

（論文）

為替レート制度のアナウンスと現実の政策との乖離に関する一考察¹

飯田 幸裕²

1. はじめに

最適な為替レート制度に関する議論は、アジア通貨危機の後に再び活発化した。それは基本的に、公的な為替レート制度を念頭に置いて行われたものであった。その中の1つの主張は両極の解（Corner Solutions）であり、発展途上国は中間的な制度を維持することができないため、変動レート制あるいはドル化やユーロ化のような厳格な固定レート制へ押しやられていくことを主張するものである³。もう1つの主張は、中間的な制度（Intermediate Regimes）が維持されるとするものであり、一般的には、厳格な固定レート制と変動レート制以外の、伝統的な固定レート制やクロリング・ペッグ、一定の幅を持つバンド、管理フロートなどを採用するとするものである。

しかしながら、Calvo and Reinhart（2002）によって、公的な為替レート制度は、実際に採られていないことがあることが示され、為替レート制度に関する議論の焦点は、為替レートの分類と、各国の通貨当局によるアナウンスと行動の乖離へと移行した。Calvo and Reinhart（2002）は、各国の通貨当局がIMFに申告した制度（De jure の制度）が実際に採用されている制度（De facto の制度）になっているかどうかを検証し、結果として、De jure で変動レート制を採用している国のほとんどが実際には大幅な介入を行っていることが示されており、彼らはこの行動を Fear of floating（「変動に対する恐れ」）と呼んでいる⁴。

実際に採用される De facto の制度については、IMF の分類、本論で重要な役割を果たす Reinhart and Rogoff（2004）の分類、為替レートと外貨準備の変化に基づくシンプルでわかりやすい Levy-Yeyati and Sturzenegger（2003）の分類、固定レート制がどの程度持続するかに注目している Klein and Shambaugh（2006）の分類など、いくつかの分類があるが、恣意性は否定できないものの、それぞれのこの分野における貢献は大きく、これらの分類を用いた先行研究も出てきている。

Alesina and Wagner（2006）は、この中の Reinhart and Rogoff（2004）の分類（この後 RR で表す）に注目して、通貨当局の為替レート制度に関するアナウンスと現実の行動との乖離には、制度の質が大きく関わっていると考えた⁵。彼らは、制度の質がよい国では、変動レ

ート制をアナウンスしていても、実際には、金融市場の安定のシグナルとして為替レートを固定しようとするので Fear of floating を示す傾向があり、他方、制度の質がよくない国は、経済の管理についても力がないので、その経済的不安定が金融不安定や大きい為替レートボラティリティへとつながって、アナウンスよりも為替レートが変動する Fear of pegging を示すことになるとしている⁶。

飯田（2015）は、Alesina and Wagner（2006）の分析の問題点を指摘することを試み、それを踏まえた上で、IMF の De facto 分類を「固定」「中間」「変動」に分けて、2009 年から 2013 年までの 151 ヶ国の為替レート制度選択がどのように説明できるかを検討した。しかしながら、その問題点の指摘は十分ではなく、また実証分析についても Alesina and Wagner（2006）の問題点の解決につながる結果を見出せていない。

飯田（2016）は、Alesina and Wagner（2006）の主要な 2 つの分析である、RR に関するものと RR - IMF（現実とアナウンスの乖離）に関するものについて、その特徴と問題点を示した。彼らは、RR - IMF のプラスの値を Fear of pegging を示すものとして、そしてマイナスの値を Fear of floating を示すものとして、その動きと制度の質との関係を分析している。結果として、前者は制度の質がよいことと関係があり、後者は強い結果ではないが、制度の質がよくないこととの関係が見られた。飯田（2016）は、その数値の動きには、アナウンスに変化がなく現実の行動が変化する場合と、現実の行動に変化がなくアナウンスが変化する場合があり、数値の動きが必ずしも、Fear of pegging あるいは、Fear of floating とは言い切れない場合があることを指摘した。

本論では、飯田（2016）による Alesina and Wagner（2006）の分析の問題点を再度確認した上で、1980 年から 2007 年までの 51 ヶ国、1289 のデータを RR - IMF の分類に当てはめ、Fear of pegging と Fear of floating の分析に見られうる特徴を捉える。さらに、アナウンスされる為替レート制度（De jure）を同じにした場合の、現実の為替レート制度（De facto）の割合と、現実の為替レート制度（De facto）を同じにした場合の、アナウンスされる為替レート制度（De jure）の割合を確認する。前者からは、アナウンスされる制度として相対的に、クロールリングが少ないことと、アナウンスがクロールリングの場合と管理の場合で、Fear of floating と Fear of pegging の割合が数値では近いが、後者はすべて自由落下によるものであり、この 2 つの分類では、制度の質との関係が異なる可能性があることが示唆できた。また後者からは、現実の変動レート制を採っている国は固定と管理をアナウンスしていないということと、相対的に現実のクロールリングが多いということが確認できた。

第 2 節では、飯田（2016）により示された Alesina and Wagner（2006）の分析の特徴と問題点を確認する。第 3 節では、51 ヶ国 1289 の RR - IMF のデータを分類した上で、その特徴を述べる。第 4 節で、RR - IMF の数値に関する考察を行い、第 5 節で結論を述べる。

2. Alesina and Wagner（2006）の特徴と問題点

本論で扱うのは、飯田（2016）と同じ、Alesina and Wagner（2006）の RR - IMF というデータである。RR は、Reinhart and Rogoff（2004）による粗い 5 分類であり、現実の為替レート制度、De facto の為替レート制度を示す。1 が固定で、4 が変動となり、5 については「自由落下（Freely falling）」という、通貨価値が大きく下落する状態となる。

また、IMF は、IMF により公表される 4 分類であり、1 が固定、4 が変動で、各国の De jure の制度、アナウンスされる制度を示す。この 2 つを引き算することによって、プラスの値をとれば、現実の為替レート制度がアナウンスされる制度よりも変動していることになり、0 になれば、アナウンスされる制度と現実の制度が同じということになり、マイナスの値をとれば、現実の為替レート制度がアナウンスされるよりも固定されているということになる。プラスの値をとる場合を“Fear of pegging”、マイナスの値をとる場合を“Fear of floating”として、為替レート制度に関するアナウンスと、現実の制度との乖離について、Alesina and Wagner (2006) の分析結果を検討した。

飯田 (2015) を参考に、これらの数値について概観する。Reinhart and Rogoff (2004) は、各国で必ずしも公表されている為替レートが使われているとは限らないこと、為替規制や通貨改革のような歴史的事実を考慮する必要があること、を指摘して、以下のように、14 分類という詳細な De facto 分類を作成した。これを大きく分類したのが、図表 1 の粗い (Coarse) 5 分類である。

彼らは、1946 年以降の 153 ヶ国について、「自然分類」と (彼らが) 呼ぶ方法で為替レート制度の分類を行った。まず、二重為替レートあるいは並行為替レート (ブラックマーケット・レートともいう) があるかどうかを調べ、ある場合は、その為替レートの 5 年間移動平均と 12 ヶ月のインフレ率、歴史的事実を考慮し、インフレが 40% 未満の場合を図表 1 の 4、7、8、10、11、12、13 に分類する。インフレが 40% 以上の場合は 14 の Freely falling (自由落下) に分類する。二重為替レートあるいは並行為替レートがない場合は、公的なアナウンスがあるかどうかを調べ、アナウンスがない場合は、公的な為替レートをもとに上の 8 つのどれかに分類する。また、アナウンスがある場合には、アナウンスと De facto の制度が整合的かどうかを検証し、整合的であれば図表 1 の 1、2、3、5、6、9 に分類する。整合性がなければ、最初の 8 つに分類する。以上で、アナウンスされる De jure の制度と De facto の制度が合っている分類、2 つの制度が合っていない分類、また二重為替レートあるいは並行為替レートがある分類を含めて、14 の詳細な分類が作成される。

図表 1 Reinhart and Rogoff (RR) の細かい (Fine) 分類と粗い (Coarse) 分類

The Fine and Coarse Grids of the Natural Classification Scheme	Fine	Coarse
No separate legal tender	1	1
Preannounced peg or currency board arrangement	2	1
Preannounced horizontal band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$	3	1
De facto peg	4	1
Preannounced crawling peg	5	2
Preannounced crawling band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$	6	2
De facto crawling peg	7	2
De facto crawling band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$	8	2
Preannounced crawling band that is wider than $\pm 2\%$	9	2
De facto crawling band that is narrower than or equal to $\pm 5\%$	10	3
Noncrawling band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$	11	3

Managed floating	12	3
Freely floating	13	4
Freely falling (includes hyperfloat)	14	5

出所：Reinhart and Rogoff (2004)

図表1の右側の数値から、IMFのDe jure分類の数値（1：固定、2：クローリング、3：管理、4：変動）を引く。この数値は各国がアナウンスする為替レート制度と現実の制度との違いを見るものである。図表2は、引き算をした後の数値を示しており、図表3は、Fear of peggingとFear of floatingの行動に対応する部分を示している。なお、RR = IMFとなっている部分においては、IMF公表の各国がアナウンスする制度と、現実の為替レート制度を分類したRRの分類が一致している。それ以外のところは、アナウンスと現実の制度が異なっており、左上の部分は、アナウンスよりも現実の為替レート制度が変動よりになるFear of pegging、右下の部分は、アナウンスよりも現実の為替レート制度が固定よりになるFear of floatingと呼ばれている。RRの分類の番号から、IMFの分類の番号を引くと、Fear of peggingの部分はプラスの値を、Fear of floatingの部分はマイナスの値をとることがわかる。

図表2 RR - IMFの値

現実の 政策 (RR)					
(De facto) 自由落下 5	+ 4	+ 3	+ 2	+ 1	
(De facto) 変動 4	+ 3	+ 2	+ 1	0	
(De facto) 管理 3	+ 2	+ 1	0	- 1	
(De facto) 2 クローリング	+ 1	0	- 1	- 2	
(De facto) 固定 1	0	- 1	- 2	- 3	
	(De jure) 固定 1	(De jure) 2 クローリング	(De jure) 管理 3	(De jure) 変動 4	アナウンス (IMF 公表)

図表3 Fear of pegging と Fear of floating

現実の 政策 (RR)					
(De facto) 自由落下 5	Fear of pegging	Fear of pegging	Fear of pegging	Fear of pegging	
(De facto) 変動 4	Fear of pegging	Fear of pegging	Fear of pegging	RR = IMF	
(De facto) 管理 3	Fear of pegging	Fear of pegging	RR = IMF	Fear of floating	
(De facto) 2 クローリング	Fear of pegging	RR = IMF	Fear of floating	Fear of floating	
(De facto) 固定 1	RR = IMF	Fear of floating	Fear of floating	Fear of floating	
	(De jure) 固定 1	(De jure) 2 クローリング	(De jure) 管理 3	(De jure) 変動 4	アナウンス (IMF 公表)

出所：飯田（2016）

Alesina and Wagner (2006) の分析では、すべての回帰で、制度の質は Fear of pegging と負の関係があることが見出された。すなわち、先進国のように制度の質がよい場合には、Fear of pegging の値が小さくなる確率が高まり、成長段階の低い発展途上国のように制度の質がよい場合には、Fear of pegging の値が大きくなる確率が高まる。例えば、制度の質がよい国では、この2つの差が2から1になる確率が高まり、制度の質がよい国では、この2つの差が1から2になる確率が高まるということである。

飯田（2016）は、この2つの分類の差が同じでも、同じように解釈できない理由を以下のように説明した。例えば、Fear of pegging の値が1から2になる場合、数値だけを見れば、アナウンスされる為替レート制度から現実の政策が乖離する幅が大きくなったということになり、発展途上国などがアナウンスしている為替レート制度を維持できていないという解釈ができる。しかしながら、この状況は、次のような2通りの解釈が可能である。

〔解釈1〕

1期：アナウンスは2（クローリング・ペッグ）

現実には3（管理フロート）

$$\rightarrow RR - IMF = 3 - 2 = 1$$

2期：アナウンスは2（クローリング・ペッグ）

現実には4（変動レート制）

$$\rightarrow RR - IMF = 4 - 2 = 2$$

解釈1は、アナウンスされる為替レート制度は同じであるが、現実の為替レート制度がより変動になると考えるものである。発展途上国の場合には、アナウンスされる為替レート制度を維持できないという解釈になる。

〔解釈2〕

1期：アナウンスは2（クローリング・ベッグ）
 現実には3（管理フロート） → $RR - IMF = 3 - 2 = 1$

2期：アナウンスは1（固定レート制）
 現実には3（管理フロート） → $RR - IMF = 4 - 2 = 2$

解釈2では、現実の政策は変わっていないが、市場の信頼を得るなどの理由から、アナウンスされる為替レート制度が異なる。この場合、アナウンスされる為替レート制度を維持できていないようであるが、現実の為替レート制度には変化がないので、これを Fear of pegging が強まったということは難しい。

Alesina and Wagner (2006) は、RR の分類が、政策や市場の動きを含めた各国通貨を取り巻く状況を示したものであることから、Fear of pegging は現実の (De facto の) 政策の乖離を示すものとして、Fear of pegging を、発展途上国が固定レート制を維持できない “Inability of pegging” であると述べている。しかし、飯田 (2016) は、RR - IMF の値がより大きくなる (Fear of pegging が強まる) 場合には、アナウンスされる為替レート制度には変化がないが、現実の為替レート政策が異なっている場合と、現実の為替レート政策には変更がないが、アナウンスされる為替レート制度が変わっている場合があることを指摘した。同じ + 1 から + 2 の変化でも、図表4における縦の矢印は、意図しない行動の要素が強く、横の矢印は政策的な要素が強いと予想できるのである。

図表4 Fear of pegging が強まる2つの解釈

現実の政策 (RR)					
(De facto) 自由落下 5					
(De facto) 変動 4		Fear of pegging + 2			
(De facto) 管理 3	Fear of pegging + 2	Fear of pegging + 1			
(De facto) 2 クローリング					
(De facto) 固定 1					
	(De jure) 固定 1	(De jure) 2 クローリング	(De jure) 管理 3	(De jure) 変動 4	アナウンス (IMF 公表)

出所：飯田 (2016)

RR - IMF がマイナスの値をとる場合の Alesina and Wagner (2006) の分析は、先進国のように優れた制度を持つ国は、Fear of floating の行動を示すことを見出している⁷。しかし、この結果は、Fear of pegging の場合ほど有意な結果ではなかった。

それでも、先進国のように制度の質がよくなると、Fear of floating の値が大きくなる確率が高まり、成長段階の低い発展途上国のように制度の質がよくない場合は、Fear of floating の値が小さくなる確率が高まる。例えば、制度の質がよい国では、この2つの差が-1から-2になる確率が高まり、制度の質がよくない国では、この2つの差が-2から-1になる確率が高まるということである。

飯田 (2016) は、この場合についても、同じ数値を同じように解釈することはできない理由を説明した。現実の政策を示す RR の分類について、Alesina and Wagner (2006) では粗い5分類を用いているが、先に示したように、さらに詳細な14の分類がある。粗い5分類で、より数値の小さい方がより固定に近いと考えると、以下のように2つの解釈が可能である。

〔解釈1〕

1期：アナウンスは3（管理フロート）

現実には2（クローリング・ベッグ） → $RR - IMF = 2 - 3 = -1$

2期：アナウンスは3（管理フロート）

現実には1（固定レート制） → $RR - IMF = 1 - 3 = -2$

解釈1では、アナウンスされる為替レート制度よりも、現実の為替レート制度の方がより固定が強まっている。つまり、為替レート政策の運営がよりよくできている国は、現実の政策がアナウンスされる為替レート制度より固定に近くなるといえる。

〔解釈2〕

1期：アナウンスは3（管理フロート）

現実には2（クローリング・ベッグ） → $RR - IMF = 2 - 3 = -1$

2期：アナウンスは4（変動レート制）

現実には2（クローリング・ベッグ） → $RR - IMF = 2 - 4 = -2$

解釈2は、現実の政策は変わっていないが、何らかの理由で、アナウンスされる為替レート制度が変更になった場合である。現実の状況には変化がないので、マイナスの値が大きくなったからということだけで、Fear of floating の行動が強まったということとはできない。

飯田 (2016) は、制度の質の変化がRRのみの値を小さくする場合は、その制度の質の変化が原因となっていることが考えられるが、制度の質の変化が2つの分類の差を大きくする場合は、現実の政策が変化する場合と、アナウンスが変化する場合の2つがあることを指摘した。また、合わせて、飯田 (2016) は、Alesina and Wagner (2006) の分析で、制度の質がよくない国は適切な政策運営がとれないため、Fear of pegging が多いということが有意な

結果として出ている一方、優れた制度を持つ国が Fear of floating を示すという結果はそれほど有意ではない結果になっているのかについて以下のように説明した。

一般的な傾向として、Fear of pegging は発展途上国に多く見られ、Fear of floating は先進国に多く見られる。発展途上国は、先進国と比べて、制度がよくなったり悪くなったりすることが多いので、制度の質が Fear of pegging に強く影響している可能性があると考えられる。また、制度の質が相対的によい先進国では、中長期で見ても、そのよい状態に大きい変化がないので、制度の質と Fear of floating には強い関係が見られないと考えられるのである。

図表5 Fear of floating が強まる2つの解釈

現実の 政策 (RR)					
(De facto) 自由落下 5					
(De facto) 変動 4					
(De facto) 管理 3					
(De facto) 2 クローリング			Fear of floating - 1	Fear of floating - 2	
(De facto) 固定 1			Fear of floating - 2		
	(De jure) 固定 1	(De jure) 2 クローリング	(De jure) 管理 3	(De jure) 変動 4	アナウンス (IMF 公表)

出所：飯田 (2016)

3. RR - IMF の傾向

以上で説明した RR - IMF の値が、実際にはどのようなになっているかを示したものが、図表6の分類である。1980年から2007年までの51ヶ国を対象としている。以下では、この図表6の値をもとに、分類の傾向をいくつかの側面から捉える。RR - IMFの対象国は、アルゼンチン、オーストラリア、オーストリア、ベルギー、ブラジル、カナダ、チリ、中国、コロンビア、チェコ (1991年 - 2007年)、デンマーク、エクアドル、エジプト、フィンランド、フランス、ドイツ、ハンガリー (1982年 - 2007年)、インド、インドネシア、イラン (1980年、1982年 - 2001年)、アイルランド (1990年 - 2007年)、イスラエル、イタリア、日本、カザフスタン (1992年 - 2007年)、韓国、マレーシア、メキシコ、モロッコ、オランダ、ノルウェー、パキスタン、ペルー、フィリピン、ポーランド (1988年 - 2007年)、ポルトガル、ロシア (1992年 - 2007年)、サウジアラビア、シンガポール (2002年 - 2007年)、南アフリカ、スペイン、スウェーデン、スイス、タイ、トルコ、ウクライナ (1992年 - 2007年)

年）、英国、米国、ベネズエラ、ベトナム（2002年－2007年）である。国名のみのは、1980年から2007年までのデータである。

図表6 RR－IMFの標本数

現実の 政策（RR）					
(De facto) 自由落下 5	1 4	0	6 3	3 6	
(De facto) 変動 4	0	1 9	0	9 9	
(De facto) 管理 3	6 2	6	1 1 9	1 3 2	
(De facto) 2 クローリング	7 6	5 8	1 9 2	8 1	
(De facto) 固定 1	2 0 0	9 1	3 2	9	
	(De jure) 固定 1	(De jure) 2 クローリング	(De jure) 管理 3	(De jure) 変動 4	アナウンス (IMF 公表)

注：Carmen M. Reinhart ホームページ（2017年1月現在）のデータベース“Annual coarse classification 1946－2007”と“IMF official classification 1970－2007”を用いて著者が計算した数値を基に作成

（1）項目ごとの数値

図表7は、RR－IMFの値がとる＋4から－3までについて、その数と、サンプル全体に占める割合を示したものである。アナウンスされる為替レート制度と現実の為替レート制度が同じである0の場合が最も割合が高く36.9%となっている。また、軽い程度のFear of floatingを示す－1の場合が32.2%となっており、0と－1の2つで70%近くを占めている。

図表7 RR－IMFの値の分布

RR－IMF	+ 4	+ 3	+ 2	+ 1	0	－ 1	－ 2	－ 3	計
数	14	0	144	118	476	415	113	9	1289
割合	1.1%	0%	11.2%	9.2%	36.9%	32.2%	8.8%	0.7%	

図表8は、図表7から、プラス、0、マイナスの割合を示したものである。大きく分けるとマイナスの値が最も多く、対象とする国と期間についてみると、Fear of floatingが最も多く観察されていることがわかる。

図表8 プラスとマイナスの値の割合

プラス	0	マイナス	計
276	476	537	1289
21.4%	36.9%	41.7%	

(2) アナウンスされる制度 (De jure) から見た現実の制度 (De facto) の割合

アナウンスされる為替レート制度 (De jure) から現実的为替レート制度 (De facto) がどのくらい乖離しているかを見ることができる。アナウンスが固定である場合が図表9、クローリングである場合が図表10、管理である場合が図表11、変動である場合が図表12で示されている。

図表9 アナウンスが固定の場合

固定	クローリング	管理	変動	自由落下	計
200	76	62	0	14	352
56.8%	21.6%	17.6%	0%	4.0%	

→ 43.2% (Fear of pegging)

図表10 アナウンスがクローリングの場合

固定	クローリング	管理	変動	自由落下	計
91	58	6	19	0	174
52.3%	33.3%	3.4%	10.9%	0%	

52.3% ← → 14.3% (Fear of pegging)
(Fear of floating)

図表11 アナウンスが管理の場合

固定	クローリング	管理	変動	自由落下	計
32	192	119	0	63	406
7.9%	47.3%	29.3%	0%	15.5%	

(Fear of floating) 55.2% ← → 15.5% (Fear of pegging)

図表12 アナウンスが変動の場合

固定	クローリング	管理	変動	自由落下	計
9	81	132	99	36	357
2.5%	22.7%	37.0%	27.7%	10.1%	

(Fear of floating) 62.2% ← → 10.1% (Fear of pegging)

図表9から図表12まででわかることは、まずアナウンスされる為替レート制度として相対的に、クローリングが少ない。また、アナウンスがクローリングの場合と管理の場合では、Fear of floatingとFear of peggingの割合が数値では近いが、後者はすべて自由落下によるものであり、アナウンスが管理の場合のFear of peggingは、制度の質がよくないことと関係のある可能性を読み取ることができる。さらに、アナウンスが変動の場合は、現実の固定とクローリングを合わせておよそ25%、管理が37%、自由落下がおよそ10%となっており、制度の質がよい場合とよくない場合が混在していることが予想できる。

本論のデータの数には十分ではないが、アナウンスされる為替レート制度を固定してみると、現実の為替レート制度の分類に関する傾向が見える。Alesina and Wagner (2006)ではそこまで含めて、RR - IMFというシンプルな方法を用いたと考えられるが、制度の質を説明変数として取り入れるのであれば、アナウンスを固定して効果を見る方が望ましい可能性もある。

(3) 現実の制度 (De facto) から見たアナウンスされる制度 (De jure) の割合

次に、現実の為替レート制度 (De facto) を基準として、アナウンスされる為替レート制度 (De jure) がどのように分布しているかを見ていく。現実の為替レート制度が固定である場合が図表13、クローリングである場合が図表14、管理である場合が図表15、変動である場合が図表16、また、参考として自由落下である場合が図表17で示されている。

図表13 現実の為替レート制度が固定の場合

固定	クローリング	管理	変動	計
200	91	32	9	332
60.2%	27.4%	9.6%	2.7%	

→ 39.8%

図表14 現実の為替レート制度がクローリングの場合

固定	クローリング	管理	変動	計
76	58	192	81	407
18.7%	14.3%	47.2%	19.9%	

18.7% ←

→ 67.1%

図表15 現実の為替レート制度が管理の場合

固定	クローリング	管理	変動	計
62	6	119	132	319
19.4%	1.9%	37.3%	41.4%	

21.3% ←

→ 41.4%

図表16 現実の為替レート制度が変動の場合

固定	クローリング	管理	変動	計
0	19	0	99	118
0%	16.1%	0%	83.9%	

16.1% ←

図表17 現実の為替レート制度が自由落下の場合

固定	クローリング	管理	変動	計
14	0	63	36	113
12.4%	0%	55.8%	31.9%	

図表13から図表17までで特筆すべきことは、現実の変動レート制を採っている国は固定と管理をアナウンスしていないということと、相対的に現実のクローリングが多いということである。

4. RR - IMF の分析に関する考察

図表6に再度戻って、本論におけるデータの範囲内でRR - IMFの分析に関する考察を行う。まず、Fear of peggingについて考えてみる。アナウンスが固定で現実が変動となる場合、アナウンスがクローリングで現実が自由落下となる場合を示す+3の値はないので、+2から+3へのシフトについては、ここでは検討できない。+4の値も小さいので、実際には、+2より大きくなる場合の分析は、意図する結果を見出せない可能性がある。

また、+1から+2にFear of peggingが強まる場合を見てみると、分析結果に影響がありそうなのは、アナウンスが固定で、現実がクローリングから管理になるときと、現実が自由落下で、アナウンスが変動から管理になるときである。

さらに、0から+1にFear of peggingが強まる場合を見ると、アナウンスが固定で現実が固定からクローリングになるとき、現実がクローリングでアナウンスがクローリングから固定になるとき、アナウンスが変動で現実が自由落下になるときに有意な結果が出る可能性がある。

以上から、本論のデータの範囲内で、分析結果に影響があると考えられる部分のみを示すと図表18のようになる。同じ0から+1でも、左下の動きと、右上の動きでは違いがある。特に、右上については、先進国ではアナウンスと現実の為替レート制度が同じ変動となることが多いのに対して、アナウンスが変動で現実に自由落下となるのは発展途上国に多いことを考えると、この0から+1へのシフトは確実に制度の質の動きと関係があると予想できる。Fear of peggingは、いくつかの分類の動きに限られてしまうため、予想にしがたった有意な結果が出てくると考えられる。

図表18 Fear of pegging の動き

現実の 政策 (RR)					
(De facto) 自由落下 5			+ 2	← + 1	
(De facto) 変動 4				0	↑
(De facto) 管理 3					
(De facto) 2 クローリング	+ 1	← 0			
(De facto) 固定 1	0	↑			
	(De jure) 固定 1	(De jure) 2 クローリング	(De jure) 管理 3	(De jure) 変動 4	アナウンス (IMF 公表)

出所：飯田（2016）より著者作成

次に、Fear of floating について考えてみる。- 3 の値だけが少ないので、- 2 から - 3 に Fear of floating が強まる場合では検討が難しい可能性がある。図表 19 に示されているように、アナウンスが変わらず現実の為替レート制度が変わる場合も、現実の為替レート制度が変わらずアナウンスが変わる場合にも決まった特徴はないため、Fear of floating に関しては、理論に基づく説明変数であっても有意な結果が得られない可能性がある。

図表19 Fear of floating の動き

現実の 政策 (RR)					
(De facto) 自由落下 5					
(De facto) 変動 4					
(De facto) 管理 3			0	↓	→ - 1
(De facto) 2 クローリング		0	↓	→ - 1	→ - 2
(De facto) 固定 1	0	→	↓ - 1	→	↓ - 2
	(De jure) 固定 1	(De jure) 2 クローリング	(De jure) 管理 3	(De jure) 変動 4	アナウンス (IMF 公表)

出所：飯田（2016）より著者作成

5. 結論

本論では、飯田（2015）と飯田（2016）が説明している Alesina and Wagner（2006）の分析で扱われている RR - IMF の値に関して、補足的な検討を行った。この値がどのように求められるかを、飯田（2016）を参考に説明した上で、51ヶ国の1289のデータを用いて、Fear of pegging と Fear of floating の分析の傾向を捉えることを試みた。

まず、RR - IMF がとる値の範囲である +4 から -3 について、アナウンスと現実の為替レート制度が同じになる 0 の分類が最も多く 36.9% であり、プラスの値はおよそ 20% 強、マイナスの値が 40% 強で、全体として Fear of floating の傾向が若干強いことがわかった。

本論では、さらに、アナウンスされる為替レート制度（De jure）を同じにした場合の、現実の為替レート制度（De facto）の割合と、現実の為替レート制度（De facto）を同じにした場合の、アナウンスされる為替レート制度（De jure）の割合を確認した。前者からは、アナウンスされる制度として相対的に、クローリングが少ないことと、アナウンスがクローリングの場合と管理の場合で、Fear of floating と Fear of pegging の割合が数値では近いが、後者はすべて自由落下によるものであり、この2つの分類では、制度の質との関係が異なる可能性があることが示唆できる。

後者からは、現実の変動レート制を採っている国は固定と管理をアナウンスしていないということと、相対的に現実のクローリングが多いということが確認できた。

これらの特徴を踏まえた上で、本論では、RR - IMF の分析において、Fear of pegging と Fear of floating に関する特徴が見出せるかどうかを考察した。

まず、Fear of pegging については、+3 の値がないので、+2 から +3 へのシフトについては検討できず、また +4 の値も小さいので、実際には、+2 より大きくなる場合の分析は、意図する結果が見出せない可能性がある。

さらに、+1 から +2 に Fear of pegging が強まる場合と 0 から +1 に Fear of pegging が強まる場合を見てみると、それらが特定のいくつかの動きに限られることが見出された。図表 6 における同じ 0 から +1 でも、左下の動きと、右上の動きでは違いがあり、特に、右上については、先進国ではアナウンスと現実の為替レート制度が同じ変動となることが多いのに対して、アナウンスが変動で現実には自由落下となるのは発展途上国に多いことを考慮すると、右上の 0 から +1 へのシフトは確実に制度の質の動きと関係があると予想できる。したがって、Fear of pegging については、制度の質に関して予想どおりの有意な結果が出てくると考えられる。

次に、Fear of floating については、-3 の値だけが少ないので、-2 から -3 に Fear of floating が強まる場合では検討が難しい可能性がある。Fear of pegging の場合と異なり、アナウンスが変わらず現実の為替レート制度が変わる場合も、現実の為替レート制度が変わらずアナウンスが変わる場合にも決まった特徴はないので、Fear of floating に関しては、理論に基づく説明変数であっても有意な結果が得られないことが予想できる。

本論では、Alesina and Wagner（2006）の分析の特徴と問題点に関して説明を行った飯田（2015）と飯田（2016）の不十分な点を補うことができたが、アナウンスと現実の政策が乖離することに直接関わる要素の分析や、的確な順序ロジットの分析は行われていない。飯田（2016）では、秋葉・飯田・北村（2010）の説明に基づき、RR の値について、制度の質がよ

くなくても悪くなくても変動よりになっていくことが示されているが、RR - IMF の値についてもこれに合わせた修正が必要であろう。特に、Fear of floating が強まることについてはまだ有意な結果が得られていないこともあり、これらのプロセスを明らかにすることを今後の課題とする。

〔参考文献〕

- Alesina, A. and Wagner, A. F., "Choosing (and Reneging on) Exchange Rate Regimes", *Journal of the European Economic Association* 4(4), 2006: 770-99.
- Calvo, G. and Reinhart, C., "Fear of Floating" *Quarterly Journal of Economics* 117(2), 2002: 379-408.
- Fischer, S., "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives* 15, 2001: 3-24.
- Frankel, J. A., "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", NBER Working Paper No.7338, 1999.
- Frankel, J. A., Fajnzylber, E., Schmukler, S. L., and Servén, L., "Verifying Exchange Rate Regimes", *Journal of Development Economics* 66, 2001: 351-86.
- Hernández, L. and Montiel, P. J., "Post-crisis exchange rate policy in five Asian countries: Filling in the "hollow middle"?", *Journal of the Japanese and International Economies* 17, 2003: 336-69.
- Klein, M. W. and Shambaugh, J. C., "Fixed exchange rates and trade", *Journal of International Economics* 70(2), 2006: 359-83.
- Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F., "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words", *European Economic Review* 49(6), 2003, 1603-35.
- Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S., "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *Quarterly Journal of Economics* 119(1), 2004: 1-48.
- 秋葉弘哉・飯田幸裕・北村能寛『外国為替制度論』、成文堂、2010年。
- 飯田幸裕「為替レート制度選択に関する一考察」、『二松学舎大学東アジア学術総合研究所集刊第四十五集』、2015年。
- 飯田幸裕「為替レート制度選択の議論と東アジア諸国の特徴」、『二松学舎大学東アジア学術総合研究所集刊第四十六集』、2016年。

注

- 1 本論は、平成 26 年度二松学舎大学長期国内特別研究員としての研究成果の一部である。
- 2 二松学舎大学国際政治経済学部准教授
- 3 両極の解については Fischer (2001) は "the bipolar view" と呼んでおり、その他にも "the hypothesis of the vanishing intermediate regime" (Frankel, 1999)、"the missing middle" (Frankel, Fajnzylber, Schmukler, and Servén, 2001)、"the hollow middle" (Hernández and Montiel, 2003) という呼び方もある。
- 4 この結果は、為替レート制度が両極へ集約されることはなく、介入を伴う中間的な制度は決してなくならないことを示している。
- 5 ここでの制度とは、国家などを統治、運営するために定められる制度や、人間の行動や関係を規制するために定められる制度のことをいう。
- 6 Fear of pegging は、Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) では、現実に固定レート制を採用している国が、固定レート制以外の制度をアナウンスするという Fear of announcing a peg という行動であった。Alesina and Wagner (2006) では、アナウンスされる制度より現実の制度が変動よりになることをいう。
- 7 対外債務が多くなると、Fear of floating への選好が高まるという結果も得られている。

