

人民元の変動と東アジア通貨

小笠原 礼 以

目 次

はじめに

- 1 東アジア諸国の外国為替市場介入
—Low-frequency Dollar Pegging and High-frequency
Dollar Pegging—
- 2 Fear of Appreciation
- 3 2000年以降の対ドルボラティリティと実効為替相場
- 4 人民元の変動と為替相場政策

おわりに

はじめに

本稿はシンガポール、台湾、タイ、マレーシアを対象に東アジア地域の為替相場政策の動向を考察する。2000年代、東アジア諸国では自国通貨の対ドル相場変動幅が拡大する中、IMF等により中長期的に変動相場制度へ移行することが推奨されると同時に、予想もされた。しかし、現実には東アジア諸国が為替相場管理を放棄することはなく、為替相場政策は対ドル安定から実効為替相場安定へと移行した。こうした為替相場政策に近年大きな影響を与えているのが人民元である。従来、東アジア諸国にとって元のドルペッグは為替相場政策の与件であった。対ドル安定は自国通貨の対元安定を意味し、実効為替相場の管理においても元はドルと同一視する

ことが可能であった。しかし人民元の対ドル相場が中長期的に不安定化した今日、この図式はもはや妥当しない。本稿では、2000年代の東アジア為替相場政策の基本的枠組みを整理した後、2010年以降、人民元の変動がいかなる影響を為替相場管理に与えているか考察する。

1 東アジア諸国の外国為替市場介入

—Low-frequency Dollar Pegging and High-frequency Dollar Pegging—

東アジア諸国がドルペッグ制離脱以降も外国為替市場への介入を継続し、為替相場に影響を与え続けていることは周知の事実である。介入の目的は、為替変動の短期的なボラティリティを抑制すること、及び中長期的に為替相場を競争的水準に維持することである¹⁾。McKinnon and Schnabl (2004) は東アジア諸国の為替相場政策を Low-frequency Dollar Pegging と High-frequency Dollar Pegging の二つに分類し、東アジア諸国が自国通貨の対ドル相場を安定化することの合理性を主張した。Low-frequency Dollar Pegging とは月次ベースあるいは四半期ベースにおいて自国通貨の対ドル安定性を維持することを意味し、High-frequency Dollar Pegging とは日次ベースあるいは週次ベースにおける対ドル安定化を意味する。

McKinnon, Schnabl によれば、東アジア諸国が Low-frequency Dollar Pegging を維持すべき理由は二つある。一つは個々の取引業者に対するミクロ的側面、すなわち国際貿易、国際金融取引における支配的な取引通貨に自国通貨をリンクさせることの合理性である。東アジア地域の貿易取引通貨（invoice 通貨）の大半はドルである。従って自国通貨の対ドル相場は輸出入製造業及び貿易取引業者の収益の安定に不可欠となる。また、貿易取引通貨としてのドルの特殊性はドルが米国の関与しない域内取引等第三国間取引においても広範に使用される点にあるため、取引通貨としてのドルの重要性が東アジアの対米貿易取引の相対的の低下とともに損なわれるわけではない。例えば財務省貿易統計によれば日本の2016年下半期の貿

易取引通貨は輸出の51%、輸入の66.7%がドルとなっているがこの値は2000年の値、それぞれ52.4%、70.7%とほとんど変化はない。一方、この間日本の対米貿易比率は2000年の25%から、2016年15%へと大きく低下している。同様の議論は国際金融、投資の側面においても妥当する。

合理性の二つ目はマクロ的側面である。これはボラティルな国際金融取引により名目為替相場が大きく変動することを防ぐことが国際競争力の維持及び物価安定に不可欠であるという主張である。価格調整力のない新興国においては名目為替相場の変動は実質為替相場の変動に直結する。そのため月次あるいは四半期ベースにおいて対ドル相場が大きく変化した場合、当該国の国際競争力も同様に変動することになる。また、Low-frequency Dollar Pegging は金融政策としての exchange rate targeting を意味し、これにより自国通貨建てでの貿易財価格を安定させることができれば、代替効果を通じて非貿易財価格の価格上昇を抑制し、その結果一国の物価水準の安定がもたらされる²⁾。

他方、High-frequency Dollar Pegging の合理性は新興国の国内金融市場、先物為替市場の不完全性から説明される。すなわち、例えば輸入取引や海外からの借り入れで将来ドル支払いが必要となる業者は、為替エクスポージャーをカバーするために先物でドルを購入する必要があるが、この際取引に必ず必要な先物の売り手は期間中保有すべき、高い流動性を有する国内通貨建て資産（国債）市場が存在しないために、容易にヘッジ取引に応じることができない。このような状況下においては、政府が High-frequency ベースにおいて為替相場の変動を抑制し、為替リスクを軽減することが必要とであるとされる。

McKinnon, Schnabl は以上の観点から通貨危機後の東アジア諸国のドルペッグへの復帰を推奨した。しかし、High-frequency Dollar Pegging と Low-frequency Dollar Pegging とは必ずしも両立する政策ではない。例えば High-frequency Dollar Pegging の実践として仮に日々の変動幅を0.1%程度に抑えた場合であっても、変動の方向が同一であり続ければ、月次

ベース、四半期ベースでは数%～数十%の自国通貨の上昇または下落となる可能性がある。また Low-frequency Dollar Pegging と High-frequency Dollar Pegging とが両立する場合であっても、Dollar Pegging は McKinnon がその合理性として主張する国際競争力の維持を直ちに保証するものでもない。Dollar Pegging のもとで中長期的に競争力の維持が可能であるのはペッグ対象国通貨（ドル）が中長期的に第3国通貨に対して増価しないという前提が必要である。これらの点に対する東アジア諸国の対応を実証的に示した研究が Fear of Appreciation 論である。

2 Fear of Appreciation

Fear of Appreciation 論は、2000年代、通貨危機を経験した東アジア諸国が膨大な外貨準備を蓄積する中で Fear of Floating 論³⁾を継承して展開された。Fear of Appreciation 論では、東アジア諸国の外国為替市場への介入は中立的ではなく、主として自国通貨の上昇を抑制するために実践されていると主張する。Levy-Yeyati and Sturzenegger（2007）は、固定相場制度と中間的制度を採用している国の外貨準備の変化を分析し、2000年代半ばには市場介入の8割が自国通貨の上昇を抑制するものであったことを示し、Pontines and Siregar（2012a）は、2000年－2006年において、インドネシア、韓国、フィリピン、タイの中央銀行は、自国通貨の減価圧力よりも上昇圧力を抑制するバイアスのかかった市場介入を実践したと主張した。また Klyuev and Dao（2016）も、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイのASEAN 5カ国を対象に為替相場の変動を検証し、これらの国は短期的なボラティリティを抑制しようとすると同時に、介入が自国通貨高を抑制する方向に偏重して行われていることを確認している。これらの研究は High-frequency Dollar Pegging が単にボラティリティの抑制のみを目的としたものではなく、中長期的為替相場の管理のためにも実践されていたことを示している⁴⁾。

ただし、東アジア諸国は必ずしも McKinnon, Schnabl が提唱した Low-

frequency Dollar Pegging を実践したわけではない。Pontine and Rajan (2011) は Fear of Appreciation の行動は、対ドル相場に対してではなく、名目実効為替相場に対して実践されたと主張した。

彼らは韓国、フィリピン、シンガポール、タイ、インドネシア、インドの6カ国について2000年1月から2009年7月までの期間について各国の月次為替相場を用いて為替介入の実態を検証し、Fear of Appreciation の行動は、特にシンガポール、タイ、インドについては対ドル相場ではなく名目実効為替相場において強く観察されることを明らかにした。2000年代、ドルの対円、対ユーロ相場が大きく変動する環境下において、Low-frequency Dollar Pegging では自国通貨価値を競争的水準に維持することはできなかったのである。2000年代以降の東アジア諸国の為替相場政策は、McKinnon, Schnabl が提唱したようなルール志向的ドルペッグではなく、ボラティリティを抑制しつつ、実効為替相場をコントロールする裁量的ドルペッグによって特徴づけられるといえる。

3 2000年以降の対ドルボラティリティと実効為替相場

この節では2000年以降、東アジア各国が継続的に対ドルボラティリティの抑制と実効為替相場の安定を為替相場政策の基本としていたことを確認したい。図1－図4はシンガポール、台湾、タイ、マレーシア通貨の主要国通貨に対する日次ボラティリティを示す。ボラティリティは為替変化率の標準偏差で定義し、それぞれのグラフにベンチマークとして各国通貨の1994年－1996年におけるドルペッグ期のボラティリティ及び変動相場通貨の円ドルレート of ボラティリティを掲載した。データはFRBデータを使用した。

これらのグラフから上記4カ国ではドルペッグ制離脱後も自国通貨の対ドルボラティリティを抑制する High-frequency Dollar Pegging を実践してきたことが分かる。同時に、各国における対ドルボラティリティの態様は異なっており、このことは各国に固有の要因が働くとともに、裁量的にドル相場の調整を行っていたことを示唆する。厳格な通貨バスケット制を採

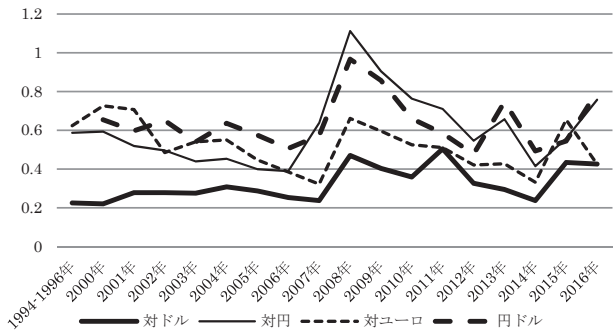


図1 シンガポールドルのボラティリティ

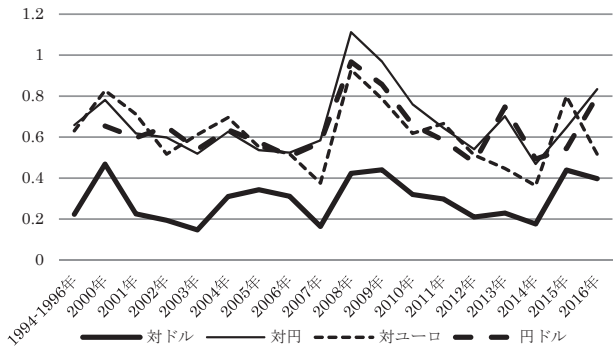


図2 台湾ドルのボラティリティ

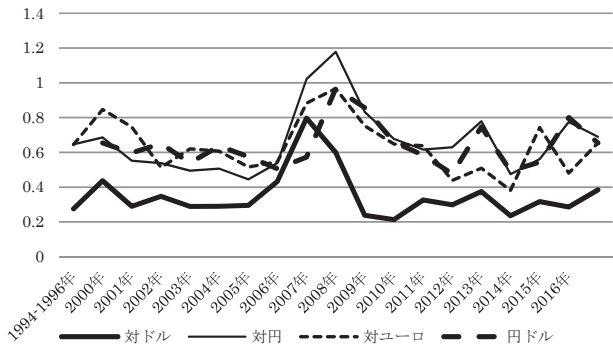


図3 タイバーツのボラティリティ

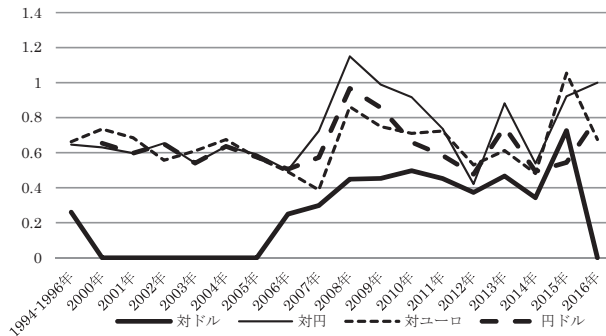


図4 マレーシアリングのボラティリティ

用していることで知られるシンガポールは、2000年代前半対ドル相場を極めて安定的に調整していたが、2008年のリーマン危機以降ボラティリティは若干増大した。一方ユーロに対するボラティリティは2000年代半ばから円との間に継続的に格差が観察され、2016年ではドルと同水準である。ベンチマークとして円ドルレートのボラティリティと比較した場合、シンガポールは対ユーロにおいても緩やかな High-frequency Pegging を実践していたと言える。また台湾は一貫して High-frequency Dollar Pegging を継続する一方、対円及びユーロの短期変動を安定化するための為替相場調整は観察されない。これは2008年－2009年期の混乱期に対ドルボラティリティが一時的上昇した以外、タイにおいても同様である。マレーシアは以上の3国と比較した場合やや特殊である。同国は通貨危機後2000年から2005年にかけて対ドル固定相場制を採用し、最も厳格な対ドルベッグ制度に復帰したが、中国の為替改革に呼応する形でリングの対ドル相場を変動させ始めた。それ以降、マレーシアリングの対ドルボラティリティは他の3国よりも高く、2015年には対円、対ユーロと同レベルの値を示している。

次に、月次レベルの実効為替相場と名目ドル相場の推移を見ることにより同様に4か国の Low-frequency (Dollar) Pegging の状況を確認したい。比較のために実効為替相場、名目ドル相場ともに2000年1月を100とした

指数で表し、実効為替相場は通常とは逆に数字が高くなるほど価値が低くなるように修正している。実効為替相場は BIS データである。

図5－図7によるとシンガポール、台湾、タイ、マレーシアの4国は2000年代ほぼ一貫して実効為替相場が対ドル相場を下回っている（グラフでは上方に位置する）。これはこれらの通貨が主要な貿易相手である中国人民幣元あるいはユーロに対しては切り下がった（もしくは対ドルよりも上昇幅が小さかった）ことを意味している。またシンガポールと台湾を比較すると、シンガポールが対ドル相場の上昇を容認しつつ、実効為替相場も

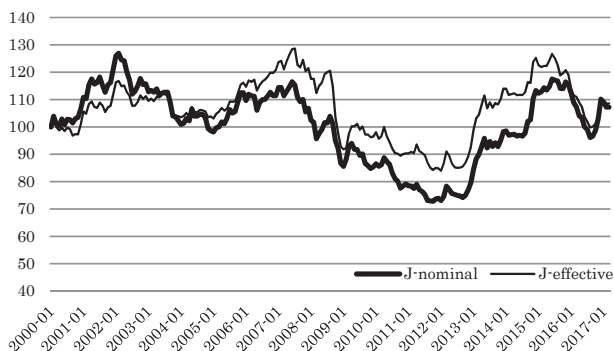


図5 対ドル為替相場と実効為替相場の推移

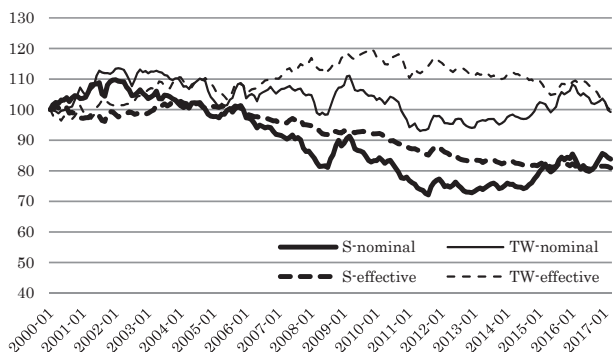


図6 対ドル為替相場と実効為替相場の推移

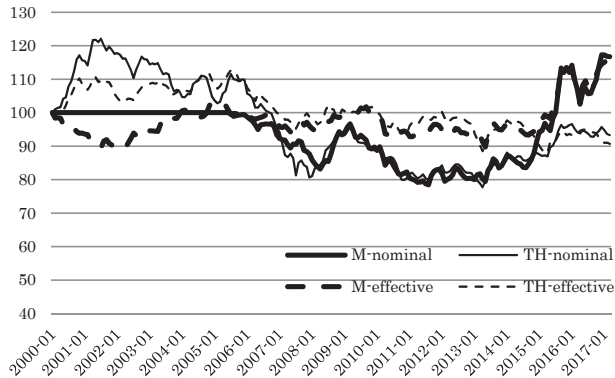


図7 対ドル為替相場と実効為替相場の推移

安定的に上昇させているのに対し、台湾は対ドル相場の水準が大きく変動しないよう管理しつつ、実効為替相場を低位安定に保つ為替相場政策を実施している。この両国は通貨バスケットを採用する代表的な国であるが、台湾はより国際競争力重視の為替相場政策を採用していると言える。また、タイも対ドル相場の安定よりも実効為替相場の安定を重視する典型的な国である。これらに対しマレーシアは異なる。マレーシアは期間の前半、対ドル（対元）安定を優先させたが、2005年の中国の為替改革後2015年にかけて他のアジア諸国と同様実効為替相場安定に軸足を移す為替相場政策をとった。しかし、2015年第3四半期あたりからマレーシアリングは大きく下落し、それとともに実効為替相場も大きく低下している。

さらに、月次データにおいて対ドル為替相場と実効為替相場のボラティリティを比較したものが表1である。この表から円と比較した場合、東アジア4カ国通貨はボラティリティが著しく低くなっており、Low-frequency レベルにおいても為替相場の管理を行っていたことが分かる。さらにいずれの国においても実効為替相場の値が対ドル相場よりも小さくなっていることから、Pontine, Rajan が指摘するように、これらの国ではLow-frequency レベルにおいては対ドルよりも実効相場レベルにおける安定性

を重視していたと言える。ただし台湾の場合は、他国に比べ相対的に対ドル安定性を重視した為替相場政策を採用している。また、マレーシアは期間の前半は完全なドルペッグ制度、後半は急激な変動に特徴づけられるため、期間を通じた平均値はあまり意味を持たない。そこで中間期間である2005年6月から2015年4月における値を計算した（表1のカッコ内）。これによると、同期間マレーシアはタイとはほぼ同一の為替相場管理を実践していたことが分かる。

表1 各国通貨の対ドル及び実効為替相場のボラティリティ（2000年－2017年2月）

	日本	シンガポール	台湾	タイ	マレーシア
対ドル相場	2.37	1.23	1.18	1.54	1.49 (1.50)
実効為替相場	2.29	0.59	0.91	1.08	1.23 (1.06)

以上の分析から、2000年以降、東アジアは自国通貨の管理を放棄したわけではないことは明らかである。厳格な対ドルペッグからの離脱は変動相場制への段階的移行の始まりを直ちに意味するわけではない。それは、為替相場管理の異なる形態への移行として位置づけることが出来る。High-frequency Dollar Pegging のもとでの、実効相場レベルにおける Low-frequency Stabilization が為替相場管理の基本政策であった。

4 人民元の変動と為替相場政策

東アジア為替相場政策に大きな影響を及ぼしつつあるのが人民元である。2005年7月に1ドル＝8.27元での固定相場を放棄した人民元は、人民銀行の管理下において連続的に1ドル＝6.8元まで切り上がった。その後2008年6月－2010年6月の世界金融混乱期に再び6.83元前後での固定相場に戻るが、2010年7月以降、再切り上げ過程に入り、人民元は2014年1月14日、1ドル＝6.04元まで上昇した。しかし、その後アメリカの利上げ観測などを背景とした新興国からの資金流出懸念が強まると元は下落しはじめ、今

日、1ドル=6.8元-6.9元前後で推移している。

東アジア諸国は人民元がドルにペッグされている間、自国通貨の対ドルペッグは同時に対元ペッグを意味するため、為替相場管理において対元相場を考慮する必要はなかった。東アジア通貨のドルペッグは同時に元ペッグでもあった。しかし、2005年以降元が変動し始めたことにより、アメリカを凌ぐ貿易相手国である中国人民元の動向は対ドル相場以上に自国通貨の実効為替相場に影響を与える。今日、人民元は中長期的な実効為替相場の安定的維持を基本とする東アジア諸国の為替相場政策に大きな影響を及ぼしていると考えられる。そこでシンガポール、台湾、タイ、マレーシア各国通貨と人民元との連動性を検証するために、Frankel and Wei (1994) モデルを用いて各国通貨の変動における主要国通貨のウェイトを検証した。検証モデルは以下のとおりであり、第三国通貨としてはスイスフランを用いた。

データはFRB データを使用した。

推計式

$$\Delta \log e^{ASI/3rd} = a_0 + a_1 \Delta \log e^{usd/3rd} + a_2 \Delta \log e^{jpy/3rd} + a_3 \Delta \log e^{eur/3rd} + a_4 \Delta \log e^{cny/3rd} + \varepsilon$$

$e^{ASI/3rd}$: 東アジア通貨対第三国通貨レート $e^{usd/3rd}$: 米ドル対第三国通貨レート

$e^{jpy/3rd}$: 日本円対第三国通貨レート $e^{eur/3rd}$: ユーロ対第三国通貨レート

$e^{cny/3rd}$: 人民元対第三国通貨レート ε : 誤差項

検証期間は人民元が再び変動し始めた2010年7月から2017年2月までで、人民元変動影響を見るためにサブサンプル期間として人民元の上昇期2010年7月-2014年1月と下落期2014年2月-2017年2月を設定した。また人民元を含まないドル、ユーロ、円の3通貨のみの検証結果も示した。表2-表4が結果で、上段が4通貨モデル、下段が3通貨モデルである。

検証結果は、2010年7月以降、東アジア4カ国では人民元を最も主要な為替相場管理対象通貨としていることを示している。特にマレーシアは、

表2 シンガポール

期間	定数項	ドル	円	ユーロ	元	R ²
2010: 7-2017: 02 (全期間)	0.00003	0.0799*	0.0615**	0.3266***	0.497***	0.82.
	-0.00003	0.5508***	0.0691***	0.3435***	-	0.81
2010: 07-2014: 1 (元高期)	-0.00001	0.1355	0.0542*	-0.3838***	0.4198***	0.80
	-0.00006	0.5456***	0.0549***	0.3950***	-	0.80
2014: 2-2017: 02 (元安期)	0.00005	0.0615***	0.0933***	0.2582***	0.5374***	0.83
	0.00028	0.5556***	0.1085***	0.2794***	-	0.82

(*** は 1 % 有意, ** は 5 % 有意, * は 10% 有意をそれぞれ表す。以下同様。)

表3 台湾

期間	定数項	ドル	円	ユーロ	元	R ²
2010: 7-2017: 02 (全期間)	-0.00004	0.2050***	0.0134	0.1375***	0.6159***	0.85.
	-0.00004	0.7885***	0.0228*	0.1585***	-	0.83
2010: 07-2014: 1 (元高期)	0.00001	0.3391***	0.0159	0.1750***	0.4826***	0.88
	-0.00048	0.8106***	0.0168	0.1833***	-	0.87
2014: 2-2017: 02 (元安期)	-0.00014	0.1402**	0.0169	0.1145***	0.6752***	0.82
	-0.00046	0.7610***	0.0360	0.1411***	-	0.80

表4 タイ

期間	定数項	ドル	円	ユーロ	元	R ²
2010: 7-2017: 02 (全期間)	0.00002	0.4826***	0.0335***	0.1585***	0.2933***	0.85.
	-0.00002	0.7605***	0.0379***	0.1685***	-	0.85
2010: 07-2014: 1 (元高期)	0.00006	0.4431***	0.0336**	0.1978***	0.3001***	0.82
	0.00002	0.7363***	0.0341**	0.2058***	-	0.82
2014: 2-2017: 02 (元安期)	-0.00005	0.5034***	0.0517***	0.1068***	0.3074***	0.89
	0.00003	0.7860***	0.0605***	0.1189***	-	0.88

元の係数が0.9を上回っていることから、High-frequency レベルにおいては事実上の Renminbi Pegging を実践していると言える。またシンガポールも元を含んだ 4 通貨モデルではドルの有意性は失われ、元に最も高い係

表5 マレーシア

期間	定数項	ドル	円	ユーロ	元	R ²
2010: 7 – 2017: 02 (全期間)	0.00019	0.0134	−0.0845***	0.1168***	0.9088***	0.69.
	0.00019	0.8745***	−0.0707***	0.1478***	−	0.66
2010: 07 – 2014: 1 (元高期)	0.00017	−0.0812	−0.0582**	0.2048***	0.9456***	0.74
	0.00005	0.8425***	−0.0566**	0.2300***	−	0.72
2014: 2 – 2017: 02 (元安期)	0.00024	0.0657	−0.0817**	0.0340***	0.9067***	0.64
	0.00037	0.8992***	0.0561	0.0697	−	0.61

数（0.5）が有意に検出される。検証結果はシンガポールが2010年以降、およそ元50%，ユーロ30%，円10%未満程度のウエイトを基準とした為替相場管理を行ってきたことを示している。台湾も同様に元が為替相場政策においてもっとも影響力のある通貨となっているが、台湾においてはドルに有意性が検出される一方、円に有意性は認められない。台湾ではおよそ元50%～60%，ドル20%前後，ユーロ15%程度を基本として為替相場管理が行われたものと思われる。また、台湾では元の係数が元高期0.48，元安期0.67と大きく異なっており，一方それに応じてドルの係数がそれぞれ0.33から0.14へと大きく低下していることから，同国では実効為替相場の低位安定を目的としたウエイトの調整が行われている可能性があることを示唆している。これらに対し，タイでは同様に元の係数に0.3の有意性が検出されることから，タイの為替相場管理においても元の動向が大きな影響を与えていることが分かるが，期間を通じて最も大きな値を示しているのはドルである。タイではドル，円，ユーロ，元のすべての通貨において期間を通じて有意な影響力が観察される。タイは近年，最も厳格な通貨バスケット制に基づく実効為替相場の安定化政策を実行しているということができよう。検証結果から，今日東アジア地域における為替相場政策は，High-frequency Dollar Pegging を基軸とする為替相場管理から，人民元を基軸とした中長期的管理にシフトしたと判断することができる。東アジア通貨の元リンクは，2014年2月以降の元安期のみならず，2010年7月に始

まる元高期においても観察されるため、この現象は対外競争力確保のための一時的なものではなく、長期的継続性を持つと考えられる⁵⁾。

おわりに

東アジア諸国は厳格なドルペッグ制離脱後も外国為替市場への介入を継続し、為替相場の変動に影響を与えてきた。為替相場管理の基本は、対ドル相場の短期的ボラティリティを抑制するとともに、実効為替相場で図った自国通貨価値を競争力ある水準に維持することであった。ドルペッグ制度の崩壊により東アジア地域は変動相場制へと単線的に向かった訳ではなく、管理の目的が対ドル安定から実効相場安定へと移行したに過ぎない。こうした状況に今後大きな変化を及ぼす可能性があるのが人民元である。人民元の対ドル相場変動を受け、東アジア諸国では人民元の変動に自国通貨を連動する為替相場政策を採用し始めた。今日、東アジア諸国の為替相場管理においてドルの役割は相対化されたといえる。国による差異はあるものの、2010年以降最も為替相場政策に大きな影響を与えている通貨は元であり、ドルはユーロと同程度、大きく離れて円が続く。日本を除く東アジアは自由変動相場制地域ではなく、事実上3通貨を基軸とする通貨バスケット制度地域に収斂しつつある。

注視すべき点は、中長期的に、東アジア地域が自由変動相場制ではなく、今日のマレーシアに見られるようにさらに人民元への依存を強め、事実上のRenminbi Peggingに向かう可能性である。今後さらに元の対ドル変動幅が拡大した場合においても、東アジア地域の貿易、金融取引の多くがドル建てである現状を考えると、各国が自国通貨の対ドル安定性を直ちに放棄することは考えられない。しかし、東アジア各国のドル建て債務の縮小、民間取引次元における元の自由化（国際化）、為替変動リスクへの対応能力の向上等、今日、ドル離れを加速する要件は進展しつつある。

通貨の使用には慣性が働くとされる。これは一度ある通貨が国際通貨として使用された場合、過去において当該通貨を国際通貨ならしめた諸要件

が失われた後も、当該通貨は利便性の観点から国際通貨として機能し続けることを言う。しかし、この法則は、逆に一度他の通貨の利用が臨界点を超えた場合、通貨の乗り換えが加速的に生ずることを含意する。円もかつて東アジア各国の通貨管理において30%程度の影響力を示した時期があった。しかし、影響力の程度は現在の元よりも圧倒的に小さく、また長期円高期には縮小するという不安定性を持っていた。元は、円の水準をすでに超えている。公的レベルにおける対元相場の安定化と民間レベルにおける元の国際化とが相乗的効果をもって加速する可能性は否定できない。

注

- 1) 例えばタイは為替相場管理の目的を次のように規定している。

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. (Bank of Thailand ホームページ “Exchange Rate and Effective Exchange rates” 参照)

- 2) McKinnon and Schnabl はこの観点から中国も含め東アジア地域全体におけるドルベッグ制度を提唱する。
- 3) Calvo and Reinhart (2002) は、東アジア地域を含む39か国を対象に、多くの途上国、新興国は制度上の分類にかかわらず為替市場への介入や金利操作によって自国通貨の変動を抑制する行動をとっていると指摘した。彼らは、こうした通貨当局の行動を Fear of Floating と呼び、為替相場制度の二極化論を批判した。世界経済は完全なフロート制かハードベッグの2極化に向かって進んではおらず、為替相場政策においては裁量性が支配的であると主張した。

- 4) ただし, Klyuey and Dao は特定国通貨 (ドル・円・元) に対しても, 通貨バスケットに対しても特定の為替相場水準をターゲットとした為替相場管理はしていないと主張した。またスムーzingの程度に関してもアジア通貨危機後には顕著に低下し, 世界経済危機後にもそれほど明瞭ではないものの低下していると指摘する。Fear of Appreciation 論の他の文献としては Pontines and Rajan (2011), Pontines and Siregar (2012a), Levy, Sturzenegger and Gluzmann (2013) などがある。一方, Fear of Appreciation 論を批判する研究として Kim, Kim and Wang (2009) がある。彼らは韓国, インドネシア, タイはオーストラリアと同水準の為替相場の柔軟性を達成しているとして Fear of Floating を否定した。5) 清水 (2015/2016) は2005年以降の元変動期を含む期間について分析し, 東アジア諸国は元を基軸とした為替政策に移行しつつあると指摘した。そのうえで円と元を中心とした域内通貨協調体制の構築を提唱している。また Pontines and Siregar (2012b) は東アジア諸国の Fear of Appreciation はドルのみならず, 元に対しても実践されていると指摘した。

参 考 文 献

- Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics* 117 (2002): 379-408.
- Frankel, Jeffrey and Shang-Jin Wei, "Yen Block or Dollar Block? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies," in Takatoshi Ito and Anne O. Krueger eds., *Macroeconomic Linkages: Savings, Exchange Rates and Capital Flows*, Chicago (1994): 295-329.
- Kim, Soyoung, Sunghyun Kim and Yunjong Wang, "Fear of Floating in East Asia," *Pacific Economic Review* 14-2 (2009): 176-193.
- Klyuev, Vladimir and To-Nhu Dao, "Evolution of Exchange Rate and Behavior in the ASEAN-5 Countries," *IMF Working Paper*/16/165 (2016).
- Levy Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger, "Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words," *European Economic Review* 49 (2005): 1603-1635.
- , "Fear of Appreciation," *Policy Research Working Paper* 4387 (2007).
- Levy Yeyati, Eduardo, Federico Sturzenegger and Pablo Gluzmann, "Fear of Appreciation," *Journal of Development Economics* 101 (2013): 233-247.
- McKinnon, Ronald and Gunther Schnabl, "The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating and Original Sin," *Review of Development Economics* 8-3 (2004): 331-360.
- Pontines, Victor and Ramkishan Rajan, "Foreign exchange market intervention and reserve accumulation in emerging Asia: Is there evidence of fear of appreciation?,"

- Economic Letters* 111 (2011): 252-255.
- Pontines, Victor and Reza Siregar, "Exchange Rate Asymmetry and Flexible Exchange rates under Inflation Targeting Regimes: Evidence from Four East and Southeast Asian Countries," *Review of International Economics* 20-5 (2012a): 893-908.
- , "Fear of Appreciation in East and Southeast Asia: Role of the Chinese Renminbi," *Journal of Asian Economics* 23 (2012b): 324-334.
- 清水順子 「アジア通貨の動向と展望」『THE KEIZAI SEMINAR』 DECEMBER 2015/ JANUARY 2016 34-39ページ.