

# アジア中進国の為替政策, 1973~83年

こう 高      しか 阪      あきら 章

はじめに

I 三つの為替レート概念

II 韓国

III 台湾

IV シンガポール

V マレーシア

おわりに

## はじめに

本稿では、しばしばアジア中進国とよばれる3カ国(韓国, 台湾, シンガポール)およびそれに次ぐものとしてのマレーシアの1973~83年に至る為替政策の推移を制度選択を含めて比較検討する。アジア諸国のなかでは、「低インフレ国」であるシンガポール, マレーシアが早くも1973年には単一通貨への固定的ペッグ制を放棄し, 75年にはバスケット・ペッグによる管理フロート制へと移行したのに対し, 「高インフレ国」の韓国および「中インフレ国」の台湾は70年代末までUSドルへの固定的ペッグ制を維持した。このため, その他主要国通貨の対USドル為替レート変動の影響を蒙ると, その時々々の名目レートの調整はこれら第三国間レート変動を中立化することができず, これら2国の実質実効レートは大きく変動した。もつとも為替レート調整に伴う遅れはいずれの制度にも付随しているから, 少なくとも第1次石油危機後の調整過程(1973~78年)においては, 実質為替レートは高インフレ国で増価, 低インフレ国では

減価する傾向にあった。その後1979~80年に至って, 韓国, 台湾ともになんらかの実質実効レートを監視 (monitor) する管理フロート制へと移行した。第2次石油危機後の世界不況の下で対外収支は悪化したが, 新制度の下で実質実効レートに減価気味に推移し, 対外調整を促進しているものとみられる(注1)。

以下では, 1973年の主要工業国の全面的変動為替相場制移行後, 2度にわたる石油危機に対する調整過程のなかで上記諸国が採用してきた為替制度の変遷を要約し, さらに, 実質実効為替レートの推移を観察することにより, 各国の対外調整過程における為替政策の役割とそのマクロ経済的背景の分析を試みる。まず第I節では, 後の分析のために三つの為替レート概念の関係を明らかにしておく。この準備作業の後, 第II~V節では各国ごとに1973年以降の為替政策を概観し, 最後にそれらの背景を簡単にまとめる(注2)。

(注1) 対外調整過程における内外相対価格としての実質為替レートの役割の重要性については, 本号所収の拙稿「交易条件と実質為替レート」を参照。

(注2) 1973~79年期のアジア諸国の為替レート政策を論じたものとしては, Aghevli, Bijan B., "Experiences of Asian Countries with Various Exchange Rate Policies," J. Williamson 編, *Exchange Rate Rules*, ロンドン, Macmillan, 1981年; Rana, Pradumna, B., *ASEAN Exchange Rates*, シンガポール, Institute of Southeast Asian Studies, 1981年などがある。

## I 三つの為替レート概念

本節では、以下で用いる三つの為替レート概念、すなわち名目、名目実効および実質実効レート間の関係を整理しておく(註1)。いま、ニューメーラールとなる介入通貨をUSドルとし、1 USドル=自国通貨  $E$  単位 (たとえば、1 USドル=250円)= $i$  国通貨  $E_i$  単位 ( $i=1, 2, \dots, N$ )、すなわち、自国通貨および  $i$  国通貨の邦貨建対USドル・レートをそれぞれ  $E$  および  $E_i$  とすると、自国通貨の(邦貨建)対  $i$  国通貨レートは  $E/E_i$  となる。したがって、すべての主要国通貨間の為替レートが変動する「全面フロート」下では、自国通貨の対USドル・レートを一定にしても、 $i$  国通貨の対USドル・レートが変化すれば、自国通貨の対  $i$  国通貨レートは変化することがわかる。すなわち、 $i$  国通貨がUSドルに対して切下がれば(減価)、対  $i$  国通貨レートは切上がり(増価)、逆ならば逆である。

そこで、介入通貨国(米国)を含む  $N$  カ国の複数通貨に対する自国通貨の「平均的」な為替レート、すなわち名目実効為替レート  $EN$  を、 $i$  国との取引の相対的重要性を反映する適当なウエイト  $\alpha_i$  を用いて、

$$\ln EN = \sum_i \alpha_i \ln(E/E_i), \quad \sum_i \alpha_i = 1, \quad \alpha_i > 0$$

と定義しよう(以下では、一つの代表的ウエイトとして貿易シェアを用いる)。これを変形すると、

$$\ln EN = \ln E - \sum_i \alpha_i \ln E_i$$

または相対変化率で表示すると、

$$\widehat{EN} = \widehat{E} - \sum_i \alpha_i \widehat{E}_i \quad (1)$$

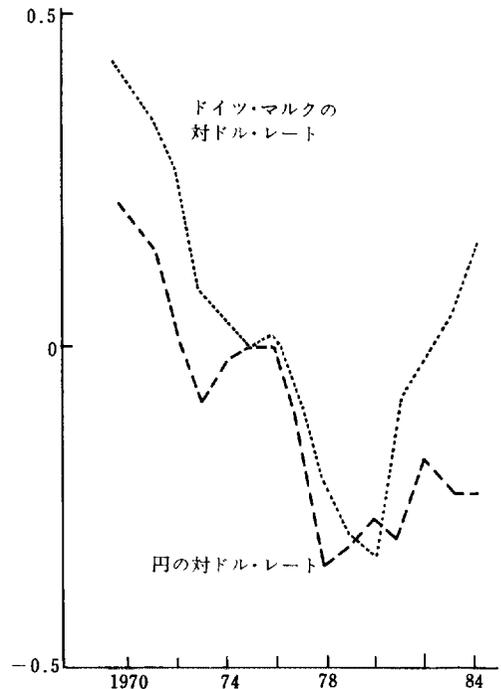
ただし、 $\widehat{E} = d \ln E = dE/E$  など

となる。(1)式から、自国通貨の対USドル・レートを一定( $\widehat{E}=0$ )にしても、第三国通貨間為替レ

ト、すなわち介入通貨(USドル)ドルとその他主要国通貨間の為替レートが変化すれば、(名目)実効レートは変化することがわかる。すなわち、USドルが増価すれば( $\widehat{E}_i > 0$ )、実効レートは増価し、逆ならば逆である。いいかえれば、名目実効レートを一定にするためには、介入通貨が第三国通貨全体に対して増価するならば、自国通貨を減価( $\widehat{E} > 0$ )しなければならない。

第1図は1970年以降の日本円および西ドイツマルクの邦貨建対USドル・レートの動きを示したものである。全面フロート移行(1973年)後、1976~78年の「ドル安」、すなわちこれら主要2通貨

第1図 円および西ドイツマルクの対USドル・レート(邦貨建)、1970~84年(対数表示、1975=0.0)



(出所) IMF, *International Financial Statistics* (磁気テープ), ワシントン D. C.

第1表 主要相手国別貿易ウエイト (1975年)

		(%)				
		米 国	日 本	西ドイツ	3 国 計	その他主要相手国
韓 国		33.4	36.5	4.9	74.8	6.8(サウジアラビア)
台 湾		39.2	28.3	7.7	75.2	3.9(サウジアラビア)
シンガポール		15.0	13.6	3.5	32.1	13.8(マレーシア)
マレーシア		16.2	20.5	5.6	42.3	17.6(シンガポール)

(出所) IMF, *Direction of Trade Statistics Yearbook*, ワシントン D. C., 1979年。

のいずれに対してもUSドルが減価したこと、逆に80~81年には「ドル高」、すなわちUSドルがいずれに対しても増価したことがわかる。(1)式によれば、日本、西ドイツを主要貿易相手国とする経済にとっては、前者は自国の名目実効レート of 減価要因であり、後者は増価要因である。ちなみに以下で対象とする4カ国の相手国別貿易ウエイトは第1表に示されており、いずれも日本、西ドイツとの貿易額合計が米国とのそれを上回るか匹敵するから、これら第三国間レート変動の名目実効レートへの前述のような影響があったであろうことが推測される。これについては以下の諸節で詳述する。

一方、名目実効為替レートを内外インフレ格差で調整することにより実質実効為替レートを得る。すなわち、実質実効為替レート  $ER$  は、

$$\ln ER = \sum_i \alpha_i \ln [(E/E_i) P_i / P]$$

または、

$$\widehat{ER} = \widehat{EN} - (\widehat{P} - \sum_i \alpha_i \widehat{P}_i) \quad (2)$$

で表わされる。 $P, P_i$  は、それぞれ自国および  $i$  国の一般物価水準である。(2)式から明らかに、自国が相対的にインフレ的 ( $\widehat{P} - \sum_i \alpha_i \widehat{P}_i > 0$ ) であれば、実質実効レートの変化率は、内外インフレ格差分だけ名目のそれを下回ることがわかる。

第2図は、対象4カ国のインフレ率(CPI)の推移を示したものである。この図から直接に各国

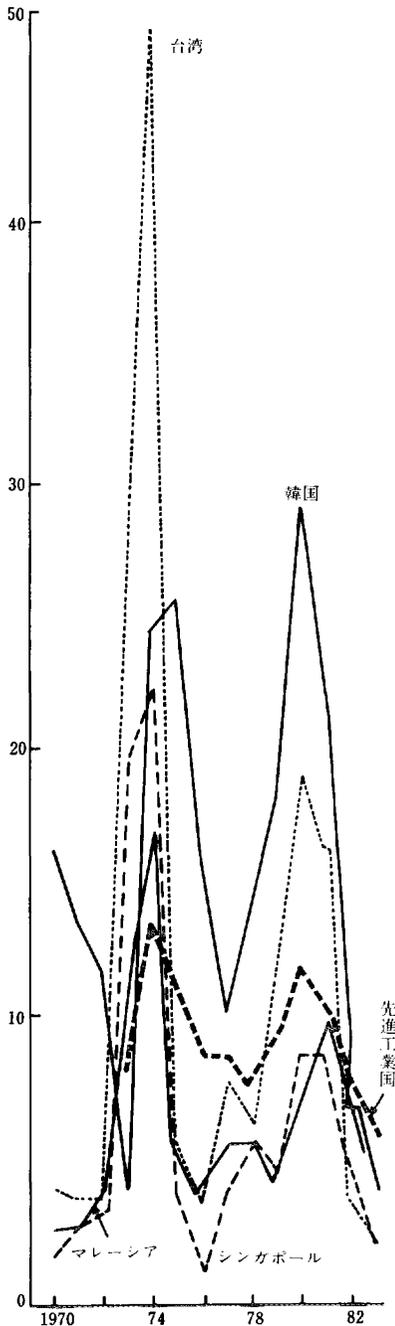
の内外インフレ格差を知ることはできない(後掲の名目および実質実効レートの差がそれを示している)が、相対的にインフレ的な韓国において実質実効レートが増価気味に推移し、逆にシンガポール、マレーシアにおいては減価気味に推移するであろうことが推測される。これについても後節で確認されるであろう。

(注1) 実質実効為替レートに関する広範かつ詳細な議論については、Maciejewski, Edouardo B., "Real Effective Exchange Rate Indices: A Re-examination of the Major Conceptual and Methodological Issues," *IMF Staff Papers*, 第30巻第3号, 1983年9月を参照。

## II 韓 国

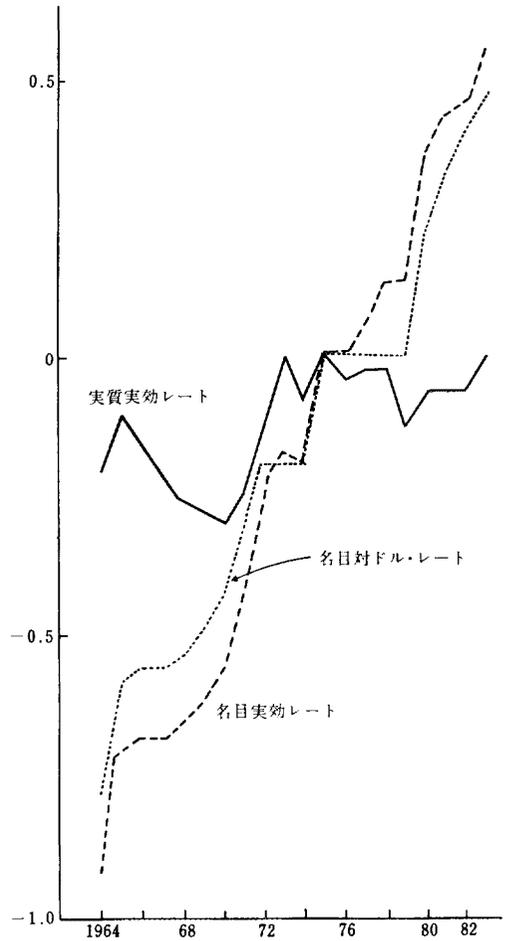
韓国の為替制度は、公式には、1965年3月以来の「フロート制」から80年2月に至って「バスケット・ペッグ制」へと変更された。ただし、機能面でとらえるならば、同制度の変遷は、(1)アジャスタブル・ペッグ制(1965年3月~74年12月)、(2)固定制(1974年12月~80年2月)、(3)管理フロート制(1980年2月~現在)、と捉えることができる。第3図は、1964~83年の期間における韓国の(対USドル)名目レート、75年の貿易ウエイトによる名目実効レート、およびそれをインフレ格差(各国の消費者物価指数)で調整した実質実効レートの動きを示している。(1)の時期には、内外のインフレ格差および

第2図 インフレ率（消費者物価）の推移，  
1970～83年（年平均変化率，%）



(出所) IMF, *International Financial Statistics*  
(磁気テープ), ワシントンD.C., およびIMF, *World Economic Outlook*, ワシントン D. C., 1983年。

第3図 為替レートの推移：韓国，1964～83年  
(対数表示，1975=0.0)



(出所) 名目対ドル・レートは，第1図と同じ。名目  
および実質実効レートは，同上およびIMF, *Direction of Trade Statistics Yearbook*, 各年版から算  
出した。ただし，ウエイトは1975年の貿易ウエイト，デフレーターはCPIを用いた。

対外不均衡の調整のため通貨当局は，しばしばウ  
ォンの対USドル・レート切下げを余儀なくされ  
たが，それは比較的小幅の調整にとどめられ  
た。とくに1965～70年までは国内のインフレ進行  
にもかかわらず対USドル・レートの切下げは緩  
慢であったから実質実効レートは切上がり，相対

価格面では対外不均衡を拡大する傾向にあった。1970～72年にかけての大幅切下げによって辛うじて65年以來の過大評価を解消することができた。

第1次石油危機とそれに伴うさまざまな不均衡の調整手段として、1974年12月にウォンは大きく切下げられ、(2)の期間は1 USドル=484ウォンの固定レートで推移した。この時期、自国通貨をUSドルにペッグすることは、とりも直さず自国通貨をUSドルとともにその他通貨に対してフロートさせることに他ならない。したがって、第3図が示すように、ドルが他の主要国通貨に対して全面安になる場合(1977～78年)、ウォンも米国以外の主要国通貨に対して切下がることになり、実際、貿易ウエイトによるウォンの名目実効為替レートは76～78年間に14%減価した。しかしながら韓国の国内インフレはその積極的な投資促進政策によって高位であったから、内外のインフレ格差を考慮した実質実効レートの減価は4%足らずで、ドル安に連動したウォン安が相対価格面から対外不均衡を解消するには至らなかったものと考えられる。

1979年に入ると第2次石油危機による調整過程で国内インフレが激化(1979年には18%、80年には29%に達した)したため、ウォンは主要国通貨に対して切上がり(78～79年間に名目実効レートで1%弱、実質実効レートでは10%の増価)、輸出財の国際競争力を低下させ、経常収支赤字の拡大を助長することになった。このため1980年2月、当局は対USドル・レートを大きく切下げるとともに、これまでのウォンの単一通貨(USドル)へのペッグを廃し、主要貿易相手国通貨の加重平均にペッグさせる「バスケット・ペッグ制」へと為替制度を変更した。当局によれば、制度変更の背景には、(1)国際収支調整の機能を果たしうる為替政策が必要であ

ること、(2)内外のインフレ格差を是正する必要があること、(3)ドル・ペッグではUSドル以外の通貨との交換価値が実質レートを実現しないこと、そして(4)大幅な一時切下げはさまざまな経済的悪影響をもたらすこと、などの認識があり、したがって、新制度はこれらの諸点を鑑みて運営されているといわれる(注1)。

具体的には、基本的にSDRバスケット型の通貨バスケットが基準レートとして用いられ、さらに内外金利差、内外インフレ格差、等を考慮して同レート自身が小幅調整されることとである。ただし、バスケットの定式化は明らかにされておらず、小幅調整のための基準も不明であるから、むしろ同制度は管理フロートと呼ぶのが適当であろう。アジャスタブル・ペッグ制の下では、調整基準があいまいなために、とくに切下げに対する非経済的要因にもとづく抵抗もあって、その時機が遅れ、いわゆる「一方的選択権」(one-way option)の状況で過剰調整を迫られることが多い。そのために、調整の遅れに伴う相対価格の歪みをもたらす損失ばかりか、過剰調整による資源損失までもが発生するというのが同制度の欠点であった。この種の危険性は管理フロート制にもつきまとう。実際、輸出市場の全般的な不況下で稼働率の低迷している輸出部門に対し、1980～82年にかけて名目実効レートは20%減価したにもかかわらず、実質実効レートは逆に1%増価した。1983年には国内インフレの鎮静化によって実質レートの減価をみたものの、新しい為替制度が相対価格面で対外調整機能を十分発揮できるかどうかはこれからの課題であるといえよう。

もっとも、切下げによる輸入資本財価格上昇のもとたすコスト・プッシュ・インフレを警戒する議論もあり、確かに切下げによる輸出財の国際競

争力改善効果は原材料加工輸出型の小開放経済では限定されているかもしれない(注2)。しかしながら韓国の場合、実質実効レートの減価は有意に對外収支を改善すると思われるから(注3)、長期的に輸出部門をその経済成長の起動力とすべき同国にとって、過大評価された為替レート水準に固執することは賢明な選択とはいえないばかりか、新制度の所期の目的にも反することになるであろう。

(注1) 韓国銀行内部資料(1982年)による。

(注2) 実際、(2)式において、為替レート  $E$  と物価水準  $P$  は一般に独立には動けないから、実質レートは完全に統御可能(controllable)なわけではない。たとえば、ブルーノは、準工業国における為替レート切下げがスタグフレーションを引き起こすと主張している。Bruno, Michael, "Stabilization and Stagflation in a Semi-Industrialized Economy," R. Dornbusch; J. A. Frenkel 編, *International Economic Policy*, ホルチモア, Johns Hopkins University Press, 1979年。

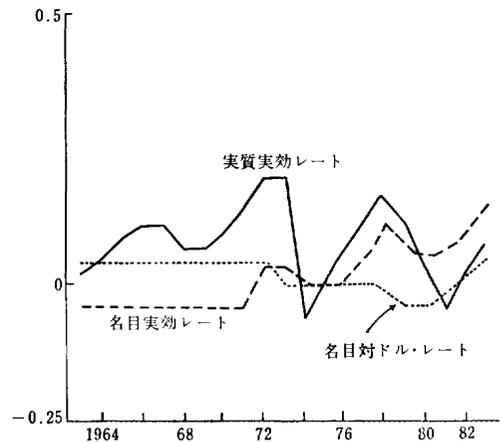
(注3) 実際、経常収支関数の試算によれば、実質実効レートの説明力は有意であった。

### III 台湾

台湾の為替制度は、(1)1961年6月の単一為替レート制確立以降、79年2月までUSドルに対する固定レート制であった。その後、(2)1979年2月から管理フロート制が採用されて現在に至っている(注1)。

第4図は1963~83年の期間における台湾の名目、名目実効および実質実効レートの動きを示している。(1)の期間中、とくに、1963~72年および73~78年の間は、それぞれ  $1 \text{ US } \$ = 40.05 \text{ NT } \$$  (NTドル=新台幣),  $1 \text{ US } \$ = 39.00 \text{ NT } \$$  のレートが堅持された。これを可能にした要因のうち、(イ)同経済の對外取引の90%以上がUSドル建てで行なわれていたこと、および(ロ)インフレ政策

第4図 為替レートの推移: 台湾, 1963~83年  
(対数表示, 1975=0.0)



(出所) 第3図と同じ。

に成功していたために内外インフレ格差が比較的小さく、大幅な名目レートの変更を伴う相対価格調整を必要としなかったこと、が重要である。1963~72年の実質実効レートの動きは、したがって内外インフレ格差の動きに他ならない。すなわち、相対的に低インフレ国であった台湾の実質レートはこの時期趨勢として減価していることが容易に読み取れる。

固定レート制下で同経済は「外国為替集中清算制度」すなわちいわゆる「持高集中制度」を採ったから、民間主体に外国為替の保有は認められずそれらはすべて外国為替指定銀行を通じて中央銀行が集中的に管理した。したがって、外貨建債務の変化はすべて中央銀行のバランス・シートに反映され、これを通じてベース・マネーを増減させる。この点が極端に現われたのは1977~78年の「ドル安」期であった。この時期、ドル・ペッグによってNTドルは過小評価され、すなわち76~78年にかけて、名目で2.5%切上げられたにもかかわらず、ドル全面安という第三国間レート変動のため

に名目実効レートは10%、実質実効レートは12%の減価をみた。したがって、これが相対価格面から対外黒字の累積を助長し(注2)、マネー・サプライの予想を上回る増加をもたらす一つの要因ともなった。通貨当局は対外不均衡(黒字)の調整とインフレ対策のため為替レートの切上げを実施(1978年7月)するとともに為替政策の全面的見直しを図ることとなる。

1979年2月、台湾当局はNTドルの単一通貨(USドル)へのペッグをやめ、為替制度の管理フロート制への移行に踏み切った。同制度は、旧制度における、(1)主要通貨間の為替レート変動が貿易財の外貨建価格に与える影響、および(2)レート変更に伴う法的諸手続による調整の遅れ、を少なくすることを目的とするものとされている(注3)。

同制度への移行に伴い、(i)持高集中制度が廃止されて、外貨稼得者は、指定銀行への外貨預金として稼得外貨を保有することができるようになったほか、(ii)外為取引センターが創設され、市場における需給が(程度の差はあれ)為替レートの決定に反映されることとなった。

移行後の推移については、市場需給要因をどの程度まで考慮するかに依存して日々のレート決定に関する試行錯誤の過程を以下のようにいくつかの段階に分けることができる。(1)1979年2月~80年3月。中央銀行と5大外為指定銀行間の外為取引センターにおける協議によって、中央銀行の設定した「中心レート」の±0.5%/日以内に設定。この場合、市場需給の影響は非常に限定される。(2)1980年3月~81年8月。中央銀行は外為取引センター参加をやめ、「中心レート」も廃止され、5大外為指定銀行のみが、対顧客市場において積み上げられた為替需給をもとに協議のうえ、為替レートを設定することになった(ただし、前日中心レ

ートの±1%/日以内)。この場合、市場実勢がかなり反映される。(3)1981年8月~82年8月。レート決定にあたって、市場実勢のみならず、実効レートも考慮されることとなり、また変動幅も中心レートの±2.25%と拡大された。実効レートの導入は期間(2)の経験から多国間為替レート変動による影響を中和するためである。(4)1982年9月~。通貨当局は、対顧客市場における投機的な外為取引の為替レートへの影響を小さくする必要があると判断、そのため為替レート決定における比重は銀行間レートに移された。具体的には、前日同レートの加重平均を「中心レート」とし、変動幅についても同レートを基準とする。

このようにして、1978~80年においては対USドル・レートの切上げによって名目実効および実質実効レートの増価がドル安前の水準を回復した。ところが、1980年に入ると第2次石油危機の影響で対外収支が悪化したにもかかわらず、為替レートは増価した。すなわち、1980~81年に、名目レートは2%強、名目実効レートは1%切下げられたが、国内インフレが進行(CPI上昇率は、1980、81年にそれぞれ19%と16%に達した)したため、過大評価を調整できず実質実効レートは6%増価した。1982年に入ってインフレが鎮静化すると、名目レートの切下げに伴って実質レートも減価(81~83年については、名目レートが年3%、実質実効レートは3.5%の減価)し、これによって対外収支調整を助長したものと思われる(注4)。

(注1) 台湾の為替制度の変遷については、李庸三・陳上程「台湾の金融的発展」アジア経済研究所経済成長調査部所内資料 No. 59-2, 1985年 第3章第3節およびInternational Commercial Bank of China, *The Financial System in Taiwan, Republic of China: Its Function and Operation*, 台北, 1981年参照。

(注2) 台湾の場合も、試算によれば、実質実効レートの経常収支に関する説明力は有意に高い。

(注3) 中央銀行資料“Foreign Exchange Market and Its Development in ROC,” 1982年による。

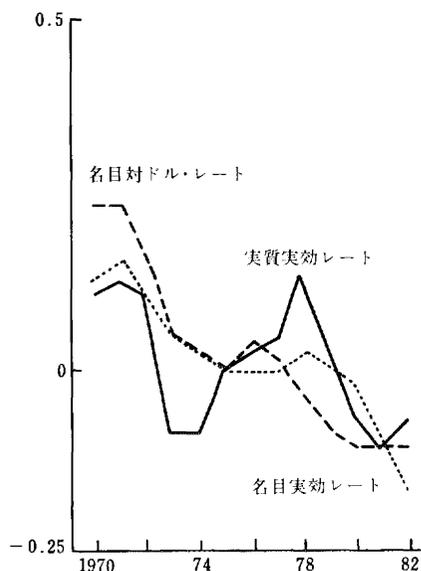
(注4) 対外均衡達成のための調整パラメータとして実質為替レートは重要な役割を果たすことを期待されている。このため、上記第(3)段階以降、通貨当局は実質実効レートを常時モニターし、これを参照レートとして銀行間市場に介入しているようである(ただし、介入の規模については公表されている中央銀行のバランス・シートから読みとることはできない)。

#### IV シンガポール

シンガポールは1972年6月、それ以前のイギリスポンド・ペッグを廃し、金平価を維持するとともに介入通貨をUSドルに変更した。その後の内外金利差にもとづくACU(オフショアの外貨建勘定)を通じての資本流入は、1973年6月、シンガポールドル(Sドル)の「フロート制」への移行を不可避にした。さらに、1975年9月には、主要貿易相手国の通貨バスケットに対してSドルをペッグする「バスケット・ペッグ制」が採用され、今日に至っている。1975年7月には銀行金利の自由化、76年2月の貿易・資本取引に関する諸制限の緩和、77年1月の特定民間銀行への為替管理に関する大幅権限移譲、と次々に打出された一連の自由化措置は、78年6月の為替管理の全面的撤廃によって一つの画期を迎えたといえる。これによって、シンガポールは貿易・資本取引の両面でもっとも開かれた途上国の一つとなった。

同国の為替制度は、1973年6月の「フロート制」以降は機能的に見て、広義の管理フロート制とよぶのが適当であろう(注1)。すなわち、上述の通貨バスケットの構成は公表されておらず、第5図が示すように、特に1980年以降、実質実効レ

第5図 為替レートの推移：シンガポール、1970~82年(対数表示、1975=0.0)



(出所) 名目対ドル・レートは、第1図と同じ。名目および実質実効レートは、International Economics Department, Morgan Guarantee Trust Companyのデータから算出した。ただシウエイトは1980年の製品貿易ウエイト、デフレーターは製品WPIを用いている。

ートのみならず、名目実効レートの変動幅もかなり大きいからである。確かに1975~80年間については、名目実効レートは名目対USドル・レートに比べて安定的に推移し、第三国間レート変動が中立化されてきたことは明らかである。この意味で、この時期は本来のバスケット・ペッグ制であったと言えるかもしれない。ところが1980年以降をみると、対USドル・レートの変動幅が小さいのに対して、第三国間レート変動(ドル高)を反映して名目実効レートは急激に増値するに任され、もはやバスケット・ペッグ制とはいえないのである。実質実効レートについては、1975~80年の期間、名目実効レートが安定的に推移したため、内外インフレ格差だけが実質実効レートの変動要

因となった。したがって、シンガポールが低インフレ国であったことから、名目対ドル・レートとは逆に実質実効レートは減価傾向にあった。1980年には第2次石油危機後の調整過程における国内インフレの進行によって例外的に実質レートの増価をみたが、その後内外インフレ格差は以前同様実質レートの減価要因として働いた。他方、既述のように、1980年代に入って名目実効レートが大きく切上げられ、これが実質実効レート増価要因となっていることは注目される。

1978年の為替管理撤廃によって同経済はきわめて自由な資本移動に直面することとなった。もちろん、とはいえ、為替取引の実態は、約70%が直物取引、残りがスワップおよび先物取引ということであるからたとえば金利裁定条件が厳密に成立しているわけではない。一方、為替レートは介入によって厳格に管理されているから、ベース・マネーの供給は、不胎化政策がとられないかぎり外貨準備の増減を通じて内生されざるを得ない。したがって、国内均衡達成用具としての金融政策の有効性は著しく限定されてしまうはずである。ところが、ベース・マネーの動きを見てみるとそれは必ずしも外貨準備の変化を厳密に反映してはいない。中央銀行にあたる通貨庁 (Monetary Authority of Singapore) のバランス・シートを見るかぎり、政府預金の動きが外貨準備のベース・マネーの変化に与える影響を相殺している。当局者によればこの点は、意図的な不胎化操作を行なっているわけではないというのが実情のようである。

では貨幣供給量は国内均衡を実現するための中間目標たりえないのか。実際には、とくに1970年代後半から当局は貨幣供給量、とりわけベース・マネーの動向を監視している。主たる目的はイン

フレ抑制であり、その政策手段は国内金利と為替レートであるといわれる。したがって、為替政策（とくに、為替切上げ）はここではむしろ、短期の安定化政策として利用されていると考える方が政策運営の実情に即しているように思われる。そうであれば、短期的政策手段としての為替レート管理が対外均衡維持という目標と両立しない可能性がある。政策割当ての議論からすれば、為替レート管理は対外均衡に割当て、国内均衡のためには積極的な不胎化操作による貨幣政策を用いるのが望ましいかもしれない(注2)。

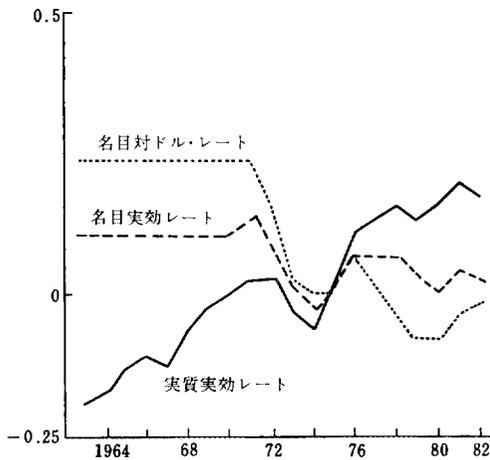
(注1) たとえば、Rana, 前掲書, 第2章参照。

(注2) 安定化政策と政策割当ての議論における為替政策の役割については、本号所収の拙稿「総論：中進国における対外調整政策」第II節および第III節を参照。

## V マレーシア

マレーシアの為替政策は形式的にはシンガポールのそれを踏襲してきたといつてよい。とくにイギリスポンド・ペッグ制の廃止、「フロート制」への移行、「バスケット・ペッグ制」への移行はほぼ同時日に行なわれた。すなわち、1975年9月には「バスケット・ペッグ制」へと移行し、今日に至っている。「フロート制」移行時から居住者の対外投資は自由化されていたが、1978年10月の金利自由化措置に続いて、79年6月には、シンガポールに遅れること1年で同じく為替管理の全面自由化に踏み切った。ただし、マレーシアの場合、非居住者への支払いおよび海外からの借入について若干の制限が残っている。また、同国では商業銀行のみが外国為替業務を許されているが、各行の直物・先物のオープン・ポジションは中央銀行により規制されている。

第6図 為替レートの推移：マレーシア，1963～82年（対数表示，1975=0.0）



（出所）第3図と同じ。

マレーシアの為替制度はシンガポールの場合と同じ理由で管理フロート制であるとみなせるが(注1)，そのパフォーマンスは1970年代のシンガポールのそれに類似している。すなわち，第6図が示すように，名目レート，名目実効レートともとくに明白なトレンドを示さないが，同国が低インフレ国であることから，実質実効レートは減価傾向にある。したがって同国の為替政策は相対価格面で対外収支を黒字化する方向に寄与しているものと考えられる。ちなみに1970年代にかぎって経常収支は黒字化傾向を示している。

さて，金利および為替管理自由化後の内外金利差をみるかぎり，商業銀行部門の外貨建資産の保有シェアが大幅に増大して不思議はない。ところが同部門のバランス・シートをみるかぎりそのような動きは必ずしも明らかではなく，銀行活動に対する何らかのインプリシットな規制の存在を示唆している。実際，金利自由化にもかかわらず，プミプトラ化の影響もあって銀行部門の資産選択

に関する量的規制はむしろ強化されたと指摘する研究者もある。この点は，上述の意外に小さなストック・シフトと符合する。

ただ，フローでみると同部門の外貨建資産・負債は内外金利差に敏感に反応するという研究結果もあるとのことで，金利差に呼応した短期資本の流れが金融政策の有効性を損なう可能性は大きい。その傾向は，金利裁定式の説明力が40%という現状から，資本・為替市場が成熟してゆくにつれて強まるであろう。したがって，シンガポールの場合と同様，金融構造の深化とともに，貨幣政策・為替政策のパッケージはその構成を大きく変化させる必要が生じるものと思われる。

（注1）たとえば，Rana，前掲書，第2章参照。

#### おわりに

以上4カ国の為替政策の背景を，重要と思われるいくつかの角度から整理しておくこと，1973～80年の期間については第2表のようにまとめることができる。同表は，しばしば「アジア中進国」と一括される3カ国およびマレーシアの構造的条件の相異を浮き彫りにしている。

韓国，台湾の資本取引については，両国とも国家安全保障上の問題を抱えているため，中期的にもこれを自由化する可能性は小さい。もちろん，両国にしても為替管理で資本移動を抑えきることはできない。したがって，金融政策の自律性という点で，少なくとも中期的には両国がマレーシア，シンガポールと比べて幅広い裁量の余地をもつわけではない。韓国，台湾両国間のもっとも大きな違いは，韓国の場合，インフレ・コントロールに苦しんでいたため，安定化政策への配慮から為替政策を本来の対外均衡達成に適した形(実質為替レ

第2表 為替政策の背景, 1976~80年

(%)

	韓 国	台 湾	シンガポール	マレーシア
為替制度	1980 固定→管理フロート	1979 固定→管理フロート	管理フロート 1978 制限→自由	管理フロート 1979 制限→自由
資本取引	制限	制限	制限→自由	制限→自由
経常収支/GDP <sup>1)</sup>	-5.2	2.1	-9.9	3.2
インフレ率(CPI) <sup>1)</sup>	17.3	8.8	3.7	4.5
財政収支/GDP <sup>1)</sup>	-2.9	5.0	10.9	-11.8
経済成長率(GDP) <sup>1)</sup>	7.7	10.3	8.7	8.6
国内貯蓄/GDP <sup>2)</sup>	22.5	32.8	36.0	26.8

(出所) Asian Development Bank, *Key Indicators of DMCs of ADB*, マニラ, 1984年。

(注) 1) 1976~80年の単純平均値。

2) 1980年の値。

ートの切下げ)で運営することが難しかったという点であろう。マレーシア、シンガポールを比べると、機能面でみると資本取引に関する開放度は明らかに後者が大きい。ただ、両国とも、現在までのところその為替政策は対外均衡の実現に貢献しているように見えるが、そのどこまでが政策によるものかは必ずしも明らかではない(注1)。

現在では、上記4カ国とも、事実上の管理フロート制を採用している。同制度への移行の背景をみると、シンガポールは資本取引の開放性から早々とフロート性に移行せざるを得ず、マレーシアはそれに追従した。韓国、台湾は、厳格な為替管理を実施することによって固定制を守ってきたが、対外調整手段としての実質実効レート概念の重要性に対する認識が広まり、1980年前後に至って(管理)フロート制へと移行した。

いずれの場合も、程度の差はあれ、金融市場の未成熟性のために、先進工業諸国とは異なるきわめて厳格に管理されたフロート制を採用している。しかも、その運営は暗箱のなかで行なわれて

いるから、その成否を左右する重要な要素の一つは通貨当局の貨幣的節度(monetary discipline)であるということになる。したがって、この点で、現行管理フロート制をうまく機能させるためには、インフレ・コントロールに代表される国内均衡の達成が必要条件となるであろう(注2)。

(注1) このことは、両国の不胎化による貨幣管理についてもいえる。

(注2) たとえば、Aghevli, 前掲論文は、第1次石油危機後(1973~79年)におけるアジアの高インフレ国(韓国、インドネシア)のインフレーションは、対外要因よりむしろ国内の拡張的貨幣政策が原因であること、さらに、レート調整の遅れのために高インフレ国では為替レートの過大評価が、低インフレ国では過小評価が生じる傾向にあること、を指摘している。

【付記】 本稿は、昭和57年度当研究会中間報告の一部、および1982年末にかけて約1カ月にわたり筆者が実施したアジア中進国(韓国、台湾、マレーシア、シンガポール)の為替政策に関する現地調査報告に加筆、訂正したものである。

(アジア経済研究所経済成長調査部)