

## さよならドルペッグ：アジア各国の新しい為替制度 への模索

関, 志雄  
野村総合研究所経済研究部：上席エコノミスト

<https://doi.org/10.15017/4362399>

---

出版情報：経済學研究. 66 (4), pp.81-96, 1999-12-31. 九州大学経済学会  
バージョン：  
権利関係：

# さよならドルペッグ

— アジア各国の新しい為替制度への模索 —

関 志 雄

はじめに

97年の夏に起こった通貨投機の嵐を受けて、タイをはじめ、多くのアジアの国々が、これまで採ってきた対ドル安定の為替政策、いわゆるドルペッグ制を放棄し、変動制への移行を余儀なくされた。これをきっかけに急落した各国通貨が、98年秋に円の反転と同調してドルに対して幾分持ち直したが、通貨危機の前に見られた対ドルレートの安定性を取り戻すことはなかつ

た(図1)。

今回の通貨危機が、アジア各国の為替政策の運営に関して重要な課題を提起している。まず、これまでアジア経済の安定に寄与したとされるドルペッグ制が、なぜそれほど脆弱になってしまったのか。また、危機後のドルペッグからの離脱が緊急避難のための一時的なものなのか、それとも逆戻りのない永続的なものなのか<sup>1)</sup>。さらに、ドルペッグへの復帰が望ましくないのであれば、それに代わる選択肢は何なのか。これらの設問に答えるために、ここでは、経済学

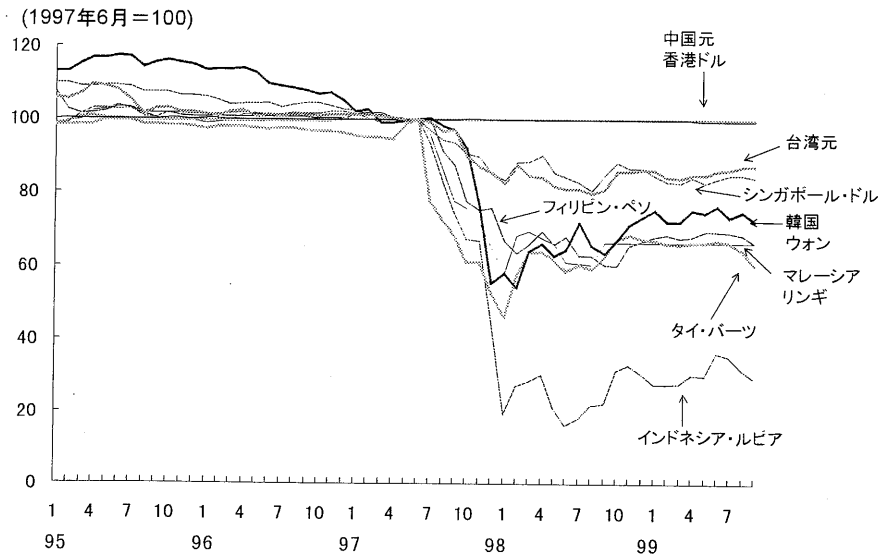


図1 ドルペッグから管理変動制へ  
—アジア通貨の対ドルレート—

(出所) Bloomberg data より野村総合研究所作成

の道具を使って、アジアの現状分析に応用する。

筆者のアジア各国の「最適通貨制度」への模索は、アジア通貨危機のずっと前から始まっていた。関（1992, 1995）では円ドルレートが激しく変動する中で、これまでアジア各国が採ってきたドルペッグが、もはや同地域の経済の安定に寄与しなくなってしまったことを論証し、各国は経済安定のために、対ドル安定のみならず、対円安定をも考慮に入れた通貨バスケット制を提唱した。ここでは、激しさを増す資本移動など、最近の環境変化を踏まえて、同課題を再検討する。純粋な通貨バスケット制には他の固定為替制と同様、投機の対象になりやすいなどといった弱点があるが、これを補うために、通貨バスケットに重点をおいた管理変動制を薦めたい。

固定対変動という軸において、為替目標を明示する中間的制度の持続可能性に疑問を呈し、通貨同盟と完全変動制という両極から選ぶしかないという議論が盛んになっているが、現段階では、通貨同盟も完全変動制もアジア各国の事情には必ずしも沿わない。中間的制度を選択肢から排除するのではなく、投機に対して柔軟に対応できるように、これを補強した方がより現実的であろう。

### 1. ドルペッグの脆弱性

今回のアジア通貨危機をきっかけに、ドルペッグの限界が露呈されるようになった。まず、円ドルレートの乱高下が、アジア各国に激しい景気変動をもたらしている。また、米国の景気

循環との連動性が弱まる中で、（ドルペッグを維持するために）金融政策が米国に追随せざるを得ないことは、マクロ経済の不安定につながっている。さらに、ドルペッグ政策を採っている国では、何らかの理由で切り下げの期待が生じれば、通貨投機が起りやすい。他の固定為替制度にも共通するドルペッグのこれらの弱点は、国際資金移動の規模の巨大化に加え、（日本を含む）アジア域内における相互依存関係の深化と米国の対外収支の悪化によっても増幅させられている。

#### (1) 円ドルレート変動で揺れるアジア経済

従来、アジア各国はドルペッグ制を採っているお陰で、安定成長が達成できたというのが通説であった。しかし、今回のアジア通貨危機が示しているように、これは根拠のない神話にすぎなかった。むしろ、プラザ合意以降、円ドルレートの変動がアジア経済に大きな景気変動をもたらした（図2）。86年から88年、また91年から95年までのような円高の局面においてはアジアの成長率は高まり、円高の山は常にアジアの高成長の山にぴったりと重なっている。それとは全く対称的に89年から90年、もしくは96年以降のように、円安の谷も不況の谷に対応している。しかも、高成長の二つの山はまさにアジアのバブルの時期に、また谷の部分はバブル崩壊の時期にそれぞれ重なっている。このように、円ドルレートというただ一つの変数でこの15年間の動きを無理なく説明することができる。特に、96年以降、アメリカの景気が堅調に推移しているにもかかわらず、円安の進行を受けて、タイに限らずアジア経済全体は調整期に入り、それに伴うバブルの崩壊が通貨危機のきっかけとなった。これに対して、98年秋以来の円の反

1) 各国の対応を越えて、Tokunaga (1993) が提起したドル体制の弱体化、円の国際化とヨーロッパにおける通貨統合の進展などに伴う国際通貨体制の多極化といった問題も注目されている。

騰を受けて、アジア各国は為替レートがドルに対して持ち直す一方、国内金利が急低下し、株価も上昇するなど、回復の軌道に乗りつつある。

円高と円安のアジア経済への影響はまったく対称的であるが、ここでは便宜上、円高の場合に沿って、その波及経路を考えてみよう。まず、円高は日本国内の生産コストが海外より割高になることを意味し、多くの日系企業が採算性の改善を目指してアジアに生産をシフトさせる。直接投資の増加に加え、円高は邦銀の対アジア融資を促進する効果がある。現地に進出している日系企業の資金需要の拡大に加え、邦銀の資本／リスク資産比率（いわゆる BIS 比率）の改善により、供給面の余裕も出て来る。第二に、円高になると、日本の輸出競争力が弱くなる分だけアジアの競争力は強くなる。直接投資と比

べ、円の上昇からアジアの輸出拡大（日本の輸出鈍化）までのタイム・ラグが短く、こうした競争力の変化は、円ドルレートとアジアの成長率の強い連動をもたらすもっとも重要な波及経路である。第三に、円高になると、日本の輸出価格はドルベースで上昇し、アジアの輸入価格の上昇をもたらす。アジアの輸入の25%は日本に頼っており、しかもその中身の大半は消費財よりも、機械類や部品などの生産財が占めている。そのため、円高は輸入インフレをもたらすだけでなく、生産コストの上昇にもつながる。最後に、円高は円建で借金している国に膨大な為替差損をもたらす。例えば、プラザ合意の前1ドル＝280円のときに円建で借りた場合、1ドル＝140円に円高が進めば、元本も含めて、返済負担はドルベースで倍に膨らむ。

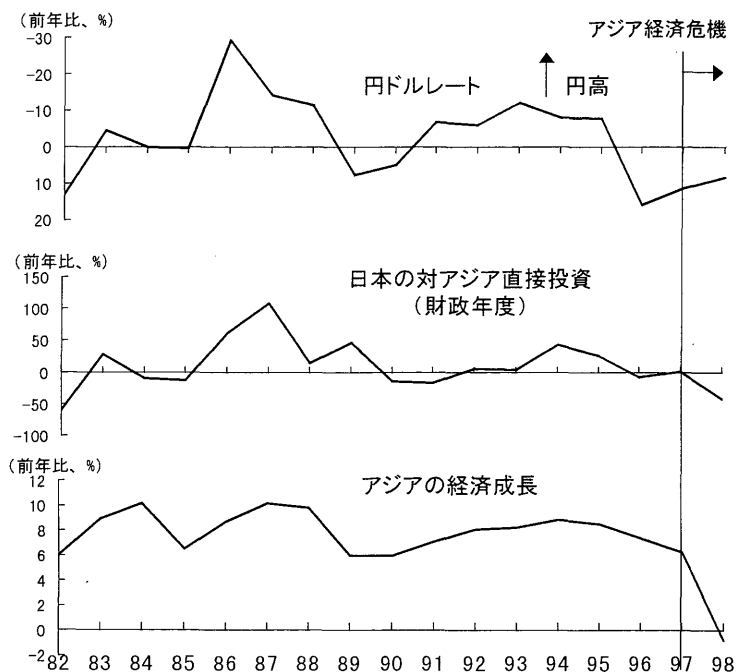


図2 円ドルレート変動で揺れるアジア経済

(注) アジア＝NIEs＋ASEAN＋中国

(出所) 大蔵省及び各国統計より野村総合研究所作成

このように、円高はアジア各国の経済成長率にプラスとマイナスの影響を同時に及ぼすが、各国間の経済構造の違いを反映してその度合いに差が出てくる。一般的に、韓国のように発展段階が高く日本と競合関係にある国では競争力の改善といった円高メリット（競争力の悪化という円安デメリット）は大きく、逆にインドネシアのように発展段階が低く日本と補完関係にある国では競争力の変化による円高メリットと円安デメリットがともに小さい。全体的にみれば、アジアの景気が円高のときに強まり、円安のときには弱まる傾向は明らかであり、1%の円高がアジアの成長率を0.1%押し上げる効果があると推計される（関，1998，p32-33）。

## (2) ショックの非対称性と金融政策の独立性の放棄

ドルペッグを採用する国では、金融政策が為替レートの対ドル安定に割り当てられるため、景気対策としての機能を発揮することができない。米国と景気循環が緊密に連動する国であれば、どのみち米国と似かよった金融政策を採るため、独立した金融政策を放棄してもそれほど不都合は生じないが、この条件を満たすアジアの国はもはや存在しない。

1985年のプラザ合意以降、アジア各国と米国間の成長率の連動性が急速に弱まっている。両地域間の成長率間の相関係数が1971-84年の0.731から1985-98年には-0.193まで低下している（表1）。アジア各国が経済危機を経験した97-98の二年間を除いた1985-96という推計期間においても、同相関係数が0.175に留まっており、連動性の弱まりはアジア危機以前から進行していたことを示唆している。これは、対米輸出に代わり域内貿易が盛んになっていることに加

え、円ドルレートの乱高下をはじめ太平洋両側に非対称的に影響を与えるショックが重要性を増していることを反映している。

この新しい環境において、独自の金融政策を放棄することに伴うコストが非常に高いことを、カレンシー・ボードに基づくドルペッグを採っている香港の経験が示している。過去20年間にわたって対米依存から対中依存に経済構造が大きく変貌していることを反映して、香港と米国成長率間の相関係数は1971-84年の0.705から1985-96年の0.097へ、さらにアジア危機の年を含む1985-98年には-0.102に低下している。最適通貨圏の理論に沿って言えば、香港と米国は通貨統合の条件をもはや満たしていない。特に、今回のアジア危機のように、ショックの双方に対する影響が非対称的になっているため、ドルペッグ、ひいては米国金利との連動はむしろ香港にマクロ経済の不安定をもたらしている。

振り返ってみると、香港ドルは、83年10月にドルペッグ制に移行してから、天安門事件やメキシコ危機など数多くのショックを経験したにもかかわらず、香港ドルは公定レートから大幅に乖離することなく安定している。しかし、為替を安定化させるために、香港は経済の不安定

表1 アジア各国と米国成長率の相関関係

	(相関係数)		
	1971-84	1985-98	(1985-96)
アジア	0.731	-0.193	0.175
中国	0.139	0.161	0.262
韓国	0.584	-0.298	-0.087
台湾	0.857	-0.013	0.090
香港	0.705	-0.102	0.097
シンガポール	0.461	-0.156	-0.074
インドネシア	0.436	-0.321	-0.282
タイ	0.545	-0.334	-0.068
マレーシア	0.537	-0.343	-0.281
フィリピン	-0.189	0.204	0.243
日本	0.616	-0.163	0.066

(注) アジア=中国+NIEs+ASEAN  
(出所) 各国統計より野村総合研究所作成

という代償を払っている。例えば、より柔軟な為替政策を採っているシンガポールと比べ、香港のインフレが平均で見てもずっと高いのみならず、変動も激しい。また、今回のアジア危機を受けて、香港経済の落ち込みは（98年の成長率はマイナス5.1%）シンガポール（同プラス0.3%）より遙かに深刻である。

ドルベッグの下で、当局は米国から独立して金利を決める余地がほとんどない。為替変動のリスクが無視できる平時では、両市場間の金利裁定（金利の低い方から資金を調達し、高い方に運用する）によって金利差がなくなり、香港の金利は常に米国金利と緊密に連動する。香港ドル切り下げの期待が働くときに、香港の金利が米国を上回るようになり、金利差がリスク・プレミアムを反映する。実際、香港ドルが激しい投機に晒された1997年10月23日に、銀行間のオーバー・ナイト金利が一時年率300%まで急上昇した<sup>2)</sup>。今回のアジア危機は香港に大きな打撃を与えてた反面、米国への影響は軽微に止まった。そのため、米国の金融政策に追随することによって、香港の不況が長引いた。本来、景気が悪いときには、国内需要を刺激するために拡張的金融政策の発動が求められるが、ドルベッグのもとでは米国金利が国内金利の下限になっている。景気が悪いのに、金利がそれ以上下げられないという意味で、一種の「流動性の罠」という状況が生じている。しかも、その金利の下限は教科書で想定される0%より遙かに高い水準になっている。

その上、物価の下落を受けて、実質金利が99年央まで上昇し続けた(図3)。為替切り下げと

いう手段が使えないという前提のもとで競争力を回復させるために、物価の低下、すなわちデフレの進行を待つしかなかった。現に物価が下がり続け、CPI ベースで見れば99年のインフレ率は-4.0%となった。その一方では、名目金利が好景気を謳歌している米国の金融政策によって規定されているため、デフレが進めば進むほど、実質金利が逆に上がってしまうことになる。銀行のプライム・レートは99年平均で8.49%と高止まっていたことを考えると、実質金利は非常に高い水準[ $8.49\% - (-4.0\%) = 12.49\%$ ]に達したことになる。これは内需にさらに水を差すことになり、物価低下による景気浮揚効果を相殺し、景気回復を一段と遅らせる要因となった。

このように、ドルベッグのもとでは、金融政策は景気を調節する機能を完全に失っている。その上、実質金利は、(今回のように)不況期には上昇し、逆に好況期(例えば、返還前のバブル期)には低下するという傾向が強い。このような実質金利の動きは景気循環を抑えるどころか、むしろそれを増幅する不安定要因として働いている。しかも、これはドルベッグ制の本質的な欠陥であり、切り下げを繰り返すことによって解決できる問題ではない。

### (3) 激しさを増す資金移動と通貨投機

国際間の資金移動の巨大化に伴って、ドルベッグをはじめ固定為替制がますます通貨投機に晒されやすくなった。今回のアジア危機においても、高いレバレッジを生かしたヘッジ・ファンドの攻撃の中で、多くの中央銀行がドルベッグを放棄せざるを得なかった。

国際資本移動の規模拡大は、為替市場における取引量の増大から伺われる。国際決済銀行

2) 対称的に、1988年のように、香港ドルが切り上げられるという期待が働くときに香港の金利が米国金利を下回ることもありうる。

(BIS) の調査によると、世界全体の為替市場における一日当たりの取引量は(初めて調査が始まった) 1989年4月の5,900億ドルから(直近の調査に当たる) 98年4月には1兆4,900億ドルに急増した(BIS, 1999)。この数字は、主に資金の流れを反映しており、世界の貿易量(一日当たり150億ドル, 1998年年間輸出額が4兆4580億ドルによる計算)を大幅に上回っている。

その上、大規模な資金の流入が大体長く続かず、しかも資金流出に伴う調整過程がますます激しさを増している。例えば、タイの場合、96年の資本勘定はGDPの8.1%の純流入(経常収支赤字で近似)から98年には同12.3%の純流出に逆転した(往復20.4%)。同じ時期に韓国への資本純流入もGDP比4.4%から同マイナ

ス12.5%(往復16.9%)に転落した。いずれも、1981年から83年にかけて、通貨危機に見舞われたメキシコとチリの場合(それぞれ往復GDPの10%程度)と比べて、ショックの度合いが遥かに大きい。

固定レートを採っている国では、資金の逆流が激しい通貨投機という形をとる場合が多い。通貨投機は特に為替レートが経済のファンダメンタルズから大幅に乖離するときに起こりやすいが、自国通貨の過大評価にもかかわらず、当局が無理して為替調整を先延ばそうとすることも、投機筋に絶好のチャンスを与えることになる。また、自国のファンダメンタルズが良好であっても、他の国の通貨危機からくる伝染効果を受けやすい。

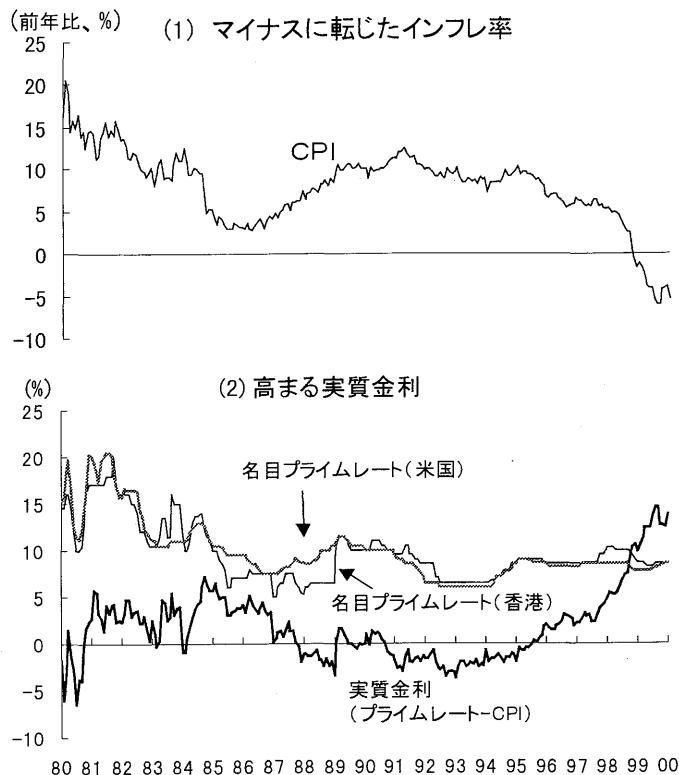


図3 デフレ進行で高まる香港の実質金利  
(出所) 香港統計月報などより野村総合研究所作成

固定レートを防衛するために、予防的に外貨準備を高水準に維持し、攻撃を受けるときに高金利を維持せざるをえないなど高いコストを覚悟しなければならぬ。今回のアジア危機が示しているように、従来のカントリー・リスク調査で安全な外貨準備の水準とされる輸入の3カ月分相当という基準は、資金移動の自由化が進んでいる国にとって明らかに不十分である<sup>3)</sup>。また、通貨防衛のため、高金利を維持すれば、資金需要が減退し、銀行の収益が悪化することになる。特に途上国の場合、債券市場が未整備のため、企業は銀行融資に大きく依存し、貸出金利の高騰が企業倒産や銀行の不良債権の増大を通じて、銀行危機をもたらしかねない。

しかも、為替レートの維持に失敗し、大幅な切り下げを余儀なくされることになれば、さらに深刻な事態が待っている。大幅な切り下げがマクロ経済政策の失敗と見なされ、いっそうの資金流出を誘発しかねない。企業と銀行の対外債務が現地通貨建てで見れば膨み、バランス・シートが悪化するため、貸し渋りと投資の低下も避けられない。

ドルペッグ制が、資本自由化で急増した民間の外貨建て対外債務の累積にも拍車をかけた。長期にわたる本国通貨の対ドル安定は借り手と貸し手双方の為替リスクに対する意識を低下させるため、民間の効率に見合わない過大投資と不十分な為替リスク管理につながりかねない。もっとも、この市場参加者の為替安定に対して抱いている錯覚を、政府の保証によってもたらされたモラル・ハザードと混同してはいけない。

3) 確かに中国のように、為替管理に加え、1400億ドルという膨大な外貨準備をバックに人民元の安定維持には成功した例もある。しかし、途上国である同国が海外で資金を調達するときのコストが、外貨準備の運用で得られるリターンより遥かに高いことを考えると、その機会費用が極めて高い。

ドルペッグ政策を採っているとはいえ、当局が将来にわたって為替の変更を絶対にしないと約束したわけではなく、今回の通貨危機のように実際為替レートの切り下げを余儀なくされても、事後的に補填策をとっているわけでもない。

## 2. 「再ドル化」対「脱ドル化」

ドルペッグのこれらの脆弱性を克服するために、より柔軟なシステムへの移行（脱ドル化）からドルペッグの強化（再ドル化）まで、いろいろな提案がなされている。まず、円ドルレート変動の不安定効果を最小限に抑えるためには、通貨バスケット制が有効である。また、金融政策の独立性を取り戻すためには、変動為替制への移行が望まれる。さらに、通貨投機が諸悪の源であれば、ドルペッグを放棄するよりも強化すべきである<sup>4)</sup>。このように、これらの「処方箋」はそれぞれアジア危機に対する異なる「診断書」に基づいている。

### (1) 通貨バスケット制

アジア各国にとって、経済を円ドルレート変動の影響から遮断するためには、本国通貨の対ドル安定のみならず、対円安定も望まれる。しかし、円ドルレートが振れる以上、両方を同時に達成することは不可能である。一つの妥協案として、円とドルを中心とする主要通貨からなるバスケットを参考しながら、為替政策を運営することが考えられる。

ここでいう通貨バスケット制とは、ある国が本国通貨を複数の通貨からなる特定の通貨バス

4) その他、金融政策の独立性の維持と投機を予防する手段として、資本規制も考えられるが、これについては第三節で検討する。



ケットにリンクさせ、通貨価値（ひいては競争力）の安定化を図る制度である。

仮に、韓国は円が70%のウェイトを占める通貨バスケットに自国のウォンをペッグするとしよう。その場合、円がドルに対して、10%切り上がるときに、韓国の当局はウォンの7%の対ドル上昇で対応する。100%のドルペッグの場合と比べ、韓国の輸出競争力の向上が抑えられる。逆に、10%の円安に対して7%のウォン安で対応することにより、韓国の競争力の落ち込みに歯止めがかけられる。同じように、他のアジアの国々においても、対ドル安定から対円安定をも考慮するような為替政策に転換すれば、円ドルレートが従来通りに振れても、自国のマクロ経済の安定を達成することができる。その結果、景気の山が低く、谷が浅くなり、これまで見られた円ドルレートとアジアの成長率の強い相関関係も弱まるであろう。

マクロ経済を安定化させるための通貨バスケットに占める各構成通貨の「最適ウェイト」は、一般的にいわれる貿易の地域別構成（＝実効為替レートのウェイト付け）よりもむしろ相手国との競合度を反映すべきである<sup>5)</sup>。例えば、NIEs 諸国のように日本と競合関係の強い国は、円高時に成長率が高まり円安時に成長が鈍化するといった経済の不安定性を避けるために、バスケットに占める円のウェイトを高く設定した方が成長率の振れが小さくて済む。それ以外の国々については、発展段階が進み日本に類似し

た経済構造となってきた国から順に円のウェイトを高めていくことが合理的であろう。通貨バスケットを巡って、進行中のヨーロッパ通貨統合のようにアジア各国（または ASEAN 各国）も共通バスケットを使用すべきだという議論が多いが、NIEs, ASEAN, 中国などアジア諸国の多様性を考えるとより個別の対応が求められる。

従来タイが採ってきた為替システムは一般的にドルペッグと言われるが、厳密的には通貨バスケット制になっていた。ただし、バスケットに占めるドルのウェイトは80%を超え、円のウェイトはわずか10%程度だったと推定される。これを反映して、通貨危機までの二年間で、円がドルに対して30%以上切り下がっていたのに対して、バーツはドルに対して4%しか切り下がっていなかった。その結果、（内外インフレ格差をも考慮した）自国通貨の主要貿易相手通貨に対する加重平均である実質実効為替レートが約15%切り上がっていた。このように通貨危機前のタイバーツの場合、通貨バスケットにペッグしていたとはいうものの、同バスケットに占める円のウェイトが低すぎたことになる。仮にもっと柔軟な為替政策が運営されており、一度に大幅に切り下げるのではなく、もっと早めに微調整という形で円とともにドルに対して下がっていれば、今回のバーツ危機は避けられたかもしれない。

もっとも、通貨バスケット制は、固定レートの一種である以上、ドルペッグと同様、金融政策の余地が大幅に制約されているだけでなく、投機の対象にもなりやすい。また、単一の通貨にペッグする場合に比べ、通貨バスケット制は、運営がより複雑である上、信認が得られにくい。さらに、自国通貨が全ての通貨に対して変動す

5) 実効為替レートとは、一国の通貨がその他（貿易相手国）通貨全てに対する二国間の為替レート（指数）の加重平均であり、通常、国別貿易取引量とその加重ウェイトの基準となる。一方、「通貨バスケット」はより広い概念であり、ウェイトが必ずしも貿易取引量のみで限定される必要はない。ただし、貿易取引量で定義するとき、通貨バスケットが実効為替レートと同義となり、バスケット・ペッグが実効為替レートを安定化させることになる。

るため、ミクロ面では、国際貿易などに伴う取引コストが高くつくというデメリットもある。

## (2) 変動為替制

変動為替制は、金融政策の独立性を維持できるという面において、固定レートより優れているとされている。資本の移動性が完全である場合、国内金利が海外と連動するが、当局が通貨供給量をコントロールすることができ、金融政策は為替変動を通じて実体経済に影響を及ぼす（マンデル・フレミング・モデル）。また、自国通貨建ての資産と外貨建ての資産間の代替性が不完全であれば、金融政策は為替リスク・プレミアムを反映した内外金利差を通じても、効果を発揮することができる（ポートフォリオ・アプローチ）。さらに、購買力平価と安定した貨幣需要関数を前提とすれば、変動制を採っている国では、海外と違うインフレ率を選択することができる（マネタリー・アプローチ）。

また、為替レートが日々変動するようになれば、借り手も外貨による資金調達のリスクに対してより敏感になり、その結果、対外債務の累積、ひいては通貨危機の可能性に歯止めがかかるであろう。外債の大部分がヘッジにかかっていれば、仮に為替レートが急落しても、企業のバランス・シートへの悪影響は軽微であろう。これに加え、変動制では、色々なショックが為替の変動によって吸収され、また投機筋が一方的勝算を持たないため、通貨投機が起こるリスクは低い。

しかし、投資家の行動は経済のファンダメンタルズに基づく合理的期待よりも、群れの心理に支配されがちであるため、変動レートを採用している国では、為替の短期的乱高下と中長期にわたる均衡レートからの乖離が広く見られて

いる。例えば、円ドルレートが95年春の80円から98年の秋に147円に大きく大きく振れたことはファンダメンタルズの変化によって（事後的にさえ）なかなか説明できない。為替の乱高下は国境を越える取引に伴うリスクを高め、貿易と資金移動の障害要因になりかねない。一方、為替レートの均衡レートからの乖離はマクロ面では景気変動を増幅し、またミクロ面では貿易財と非貿易財部門間における資源の有効配分を歪める。特に、国内の金融市場と為替市場の整備が遅れている発展途上国では、変動制の弱点がいつそう明らかである。先進国と比べ、対外均衡を達成するための為替の変動幅がより大きくなるにもかかわらず、為替リスクをヘッジする手段が限られている。

また、マンデル・フレミング・モデルが示唆しているように、変動制は、交易条件の変化など実物ショックを和らげるには有効だが、貨幣ショックの生産への影響をむしろ増幅させる。例えば、変動制のもとでは、投資家のポートフォリオ・シフトという典型的貨幣ショックが、為替の乱高下をもたらすだけでなく、景気変動をも増幅させる。

## (3) ドルペッグの強化

バスケット制と変動制といった「脱ドル化」の提案に対して、投機を予防するためにドルペッグの強化（「再ドル化」）を主張する論調も盛んになっている。「ドル化」、「カレンシー・ボード」、「従来の平価への復帰」がその典型である。

### （ドル化）

完全なドル化とは、自国通貨を廃止して、その代わりにドルをそのまま流通させることであ

る。自国通貨がもはや存在しないので、それを防衛するために高い金利を維持する必要がなくなり、為替リスクがなくなる分だけ、金利が米国の水準に近づく。しかし、この利益を享受するためには、為替レートの変更や独自の金融政策の実施という自由度を完全に放棄しなければならない。

また、ドル化の導入は通貨発行余剰（シニョレッジ）の喪失を意味する。なぜなら、当局は外貨準備を使って、またはドルを調達して、流通している自国通貨を償還しなければならないからである。その上、中央銀行が（通貨の増発によって）市中に流動性を提供することができなくなるため、銀行を救済する最後の貸し手としての機能を果たすことはできない<sup>6)</sup>。

#### （カレンシー・ボード）

自国通貨を廃止せずに、カレンシー・ボード（通貨発行局）の導入によって信認を高めようとする国もある。カレンシー・ボード制とは、為替レートを特定の外貨に固定させた上で、通貨発行量を外貨準備に法律などに決められる厳格なルールによって連動させる制度である。例えば、香港の場合、当局が1米ドル=7.8香港ドルという公定レートで、無制限に取引に応じる約束を果たすことにより、市中に流通する香港ドルの札に関しては100%の米ドルの裏付けが自動的についているのである。

しかし、切り下げという選択肢が残る以上、カレンシー・ボードは完全に投機を免れることができない。カレンシー・ボード下の自動調節機能が金利裁定にかかっている。平時では、対外収支の悪化は為替レートに切り下げ圧力をかける一方、貨幣供給も合わせて縮小するため、金利を上昇させる。それに誘発される資本流入が為替を支えながら、金利の上昇圧力を緩和させる。しかし、当局の為替レートを維持する能力（または決心）に対する信認が何らかのショックで揺るがされることになれば、資本流出を留めるために、非常に高い金利水準を維持しなければならない。経済成長と金融システムの健全性が損なわれかねない。その上、カレンシー・ボード制では、通貨発行量が100%の外貨準備に裏付けられるとはいえ、広義のマネー・サプライはその数倍にもなるので、投機によって、外貨準備が底をつくことも十分考えられる。その場合、当局は切り下げ、場合によってはカレンシー・ボードの放棄に踏み切らざるを得ない。香港の経験が示しているように、カレンシー・ボード制の硬直度は金融政策の自由度を奪うには十分だが、投機を防止するには不十分である。

#### （従来の平価への復帰）

McKinnon(1999)は危機前にアジア各国が共通して採ってきたドルペッグ制が、切り下げ競争のような近隣窮乏策を防ぎ、高度成長期における物価の安定に寄与したと高く評価している。同氏は円ドルレート変動を攪乱要因として認めるものの、これは日米間の政策協調によって対処すべきであり、また今回の通貨危機も自己実現的投機の結果であると認識している。ドルペッグ制の欠陥を認めない立場から、従来の対ドル平価への復帰を提案している。当局がこれ

6) 香港政庁がドル化のメリットとデメリットを検討する際、移行過程と運営上における次の問題点を指摘している (Financial Services Bureau, 1998)。すなわち、移行期において、資産、債務などにかかわる契約が法的に無効になる可能性がある。その結果、銀行部門に対する信認が低下しかねず、資金流出を止めるために、カントリー・リスクを反映した高い（ドル）金利を維持せざるを得ない。また、米国の時間帯が異なるため、地場銀行の流動資金の調節が困難になるであろう。

を公約し、信認が得られるようになれば、短期的に通貨投機に遭っても金利の上昇が小幅に留まり、中期的には切り下げ競争が防がれ、さらには長期的には物価の安定が達成できるというメリットが期待される。しかし、市場が不安定になっているなかで、いかに割高と見なされる危機前の水準を維持するのには、同提案の最大の難点であろう。

### 3. 「両極」対「中間的」制度

為替制度の選択は固定制が変動制という二者択一の選択ではない。固定した為替目標を維持する意志が最も硬い「通貨同盟」と為替の変動を無条件で容認する「完全変動制」の両極の間に「カレンシー・ボード」、「調整可能なペッグ制」、「クローリング・ペッグ」、「バスケット・ペッグ」、「目標相場制」、「管理変動制」など、様々な中間的制度がある（表2）。為替目標を

明示した中間的制度の脆弱性が露呈された今、為替制度の選択を巡って、「固定制」対「変動制」に代わって、「両極」対「中間」という軸を中心に論争が展開されている。

#### (1) 両極の制度

ヨーロッパにおける EMS 危機(92-93年)とアジア通貨危機の経験に鑑み、Eichengreen (1994, 1999)は国際金融資本市場において流動性の高い資金の規模が各国の外貨準備を遙かに上回るほど巨大化している中で、脆弱なペッグ制を維持することが困難になってきたと指摘している。一方では、民主化の進展により、当局が他の国内経済目標を犠牲にしても為替の安定維持という公約を守ることはますます難しくなっている。調整可能なペッグ制や狭いバンドを持つ目標相場制など、為替レートの目標を明示した中間的制度の維持が無理であれば、当局は通貨同盟と完全変動制という選択を迫ら

表2 主な為替制度

固定極	<ol style="list-style-type: none"> <li>1 通貨同盟：参加国が共通した通貨と中央銀行を持つ（例えば、ユーロランド）。自国通貨を廃止し、外国通貨を流通させること（例えば、ドル化）もこれに準じる。</li> <li>2 カレンシー・ボード：自国通貨の対外価値の維持をマクロ経済政策の最優先課題とし、その一環として、通貨発行量を一定のルールに沿って外貨準備に連動させる（例えば、香港）。</li> </ol>
中間的制度	<ol style="list-style-type: none"> <li>3 調整可能なペッグ制：特定通貨に為替レートを固定させるが、公平平価を維持する硬い約束をせずに、対外収支などの状況次第で変更することもありうる（例えば、EMS 下のヨーロッパ諸国）。</li> <li>4 クローリング・ペッグ：公表した日程（または予測可能なスピード）にしたがって為替レートを微調整する（例えば、通貨危機前のインドネシア）。多くの場合切り下げの速度が内外インフレ格差を反映する。</li> <li>5 バスケット・ペッグ：単独な通貨ではなく、複数の通貨の加重平均に自国通貨の価値を固定させる（例えば、通貨危機前のタイ）。</li> <li>6 目標相場圏：公平平価の上下一定の幅内に為替レートの変動を認める（例えば、イスラエル）。</li> </ol>
変動極	<ol style="list-style-type: none"> <li>7 変動管理制：為替レートの変動を認めながら、状況に応じて当局が介入するが、為替の目標を明示しない（例えば、日本）。</li> <li>8 完全変動制：当局が為替市場に一切介入せず、マクロ経済政策（特に金融政策）を運営するに当たって、為替要因を考慮しない（実例はないが、米国がそれに近い）。</li> </ol>

(注) 表において、下に行くほど、当局の固定レートの維持には消極的である。

(出所) Eichengreen (1994) and Frankel (1999)により、野村総合研究所作成

れる。

通貨同盟と完全変動制は、固定レート対変動レートの軸の両極に当たるが、いずれも市場の解であるという点で共通していると一部の市場主義者が主張している。確かに、完全変動制では当局が為替市場に介入しないことになっており、通貨同盟では自国通貨を放棄してしまうため、為替市場に介入する余地さえない。これに対して、中間的制度では、政府の裁量で、為替レートをコントロールしなければならない。

Eichengreen は維持可能な制度として両極の制度しか残らないであろうと主張しながらも、(明示的為替目標を持たない限り) 政府の介入を認める管理変動制を変動制の極に含まれていると見なしている。同氏は為替レートの代わりに、金融政策のアンカーとして、インフレ率をターゲットすることを提案している。しかし、政府の介入を認めることは官僚と政治家に代わって為替レートの決定を市場に任せるという市場主義の精神に反する。その上、信認とマクロ経済の安定などの面において、為替レートの代わりにインフレ目標に金融政策のアンカーを求めるメリットが必ずしも自明ではない。

この「極端に走れ」という原則をアジアの現状に応用するに当たって、Eichengreen は通貨同盟よりも変動制の方を好むのである。なぜなら、アジア諸国は、主要な貿易や投資相手国が分散しており、米国、ヨーロッパ、日本のいずれとも通貨同盟を結ぶ可能性が低い上、通貨統合のための政治の強い意志も欠如しているからである。このように、消去法によって変動制が最後の選択肢として残っているわけだが、Eichengreen さえ、これを支持しながらも、「域内各国が管理変動制をうまく運営するための制度的、政治的前提条件を確立することを望む」

と躊躇を隠せない。これらの条件には、為替レートというアンカーを使わずに金融政策に対して信認を確立すること、効率的かつ流動性のある為替先物市場を整備すること、官僚と政治家が特定の利益団体のために為替レートを操作することを防止できることといった発展途上国では満たされにくいものが多く含まれている。

## (2) 中間的制度

変動制を支える制度的または政治的前提条件を満たすことが難しいのであれば、中間的制度を全面的に否定するのではなく、その強化を図ることも一つの選択肢であろう。そもそも、両極を好む議論は中間的制度の実行可能性に対する疑問に基づくもので、両極の制度が望ましいという論拠が必ずしも十分に提示されていない。むしろ、為替目標を明示した中間的制度をいかに投機に強い制度に変えたらいいのかという議論が求められる。

固定制と変動制の双方の利点を取り入れながら、それらの欠点を最小限にすることを目指して、Williamson(1996)がクローリング・ペッグと目標相場圏(ターゲット・ゾーン)を組み合わせたクローリング・バンド制を提唱している。同制度では、当局がファンダメンタルズに見合った公定平価を決め、為替レートをその上下に一定の幅を持つバンドに収めることを公約する上、公定平価自身をファンダメンタルズの変化に合わせて定期的に微調整する。その狙いは、バンドが市場レートを均衡水準に誘導し、為替の期待を安定化させることを通じて、変動制で見られた為替の乱高下と中長期にわたる均衡レートからの乖離という問題を緩和させることである。バンド内において為替レートは市場の需給関係に任せられているが、バンドの上限

と下限を超えないように当局は介入も辞さない。

クローリング・バンドは為替平価、為替調整の速度、バンドの幅という三つの主要な要素からなるが、為替レートと経済のファンダメンタルズとの整合性が投機を防ぐカギとなる。為替平価はできるだけ「ファンダメンタルズに見合った均衡レート」の変化を反映すべきである。そのため、公定平価は単独な通貨よりも複数の通貨からなるバスケット方式で表示する上、内外インフレ格差や他のファンダメンタルズの変動をも反映すべきである。ファンダメンタルズに見合った均衡レートを正確に測ることは難しいため、バンドに広い幅（例えば $\pm 10\%$ ）を持たせることによって、市場レートが「真」の均衡レートから大幅に乖離する可能性を最小限にすることができる。また、クローリング・バンドは為替レートが中間レートに戻る確率を高めることによって投機を抑えることができる一方、広いバンドを持つことによって、当局が独自の金融政策を行う自由度も高まることになる。

最近、クローリング・バンドの一層の強化を目指した提案も数多くなされている。調整可能なペッグと同様、クローリング・バンドも投機の対象になりやすいという批判に対して、Williamson(1998)は、市場の期待を中長期の均衡レートに誘導するというメリットを残しながら、当局がバンドの上限と下限において介入する義務を負わないモニターリング・バンド（監視バンド）制を提案している。Bergsten, Davanne, and Jacquet(1999)は信認を高めるために、バンド内においても金融政策を為替の安定に割り当て、また、バンドの設定と維持にIMFの役割を期待している。変動制は実物的ショック、また固定制は貨幣的ショックに対し

て自動安定機能を持っているという性質（マンデル・フレミング・モデルによる）に鑑み、World Bank(1997)は、（為替レートの柔軟性を表す）バンドの幅が主に実質ショックに晒される経済では広く、逆に主に貨幣的ショックに晒される経済では狭く設定すべきであり、またバンドの中においても、貨幣的ショックには介入、また実物的ショックには為替レートの変動によって対応すべきであると提案している。

Ohno(1999)も実質実効為替レートをターゲットすることを薦めている。ただし、これは、実効為替レートの安定に重点を置いた管理変動制や、追加的調整が柔軟に行われるドルペッグまたは名目通貨バスケット・ペッグ、（インフレ格差を調整する）実質バスケット・ペッグなど様々な制度によって達成できると主張している。また、実質実効為替レートの均衡水準を変えるような実物ショック（例えば、交易条件の変動）に対して当局がすばやく為替の変更で対処すべきであり、さらに、危機時には、緊急手段（例えば、資本流出入に対する規制）の行使もやむを得ないという立場をとっている。

### (3) 中間的為替制度を補強するための方策

これまでわれわれは、アジア各国が為替目標を明示する中間的制度を選択肢から排除するのではなく、その投機に弱い体質を直すべきだと主張してきたが、ここでは、具体的に強化策として、資本規制、円ドルレートの安定化、アジア通貨間の安定について考えて見よう。

#### (資本規制)

「国際金融のトリレンマ説」(impossible trinity)が示唆しているように、どの国にとっ

でも、固定為替レート、自由な資本移動、そして独立した金融政策の三つの目標を同時に達成することは困難である(図4)<sup>7)</sup>。しかし、資本規制を導入することによって、固定レートを採っている国においても、金融政策の独立性を回復させることができる。今回のアジア危機において、厳しい資本規制のお陰で、中国が投機の対象を免れただけでなく、金利を下げることによって景気の下支えをする政策の自由度を確保できたのである。

海外からの資金流入がアジアの経済発展に大きな役割を果たしてきたが、国内の金融市場が不完全である以上、資本移動を完全に自由化させることは必ずしも望ましくない。「市場の失敗」を防ぐために、政府の介入が必要である<sup>8)</sup>。McKinnon (1991) が主張しているように、過剰な資金流入の副作用を最小限に抑えるため

に、非伝統な輸出産業や財政規律の確立、貿易と金融システムの自由化という条件がそろってから、最後に資本自由化が行われるべきであるという経済自由化の最適な「順序」(sequencing)を守るべきである。

特に、タイの経験が示唆しているように、脆弱な金融セクターを持つ途上国は、資本取引の自由化を慎重に進めるべきである。なぜなら、銀行のリスク管理が弱く、通貨のコントロール力も十分でない国では、資本取引の自由化はバブルの生成と崩壊を通じて、金融システムとマクロ経済の不安定化をもたらしやすいからである。当局の監督体制を含む金融セクターの強化や金融政策の有効手段の確保が、資本自由化のメリットを生かすための前提条件だと言えよう。今回、タイをはじめとする ASEAN 諸国が通貨危機に見舞われているのに対して、同じ脆

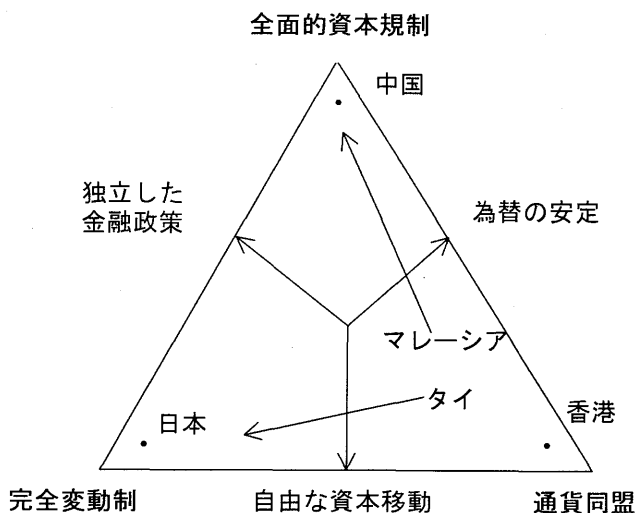


図4 国際金融のトリレンマ

(出所) Frankel(1999)より野村総合研究所作成

7) まず、固定為替レートを採っている国では、資本移動に制限を加えるか、さもなければ国内金利を海外金利に連動させなければならない(独立した金融政策の放棄)。また、完全に自由な資本移動を認める国では、固定レートと独立した金融政策のどちら

かをあきらめなければならない。最後に、金融政策の独立性を保とうとすると、当局が資本規制または変動制への移行という選択に迫られることになる。  
8) 資本規制のメリットとデメリットについて、Eichengreen(1998)を参照されたい。

弱な金融セクターを抱えている中国が大きな混乱を免れた最大の原因は、教科書通りに、この対外開放の順序を守っていることにある。

平時に資本移動の自由を認める国においても、通貨投機によって金融システムの健全性とマクロ経済政策の有効性が損なわれるときに、緊急避難的措置として、為替管理を導入してシステミック・リスクを抑えることも一つの選択肢であろう。Krugman(1998)も、「非常時に非常な手段が必要である」と主張し、危機に見舞われているアジア諸国に IMF 主導の危機対策の代わりに資本規制の導入を提言している。実際、マレーシアが為替の安定とマクロ経済政策の独立性の回復を目指して、98年9月に資本流出に厳しい制限を加え、所期の効果を挙げている。

#### (円ドルレートの安定)

円ドルレートがアジア経済の景気変動を大きく左右していることに鑑みると、アジア各国にとっても、その安定が望まれる。円ドルレートが安定化すれば、アジア各国が自国通貨をドル、円、または通貨バスケットのいずれにベッグしてもマクロ経済の安定を考える上では大差がなく、間違ったアンカー通貨(または通貨バスケット)を選択してしまうリスクもその分だけ低下するであろう。

McKinnon and Ohno(1997)は日米当局が購買力平価に基づいて $\pm 5\%$ の幅を持つ円ドルレートの目標相場圏を設定し、これを公表することを提案している。日米の通貨当局は円ドルレートをバンド内に安定化させるために、為替市場において協調介入をする一方、為替政策とそれぞれの国内の経済政策目標との整合性がとれるようにするために、マクロ経済政策の面に

においても協調しなければならない。

#### (アジア通貨間の安定)

アジア通貨危機が勃発した当初、日本は「アジア通貨基金」の設立を提唱した。通貨投機の規模が各国の外貨準備の水準を上回り、IMFの支援も限界に来てきているという環境変化に対応するために、各国当局が外貨準備の一部をプールして緊急時に備えることが同構想の狙いである(篠原, 1999)。その上、協調介入をはじめ通貨当局間の政策協調が実現できれば、今回のアジア危機に見られた切り下げの伝染効果を最小限にとどめることができよう。

アジア諸国が、域内通貨間の安定を目指して、ヨーロッパの EMU のように何らかのかたちで通貨統合を図ることも考えられる。これは自国通貨を円にベッグするか(関, 1995)、共通通貨バスケット制(ECU をモデルとする ACU)の導入(Williamson, 1999)によって達成することができる。しかし、アジアの多様性に鑑みると、「単一通貨」の導入は、現段階では必ずしも経済の安定に寄与せず、中長期の目標にとどめるべきであろう。

#### 参 考 文 献

- 関志雄(1992年)「アジアからみた円圏成立の可能性」、『財界観測』、野村総合研究所
- (1995年)『円圏の経済学』、日本経済新聞社
- (1998年)『円と元から見るアジア通貨危機』、岩波書店
- 篠原興(1999)「アジア通貨基金に向けて」、『Newsletter 第4号』、国際通貨研究所
- Bergsten, C. F., O. Davanne, and P. Jacquet (1999) "The Case for Joint Management of Exchange Rate Flexibility," *Working Paper 99-9*, Institute for International Economics: Washington D.C.
- BIS (1999) *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivative Market Activity*, Bank for International



- Settlements: Basle.
- Eichengreen, B. (1994) *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Brookings Institution: Washington D.C.
- (1998) “Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly,” HYPERLINK  
<http://elsa.berkeley.edu/users/eichengr/capcontrols.pdf>
- (1999) “Solving the Currency Conundrum,” Paper prepared for the Council on Foreign Relations Study Group on Economic and Financial Development, HYPERLINK  
<http://elsa.berkeley.edu/users/eichengr/waltermead.pdf>
- Financial Services Bureau (1998) *Report on Financial Market Review*, Government of the Hong Kong Special Administrative Region.
- Frankel, J. (1999) “The International Financial Architecture,” *Policy Brief*, No. 51, Brookings Institution: Washington, D.C.
- Krugman, P. (1998) “Saving Asia: It’s Time to Get Radical,” *Fortune*, September 7.
- McKinnon, R. I. (1991) *The Order of Economic Liberalization -- Financial Control in the Transition to a Market Economy*, John Hopkins University Press: Baltimore and London.
- (1999) “The East Asian Dollar Standard, Life After Death?” Paper prepared for the Workshop on “Rethinking the East Asian Miracle,” organized by Economic Development Institute, World Bank, February 16-17.
- and K. Ohno (1997) *Dollar and Yen -- Resolving Economic Conflict between the United States and Japan*, MIT Press: Cambridge, Massachusetts.
- Ohno, K. (1999) “Exchange Rate Management in Developing Asia -- Reassessment of the Precrisis Soft Dollar Zone,” *ADB Working Paper Series* No.1, Asian Development Bank Institute: Tokyo.
- Tokunaga, S. (1993) “Dollar and Yen: Changes in the Dollar Standard System and Economic Regionalism,” 『経済学研究』(九州大学経済学会), 第59巻第1・2号
- Williamson, J. (1996) *The Crawling Band as an Exchange Rate Regime -- Lessons from Chile, Colombia, and Israel*, Institute for International Economics: Washington D.C.
- (1998) “Crawling Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility,” *International Finance*, No.1 (October).
- (1999) “The Case for a Common Basket Peg for East Asia,” in *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, edited by S. Collignon, J. Pisani-Ferry, and Y. C. Park, Routledge: London and New York.
- World Bank (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries -- The Road to Financial Integration*, Oxford University Press.
- [野村総合研究所 経済研究部 上席エコノミスト]