

## 第2章

# アジア金融通貨危機とアジア諸国の為替レート政策

——共通バスケット・ペッグ制度導入の是非をめぐって——

熊倉正修

### はじめに

アジア金融通貨危機から6年を経た今日でも、その本質的な原因が何だったのか、将来の危機再来防止のためにどのような金融政策レジームが望ましいかといった論争は続いている<sup>(1)</sup>。これらの問題を考えるうえでひとつの焦点となるのが、アジア諸国の為替レート政策と1997年危機との関係である。国際資本移動が自由な国においては金融政策と為替レート政策は表裏一体の関係にあり、金融政策レジームの選択はすなわち為替制度の選択を意味するからである。

今日では、アジア諸国が1997年危機に至るまで「事実上の」ドル・ペッグを行っており、それが危機の直接・間接の原因となったといわれることが多い。オープンな資本勘定と通貨ペッグ制が両立しにくいのは1990年代の世界各地の通貨危機が示すとおりであり、このような認識に基づくオーソドックスな危機再来防止の処方箋はまずもって為替レート・ターゲティングの放棄ということになる。しかし、興味深いことに、この処方箋に賛意する経済学者は必ずしも多数派とはいえない。とくに日本の経済学者の間ではアジア諸国が名目為替レートのターゲティングを行うこと、すなわち、自国通貨の

対外価値を金融政策のアンカーとして用いることには現在でも好意的な声が強。一方、これらの経済学者はアジア諸国が米ドルに対してペッグすることにはしばしばきわめて批判的であり、むしろ、ドル、円、ユーロなどの主要先進国通貨のバスケットに対するバスケット・ペッグなどを推奨している。より具体的な仕組みとして多くの経済学者の支持を集めているのが、共通のウェイトに基づく主要国通貨バスケットに対してアジア諸国が一斉かつ明示的に名目為替レートのターゲティングを行う、いわゆる共通バスケット・ペッグ制度 (common basket peg, 以下 CBP) である<sup>(2)(3)</sup>。

CBP が望ましいとされる論拠はおおよそ以下のとおりである。

- (1) 世界の多様な地域と貿易・投資関係をもつアジア諸国にとってドル・ペッグはマクロ経済の不安定要因となる (Kwan [1994], Ogawa [2002])。
- (2) ドル・ペッグするアジア諸国は1995年以降の円安ドル高期に国際競争力を失い、それが通貨危機の原因 (のひとつ) となった (Ogawa and Ito [2000])。
- (3) 通貨危機が収束した後、アジア諸国の為替レームは事実上のドル・ペッグに回帰しつつある。これは、各国が単独でドル離れして他のアジア諸国に対して輸出競争力を失うことを恐れているためであり、いわば政策協調の失敗 (coordination failure) が生じている (Fukuda [2002], Ogawa [2002])。
- (4) アジア諸国が域内経済統合を推し進めるためにはアジア通貨間の為替レート安定が必要である。CBP は先進国通貨の為替変動のアジア諸国への影響を緩和するのみならず、域内通貨の相対価値の安定を保証する点で望ましい (Dornbusch and Park [1999], Kawai and Takagi [2000], Williamson [2000])。

本章では、上記の議論を批判的に検証することを通じてアジア諸国の為替レート政策と1997年危機の関係を再検討し、CBP が将来の金融為替政策の枠組みとして望ましいかを考える。なお、為替相場制度としてのCBPの是非を議論するにあたっては、それが参加国のマクロ経済安定のために望まし

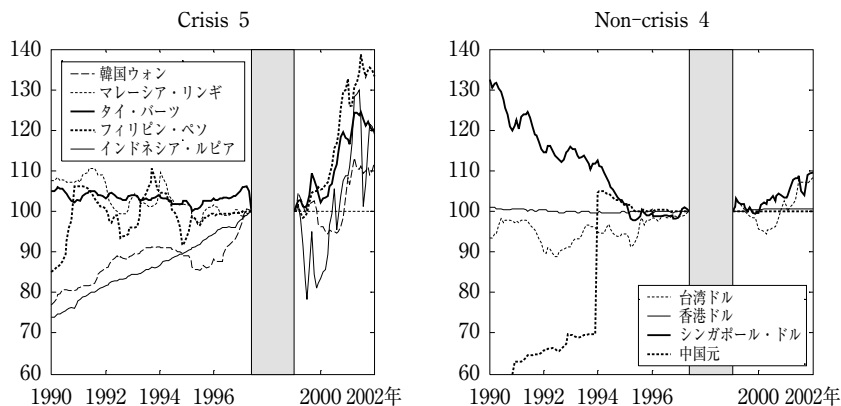
いかという問題に加え、そのような制度が実現・維持可能かという問題も十分に検討されねばならない。CBP も一種の固定為替制度であり、とくに同制度のように複数国をコミットさせる制度を提示するにあたっては各国のインセンティブの確執や制度の信頼性の問題をいかに克服するかが十分に説明されねばならない。しかし、現在のところ CBP 論者はこれらの問題に正面から答えているようには思えない。そこで、われわれもあえてこれらの問題には立ち入らず、CBP 論者自身が展開している議論の妥当性に焦点を絞ることにする。

本章の構成は以下のとおりである。第1節では、1990年代以降のアジア諸国の為替レジームを概観し、それが本当に事実上のドル・ペッグと呼ぶべきものであったのかを検討する。第2節では、通貨危機後の各国の為替制度をさらに詳しく検討し、公式にドル・ペッグしている国以外ではドル・ペッグへの回帰が生じていないことを明らかにする。第3節では、1995年以降のアジア諸国の輸出不振の原因を分析し、円安と通貨危機の因果関係がCBP論者の強調するほど明確なものではなかったことを示す。以上の議論を踏まえ、第4節では各国の将来のマクロ経済安定のためにはCBPのような擬似固定為替制度は好ましくなく、内外の環境変化に応じて各国が柔軟な金融政策を展開できる環境づくりが重要であることを主張する。さらに、補論において通貨危機直前のタイの為替レート政策をより詳細に検討し、アジア諸国の為替レート政策と通貨危機の関係について付加的な議論を行う。

## 第1節 アジア諸国の為替レート政策

多くのCBP提唱者は、通貨危機以前のアジア諸国の為替レジームが事実上のドル・ペッグ制であり、危機以降も同様の政策に回帰しつつあると主張する。よく知られているように、公式に(de jure)フロート制や管理フロート制を採用する国が実際には(de facto)厳格な為替レート管理を行っている

図1 アジア諸国通貨の対ドル名目為替レートの推移



(出所) IMF, *International Financial Statistics* および National Statistics of Taiwan データベースをもとに作成。

事例は少なくなく、そのことは実現した為替レートの動きからある程度推察できる (Hausmann et al. [2001], Calvo and Reinhart [2002])。ここでいう「事実上のドル・ペッグ制」もそのような意味で使われているものと思われるが、この認識は適切だろうか。

図1は、1990年以降のアジア通貨の対ドル名目為替レートの推移を、通貨危機に見舞われた5カ国 (韓国, タイ, フィリピン, インドネシア, マレーシア, 便宜的に以下では crisis 5と呼ぶ) とそれ以外の4カ国 (香港, シンガポール, 台湾, 中国, 以下 non-crisis 4) に分けてプロットしたものである<sup>(4)</sup>。通貨危機以前の時期では香港とインドネシアにおいて事実上のドル・ペッグがほぼ明らかであり、タイ・バーツの対ドル為替レートも非常に安定している。また、通貨危機以後では、公式にドル・ペッグ下にあるマレーシアと中国、香港において自国通貨の対ドル・レートが厳格に固定されていることが確認できる。しかし、それ以外の国 (時期) の為替レート政策がどうなっていた (る) かは必ずしも明らかでない。また、マレーシア以外の crisis 5通貨の対ドル・レートは通貨危機以後に大幅に不安定化しているように見受けられる<sup>(5)</sup>。

それでは、なぜ CBP 論者はアジアの為替レジームを事実上のドル・ペッ

グと呼ぶのだろうか。その根拠としてたびたび示されるのが、アジア諸国の通貨政策を先進国通貨への（バスケット）ペッグと想定して推計されたバスケット比率である。これは当初 Frankel [1992] や Frankel and Wei [1994] などにより提唱されたもので、以下の簡単な推計式に基づいて計算される。

$$\Delta \ln S_{Asia/x} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \ln S_{USD/x} + \alpha_2 \Delta \ln S_{JPY/x} + \alpha_3 \Delta \ln S_{EUR/x} + \dots + \varepsilon \quad \dots(1)$$

ここで、 $S_{y/x}$  は x 国と y 国通貨の名目為替レート（y 国通貨で計った x 国通貨 1 単位の価格）、 $\Delta$  は期間変化率、 $\varepsilon$  は誤差項を表す。また、USD は米ドル、JPY は日本円、EUR はユーロ（1999年以前は ECU ないし独マルク）、Asia は当該アジア通貨を示す。基準通貨（numéraire）を提供する x 国は自国通貨をフロートしている国の中から選択される。発展途上国が公式に発表する為替制度は信憑性の点で問題があるため、選択可能な基準通貨は実質的に先進国通貨に限定され、Frankel and Wei [1994] に倣ってスイス・フランが用いられることが多い。いうまでもなく、当該アジア国がドル・ペッグないしそれに近い政策をとっている場合には  $\alpha_1$  の推計値が 1 に近くなり、他の係数の推計値は 0 に近くなるはずである。

表 1 は、月次・四半期ベースの名目為替レートのデータをもとに(1)式を推計した結果をまとめたものである。基準通貨にはスイス・フランを使用し、通貨危機以前（1988年1月～1997年6月）と危機以後（1999年1月～2002年8月）の時期に分けて推計を行った。この結果をみるかぎり、危機以前にはいずれの国でも米ドルのウェイト  $\alpha_1$  の推計値が 1 に近く、 $\alpha_2$  と  $\alpha_3$  の推計値はきわめて小さい。また、危機以後でも米ドルのウェイトの推計値が圧倒的に大きい国がほとんどである。多くの CBP 論者は、この結果をもってアジア諸国が事実上のドル・ペッグ行っていた（いる）証左としているのである。

しかし、上記の解釈にはいくつかの重大な問題点がある。まず注意すべきことは、(1)式による通貨バスケットの推計は厳密には当該国が 3 先進国通貨（のすべてないしいずれか）に対してペッグしていることがあらかじめ確認されている場合においてのみ有効であり、そうでない場合は、かりに  $\alpha_1$  と修

表1 バスケット推計結果① (基準通貨: スイス・フラン)

テラ領域 月次	通貨	期間	$\alpha_0$ (定数)	$\alpha_1$ (US\$/S\$F)	$\alpha_2$ (JPY/S\$F)	$\alpha_3$ (EUR/S\$F)	$R^2$ (adj.)	F 値
四半期	韓国ウォン	危機以前	0.001 (0.001)	0.925 (0.036)**	0.112 (0.035)**	-0.028 (0.066)**	0.933	528.5
		危機以後	0.000 (0.004)	0.657 (0.213)**	0.528 (0.179)**	0.187 (0.279)	0.749	43.9
		危機以前	0.000 (0.001)	0.837 (0.038)**	0.069 (0.036)	0.221 (0.091)**	0.896	315.5
	マレーシア・リンギ	危機以後	0.000 (0.000)	1.000 (0.000)**	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	1.000	2,977,708.0
		危機以前	0.000 (0.000)	0.894 (0.014)**	0.151 (0.036)**	0.047 (0.033)	0.976	1,465.4
		危機以後	0.002 (0.003)	0.732 (0.159)**	0.001 (0.161)	0.514 (0.305)**	0.555	18.9
	タイ・バーツ	危機以前	0.000 (0.002)	0.997 (0.115)**	-0.087 (0.083)	0.365 (0.162)**	0.795	86.1
		危機以後	0.005 (0.003)	0.872 (0.154)**	0.095 (0.130)	0.655 (0.386)**	0.617	24.1
		危機以前	0.003 (0.000)**	0.963 (0.023)**	0.018 (0.016)	0.071 (0.042)**	0.985	1,447.5
	フィリピン・ペソ	危機以後	-0.002 (0.010)	0.543 (0.570)	0.036 (0.442)	2.382 (0.852)**	0.058	1.9
		危機以前	0.000 (0.001)	0.876 (0.057)**	0.087 (0.060)**	0.180 (0.096)**	0.896	327.1
		危機以後	0.000 (0.002)	0.753 (0.077)**	0.170 (0.050)**	0.437 (0.237)**	0.825	68.6
インドネシア・ルピア	危機以前	0.000 (0.000)	1.000 (0.004)**	0.000 (0.003)	0.003 (0.010)	0.999	28,168.7	
	危機以後	0.000 (0.000)	1.000 (0.002)**	-0.001 (0.001)	-0.005 (0.005)	0.999	195,397.8	
	危機以前	-0.003 (0.001)*	0.674 (0.029)**	0.134 (0.018)**	0.230 (0.056)**	0.950	715.1	
シンガポール・ドル	危機以後	0.000 (0.001)	0.639 (0.084)**	0.152 (0.063)**	0.312 (0.178)**	0.801	58.5	
	危機以前	-0.001 (0.000)	0.982 (0.019)**	-0.002 (0.013)	0.035 (0.036)	0.990	1,312.9	
	危機以後	0.000 (0.000)	1.000 (0.000)**	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	1.000	1,234,113.0	
韓国ウォン	マレーシア・リンギ	危機以前	0.003 (0.005)	0.930 (0.062)**	0.147 (0.074)**	-0.086 (0.164)	0.881	92.7
		危機以後	0.003 (0.011)	0.833 (0.369)**	0.511 (0.243)**	-0.282 (0.637)	0.724	12.4
		危機以前	0.000 (0.003)	0.799 (0.075)**	0.062 (0.065)	0.303 (0.170)**	0.865	79.9
	タイ・バーツ	危機以後	0.000 (0.000)	1.000 (0.000)**	0.000 (0.000)	0.000 (0.001)	1.000	4,517,424.0
		危機以前	0.000 (0.001)	0.816 (0.013)**	0.113 (0.010)**	0.054 (0.039)	0.995	2,523.8
		危機以後	0.002 (0.008)	0.774 (0.265)**	-0.048 (0.159)	0.835 (0.583)	0.442	4.4
	フィリピン・ペソ	危機以前	-0.002 (0.006)	0.842 (0.143)**	-0.157 (0.113)	0.432 (0.257)	0.788	27.1
		危機以後	0.007 (0.001)	0.959 (0.319)**	-0.044 (0.193)	1.259 (0.775)	0.432	4.3
		危機以前	0.009 (0.001)**	0.946 (0.031)**	0.015 (0.016)	0.066 (0.055)	0.989	637.5
	インドネシア・ルピア	危機以後	-0.018 (0.024)	-0.509 (0.743)	0.703 (0.461)	2.254 (1.797)	-0.003	1.0
		危機以前	-0.002 (0.004)	0.879 (0.091)**	0.107 (0.107)	0.297 (0.140)**	0.898	110.0
		危機以後	-0.002 (0.004)	0.809 (0.165)**	0.199 (0.053)**	0.788 (0.344)**	0.787	17.0
台湾ドル	危機以前	0.000 (0.000)	1.005 (0.006)**	-0.006 (0.005)	-0.006 (0.014)	0.999	19,100.4	
	危機以後	0.000 (0.000)	1.000 (0.004)**	-0.006 (0.001)**	-0.007 (0.011)	1.000	26,154.6	
	危機以前	-0.010 (0.001)	0.639 (0.022)**	0.130 (0.025)**	0.322 (0.049)**	0.960	298.1	
シンガポール・ドル	危機以後	0.001 (0.003)	0.615 (0.091)**	0.146 (0.065)**	0.357 (0.339)	0.783	16.6	
	危機以前	-0.004 (0.001)	0.912 (0.031)**	0.019 (0.012)	0.060 (0.060)	0.995	763.6	
	危機以後	0.000 (0.001)**	1.000 (0.001)**	0.000 (0.000)	-0.002 (0.001)	1.000	652,879.2	

(注) かつこ内の数字はNewy-West 標準誤差。\*P=0.05, \*\*P=0.10 (両側検定)。

(出所) US Federal Reserve および Bloomberg の時系列データをもとにした推計。

正決定係数 $\bar{R}^2$ の値が十分に大きくとも、そのことをもってドル・ペッグの証拠とは見なせないということである。もし当該国の通貨当局がペッグを行っていない場合、推計式が通貨当局の政策とは別の因果関係を反映している可能性があるからである。

それでは、人為的なドル・ペッグ以外のいかなる要因が表1の推計結果をもたらしうるだろうか。ひとつの可能性は、アジア諸国と米国に共通する需要・供給ショックがアジア諸国とそれ以外の先進国に共通な需要・供給ショックに比べて圧倒的に重要な場合である。その場合、アジア諸国が自国通貨をフロートしていても、少なくとも理論的には(1)式上での $\alpha_1$ の推計値が $\alpha_2$ や $\alpha_3$ に比べて圧倒的に大きくなる可能性がある<sup>(6)</sup>。アジア諸国が日本や欧州諸国と密接な経済関係をもつことを重視するCBP論者にとって、この可能性は容易には受け入れがたいであろう。ここでは上記の可能性には立ち入らず、別の二つの可能性を考えてみることにしたい。ひとつは通貨当局が(超)短期で自国通貨の名目為替レートの平準化を行っている場合にそれが(1)式の推計結果に与える影響、もうひとつは基準通貨の選択が推計値に与える影響である。

多くのアジア諸国が日次や週次ベースといった超短期での自国通貨の為替変動に一定の制限を与えている(いた)ことはよく知られている。為替市場の厚みが十分でなく些細な理由で極端な為替変動が生じがちな発展途上国においてこのような政策は一般的なものであり、実際の政策運営は一日のうちに許容される対ドル名目レートの変動幅にあらかじめ上限を設定するといった形で行われる場合が多い。

まず、上記のような超短期での対ドル・レートの安定化政策の有無を確認するために、日次と週次の為替レートのデータを用いて(1)式をもう一度推計してみることにする。その結果をまとめた表2を表1と比較してみると、全般に(1)式の説明力が向上しているだけでなく、ドルのウェイトの推計値がさらに高まっていることが確認できる。もし表1が月次ベースでアジア諸国が意図的なドル・ペッグを行っていることの証左であるとしたら、表2は日次

表2 バスケット推計結果② (基準通貨: スイス・フラン)

テラ期 月次	通貨	期間	$\alpha_0$ (定数)	$\alpha_1$ (US\$/S\$F)	$\alpha_2$ (JPY/S\$F)	$\alpha_3$ (EUR/S\$F)	R <sup>2</sup> (adj.)	F 値
四半期	韓国ウォン	危機以前	0.000 (0.000)	0.994 (0.006)**	0.009 (0.008)	0.001 (0.005)	0.951	14,067.1
		危機以後	0.000 (0.000)	0.880 (0.038)**	0.158 (0.027)**	-0.023 (0.063)	0.697	684.0
	マレーシア・リンギ	危機以前	0.000 (0.000)	0.863 (0.009)**	0.070 (0.011)**	0.066 (0.013)**	0.910	7,557.9
		危機以後	0.000 (0.000)	1.000 (0.000)**	0.000 (0.000)	0.001 (0.001)	1.000	45,049,320.0
	タイ・バーツ	危機以前	0.000 (0.000)	0.892 (0.011)**	0.085 (0.017)**	0.105 (0.028)**	0.818	3,205.1
		危機以後	0.000 (0.000)	0.778 (0.031)**	0.181 (0.022)**	0.017 (0.086)	0.657	569.8
	フィリピン・ペソ	危機以前	0.000 (0.000)	0.979 (0.038)**	-0.001 (0.032)	0.106 (0.081)	0.519	476.1
		危機以後	0.000 (0.000)*	0.923 (0.034)**	0.114 (0.031)**	-0.074 (0.071)	0.542	352.2
	インドネシア・ルピア	危機以前	0.000 (0.006)	0.994 (0.006)**	-0.001 (0.006)	-0.003 (0.016)	0.970	14,186.4
		危機以後	0.000 (0.000)	0.957 (0.085)**	0.206 (0.074)**	0.153 (0.225)	0.229	89.1
	台湾ドル	危機以前	0.000 (0.000)	0.958 (0.010)**	0.040 (0.015)**	0.018 (0.100)**	0.934	9,247.8
		危機以後	0.000 (0.000)	0.918 (0.022)**	0.034 (0.017)**	0.073 (0.036)**	0.791	1,124.4
	香港ドル	危機以前	0.000 (0.000)	0.994 (0.001)**	0.001 (0.002)	0.002 (0.002)	0.997	267,832.9
		危機以後	0.000 (0.000)	0.100 (0.001)**	0.000 (0.000)	-0.001 (0.002)	1.000	74,708.6
	シンガポール・ドル	危機以前	0.000 (0.000)	0.774 (0.011)**	0.119 (0.011)**	0.108 (0.018)**	0.912	7,791.4
		危機以後	0.000 (0.000)	0.767 (0.019)**	0.169 (0.014)**	0.080 (0.036)**	0.863	1,862.4
中国元	危機以前	0.000 (0.000)	1.004 (0.004)**	-0.006 (0.003)*	-0.005 (0.008)	0.994	49,864.9	
	危機以後	0.000 (0.000)	1.000 (0.001)**	0.000 (0.000)	0.000 (0.001)	1.000	1,776,196.0	
四半期	韓国ウォン	危機以前	0.000 (0.000)	0.968 (0.013)**	0.041 (0.017)**	-0.007 (0.021)	0.953	3,353.7
		危機以後	0.000 (0.000)	0.726 (0.090)**	0.330 (0.070)**	0.134 (0.169)	0.709	156.3
	マレーシア・リンギ	危機以前	0.000 (0.000)	0.840 (0.017)**	0.069 (0.022)**	0.144 (0.032)**	0.911	1,690.4
		危機以後	0.000 (0.000)	1.000 (0.000)**	0.000 (0.000)	0.001 (0.001)	1.000	3,557,784.0
	タイ・バーツ	危機以前	0.000 (0.000)	0.818 (0.006)**	0.124 (0.017)**	0.033 (0.037)	0.877	1,175.0
		危機以後	0.001 (0.001)	0.700 (0.060)**	0.144 (0.049)**	0.311 (0.098)**	0.675	133.5
	フィリピン・ペソ	危機以前	0.000 (0.001)	0.870 (0.049)**	0.022 (0.030)	0.299 (0.073)**	0.678	207.6
		危機以後	0.001 (0.001)*	0.856 (0.079)**	0.098 (0.055)*	-0.035 (0.189)	0.562	82.8
	インドネシア・ルピア	危機以前	0.001 (0.000)**	0.984 (0.009)**	0.011 (0.010)	0.032 (0.018)**	0.981	5,199.8
		危機以後	0.000 (0.002)	0.672 (0.194)**	0.265 (0.125)**	1.142 (0.419)**	0.177	14.7
	台湾ドル	危機以前	0.000 (0.000)	0.922 (0.023)**	0.046 (0.035)	0.111 (0.047)**	0.910	1,643.1
		危機以後	0.000 (0.000)	0.802 (0.043)**	0.103 (0.033)**	0.204 (0.082)**	0.848	356.4
	香港ドル	危機以前	0.000 (0.000)	0.990 (0.003)**	0.002 (0.003)	0.010 (0.006)	0.998	74,629.5
		危機以後	0.000 (0.000)	1.001 (0.001)**	0.000 (0.000)	-0.001 (0.002)	1.000	563,473.3
	シンガポール・ドル	危機以前	0.000 (0.000)	0.737 (0.020)**	0.123 (0.016)**	0.134 (0.038)**	0.940	2,591.8
		危機以後	0.000 (0.000)	0.700 (0.034)**	0.143 (0.029)**	0.237 (0.058)**	0.846	349.8
中国元	危機以前	0.000 (0.000)	1.001 (0.010)**	-0.005 (0.004)	0.018 (0.016)	0.994	10,262.3	
	危機以後	0.000 (0.000)	1.001 (0.000)**	-0.001 (0.000)	0.001 (0.002)	1.000	1,255,653.0	

(注) 表1に同じ。

(出所) 表1に同じ。



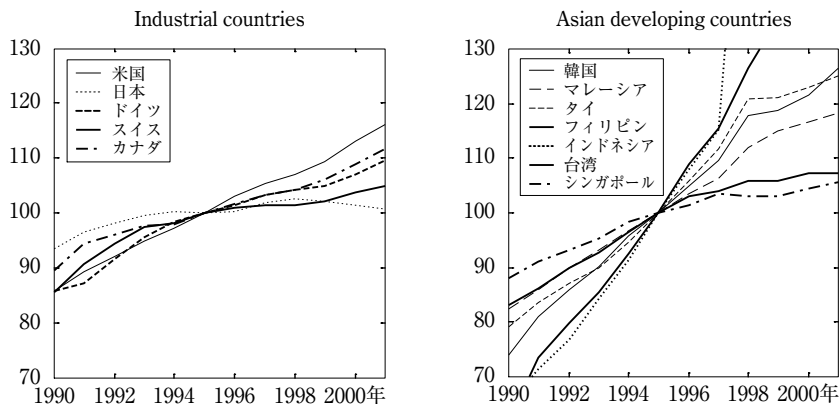
や週次でさらに厳格な対ドル・レート管理が行われていることの証拠と見なされなければならない。

さて、ここではアジアのある国の金融当局が実際に日次や週次といった短期では自国通貨の対ドル名目為替レートの変動を管理しているものと仮定して議論を進めよう。また、金融当局は中長期的には特定の外国通貨に対する自国通貨のターゲティングを行わず、むしろ自国通貨の実質為替レート安定化のために基本的には為替市場の売買圧力を許容する政策をとっていると仮定しよう。そうした場合、当該国が米国のみならず日本や欧州とも貿易・投資関係をもっていれば、その国の通貨の中期的な対ドル名目レートの軌跡は先進国通貨間の為替変動からある程度影響を受けるはずである。しかし、中長期で特定通貨への機械的なペッグが行われていない以上、月次や四半期ベースのデータを用いて(1)式を推計しても、超短期での平準化政策の影響によってドルのウェイトが過大評価される可能性がある。

次に注意すべきは、月次や四半期データを用いて(1)式を推計する場合、基準通貨  $x$  の選択が(1)式の左辺と右辺の項に異なった含意をもつことである。このことを理解するためには、まず、多くのアジア諸国において当該期間中の平均的なインフレ率が先進国のそれを大幅に上回っていたことを想起する必要がある。図2において確認できるように、先進国グループのなかでは米国のインフレ率が相対的に高く、アジア諸国グループ中で恒常的に米国を下回るインフレ率を維持していたのはシンガポールのみであった。また、台湾と(通貨危機以前の)マレーシアのインフレ率は米国とほぼ同水準であったものの、他の先進国よりはやや高くなっていた。このような環境下でアジア諸国が自国通貨の実質実効為替レートの長期的な増価を回避しようとするれば、その先進国通貨に対する名目為替レートは漸進的に減価せねばならない<sup>(7)</sup>。したがって、どの先進国通貨を基準通貨として選択しても、(1)式の左辺の  $S_{Asia/x}$  の値は中長期的には上昇トレンドにあったはずである<sup>(8)</sup>。

一方、右辺の  $S_{USD/x}$ 、 $S_{JPY/x}$ 、 $S_{EUR/x}$  の中期的な軌跡は基準通貨の選択により大きく左右される。先進国間のインフレ率の乖離は発展途上国に比べると

図2 先進国とアジア諸国通貨の消費者物価（1995年 = 100）



（出所） 図1に同じ。

小さいためその名目為替レートへの影響は軽微であり、また、通貨当局の介入から比較的自由的な先進国通貨の対外価値が経済ファンダメンタルズに基づかない中期的なミスアラインメントを生じがちなことはよく知られている (Frankel and Rose [1995])。

図3（左パネル）はスイス・フランを基準通貨とした場合の  $S_{USD/x}$ ,  $S_{JPY/x}$ ,  $S_{EUR/x}$  の軌跡をプロットしたものである。このパネルをみると、通貨危機以前には米ドルがスイス・フランに対してやや減価気味に推移していたのに対し、円は大幅に増価していたことが確認できる。このことは、推計期間中に  $S_{Asia/x}$  と  $S_{USD/x}$  が（中期的には）同方向に動いていたのに対し、 $S_{Asia/x}$  と  $S_{JPY/x}$  は逆方向に動いていたことを意味している。このような環境下で当該国の通貨当局が単に自国通貨をフロートする、ないしは中期的な自国通貨の実質実効為替レートを平準化させる政策をとっていたとしよう。その場合、(1)式を用いて単純に通貨当局のバスケット比率を推計しようとする、米ドルのウェイトの推計値が実際以上に評価され、同時に円のウェイトが過小評価される可能性がある。

また、通貨危機以後の時期についてみると、米ドルと円がスイス・フラン



のことは、先の推計と比べてユーロのウェイトへの正のバイアスが若干なりとも緩和される可能性を示唆している。

表3はカナダ・ドルを基準通貨として行った推計結果をまとめたものである。表3を表1と比較してすぐ気がつくのは、推計結果が基準通貨の変更に対して頑健な国とそうでない国がかなり明瞭に分かれることである。前者のグループに該当するのがタイとインドネシア（通貨危機以前）、マレーシア（通貨危機以後）、香港と中国（両期間）である。これらはいずれも当該期間中に公式にドルないし複数通貨にベッグしていた国であり、この結果はいわば予想どおりといえよう。

一方、それ以外の国（期間）では、基準通貨の変更が各係数の推計値や修正決定係数にかなり大きな影響を与えている。また、表1と表3の結果をより詳細に比較すると、スイス・フランからカナダ・ドルへの基準通貨の変更が推計値に与える影響がほぼ予想どおりになっていることが確認できる。通貨危機以前の期間についての推計をみると、米ドルのウェイトの推計値は依然として大きいものの、表1に比べると全般にやや低くなっている<sup>(9)</sup>。危機以後の期間についてみると、ユーロのウェイトの推計値が大幅に低下しており、多くの国では統計的に有意になっていない。また、韓国やタイなどでは米ドルのウェイトの推計値もかなり低下している。

なお、(1)式によって各国の為替レート政策を推断するうえでの今ひとつの注意点として、右辺の説明変数間の相関が推計値に与える影響、いわゆる多重共線性（multicollinearity）の問題について触れておきたい。Hernández and Montiel [2001] は説明変数と被説明変数の間に自然に生じる相関から推計値が受ける影のみについて言及しているが、右辺に含まれる三つの為替レートが互いに独立に変動することは考えにくい。説明変数間に多重共線関係があっても係数の推計値は理論的には不偏であるが、推計値の標準誤差が大きくなり、本来統計的に有意な変数が非有意と判定される可能性が生じる。先述したように、当該アジア国の通貨当局が超短期で対ドル・レート平準化を行ってれば、月次や四半期データによって推計を行っても米ドルの係数

表3 バスケケット推計結果③ (基準通貨：カナダ・ドル)

データ頻度	通貨	期間	$\alpha_0$ (定数)	$\alpha_1$ (US\$/SWF)	$\alpha_2$ (JPY/SWF)	$\alpha_3$ (EUR/SWF)	$R^2$ (adj.)	F 値
月次	韓国ウォン	危機以前	0.001 (0.001)	0.738 (0.097)**	0.121 (0.034)**	-0.051 (0.034)**	0.592	55.7
		危機以後	0.000 (0.003)	0.249 (0.269)**	0.503 (0.174)**	0.213 (0.152)	0.426	11.6
	マレーシア・リングギ	危機以前	0.000 (0.001)	1.007 (0.119)**	0.046 (0.038)	0.100 (0.037)	0.619	62.1
		危機以後	0.000 (0.000)	0.999 (0.001)**	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	1.000	706,831.3
	タイ・バーツ	危機以前	0.000 (0.000)	0.793 (0.025)**	0.151 (0.036)**	0.044 (0.027)	0.876	268.2
		危機以後	0.002 (0.003)	0.482 (0.233)**	-0.015 (0.154)	0.250 (0.079)**	0.211	4.8
	フィリピン・ペソ	危機以前	0.000 (0.002)	0.959 (0.162)**	-0.120 (0.082)	0.056 (0.114)	0.250	8.3
		危機以後	0.006 (0.003)*	0.639 (0.283)**	0.069 (0.123)	0.044 (0.098)	0.129	3.1
	インドネシア・ルピア	危機以前	0.003 (0.000)**	0.896 (0.034)**	0.013 (0.018)	0.004 (0.014)	0.884	168.2
		危機以後	0.001 (0.009)	0.111 (0.693)	-0.036 (0.402)	0.499 (0.468)	-0.026	0.6
	台湾ドル	危機以前	0.000 (0.001)	0.836 (0.087)**	0.073 (0.063)	0.027 (0.047)**	0.501	38.9
		危機以後	0.001 (0.002)	0.593 (0.136)**	0.154 (0.050)**	0.080 (0.069)**	0.471	13.8
	香港ドル	危機以前	0.000 (0.000)	0.994 (0.009)**	0.000 (0.003)	0.000 (0.006)	0.989	3,377.7
		危機以後	0.000 (0.000)**	1.002 (0.002)**	-0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	1.000	44,977.1
	シンガポール・ドル	危機以前	-0.003 (0.001)**	0.749 (0.045)**	0.126 (0.016)**	0.195 (0.025)**	0.849	212.4
		危機以後	0.000 (0.001)	0.679 (0.123)**	0.151 (0.058)**	0.221 (0.059)**	0.643	26.8
	中国元	危機以前	-0.001 (0.001)	0.960 (0.040)**	-0.002 (0.014)	0.012 (0.028)	0.938	202.6
		危機以後	0.000 (0.000)	1.000 (0.001)**	0.000 (0.001)	0.000 (0.000)	1.000	287,659.1

(注) 表1に同じ。  
(出所) 表1に同じ。

表4 先進国通貨の為替レートの相関度

通貨危機以前（1988年1月～1997年6月）

	USD/SWF	JPY/SWF	ECU/SWF		USD/CAD	JPY/CAD	ECU/CAD
USD/SWF	1.000	0.482	0.606	USD/CAD	1.000	0.314	0.229
JPY/SWF		1.000	0.287	JPY/CAD		1.000	0.627
ECU/SWF			1.000	ECU/CAD			1.000

通貨危機以後（1999年1月～2002年8月）

	USD/SWF	JPY/SWF	ECU/SWF		USD/CAD	JPY/CAD	ECU/CAD
USD/SWF	1.000	0.584	0.039	USD/CAD	1.000	0.323	0.217
JPY/SWF		1.000	-0.017	JPY/CAD		1.000	0.276
EUR/SWF			1.000	EUR/CAD			1.000

(注) SWFはスイス・フラン、CADはカナダ・ドルを示す。

$\alpha_1$  に正のバイアスが生じる可能性がある。このような状態でさらに多重共線性の問題が存在すれば、すべての説明変数が被説明変数に影響を与えていても、推計上は米ドルのウェイトのみが有意と判定されてしまう可能性が考えられる。実際、基準通貨や期間の採り方によって右辺の3項の相関度の相対的な関係は大きく変化する（表4を参照<sup>(10)</sup>）。

これまでの議論から、(1)式が各国の「真の」(de facto) 為替レート政策を特定するための手段としては多くの問題を孕んでいることが明らかになった。為替レート政策と实体经济の関係を考えるうえで最も重要なのは日次や週次といった短期の為替レート政策ではなく、四半期や半年超の中長期において為替変動がどのように管理されていたかであろう。したがって、(1)式の推計にあたっては本来半年や年次ベースでのデータを用いるべきだが、そのような低頻度のデータによっては統計的に有意な推計を行えるだけのサンプル・サイズを得ることができず、また、推計結果が各通貨間の自然な相関に起因するものか通貨当局の政策によるものかを特定することが困難になる。そのため多くの先行研究は月次以下のデータを用いて推計を行っているが、通貨当局が日次や週次といった短期と四半期超の中長期において同じ為替レート政策を採用している保証はない。そのような場合、例えば月次データによって得られた推計結果は両者を混同してしまう可能性が高く、当局の政策

スタンスを推察するうえではミスリーディングな結果になりかねない。実際、多くのアジア通貨は中期的には表1から予想されるより先進国通貨の為替レート変動に対して感応的であり、そのことは次節でみるとおりである。

## 第2節 通貨危機前後の為替レート政策の変容

多くのCBP論者は、通貨危機収束後のアジア諸国の為替レームが事実上のドル・ペッグに回帰しつつあり、それをアジア諸国が政策の調整の失敗に陥っているためであると主張する。第1節の分析はこの認識に疑問を呈するものであるが、本節では各国の通貨管理体制が通貨危機前後でどのように変容したかを別の角度から検討しておきたい。

表5は、通貨危機前後の各国通貨間の名目為替レートの月間変動率の標準偏差をマトリックスにまとめたものである。これをみると、通貨危機以前のアジア通貨の対ドル・レートの変動率が他の先進国通貨との為替レートの変動率に比べて際立って低くなっていたことが確認できる<sup>(1)</sup>。さらに、通貨危機前後の数字を比べてみると、マレーシア以外の crisis 5において危機以後に相対的なドルとの連動率が大幅に低下した一方、他の国でははっきりとした変化は認められない。これらの観察は、通貨危機に見舞われた国で一定の「ドル離れ」が進んでいることを示唆するものと思われる。

とはいうものの、実現した為替レートの変動は通貨当局の政策と為替レートのファンダメンタルズの双方を反映しており、上記の観察のみから通貨当局の政策を推察するのは好ましくない。そこで、より直接的に政策の変化を捉えるために、以下の三つの指標を考えてみることにする。

$$\gamma_1 = \frac{s.d.(\Delta \ln S_t)}{s.d.(\Delta \ln NFA_t)} \quad \dots\dots(2)$$

$$\gamma_2 = \frac{s.d.(\Delta \ln S_t)}{s.d.(\Delta i_t)} \quad \dots\dots(3)$$

表5 アジア通貨と先進国通貨の為替レートのボラティリティー  
通貨危機以前 (1987年1月～1997年6月)

	日本 円	独 マルク	韓国 ウォン	マレーシア・ リンギ	タイ・ バーツ	フィリピン・ ペソ	インドネシア・ ルピア	台湾 ドル	香港 ドル	シンガポール・ ドル
米ドル	0.029	0.027	0.008	0.010	0.006	0.014	0.003	0.012	0.001	0.009
日本円		0.026	0.027	0.027	0.024	0.034	0.028	0.028	0.029	0.024
独マルク			0.027	0.025	0.024	0.032	0.026	0.027	0.027	0.021
韓国ウォン				0.013	0.009	0.016	0.008	0.012	0.008	0.011
マレーシア・リンギ					0.011	0.017	0.010	0.014	0.010	0.011
タイ・バーツ						0.016	0.006	0.013	0.006	0.007
フィリピン・ペソ							0.015	0.018	0.014	0.018
インドネシア・ルピア								0.012	0.003	0.009
台湾ドル									0.012	0.013
香港ドル										0.009

通貨危機以後 (1999年1月～2001年12月)

	日本 円	独 マルク	韓国 ウォン	マレーシア・ リンギ	タイ・ バーツ	フィリピン・ ペソ	インドネシア・ ルピア	台湾 ドル	香港 ドル	シンガポール・ ドル
米ドル	0.022	0.027	0.020	0.000	0.018	0.019	0.064	0.011	0.000	0.012
日本円		0.036	0.024	0.025	0.032	0.032	0.069	0.025	0.026	0.023
独マルク			0.026	0.025	0.035	0.033	0.072	0.029	0.025	0.033
韓国ウォン				0.019	0.021	0.022	0.051	0.018	0.019	0.020
マレーシア・リンギ					0.018	0.019	0.054	0.011	0.000	0.012
タイ・バーツ						0.016	0.066	0.018	0.016	0.016
フィリピン・ペソ							0.069	0.018	0.019	0.020
インドネシア・ルピア								0.067	0.068	0.059
台湾ドル									0.011	0.015
香港ドル										0.012

(注) 図中の数字はいずれも2通貨間名目為替レートの月間変化率の標準偏差。通貨危機以後に標準偏差が100%以上増加したのものには網(シェード)を施した。なお、人民元は期間中に何回か非連続的な対米ドル切り下げが行われており、標準偏差が平時の為替レートのボラティリティーを反映していないため除外した。

(出所) 表1と同じ。

$$\gamma_3 = \frac{s.d.(\Delta \ln S_t)}{s.d.(EMP_t)} \dots\dots(4)$$

(2)式において、 $S$ は自国通貨の特定先進国通貨に対する名目為替レート、 $NFA$ (net foreign asset)は通貨当局の外貨準備高、 $s.d.(x)$ は変数 $x$ の標準偏差を表す。外貨準備高の増減を通貨当局の為替市場介入金額のproxyと見な



せば  $\gamma_1$  は実現した為替変動と介入規模の比率になっており、その値が小さいほど当局が積極的な市場介入を行っている可能性が高い。また、(3)式の  $i$  は当該国の短期金利を表し、 $\gamma_2$  は当局が特定先進国通貨との為替レート安定のためにどれだけ国内金利を調節していたかを反映する指標になっている。

上記の  $\gamma_1$  と  $\gamma_2$  の値は、当局が為替レート管理の手段として為替市場介入を選ぶか国内金利の調節を選ぶのか、為替介入によるマネーサプライの増減をどれだけ不胎化するかといった政策スタンスに左右される。そこで、これらを補完する指標として(4)式で定義された  $\gamma_3$  を考える。*EMP* (為替市場圧力, exchange market pressure) は為替市場における当該通貨へ全体的な市場圧力を意味し、以下のように、当該為替レートの(1)実現した変化と(2)当局の金融政策により中和されたために実現しなかった変化の和として定義される<sup>12)</sup>。

$$EMP_t = \Delta \ln S_t - \Delta \ln S_t^*$$

ここで、 $\Delta \ln S_t^*$  は金融政策によって生じた均衡為替レートの変化率を表す。すなわち、 $\gamma_3$  は潜在的な為替市場圧力のうち通貨当局の管理を受けずに実現した部分の比率を表す指標となっている。単純なマネタリー・モデルのもとで他の要因を一定とすれば、均衡為替レートはマネーサプライ ( $M$ ) と比例関係にある。さらに、マネーサプライとマネタリー・ベース ( $B$ ) の乗数関係を一定と仮定すれば、

$$\Delta \ln S_t^* = \Delta \ln M_t = \Delta \ln B_t$$

となり、(4)式は以下のように書き直すことができる。

$$\gamma_3 = \frac{s.d.(\Delta \ln S_t)}{s.d.(\Delta \ln S_t - \Delta \ln B_t)}$$

表6は、統計に制約のある香港と中国を除く7カ国について、月次データを用いて計算した上記の3指標の値をまとめたものである<sup>13)</sup>。まず対ドル・レートについての結果をみると、マレーシア以外の crisis 5 では危機以後に  $\gamma_1$  と  $\gamma_2$  の値が大幅に上昇している。また、台湾やシンガポールでも  $\gamma_2$  の値

表6 通貨危機前後の為替政策の変化

	$\gamma_1$		$\gamma_2$		$\gamma_3$	
	危機以前	危機以後	危機以前	危機以後	危機以前	危機以後
対米ドル						
韓国	0.13	1.16	0.74	10.38	0.14	0.34
マレーシア	0.16	0.00	2.17	0.00	0.18	0.00
タイ	0.16	0.83	0.25	5.14	0.14	0.32
フィリピン	0.08	0.47	1.00	1.56	0.29	0.33
インドネシア	0.05	2.28	0.15	1.90	0.05	0.85
台湾	0.44	0.62	0.94	9.98	0.29	0.30
シンガポール	0.62	0.70	2.02	3.81	0.29	0.26
対日本円						
韓国	0.42	1.22	2.35	10.91	0.32	0.27
マレーシア	0.43	0.82	5.71	9.30	0.32	0.32
タイ	0.83	1.51	1.28	9.28	0.43	0.37
フィリピン	0.19	0.75	2.45	2.48	0.42	0.38
インドネシア	0.44	2.51	1.40	2.09	0.33	0.57
台湾	1.02	1.36	2.18	22.06	0.42	0.41
シンガポール	1.60	1.40	5.18	7.61	0.45	0.34

(注) 危機以前 (1987年1月~1997年6月), 危機以後 (1999年1月~2002年6月)。推計に用いた金利は3カ月もの銀行間調達レートないしそれに準ずる市場レート。

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, National Statistics of Taiwan データベースをもとに推計。

は上昇しているものの、 $\gamma_1$ の値には大きな変化が認められない。一方、 $\gamma_3$ の値は韓国、タイ、インドネシアにおいて顕著に上昇しており、フィリピン、台湾、シンガポールでは大きな変化は認められない。

次に対円での試算結果をみると、crisis 5の $\gamma_1$ と $\gamma_2$ の値は通貨危機以後に全般に上昇している一方、 $\gamma_3$ はインドネシア以外ではどちらかというと低下している。また、台湾とシンガポールの $\gamma_3$ の値ははっきりした変化を示していない。さらに対円と対ドルの結果を比較すると、通貨危機以前にはい

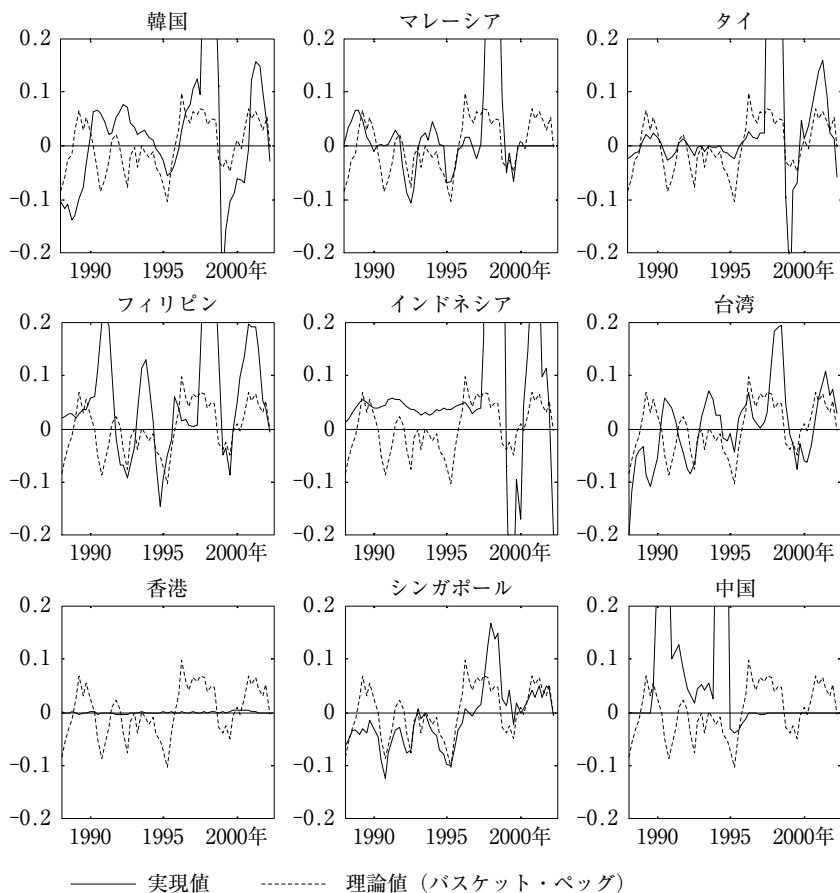
ずれの国においても対円の3指標の値が対ドルによる値に比べてずっと大きくなっていたこと、危機以後にはマレーシア以外の crisis 5 で両数値の差が逆転ないし大幅に縮小していることがみてとれる。とくに通貨危機以後の対ドルと対円の $\gamma_3$ の値を比べると、いずれの国においてもはっきりした差異が認められなくなっている。

以上の結果から各国の通貨管理政策の変容を推察すると以下のようになる。マレーシア以外の crisis 5 では通貨危機を経て自国通貨の対外価値の変動をより許容する方向に政策スタンスがシフトし、それが主として危機以前の対ドル・レート安定重視の姿勢を改めることによってもたらされた<sup>(14)</sup>。一方、non-crisis 4 のうちドル・ベッグしていない台湾とシンガポールでは危機前後で大きな政策変化は生じていない。これらの推察は第1節の分析ともおおむね一致するものである。

これまでの分析から、通貨危機以前のアジア諸国の為替レームが事実上のドル・ベッグであり、危機以後にも同様の政策に回帰しつつあるという認識が妥当でないことが明らかになった。また、本節のこれまでの分析はいずれも月次統計に依拠しているが、月次データのみを用いて通貨当局の姿勢を推察することの危険性は先に強調したとおりである。そこで、ここでは少し視点を変え、もしアジア諸国がCBPを採用していた場合、各国通貨の対外価値の中長期的な軌跡が実際の軌跡とどれだけ異なっていたかを検討してみることにする。

CBP論者は、アジア諸国が先進国通貨の為替変動の影響を制御しつつ域内通貨間の相対価値の安定を図るため、ドル、円、ユーロの3通貨からなる共通バスケットをあらかじめ設定し、それに対して各国が自国通貨の(名目)為替レートをターゲットिंगすることを奨励する。アジア各国の域外諸地域との経済関係は必ずしも一様でなく、また、貿易、投資、対外債務など多様な要因をどのようにバスケットのウェイトに反映させるべきかという点についても議論の余地がある。とはいえ、既存文献の示すウェイトの試算値に大きな差があるわけではなく、例えば、Williamson [2000] は本章の対

図4 実現した為替レートとCBPによる為替レートの変動（対米ドル，名目ベース）

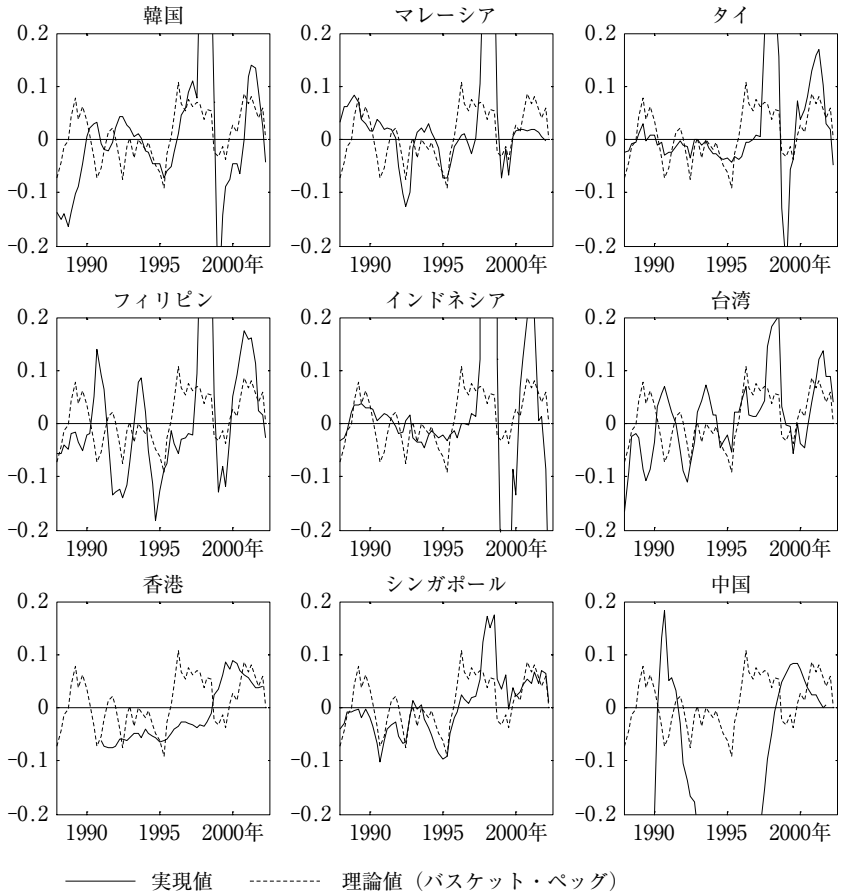


（出所）表6に同じ。

象とする9カ国が共通バスケットを採用した場合の最適ウェイトとして、ドル：円：ユーロ = 0.381 : 0.326 : 0.293という試算値を提示している。また、Kawai and Akiyama [2000] は実質実効為替レート安定のためにはバスケット・ウェイトの詳細は重要でないとし、運用上の簡便性を考慮したドル：円：ユーロ = 0.4 : 0.3 : 0.3という比率を提案している。

図4および図5は、過去に実現したアジア通貨の対ドル・レートの変動と

図5 実現した為替レートとCBPによる為替レートの変動（対米ドル，実質ベース）



(出所) 表6に同じ。

CBPを採用した場合に実現していたはずの理論的な対ドル・レートの変動を比較したものである。図4は名目ベースの対ドル・レートを比較し、図5は各国の消費者物価指数を用いて計算した実質レートを比較している。例えば、図4の各パネル中の点線はCBPを採用した場合に実現していたはずの各国通貨の対ドル名目為替レートの変化率を表しており、当該期間中の実際の円・ドルおよびユーロ (ECU) ・ドル・レートをもとに Williamson [2000]

のドル：円：ユーロ＝0.381：0.326：0.293というウェイトを仮定して計算したものである<sup>15)</sup>。一方、実線は現実の各通貨の対ドル名目為替レートの変化率をプロットしている。図5についても、名目為替レートの代わりに実質為替レートの変化率を示していること以外は同様である<sup>16)</sup>。

図4と図5を一瞥してまず気づくのは、公式にドル・ペッグ下にあった国以外では現実の対ドルレートの軌跡がCBPによる理論的な軌跡と比べて必ずしも硬直的でなかったことである。まず通貨危機以前の期間についてみると、インドネシア、香港、中国以外の国の通貨の為替レートの変動はバスケット・ペッグによる理論的な変動をかなりの程度フォローしていたことがわかる。これは当該国の通貨当局が中期的には先進国通貨間の為替変動の自国経済への影響を考慮した通貨管理を行っていたことを示唆するものであり、前述の分析とも合致する。なお、タイにおいては実際のバーツの対ドル・レート動きがCBPの理論値と緊密に連動しつつもその変動幅がずっと小さくなっている。これは通貨当局がドルに大きなウェイトを置くバスケット・ペッグを行っていたことを示しており、これも前節の結果と整合的である。

次に通貨危機以後の期間をみると、マレーシア以外の crisis 5 通貨の対ドル・レートの変動幅は、名目ベースでも実質ベースでもCBPによる理論的な変動幅に比べてずっと大きくなっている。危機以後はサンプル期間が短いため断定的な評価は差し控えたいが、「事実上のドル・ペッグへの回帰」という認識が当を得ていないことはほぼ議論の余地のないところであろう。一方、non-crisis 4のうち公式にドル・ペッグしていない台湾とシンガポールについては、通貨危機以後に実現した対ドル・レートとCBPによる理論値の関係に大きな変化が生じた形跡は認められない。この点も前述の観察とも適合的である。

なお、ここで注意すべきと思われるのは、実際の為替レートの変動幅がCBPによる理論値を上回っていた国においては、CBP制度の採用によってマクロ経済がより不安定化していた可能性を排除できないことである<sup>17)</sup>。例えば、1995年ごろまでのフィリピン・ペソの対ドル名目為替レートはバスケ

ット・ベッグによる理論値をフォローしつつも変動幅では後者を大幅に上回っており、その傾向はとくにドルが円や ECU に対して増価する局面において顕著であった。一方、フィリピンのインフレ率は先進国のそれを一貫して大幅に上回っており、それは図4と図5中のフィリピン・ペソの対ドル名目レートと実質レートの変動率の乖離からも確認できる。このような環境では、ドルが他の先進国通貨に対して増価する際にペソの対ドル名目レートを減価させて輸出競争力の悪化を軽減しつつ、ドルが他通貨に対して弱含む局面でペソの対ドル・レートを増価率を限定的にすることでインフレ・ギャップによる中長期的な競争力喪失を阻止しようとする政策は決して不合理なものとはいえない<sup>18)</sup>。このような環境下でフィリピンが厳格な CBP に従っていたとしたら、短中期的な先進国通貨間の為替変動の国内経済への影響が増幅されていただけでなく、中長期的な輸出競争力の維持もより困難になっていた可能性がある<sup>19)</sup>。また、マレーシア以外の crisis 5 が危機以後に厳格なバスケット・ベッグを守っていたとしたら、これらの国々の通貨の対ドル・レートは実現値よりかなり高めに推移していたはずである。次節で詳しく分析するように、これらの国々の通貨危機からの回復は輸出の急回復にかなりの程度支えられており、厳格な CBP のもとでは輸出を梃子にした経済回復がより困難になっていた可能性がある。

### 第3節 アジア諸国の為替レート政策と輸出競争力

CBP 論者は、1990年代後半の円安ドル高局面で対ドル為替レート安定を重視するアジア諸国は輸出競争力を失い、それが通貨危機の重要な原因となったと主張する。本節では1995年以降の円安とアジア諸国の輸出パフォーマンスの関係を実証的に分析し、円安と通貨危機の因果関係を検証する。

表7は、データに制約のある香港以外の8カ国について、1990年代の対外収支の動向をまとめたものである。上段から順に、①米ドル建て財輸出総額

表7 アジア諸国の対外収支と米ドルの為替レート

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
①米ドル換算財輸出総額の対前年変化率 (%)								
韓国	3.0	10.8	8.0	7.7	15.7	31.2	4.3	6.7
マレーシア	16.3	17.0	18.1	16.1	23.1	26.1	7.3	0.7
タイ	15.0	23.8	13.7	13.4	22.2	24.7	-1.9	4.1
フィリピン	4.7	8.0	11.1	15.8	18.5	29.4	17.7	22.8
インドネシア	16.7	10.5	14.0	8.3	9.9	18.0	5.8	12.2
台湾	1.4	13.3	6.9	4.4	9.4	20.0	3.8	5.3
シンガポール	19.6	12.2	8.5	17.0	25.8	21.0	6.4	-0.2
中国	19.2	14.4	18.1	8.8	35.6	24.9	17.9	20.9
②財輸出総額の対 GDP 比率 (%)								
韓国	25.7	24.3	24.3	23.8	23.9	25.6	24.9	28.6
マレーシア	66.8	69.9	69.0	70.3	78.9	83.1	77.8	78.5
タイ	27.0	28.9	29.1	29.5	31.3	33.5	30.5	38.0
フィリピン	18.4	19.4	18.4	20.5	20.8	23.6	24.6	30.3
インドネシア	22.4	22.7	24.4	23.3	22.6	22.5	21.9	24.8
台湾	42.0	42.5	38.4	37.9	38.1	42.1	41.5	42.1
シンガポール	143.6	138.0	129.4	128.8	138.9	142.1	136.9	131.7
中国	16.2	18.0	18.1	15.2	22.3	21.2	18.4	20.2
③貿易収支の対 GDP 比率 (%)								
韓国	-1.2	-3.0	-1.5	0.1	-1.2	-1.5	-4.1	-1.3
マレーシア	2.0	-3.7	1.4	-0.1	-1.5	-3.9	1.4	0.9
タイ	-7.8	-6.9	-4.7	-4.6	-5.2	-7.1	-6.6	0.0
フィリピン	-5.7	-3.0	-4.3	-8.5	-9.0	-8.8	-9.4	-12.3
インドネシア	1.6	0.8	1.7	1.5	0.7	-0.8	-1.1	0.2
台湾	7.2	6.9	4.0	3.5	3.3	3.2	4.8	3.2
シンガポール	6.9	10.7	9.9	7.9	15.1	15.9	13.6	13.3
中国	2.8	2.9	1.1	-1.9	1.4	1.7	2.1	4.7
④経常収支の対 GDP 比率 (%)								
韓国	-0.8	-2.8	-1.3	0.3	-1.0	-1.7	-4.4	-1.7
マレーシア	-2.0	-8.5	-3.7	-4.5	-6.1	-9.7	-4.4	-5.9
タイ	-8.5	-7.7	-5.7	-5.1	-5.6	-8.1	-8.1	-2.0
フィリピン	-6.1	-2.3	-1.9	-5.5	-4.6	-2.7	-4.8	-5.3
インドネシア	-2.6	-3.3	-2.0	-1.3	-1.6	-3.2	-3.4	-2.3
台湾	6.8	6.9	4.0	3.1	2.7	2.1	3.9	2.4
シンガポール	8.5	11.4	12.1	7.3	16.4	17.9	14.0	18.9
中国	3.1	3.3	1.4	-1.9	1.3	0.2	0.9	4.1
⑤経常収支-海外直接投資純流入 (対 GDP 比率, %)								
韓国	-0.9	-2.9	-1.4	0.1	-1.4	-2.1	-4.9	-2.1
マレーシア	3.7	-0.6	4.8	2.5	-3.0	-6.0	-0.9	-2.0
タイ	-5.7	-5.8	-3.8	-3.9	-5.0	-7.4	-7.3	0.1
フィリピン	-4.9	-1.1	-0.6	-4.0	-2.6	-0.8	-3.2	-3.9
インドネシア	-1.6	-2.2	-1.2	-0.4	-2.2	-1.7	-0.9	-0.2
台湾	4.4	6.5	3.5	2.4	2.1	1.5	3.2	1.4
シンガポール	18.1	21.6	13.9	11.7	22.0	24.3	17.9	22.7
中国	3.8	4.2	2.9	1.9	7.1	5.1	5.5	8.7
⑥米ドルの為替レート (1995年=100)								
ドル/円 (名目)	153.9	143.2	134.6	118.2	108.7	100.0	115.6	128.6
名目実効為替レート	108.7	106.9	105.1	107.9	106.0	100.0	104.7	112.9
実質実効為替レート	105.6	103.4	102.0	105.3	104.7	100.0	106.4	115.5

(注) 米ドルの為替レートは数値の上昇がドルの増価を示す。

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, UNCTAD, *Handbook of Statistics*, National Statistics of Taiwan データベースをもとに推計。



の前年比増加率、②輸出総額、③貿易収支、④経常収支、⑤経常収支からネットの海外直接投資流入を差し引いた金額、⑥米ドルの対外価値を示している（②-⑤は対GDP比、⑥は数値の上昇がドルの増加を示す）。⑤は経常収支赤字のうち流動性の高い金融資本流入によりファイナンスされている分に相当し、海外投資家の動向変化に対する当該国の潜在的脆弱性の指標と見なすことができる。

まず、①をみると、1995年から1996年にかけてすべての国の輸出の伸びが大幅に鈍化したことが確認できる。このことは、1995年から1996年にかけてのアジアの輸出不振が外生要因に基づくものであったことを示唆している。この時期の輸出/GDP比率（②）の低下は相対的に小幅にとどまっているが、これは多くの国で経済成長率そのものが鈍化しはじめていたためと思われる。

ここまでは8カ国にほぼ共通しているが、③の貿易収支/GDP比率の動向をみると crisis 5 と non-crisis 4（ここでは3）の間にはっきりした違いが現れてくる。すなわち、前者のグループの貿易収支バランスが1990年代全体を通じてかなり軟調であったのに対し、後者のグループの収支はほぼすべての年で黒字になっている。また、crisis 5の貿易収支は1995年から1996年にかけてさらに悪化しており、④の経常収支の赤字幅は（海外在住労働者の本国送金の大きいフィリピンを除き）さらに大きくなっている。

最後に⑤をみると、旺盛な海外直接投資（FDI）流入が継続していたマレーシア、タイ、インドネシアでは、1995年から1996年にかけて金融資本流入/GDP比率がやや低下している。一方、FDI流出額が流入額を上回っていた韓国では、1996年に金融資本流入への依存度が大幅に上昇している。また、全体的に crisis 5 が恒常的に海外金融資本によって経常収支赤字をファイナンスする構造になっていたのに対し、それ以外の国はネットの金融資本輸出国になっていたことが確認できる。

以上の観察をまとめると、確かにアジア諸国の輸出実績は1995年から1996年にかけて軟化しており、そのタイミングは1995年半ば以降の急速な円安と一致している。円は1990年初めから1995年半ばにかけて対ドル名目ベースで

約46%増価し、その後1997年前半までに約42%減価した(⑥)。したがって、1995年以降の円安は基本的にはそれ以前の円高の調整であったとみるべきだが、1995年から1997年にかけては欧州通貨もドルに対して弱含んでおり、米ドルの実効為替レートは名目ベースでも実質ベースでかなり急速に増価していた<sup>20)</sup>。これらのことのみから判断すると、アジア諸国の「ドル重視の」為替レート政策がドル高局面で輸出パフォーマンスを悪化させ、もともと対外収支の弱かった国を選んで金融通貨危機を発生させたとする議論は一見首肯できるかに思われる。

しかし、1995年から1996年にかけては先進国経済全体の成長鈍化によって世界全体の輸入需要が軟化しただけでなく、アジア諸国が特化する電子・電機産業市場で世界的な不況が生じている(World Bank [2000])。したがって、表8でみたアジア諸国の輸出実績の変化のどれだけがこれら需要側の要因によるものであり、どれだけが先進国間の為替変動に起因する輸出競争力ショックによるものであったかは実証的に検証されるべき事柄である。そこで、ここではCMS(constant market share)分析と呼ばれるフレームワークを用いて、1990年代のアジア諸国の輸出実績の変動要因を数量的に捉えることを試みる。

まず、 $X_{i,t}^k$  を  $t$  年における  $i$  国の  $k$  財の米ドル建て輸出総額と定義する。さらに

$$X_{i,t} = \sum_k X_{i,t}^k = t \text{ 年の } i \text{ 国の輸出総額}$$

$$X_t^k = \sum_i X_{i,t}^k = t \text{ 年の世界の } k \text{ 財の輸出(輸入)総額}$$

$$X_t = \sum_i \sum_k X_{i,t}^k = t \text{ 年の世界の輸出(輸入)総額}$$

と書くことにする。

ここで、 $r_{i,t}^k$  を

$$r_{i,t}^k = (X_{i,t}^k - X_{i,t-1}^k) / X_{i,t-1}^k = \Delta X_{i,t}^k / X_{i,t-1}^k$$

と定義すれば、これは  $t$  年の  $i$  国の  $k$  財の輸出総額の対前年比成長率を示している。さらに、上記に対応して、

$$r_t^k = \Delta X_t^k / X_{t-1}^k = t \text{ 年の世界の } k \text{ 財の輸出（入）総額の対前年比成長率}$$

$$r_t = \Delta X_t / X_{t-1} = t \text{ 年の世界の輸出（入）総額の対前年比成長率}$$

と書くことにする。すると、 $t$  年の  $i$  国の輸出総額の対前年増減分に当たる  $\Delta X_{i,t}$  を以下の三つの要素の和として表現することができる。

$$\Delta X_{i,t} = r_t X_{i,t-1} + \sum_k (r_t^k - r_t) X_{i,t-1}^k + \sum_k (r_{i,t}^k - r_t^k) X_{i,t-1}^k \quad \dots\dots(5)$$

上記において、右辺の初項  $r_t X_{i,t-1}$  は  $t-1$  年の  $i$  国の輸出総額と  $t-1$  年から  $t$  年の世界の輸出（入）総額の増加率の積であり、世界全体の平均的な輸入需要増加の  $i$  国の総輸出成長率への寄与分と見なすことができる。次に、第2項  $\sum (r_t^k - r_t) X_{i,t-1}^k$  は各財の輸入増加率の平均値からの乖離に  $t-1$  年の  $i$  国の当該財の輸出実績を乗じたものである。この値は  $i$  国が輸出している財に対する世界需要の増加率が平均的な財への需要増加率を上回った場合に正となり、 $i$  国が特化する財への付加的な需要増加によってもたらされた輸出成長分と見なすことができる。最後に、第3項  $\sum (r_{i,t}^k - r_t^k) X_{i,t-1}^k$  は主として供給側の要因による輸出変動にあたっており、為替変動による  $i$  国の輸出競争力の変化もこの項に反映されることになる。

さらに、(5)式全体を  $X_{i,t-1}$  で除すると以下のようになる。

$$r_{i,t} = x_{i,t}^1 + x_{i,t}^2 + x_{i,t}^3$$

ただし、

$$x_{i,t}^1 = r_t$$

$$x_{i,t}^2 = \sum_k (r_t^k - r_t) X_{i,t-1}^k / X_{i,t-1}$$

$$x_{i,t}^3 = \sum_k (r_{i,t}^k - r_t^k) X_{i,t-1}^k / X_{i,t-1}$$

である。

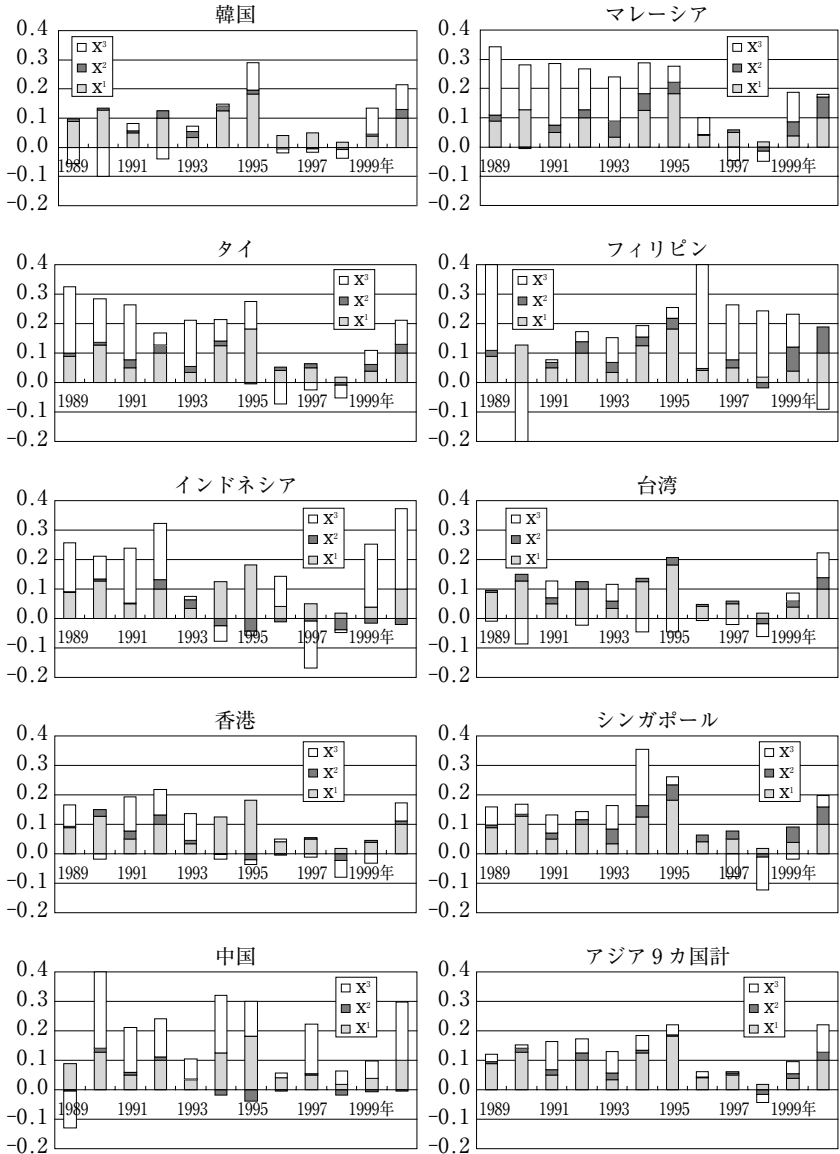
図6は、上記のフレームワークを用いて1980年代末以降のアジア諸国の輸出実績の変動の要因分解を行った結果をまとめたものである。推計にあたっては、カナダ統計局が国際連合統計をもとに作成している長期データベース（World Trade Analyzer: WTA）を利用した<sup>21)</sup>。同データベースは国連の標準国際商品分類改訂第二版（SITC Rev.2）に基づいており、ここでは一次産品や食料品などを除く大分類第5—8部のうち一貫した小分類統計（SITC 3桁）が得られる140品目を対象とした。なお、上記の $x_{i,t}^3$ はあくまでも各国の輸出総額の増減率から需要要因を引いた残差であるため、為替変動以外の要因を反映している可能性に注意する必要がある。

まず、図6を大まかに観察すると、多くの国で1995年ごろを境に供給側要因の寄与分である $x_{i,t}^3$ が正から負に転じていることに気づく。また、多くの国では1999～2000年ごろにその値が再度プラスに転じており、その上昇幅は通貨危機後に自国通貨が大幅減価した韓国、タイ、インドネシアなどでとくに大きくなっている。これをみるかぎり、為替レートの変動は確かにアジア諸国の輸出変動に影響を与えていたように思われる。

しかし、1995年以前の結果をより詳しくみると、各国の $x_{i,t}^3$ の値が円ドルレートやドルの実効為替レートの変動に必ずしも密接に連動していないことに気づく。とくに、1990年代前半の $x_{i,t}^3$ の値が大きいマレーシア、タイ、インドネシア、中国はいずれも1980年代後半以後に大量のFDIを受け入れており、1990年代前半の急速な輸出の拡大がかなりの程度現地に進出した外資系企業の輸出の立ち上がりに支えられていたものと推察される<sup>22)</sup>。

ここで注意すべきことは、先進国間の為替変動はアジア諸国の輸出業者の国際競争力に影響を与えるだけでなく、各国が先進国から受け入れるFDIの動向にも大きな影響を与えることである。とくに日本の製造業企業の対外直接投資は円の実効為替レートの動向と強く連動しており、急速な円高が1

図6 輸出変動の要因分析(1)



(出所) Statistics Canada, *World Trade Analyzer* のデータをもとに推計。

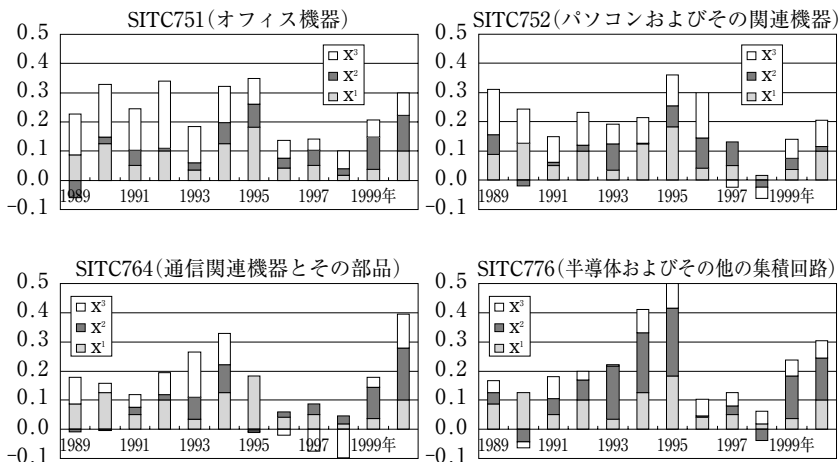
～3年程度のタイムラグを経て日本企業の対外投資を増加させ、それがさらに1～2年後に進出先国の輸出実績に反映されはじめることはよく知られているとおりでである (Ito [2000])。実際、日系企業のアジアへのFDIは1985～88年の円高に呼応する形で1987～91年ごろに大きく盛り上がり、その後1990年前半の円高により1995年ごろから通貨危機直前まで再び増加している。したがって、1994年から1997年ごろは前後2回のFDIの盛り上がりと呼応してアジア諸国の輸出増加率が押し上げられた時期の谷間に当たっており、この時期の $x_{i,t}^3$ の低下を1995年以降の円高のみに帰属させるのは無理があるように思われる。また、このことは、先進国通貨の相対価値が中期的な変動を繰り返し、かつそれがFDIと競争力の二つの経路を通じてアジア諸国の輸出実績に影響を与える環境では、機械的なバスケット・ペッグが当該国の総輸出や貿易収支の安定を保証しないことを示唆している。

さらに強調すべきことは、1995年から1996年にかけてのアジア諸国の輸出不振は需要ショックによるところが大きく、為替要因を含めた供給側のショックの寄与率は相対的に軽微であったことである。そのことは、右列最下段のアジア9カ国全体に対する試算結果をみると明瞭である。

図7は、アジア諸国の主要な輸出産業である情報機器や通信関連製品について、図6と同様の手法で需要・供給側ショックの輸出変動への寄与率をまとめたものである。これをみると、1994年から1995年にかけてまず通信関連製品の需要拡大にブレーキがかかり、その後を追うようにオフィス機器やパソコン関連市場の需要が軟化し、それに対応してそれまで急拡大を続けていた半導体需要が一気に後退したことが確認できる<sup>23</sup>。また、1999年以後のアジア諸国の輸出の回復局面においても、自国通貨安による競争力向上に加え、ITを中心とした電子製品市場需要の立ち直りが大きな役割を果たしていたことも確認できる。

以上の観察をまとめれば、1995～97年のアジア諸国の輸出不振の過半はITやその他の電子機器を中心とした需要ショックによるものであり、円安と通貨危機の因果関係はCBP論者が強調するほど明確なものであったとは

図7 輸出変動の要因分析(2)



(出所) 図6に同じ。

思われぬ。確かに1995年時点で各国が思い切った通貨切り下げを行っていたら輸出の減少がある程度緩和されていた可能性はあるものの、需要ショックを所与とすればその効果は限定的であったろう。また、次節で議論するように、当時の内外の経済環境を考えれば、大幅な通貨切り下げがこの時点で現実的なオプションであったとは思われぬ。さらに、先進国間の為替変動はFDIと競争力の二つの経路を通して異なったタイミングで各国の輸出実績に影響を与えており、先進国通貨の相対価値が中期的な変動を繰り返している環境においては、機械的なバスケット・ベッグではその総合的な影響に十分に対応できない可能性がある。

#### 第4節 アジア金融通貨危機の教訓

本章では、アジアにおけるCBP推奨論の批判的検討を通じて通貨危機前後のアジア諸国の金融通貨政策を検証し、アジア諸国の今後の金融通貨政策

のあるべき姿を探った。その結果、アジアにおける CBP が最適な金融・通貨政策の枠組みであるとする議論が容易に受容しがたいことが明らかになった。

まず、CBP 論者は通貨危機以前のアジア諸国の為替レジームを事実上のドル・ペッグ制と呼んでいるが、これが必ずしも適切な認識でないことが示された。公式にドル・ペッグしていた国以外の通貨の為替レートは中期的には CBP 論者が問題視する先進国通貨間の為替変動をそれなりに反映した動きをしており、フィリピン・ペソなどは通貨危機以前でも実際的为替レートの変動幅が CBP 下での理論値を大幅に上回っていた。多くの国が日次や週次といった超短期で対ドル・レートの平準化を行っていたこと、通貨危機に見舞われた国がそれ以上の期間でも対ドル・レート安定を意識した政策運営を行っていたことは確かと思われるが、これらの国々の政策を一括して「事実上のドル・ペッグ」と断じてしまってよいかは議論の余地があろう。

また、CBP 論者はアジア諸国が危機以後も事実上のドル・ペッグに回帰しつつあると主張しているが、これは率直に言って誤解である。公式にドル・ペッグしているマレーシア、香港、中国を別とすれば、現在のところいずれの国の通貨も先進国通貨の為替レート変動をよく反映した動きをしており、韓国ウォン、タイ・バーツ、フィリピン・ペソ、インドネシア・ルピアの調整幅はバスケット・ペッグによる理論的な調整幅を大きく上回っている。現在でもこれらの国々が市場介入によって為替レートの乱高下を防止しようとしていることは指摘されているが<sup>24)</sup>、中長期にわたって自国通貨の対外価値を管理しようとする意欲は大幅に後退しているように思われる。

ただし、上述の観察はアジア諸国のこれまでの為替レート政策が最適であったことを意味するものではない。第3節でみたように、多くのアジア諸国は単に对外开放度が高いだけでなく需要の循環性の高い IT やその他の電子関連製品の輸出に強く依存しており、その傾向は通貨危機後にさらに強まっている。また、先進国通貨間の為替変動はアジア諸国の輸出競争力のみならず、これらの国々が受け入れる FDI の動向にも影響を与えている。このよ



うな状況は当面の間続くものと思われ<sup>25)</sup>、各国が外生的なショックから国内経済の安定を守るためには国内金融政策の足枷となるCBPなどにあらかじめコミットすることは好ましくなく、内外の経済環境の変化をみながら柔軟な金融通貨政策を運営する必要があるだろう。とくに、1995～97年のように負の外生ショックが複合的に生じる局面においては、一時的に大幅な自国通貨の減価を許容することも必要と思われる。

とはいうものの、1995～97年時点でそのような大胆な自国通貨切り下げが現実的なオプションであったかは疑問である。第1節において指摘したように、1995年ごろを境に多くのアジア諸国通貨の中期的なドルとのリンクはむしろ強まっていた。この時期にドルが円や欧州通貨に対して増価を続けており、かつ深刻な輸出需要ショックが生じていたことを考慮すれば、この時期のアジア通貨の対ドルレートの安定は偶然ではありえず、なぜそれが生じたのかが検討されなければならない。

まず、金融通貨危機が最初に顕在化したタイを考えてみよう。タイでは1990年代初めから海外金融資金の流入が加速し、その一部が株式や不動産投機に回って資産バブルの様相を強めていた。資本流入は1994年中ごろからさらに加速し、1995年に当局が過剰流動性に対応するために商業銀行やノンバンクの不動産投資の規制に乗り出したが、それによって資産価格の調整が始まるとただちに国内の金融不安が顕在化した（末廣 [2000]）。

1995年以後に輸出需要の後退が深刻化するなかで、通貨当局は国内景気浮揚のためには思い切ったパーツ切り下げが望ましいことを認識していたはずである。しかし、それまでの急速な金融資本流入によって対外債務の対GDP比率や対外債務に占める短期債務の比率が急上昇しており、そのような環境下で切り下げを行えば国内金融機関や事業会社がただちに返済不能に陥ってしまうことも容易に予想できたであろう。第2節でみたように、タイは1980年代末から米ドルに高いウェイトを置くバスケット・ペッグ制を採用しており、この制度は基本的には通貨危機に至るまで維持されていた。しかし、データをより詳細に検討すると、1995年ごろから中期的なパーツとドル

の相関度がさらに高まっていたことが確認できる。この点についての詳細は補論に譲ることにするが、このような政策スタンスの変化の裏には、自国通貨大幅切り下げが国内事業会社のバランスシートや海外投資家の動向に与える影響への懸念があったものと思われる。

一方、タイで危機が顕在化した1997年7月時点では他の crisis 5 の国内経済はまだ過熱状態にあり、旺盛な資本流入を背景とした自国通貨買い圧力も継続していた。したがって、例えば、1995年中ごろから通貨危機までの期間にマレーシア通貨当局が置かれていた環境はタイ通貨当局のそれとは異なっており、この期間のマレーシア・リングの対ドル・レートの安定には上記のタイのケースとは異なった理由が存在していたはずである。

随所で指摘されているとおり、マレーシア通貨当局は国内金融機関や事業会社の外貨建て負債を継続的に制限しており、タイのように資本流入がそのまま外貨建て負債の積みあがりに帰結する事態にはなっていなかった (Cordon [2002])。しかし、大規模な外貨流入は金融資産や不動産価格の上昇を経由して国内の過剰流動性を惹き起こし、1994年ごろからは対 GDP 比での国内銀行の貸出残高の上昇率が一段と加速していた<sup>26)</sup>。通貨当局は金利操作などのオーソドックスな金融政策手段によるマクロ経済運営が困難になっていることに懸念を強めていたが、政治的な理由から直接的な貸出規制はためられる環境にあった。

前節までにみたように、中期的なマレーシア・リングの対ドル・レートは1990年代中ごろまで CBP による理論値をおおむね反映した動きをしていた。また、1990年代前半まで資本流入の短期変動がかなり機械的に不胎化されていたことも知られており (Bank Negara Malaysia [1999])、通貨当局が輸出競争力の維持と国内価格水準の安定の両者を追求していたことが推察できる。しかし、資本流入の加速と国内景気の過熱に直面し、1994年ごろから通貨当局の為替レート政策の一義的な目標が次第にインフレ封じ込めにシフトしていった形跡が認められる。すなわち、リングの実効ベースでの増価をある程度許容しつつ、その結果得られる輸入物価の安定 (ないし下落) によって国

内のインフレ圧力を緩和しようとしたものと思われる<sup>27)</sup>。この時期に米ドルが円や欧州通貨に対して急速に増価していたことを想起すれば、このような政策スタンスのシフトが事後的にリングのドルへのリンクを強める結果となったことは不思議ではない。

以上のように考えると、タイにおいてもマレーシアにおいても、1990年代半ば以降の対ドル・レート安定の本質的な原因は資本流入の加速とそれによるマクロ経済と国内金融システムの不安定化であったことが理解できる。すなわち、これらの国々は1995年ごろに突然「自発的に」ドル・ペッグに移行したわけではなく、急速な資本流入によって政策運営上の柔軟性を奪われ、結果的にドル・ペッグに近い政策に追い込まれていったと考えることができる<sup>28)</sup>。

なお、冒頭でも指摘したように、CBP 論者はアジア諸国が域内貿易・投資関係の深化を通じた経済発展を続けるためにアジア通貨間の為替レート安定が重要であると主張している。本章ではこの主張を十分に検討することはできなかったが、現在でもアジア通貨間の名目為替レートのボラティリティーが必ずしも大きくないことは指摘しておくべきだろう。表5でみたように、国内政治経済の混乱が長期化しているインドネシアを除けば、今日でもアジア通貨間の名目為替レートの月中変動率は先進国通貨間のそれと同等ないしやや低めにとどまっている。第2節でみたように、現在のアジア諸国は厳格な米ドル・ペッグを続ける国と外生ショックをかなり柔軟に自国通貨の対外価値に反映させる国に二分されており、それがアジア通貨間の為替レートの安定に繋がっている。このような環境下で各国の金融政策の自由度を著しく制限するCBPのような制度を公式に採用することが賢明かどうかは慎重に議論されるべきである。

また、為替変動と貿易や直接投資の関係はそもそも理論的にも実証的にも曖昧であり<sup>29), 30)</sup>、そのみをもって為替レジーム選択の根拠とするのはやや無理がある。為替不安が貿易やFDIに与える影響を測定した実証研究は少なくないが、その多くは先進国を対象としたものであり、為替不安を

どう定義するかによって推計結果が大きく左右されることが知られている (McKenzie [1999], Dell' Ariccia [1999])。実際、貿易や FDI の主体である事業会社にとって問題なのは為替レートが変動することそれ自体ではなく、将来の為替変動の予測がどれだけ困難かという点であろう<sup>31)</sup>。また、国際的に事業展開する企業が憂慮するのは日次や週次といった超短期での為替変動ではなく、中期的な為替レートのミスアラインメントによってすでにコミットしている輸出や投資の収益性が大きく歪められてしまうことであろう。冒頭でも述べたように、自由な資本移動のもとで通貨当局が特定の為替レート水準を固守しようとするのが通貨危機を惹起し、結果的に極端な為替変動につながりやすいことは1990年代の苦い教訓であり、将来のアジアの金融通貨政策の枠組みを考えるうえでもこの教訓を十分に生かすべきであろう。

### 補論 通貨危機直前のタイの為替政策

公式な説明によればタイは1984年11月にドル・ペッグ制から複数通貨バスケット・ペッグ制に移行し、バスケット・ペッグ制は1997年7月の通貨危機勃発まで維持されていた。第1節で検討したとおり、通貨危機以前のタイにおいては(1)式の推計式は基準通貨やサンプル度数 (frequency) の変更に対して比較的頑健であり、おおよそ公式発表どおりの政策が運営されていたものと思われる。ただし、第1節に示した推計結果を詳しくみると、日次データによる推計式は他の推計式に比べると修正決定係数  $\bar{R}^2$  の値がやや低く、米ドルのウェイトの推計値  $\alpha_1$  がやや高めになっていることに気づく。このことは、タイ通貨当局が日次ベースでは対ドル・レート安定を重視としたオペレーションを行いつつ、月次以上の中長期では3先進国通貨バスケットとの名目為替レートを安定化させる政策を併用していたことを示唆している。また、第3節でみたように、1995年ごろから1997年にかけてはドルが他の先進国通貨に対して急速に増価したにもかかわらず、パーツの対ドル切り下げ率

がそれまでの期間に比べてやや小幅にとどめられていたように思われる。

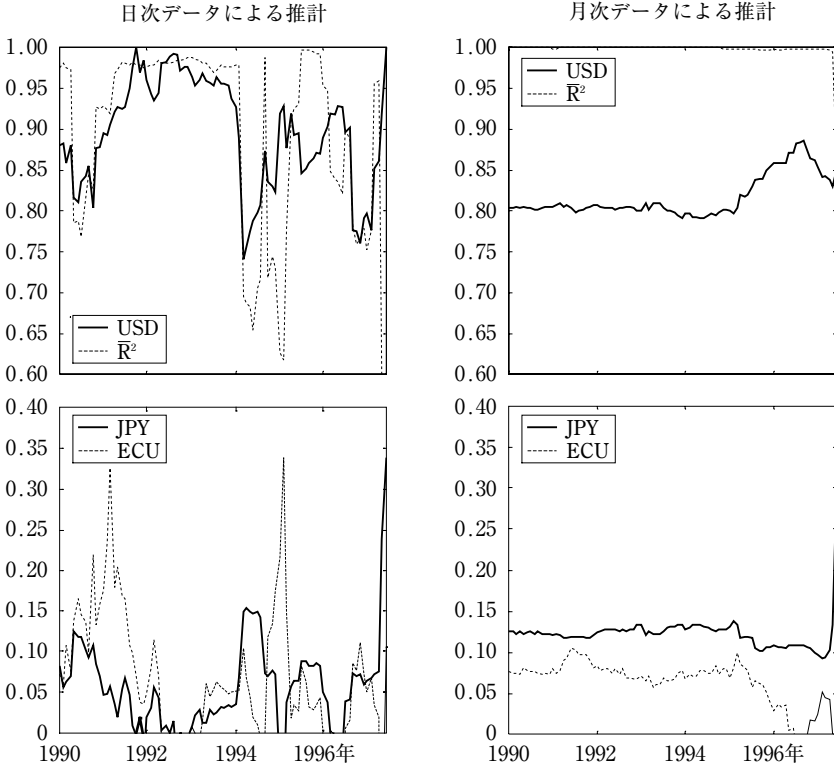
この点を確かめるために、日次と月次データを用いてローリング・リグレッションを行い、(1)式の推計値の安定性を調べてみることにする。具体的には、1990年1月から1997年6月までの各月につき、日次データについては直近の6カ月のデータのみを用いて、月次データについては過去24カ月のデータのみを用いて(1)式の推計を繰り返し、推計されたドル、円、ECUのウェイトが時間を通じてどのように変化していったかを追跡してみる<sup>32)</sup>。

その結果をグラフ化した図8をみると、日次データによる推計結果と月次データによる推計結果がかなり異なっていることがわかる。まず、日次データによる推計では各通貨のウェイトの推計値が安定しておらず、修正決定係数の値も時期によって大きく変動している。個々の推計結果を詳しくみると、実際には円とECUの推計値は多くの場合有意になっておらず、パーツがドルに対してほとんど固定されている期間にはドルのウェイトと修正決定係数の値がほぼ1になり、パーツの対ドル・レートが調節される時点ではそれぞれの値が1より大幅に小さくなっている。一方、月次データによる推計結果は非常に安定しており、修正決定係数も通貨危機直前まで1にきわめて近い値を保っている。上記の結果は通貨当局が日次ベースでは基本的に対ドル・レートのみを見ながら為替レート管理を行っていたこと、中期的な円ドル・レートやECUドル・レートの動向をにらみながらそれを適宜修正することで中長期のバスケット・ペッグを維持していたことが推察できる<sup>33)</sup>。

また、図8は、上記の政策が1995年前半ごろからある程度修正されていたことも示唆している。図中の四つのパネルを見比べてみると、1994年ごろから日次ベースではパーツのドルとの連動がやや弱まっており、その一方で、1995年ごろから月次データを用いて推計されたドルのウェイトが上昇している。上記の観察に対してはいろいろな解釈が可能であろうが、1990年代半ばからタイ経済のファンダメンタルズ悪化が顕著になり、1996年末に2回にわたってパーツが投機攻撃を受けていたことを想起すれば、通貨当局がそれ以前の時期のように日次ベースで為替レートを厳格に管理することが困難にな

図8 通貨危機直前のタイの為替政策

(ローリング・リグレッションによる各通貨のウェイトの推計値)



(出所) 表1に同じ。

っていったとみるのが自然であろう。その一方で、中期的にはむしろパーツのドルとのリンクを強めることで当局のパーツの対外価値維持への決意を海外投資家にアピールし、日々の為替レートのボラティリティーが大規模な資本逃避に繋がることを回避しようとした可能性が考えられる。タイは通貨危機に至るまで（ドルに高いウェイトを置く）バスケット・ペッグ制を機械的に運営していたとされがちである。しかし、先述したように、むしろ外貨建て債務の積み上がりと内外経済環境の悪化のなかで中期的な政策オプションを

奪われ、「事実上のドル・ペッグ」に追い込まれていったと考えるのが妥当と思われる<sup>64</sup>。

〔注〕

- (1) 本章では、韓国、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、台湾、香港、シンガポール、中国の9カ国（地域）を便宜的に「アジア諸国」と呼ぶ。これは既存文献の慣習に倣ったもので、これらの国々が最適通貨経済圏など経済学的に有意義な単位を構成することを含意するものでない。
- (2) 例えば、大塚ほか編 [2002：第9章] を参照。なお、アジアにおけるCBPには本邦財務省も強い興味を示しており、そのことは同省の運営する各種の審議会や委託研究、シンポジウムの内容などから推察できる。その成果の一部は同省のホームページで閲覧できる。
- (3) なお、名目為替レートではなく実質為替レートをターゲットिंगすることを推奨する論者も存在する（例えば Dornbusch and Park [1999]）。これに対しては、名目為替レートのターゲットिंगのほうが、(1)政策の透明性、(2)政策運営の簡便性、(3)国内金融政策へのディシプリンといった点で優れているという主張がなされている。本章は名目為替レートをターゲットिंगするケースを想定して議論する。
- (4) 比較の便のために、通貨危機以前のレートについては1997年6月を100、危機以降については1999年1月を100としてその変化をプロットした。数値の上昇はアジア通貨の対ドル減価を示す。
- (5) なお、図1をみると、1995年から通貨危機にいたる約2年間にかけて多くのアジア通貨の対ドル・レートがそれ以前に比べてきわめて安定した動きをしていたことが確認できる。補論において詳しく議論するが、この時期に一時的な対ドル・レートの安定が実現した理由を考えることはアジア諸国の為替レート政策と金融通貨危機の関係を議論するうえで重要と思われる。
- (6) この点は Hernández and Montiel [2001] が指摘している。
- (7) 実際、図1でみたように、1990年代以降を通じて対ドル名目レートがトレンドとして増価していたのはシンガポール・ドルのみであった。
- (8) ここでは、議論の単純化のために、いわゆるバラッサ・サミュエルソン効果の影響を考慮していない。アジア諸国におけるバラッサ・サミュエルソン効果の重要性については Ito et al. [1997] などを参照されたい。
- (9) なお、マレーシアとシンガポールにおいては変化の方向が逆になっている。当該期間中にマレーシア・リングとシンガポール・ドルがドルに対して増価気味に推移していたことを考慮すれば、これは予想どおりの結果である。
- (10) Frankel and Wei [1994] は基準通貨をスイス・フランからSDRに変更して

も推計値にみるべき変化はなかったと報告しているが、これは1990年代以後のデータについては当てはまらない。

- (11) なお、第1節でみたように、多くのアジア通貨の対ドル・レートは1994年以前と1995年以降とでかなり異なった動きをしていた。通貨危機以前の期間を1994年末までとして標準偏差を計算し直すと、韓国ウォンと香港ドル以外のアジア通貨の対ドル・レートと対円、対独マルク・レートのボラティリティーの差がかなり縮小することを指摘しておく。
- (12) 為替市場圧力の詳細な議論については Glick et al. [1995] や Bayoumi and Eichengreen [1998] などを参照されたい。
- (13)  $\gamma_3$  については、マネタリー・ベースの変動から季節循環要因を除去するため、1987～2001年のデータを用いて各月の変動率の平均値を計算し、その値からの乖離を以って上記の  $\Delta \ln B_t$  とした。
- (14) ただし、フィリピンやインドネシアでは通貨危機後の経済混乱が長引いたため、危機前後の各指標値の変化は当局の政策スタンスの修正以外の要因を反映している可能性がある。
- (15) 見やすくするために、あらかじめ四半期ごとの変化率を計算したうえで、直近4四半期の変化率の累積値をプロットした。図1同様、正の値は自国通貨の対ドル減価を意味する。
- (16) ユーロ (ECU) 圏の消費者物価の変動率は、ドイツ、フランス、イタリアの消費者物価指数変動率の単純平均によって代用した。
- (17) Ohno [1999] も同様の指摘をしている。
- (18) ただし、これは必ずしもフィリピン通貨当局が上記の政策目標を達成できていたことを意味するものではない。次節で検討するように、フィリピンの貿易収支は1990年代を通じて大幅な赤字基調にあり、実現したペソの為替レートにおいて国内輸出業者が十分な国際競争力を維持できていなかった可能性がある。
- (19) CBP 論者はバスケット・ペッグが金融政策のアンカーとして確立すれば国内物価が安定し、上記の懸念は払拭されると主張するであろう。これは1991年にアルゼンチンがカレンシー・ボードを採用したときに主張された議論と本質的に同じものだが、それが現実的かどうかの判断は読者に委ねたい。
- (20) このことは図4、図5中の点線の1995年以降の上昇幅がそれ以前の下落幅に比べて大きくなっていることにも現れている。
- (21) WTA の品目分類は SITC と完全に同一ではなく、長期統計としての整合性や再輸出に関する問題を考慮した修正が施されている。
- (22) フィリピンの輸出変動率が他の国に比べて大きいのは、同国の半導体の輸出実績の変動が際立って大きいためであるが、これには統計の不備も影響しているように思われる。



- (23) これら4品目がアジア9カ国の第5～8分類の総輸出額に占める割合は1995年で26.7%、2000年で35.5%にのぼっていた。
- (24) 例えば、Park et al. [2001] は1999年9月の韓国為替市場の日中データについての実証分析を行い、市場取引時間中に生じたほとんどのウォン・米ドル・レートの非連続的な変化がその後数分以内にそれ以前のレベルに押し戻されていたことを確認している。Park et al. [2001] は、これを韓国通貨当局が high frequency でのウォンのボラティリティーにきわめて敏感になっており、為替変動管理のために恒常的に市場介入を行っている証左であるとしている。
- (25) 電子関連産業への輸出の集中や中国への直接投資のシフトを憂慮するシンガポールなどでは化学製品やサービス財輸出の振興策が採られているが、その成果が十分に実現するにはそれなりの時間を要するであろう (Chern et al. [2002])。
- (26) なお、この時期の国内信用の急拡大には資本流入だけでなくマレーシア政府の国内金融機関に対する政治的な圧力も寄与していたものと思われる。この点については Athukorala [2001: Chapter 4] に詳しい。
- (27) なお、1980年代末以降一貫して増加を続けていたマレーシアの外貨準備は1994年初めの約33億米ドルをピークに減少に転じ、1997年初めまでに約26億米ドルにまで減少した。この期間にも海外からの資本流入が継続していたことを考慮すれば、これは上記の政策変化と整合的である。
- (28) なお、ある国がドル・ペッグに近い政策に移行し、その国と貿易する国が自国通貨の実効為替レートの安定化を図っていれば、後者の通貨の対ドル相関度も自動的に高まることになる。例えば、シンガポールにとってマレーシアは重要な貿易相手国であり、マレーシア・リングの対ドル・レート安定がシンガポール・ドルの米ドルとの相関度を強めた可能性がある。
- (29) この点は、CBP を推奨する Kawai and Takagi [2000] なども認めている。
- (30) 近年の実証研究は共通通貨の採用が強い貿易促進効果をもつことを示しているが、同時に為替レートのボラティリティーの変化が貿易量に与える影響は軽微であるとしている (Rose [2000])。
- (31) Monetary Authority of Singapore [2000] はアジア4通貨の対ドル先物レートのデータを用い、標準的な GARCH モデルによる為替不安の規模の推計を行っている。それによると、いずれの通貨においても1999年後半までにその推計値がほぼ危機以前のレベルに低下している。
- (32) 基準通貨にはスイス・フランを用いた。基準通貨の変更が推計結果に影響を与えることは第1節でみたとおりだが、以下の結果の大筋は他の通貨を基準通貨とした場合でも確認された。また、ECU をドイツ・マルクに代えて行った推計結果は図8に示した結果とほぼ全く同じであった。
- (33) なお、上記の結果はとくに驚くべきものではなく、タイ通貨当局の公式の

政策運営を確認する内容になっている。公式説明によれば、通貨危機が勃発するまで、Exchange Equalization Fund (EEF) が毎営業日の朝8時にパーツの対ドル基準レートを設定し、正午まで基準レートの上下0.02パーツの範囲で市中銀行と取引するという形で日々の為替レート安定化政策が運営されていた。午後は市中銀行間のみが取引が行われていたが、そこでの取引レートは翌日の基準レートの期待値に強く制約されていたといわれている。EEFは複合的な要因を考慮しつつ日々の基準レートを設定していると説明していたが、実際には輸出入の動向にとくに強い注意が払われていたといわれている (Dornbusch and Park [1999])。

- (34) なお、タイ通貨当局が3先進国通貨に加えて他のアジア通貨をバスケットに含めている場合、他のアジア諸国が自国通貨のドルリンクを強めればタイ当局の姿勢に変化がなくとも図8のような結果が得られる可能性がないわけではない。しかし、マレーシア・リングやシンガポール・ペソなどをバスケットに含めた推計では図8の右パネルのような安定した説明力は得られなかった。

## 〔参考文献〕

### 〈日本語文献〉

- 大塚啓二郎・中山幹夫・福田慎一・本多佑三編 [2002] 『現代経済学の潮流2002』東洋経済新報社。  
末廣昭 [2000] 『キャッチアップ型工業化論—アジア経済の軌跡と展望—』名古屋大学出版会。

### 〈外国語文献〉

- Athukorala, P.-C. [2001] *Crises and Recovery in Malaysia: The Role of Capital Controls*, Cheltenham, U.K. and Northampton, MA: Edward Elgar.  
Bank Negara Malaysia [1999] *The Central Bank and the Financial System in Malaysia*, Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia.  
Bayoumi, T. and B. Eichengreen [1998] “Exchange Rate Volatility and Intervention: Implications for the Theory of Optimum Currency Areas,” *Journal of International Economics*, 45, pp.191-209.  
Calvo, G. and C. Reinhart [2002] “Fear of Floating,” *Quarterly Journal of Economics*, 117, pp.379-408.  
Chern, T. S., T. S. Ping, E. Robinson, P. Willson and H. S. Chuan [2002] “Assessing

- Singapore's Export Competitiveness through Dynamic Shift-share Analysis," Monetary Authority of Singapore Occasional Paper, 23.
- Corden, M. [2002] *Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes*, Cambridge, M.A.: MIT Press.
- Dell'Ariccia, G. [1999] "Exchange Rate Fluctuations and Trade Flows: Evidence from the European Union," IMF Staff Papers, 46, pp.315-334.
- Dornbsch, R. and Y. C. Park [1999] "Flexibility or Nominal Anchors?" in S. Collignon, J. Pisani-Ferry and Y. C. Park eds., *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, London: Routledge.
- Fukuda, S. [2002] "Post-crisis Exchange Rate Regimes in East Asia," in Tokyo Center for Economic Research ed., *Exchange Rate Regime for Asia (Kobe Research Project)*. <http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame.html>.
- Frankel, J. [1992] "Is Japan Creating a Yen Bloc in East Asian and the Pacific?" NBER Working Paper, 4050.
- Frankel, J. and A. Rose [1995] "An Empirical Characterization of Nominal Exchange Rates," in G. Grossman and K. Rogoff eds., *Handbook of International Economics*, 3, Amsterdam: North-Holland.
- Frankel, J. and S. J. Wei [1994] "Yen Block or Dollar Block? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies," in T. Ito and A. Kruger eds., *Macroeconomic Linkages: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, Chicago: University of Chicago Press.
- Glick, R., P. Kretzmer and C. Wihlborg [1995] "Real Exchange Rate Effects of Monetary Disturbances under Different Degrees of Exchange Rate Flexibility: An Empirical Analysis," *Journal of International Economics*, 38, pp.249-274.
- Hausmann, R., U. Panizza and E. Stein [2001] "Why Do Countries Float the Way They Float?" *Journal of Development Economics*, 66, pp.387-414.
- Hernandez, L. and P. Montiel [2001] "Post-crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the 'Hollow Ground'?" IMF Working Paper, WP/01/170.
- Ito, T. [2000] "Capital flows in Asia," in S. Edwards ed., *Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence and Controversies*, Chicago: University of Chicago Press, pp.255-296.
- Ito, T., P. Isard and S. Symansky [1997] "Economic Growth and Real Exchange Rate: An Overview of the Balassa-Samuelson Hypothesis in Asia," NBER Working Paper, 5979.
- Kawai, M. and S. Akiyama [2000] "Implications of the Currency Crisis for Exchange Rate Arrangements in Emerging East Asia," World Bank Policy Research Working Paper, 2502.

- Kawai, M. and S. Takagi [2000] "Proposed Strategy for a Regional Exchange Rate Arrangement in Post-crisis East Asia," World Bank Policy Research Working Paper, 2503.
- Kwan, C. [1994] *Economic Interdependence in the Asia-Pacific Region*, London: Routledge.
- McKenzie, M. D. [1999] "The Impact of Exchange Rate Volatility on International Trade Flows," *Journal of Economic Surveys*, 13, pp.71-106.
- Monetary Authority of Singapore [2000] "Exchange Rate Policy in East Asia after the Fall: How Much Have Things Changed?" MAS Occasional Paper, 19.
- Ogawa, E. [2002] "Economic Interdependence and International Coordination in East Asia," in Tokyo Center for Economic Research ed., *Exchange Rate Regime for Asia (Kobe Research Project)*. <http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame.html>.
- Ogawa, E. and T. Ito [2000] "On the Desirability of a Regional Basket Currency Arrangement," NBER Working Paper, 8002.
- Ohno, K. [1999] "Exchange Rate Management in Developing Asia: Reassessment of the Pre-crisis Soft Dollar Zone," ADB Institute Working Paper, 1.
- Park, Y. C., C. S. Chung and Y. Wang [2001] "Fear of Floating: Korea's Exchange Rate Policy after the Crisis," *Journal of the Japanese and International Economies*, 15, pp.225-251.
- Rose, A. [2000] "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade," *Economic Policy*, 30, pp.7-46.
- Williamson, J. [2000] *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- World Bank [2000] *East Asia: Recovery and Beyond*, Washington, D.C.: World Bank.