

東アジア通貨は実質的なドル・ペッグへ回帰したか？

：アジア危機以後の東アジア各国の為替レート変動と円ドル・レートの影響(下)*

金 炳 宣**

目 次

第3章 外生的変動と東アジア諸国の為替制度

1. 強い米ドルリンクの問題点
2. 東アジア為替制度と円ドルレートの変動
3. 為替制度と金融政策の選択肢
4. 為替および資本取引の自由化

結 論

1. 研究結果の政策的示唆点
2. 研究のまとめ

注

参考文献

付 表

第3章 外生的変動と東アジア諸国の為替制度

1. 強い米ドルリンクの問題点

今まで、東アジア諸国が生産拠点として高度成長を維持してきた要因としては、低廉で豊富な労働力、工業団地などのインフラ整備、外資に対する規制緩和、貿易の自由化などを指摘することができる。こうした投資環境に加え、急

* 本研究のため、指導教授である中嶋慎治先生をはじめ、計量手法において有益なアドバイスを頂いた上田雅弘先生、2003年度第3回日本国際経済学会関西支部定例研究会での発表において、有益なコメントを頂いた甲南大学の青木活治先生に感謝申し上げます。もちろんありうるべき誤りはすべて筆者の責任です。

** E-mail : kbsun@hotmail.com

速かつ長期的な円高の下で東アジア各国の通貨制度の特徴は生産拠点としての東アジアの発展を促進する最も重要な要因の一つであると考えられる。すなわち、第2章で検討したように、多くの東アジア諸国が強く米ドルにリンクしてきたことで、プラザ合意以降の長期的なドル安・円高は、日本円に対する東アジア通貨安をもたらし、輸出および投資を牽引役として経済成長を可能にした。一方、通貨危機においては、ドル高・円安が進んだことによって東アジア諸国の通貨が大幅下落したのである。つまり、東アジア通貨の米ドルリンクは、米ドル安の時期には利点をあらわしたのが、危機中から見られるように、外部環境の変化からかなり影響を受けやすい面もあると指摘されている。この米ドルリンクの問題点は、大きく内生的な側と外生的な側にまとめることができる。

まず、インフレ格差の問題である。通常、東アジアのインフレ率は先進国よりも高い。特に、これらの国々は経済発展のため、国内に不十分な資本や技術を先進国から大きく流入させ、インフレ圧力がさらに高まる傾向を見せてきた。このような状況で、東アジアの自国通貨を先進国の通貨に連動させれば、為替レートはインフレ格差に相当する分だけ割高になって実質為替レートの上昇を生み出す。また、東アジア通貨は米ドルに対して安定的に推移していたため、米ドル以外の通貨に対しては国際市場で決定される為替レートをほぼ外生的に受け入れてきた。例えば、東アジア通貨の対日本円レートは、東アジア通貨の対米ドルに国際市場で決定される円ドルレートを乗じて決定される傾向があり1980年代後半以降の円高によって日本円は東アジア通貨に対しても大幅に増加している。換言すれば、このような東アジア為替制度は自国通貨を米ドルに安定的に推移させる効果に加え、日本円に対して自国通貨を減価させる効果もあったといえる。こういう効果を貿易面から見れば、円高・東アジア通貨安によって日本製品と比較した東アジア製品の価格競争力が向上し、輸出が増加する。または、日本から直接投資の増加をもたらすことを意味する。しかし、通貨危機のような状況では異なる効果があらわれた。例えば、中南米諸国

のように、米国向け貿易割合が圧倒的に大きいのであれば、自国通貨をドルにペッグしても輸出競争力が急激に変化するということはないが、東アジア諸国の場合、米国向け貿易割合や日本向け貿易割合はそれぞれ約2割程度を有している状況では、ドルに強くリンクする通貨制度を採用すれば、外生変数の変化（円安ドル高）が進展すると、ドルに連動する東アジア諸国の為替レートが上昇し、対日貿易における輸出競争力が低下（実効為替レートの上昇）することになる。特に、プラザ合意以降、日本円の対米ドルレートはきわめてボラティリティーが高まっており、危機以後にも東アジア諸国が米ドルに強くリンクする為替制度を採ることによって、外部環境の変化が直ちに自国の輸出競争力に影響を及ぼすということの意味するのである。

2. 東アジア為替制度と円ドルレートの変動

第2章で見たように、通貨危機以後にも米ドルに強くリンクしていることが見られるが、危機以前と比べ国によって異なる姿を見せていた。その中で韓国、シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピンにおいては日本円の役割が確かに増えたことが見られた。これは、上述した強い米ドルリンクの問題点を通貨危機の教訓として受け入れ、米ドルだけではなく、他の通貨、特に日本円にも自国通貨を安定させる役割を担わせることを意味するのだろうか。そして、通貨危機以後、東アジアが変動為替制度に近い通貨バスケット制を維持しているとすれば、円・ドルレートの変動のような外生変数に対してどれぐらい反応しているのだろうか。

図4-1を見ると、円・ドルレートは、1995年5月以降から緩やかに切り下げになり、通貨危機中の1997年11月ごろから切り下げ率が急激に上がった。この円・ドルレートの切り下げは1998年8月まで続いた一方、1998年8月からは切り上げに転じ、1999年12月までに継続していた。そして、2000年からは切り下げと切り上げを繰り返す中、総じて切り下げの道を歩んだ。特に、2001年から日本政府の円安政策により1米ドルが平均123円を示していた。

このように円・ドルレートは1990年代から2000年代に渡って大幅変動していた。もし、東アジア諸国が、危機以後通貨バスケットに基づく為替制度を運営しながら円・ドルレートの変動に対してある程度反応したとすれば、東アジア通貨と米ドルや日本円の関係が異なってきたことが分かるだろう。

まず、式(3)に基づいて、米ドル固定為替相場制を採用する香港、マレーシアを除いて韓国、シンガポール、台湾、タイ、インドネシア、フィリピンを対象として、通貨危機以後1年ごとに通貨バスケット・ウェイトを推計した(表4-1参照)。韓国ウォンとインドネシアルピアは、他の国より高い為替変動性を示しており、危機以前と比べると危機以後の4年間よりも高いものである。シンガポールドル、台湾ドル、タイバーツの為替変動性は、危機以前水準に戻り、2002年には非常に安定していることが見られる。そして、危機直後(1999年)、 β_1 値については、ほとんどの国で危機以前の水準に戻る傾向が見られるが、2002年度に至ると大きく減少している。そのうち2002年度の韓国、シンガポール、タイの場合、 β_2 値が25%上回るウェイトを示している。円ドルレートが2000年から再び切り下げの傾向であることを考えると、こういう係数値は、東アジア諸国が円ドルレートの変動にある程度対応していると読み取れる。一方、インドネシアルピアは、調整済み R^2 がまだ低く、 β_2 値が有意ではない。フィリピンペソは、2001年度で調整済み R^2 が低いものの、 β_2 値が0.22%の有意であったのが、2002年度では調整済み R^2 が高くなる中、 β_2 のt-値が低めである。

ここで、危機以後の4年間に対して、円ドルレートの切り上げと切り下げによって東アジア為替制度がどれ位反応しているかについて、以下の通りにダミー係数を導入して検討してみる。

$$Y_t = a + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + \beta_4 DX_{1t} + \beta_5 DX_{2t} + \mu_t \quad \text{式(4)}$$

ただし、

$$Y_t = \Delta e(\text{Home}/\text{SF})_t, X_{1t} = \Delta e(\text{USD}/\text{SF})_t, X_{2t} = \Delta e(\text{JPY}/\text{SF})_t, X_{3t} = \Delta e(\text{DEM}/\text{SF})_t$$

を示している。また、 D はダミー変数として、円ドルレートの切り下げの時期を‘1’、円ドルレートの切り上げの時期を‘0’とした。

表4-2に式(4)の分析結果を表した。 β_3 を除外したモデルと含めたモデルには係数値の差が見られない。これは、東アジア通貨バスケットの構成比にドイツマルクがそれほど影響を与えていないことを意味する。

ダミー係数の符号を見ると、円・ドルレートの切り下げの時、 β_1 ダミー係数は‘-’に、 β_2 ダミー係数は‘+’（インドネシアを除く）になっている。この‘-’と‘+’符号は、円・ドルレートの切り下げの時、東アジア通貨バスケット上の米ドルのウェイトが減り、日本円のウェイトが高まるパターンを見せることを示す。すなわち、円・ドルレートの変動によって東アジア通貨が米ドルと日本円に対して非対称的に反応することを意味する。それを見ると、インドネシアルピアを除く全ての国で、 β_1 ダミー係数が‘-’に、 β_2 ダミー係数は‘+’になっている。そのうち目立つのは、韓国ウォン、シンガポールドル、台湾ドルの場合、円ドルレートが切り下がると、減った米ドルの割合分だけほぼ同じぐらいに日本円の割合が有意に増えていることが見られる。韓国ウォンは、円・ドルレートの変動によって通貨バスケット上の日本円と米ドルのウェイトがそれぞれ24%ぐらい有意な増減を見せ、他の国より主要通貨に対して顕著な非対称的行動パターンを示している。そして、シンガポールと台湾がそれぞれ13%、8%有意に増減している。また、タイバーツは、 β_1 ダミー係数が有意になっていないが、円・ドルレートの変動によって日本円のウェイトが約11%有意に増加している。一方、インドネシアルピアとフィリピンペソは、調整済み R^2 が低く、全てのダミー係数が有意になっていない。フィリピンペソだけがダミー係数の符号が合致している。

円ドルレートの変動に対するこういう傾向は、先行研究の分析が、東アジア諸国の為替制度が危機以後にもほとんど変化が見られないと指摘していることとは異なる結果であり、言わば、東アジア各国が為替制度を運営する際に、危機以前よりある程度柔軟性を持って対応していることを示すものではないだろ

うか。危機以後、確かに東アジア各国の為替レートはまだ強く米ドルレートにリンクしているが、2002年に至るとその傾向が弱まっており、特に、円ドルレートの変動によって米ドルと日本円に対するパターンが非対称的であるというのは、危機以後見られている各国通貨ドルレート（韓国ウォン、シンガポールドル、台湾ドル、タイバーツ）と円ドルレートとの同調傾向（co-movement）からも読み取れるのである。図4-2と表4-3には、日本円と韓国、シンガポール、台湾、タイのそれぞれの対米ドルレートとその相関係数を表した。目安のため線が上がる（下がる）と切り上げ（切り下げ）を意味するようにした。例外なく、2002年では各国通貨のレートが円レートとほぼ同じに動いている。そして、円レートが切り下がる時に最も同調する傾向が見られる。そのうち、韓国ウォンとシンガポールドルレートの場合、表4-2からも見られるように、他の国より同調する傾向が強く、2002年に入ってからはその傾向が全く同じ動きを見せており、その相関係数も0.97を示している。また、タイバーツと台湾ドルレートも相関が強く0.74から0.75まで示している。

よく知られているが、基本的に東アジアは輸出依存度が高く、そのうち韓国、シンガポール、台湾の場合輸出商品構造が日本と似て、世界市場において日本と高い競合度を持つため、円ドルレートの変動が輸出に与える影響は大きいと考えられる。したがって、これらの国々においては構造的に円ドルレートの切り下げ（切り上げ）の時期、対日価格競争力の低下（増加）が輸出の減少（増加）をもたらす形で、各国通貨の為替レートが円レートと同調的に変動する要因が常に潜在する。特に、円ドルレートの切り下げの時期にその同調傾向が顕著であるのは、自国の輸出競争力を維持する方向へ各国通貨の為替レートが変動していると考えられる。しかし、各国通貨の為替レートは円ドルレートだけではなく、各国が行っている金融政策のパフォーマンスやマクロファンダメンタルズの変化などからも影響を受けるため、危機以後日本円のウェイトの増加と円レートとの同調傾向を理解するには各国の国内要因を検討する必要がある。以下からは、国際金融システムの「トリレンマ論」を中心に、各国の

為替制度と金融政策の枠組みを考察する上に、危機以後東アジア通貨の為替レートの変化を検討してみる。

3. 為替制度と金融政策の選択肢

国際金融理論においては、①「資本移動の自由化」、②「固定為替相場制度（あるいは為替レート安定）」、③「金融政策の自由化（国内目標を実現するための独立した金融政策）」の三つを、同時にかつ完全に両立することは不可能であり、実現すれば二つだけ可能であるという「トリレンマ (Trilemma)」がよく知られている。例えば、資本移動を制限するならば (①排除)、②と③が可能になり、変動為替相場制を採用すれば (②排除)、①と③が両立可能になる。さらに金融政策の独立性を放棄すれば (③排除)、①と②が同時に成立するというわけである。

資本移動の自由を含むトリレンマ論の核心は、自由な資本移動の下では、固定相場を維持したまま、独立した金融政策を実行しようとするならば、それ自身が引き起こす資本移動とそれに伴う固定相場維持のための市場介入によって、期待された効果が生まれないという点である。つまり、固定相場を維持しようとするならば、資本移動が自由であるかどうかにかかわらず金融政策の自由度を減少させるのである。この点を一定な条件の下で変動相場と比較し、明確に理論化したのがマンデル・フレミング・モデルである。

マンデルは、資本の完全な移動性、国際的な利子率均等化、不完全雇用、価格一定などを前提した上で、小国において金融と財政政策が、固定相場や変動相場の下で有効であるかどうかを検討し、固定相場の下では財政政策は有効であるが、金融政策は有効性を失い、変動相場の下では金融政策は有効であるが、財政政策は有効性を失うことを示した。例えば、金融政策に注目して、小国が貨幣供給を増大させる金融緩和政策を行ったとしよう。それは国内金利を引き下げる圧力となり、資本流出を引き起こす。資本流出は為替市場において、その国の通貨の為替レートを引き下げる圧力となる。その時、この小国が固定

相場を維持しようとするれば、為替市場で自国通貨の買い介入が必要となる。この自国通貨の買い介入は、増大しようとした貨幣供給を元の水準に引き戻してしまう。それで、固定相場の下では金融政策は有効性を持ち得ない。これに対して変動相場であれば、為替市場における自国通貨の引き下げ圧力は放置され、自国通貨為替レートは下落する。自由な資本移動によって自国の利子率を独立に変化させることはできないが、自国通貨為替レートが下落するために輸出が拡大し、所得と雇用を増大させる。それで金融政策の意図した雇用拡大という効果が生じる。

通貨危機以後の東アジア為替制度については、学界・国際機関などにおける議論を整備すると、完全なハード・ペッグかフロート制の両極端をとるべきといういわゆる二つのコーナー解 (two-corner solutions, あるいは bipolar view) の考え方と、その両者の中間的な考え方の大きく二つに分けられる。

上述したように、東アジア諸国は既に経済成長の裏付けとして輸出指向政策や資本の自由化を進めてきたわけで、東アジア諸国の為替制度は金融政策との整合性として議論することが必要であろう。

IMFは最新の動向を踏まえ、世界各国で採用されている為替制度と金融政策の枠組みをアップデートして分類している。これによると、IMFは為替制度を以前の報告と異なって、カレンシー・ボード、為替固定ペッグ (管理フロート下における事実上の為替ペッグを含む)、一定の変動許容幅を持った為替ペッグ、クローリング・ペッグ、変動許容幅がクローリングする為替制度、管理フロート制 (為替レートに関して事前に公表を行わない)、フロート制に分類している。さらに金融政策は、そのアンカー、すなわち金融政策運営の指針となっている目標によって、為替レート、マネーサプライ、物価(インフレーション・ターゲティング)に分類している。この為替制度と金融政策の組み合わせによれば、ハード・ペッグの国々は当然として、ソフト・ペッグの国々でも為替レートが金融政策のアンカーとなっている国々がほとんどである。管理フロート制およびフロート制の国々では、マネーサプライあるいは物価という国内

経済指標をターゲティングとする金融政策運営を行っている国々が多い¹⁵⁾

東アジア各国の現状を見ると（表4-4）、香港の場合、カレンシー・ボード制でベース・マネーが外貨準備高と同額に固定される形で、またマレーシアは1ドルが3.8リングに固定されており、金融政策は為替レート安定維持に割りあてられ国内景気調整に用いる余地は限られている。したがって、これら国々の金融政策は、実質的に金融政策の自主性を失っているか、あるいは資本移動を制限し、金融政策の自主性を保持しているかのどちらかである。韓国、タイ、インドネシア、フィリピンは、為替レートの代わりにインフレーション・ターゲティング¹⁶⁾を枠組みとして採用している。インフレーション・ターゲティングの下では、今まで金融政策のアンカーとして為替レートを重視したことから国内インフレ安定へ移行することを意味するため、ある程度の為替変動を容認することあるいは政府の為替市場への介入を行わないわけである¹⁷⁾。これらの国々は、通貨危機を契機に、資本移動に対する規制を最小化したまま事実上の米ドル・ペッグから為替フロートへ移行し、一定の為替レート維持というこれまでの金融政策の目標に代わる新たなアンカーとして、先進国の事例も参照しながらインフレーション・ターゲティングを導入したと考えられる。すなわち、危機により傷んだ金融システムに豊富な流動性を供給する必要がある一方、急速な自国通貨の減価がインフレ懸念をもたらした。市場参加者のインフレ予想を鎮め、安定化させるため、為替フロート制における金融政策のアンカーの必要性が認識され、韓国は1998年に、タイとインドネシアがこれに続き2000年に、フィリピンが2002年1月にはインフレーション・ターゲティングを導入した。また表4-4には示されていないが、シンガポールは元々通貨バスケット制で、その為替レートの変動幅が一定の枠（いわゆる為替バンド）内に収まるよう運営されており、シンガポールドルの為替レートがその為替バンドを超える場合には、シンガポールの金融当局である Monetary Authority of Singapore (MAS) がレートの変動を為替バンド内に収めるように市場に介入するのである。そして、シンガポール政府はインフレの抑制をその金融政策の

主要目的と位置づけ、その実現のためにMASが為替市場に介入し、シンガポールドルの為替レートを管理している。

しかし他方ではまた、危機以後両国通貨の対米ドルレートが相当程度安定的であり、表4-1の分析結果によればまだ米ドルと連動性が高いということから、政府の為替介入の可能性が全くないとは限らないのである。例えば韓国ウォンの場合を考えると、インフレーション・ターゲティングの下で為替変動が物価に影響を与えられるルートは実需面を通じた影響と、輸入物価に直接与える影響の二つが考えられる。後者については、貿易決済通貨において米ドルの割合が相当高いため、主に米ドル・韓国ウォン関係に左右されるところが大きい。したがって、米ドル高ウォン安局面でインフレ圧力が生じる可能性がある。前者については、日本との競合関係にある韓国輸出品（タイ輸出品）において円・ウォン間の為替レートの変動は、日本市場あるいは第3国市場における韓国の輸出品の価格競争力を変化させて韓国全体の輸出に影響を与える。したがって、ウォン安は、輸出増加を通じて景気を拡大させ、景気過熱の場合にはインフレ圧力として動く可能性がある。

こうした二つのルートを考えると、過度のウォン安はインフレに転じる可能性があるため、インフレ目標の達成という観点からは、中央銀行はウォン安を極力避ける心理が働く可能性がある。しかし、政府に対しては、輸出伸びを通じて経済拡大を達成するためある程度ウォン安を選考する可能性があり、政府と中央銀行の利害は一致しない可能性も考えられる。この時、中央銀行にどれだけ独立性を与えているかと政府がどれだけ透明性を持つかによって異なることになる。現在、韓国政府および韓国銀行は、変動為替枠組みの中で為替介入は「スミージング・オペレーション」に限定していると言明している¹⁸⁾。スミージング・オペレーションとは、具体的には、市場の動きが急である時や、大量の資本流入あるいは流出があるときなどに動きを緩和する方向で介入することを指し、方向を変えるのではなくスピードの減少を図るというものである。ただし、この為替介入金額については事後的に公表しないので、実際どの程度

スミージング・オペレーションとして行われているかはわからないのである。

他方、今まで観察したように韓国ウォンやタイバーツに対して危機以後為替レートは危機以前よりその変動の度合いが高くなっていることに加え、もし為替介入が頻繁に行われていれば外貨準備高の変動は大きくなるが、図4-3から見ると危機以後の外貨準備高の変動は明確に小さくなっている（韓国）。

4. 為替および資本取引の自由化

東アジア各国の為替制度について国際金融のトリレンマ論のもとであれば、インフレーション・ターゲティングを採用することによって金融政策の自由化とともに為替レートの変動に対して比較的柔軟性をもたらすようになったと考えられる。ただし、OECD加盟国である韓国はともかく、タイ、インドネシアについて、先進国並みに為替変動を許容しているかという点、必ずしもそうとはいえない面がある。というのも、両国は危機以後に非居住者との為替取引に対して厳しい規制を課しており、これがいわゆる資本規制の役割を果たしていると考えられる。

タイ中央銀行は98年1月、国内の金融機関に対して、実需の裏付けのない非居住者との為替取引の上限を5千バーツに規制したが、当局によるモニタリングが不十分であって国内銀行店の為替取引の動きをチェックすることができず、上限規制は事実上骨抜きにされた形となってしまった。このため、2000年11月、国内の金融機関に対して、実需の裏付けのない非居住者への日物、翌日物のバーツ売り為替取引を禁止することを発表していた。インドネシアの中央銀行も2001年1月、居住者（国内銀行）による非居住者向け与信取引の禁止、居住者の非居住者向け先物ドル売り取引の上限を5百万ドル相当から3百万ドル相当に引き下げ、非居住者間のルピア取引の禁止などを加え、非居住者との通貨取引に関する規制強化を発表していた。

韓国に対しては、こうした為替レートの変動は為替および資本取引の自由化からなるものとして理解できる。韓国は危機以後3段階にかけての為替および

資本取引の自由化を実行し、企業の中長期外貨借入れと外貨証券発行において自由化することを踏まえ、外国人の国内株式投資限度を1998年5月完全廃止し、短期金融商品投資と不動産買取りを自由化した。その結果、外貨資金の流入規模が増加し、海外金融市場で起こった変化が国内為替や資本市場へ与える影響が非常に大きくなって為替レートの変動を促していると考えられる。例えば、韓国と輸出競争関係である国の通貨レートが切り下がる場合、韓国の輸出競争力が弱まって景気が低下するのだろうという期待心理ができると考えられる。こうした期待感は、外国資本の流入を抑えるか、あるいは流出を促すかどちらかの形で、為替供給を減少させてウォンの切り下げに及ぶ可能性がある。さらに韓国では1999年4月から国内外国為替銀行と非居住者間の差額決済形フォワード（NDF: Non Deliverable Forward）取引が許容され、こうした為替変動幅を拡大していると思われる。

ウォンドル NDF 市場は、1996年頃から外国人の国内株式投資資金に対する為替リスクおよび投機目的などで香港とシンガポール（いわゆる域外 NDF 市場）で初めに形成され、1999年4月以後からはニューヨークとロンドンまで拡大されている。表4-5に示したように、韓国において非居住者の NDF 日平均取引規模は、2000年度4億ドルから2002年下半期で8億ドル弱まで急増している。韓国銀行（2003）によると、米国の証券市場が好況であった1998年10月から2000年3月までには NASDAQ 指数がウォンドル為替レートの参考指標として利用される傾向が強かったため、NASDAQ 指数が上昇すると国内株価も上昇するという期待から外国人の対韓株式投資が増え、ウォンドル為替レートが下落したと分析している。一方、2000年後半以後、米国の証券市場の低迷で円ドル為替レートが新たな参考指標として浮かび上がっていると分析している。つまり、円ドルレートの切り下げ（切り上げ）の場合、ウォンドルレートも切り下がるという期待から非居住者は NDF 買い持ち（売り持ち）を増加させることによって、国内の外貨為替銀行の NDF 売り持ち（買い持ち）ポジションを増加させる。したがって、これは、国内の外貨為替銀行の直物為

替買い持ち（売り持ち）需要を及ぼすことによって直物ウォンドルレートを上昇（下落）させる。

結 論

1. 研究結果の政策的示唆点

本研究の最後に、危機以後、東アジア諸国の為替制度が多様化になったことが、各国の金融政策の主体性（grip）というものとどういう繋がりがあるかについて考えておきたい。

為替レート制度の多様化を問題とすれば、もちろん貿易・直接投資といった実物部門への影響がもとになるが、危機以後金融政策としてインフレーション・ターゲティングを採用する国々が増えていることを考える上では、この金融政策と為替制度間の整合性について考慮する必要がある。つまり、国際金融システムのトリレンマ論に基づいて、東アジア各国が、危機からの教訓を何らかの形で受け入れているとすれば、自国の金融政策を改善していると考えられる。区分はきわめて確立されたものではないが、表4-6によれば、日本タイプに接近している国としては、韓国、シンガポール、台湾、タイであろう。これらの国は、為替レートのボラティリティーが増加している一方で、金利のボラティリティーが大幅に低下している傾向が見られる。ちなみに、金融調節の要である銀行間短期金利を中央銀行がコントロール可能になっていると見られる。この意味で、これらの国は先進国タイプの金融・為替レート制度に接近している国々として位置付けられるのではないだろうか。確かに、韓国は1998年4月より、タイは2000年よりインフレーション・ターゲティングへ移行しており、金融政策をマクロ経済政策の柱に置く時代が到来していると考えられるのである。

そして、第3章の結果を繰り返すと、これらの国は、円のウェイトが増加していることが分析されており、その変化は各国（韓国、シンガポール、台湾、タイのみ）が危機からも学んだこととして、またはトリレンマ論にしたがうと、

金融政策そのものと整合的な為替制度の運営への方向にある程度移行している証拠であろう。また、この金融政策の変化があるからこそ「円のウェイト増加は、市場メカニズムを反映しているのではないのか？」と考えられる。

しかし、インドネシアとフィリピンの場合は、国内金融政策の主体性を確立する以前に変動為替相場制、もしくはその変種に移行している国として読み取れる。また、マレーシアの場合には、資本統制 (capital control) を使って為替レート安定と金融の主体性確立を試みる国であろう。過去日本もそうであったと思われるが、おそらく経済発展のある段階まではこの方式が最も無難であろう。ただし、その大前提として、①中央銀行の operation の有効性確立、②金融機関の健全性確保が必要である。本研究では扱わなかったが、中国はそこまで達してなく、現行米ドル・ペッグ、FDIを除く厳格な資本取引規制という体制は、今後とも当面続くと見ておいた方がよさそうである。この二つの条件はなかなか達成が大変であり、経済発展のプロセスの中で最も困難な課題である。それをすっぽかして自由化に走ると、インドネシアとフィリピンのようになるかもしれない。こういう点は、危機を体験した東アジア諸国にとって、今後見落としてはいけないことである。

日本の貿易ウェイトに比べて円のウェイトが非常に低い理由は、戦前期の苦い歴史ということ抜きにしても、こうした各国の置かれた経済発展途上の課題、およびその国の直面する国際環境によるものとして考えられるが、上述したように、韓国、シンガポール、台湾、タイのような国々が増加すれば、次第に是正されていくのではないだろうか。

2. 研究のまとめ

東アジア諸国の為替制度は、通貨危機を境に多様化になっていた。1990年半ば、東アジア諸国の為替制度は、IMFに申告していたことと実際のデータに裏付けられている為替レートの動きとは相違があった。日次為替レートのデータを用いて回帰分析した結果、通貨危機以前、カレンシーボード制を採用し

ている香港を含め、全ての国々の為替レートは、米ドルと強く連動していたのが見られた。しかし、通貨危機中、香港を除いたすべての国で、為替変動性ははるかに高くなっており、韓国ウォン以外の通貨におけるバスケットに占める米ドルのウェイトが減少した。日本円は、危機中統計上有意になっており、インドネシアルピアの場合は、調整済み R^2 が低いものの、米ドルより日本円の割合が高くなったことも見られた。そして、危機以後、東アジア諸国の為替制度は、米ドル固定為替相場制（香港ドル、マレーシアリング）から変動為替相場制（いわば、インドネシアルピア）まで多様化していた。そのうち台湾ドルは、また危機以前のように強く米ドルに安定しており、韓国ウォン、シンガポールドル、タイバーツ、フィリピンペソは両制度の中間的位置にある。回帰係数から見ると、各国の通貨バスケットに占める米ドルのウェイトは危機中より高くなってはいたが、その t -値が年々減っており、為替制度が危機以前と変わらないとは限らない。そして、日本円のウェイトとその t -値がともに危機以前より高くなっている。つまり、これは、通貨危機以後の東アジア各国の通貨は、危機以前ほどではないものの、米ドルと高く連動しながらも日本円との連動性も大きく増加していくことを示すものである。（韓国ウォン、シンガポールドル、タイバーツ、インドネシアルピア、フィリピンペソ）。

通貨危機以後、東アジア為替制度が多様化になっていたにもかかわらず、各国は為替安定を愛好する傾向があり、各国通貨の為替レートがまた米ドルに強く安定しているのは、さまざまな理由が挙げられる。そのうち、東アジアの金融市場が未成熟であり、自国通貨の信頼性が薄いため、少なくともアンカー通貨に安定する必要があると指摘されている。または、今までの東アジア経済発展パターンを中心に考えれば、輸出志向型と外資導入型経済発展を維持するため、為替安定が最も必要である。特に、貿易相手国や貿易決済建通貨の割合から見れば、米ドルがアンカーとして適切な通貨になっていたと考えられる。しかし、通貨危機から見られるように、今まで東アジア諸国の通貨が米ドルと連動性が高い為替制度を採っていたため、国内インフレ上昇圧力と実質実効為替

レート下落によって輸出価格競争力の低下を経験した。また、危機中、ドル高円安が進んだことによって外部環境の変化からもかなり影響を受けていたといわれている。したがって、危機以後、東アジア諸国は、このような高い米ドルとの連動性が持つ問題点にあくまでも対応せざるを得なかったと考えられる。

本研究で、通貨危機以後、東アジア諸国の為替制度が、強い米ドルとのリンクの問題点として現れた円・ドルレートの変動のような外生変数からの影響にどれくらい対応しているかについて検討した(香港とマレーシアを除く)。円・ドルレートは、1995年半ばから切り下げになり、危機中であった1997年11月から急激に切り下がった。危機以後にも円・ドルレートは大幅に変動しており、2001年から2002年まで再び円安の道を歩んでいた。この背景の下で、東アジア諸国は国によって異なるが、米ドルのウェイトが減り、日本円のウェイトは増えていたことが見られた。インドネシアルピアを除く、全ての国で、円・ドルレートが切り下がった時期で、米ドルと日本円に対して非対称的行動を見せ、特に、韓国ウォン、シンガポールドル、台湾ドル、タイバーツでは有意に対応をしていることが見られた。フィリピンペソは統計上で有意になっていないが、米ドルと日本円に対してある程度非対称的に対応していると見られる。インドネシアルピアの場合は、危機以後からも高い為替変動性と回帰説明力が低いことが示すように、円・ドルレートの変動と連関性が薄く見られるのである。

こういう東アジア各国(韓国、シンガポール、台湾、タイ)通貨の為替レート変動が見せるパターンは、国際金融のトリレンマ論にしたがって、金融政策との整合性を持つ方向へ移行している証拠として読み取れる。東アジア諸国は今まで経済成長のため既に資本自由化を進めてきたわけであり、そのために危機以前では金融政策の主体性(自立性)を犠牲にして為替相場の安定(いわば、米ドルリンク)を重視してきた。しかし、危機以後、多くの国々が金融政策としてインフレーション・ターゲティングを採用することによって、この主体的

な金融政策と整合的な為替制度を採用せざるを得なかったと考えられる。インフレーション・ターゲティングの下では、ある程度の為替変動を容認することと中央銀行の独立性を求めることになるため、為替変動が市場の期待で動く可能性が高くなる。危機以後の東アジア各国通貨の為替変動が高くなり、高い円ドルレートとの連動性を見せているのは、こういう金融政策の変化が裏付けることとしてあると考えられるのである。

注

- 15) この部分は概ね伊藤，林（2003）の研究を参考した。
- 16) インフレーション・ターゲティングはインフレ目標を設定することだけではなく、一般的に、①具体的なインフレ率の数字目標を公表すること、②中央銀行の究極的な目的を物価安定とし、経済成長や雇用の安定は副次的な目標とすることを制度的な形で明確にコミットすること、③物価安定に関わるあらゆる経済指標を総合的に勘案し、フォワード・ルッキングな金融政策運営を行うこと、④市場参加者及び国民に対して金融政策の決定内容及び決定に至った理由をインフレ目標達成との関係を含め透明性の高い形で説明すること、⑤インフレ目標達成に関して中央銀行が説明責任を担うことの五つを満たす金融政策の枠組みであると指摘している。
- 17) 完全自由変動相場制を採用している先進国でも度合いによって為替介入が有効に行われていることを言われており、インフレーション・ターゲティングの下で為替介入が全然行われなとは限らない。むしろ為替介入は「スムービング・オペレーション」に限定されているといわれる。しかし、この介入は公表されずスムービング・オペレーションがどの程度の強度やスピードにあるかはいい難いのである。
- 18) The Monetary Policy in 2001 (in Korean) 参照。

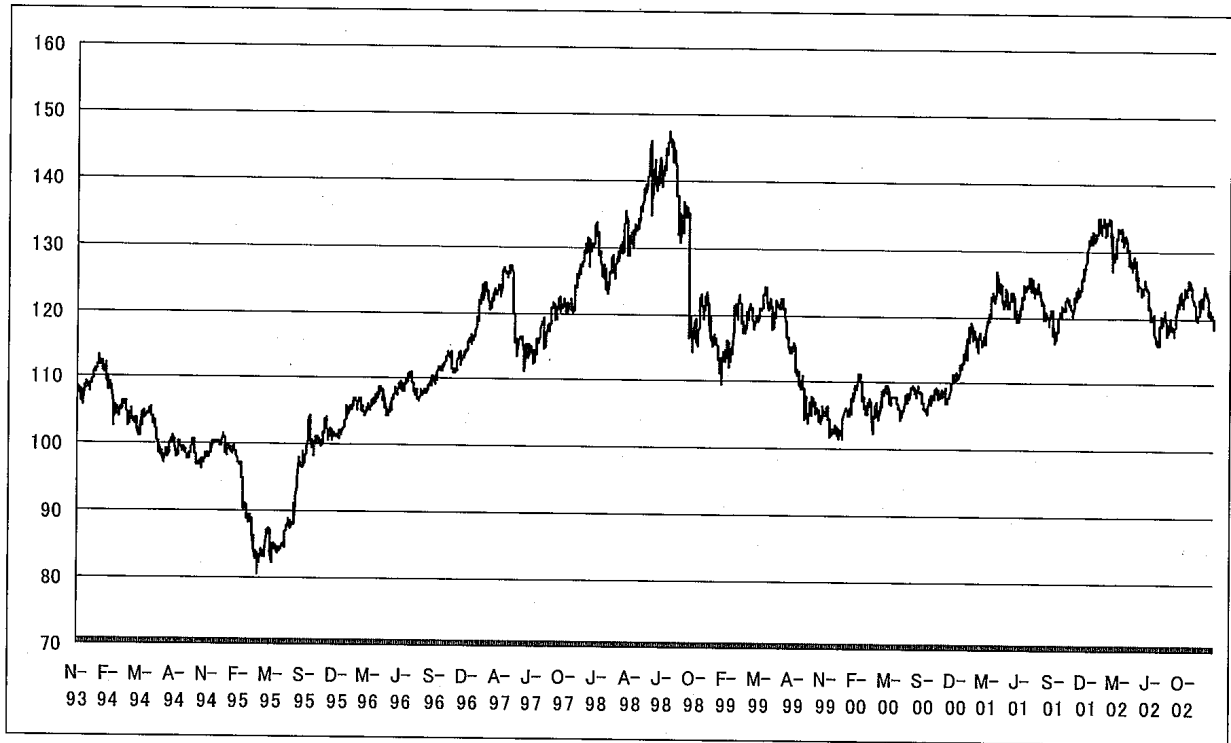
参 考 文 献

- B'enassy-Qu'er'e, Agnes, "Exchange Rate Regimes and Policies in Asia", CEPII Working Paper 96-07, 1996.
- Bernanke, Ben S., Laubach, Thomas, Mishikin, Frederic S, and Posen, Adam S., "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", Princeton, NJ, Princeton University Press, 1999.
- Eichengreen, Barry, and Tamin Bayoumi, "Ever Closer to Heaven? An Optimum Currency Area Index for European Counties", Working Paper C-96-078, University of California at Berkeley, 1996 a.

- , “Is Asia an Optimum Area ? Can it Become One ? Regional, Global and Historical Perspective on Asian Monetary Relations”, Working Paper C-96-081, University of California at Bekeley, 1996 b.
- Enlightened Discretion in Monetary Policy, Singapore’s Experience, Economics Department Monetary Authority of Singapore.
- Fischer, Stanley, “Exchange Rate Regimes : Is the Bipolar View Correct ?”, International Monetary Fund, Jan. 2001.
- Frankel, Jeffrey. A, “Is Japan Creating a Yen Bloc in East Asia and the Pacific ?”, NBER Working Paper NO. 4050, April. 1992.
- Frankel, Jeffrey, and Shang-Jin Wei, “Yen Bloc or Dollar Bloc ? : Exchange Rate Policies of the East Asian Economies” in Takatoshi Ito and Anne Kruger, eds., *Macro-economic Linkage Savings, Exchange Rates and Capital Flows*, The University of Chicago Press, 1994.
- Gan Wee Beng, “Exchange rate policy in east asia after the fall : how much have things changed ?”, *Journal of Asia Economics* 11 (2000) 403-430.
- Goto Junichi and Koichi Hamada, “Economic Precondition for Asia Regional Integration” in Takatoshi Ito and Anne O. Krueger, eds., *Macroeconomic Linkage*, Chicago : The University of Chicago Press, 1994.
- Hazel Yuen, “Is Asia an Optimum Currency Area ? : Shocking Aspects of Output Fluctuations in East Asia”, *Singapore Economic Review*, August. 2000.
- Ito, T., Ogawa, E., & Sasaki, Y. N., “How Did the Dollar Peg Fall in Asia ?”, *Journal of the Japanese and International Economies*, 12, 256-304 (1998).
- Jadresic, Esteban et al, “Exchange Rate Regimes of Developing Countries : Global Context and Individual Choices”, *IMF Occasional Paper*, Nov. 1999.
- Kawai, Masahiro and Akiyama, Shigeru, “Implications of the Currency Crisis for Exchange Rate Arrangements in Emerging East Asia”, *Mimeo*, World Bank, 2000.
- Kwan, C. H., “Towards a Yen Bloc in Asia”, *NRI Quarterly*, Summer, 1999.
- , “Yen Bloc : Toward Economic Integration in Asia”, Washington, D. C. : The Brookings Institution Press, 2001.
- Mckinnon, R. I., “After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected : An Interpretation of High-Frequency Exchange-Rate Pegging”, *Mimeo*, Stanford university, 2000.
- The Bank of Korea, “The Monetary Policy in 2001 (in Korean)”, *Press Release*, 2001.
- Shin-ich, Fukuda, “Post-Crisis Exchange Rates Regimes in East Asia”, *Exchange Rate Regimes for Asia*, KOBE RESEARCH PROJECT, Tokyo Center for Economic Research, 2002. 2.
- Taguchi, Hiroo, “On the Internationalization of the Japanese Yen”, in Takatoshi Ito and Anne Krueger eds., *Macroeconomic Linkage : Savings, Exchange Rates and Capital Flows*, The University of Chicago Press, 1994.

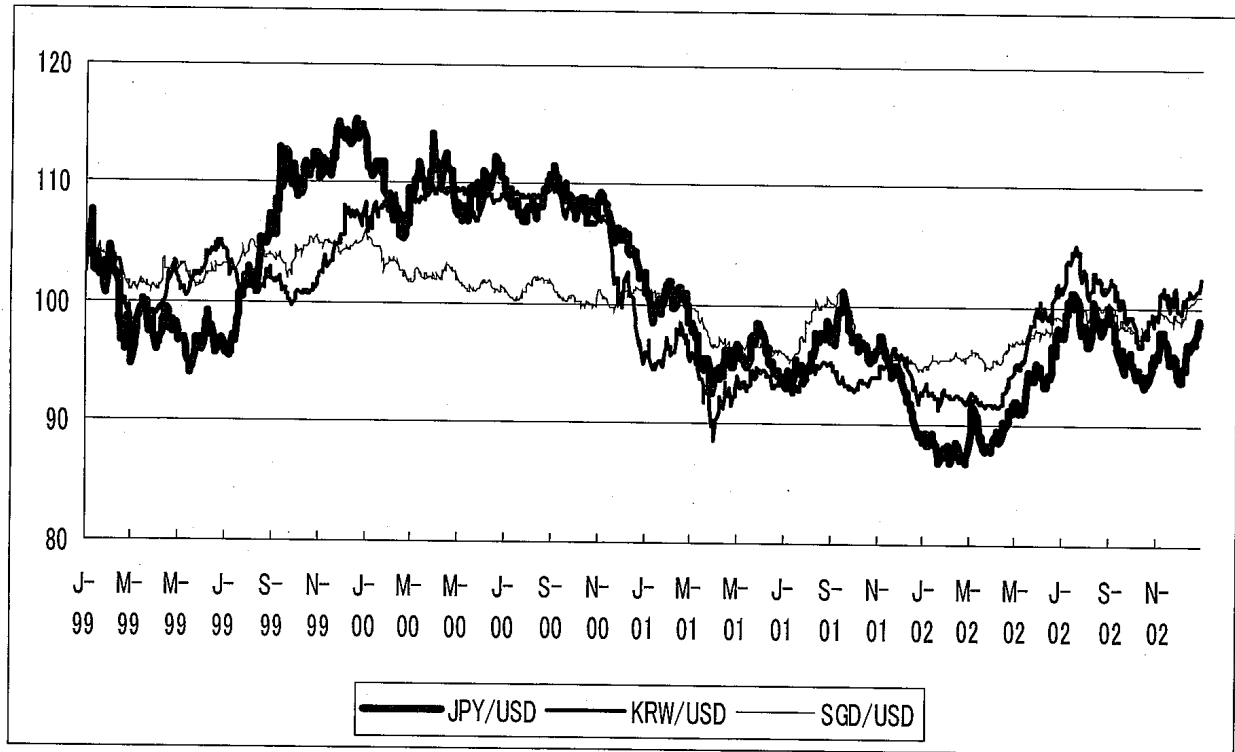
- Takagi, S., "The Yen and Its Asian Neighbors, 1980-95: Cooperation or competition ?", NBER Working Paper No. 5270.
- Taro, Esaka, "Was it really a dollar peg ? : The exchange rate policies of East Asian countries, 1980-1997", *Journal of Asian Economics* 13 (2003) 787-809.
- Tavas, George, S., and Yazura Ozeki, "The International of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen", Occasional Paper, 90, International Monetary Fund, 1992.
- Williamson, John, "The Case for a Common Basket Peg for East Asian Currencies" presented at a conference on Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries: Domestic and International Aspects, 15-16 Nov., CEPII and KIF.
- JETRO, "Prospects for Free Trade Agreements in East Asia", 2003. 1,
[http : //www.jetro.go.jp/ec/e/stat/surveys/](http://www.jetro.go.jp/ec/e/stat/surveys/).
- 伊藤 敏, 林 伴子, 「アジア4カ国のインフレ・ターゲティングによる金融政策の評価」,
『開発金融研究所報』第16号, 2003. 6 所収。
- 韓国銀行, 「わが国の為替市場の最近動向」, 2003年2月。
- 韓国銀行, 「ウォン貨と円貨為替同調化の原因と対応方向」, 報道資料, 2001年7月24日。
- 金 恩京 「最近のウォン・円為替レート同調化現象分析」『世界経済 Focus』韓国対外経済政策研究院, 2002. 9 所収。
- 関 誌雄 『円圏の経済学』日本経済新聞社, 1995年。
- 小川英治 「地域横断的な通貨バスケット制の総括と展望」, 『通貨バスケット制実施国の実態調査』国際通貨研究所, 2001. 2 所収。
- 杉浦恵志 「アジア相互依存の幼想—域内貿易構造の考察」, 『FRI 研究レポート NO.79』富士通総研, 2000. 5 所収。
- 福田真一, 計 聡 「通貨危機後の東アジア通貨制度」『金融研究』日本銀行金融研究所, 2001. 12 所収。

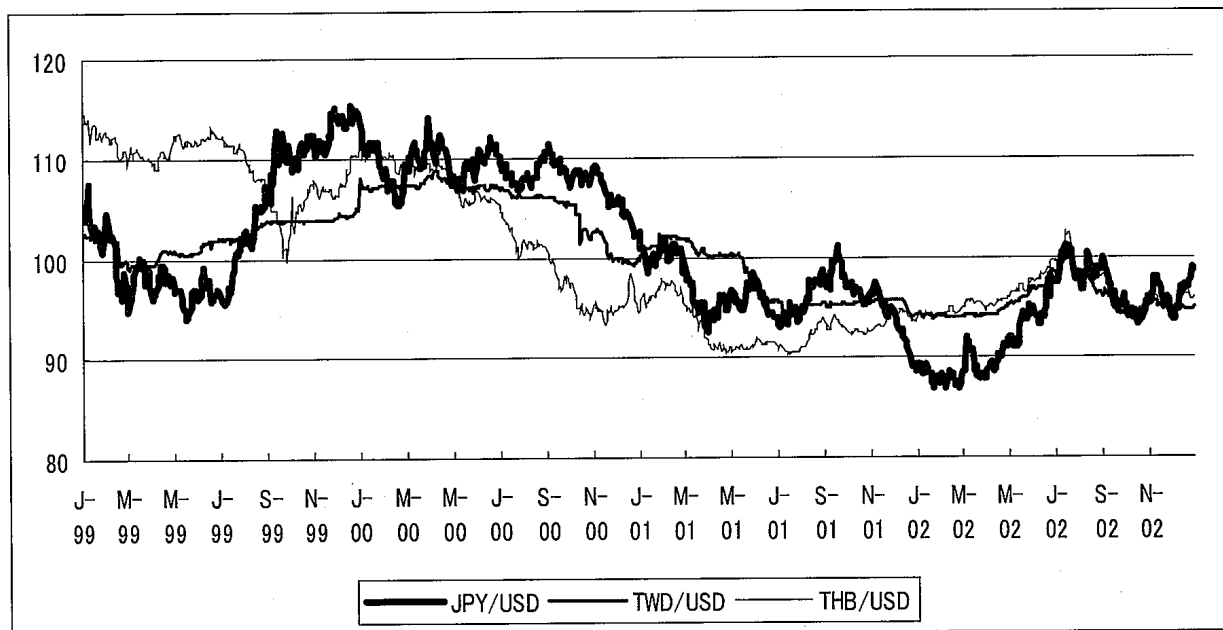
図4-1 円・ドルレートの変動推移



(資料) 表3-1と同じ。

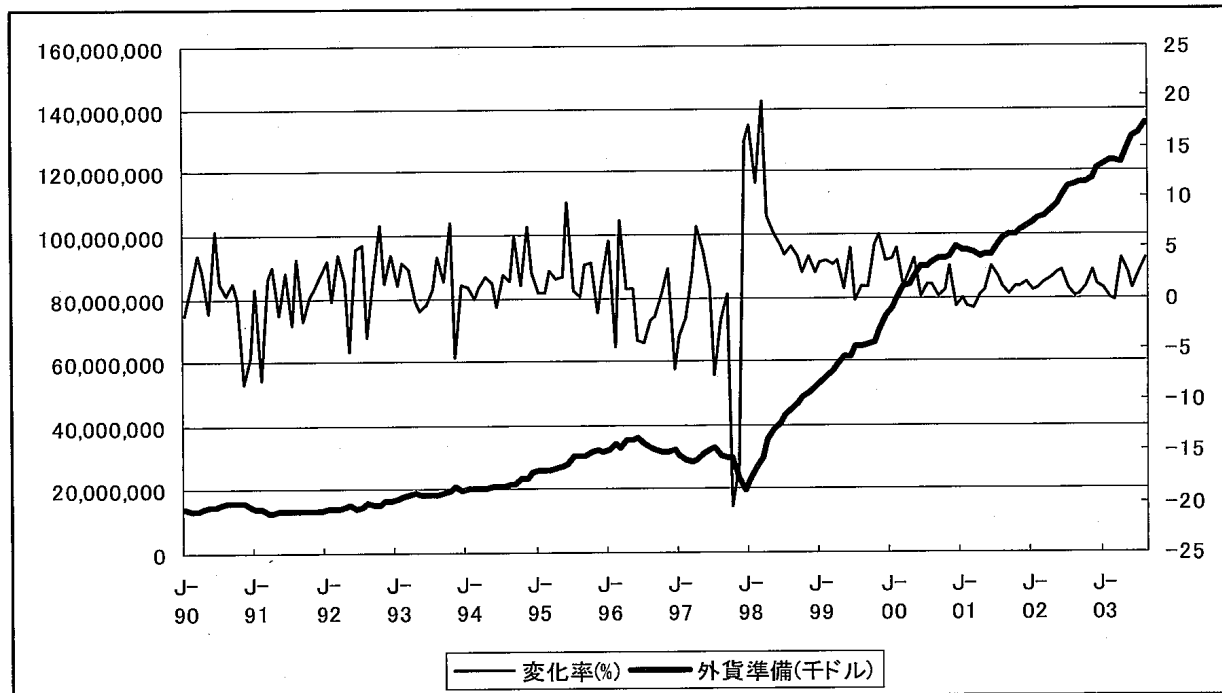
図4-2 危機以後，東アジア通貨レートと円レートの変動推移 (対米ドル)





(資料) 表3-1と同じ。

図 4-3 韓国の外貨準備高の推移



(資料) 韓国銀行, <http://www.bok.or.kr> から。

表4-1 通貨危機以後の通貨バスケット構成比の変化推移

通貨	期間	統計量	係数			モデル		
			β_1	β_2	β_3	adj.R ²	標準誤差	DW
KRW	1999	係数值	0.93***	0.05	0.14	0.65	0.0045	1.96
		標準誤差	0.054	0.035	0.160			
		t-値	17.39	1.56	0.87			
	2000	係数值	1.02***	0.06	-0.21	0.77	0.0041	1.95
		標準誤差	0.055	0.041	0.104			
		t-値	18.57	1.45	-1.99			
	2001	係数值	0.76***	0.39***	0.06	0.76	0.0045	1.98
		標準誤差	0.058	0.049	0.098			
		t-値	13.21	7.96	0.59			
	2002	係数值	0.56***	0.33***	0.03	0.51	0.0046	2.06
		標準誤差	0.055	0.054	0.163			
		t-値	10.06	6.07	0.18			
SGD	1999	係数值	0.83***	0.11***	0.30***	0.81	0.0028	1.96
		標準誤差	0.034	0.022	0.11			
		t-値	24.27	4.82	2.89			
	2000	係数值	0.82***	0.12***	0.04	0.91	0.0021	1.95
		標準誤差	0.029	0.021	0.053			
		t-値	28.64	5.45	0.74			
	2001	係数值	0.79***	0.21***	0.07	0.89	0.0025	1.99
		標準誤差	0.031	0.026	0.054			
		t-値	25.72	8.31	1.33			
	2002	係数值	0.67***	0.27***	0.05	0.87	0.0019	2.02
		標準誤差	0.023	0.022	0.069			
		t-値	28.91	11.98	0.64			

(注), (資料) 表3-1と同じ。

通貨	期間	統計量	係 数			モデル		
			β_1	β_2	β_3	adj.R ²	標準誤差	DW
TWD	1999	係数值	0.95***	0.03**	0.21***	0.90	0.0021	1.99
		標準誤差	0.026	0.016	0.078			
		t-値	36.87	1.84	2.70			
	2000	係数值	0.95***	-0.03	-0.00	0.83	0.0029	1.64
		標準誤差	0.039	0.029	0.073			
		t-値	24.01	-0.88	-0.13			
	2001	係数值	0.98***	0.02	0.08*	0.91	0.0023	1.96
		標準誤差	0.029	0.025	0.050			
		t-値	33.74	0.83	1.62			
	2002	係数值	0.84***	0.09***	-0.04	0.89	0.0018	1.99
		標準誤差	0.023	0.022	0.067			
		t-値	36.99	3.99	-0.53			
THB	1999	係数值	0.79***	0.14***	0.32**	0.54	0.0053	1.98
		標準誤差	0.065	0.042	0.191			
		t-値	12.21	3.26	1.66			
	2000	係数值	0.81***	0.13***	0.08	0.69	0.0044	1.97
		標準誤差	0.059	0.044	0.110			
		t-値	13.64	3.06	0.70			
	2001	係数值	0.84***	0.21***	0.02	0.88	0.0027	1.96
		標準誤差	0.034	0.029	0.060			
		t-値	24.59	7.19	0.34			
	2002	係数值	0.65***	0.25***	0.12	0.75	0.0028	1.99
		標準誤差	0.034	0.033	0.101			
		t-値	19.23	7.69	1.14			

通貨	期間	統計量	係数			モデル		
			β_1	β_2	β_3	adj.R ²	標準誤差	DW
IDR	1999	係数值	0.84***	0.34***	1.19*	0.14	0.0208	1.98
		標準誤差	0.254	0.162	0.775			
		t-値	3.32	2.12	1.54			
	2000	係数值	1.28***	-0.10	0.00	0.31	0.0128	2.04
		標準誤差	0.169	0.125	0.29			
		t-値	7.61	-0.79	0.03			
	2001	係数值	1.04***	-0.04	-0.15	0.13	0.0171	1.99
		標準誤差	0.215	0.182	0.375			
		t-値	4.81	-0.22	-0.41			
	2002	係数值	0.73***	0.08	0.22	0.31	0.0072	2.00
		標準誤差	0.086	0.084	0.262			
		t-値	8.45	0.99	0.84			
PHP	1999	係数值	0.94***	0.12***	0.09	0.65	0.0048	2.03
		標準誤差	0.058	0.036	0.176			
		t-値	16.21	3.32	0.53			
	2000	係数值	0.87***	0.09	-0.12	0.53	0.0063	1.99
		標準誤差	0.084	0.063	0.156			
		t-値	10.35	1.40	-0.78			
	2001	係数值	0.82***	0.22***	0.23	0.33	0.0102	1.93
		標準誤差	0.128	0.110	0.224			
		t-値	6.43	2.00	1.03			
	2002	係数值	0.86***	0.05*	-0.14	0.78	0.0029	2.01
		標準誤差	0.036	0.034	0.104			
		t-値	24.30	1.60	-1.34			

表4-2 円・ドルレートの変動が東アジア通貨バスケット・ウェイトに与える影響

1999.1~ 2002.12		β_1	β_2	β_1 ダミー	β_2 ダミー	β_3 込み	adj.R ²
KRW	係数值	1.00***	0.06**	-0.24***	0.23***		0.68
	t-値	21.65	1.83	-4.23	5.29		
	係数值	1.00***	0.06**	-0.24***	0.23***	-0.02	0.68
	t-値	21.59	1.82	-4.20	5.29	-0.29	
SGD	係数值	0.86***	0.09***	-0.11***	0.13***		0.87
	t-値	35.72	5.32	-3.65	5.73		
	係数值	0.86***	0.09***	-0.11***	0.13***	0.09***	0.87
	t-値	35.45	5.44	-3.83	5.72	2.85	
TWD	係数值	0.97***	-0.02	-0.06***	0.08***		0.88
	t-値	40.31	-0.99	-2.07	3.63		
	係数值	0.97***	-0.02	-0.06***	0.08***	0.06**	0.88
	t-値	40.09	-0.91	-2.18	3.62	1.92	
THB	係数值	0.82***	0.12***	-0.05	0.11***		0.71
	t-値	20.36	4.08	-0.95	2.94		
	係数值	0.81***	0.12***	-0.05	0.11***	0.09*	0.71
	t-値	20.16	4.14	-1.05	2.93	1.59	
IDR	係数值	1.01***	0.19**	-0.10	-0.12		0.17
	t-値	6.48	1.71	-0.54	-0.81		
	係数值	1.00***	0.19**	-0.11	-0.12	0.15	0.17
	t-値	6.39	1.74	-0.58	-0.81	0.69	
PHP	係数值	0.90***	0.11***	-0.02	0.02		0.49
	t-値	13.33	2.31	-0.23	0.30		
	係数值	0.89***	0.11***	-0.02	0.02	0.05	0.49
	t-値	13.24	2.33	-0.26	0.30	0.50	

(注) 円・ドルレートの切り下げと切り上げは、99.1~02.12までの標準化値(z-値)を基準として分けたもの。

(資料) 表3-1と同じ。

表4-3 危機以後、東アジア通貨レートと円レートとの相関係数 (対米ドル)

	韓国・ウォン	シンガポール・ドル	台湾・ドル	タイ・バーツ	インドネシア・ルピア	フィリピン・ペソ
1999	0.40	0.72	0.88	-0.69	0.33	-0.89
2000	0.68	0.43	0.67	0.53	0.48	0.54
2001	0.58	0.82	0.50	0.59	0.48	0.45
2002	0.97	0.97	0.74	0.75	0.85	-0.24

(資料) 表3-1と同じ。

表4-4 東アジア諸国の為替制度

為替制度	金融政策	国
固定為替相場制	為替レート	香港, マレーシア, 中国
変動相場制ないし 管理フロート	インフレーション・ ターゲットィング	韓国, タイ, インドネシア, フィリピン

(注) 林 (2003)。

表4-5 韓国における非居住者のNDF取引推移

(単位: 億ドル)

	2000	2001	2002			
			1/4	2/4	3/4	4/4
買いもち	571.4	782.4	194.9	211.3	254.9	299.6
売りもち	404.9	467.8	128.5	172.1	173.7	200.1
売買差(A)	1665.5	314.6	66.4	39.2	81.3	99.5
Fixing(B) ¹⁾	-98.7	-299.8	-63.6	-72.3	-53.6	-69.6
純買いもち(A+B) ²⁾	67.8	14.8	2.8	-33.1	27.7	2.9
日平均取引量	4.0	5.1	5.5	6.3	6.9	7.9

(注) 1) NDF満期清算分。

2) 非居住者のNDF買取り (+) は国内外国為替銀行のNDF売込み (-) に表されるため、同数値が+の場合

(資料) 韓国銀行 (2003)

表 4-6 通貨危機前後，東アジアの為替レートと利子率のボラティリティー

	為替レート		利子率	
	1993.11~1997.5	1999.1~2002.12	1993.11~1997.5	1999.1~2002.12
韓国	0.24	0.47	1.24	0.18
シンガポール	0.29	0.28	0.51	0.30
香港	0.04	0.02	0.28	0.35
台湾	0.25	0.24	0.74	0.11
タイ	0.33	0.41	2.29	0.30
マレーシア	0.28	0.02	0.66	0.25
インドネシア	0.10	1.16	1.18	3.10
フィリピン	0.27	0.50	1.03	1.12
日本	0.66	0.69	0.15	0.04

(注) 利子率ボラティリティーは、IFSによる月別レートの変化率の標準偏差。