

## 新興諸国の通貨制度と経済の安定性： インフレ目標の効果に焦点を当てて\*1

福田 慎一\*2

### 要 約

新興国経済がもつ潜在的な成長力は、先進国経済のそれを大きく上回る。その一方、多くの新興国は、依然としてその経済基盤が脆弱で、これまでもしばしば深刻な危機に見舞われてきた。このため、多くの新興国では、自国通貨に対する信認を高め、持続的な成長を実現することが大きなテーマであった。本稿では、2000年代後半以降の新興国を対象として、通貨制度のあり方が「経済成長率」、「為替レートの減価率」、「インフレ率」という3つのマクロ経済パフォーマンスにいかなる影響を与えていたかを、変動相場制や固定相場制といった伝統的な通貨制度だけでなく、インフレ目標や為替アンカーの効果を比較検討することによって分析した。分析の結果、固定相場制や為替アンカーは、為替レートの減価やインフレ率の上昇を抑える効果があった一方で経済成長を低下させる傾向があったことが明らかになった。一方、インフレ目標は、変動相場制と同様に、経済成長を低下させなかっただけでなく、変動相場制とは異なり、為替レートの減価やインフレ率の上昇を抑える効果があった。この結果は、近年新興国で増えつつあるインフレ目標採用国は、変動相場制採用国と同様に金融政策に自由度を持たせることで高い経済成長を実現すると同時に、インフレ目標にコミットすることによって変動相場制採用国よりも安定したインフレ率を実現してきた可能性があることを示している。ただし、インフレ目標を導入した直後の効果に限定した場合、インフレ目標には成長促進効果はあったものの、インフレ抑制効果はそれほど大きくないことが示唆された。また、インフレ目標による短期的な変動（ボラティリティ）の抑制効果も、成長率に関してはある程度見られたものの、為替レートやインフレ率に関してはさほど有意には観察されなかった。

キーワード：新興国経済、通貨制度、インフレ目標

JEL classification：F30, F31, F33, E42

## I. はじめに

21世紀に入り、多くの新興国は目覚ましい経済成長を遂げ、その世界経済におけるプレゼンスは飛躍的に高まった。今日、新興国経済がもつ潜在的な成長力は、先進国経済のそれを大

\*1 本稿をまとめるにあたっては、河合正弘教授をはじめ、財務総合政策研究所における論文計画報告会および論文検討会議の参加者から大変有益なコメントをいただいた。

\*2 東京大学大学院経済学研究科教授・東京大学先端科学技術研究センター教授

大きく上回る。その一方、多くの新興国は、依然としてその経済基盤が脆弱で、これまでもしばしば深刻な危機に見舞われてきた。とくに、新興国は、伝統的に国際的な資金フローに対して脆弱な構造を持ってきた。これは、新興国が海外から資金調達を行う際、自国通貨建てでなく米ドル建ての借入れや債券発行を余儀無くされるという「原罪 (original sin)」と呼ばれる問題が存在していたからである。対外債務が米ドル建てである場合、米ドルが強くなれば、それに応じて米ドル建ての債務が膨張する。他方、国内向けの債権は、自国通貨建てであるため、米ドル高になっても価値が増加しない。この通貨のミスマッチが、米ドルの増価に対して新興国経済を脆弱にしてきたといえる（福田 (2019) など、フィナンシャル・レビュー〈特集〉「国際資本移動と新興国経済」平成 31 年 (2019 年) 第 2 号 (通巻第 137 号) を参照)。

そうしたなか、多くの新興国ではいかに自国通貨に対する「信認」を高め、安定的な経済成長を実現するかが重要な課題となってきた。政府には、通貨を過大に供給することでインフレを起し、それによって一時的に成長率を高めると同時に、シニョレッジ (通貨発行益) を増やそうとするインセンティブ (誘因) がある。しかし、政府がそのような短期的な利益を過度に追求すると、中長期的にはインフレや為替レート減価が常態化し、経済成長率が低下することで、深刻な危機を招く恐れがある。このため、多くの新興国では、いかに自国通貨に対する信認を高め、持続的な成長を実現するかが大きなテーマであった。

新興国が自国通貨に対する信認を高めるために伝統的に採られてきた手段の 1 つが、自国通貨の為替レートを米ドルなど「信認」の高い外国通貨に固定することであった (Rogoff (1985))。とくに、カレンシーボード制やドル化など「為替レートのハードなペッグ」は、自国政府による通貨供給量のコントロールを事実上不可能にすることによって政府の信認を高め、経済の不安定化を未然に防ぐ手段としていくつかの新興国で採用されてき

た。しかし、このような手段は、国際資本移動が自由である限り、政府が本来持つ政策手段の 1 つである「金融政策」が不可能になるという「トリレンマ」につながる。とくに、グローバル化した国際経済のなかで、米国の金融政策が新興国経済に大きな影響を及ぼすようになってきた (Rey (2016), Tillmann (2016), Fukuda and Tanaka (2017), Kolasa and Wesolowski (2020))。このため、為替レートのハードなペッグを採用することは、インフレの高騰を防ぐうえでは有効である一方で、GDP など実体経済の過度な変動を安定化させる上ではむしろマイナスではないかという懸念が存在してきた。

このような懸念が広がるなかで近年注目が高まっている代替的な手段が、新興国における「インフレ目標」の採用である。インフレ目標は、政府があらかじめ公表したインフレ率 (あるいはその変動範囲) にコミットすることによって、自国通貨に対する信認を高めると同時に、金融政策の自由度を一定程度残すことによって経済変動の安定化も目指すものである (Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001), Corbo, Landerretche, and Schmidt-Hebbel (2002))。インフレ目標は、当初ニュージーランドや英国などいくつかの先進国で始められたが、近年では新興国でも採用される国が増加している。経済基盤が脆弱な新興国においては、政府が仮にインフレ目標を設定したとしても、必要な経済環境が整っていない場合、その目標をどれだけ達成できるかに関しては難しい面がないわけではない (Mishkin (2000, 2004), Fraga, Goldfajn, and Minella (2004), Freedman and Ötoker-Robe (2010))。しかし、当初は目標を每期厳格に達成することが求められた「インフレ目標」に関しては、近年、数年タームの中期的な目標という位置づけが望ましいとの見方が一般的になっている。このため、新興国においても、インフレ目標を採用することによって、中期的な物価の安定を図るだけでなく、そのときどきの経済状況を踏まえながら金融政策を行うことで、GDP など実体経済の変動を安定化することも同時にできるのでは

ないかとの期待も広がっている（Amato and Gerlach (2002), Roger (2006), Gonçalves and Salles (2008), Ha, Kose, and Ohnsorge (2019)）。

そこで本稿では、2000年代後半以降の新興国経済を対象として、通貨制度のあり方がその経済の安定化に与えた影響を、変動相場制や固定相場制といった伝統的な通貨制度だけでなく、インフレ目標や為替アンカーの効果を比較検討することによって分析する。2000年代後半以降、新興国経済は3つの大きな外的ショックに見舞われた。第1は、2008年秋のリーマンショックに端を発する世界金融危機である。危機の発生源は米国であったが、その余波は新興国にも波及し、2009年には多くの国々でマイナス成長が記録された。第2は、米国の量的緩和政策に伴う新興国からの資金流出や中国株式の大幅下落（チャイナ・ショック）の波及である。これらショックが発生した2015年前後には、いくつかの新興国で経済危機が発生した。第3は、2020年春以降の新型コロナウイルス感染症のパンデミックである。パンデミックは先進国にも大きなマイナス成長をもたらしたが、先進国

と比べて医療体制が脆弱な新興国では、その影響はより深刻であった。分析では、これら大きな負のショックが発生した期間を含むパネルデータを用いて、通貨制度の違いが「経済成長率」、「為替レートの減価率」、「インフレ率」という3つのマクロ経済パフォーマンスに異なる違いを与えていたかを検証する。

新興国がインフレ目標を設定することが経済の安定化にいかにかに寄与するかは、これまでも幅広い研究が行われてきた。初期の研究では、インフレ目標の効果に懐疑的な論文も少なくなかったが、近年では肯定的な結果も増えてきている。しかし、多数の新興国を対象としたインフレ目標の効果に関しては、まだ十分なコンセンサスが形成されているとはいえない。また、その効果は、どのマクロ経済指標に注目するかによっても評価が異なる（Agarwal and Ghosh (2021)）。このため、最新のデータを使って、さまざまなマクロ経済指標に対する効果を多数の新興国を対象として改めて検証することの意義は大きいといえる。

## II. 新興国の通貨制度

かつて為替レート制度は、「変動相場制」と「固定相場制」の二分法で議論されることが多かった。しかし、新興国経済では、真に自由な変動相場制が採用されている国はほとんどなく、制度上は「変動相場制」であると公表している国でもしばしば外国為替市場への介入が行われ、為替レートを純粋な市場メカニズムで決定しない「管理された変動相場制」を採用する国が大半である。また、「固定相場制」を採用している国でも、カレンシーボード制（国内通貨発行の上限を保有する外貨準備残高に合わせて準備通貨と自国通貨の為替レートを固定する制度）のような厳格な固定相場制を採用する国がある一方で、クロー

リングベッグ制（ある程度変動幅を許容する固定相場制）を採用する国やバスケットベッグ制（複数の通貨バスケットの価値の変動に合わせて自国通貨を調整する制度）を採用する国々が存在する。さらに、新興国のなかには、自国固有の法定通貨を持たず、米ドルなど自国以外の通貨を法定通貨として流通させる「ドル化」を行っている国もある。

より大きな問題は、制度上は変動相場制（*de jure flexible exchange rate regime*）を採用する新興国のなかには、実質上は固定相場制（*de facto fixed exchange rate regime*）を採用している国が少なくないことである（Reinhart and

Rogoff (2004))。これは、経済基盤が脆弱な新興国では、為替レートを市場メカニズムによって自由に決定する場合、投機 (speculative attack) や資本逃避 (capital flight) によって為替レートが乱高下し、国内経済に大きな混乱を生み出すリスクがあるからである。このため、制度上は変動相場制を採る新興国であっても、為替レートの過度な変動を恐れ (fear of floating), 実質的な固定相場制を採用する国が伝統的に多かった (Reinhart and Calvo (2002) および von Hagen and Zhou (2006) を参照)。

経済基盤が脆弱な新興国では、自国通貨の「信認」を高めるという観点から「固定相場制」を採用する国は少なくない。とりわけ、「為替アンカー」は自国通貨を信認が高い通貨に固定することで新興国経済を安定化させると考えられてきた。しかし、固定相場制を採用する国では、国際的な資本移動が存在する限り、金融政策の自由度がなくなり、景気の調整が困難になるという「トリレンマ」が生まれる。もちろん、ある程度為替レートの変動幅を許容するクローリングベッグ制や平価の変更を許容するアジャスタブル・ベッグ制を採用する場合、固定相場制の下でも、金融政策の自由度は残る。しかし、このような「固定相場制」は、為替投機によって崩壊するリスクが大きい。このため、新興国は、投機や資本逃避を防ぐため、金融政策の自由度をなくし、自国通貨を信認が高い通貨に強力に固定する「ハードな固定相場制」を採用せざるを得ないことが実情であった。

そうしたなかで、近年では、インフレ目標を設定することで、変動相場制のもとで経済の安定を図る新興国が増えている。変動相場制のもとでインフレ目標を採用する場合、自国通貨の「信認」を維持しつつ、金融政策による景気の調整を行える可能性が高まる。ただ、インフレ目標を採用する場合でも、変動相場制である限り、為替アンカーの場合とは異なり、投機や資

本逃避による為替の暴落とそれによる経済の混乱が発生するリスクはある。このため、インフレ目標を採用することがどれだけ新興国経済の安定につながってきたかに関しては十分な検証が必要である。

以下では、表1に示された新興国97か国を対象として、安定した経済成長を実現する上でどのような通貨制度が望ましいかを、IMFのAnnual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)が行っている通貨制度に関する分類にもとづいて検証する<sup>1)</sup>。IMF・AREAERの分類の大きな特徴は、各国が公表している通貨制度 (“de jure exchange rate regime”)ではなく、各国が実質上採用していると考えられる通貨制度 (“de facto exchange rate regime”) で通貨制度の分類を行っていることである (Habermeier, Kokenyne, Veyrune, and Anderson (2009))。また、為替レートの自由度の大きさに応じて表2のように通貨制度を分類するだけでなく、「インフレ目標」を採用している国であるかどうかや、特定の通貨に自国通貨をリンク (為替アンカー) させているかどうかに関する分類も行っている。

図1は、IMFのAREAERにもとづいて、インフレ目標と為替アンカーの採用国の数が、2010年から2020年にかけてどのように推移したかを、先進国36か国、新興国97か国、および後進国59か国についてそれぞれ示したものである (先進国 (Advanced), 新興国 (Emerging), および後進国 (LDC) の分類は世界銀行にもとづく)。図から、先進国でインフレ目標を、また後進国で為替アンカーをそれぞれ採用する国が多く、かつその傾向は全期間を通じて共通した傾向であることが読み取れる。一方、新興国に関しては、2010年では為替アンカーを採用する国の数がインフレ目標を採用する国の数の約3倍であった。しかし、新興国では、期間を通じて、

1) 新興国の分類は、IMFによる。AREAERでは、IMF加盟国と3つの経済地域 (香港、キュラソー島、シント・マルテン) に関して、為替レートと貿易のレジームを分類している。

為替アンカーを採用する国の数が減少し、インフレ目標を採用する国の数が増加した結果、2020年では為替アンカーを採用する国の数がインフレ目標を採用する国の数の約1.7倍にまで減少した。このことは、近年目覚ましい成長を遂げてきた新興国において、為替アンカーからインフレ目

表1 分析の対象とした「新興国」

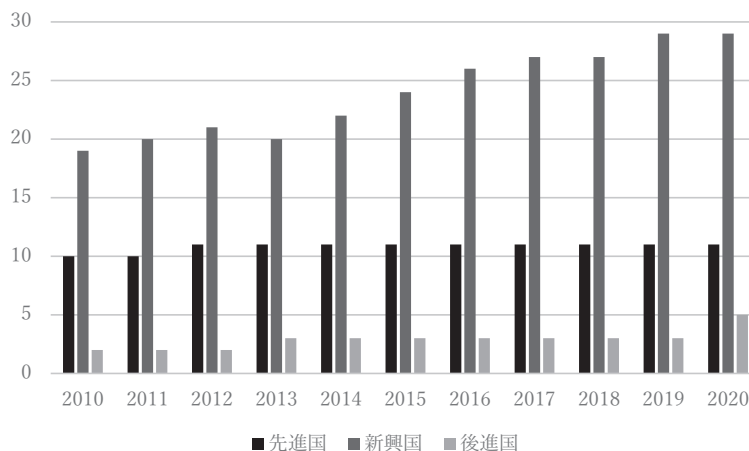
Albania	Fiji	Panama
Algeria	Gabon	Paraguay
Angola	Georgia	Peru
Antigua and Barbuda	Grenada	Philippines
Argentina	Guatemala	Poland
Armenia	Guyana	Qatar
Aruba	Hungary	Romania
Azerbaijan	India	Russia
Bahamas, The	Indonesia	Samoa
Bahrain	Iran, Islamic Republic of	Saudi Arabia
Barbados	Iraq	Serbia
Belarus	Jamaica	Seychelles
Belize	Jordan	South Africa
Bolivia	Kazakhstan	Sri Lanka
Bosnia and Herzegovina	Kosovo	St. Kitts and Nevis
Botswana	Kuwait	St. Lucia
Brazil	Lebanon	St. Vincent and the Grenadines
Brunei Darussalam	Libya	Suriname
Bulgaria	Malaysia	Syria
Cabo Verde	Maldives	Thailand
Chile	Marshall Islands	Tonga
China	Mauritius	Trinidad and Tobago
Colombia	Mexico	Tunisia
Costa Rica	Micronesia	Turkey
Croatia	Mongolia	Turkmenistan
Curaçao and Sint Maarten	Montenegro	Tuvalu
Dominica	Morocco	Ukraine
Dominican Republic	Namibia	United Arab Emirates
Ecuador	Nauru	Uruguay
Egypt	North Macedonia, Republic of	Vanuatu
El Salvador	Oman	Venezuela
Equatorial Guinea	Pakistan	
Eswatini	Palau	

表2 為替レートの自由度に応じた通貨制度の分類

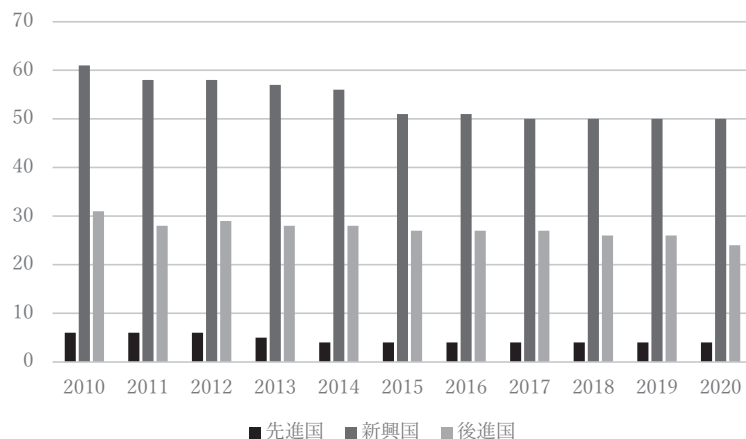
固定相場制	No separate legal tender
	Currency board
	Conventional peg
中間的な為替相場制	Crawling peg
	Crawl-like arrangement
	Pegged exchange rate within horizontal bands
	Other managed arrangement
変動相場制	Floating
	Free floating

図1 インフレ目標と為替アンカーの採用国の推移

(1) インフレ目標採用国数の推移



(2) 為替アンカー採用国の推移



(注) IMF の AREAER にもとづいて、筆者が作成。

標にスイッチする国が着実に増加していることを示している。

### Ⅲ. 予備的な分析

本節ではまず、世界銀行（World Bank）の World Development Indicators（WDI）を使って新興国（97 개국）の「経済成長率（real GDP growth[annual %]）」、「為替レート（Official exchange rate [LCU per US\$, period average]）の減価率」、「インフレ率（Inflation, consumer prices [annual %]）」の3つのマクロ経済指標に関して、新興国が採用する通貨制度（IMF の AREAER 分類）の違いがその経済パフォーマンスにいかなる違いを与えていたかに関する予備的な比較分析を行う<sup>2)</sup>。分析では、「変動相場制」と「固定相場制」という伝統的な分類に加えて、「インフレ目標」と「為替アンカー」という分類を通貨制度の一形態として用いた。

以下では、IMF の AREAER における“de facto fixed exchange rate regime”に関する表2の分類において free floating と floating のいずれかの場合に「変動相場制」に、また conventional peg, currency board と no separate legal tender のいずれかの場合に「固定相場制」に分類した。このため、緩やかな為替介入を含む国も「変動相場制」に含まれる一方、平価が稀に変更される可能性のある国も「固定相場制」に含まれる。一方、「インフレ目標」と「為替アンカー」の採用国は、いずれもすべて IMF が行った分類による。「インフレ目標」を採用する国は、「変動相場制」に分類される国が大半であるが、そのいくつかはより為替介入の度合いが大きい stabilized arrangement, crawling peg, crawl-like arrangement に分類される国々も含まれる。逆に、「変動相場制」に分類される国であっても「インフレ目標採用国」でない国が複数存

在している（Ebeke and Azangue (2015)）。また、「為替アンカー」を採用する国は、「固定相場制」に分類される国が大半であるが、いくつかの国々は緩やかな為替変動を許容する other managed arrangement に分類される国である。

図2から図4は、WDI を使って2005年から2021年における新興国の経済成長率、為替レートの減価率、インフレ率の推移を、変動相場制採用国の平均、固定相場制採用国の平均、インフレ目標採用国の平均、および為替アンカー採用国の平均として、それぞれ図示したものである。まず図2から、通貨制度の違いによって新興諸国の経済成長率がどのように異なるかを見てみると、変動相場制採用国やインフレ目標採用国の平均経済成長率が、固定相場制採用国や為替アンカー採用国の平均経済成長率を、ほとんどの年で上回っていたことが読み取れる。一方、平均経済成長率は、変動相場制採用国とインフレ目標採用国の間や固定相場制採用国と為替アンカー採用国の間では、いずれもほとんどの年で差がなかった。

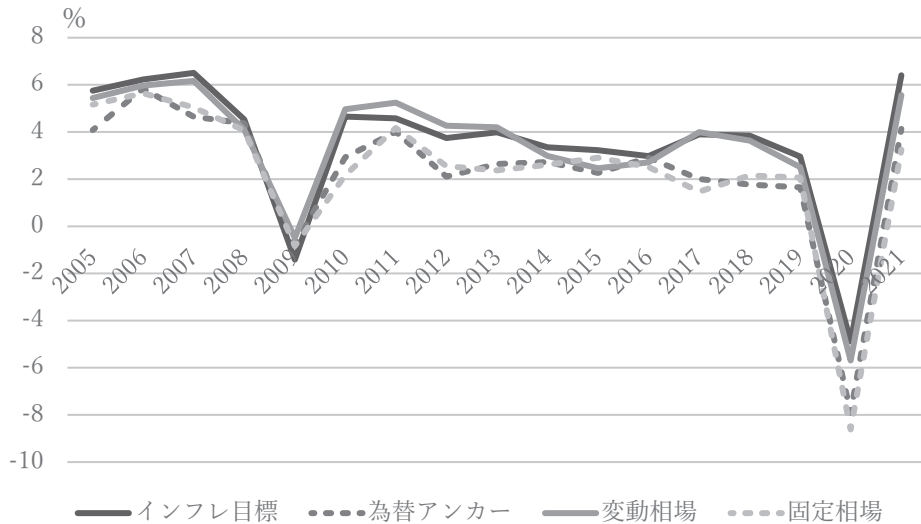
同様に、図3から、通貨制度の違いによって新興諸国の為替レートの減価率がどのように異なるかを見てみると、変動相場制採用国とインフレ目標採用国の間や固定相場制採用国と為替アンカー採用国の間では、それぞれ平均減価率がほとんどの年でほぼ同じであった。その一方で、変動相場制採用国やインフレ目標採用国が固定相場制採用国や為替アンカー採用国に比べて、平均的に為替レートを減価させる方向に大きく変化する傾向があっただけでなく、その乱高下も大きかったことが読み取れる。とくに、

2) データの制約から、以下の分析では、新興国97か国のうちいくつかはサンプルに含まれない場合がある。

世界金融危機があった2009年、米国の量的緩和政策縮小に伴う資本流出やチャイナ・ショックが発生した2015年、および新型コロナウイルス感染症のパンデミックが発生した2020年には、変動相場制採用国やインフレ目標採用国の為替レート

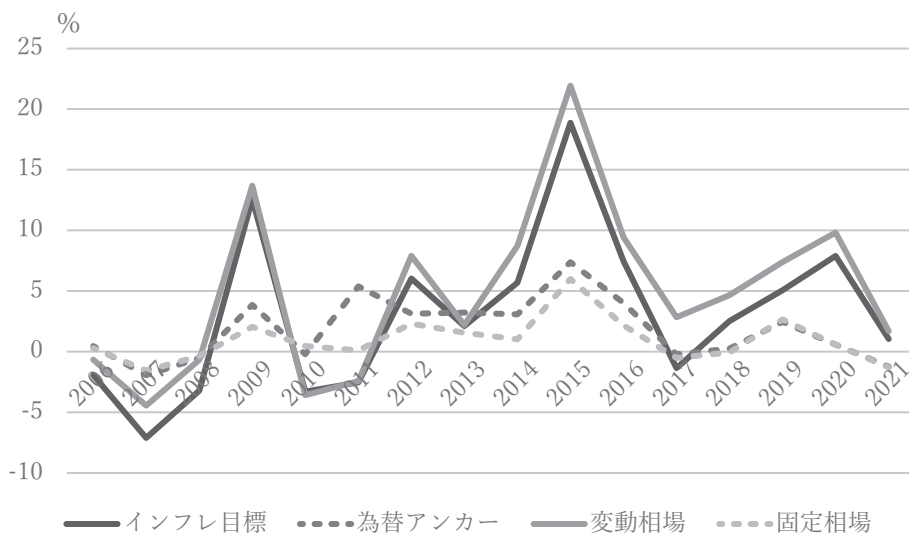
が平均的に大きく減価した。以上の結果は、金融政策に自由度がある変動相場制採用国やインフレ目標採用国が、金融政策に自由度がない固定相場制採用国や為替アンカー採用国よりも、為替レートの調整を許容することで、高い成長

図2 新興国（97か国）の経済成長率の推移



(注) AREAER および WDI にもとづいて、筆者が作成。

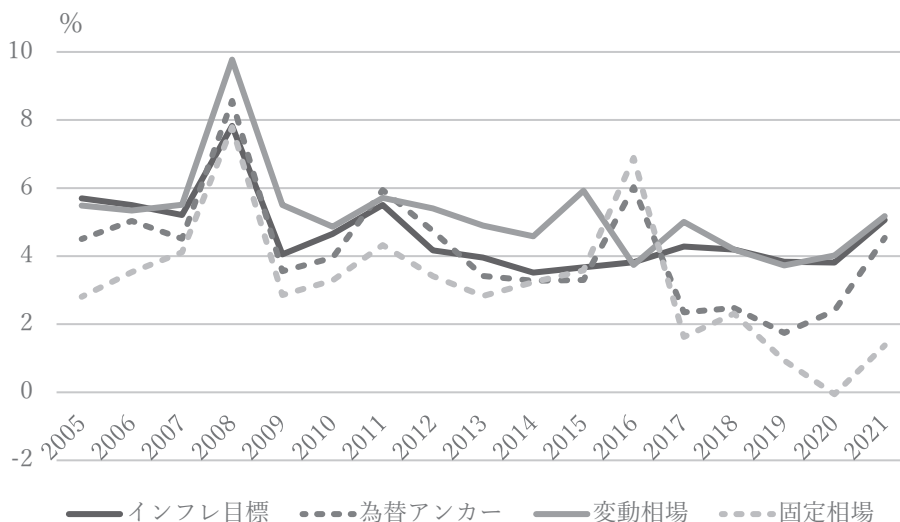
図3 新興国（97か国）の為替レートの減価率の推移



(注) AREAER および WDI にもとづいて、筆者が作成。



図4 新興国（97か国）のインフレ率の推移



(注) AREAER および WDI にもとづいて，筆者が作成。

率を実現できていた可能性を示唆している。

これに対して、図4から、通貨制度の違いによって新興諸国のインフレ率がどのように異なるかを見てみると、変動相場制採用国の平均が最も高く、固定相場制採用国の平均が最も低い傾向が観察される。一方、インフレ目標採用国と為替アンカー採用国を平均で比較すると、世界的に物価が低迷した2017年以降はインフレ目標採用国が為替アンカー採用国を大きく上回るものの、それ以外の年は大差がなかった。より注目すべき点は、インフレ目標採用国の平均が、変動相場制採用国の平均を2017年まではほとんどの年で大きく下回っただけでなく、他

のいずれの通貨制度の平均よりも時間を通じて最も安定していたことである。とくに、2016年は、固定相場制採用国と為替アンカー採用国のいずれも物価が高騰したが、インフレ目標採用国にはそのような物価の高騰は観察されなかった。以上の結果は、インフレ目標採用国は、変動相場制採用国と同様に金融政策や為替レートの変動に自由度を持たせることで高い経済成長を実現すると同時に、インフレ目標にコミットすることによって変動相場制採用国よりも安定したインフレ率を実現してきた可能性があることを示している。

#### IV. パネルデータによる分析

前節では、平均値のグラフを描くことで、新興国が採用する通貨制度の違いがその「経済成長率」、「為替レートの減価率」、「インフレ率」という3つのマクロ経済パフォーマンスにいか

なる違いを与えていたかに関する予備的な比較分析を行った。しかし、このような簡易な分析は、各マクロ経済変数に影響を与える他の要因をコントロールしたものでないため、見せかけ

の相関である可能性も否定できない。そこで本節では、前節の結果が、各マクロ経済変数に影響を与える他の要因をコントロールした場合でも依然として成立するかどうかを、パネル回帰分析を行うことによって検証する。

具体的には、データが利用可能な新興国の2006年から2021年のパネルデータを用いて、 $\Delta y_{j,t}/y_{j,t} \equiv$  一人当たり実質 GDP (per capita real GDP) の成長率 (annual %),  $\Delta EX_{j,t}/EX_{j,t} \equiv$  為替レート (Official exchange rate [LCU per US\$, period average]) の減価率, および  $\Delta P_{j,t}/P_{j,t} \equiv$  インフレ率 (Inflation, consumer prices [annual %]) それぞれを、通貨制度ダミー  $regime_{j,t}^i$  タイムダミー  $time_{T,t}$ , およびコントロール変数に回帰する以下の式を推計した。

$$\begin{aligned} \Delta y_{j,t}/y_{j,t} = & \text{定数項} + \sum_{i=1}^m a_i regime_{j,t}^i \\ & + \sum_{T=2006}^{2021} b_{y,t} time_{T,t} \\ & + \sum_{k=1}^{n_1} c_k X_{j,t}^k, \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \Delta EX_{j,t}/EX_{j,t} = & \text{定数項} + \sum_{i=1}^m d_i regime_{j,t}^i \\ & + \sum_{T=2006}^{2021} b_{ex,t} time_{T,t} \\ & + \sum_{h=1}^{n_2} e_h X_{j,t}^h, \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \Delta P_{j,t}/P_{j,t} = & \text{定数項} + \sum_{i=1}^m f_i regime_{j,t}^i \\ & + \sum_{T=2006}^{2021} b_{p,t} time_{T,t} \\ & + \sum_{l=1}^{n_3} g_l X_{j,t}^l. \end{aligned} \quad (3)$$

ここで、 $regime_{j,t}^i$  は  $t$  期において  $j$  国の通貨制度が  $i$  (= 変動相場制, インフレ目標, 固定相場制, または為替アンカー) であった場合に 1, そうでない場合に 0 をとるダミー変数である。 $time_{T,t}$  は  $t = T$  の場合に 1, そうでない場合に 0 をとるダミー変数である。

(1) 式では、コントロール変数  $X_{j,t}^k$  として、前期の一人当たり GDP (GDP per capita, PPP [constant 2017 international \$]), 前期の貯蓄率 (Adjusted savings: gross savings [% of

GNI]), 人口成長率 (Population growth [annual %]), 生産年齢人口比 (Population ages 15-64 [% of total population]), 貿易量の対 GDP 比 (Sum of exports and imports of goods and services [% of GDP]), 国内向け直接投資の対 GDP 比 (Foreign direct investment, net inflows [% of GDP]), 対外債務の対 GNI 比 (External debt stocks [% of GNI]), 前期の為替レートの減価率を用いた。

一方、(2) 式では、コントロール変数  $X_{j,t}^h$  として、前期の貨幣供給量の増加率 (Broad money growth [annual %]), 前期のインフレ率, 前期の一人当たり GDP (GDP per capita, PPP [constant 2017 international \$]), 前期の実質 GDP の成長率 (annual %), 生産年齢人口比 (Population ages 15-64 [% of total population]), 対外債務の対 GNI 比 (External debt stocks [% of GNI]) を含めた。

また、(3) 式では、コントロール変数  $X_{j,t}^l$  として、前期の貨幣供給量の増加率 (Broad money growth [annual %]), 前期の為替レートの減価率, 前期の実質 GDP の成長率 (annual %), 生産年齢人口比 (Population ages 15-64 [% of total population]), 対外債務の対 GNI 比 (External debt stocks [% of GNI]) を用いた。

これらコントロール変数は、すべて WDI からダウンロードした。ただし、いくつかの新興国でデータの欠損値があったため、データはアンバランス・パネルとなっている。なお、分析では、各年に発生したグローバルなショックの影響をコントロールするため、いずれの式においても説明変数にタイムダミー  $time_{T,t}$  を含めた推計を行った。

## V. 推計結果

表 3 は、一人当たり GDP (per capita GDP) の成長率に与える影響に関する推計結果をまと

表3 一人当たり GDP の成長率に与える影響

	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値
定数項	2.452	9.29***	2.685	1.20	1.840	8.49***	1.577	0.69
インフレ目標ダミー	0.392	1.10	0.279	0.90	1.155	2.78***	1.012	2.71***
為替アンカー・ダミー	-1.747	-5.71***	-1.402	-4.24***				
変動相場ダミー					-0.185	-0.45	-0.502	-1.40
固定相場ダミー					-1.226	-4.34***	-0.721	-2.09**
一人当たり GDP			0.000	-1.68*			0.000	-2.02**
貯蓄率			0.096	7.64***			0.099	7.84***
人口成長率			-0.862	-7.00***			-0.910	-7.28***
生産年齢人口比			-0.024	-0.69			-0.006	-0.18
貿易量の対 GDP 比			0.000	-0.08			-0.006	-1.19
国内向け直接投資			0.100	3.47***			0.096	3.25***
対外債務の対 GNI 比			0.005	1.27			0.006	1.56
為替レートの減価率			-0.042	-3.60***			-0.034	-2.86***
自由度調整済 R <sup>2</sup>	0.306		0.510		0.299		0.501	
サンプル数	1,504		782		1,498		782.00	

（注） \*\*\*=1%有意, \*\*=5%有意, \*=10%有意。

めたものである。表は、コントロール変数を含めない推計と含めた推計の結果を示している。まずコントロール変数を加えた場合、前期の一人当たり GDP と人口成長率が有意なマイナスのインパクトを持つ一方、前期の貯蓄率は有意なプラスのインパクトが観察された。この結果は、ソローモデルなど標準的な新古典派経済成長モデルと整合的なものである。また、対外要因では、国内向け直接投資の対 GDP 比が有意なプラスのインパクトを持った一方、前期の為替レートの減価率は有意なマイナスのインパクトを持った。対外取引にオープンな新興国は成長率が高い傾向にある一方で、資本逃避（capital flight）によって生じやすい為替レートの減価は成長にはむしろマイナスであることを示している。

より重要な結果は、コントロール変数の有無にかかわらず、固定相場制ダミーや為替アンカー・ダミーは有意なマイナスのインパクトを持ったことである。定数項はプラスであるので、この結果は、金融政策に自由度がない固定相場制採用国や為替アンカー採用国ではプラス成長を抑制する傾向があったことを示唆している。

一方、変動相場制ダミーやインフレ目標ダミーでは、このような有意なマイナスの効果は観察されない。とくに、インフレ目標ダミーでは、有意なプラスの効果も観察されるケースもあった。このことは、インフレ目標採用国では成長率が逆に高まった可能性があることを示している。

表4は、為替レートの減価率に与える影響に関する推計結果をまとめたものである。表3と同様に、コントロール変数を含めない推計と含めた推計の結果を示している。まずコントロール変数を加えた場合、前期のインフレ率、前期の貨幣供給量の増加率、および前期の一人当たり GDP は有意に為替を減価させる傾向があるのに対して、前期の GDP の成長率や生産年齢人口比は有意に為替を増価させる傾向があることが観察された。為替レートは、物価が上昇する国で減価する傾向があると同時に、高成長の国では増価する傾向があることを示唆している。ただし、コントロール変数の有無にかかわらず、定数項は有意にプラスで、新興国では平均的に為替レートが減価する傾向にあったことを示している。

一方、通貨制度に関するダミー変数は、固定

表4 為替レートの減価率に与える影響

	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値
定数項	7.208	9.31***	8.667	1.92*	5.972	9.55***	9.923	2.21***
インフレ目標ダミー	-3.906	-3.73***	-0.979	-1.24	-5.199	-4.31***	-2.703	-2.93***
為替アンカー・ダミー	-5.016	-5.59***	-1.387	-1.82*				
変動相場ダミー					2.861	2.42**	2.990	3.35***
固定相場ダミー					-5.043	-6.15***	-0.891	-1.13
貨幣供給量の増加率			0.082	2.85**			0.088	3.06***
インフレ率			0.588	9.40***			0.566	8.88***
一人当たり GDP			0.000	3.61***			0.000	3.75***
GDP 成長率			-0.287	-3.80***			-0.279	-3.71***
生産年齢人口比			-0.158	-2.17**			-0.189	-2.59***
対外債務の対 GNI 比			-0.005	-0.67			-0.007	-0.99
自由度調整済 R <sup>2</sup>	0.079		0.323		0.094		0.330	
サンプル数	1,500		910		1,494		908	

(注) \*\*\*=1%有意, \*\*=5%有意, \*=10%有意。

相場制ダミーと為替アンカー・ダミーがマイナスの符号をとった。とくに、これらのダミーは、コントロール変数を含めない場合に有意であった。この結果は、固定相場制採用国や為替アンカー採用国ではマクロ経済変数が内生的に調整されることで為替の減価が緩和される傾向があったことを示している。これに対して、変動相場制ダミーは、有意なプラスの符号をとった。このことは、インフレ目標を持たない変動相場制では、金融政策に自由度があることで為替レートがより大きく減価する傾向があったことを示唆している。より興味深い結果は、インフレ目標ダミーが、多くの場合、有意なマイナスの符号をとったことである。このことは、同じ変動相場制採用国であっても、インフレ目標を持たない国とは異なり、インフレ目標採用国では自国通貨の「信認」を維持することで為替レートの減価を防ぐことができたことを示唆している。インフレ目標は、固定相場制や為替アンカーのような成長率の低下を伴うことなく、為替レートの減価を防ぐことができていた可能性を示唆するものである。

表5は、インフレ率に与える影響に関する推計結果をまとめたものである。表3や表4と同

様に、コントロール変数を含めない推計と含めた推計の結果を示している。まずコントロール変数を加えた場合、前期の貨幣供給量の増加率と前期の為替レートの減価率が有意にインフレ率を高める傾向が観察された一方で、前期のGDPの成長率と生産年齢人口比は有意にインフレ率を低下させる傾向が観察された。これらの結果は、貨幣数量説や輸入物価など標準的なマクロ経済のメカニズムが新興国のインフレ率でも働いていることを示唆する。ただし、コントロール変数の有無にかかわらず、定数項は有意にプラスで、新興国では平均的にインフレが発生する傾向にあったことを示している。

一方、通貨制度に関するダミー変数の影響をみると、新興国では通貨制度の違いもインフレ率に有意な違いをもたらしている可能性があることがわかる。すなわち、コントロール変数の有無にかかわらず、固定相場制ダミーや為替アンカー・ダミーが有意にインフレ率を低下させる傾向が観察されただけでなく、インフレ目標ダミーも有意にインフレ率を低下させる傾向が観察された。その一方で、変動相場制ダミーは有意でないか、有意であった場合はプラスの値であった。この結果は、固定相場制や為替アン

表5 インフレ率に与える影響

	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値
定数項	7.583	11.84***	10.220	5.01***	7.765	14.91***	11.335	5.65***
インフレ目標ダミー	-2.934	-3.44***	-1.773	-4.66***	-3.092	-3.14***	-2.183	-4.94***
為替アンカー・ダミー	-2.737	-3.67***	-2.147	-5.87***				
変動相場ダミー					-0.054	-0.06	0.834	1.90*
固定相場ダミー					-4.027	-5.89***	-2.828	-7.60***
貨幣供給量の増加率			0.163	12.19***			0.158	11.98***
為替レートの減価率			0.130	12.83***			0.121	12.13***
GDP 成長率			-0.106	-2.83***			-0.109	-2.98**
生産年齢人口比			-0.088	-2.84***			-0.109	-3.56***
対外債務の対 GNI 比			0.001	0.16			0.002	0.54
自由度調整済 R <sup>2</sup>	0.026		0.406		0.042		0.429	
サンプル数	1,389		910		1,387		908	

(注) \*\*\*=1%有意, \*\*=5%有意, \*=10%有意。

カーだけでなく、インフレ目標がインフレ率の上昇を抑える効果があった一方で、変動相場制ではそのような効果はないことを示唆している。インフレ目標採用国は、変動相場制採用国と同様に金融政策に自由度を持たせることで高

い経済成長を実現すると同時に、インフレ目標にコミットすることによって変動相場制採用国よりも安定したインフレ率を実現してきたことを示している。

## VI. 国の固定効果を考慮したケース

前節では、(1)-(3)式の推計を行い、インフレ目標採用国は、変動相場制採用国と同様に高い経済成長を実現すると同時に、インフレ目標にコミットすることによって変動相場制採用国よりも安定したインフレ率を実現してきたことを示した。本節では、国の固定効果を含めた推計でも、その結果が頑健であるかどうかを確認する。このような固定効果モデルは、パネルデータ分析では一般的である。しかし、国の固定効果を含めて推計を行った場合、期間を通じて通貨制度の変更がない国の影響は、通貨制度ダミーの推計結果には反映されなくなるという問題が生まれる。実際、多くの国では通貨制度が時間を通じて変更されることはない。した

がって、国の固定効果を含めた推計では、期間中に通貨制度が変更されどく例外的な国の影響のみを反映することになる点には留意が必要である。

表6から表8は、一人当たりGDPの成長率、為替レートの減価率、インフレ率それぞれを被説明変数にした場合の推計結果をまとめたものである。すべてコントロール変数を含めた推計の結果を示している。国の固定効果を含めた点を除けば、推計式および推計方法はこれまでと全く同じである。このため、コントロール変数の影響は、統計的に有意性に違いがあることを除けば、国の固定効果を含めない推計結果とほぼ同じであった。これに対して、いくつかの通

表6 一人当たり GDP の成長率に与える影響：国の固定効果を含めたケース

定数項	推計値 t 値		推計値 t 値	
定数項	10.646	1.38	11.115	1.48
インフレ目標ダミー	1.224	2.00***	1.561	2.42**
為替アンカー・ダミー	0.533	0.82		
変動相場ダミー			-0.751	-1.80*
固定相場ダミー			1.069	0.84
一人当たり GDP	-0.001	-5.20***	-0.001	-5.28***
貯蓄率	0.136	5.12***	0.136	5.14***
人口成長率	-0.607	-2.36**	-0.621	-2.43**
生産年齢人口比	-0.152	-1.43	-0.160	-1.54
貿易量の対 GDP 比	0.067	5.78***	0.067	5.88***
国内向け直接投資	0.092	2.78***	0.090	2.72***
対外債務の対 GNI 比	-0.006	-0.84	-0.004	-0.57
為替レートの減価率	-0.040	-3.23***	-0.039	-3.14***
自由度調整済 R <sup>2</sup>	0.585		0.586	
サンプル数	782		782	

(注) \*\*\*=1%有意, \*\*=5%有意, \*=10%有意。

表7 為替レートの減価率に与える影響：国の固定効果を含めたケース

定数項	推計値 t 値		推計値 t 値	
定数項	-27.140	-1.56	-26.756	-1.55
インフレ目標ダミー	-1.406	-0.84	-3.033	-1.73*
為替アンカー・ダミー	-3.564	-2.20**		
変動相場ダミー			3.889	3.40***
固定相場ダミー			0.926	0.37
貨幣供給量の増加率	0.033	1.09	0.039	1.28
インフレ率	0.281	3.66***	0.289	3.78***
一人当たり GDP	0.001	3.90***	0.001	3.67***
GDP 成長率	-0.353	-4.26***	-0.343	-4.15***
生産年齢人口比	0.295	1.19	0.264	1.09
対外債務の対 GNI 比	-0.013	-1.17	-0.014	-1.34
自由度調整済 R <sup>2</sup>	0.344		0.348	
サンプル数	910		908	

(注) \*\*\*=1%有意, \*\*=5%有意, \*=10%有意。

表8 インフレ率に与える影響：国の固定効果を含めたケース

定数項	推計値 t 値		推計値 t 値	
定数項	5.105	0.77	4.720	0.70
インフレ目標ダミー	-1.054	-1.42	-1.412	-1.81***
為替アンカー・ダミー	-0.928	-1.32		
変動相場ダミー			0.874	1.72*
固定相場ダミー			0.241	0.22
貨幣供給量の増加率	0.076	5.70***	0.077	5.80***
為替レートの減価率	0.095	9.51***	0.094	9.39***
GDP 成長率	-0.055	-1.57	-0.056	-1.58
生産年齢人口比	-0.002	-0.02	-0.006	-0.06
対外債務の対 GNI 比	-0.001	-0.27	-0.002	-0.39
自由度調整済 R <sup>2</sup>	0.554		0.554	
サンプル数	910		908	

(注) \*\*\*=1%有意, \*\*=5%有意, \*=10%有意。

貨制度ダミーは、国の固定効果を含めた場合、大きく異なることがあった。

表6の一人当たりGDPの成長率に与える影響では、国の固定効果を含めた場合、インフレ目標ダミーがより有意で値の大きいプラスの値をとった一方で、為替アンカー・ダミーや固定相場制ダミーの有意なマイナスの効果は消滅し、有意ではないがプラスの符号が検出された。また、変動相場制ダミーでは、限界的に有意なマイナスの符号が検出された。この結果は、新興国の通貨制度の変更は成長率に大きな変化をもたらさなかった一方、新たにインフレ目標を採用した新興国では成長率の上昇が見られたことを示唆するものである。

これに対して、表7の為替レートの減価率に与える影響では、国の固定効果を含めた場合、為替アンカー・ダミーは有意にマイナス、変動

相場制ダミーは有意にプラスという結果は変わらなかった。しかし、固定相場制ダミーは統計的に有意な符号が検出されず、またインフレ目標ダミーもその統計的有意性が大きく低下した。この結果は、新興国がインフレ目標を新たに採用した場合、為替レートの減価を抑制する効果は限定的であったことを示唆するものである。

また、表8のインフレ率に与える影響では、国の固定効果を含めた場合、通貨制度ダミーの効果は、固定相場ダミーを除けば固定効果を含めない場合と符号条件は同じであったが、いずれも統計的な有意性は大きく低下した。インフレ目標、為替アンカー、および固定相場制がもつインフレ抑制効果は、その制度が採用された直後はそれほど有意ではないことを示唆するものといえる。

## Ⅶ. ボラティリティへの影響

これまでの節では、3つのマクロ経済指標「経済成長率」、「為替レートの減価率」、「インフレ率」を用いて、採用する通貨制度が新興国のマクロ経済パフォーマンスにいかなる違いをもたらしたかを分析した。ただ、マクロ経済パフォーマンスという点では、3つのマクロ経済指標自体ではなく、それらの短期的な変動（ボラティリティ）を表す標準偏差も、重要な指標と考えられる。なぜなら、それらの短期的な変動が大きいことは、マクロ経済が不安定で不確実性が高いことを意味するからである。そこで、本節では、「経済成長率」、「為替レートの減価率」、「インフレ率」の標準偏差を経済パフォーマンスの指標として、新興国が採用する通貨制度がそれら指標にいかなる違いをもたらしたかを分析する。

分析では、IMF, *International Financial Statistics* の季節調整済の鉱工業生産指数、対

ドル為替レート、消費者物価指数の月次データを用いてそれぞれの月次変化率を計算し、その前年7月から翌年6月までの標準偏差を、各年のそれぞれのマクロ経済指標の「ボラティリティ」と定義した。そのうえで、各標準偏差を通貨制度ダミー  $regime_{j,t}^i$ 、タイムダミー  $time_{T,t}$ 、およびコントロール変数に回帰する以下の式を推計した。

$$STD(\Delta y_{j,t}/y_{j,t}) = \text{定数項} + \sum_{i=1}^m a_i regime_{j,t}^i + \sum_{T=2006}^{2021} \beta_{y,t} time_{T,t} + \sum_{k=1}^{n_1} \gamma_k X_{j,t}^k, \quad (4)$$

$$STD(\Delta EX_{j,t}/EX_{j,t}) = \text{定数項} + \sum_{i=1}^m \delta_i regime_{j,t}^i + \sum_{T=2006}^{2021} \beta_{ex,t} time_{T,t} + \sum_{k=1}^{n_2} \epsilon_k X_{j,t}^k, \quad (5)$$

$$STD(\Delta P_{j,t}/P_{j,t}) = \text{定数項} + \sum_{i=1}^m \varphi_i regime_{j,t}^i + \sum_{T=2006}^{2021} \beta_{p,t} time_{T,t} + \sum_{l=1}^{n_3} \theta_l X_{j,t}^l. \quad (6)$$

ここで、 $STD(\cdot)$  は、各変数の標準偏差であ

ることを表す。

(4), (5), (6) 式は,  $y_{j,t}$  を鉱工業生産指数とし, 被説明変数を各変数の標準偏差とした以外は, それぞれ (1), (2), (3) 式と同じものである。ただし, 推計で有意性が非常に小さいコントロール変数は, (4), (5), (6) 式の推計から除いた。また, 推計は, コントロール変数を含まないケースと含んだケースに関して, それぞれ国の固定効果を含まずに行った。

表9から表11は, 3つのマクロ経済指標それぞれの標準偏差を被説明変数にした場合の推計結果をまとめたものである。まず, 鉱工業生産指数の変化率の標準偏差を被説明変数とした場合, コントロール変数の有無にかかわらず, 為替アンカー・ダミーや固定相場制ダミーは有意なプラスのインパクトを持った(表9)。この結果は, 金融政策に自由度がない固定相場制採用国や為替アンカー採用国では, 成長が抑制されるだけでなく, その短期的な変動(ボラティリティ)が高い傾向があったことを示唆している。一方, インフレ目標ダミーでは, このような有意なプラスの効果(ボラティリティを高める効果)は観察されなかった。このことは, インフレ目標採用国では成長率が高いだけでなく, その短期的な変動(ボラティリティ)は高くない傾向があることを示している。

一方, 為替レートの減価率の標準偏差を被説明変数とした場合, コントロール変数を含まない推計で為替アンカー・ダミーが有意なマイナスのインパクトを持った一方で, コントロール変数を含んだ推計でインフレ目標ダミーや変動相場制ダミーがプラスのインパクトを持つ傾向があった(表10)。この結果は, 為替アンカー採用国では, 為替の減価が抑制されるだけでなく, その短期的な変動(ボラティリティ)も低い傾向があったことを示唆している。一方, インフレ目標採用国では, 変動相場制採用国とは異なり, 為替の減価が抑制される傾向があったものの, 為替の短期的な変動(ボラティリティ)は逆に大きかった可能性があることを示している。

最後に, インフレ率の標準偏差を被説明変数とした場合, コントロール変数を含むか含まないかにかかわらず, インフレ目標ダミーはマイナスの符号をとったが, 統計的な有意性は高くなかった。また, 他のいずれの通貨制度に関するダミー変数も有意なインパクトは観察されなかった(表11)。この結果は, 固定相場制, 為替アンカー, およびインフレ目標のいずれかを採用する国々では, インフレ率が抑制される傾向にあった一方で, これらの国々でもインフレ率の短期的な変動(ボラティリティ)が抑制される効果は限定的であったことを示唆している。

## VIII. おわりに

本稿では, 2000年代後半以降の新興国97か国を対象として, 通貨制度のあり方が「経済成長率」, 「為替レートの減価率」, 「インフレ率」という3つのマクロ経済パフォーマンスに及ぼす影響を与えていたかを, 変動相場制や固定相場制といった伝統的な通貨制度だけでなく, インフレ目標や為替アンカーの効果と比較検討することによって分析した。分析の結果, 固定相場制や為替アンカーは, 為替レートの減価や

インフレ率の上昇を抑える効果があった一方で経済成長を低下させる傾向があったことが明らかになった。一方, インフレ目標は, 変動相場制と同様に, 経済成長を低下させる傾向がなかっただけでなく, 変動相場制とは異なり, 為替レートの減価やインフレ率の上昇を抑える効果があった。この結果は, インフレ目標採用国は, 変動相場制採用国と同様に金融政策に自由度を持たせることで高い経済成長を実現すると



表9 鉱工業生産指数の成長率のボラティリティに与える影響

	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値
定数項	0.023	5.41***	0.184	2.99***	0.022	6.38***	0.172	2.84***
インフレ目標ダミー	0.003	0.60	-0.004	-0.82	-0.002	-0.29	-0.013	-2.04**
為替アンカー・ダミー	0.023	4.51***	0.011	1.75*				
変動相場ダミー					0.006	1.04	0.013	2.08**
固定相場ダミー					0.032	6.65***	0.012	2.01**
貯蓄率			-0.001	-1.44			-0.001	-1.95*
生産年齢人口比			-0.002	-2.68***			-0.002	-2.49**
貿易量の対 GDP 比			0.000	-1.82*			0.000	-1.23
国内向け直接投資			0.002	3.94***			0.002	3.76***
対外債務の対 GNI 比			0.000	2.62***			0.000	2.21**
自由度調整済 R <sup>2</sup>	0.289		0.495		0.346		0.504	
サンプル数	264		200		264		200	

(注) \*\*\*=1%有意, \*\*=5%有意, \*=10%有意。

表10 為替レートの減価率のボラティリティに与える影響

	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値
定数項	1.776	2.21**	0.030	2.35**	1.323	1.98**	0.032	2.49**
インフレ目標ダミー	-1.781	-1.64	0.008	3.41***	-0.476	-0.38	0.002	0.62
為替アンカー・ダミー	-1.730	-1.84*	-0.003	-1.22				
変動相場ダミー					-0.990	-0.80	0.011	4.34***
固定相場ダミー					-1.326	-1.52	0.001	0.63
貨幣供給量の増加率			0.000	3.30***			0.000	3.64***
インフレ率			0.001	6.15***			0.001	6.00***
一人当たり GDP			0.000	3.70***			0.000	3.89***
GDP 成長率			-0.001	-3.47***			-0.001	-3.23***
生産年齢人口比			0.000	-1.62			0.000	-1.99**
対外債務の対 GNI 比			0.000	-2.33**			0.000	-2.94***
自由度調整済 R <sup>2</sup>	0.001		0.165		0.000		0.180	
サンプル数	1,455		909		1,453		907	

(注) \*\*\*=1%有意, \*\*=5%有意, \*=10%有意。

表11 インフレ率のボラティリティに与える影響

	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値
定数項	0.011	8.04***	0.012	7.88***	0.011	10.17***	0.012	9.75***
インフレ目標ダミー	-0.003	-1.62	-0.003	-1.94*	-0.003	-1.35	-0.003	-1.36
為替アンカー・ダミー	-0.001	-0.50	-0.001	-0.70				
変動相場ダミー					-0.001	-0.36	-0.001	-0.65
固定相場ダミー					-0.002	-1.33	-0.002	-1.52
為替減価率			0.000	1.89*			0.000	1.76*
GDP 成長率			0.000	-2.28**			0.000	-2.37**
自由度調整済 R <sup>2</sup>	0.184		0.177		0.184		0.177	
サンプル数	1,305		1,287		1,301		1,287	

(注) \*\*\*=1%有意, \*\*=5%有意, \*=10%有意。

同時に、インフレ目標にコミットすることによって変動相場制採用国よりも安定したインフレ率を実現してきたことを示している。ただし、国の固定効果を含めた推計結果をみる限り、インフレ目標によるインフレ抑制効果は、インフレ目標を導入した直後はそれほど大きくない可能性がある。また、インフレ目標による短期的な変動（ボラティリティ）の抑制効果も、成長率に関してはある程度見られたものの、為替レートやインフレ率に関しては有意には観察されなかった。

2000年代に入り、多くの新興国では、外的なショックに耐えられるように、さまざまな構造改革が行われた。その結果、原罪がもたらす問題が顕在化するリスクは以前ほど深刻ではないとの指摘もなされつつある。しかし、2000年代に入って新興国を巻き込んだ金融のグローバル化が一層進行し、新興国への資金流入や新

興国からの資金流出がかつてない規模で発生するようになった結果、新興国が直面する危機へのリスクは必ずしも小さくなっていない。世界経済では今後も、金融資本市場が拡大することに伴って、多様な投資家が新興国への投資を増加させ、先進国から新興国への資本フローは大きく拡大すると考えられる。その一方で、そのような新興国への資本フローはちょっとしたきっかけで逆流し、新興国経済を不安定化させる新たなリスク要因となるとの懸念がある。そうしたなか、新興国経済をいかに安定させ、持続的な成長を実現することが大きなテーマである。今後も、変動相場制や固定相場制といった伝統的な通貨制度だけでなく、インフレ目標や為替アンカーの効果を比較検討することで、新興国の広義の通貨制度のあり方に関する理解を深めていくことが重要といえる。

## 参 考 文 献

- 福田慎一（2019）「異次元の金融政策と新興国経済」『フィナンシャル・レビュー』2019年第2号（通巻第137号），pp. 4-22
- Agarwal, V., and T. Ghosh (2021), “Is Inflation Targeting Successful in Emerging Economies?” in W.A. Barnett and B.S. Sergi (eds), *Recent Developments in Asian Economics*, Chapter 8, pp. 143-155
- Amatoa, J.D., and S. Gerlach (2002), “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons after a decade”, *European Economic Review*, Volume 46, Issues 4-5, pp. 781-790
- Corbo, V., Landerretche, O. and Schmidt-Hebbel, K. (2002), “Does Inflation Targeting Make a Difference?”, in N. O. Loayza and R. Soto (eds), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, edition 1, volume 5, chapter 5, pages 221-270, Central bank of Chile
- Ebeke, C., and A.F. Azangue (2015), “Inflation Targeting and Exchange Rate Regimes in Emerging Markets,” IMF Working Paper, WP/15/228.
- Fraga, A., I. Goldfajn, and A. Minella (2004), “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”, *NBER Macroeconomics Annual 2003*, Volume 18
- Freedman, C., and I. Ötoker-Robe (2010), “Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies”, IMF Working Paper, WP/10/113
- Fukuda, S., and M. Tanaka (2017), “The Impacts of Emerging Asia on Global Financial Markets”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Volume 53, pp. 2725-2743
- Gonçalves, C.E.S., and J M. Salles (2008), “Inflation Targeting in Emerging Economies: What do the data say?”, *Journal*

- of Development Economics*, 85, pp. 312-318
- Ha, J., M.A. Kose, and F. Ohnsorge, (eds) (2019), *Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers, and Policies*, The World Bank.
- Habermeier, K., A. Kokenyne, R. Veyrune, and H. Anderson (2009), “Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements”, IMF Working Paper, WP/09/211
- Kolasa, M., and G. Wesołowski (2020), “International Spillovers of Quantitative Easing”, *Journal of International Economics*, Volume 126, Article 103330
- Mishkin, F.S. (2000), “Inflation Targeting in Emerging-Market Countries.”, *American Economic Review*, 90(2), pp. 105-109
- Mishkin, F.S. (2004), “Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?”, NBER Working Paper No. 10646
- Mishkin, F.S. and Schmidt-Hebbel, K. (2001), “One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?”, NBER Working Paper No. 8397
- Reinhart, C., and Calvo, G. (2002), “Fear of Floating”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 379-408
- Reinhart, C., and K. Rogoff (2004), “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No. 1, pp. 1-48
- Rey, H. (2016), “International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma”, *IMF Economic Review*, Volume 64, Issue 1, pp. 6-35
- Roger, S. (2006), “An Overview of Inflation Targeting in Emerging Market Economies”, Bank of Thailand International Symposium 2006, Challenges to Inflation Targeting in Emerging Countries on 13-14 November 2006.
- Rogoff, K. (1985), “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 4, pp. 1169-1189
- Tillmann, P. (2016), “Unconventional Monetary Policy and the Spillovers to Emerging Markets”, *Journal of International Money and Finance*, 66, pp. 136-156
- von Hagen, J., and J. Zhou (2006), “Fear of Floating and “Fear of Pegging: An Empirical Analysis of De Facto Exchange Rate Regimes in Developing Countries”, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 5530.