Linkage*, NBER-East Asia Seminar on Economics, Vol.3, Chicago and London: University Chicago Press.
- Frankel, Jeffrey A., 1999, "No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times", *NBER Working Paper No.7338*, NBER
- Freedom House, 2010, "Freedom in the World: Freedom in the World Comparative and Historical Data." <http://www.freedomhouse.org/report-types/freedom-world>. Accessed May 10, 2010.
- Fischer, Stanley, 1996, "Maintaining Price Stability," *Finance & Development*, IMF
- Fischer, Stanley, 1999, "On the Need for an International Lender of Last Resort," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.13, Number 4, pp.85–104
- Fischer, Stanley, 2001, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, pp. 3-24.

- Fischer, Stanley, 2008, “Mundell-Fleming Lecture: Exchange Rate Systems, Surveillance, and Advice,” *IMF Staff Papers* Vol. 55, No. 3, Mundell-Fleming Lecture, IMF
- Genberg, H., and A. K. Swoboda, 2005, “Exchange Rate Regimes: Does What Countries Say Matter?” *IMF Staff Papers*, Vol. 52, pp. 129-141, IMF
- Ghosh, Atish.R., Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry and Holger C. Wolf, 1997, “Does the nominal exchange rate regime matter?” *NBER Working Paper* 5874, NBER
- Ghosh, Atish.R., Anne-Marie Gulde and Holger C. Wolf, 1998, “Currency Board: The Ultermate Fixed?” *IMF Working Paper* No. 98/8, IMF
- Ghosh, Atish.R., Anne-Marie Gulde, and Holger Wolf, 2003, *Exchange Rate Regime: Choices and Consequences*, MIT Press.
- Ghosh, A. and Jonathan Ostry, 2009, “Choosing an Exchange Rate Regime,” *IMF Finance & Development* December 2009, IMF
- Ghosh, A., J. Ostry, and C. Tsangarides, 2010, *Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System*, IMF Occasional Paper No.270, IMF
- Ghosh, Atish R., Mahvash S. Qureshi, and Charalambos Tsangarides, 2011, “Words vs. Deeds: What Really Matters?” *IMF Working Paper* 11/112, IMF
- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Mahvash S. Qureshi, 2014, “Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment”, *IMF Working Paper*, 14/11, IMF
- Goldstein, Morris, 2002, *Managed Floating Plus*, Policy Analyses in International Economics 66, Institute for International Economics: Washington, DC
- Guisinger, Alexandra, and David Andrew Singer, 2010, “Exchange Rate Proclamations and Inflation-Fighting Credibility”, *International Organization*, Vol. 64 (Spring), pp 313–37
- Habermeier, Karl, Annamaria Kokenyne, Romain Veyrune, and Harald Anderson, 2009, “Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements,” *IMF Working Paper* No.211, IMF
- Hausmann, Richardo, Ugo Panizza, and Ernesto Stein, “Why Do Countires Float the Way They Float?” *Journal of Development Economics*, LXVI (2001), 387-417
- Hausmann, Richardo, 1999, “Should there be five currencies or one hundred and five?” *Foreign Policy* 116, pp.65-79
- Hernandez, L. and P. Montiel, 2001, “Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countiries: Filling in the “Hollow Middle,” paper presented at the IMF seminar “Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating”, on 19-20 March, 2001
- IEO, 2005, “Work Program for Fiscal Year 2006”, IMF, <http://www.ieso-imf.org/ieso/files/workprogram/062405.pdf>, Accessed April 25, 2018
- IEO, 2007, *IMF Exchange Rate Policy Advice*, IMF
- IMF, 1974, *25th Annual Report on Exchange Restrictions*
- IMF, 1976, *Annual Report of the Executive Directors*
- IMF, various years (1996-2021), *Annual report of the Executive Board*

IMF, various years (1979-2020), *Annual report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*

IMF, various years (2004-2019), Indonesia: Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Indonesia  
<https://www.imf.org/en/countries/idn?selectedfilters=Article%20IV%20Staff%20Reports#whatsnew>, Accessed January 15, 2021.

IMF, various years (2005-2020), Philippines: Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Philippines  
<https://www.imf.org/en/countries/phl?selectedfilters=Article%20IV%20Staff%20Reports#whatsnew>, Accessed January 15, 2021.

IMF, various years (2003-2019), Republic of Korea: Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Korea,  
<https://www.imf.org/en/countries/kor?selectedfilters=Article%20IV%20Staff%20Reports#whatsnew>, Accessed January 15, 2021.

IMF, various years (2009-2019), Thailand: Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Thailand  
<https://www.imf.org/en/countries/tha?selectedfilters=Article%20IV%20Staff%20Reports#whatsnew>, Accessed January 15, 2021.

IMF, various years (2012-2014), *Pilot External Sector Report*

IMF, various years (2015-2020), *External Sector Report*

IMF, 1999, *Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues, World Economic and Financial Surveys*

IMF, 2004a, *Biennial Review of the Implementation of the Fund's Surveillance and of the 1977 Surveillance Decision—Overview, July 2, 2004*

IMF, 2004b, *Biennial Review of the Implementation of the Fund's Surveillance and of the 1977 Surveillance Decision—Modalities of Surveillance, July 2, 2004*

IMF, 2004c, *Biennial Review of the Implementation of the Fund's Surveillance and of the 1977 Surveillance Decision—Content of Surveillance, July 2, 2004*

IMF, 2004d, *Public Information Notice summarizing the views of the Executive Board as expressed during its July 23, 2004 discussion*

IMF, 2005a, *The Managing Director's Report on the Fund's Medium-Term Strategy*, September 15 2005, IMF, <http://www.imf.org/external/np/omd/2005/eng/091505.pdf>, Accessed January 15, 2021

IMF, 2005b, “Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective,” *IMF World Economic Outlook September 2005*

IMF, 2005c, “Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?,” *IMF World Economic Outlook September 2005*

- IMF, 2006a, *The Managing Director's Report on Implementing the Fund's Medium-Term Strategy*, [http://www.imf.org/ external/np/pp/eng/2006/040506.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/040506.pdf), Accessed January 15, 2021.
- IMF, 2006b, *Issues Briefs for A Medium-Term Strategy for the IMF: Meeting the Challenge of Globalization*, <http://www.imf.org/external/ np/exr/ib/2006/041806.htm>, Accessed January 15, 2021.
- IMF, 2006c, "Statement by Rodrigo de Rato, Managing Director of the International Monetary Fund, on the Work Program of the Executive Board," *Press Release No. 06/267*, 30 November 2006, <http://www.imf.org/en/news/articles/2015/09/14/01/49/pr06267>, Accessed January 15, 2021.
- IMF, 2007a, *Implementation Plan in Response to Broad-Endorsed Recommendations Arising from the IEO Report on The Evaluation of IMF Exchange Rate Policy Advice, 1999-2005, August 16, 2007*.
- IMF, 2007b, "IMF Executive Board Discusses Implementation Plan in Response to Board-Endorsed Recommendations Arising from the IEO Report on The Evaluation of IMF Exchange Rate Policy Advice, 1999-2005," *Public Information Notice No. 07/119*, October 2, 2007
- IMF, 2007c, "IMF Executive Board Adopts New Decision on Bilateral Surveillance Over Members' Policies," *Public Information Notice No. 07/69*, June 21, 2007, <http://www.imf.org/en/news/articles/2015/09/28/04/53/pn0769>, Accessed January 15, 2021.
- IMF, 2007d, *Review of Exchange Arrangements, Restrictions, and Controls*, <http://www.imf.org/en/publications/policy-papers/issues/2016/12/31/review-of-exchange-arrangements-restrictions-and-controls-pp4223>, Accessed January 15, 2021.
- IMF, 2008a, *Transcript of a Conference Call on the 2007 Surveillance Decision with Mark Allen, Director, Policy Development and Review Department and Ross Leckow, Deputy General Counsel, IMF, Tuesday, August 12, 2008*, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/54/tr080812>, Accessed January 15,2021 .
- IMF, 2008b, *2008 Triennial Surveillance Report – Overview Paper, September 2, 2008*.
- IMF, 2010, *Bilateral Surveillance Guidance Note, Updated on December 22, 2010*, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/102709.pdf>, Accessed January 15,2021
- IMF, 2011, *Managing Director's Statement on Strengthening Surveillance*, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/102711.pd>, Accessed November 29, 2020
- IMF, 2012a, "Statement by IMF Managing Director Christine Lagarde on Strengthening IMF Surveillance," *Press Release No. 12/262*.
- IMF, 2012b, "IMF Executive Board Adopts New Decision on Bilateral and Multilateral Surveillance," *Public Information Notice No. 12/89*.

- IMF, 2012c, *Guidance Note for Surveillance under article IV consultations*,  
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/061312.pdf>, Accessed January 15, 2021.
- IMF, 2019, *Communiqué of the Fortieth Meeting of the IMFC*, IMF
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, and Pablo Zoido-Lobaton, 1999a, “Aggregating Governance Indicators,” *World Bank Policy Research Department Working Paper* No.2195, World Bank.
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, and Pablo Zoido-Lobaton, 1999b, “Governance Matters,” *World Bank Policy Research Department Working Paper* No.2196, World Bank.
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, and Pablo Zoido-Lobaton, 2002, “Governance MattersII: Updated Indicators for 2000/01,” *World Bank Policy Research Department Working Paper* No.2772, World Bank.
- Kawai, Masahiro, 2004, “The case for a tri-polar currency basket system for emerging East Asia,” in Gordon de Brouwer and Masahiro Kawai eds., *Exchange Rate Regimes in East Asia*, RoutledgeCurzon, pp.360-384
- Kawai, Masahiro, 2008, “Toward a Regional Exchange Rate Regime in East Asia,” *Pacific Economic Review* vol.13, pp. 83-103.
- Kawai, Masahiko and Shinji Takagi, 2012, “A proposal for exchange rate policy coordination in East Asia,” *Monetary and Currency Policy management in Asia*, Asian Development Bank Institute and Edward Elgar publishing Limited.
- Kenneth S. Rogoff, Aasim M. Husain, Ashola Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes, 2004, “Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes,” *Occasional Paper* 229, IMF.
- Kim, Chang-Jin and Jong-Wha Lee, 2004, “Exchange rate regimes and monetary policy independence in East Asia,” in Gordon de Brouwer and Masahiro Kawai eds., *Exchange Rate Regimes in East Asia*, RoutledgeCurzon: London
- Kinkyo, Takuji, 2012, “De facto exchange rate regimes in post-crisis Asia,” *Economics Bulletin* Vol. 32, No.3 pp.2155-2165
- Klein, Michael W. and Jay A. Shambaugh, 2010, *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*, The MIT Press.
- Lane, Timothy, Atish Ghosh, Javier Hamann, Steven Phillips, Marianne Schulze-Ghattas, and Tsidi Tsikata, 1999, “IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment,” *Occasional Paper* 178, IMF
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio Ricci, 2008, “Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies,” *Occasional paper* 261, IMF.
- Levy-Yeyati, Eduardo, Federico Sturzenegger, and Iliana Reggio, 2003, “On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes,” *Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella



and UCLA.

- Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, 2005, "Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words," *European Economic Review* vol. 49, pp.1603-1635.
- Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, 2007, "Fear of Appreciation," *Policy Research Working Paper* 4387, World Bank.
- Levy-Yeyati, Eduardo, Federico Sturzenegger and Pablo Alfredo Gluzmann, 2013, "Fear of appreciation," *Journal of Development Economics*, Vol.101, pp.233-47
- Marshall, MG and K Jagers, 2002, "Polity IV project: Political regime characteristics and transitions, 1800-2000," Integrated Network for Social Conflict Research, University of Maryland.
- Marshall, Monty G., and Keith Jagers, 2008, "Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2008. Severn, MD: Center for Systemic Peace," <http://www.systemicpeace.org/>, Accessed January 15,2021.
- McKibbin, Warwick J. and Hong-Giang Le, 2006, "Which exchange rate regime for Asia?" in Gordon de Brouwer and Masahiro Kawai eds., *Exchange Rate Regimes in East Asia*, RoutledgeCurzon, 385-416
- McKinnon, R.I., 2000a, "After the Crisis, the East Asia Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange-Rate Pegging," *Working Paper* No. 88, Cneter for International Development, Stanford University.
- McKinnon, R.I., 2000b, "The East Asia dollar standard. Life after death?" World Bank Workshop on Rethinking the East Asian Miracle, published in *Economic Notes*, vol. 29, No. 1, pp31-82.
- McKinnon, Ronald I., 2005, *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtues*, The MIT Press
- Mundell, R., 1961, "A theory of optimal currency areas," *American Economic Review* Vol. 51, pp.657-665
- Mussa, Micheal, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro, and Andy Berg Alexander, 2000, *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*, *IMF Occasional Paper* 193, IMF
- Mussa, Micheal, 2007, "IMF Surveillance over China's Exchange Rate Policy," Peterson Institute for International Economics, <https://www.piie.com/publications/papers/mussa1007.pdf>, Accessed October 26, 2020.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 1995, "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives* Vol.9, No.4, pp.73-96.
- Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh, and Alan M. Taylor, 2005, "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 87, No. 3. pp. 423-438
- Phillips, Steven, Luis Catão, Luca Ricci, Rudolfs Bems, Mitali Das, Julian Di Giovanni, D.

- Filiz Unsal, Marola Castillo, Jungjin Lee, Jair Rodriguez and Mauricio Vargas, 2013, “The External Balance Assessment (EBA) Methodology,” *IMF Working paper* 13/272, IMF.
- O’Neill, Jim, 2001, “Building Better Global Economic BRICs,” *Global Economics Paper* No: 66, Goldman Sachs, <https://www.goldmansachs.com/insights/archive/archive-pdfs/build-better-brics.pdf>, Accessed April 10, 2021
- Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff, 2004, “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation,” *Quarterly Journal of Economic* Vol.119, pp.1-48.
- Pempel, T.J., and Keiichi Tsunekawa eds., 2015, *Two Crises, Different Outcomes*, Cornell University Press.
- Rogoff, Kenneth, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes, 2004, *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, *IMF Occasional Paper* No.229, IMF
- Setzer, Ralph, 2006, *The Politics of Exchange Rates in Developing Countries*, Physica-Verlag Heidelberg New York.
- Shambaugh, Jay C. 2004, “The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.119(February), pp.301-52.
- Summers, Lawrence H, 2000, “International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures,” *American Economic Review*, Vol. 90(2), pp. 1–16
- Tornell, Aaron, and Andrés Velasco, 1995, “Fiscal discipline and the choice of exchange rate regime,” *European Economic Review* Vol.39, pp.759-770.
- Tornell, Aaron, and Andrés Velasco, 2000, “Fixed versus Flexible exchange rates: Which provides more fiscal discipline?” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 45, pp.399-436
- U.S. Department of the Treasury, various years (April 1989-January 2020), *Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States*.
- U.S. Department of the Treasury, 2007, “Statement by Secretary Paulson on IMF Revision of Exchange Rate Surveillance Framework” on June 18, 2007, *press release*, <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp464.aspx>, Accessed January 15, 2021.
- U.S. Department of the Treasury, 2006, “Working with the IMF to Strengthen Exchange Rate Surveillance,” Remarks by Under Secretary for International Affairs Tim Adams at the American Enterprise Institute Seminar on February 2 2006, *press release*, <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/js4002.aspx>, Accessed January 15, 2021.
- Vanhnen, Tatu, 2000, “A New Dataset for Measuring Democracy, 1810–1998,” *Journal of Peace Research*, Vol. 37 (2), pp.251–65.

World Bank, 1993, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press, Oxford, UK.

Zárate RO, 2004, Zárate's political collections, <http://www.zarate.eu/countries.htm>, Accessed August 23, 2017.

#### (日本語文献)

アイケングリーン, バリー, 2010, 畑瀬真理子・松林洋一訳『グローバル・インバランス』東洋経済新報社

青木昌彦・奥野正寛編著, 1996, 『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会

伊藤隆敏, 2013, 『インフレ目標政策』日本経済新聞出版社

伊藤隆敏・小川英治・清水順子, 2007, 「序章 通貨バスケット制とは何か」, 『東アジア 通貨バスケットの経済分析』東洋経済新報社

伊藤隆敏・林伴子, 2006, 『インフレ目標と金融政策』東洋経済新報社

井出穰治, 2017, 『フィリピン 一急成長する若き「大国」』中央公論新社

猪木武徳, 2009, 『戦後世界経済史』中央公論新社

大倉正典, 2003, 「タイの金融政策レジーム」『金融政策レジームと金融危機』第5章, アジア経済研究所

大田英明, 2009, 『IMF(国際通貨基金)』中央公論新社

大田英明, 2012, 『資本規制の経済学』日本評論社

大野早苗・福田慎一, 2005, 「通貨危機後の東アジア経済圏における為替政策」福田慎一・小川英治編『国際金融システムの制度設計』第1章, 東京大学出版会

岡部恭宜, 2009, 『通貨金融危機の歴史的起源 ー韓国, タイ, メキシコにおける金融システムの経路依存性』木鐸社

岡村健司編, 2009, 『国際金融危機とIMF』大蔵財務協会

小笠原礼以, 2014, 「管理変動相場制度下のタイにおける為替相場政策」『広島経済大学経済研究論集』第37巻第3号, 広島経済大学経済学会

小川英治編, 2009, 『アジア・ボンドの経済学』東洋経済新報社

小川英治・日本経済研究センター編, 2015, 『激流アジアマネー』日本経済新聞出版社

奥田英信, 2013, 「東南アジア金融システムの転換と我が国の民間金融部門の役割」一橋大学東アジア政策研究プロジェクト編者『東アジアの未来』第5章, 東洋経済新報社

柏原千英, 2008, 「IMFの役割と改革への課題」, 国宗浩三編『IMFと開発途上国』第1章, 日本貿易振興会アジア経済研究所

柏原千英, 2009, 「IMFの役割と改革への課題」, 国宗浩三編『岐路に立つIMF』第1章, 日本貿易振興会アジア経済研究所

勝悦子, 2011, 『新しい国際金融論 ー理論・歴史・現実ー』有斐閣

- 勝悦子, 2018, 「新興国の為替レジーム分類に関する論考 ―de jure と de facto の為替制度分類を中心に―」『政経論叢』第 86 巻第 5・6 号, 明治大学政治経済研究所
- 河合正弘, 1994, 『国際金融論』 東京大学出版会
- 金京拓司, 2011, 『為替レート制度選択の経済分析』 東洋経済新報社
- 金京拓司, 2017, 「国際金融環境と東アジア経済」, 三重野文晴・深川由起子編『現代東アジア経済論』第 6 章, ミネルヴァ書房
- 国宗浩三, 2001, 『アジア通貨危機と金融危機から学ぶ』 日本貿易振興会アジア経済研究所
- 熊倉正修, 2003, 「アジア金融通貨危機とアジア諸国の為替レート政策」, 三尾寿幸編『金融政策レジームと通貨危機』第 2 章, アジア経済研究所
- 黒岩郁雄編, 2002, 『アジア通貨危機と援助政策 ―インドネシアの課題と展望』 アジア経済研究所
- 小松正昭, 2003, 「インドネシアの金融政策の枠組みと課題」, 三尾寿幸編『金融政策レジームと通貨危機』第 3 章, アジア経済研究所
- 齊藤誠・岩本康志・太田聡一・柴田章久, 2010, 『マクロ経済学』有斐閣
- 佐々木融, 2011, 『弱い日本の強い円』 日本経済新聞出版社
- 佐藤百合, 2011, 『経済大国インドネシア』中央公論新社
- 塩見英治・中條誠一・田中素香編著, 2011, 『東アジアの地域協力と経済・通貨統合』 中央大学出版会
- 清水聡, 2009, 『アジアの域内金融協力 ―金融「地産地消」モデルの模索―』 東洋経済新報社
- 清水順子, 2015, 「アジア通貨の動向と展望」『経済セミナー』2015 年 12 月・2016 年 1 月号 通巻 687 号, 日本評論社
- 白井早百里, 1999, 『検証 IMF 経済政策 ―東アジア危機を超えて』 東洋経済新報社
- 白井早百里, 2000, 『カレンシーボードの経済学』 日本評論社
- 白井早百里, 2002, 『メガバンク危機と IMF 経済政策 ―ホットマネーにあぶり出された国際機関の欠陥と限界』 東洋経済新報社
- 白井早百里, 2010, 『欧州激震』 日本経済新聞出版社
- 末廣昭, 1993, 『タイ 開発と民主主義』 岩波書店
- 末廣昭, 2009, 『タイ 中進国の模索』 岩波書店
- スティグリッツ, J・E, 2002, 鈴木主税訳『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』, 福間書店
- 世界銀行, 1994, 白鳥正喜監訳『東アジアの奇跡 ―経済成長と政府の役割』 東洋経済新報社
- 高木信二, 2011, 『入門 国際金融 第 4 版』 日本評論社

- 高木信二, 2013, 『新しい国際通貨体制に向けて』 NTT 出版株式会社
- 竹森俊平, 2007, 『1997 年 ―世界を変えた金融危機』 朝日新聞出版社
- 田坂敏雄, 1996, 『バーツ経済と金融自由化』 御茶ノ水書房
- 寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴編, 2007, 『アジアの経済発展と金融システム (東北アジア編)』 東洋経済新報社
- 寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴編, 2008, 『アジアの経済発展と金融システム (東南アジア編)』 東洋経済新報社
- 東南アジア各国の財政金融政策に関する研究会 (大蔵省財政金融研究所編), 1998, 『ASEAN4 の金融と財政の歩み ―経済発展と通貨危機』 大蔵省印刷局
- 中條誠一, 2011, 『アジアの通貨・金融協力と通貨統合』 文真堂
- 中條誠一, 2012, 『現代の国際金融を学ぶ 理論・実務・現実問題』 勁草書房
- 西村厚, 1996, 1997, 「アジア諸国の為替政策と通貨変動」(第 1 回～第 10 回)『国際金融』, 外国為替貿易研究会
- 西村陽造, 2011, 『幻想の東アジア通貨統合』 日本経済新聞出版社
- 深川由起子, 1997, 『韓国・先進国経済論』 日本経済新聞社
- 福田慎一・小川英治編著, 2006, 『国際金融システムの制度設計 : 通貨危機後の東アジアへの教訓』 東京大学出版会
- ブルースタイン, ポール, 2013, 東方雅美訳『IMF ―世界経済最高指令部 20 ヶ月の苦闘 上・下』 楽工社
- 松林洋一, 2010, 『対外不均衡とマクロ経済』 東洋経済新報社
- 三重野文晴, 2017, 「東南アジア経済」, 三重野文晴・深川由起子編『現代東アジア経済論』第 9 章, ミネルヴァ書房
- 三尾寿幸編, 2003, 『金融政策レジームと通貨危機 ―開発途上国の経験と課題―』, アジア経済研究所
- 森澤恵子, 1993, 『現代フィリピン経済の構造』 勁草書房
- 吉野直行・山上秀文, 2013, 『金融経済 ―実際と理論』 慶応義塾大学出版会
- 歴史学研究会, 2017, 『世界史年表 第 3 版』 岩波書店