

# IEO

Independent Evaluation Office  
of the International Monetary Fund  
国際通貨基金 独立評価機関

評価報告書

## 為替相場政策に関する IMFの助言

調査結果と提言

2007



# 国際通貨基金

## 独立評価機関(IEO)

### 為替レート政策に対する IMF の助言

— 調査結果と提言 —

2007年5月

本概要報告書は、高木信二(Shinji Takagi) とジョン・ヒックリン(John Hicklin) を長とする I E O チームによって執筆され、トーマス・A・バーンズ(Thomas A. Bernes)によって承認された。チームの中心メンバーは、ニルス・ビョルクステン(Nils Bjorksten)、マリアノ・コルテス(Mariano Cortes)、インゴ・フェンダー(Ingo Fender)、エミリー・クー(Emily Ku)、ハリム・クーカー(Halim Kucur)、アレン・スタック(Allen Stack) であり、加えて、オズレム・アーパック(Ozlem Arpac)、マーカス・バーント(Markus Berndt)、ラミヤ・ゴッシュ(Ramya Ghosh)、ハビエル・ハマン(Javier Hamann)、マーチン・カウフマン(Martin Kaufman)、スティーブ・ケイジ・ムガーワ(Steve Kayizzi-Mugerwa)、ロクサナ・ペドラグリオ(Roxana Pedraglio)、デービッド・ペレッツ(David Peretz)、ジョアンヌ・サロップ(Joanne Salop)、リザ・シレガー(Reza Siregar)、スコット・スタンドレー(Scott Standley) もレポートの作成に貢献した。ジャック・ボアマン(Jack Boorman)、スコット・クラーク(Scott Clark)、ジェフリー・フランケル(Jeffrey Frankel)、カルロス・マサド(Carlos Massad)、エドウィン・トルーマン(Edwin Truman) は、本評価の全体的な顧問をつとめた。事務的なサポートは、アネット・カニザレス(Annette Canizares)、アルン・バトナガー(Arun Bhatnagar)、ジャンネット・アベレラ(Jeanette Abellera)が担当した。

IMF のスタッフ、マネジメント及び理事会からの返答を含む同報告書の全文は、インターネットの [http://www.ieo-imf.org/eval/complete/eval\\_05172007.html](http://www.ieo-imf.org/eval/complete/eval_05172007.html) を参照されたい。

ジョン・ヒックリン(John Hicklin)をはじめ、チームメンバーで IMF に在籍していたため利害相反の恐れがある者は、以前関わった国についての評価作業および最終判断に関与していない。



## 概要

国際通貨基金（IMF）は、IMF 協定と 1997 年の理事会決定により、国際通貨制度と加盟国の為替相場政策に関する監視（サーベイランス）をおこなう義務を負っている。本評価が投げかける最大の問いは、1999～2005 年の期間において、IMF がこのもっとも重要な責務を果たしたかどうかである。主要な結論を述べると、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はなかった。

IMF がその核心的な義務を十分に果たせなかった理由は、複雑で多岐にわたる。そのいくつかを挙げると、(1) 為替サーベイランスにおける IMF の役割が理解されていない、(2) 加盟国が為替サーベイランスに対する義務を理解しておらず、それを果たすことにコミットしていない、(3) サーベイランスですべての国が公平に取り扱われていないという強い印象が一部の国にある、(4) 正副専務理事と理事会が、為替レートに関わる諸問題に関して、質の高い分析と政策助言を奨励するための十分な指導とインセンティブを与えていない、(5) 効果的な政策対話が（すべての国ではないが）一部の国と持たれていない、などである。

本報告書には、この結論を裏付ける根拠が、他の主要な結論とともに示されている。IEO チームは、IMF による分析と政策助言の質および加盟国当局者との政策対話の実効性を評価するため、評価対象期間の最後 2 回（2005 年末まで）の「4 条協議」関連資料を全加盟国について調べ、さらに、そのうち 30 ヶ国については、すべての内部資料および理事会資料を全期間にわたり分析した。加えて、全 IMF スタッフおよび全加盟国の当局者のアンケート調査をおこない、一部加盟国の当局者、市場関係者、学識経験者、IMF 理事（あるいはその代理）、数十人の IMF 職員を面接した。

本報告書はいくつかの詳細な提言を述べているが、それらの提言を受け入れるならば、IMF は、質と実効性の両面で、その為替サーベイランスを大きく改善できるであろう。これらの提言を実行に移すには、IMF スタッフ、正副専務理事、理事会、加盟国当局者の絶対的なコミットメントとサポートが必要とされる。それなくして、持続的な改善が可能だとは思われない。

IEO は評価作業を通して、IMF スタッフによる優れた分析を数多く目にし、献身的で優秀なスタッフチームを多く知ることができた。このような人的資源こそが、今後の改善を可能とする基盤となりうるのである。

## 結論と提言

### 主要な結論

1. 評価対象期間（1999～2005年）において、IMFは、為替サーベイランスに対する責任を果たすことにおいて、必要なだけ効果的でなかった。この判断は、IMFスタッフの献身的で熱心な努力を否定するものでも、本報告書で取り上げられた多くの問題が本質的に複雑であり、専門的な合意が欠如していることを無視するものでもない。しかし、国際協力を促進することにおけるサーベイランスの実効性は、究極的には、（時とともに大きく変わってきた）時代の主要な問題に焦点を置き、個別的であれ、集合的であれ、加盟国と効果的な対話に入れるかどうかを決めるIMFの技量に左右される。すべての国について明白であるわけではないが、本評価でわかったことは、これら両面に重大な欠点があり、IMFの主要な業務における「実効性のギャップ」として現れていることである。先進工業国に対して低下したIMFの影響力は、主要な新興市場国、さらには他の加盟国に対しても低下する危険がある。このような進展は腐食的であり、IMFスタッフ、加盟国の中にシニシズムを生み、すべての加盟国が公平に取り扱われていないという認識によって強められる。本報告書で明らかにされた欠点に正しく対処せず、より多くの加盟国が政策に関する助言と支援をIMF以外の機関に求めるようになると、将来、IMFの責務執行能力に深刻な意味を持つかもしれない。

#### A. 「ゲームのルール」とスタッフに対するガイダンス

### 結論

2. 為替サーベイランスに関する「ゲームのルール」が、IMFにとっても、加盟国にとっても不明確である。この曖昧さは、ある程度、1977年の理事会決定で得られた合意の性格が複雑であり、その後、その合意を重要事項について具体的なガイダンスとして言い換えることができなかつたことの反映なのかもしれない。それでも、問題の核心は、IMFが全加盟国に適切に関わることができてない点にある。IMFスタッフは、責務をより効果的に遂行するために、加盟国の関心事によりすばやく反応すると同時に、より率直でなければならない。また、正副専務理事（マネジメント）と理事会のより積極的なサポートを必要とする。

3. IMFスタッフに対する実務上のガイダンスが、十分に明白でない（場合によっては、存在しない）。たとえば、為替制度および相場水準を評価しなければならないという義務は、あまり具体的ではない。本評価は、以下2つの優先事項を確認した。

a) **制度の安定性。** IMF は、国際通貨制度を監督するという責任を負っているが、このトピックを理事会が最後に検討したのは1999年であった。つまり、加盟各国によって選択された現行為替制度（と相場水準）が国際通貨制度の安定を確保する最善の方法であるかどうか、最近の理事会審査は判断を下してない。したがって、個々の国における政策助言の指針となる最新の枠組みは存在しない。そのような理事会が開かれていたならば、たとえば、公共および民間部門における資産残高の大きなシフトの一部として、外貨準備の大規模な蓄積が国際通貨制度の働きと安定性にどれほどの影響を与えているのかなど考慮できたであろう。

b) **中間的な為替制度における介入とその限界**

- **介入。** 新興市場国や発展途上国は、大規模な資本（または公的援助や資源輸出収入）が流入する状況下、いかに金融—またはインフレーションをコントロールできるかなど、複数のチャレンジに取り組んできた。名目為替レートの増価を許容すれば金融のコントロールは容易になるが、輸出や経済成長に悪影響を与えかねない。このトレードオフには不十分な関心しか払われてこなかった。たとえば、介入を財政措置や資本規制の調整といった他の政策と合わせておこなうことによって、実質為替レートの増価を防げることはできないという仮定をどれだけ長い期間にわたり修正できるのか分析することもできた。
- **外貨準備の蓄積（より一般的には、公共部門による対外純資産の蓄積）の限界。** 1990年代の金融危機の直後、外貨準備を最小適正水準まで回復させるためのガイダンスが作成されたが、何を持って適切な上限とするのか、また何故そうなのかについて、理事会は十分なガイダンスを作成しなかった。

4. マネジメントは、加盟国当局者と効果的な政策対話を持つことに対して、十分な焦点と関心を与えなかった。スタッフと当局者の議論は、ほとんどの場合、おおむね双方向かつ有益であったと見られたが、多くの国の当局者がより高い付加価値を求めていたことも明白となった。

a) **政策対話の実効性は、スタッフチームが十分な専門知識と経験を持ち合わせていなかったため、損なわれるケースもあった。** 金融市場や外国為替市場に関する専門知識は、各国特有の状況を踏まえつつ、多国的経験によって補完される必要があった。加えて、マネジメントは、（たとえば為替制度の変更に関する）スタッフの一般的な助言がかならず実行能力の整

備に関わる判断に基づいていなければならない（そうした側面に関しては、*技術的な助言が必要に応じて与えられるが*）ことを、十分に明白にしなかった。

- b) IMF は、然るべき政策決定者に付加価値のある助言を与えることに有利な立場にいつも置かれていたわけではない。為替政策は、それが政策の論点であるとき、閣僚や政府指導者の関心をしばしば要求する。政策助言において効果的であるためには、通常の議論が持たれる実務レベルのみならず、最高の政治レベルで意見を伝えることにも熟練していなければならない。このレベルで意見交換するには、特別な技術、マネジメントの関与、意思決定プロセス（また影響力を持つための伝達方法）をよく理解することが必要である。政策助言は、多忙な大臣を説得できる形で（すなわち極めて簡潔かつ明瞭に）、口頭でも、文書でも伝えられなければならない。

## 提言

5. IMF および加盟国の「ゲームのルール」を明らかにせよ。サーベイランスの新しい取り組みに関する議論が進行しているが、その重要な目標はサーベイランスの基本的目的を再確認することである。この中心となるのは、加盟国および IMF に課せられる、個々の国の政策（為替政策や為替レートに影響を与える他の施策を含む）が他国に与える影響を考慮するという要件である。しかし、妥当性や実効性は法制化できない。核心は、法的枠組みが何であれ、その中で加盟国が協力するための信頼と意欲を確保することにある。

6. 主要な分析的問題について、**実際的なガイダンスを作成せよ**。このガイダンスは、最新の研究と多国的経験に基づくもので、IMF が加盟国すべてを公平に取り扱う助けとなる。2つの優先課題は、以下の通り。

- a) **制度の安定性**。理事会は、選択された為替制度の組合せ、世界的な流動性の状態などを考慮しつつ、個々の為替制度および個々の為替相場からなる制度全体に関する政策的検討を定期的におこなうべきである。そこから得られる結論は、個別の国におけるガイダンスを裏付ける新たな枠組みを提供する。
- b) **介入とその限界**。国ごとに異なる状況があり、為替レートに異なる役割が割り当てられていることを考え、スタッフへのガイダンスを策定するためのインプットとして、4条協議の際、外貨準備（あるいは公的対外純資産残高）を将来どれほど蓄積するつもりなのか、またその理由が何であるのか、当局者に尋ねることも考えられる。それを踏まえ、提示された蓄積



額の範囲やそれを設定した理由に関して政策議論を持つことができよう。そうした議論は、今後の議論の出発点となる。ガイダンスにはさまざまな考慮が反映されようが、それには、外貨準備需要の予備的動機、資源輸出収入の異時点間貯蓄、金融調整および競争力にかかわる潜在的な問題、世界経済の不均衡調整に対する含蓄などが含まれるであろう。

7. マネジメントは、各国当局者と効果的な政策対話を持つことを確かにするため、これまで以上の関心を払うべきである。この課題には、正しい政策助言を策定するのと同等の重要度が与えられるべきである。
- a) マネジメントは、みずから関与することによって、また必要であれば理事の助けを得ることによって、政策対話の実効性を高める機会を認識するための戦略的アプローチを作成すべきである。これには、スタッフチームが適切な専門知識を持っていることを確保する、誰といつ対話するかをあらかじめ決めておく、特定の必要に対話の形態を合わせることなどが含まれる。実績評価過程では、効果的な政策対話を確保するという意味が定義され、成功度に応じた報奨が与えられる。
- b) マネジメントと理事会は、論争の的となる問題を提起するインセンティブを変える必要がある。彼らは IMF スタッフに対し、スタッフが当局者の見解を理解するために時間を割くとき、当局者および理事会に伝えにくい報告があるとき、当局者から情報提供を拒否されるときなど、マネジメントと理事会から支持されるという明白な意思表示をする必要がある。

## B. 既存ガイダンスの実施上の問題点

### 結論

8. 為替制度の明確な記述は、今なおできていない。事実上の制度を分類する際の不整合性、また法律上の分類と事実上の分類の不整合性は、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。
9. スタッフとマネジメントは、制度変更を勧める際、その提案を裏づける分析を示さないことがしばしばあった。他のケースでは、当局者によって選択された制度について明白な見解を与える好機を逃すこともあった。制度に関する助言を裏付ける分析が欠如している結果、IMF の助言は各国固有の状況に合わせられたものではなく、時として流行に基づいたものであるという見解を支持する結果となった。また、あまりにも頻繁に、既存制度に関する IMF スタッ

フの評価は「現行制度は国にとって有益であった」という過去回顧的な声明を述べるにとどまり、それを裏付ける十分な分析を提供してこなかった。

10. 為替レートの水準については、分析は改善されたものの、あまりにも多くの場合、スタッフの判断は明白に述べられていなかった。相場水準の数量的分析は増えたが、それでも普遍的であることからほど遠く、分析手法の選択は時として恣意的に思われた。途上国に関しては、コスト等のデータに更なる注意を払ったならば、相場水準の分析は強まったであろう。

11. 為替サーベイランスのためのデータ提供は、深刻な問題であった。スタッフは、当局者がデータの提供を拒んだ場合を含め、データの不備によって為替サーベイランスが妨げられたときの深刻さを理事会に十分に伝えなかったように思われる。中には、その結果、理事会での議論が本質的に影響を受けた場合もある。介入に関連したデータを含め、データ上の問題を強く追求しないことによって、スタッフは当局者との円滑な関係に重きを置いたのである。より強い姿勢をとれば、マネジメントや理事会から支持されないという認識もあった。

12. 主要国の政策が与える地域的あるいは制度全体的な影響（また介入が介入通貨の発行国に与える影響）など、政策の外部性の議論は依然として稀であった。評価対象期間を通して、マルチのサーベイランスおよび金融サーベイランスは、バイのサーベイランスとうまく統合されていなかった。ほとんどの国について外部性の分析にはむらがあり、4 条協議の中で介入が他国に与える影響を評価する試みは限定的であった。

## 提言

13. マネジメントと理事会は、制度分類に関す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、特定のレッテルに伴うスティグマ（不面目）を取り除かねばならず、理事会の承認を受けることが有益であろう。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、4 条協議のスタッフレポートの最優先事項は、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である。そのような記述は、スタッフと当局者の間で合意されるかもしれない。合意されない場合は、見解の相違を理事会に明確に説明すべきである。その後の 4 条協議では、その記述を再確認することも、修正することもできる。

14. 為替制度に関する IMF の助言は、分析によってより明示的に裏付けられるべきである。一部の局ですでにされた研究を土台として、制度選択を考慮する枠組みを強めることによって、IMF 全体での分析は改善するであろう。

現行の制度については、4 条協議のスタッフレポートの中で、選択された制度が今後も引き続き適切であるというスタッフの未来展望的な判断を裏付ける政策上の仮定が何であるか、簡潔に説明することが有益である。仮定に関して見解の相違があれば、レポートに示されるであろう。4 条協議で明らかにされる仮定は、次回の議論を導く指針となる。この間、ほとんど何も変わってなければ、この件に関する議論はしかるべく簡潔なものとなる。

15. 相場水準に関する判断を向上させるため、IMF は、既存の手法を使い、個別の国に適した助言を与える能力を上げると同時に、必要とされる分析の枠組みを開発する最前線にあるべきである。これが容易でないことは、前進しない言い訳にはならない。手法の改善は先進国や新興市場国について考慮されがちであるが、発展途上国についても、データと分析を改善する余地がある（たとえば、他の機関と協力してコストのデータを収集することが考えられよう）。

16. サーベイランスのためのデータ提供には、重大な問題があるようである。マネジメントと理事会は、その背後に何があるのか、またどのようにインセンティブを改善できるのか、さらに検討しなければならない。これを完全に分析することは、本評価の範囲外である。

17. バイのサーベイランスおよび地域的サーベイランスに外部効果を組み込むためのガイダンスを策定し、実行に移すことにインセンティブを与えるべきである。既存の手法を改善するための部局間作業に加え、加盟国の高官からなるパネルに、彼らが検討に値すると思う政策のフィードバック（「何が起これば、何をするのか」という質問）について助言を求めることもできる。多くの場合、スタッフによる助言を強化し、当局者との議論に貢献するため、これまで以上に金融市場の専門知識が必要とされるかもしれない。

### C. 為替レートに関わる業務の管理

#### 結論

18. 為替レートに関わる業務は、あるべき姿と比べて、適切に組織化も管理もされていない。為替問題に関わる膨大な活動は、十分に統合されていなかった。（CGER を含め）多少の改善は見られたが、IMF 内外の調査研究や多国的研究の成果は、前線の実務活動に一貫して取り込まれてこなかった。加盟国当局者もスタッフも、分析、多国的比較、金融市場および外国為替市場の経験に関して、より実地的な助けを歓迎したのであろう。

a) 為替レートに関わる諸問題に対する責任は、IMF 中に散在している。地域局は当局者との議論に指導的役割を果たし、みずから分析を展開する。

INS（訓練）、MCM（制度分類、為替市場の専門知識、およびGFSR）、PDR（政策立案と評価）、RES（WE0と調査）、STA（データ関連）も関与している。この仕組みは、為替問題に関する業務に優先順位を付け、それを推し進め、普及させる責任と説明責任を拡散している。

- b) 金融市場に関する理解の欠如は、過去において、IMFの助言の価値を制約した要因の一つとして認識されてきた。マルチのサーベイランスに関するIEO評価（IEO、2006c）で示唆されているように、この問題の一部はICM（現MCM）の持つ知識が、まだ他局の業務にうまく統合されていないことかもしれない。もう一つの問題は、IMFスタッフが十分な実務経験を持っていないことかもしれない。本評価の過程で面接した加盟国当局者は、外国為替市場や金融市場に関して実務経験を持つ者の助言を重要視し、そうした助言をより多く望んでいた。

## 提言

19. マネジメントは、どのようにすれば為替レートに関する分析的な業務により適切な焦点を当てられるか検討すべきである。

- a) マネジメントは、為替政策に関わる諸問題に対する責任と説明責任を明確にし、主要な問題に適切な焦点を当て、様々な見解や視点を議論するため、サーベイランス委員会のような討議の場を積極的に活用すべきである。金融部門に関わる業務を統合することは、この重要な要素である。組織的な枠組みの重要な役割は、政策、調査、統計業務の複数年度計画の作成を含め、IMF全体に散在する為替政策に関する諸問題や新しい取り組みに優先順位を付けることである。
- b) スタッフチームの構成を見直すことも考えられる。IMF本部における金融市場や外国為替市場に関する専門知識の統合を改善することが第一歩である。しかし、これだけで、本評価が一部のケースの問題点として指摘した「専門知識と経験のギャップ」が完全に埋まるとは考えられない。限られたケースでは、コンサルタントや実務者名簿から選ばれた加盟国高官が（現行のように技術援助に加え）4条協議に参加し、当局者との議論に直接価値を加える専門知識と多国的経験を提供することもできよう。

## D. 機密性と理事会による監督

## 結論

20. 限られた場合であるが、為替政策に関わる問題について、スタッフとマネジメントの取り組みを理事会に詳しく報告することが、効果的な政策対話を持つことと相容れないことがあった。ある場合、議論の内容が、市場は言うまでもなく、理事会（したがって、潜在的には全加盟国の当局者）に伝えられると信じると、当局者は、バイであれ、マルチであれ、IMFと率直な議論を持つとしない。それでも、スタッフとマネジメントが関与することは、明らかにIMF（さらには広い国際社会）の利益となる。これは説明責任上のジレンマをもたらす。こうしたケースは比較的少ないかもしれないが、適切な説明責任を提供する手段を確保しつつ、理事会、マネジメント、スタッフが現実存在する機密性に関わる懸念を尊重する新しい手段に合意することが重要である。問題が存在しないと装うのは、責任ある対応ではない。

## 提言

21. 4条協議のスタッフレポートに何が記されるべきか、理事会において何が口頭で述べられるべきか、理事会に明らかにされないという理解の下、何がスタッフと当局者の間で話し合われたと理解されるべきかについて、一定の理解が必要とされる。目的は、重大な緊張関係と効果的な対話の障害となっているものを除去し、理事会とマネジメントの説明責任を明確にすることである。

- a) 将来起こりうる出来事に対する可能な対応策を内密に議論することは、加盟各国との政策対話の習慣的な部分であるべきである。資本市場で起こる出来事への対応は迅速でなければならず、いかなる準備も前もってなされておく必要がある。したがって、こうした議論は今後、ますます重要となることが考えられる。少なくとも一部の国に関しては、（出口戦略を含め）国内政策の変更、外生的な出来事、他国での政策変更や異なる為替レートの動きに応じた予備的計画を考えることが、スタッフに求められている。そのようなシナリオ分析は、スタッフレポートには記されないかもしれないが、理事会はそうした議論が当局者と持たれたという確認を受ける必要がある。
- b) 理事会は、この分野で、説明責任と監督責任をいかに果たせるのか？
  - IMFとアルゼンチンの関係を扱ったIEO評価(IEO 2004)には、ここで該当するかもしれない提言がいくつか示されている。そのひとつは、以下の通り。

「機密性がなくなり次第、マネジメントの決定が事後的に理事会によって審査されるという理解の下、理事会の全体会議

に特定の事項を知らせないでおく権限をマネジメントに明示的に与えるためのガイドラインを制定せよ。」

- いかなる方法によっても理事会に情報が伝わることを避けるためには、為替レートにかかわるすべての活動のうち、理事会に報告されないものを定期的に調査する責任を独立機関に委任するという選択肢もある。この独立機関は、必要な活動（たとえば、将来起こりうる出来事に関する計画）がおこなわれたことを証明し、そのような活動の実効性を（国名や詳細を示すことなく）評価し、また理事会に情報を伝えなかった理由が正当であったかを裁定する報告書を理事会に提出することが期待される。

## E. 多国間の政策調整を促進する

### 結論

22. 評価対象期間、世界的な不均衡に各国が協調して取り組む機会は十分に追求されなかった。また、不均衡を様々な角度から分析し、関連した複数の調整シナリオにもっと関心が払われるべきであった。先の為替政策協調の経験から得られる以下の教訓は、今なお妥当性を持っているかもしれない。すなわち、成功する確率は、以下の対応によって高まるであろう。

- a) 多彩なシナリオを事前に計画し、新しい情報に照らして、結論を不断に確認する。
- b) 政策の相互依存と、他国により取られた政策決定に対する各国の適切な対応を明示的に認識する。
- c) マネジメントが最高の政治レベルで政策対話を持つことによって、スタッフによる定期的な議論を補完し、適切な国家グループと集合的に意思疎通する方法を築く。

### 提言

23. 多国間の協調的行動が有益となる機会は、マネジメントの戦略的な焦点を当てるに値する。この作業の主要な部分は、様々なシナリオの厳格で説得力ある分析に基づくもので、主要関係国の中で合意を築くための戦略的な計画が含まれていなければならない。政策の相互依存を強調し、その理解を深めるために、個々の国が他国の政策措置にどう対応するかに関して、異なったシナリオに応じた政策提言が伴う。