

第1章 地域横断的な通貨バスケット制の総括と展望

小川 英治

1. 序

アジア通貨危機の教訓の1つとして、米国のみならず日本や EU や域内でも貿易を行っている東アジア諸国にとって、ドル・ペッグ制は通貨危機を受けやすい危険な為替相場制度であることが指摘されている。ドル・ペッグ制ではなくて、どのような為替相場制度が東アジア諸国にとって望ましいかについては、現在、多くの議論が行われているところである。通貨危機に耐えられる（crisis-proof）為替相場制度としては、厳格な固定為替相場制度としてのカレンシー・ボード制か、自由変動為替相場制度かのいずれしかないという two corner solutions の考え方や、通貨バスケット制も含めた中間的な為替相場制度が望ましいという考え方が存在する。

本研究では、後者の立場に立つものの、近年、通貨バスケット制から他の為替相場制度へ移行する国が増えていることから、その原因を探るとともに、ありうる通貨バスケット制の問題点について考察する。その際に、実際に通貨バスケット制を採用している国あるいはかつて採用していた国として、タイ、シンガポール、チリ、イスラエル、ハンガリー、ポーランドの6か国に焦点を当てて、これらの問題を考察する。

次章以下では、これらの6か国における通貨バスケット制について実態調査した結果が説明されている。本章では、次章以下における調査対象国の実態調査の結果を踏まえて、地域横断的に通貨バスケット制の諸問題を整理する。その諸問題としては、通貨バスケット制の複雑性・非透明性に焦点が当てられるとともに、通貨バスケットに占めるドルの構成比率の高さ及びインフレーション・ターゲティングの金融政策と通貨バスケット制との関係についても考察される。なお、調査対象国の実態調査の結果の他に、筆者が2000年9月に国際通貨基金（IMF）調査局の客員研究員として滞在した際に、IMF のエコノミストとの面談による調査の結果も取り込んでいる。

2. 諸為替相場制度における通貨バスケット制の位置付け

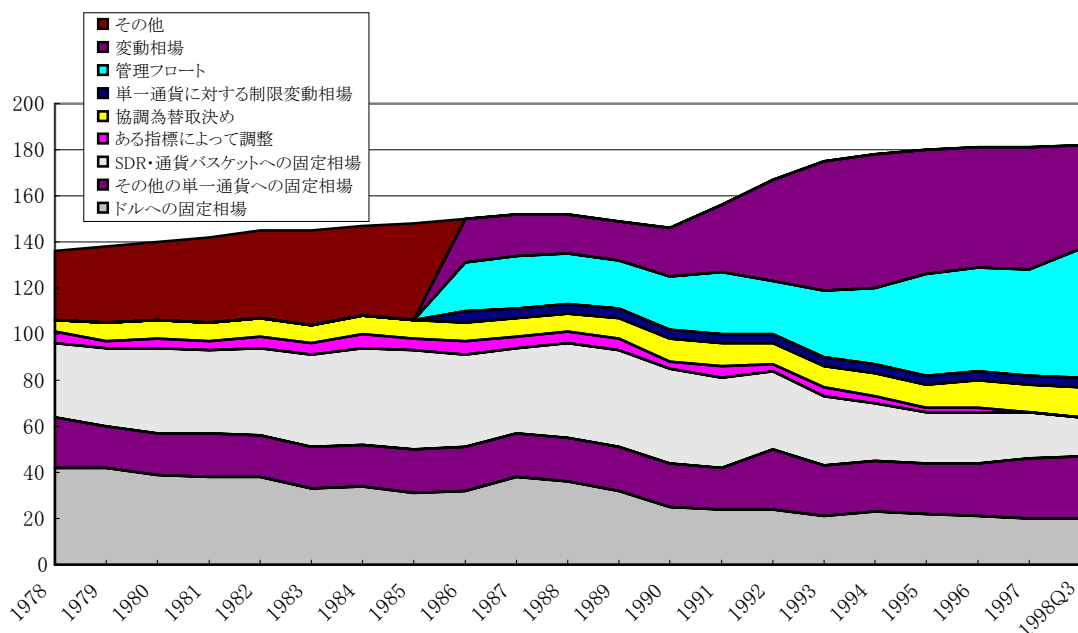
(1) 通貨バスケット制採用国

IMF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* の分類によれば、1998年において182か国中17か国¹が「SDR・通貨バスケットへの固定相場」制を採用している。図1に示されているように、1985年以降、その採用国数が減少傾向にある。1985年において「SDR・通貨バスケットへの固定相場」制を採用している採用国数がピークとなり、43か国であった。しかし、その後、その採用国数が減少し続け、1998年には17か国となっている。特に、1991年から1994年にかけて採用国が39か国から25か国に大きく減少している。このことは、タイミングから見て、1994年末から1995年にかけて発生したメキシ

¹ バングラディッシュ、ボツワナ、フィジー、ケート、ラトビア、マルタ、モロッコ、ミャンマー、サモア、セーシェル、ソロモン諸島、トンガ、バヌアツ、バーレーン、カタール、サウジ・アラビア、アラブ首長国連邦。

コ通貨危機や1997年のアジア通貨危機が直接的にこれらの採用国を減少させたわけではないことは明らかである。また、これらの採用国数の減少と対照的に、同時期において管理フロート制が増加したことから、「SDR・通貨バスケットへの固定相場」制を放棄した多くの国は、管理フロート制へ移行したと見ることができよう。

図1 為替相場制の推移



このような為替相場制度の移行の背景には、各国政府がインフレーション・ターゲティングの金融政策を採用し始めたことと関係があると考えられる。固定為替相場と自由資本移動と金融政策の自律性という3つの目的の同時達成不可能 (Incompatibility triangle) が指摘されている。自由な資本移動のなかにおいて通貨当局がインフレーション・ターゲティングの金融政策を採用すると、固定為替相場制度を採用することができなくなり、管理フロート制に移行せざるを得ないということが指摘されている。また、低インフレーション国通貨に自国通貨を固定することによって国内のインフレーションを抑制しようとして、為替相場をノミナル・アンカーとして利用していた国々が、インフレーション・ターゲティングの金融政策を採用するようになると、ノミナル・アンカーとしての為替相場政策はインフレーション・ターゲティングの金融政策にとって重複するものとなる。そのために、インフレーション・ターゲティングの金融政策を採用した国々は固定為替相場制度から管理フロート制に移行していると考えられる。

なお、各国による報告のみならず、実態をも考慮に入れた、IMFの新しい為替相場制度の分類によれば、1999年末に「SDR・通貨バスケットへの固定相場」制を採用している国の数が13か国に減少している (IMF, *Annual Report 2000*)。残りの4か国 (バーレーン、カタール、サウジ・アラビア、アラブ首長国連邦) は、公式には自国通貨をSDRに対して固定することになっているが、実際にはこれらの国の通貨がドルに対して安定的な関係を有していることから、「単一通貨への固定相場」制を採用しているとIMFはみなしている。

本報告の実態調査の対象とした6か国の内、シンガポールとイスラエルとハンガリーとポーランドは、1999年末の時点において通貨バスケットを参照して為替相場政策を実施している「通貨バスケット制」を採用していると考えられる。しかし、IMFの新しい分類によれば、シンガポールは「為替相場の推移が予告されない管理フロート」制に分類されている一方、イスラエルとハンガリーとポーランドは「クローリング・バンド内の為替相場」制に分類されている。しかし、IMFの分類では、これらの3か国については、どの国の通貨あるいはどのような通貨バスケットに対してクローリング・バンドが設定されるかは、明記されていない。

(2) 為替相場制度の two corner solutions と通貨バスケット制

様々な為替相場制度のなかにおいて通貨バスケット制は、固定為替相場制度と変動為替相場制度との間の中間的な為替相場制度として位置付けされる。近年、通貨危機に耐えられる為替相場制度として、変動為替相場制度か、外貨準備に完全に(100%)バックアップされている固定為替相場制度、すなわち、カレンシー・ボード制のどちらかしかありえないという two corner solutions という考え方がある。そして、上述したように、中間的な為替相場制度を採用している国の数が実際に減少していることから、為替相場制度の中空化現象が指摘されている。

例えば、IMFの副専務理事である Fischer (2001)は、2001年のアメリカ経済学会で、為替相場制度を、フロート(自由変動為替相場制度と管理フロート制)とハード・ペッグ(カレンシー・ボード制、ドル化、通貨同盟)そしてこれらの中間としてのソフト・ペッグ(伝統的な固定為替相場制度など)に分類している。その上で、ソフト・ペッグを採用する国の数が減少していることと、国際資本移動が活発であるなか、ソフト・ペッグが通貨危機を受けやすいことを指摘している。なお、Fischer (2001)は、two corner solutions の1つの制度である「フロート」のなかにも自由変動為替相場制度とともに管理フロート制も含めているが、two corner solutions に関する一般的な議論においては、管理フロート制は中間的な為替相場制度に含まれる。

two corner solutions の考え方によれば、通貨危機に耐えられる為替相場制度は、カレンシー・ボード制のような厳格な固定為替相場制度あるいは自由変動為替相場制度のいずれかであるというものである。自由変動為替相場制度下では、通貨当局が外国為替市場にまったく介入せず、為替相場が自由に変動するままに任せられている。この下では、通貨当局が保有外貨準備を売却して外国為替市場に介入しないことから、定義上、通貨当局保有の外貨準備が減少するという通貨危機は発生し得ない。一方、カレンシー・ボード制は、固定為替相場制度の中でも、国内通貨がすべて外貨準備によって保証されている強固な固定為替相場制度であると言われている。そのため、国内通貨が減価することを予想して国内通貨を売ろうとする投機家に対して通貨当局は十分に保有する外貨準備によって投機攻撃に対応することができる。そのため、投機家も投機攻撃を仕掛けても勝てないことが分かっているために、投機攻撃が仕掛けられないと期待されている。

しかしながら、自由変動為替相場制度は、変動為替相場制度のメリットを有する一方で、変動為替相場制度のデメリットも有する。デメリットの中でも、日本経済が幾たびも円ドル相場の中長期的な大きな変動を経験したように、均衡為替相場から実際の為替相場が中

長期的に乖離すること（為替相場のミスアラメント）の問題点が指摘されている。為替相場のミスアラメントが発生する中、自国通貨が増値し、企業がその増値が一時的でないとして判断すると、企業の対外直接投資が促進される。直接投資が行われた後に、自国通貨が均衡水準に戻ったとしても、海外進出に際しての諸費用を回収できず、埋没費用となるために、そのまま外国にとどまらざるを得ないことが起こる。

このようなデメリットも考慮に入れて、自由変動為替相場やカレンシー・ボード制といった極端な為替相場制度よりも中間的な為替相場制度の方が望ましいという考え方がある。例えば、Williamson(2000)は、BBCルールを提唱している。BBCとは、為替バンド(Band)、通貨バスケット(Basket)、クローリング(Crawling)の頭文字をとったものである。基準為替相場に許容変動幅を設けた為替バンドによって金融政策の自由度の余地が残され、通貨バスケットを基準為替相場として参照することによってドル・ペッグ制等の単一通貨ペッグ制度の弊害が取り除かれ、そして、基準為替相場のクローリングによって、すなわち基準為替相場を一定率で変化させることによって、為替相場の参照対象諸国とのインフレ率格差による実質為替相場の増値が予防される。

このように、1990年代の通貨危機の教訓を活かして、通貨危機に耐えられる為替相場制度について、Fischer等のtwo corner solutionsの考え方とWilliamson等の中間的為替相場制度を支持する考え方に基づいて、様々な議論が行われている。なお、日本人の研究者によって研究された中で、通貨バスケット制に肯定的な研究結果を得ている研究に、Kawai and Akiyama (1998)、Ito, Ogawa, and Sasaki (1998)、Ogawa and Ito (2000)、Ogawa and Sun (2001)、Yoshino, Kaji, and Suzuki (2000)等がある。

3. 通貨バスケット制度の問題点（単一通貨ペッグ制との比較）

ドル・ペッグ制等の単一通貨ペッグ制と比較して、通貨バスケット制の問題点として、以下の点（通貨バスケット制の複雑性と非透明性）がIMFのエコノミストらから指摘されている。

(1) 複雑性

単一通貨ペッグ制と比較して、通貨制度の運営や外国為替市場への介入において通貨バスケット制の方が複雑であるとIMFのエコノミストらから指摘されている。

まず、運営においては通貨バスケットの構成比の決定に際して、どのような基準を用いて、そして、どのように計算するかにおいて複雑性が現れる。また、Ito, Ogawa, and Sasaki (1998)やYoshino, Kaji, and Suzuki (2000)によって提唱されているような貿易収支やGDP・インフレ率の安定化を目標として通貨バスケット制を運用する際には、輸出入に対する為替相場の弾力性などの様々なマクロ経済におけるパラメータを推定しておくことが必要となると指摘されている。

次に、IMFのエコノミストが指摘する点として、単一通貨ペッグ制における外国為替市場への介入においては、そのペッグの対象となる単一通貨と自国通貨との外国為替市場へのみ介入すれば事足りる。しかしながら、通貨バスケット制においては、通貨バスケットを構成するすべての通貨に対してそれぞれの外国為替市場で介入しなければならない

めに、為替介入が複雑となるという見解を IMF のエコノミストは持っている。

しかしながら、これらの通貨バスケット制の批判に対して、実際に通貨バスケットを基準にして為替相場政策を行っている Monetary Authorities of Singapore にこの問題を尋ねたところ、通貨バスケット制は複雑ではないという回答が返ってきた。通貨バスケット制の下において外国為替市場への介入を行う際にも、Monetary Authorities of Singapore は、実際にはシンガポール・ドル - 米ドル外為市場のみで為替介入を行っているので、通貨バスケット制の介入及びその運営は複雑ではないと指摘されている。あるいは、チリにおいても外国為替市場への介入は一通貨（米ドル）のみで行っていることが明らかにされている。

この原理は、Monetary Authorities of Singapore との面談で聞いてきたところによると、以下のように説明される。いま Monetary Authorities of Singapore がシンガポール・ドル(S\$)を米ドル(US\$)と日本円(Yen)とユーロ(Euro)の通貨バスケット(CB)に固定しようとしていると想定する。通貨バスケットに占める米ドルと日本円とユーロに対するウェイトをそれぞれ $1 - a - b$ 、 a 、 b としよう。

このように設定した通貨バスケットに対するシンガポール・ドルの価値は、次式で表すことができる。

$$\begin{aligned} \frac{S\$}{CB} &= \left(\frac{S\$}{US\$} \right)^{1-a-b} \left(\frac{S\$}{Yen} \right)^a \left(\frac{S\$}{Euro} \right)^b \\ &= \left(\frac{S\$}{US\$} \right)^{1-a-b} \left(\frac{S\$}{US\$} \frac{US\$}{Yen} \right)^a \left(\frac{S\$}{US\$} \frac{US\$}{Euro} \right)^b \\ &= \frac{S\$}{US\$} \left(\frac{US\$}{Yen} \right)^a \left(\frac{US\$}{Euro} \right)^b \end{aligned}$$

但し、S\$/CB：通貨バスケットに対するシンガポール・ドルの価値、S\$/US\$：シンガポール・ドル/米ドル相場、S\$/Yen：シンガポール・ドル/円相場、S\$/Euro：シンガポール・ドル/ユーロ相場、US\$/Yen：米ドル/円相場、US\$/Euro：米ドル/ユーロ相場。

そこで、シンガポールが小国であるために、シンガポール・ドル/米ドルの外国為替市場に介入してシンガポール・ドル/米ドル相場(S\$/US\$)をコントロールすることができたとしても、円/米ドルやユーロ/米ドルの外国為替市場に介入して円/米ドル相場(Yen/US\$)やユーロ/米ドル相場(Euro/US\$)をコントロールすることはできない。した

がって、Monetary Authorities of Singapore は、 $\left(\frac{US\$}{Yen} \right)^a \left(\frac{US\$}{Euro} \right)^b$ の変動を所与として、この

変動を相殺するように、シンガポール・ドル/米ドル相場(S\$/US\$)をコントロールすれば、通貨バスケットに対するシンガポール・ドルの価値を安定させることができる。

この例が示すように、通貨バスケット制を採用している国の通貨当局は、通貨バスケットを構成する通貨すべてに対して外国為替市場で介入する必要はなく、例えば、ドルと自国通貨の外国為替市場で介入するのであれば、ドル以外の通貨の加重平均値の変動を所与として、その変動を相殺するようにドルに対する自国通貨の為替相手をコントロールすれば、通貨バスケットに対する自国通貨の価値をコントロールすることができ、また安定化させることもできる。

(2) 非透明性

ドル・ペッグ制などの単一通貨ペッグ制に比較して、通貨バスケット制は透明性 (transparency) に欠ける点と透明性に欠けるために通貨当局が通貨バスケット制の下で為替相場政策を行うに際してアカウンタビリティ (accountability) が要求されない点が IMF のエコノミストによって指摘されている。これらの点は、通貨バスケット制を採用する国の通貨当局の為替相場政策に対する責任を曖昧にし、責任のある為替相場政策が採られなくなる心配があると指摘されている。単一通貨ペッグ制であれば、自国通貨をある単一通貨 (ドル・ペッグ制であれば米ドル) に固定するために、どの水準に為替相場が固定されるかは公衆には周知されやすい。しかしながら、通貨バスケット・ペッグ制の場合には、通貨バスケットに対して自国通貨が固定されたとしても、ある1つの通貨と自国通貨との間の為替相場は常に変動することになるので、通貨バスケット・ペッグ制が完全に実施されているのか否かについて公衆には判断しにくい。

とりわけ、従来、ハイパー・インフレーションを引き起こしてきた国の通貨当局が、そのハイパー・インフレーションを抑制するために、為替相場をノミナル・アンカーとして利用する場合に、通貨バスケット・ペッグ制の下ではノミナル・アンカーとしての透明性に欠けることになる。為替相場をノミナル・アンカーとして利用する場合には、そのアナウンスメント効果を利用して、民間経済主体の予想インフレ率を引き下げられることが期待されている。そのため、ノミナル・アンカーとしての透明性が欠ける場合には、そのアナウンスメント効果の実効性が低下することになると指摘されている。

これらの批判に対して、ノミナル・アンカーとして為替相場政策を利用する国については、上述した通貨バスケット・ペッグ制の問題点が存在しうるかもしれないが、為替相場をノミナル・アンカーとして頼らなくとも十分にインフレ率が低い国にとっては、予想インフレ率に対するアナウンスメント効果が期待することができなくとも、さほど問題とならない。

また、本報告で調査対象となったチリでは、通貨バスケットの計算方法を公表している。このように通貨バスケットの計算方法を公表することによって、通貨バスケット制の透明性とアカウンタビリティの問題は解決できると考えられる。さらに、Monetary Authorities of Singapore によれば、シンガポールでは通貨バスケットを公式に発表していないものの、実際に金融機関等の民間経済主体が通貨バスケットの構成比を推定できていると主張されている。

しかしながら、一方で、為替相場政策には透明性が欠けている方が投機攻撃を受けないという意見が、実際に為替相場政策を担当している通貨当局や一部の IMF の各国担当のエコノミストから聞かれた。為替相場政策の透明性が高まれば、投機家はファンダメンタルズとの関係で固定為替相場と乖離を衝いて、どのタイミングで投機攻撃をかければよいか判断しやすくなる。また、個々の投機家よりも通貨当局の方が多くの外貨準備残高を持っているために個々の投機家の投機攻撃に対しては通貨当局が固定為替相場を維持することができる状況にあっても、多くの投機家の行動が一体化すると、通貨当局の保有する外貨準備が不足する場合には、投機家が群衆行動をとると通貨当局は固定為替相場を防衛することができなくなる。為替相場政策に透明性が高ければ高いほど、多くの投機家の行動が一体化しやすくなると考えられる。

このように、単一通貨ペッグ制よりも通貨バスケット制を採用している理由として、投機家による投機攻撃を回避するために為替相場政策の透明性を低めているという見解が、シンガポール（Monetary Authorities of Singapore）やチリ（チリ中央銀行）との面談で聞くことができた。すなわち、これらの国の通貨当局は、通貨バスケット制を採用して、投機家等の市場参加者が単純に為替相場水準を判断することができなくなることによって、例えば、自国通貨と米ドルとの間の目標為替相場を曖昧にすることによって投機攻撃を回避しようとしている。但し、為替相場制度や為替相場政策の非透明性が投機攻撃を抑制する否かは、さらに研究分析の余地のある問題である。

4．通貨バスケットの構成比

(1) 調査対象国の通貨バスケットの構成比

通貨バスケット制を採用している国では、貿易加重を採用している国が多い。実態調査対象国の内、シンガポールでは、Monetary Authorities of Singapore が通貨バスケットの構成通貨とそれらの構成比を公表していないが、おおよそシンガポールの貿易相手国（12か国）の貿易量に基づいて、そして、通貨バスケット構成の算式を市場参加者に推計されないように、Monetary Authorities of Singapore の裁量を加えて、通貨バスケットの構成比が計算されていると言われている。チリでは、通貨バスケット制が導入された当初（1992年7月）は、北米州地域との貿易量と欧州地域との貿易量とアジア地域との貿易量から、それぞれの地域を代表する通貨として米ドルとマルクと円を利用して、それぞれに50%、30%、20%のウェイト付けを行っている。ハンガリーやイスラエルでも、主要貿易相手国との貿易量に基づいておおよそ通貨バスケットの構成比が決定されていた。

しかし、ハンガリーについては、為替相場制度の透明性を高めるために、通貨バスケットを構成する通貨の数を減少させてきて、1991年12月以降、米ドルとECUの2通貨のみから通貨バスケットが構成されるようになった。さらに、EUにおけるERM2に参加するためにユーロとの連動性を高めるために、現在ではユーロのみに自国通貨を連動させる方式を採用している。ポーランドでも、為替相場制度の変更に際して、輸出競争力の維持がその目的となっていたことから、貿易量あるいは輸出量から通貨バスケットの構成比が計算されていたと考えられる。1991年5月には、貿易支払い通貨の構成を基準とした通貨バスケット制に移行した。しかしながら、ハンガリーと同様に、ポーランドもEUの中のERM2に参加するために、ユーロとの連動性を検討している。ポーランドでは、ハンガリーと対照的に、ERM2に参加する際のユーロとの固定為替相場を市場実勢から探るために、現在、フロート制を採用して、ユーロと自国通貨との市場実勢相場を見出そうとしている。そのために、現在、ポーランドでは通貨バスケット制から移行して、変動為替相場制度が採用されている。このように、ハンガリーとポーランドでは、ERM2への参加に向けて為替相場政策において異なる対応が採られている。

(2) 通貨バスケットの構成比の推定

調査対象国について、通貨バスケット制を採用している時期あるいは採用していた時期における通貨バスケットの中の各通貨の構成比を実証分析によって推計した。通貨バスケ

ットの構成比を推計するに際しては、Frankel and Wei(1994)に基づいて、以下の回帰式について回帰分析を行うことによって、通貨バスケットの構成比を推計する。この回帰分析は、分析対象国通貨と通貨バスケットを構成する各通貨との相関を表し、連動性を意味するものであるが、調査対象国は通貨バスケット制を採用していたことは明らかであることから、この相関を通貨バスケットの構成比として解釈する。

具体的には、日次データを利用して対象国通貨の対スイス・フランの為替相場の対数値を被説明変数として、通貨バスケットの構成通貨の候補として想定される米ドル、円、独マルク、英ポンドのそれぞれの対スイス・フランの為替相場の対数値を説明変数として回帰分析を行った。なお、対スイス・フラン為替相場にする理由は、ニュメールとして何らかの共通の基準通貨が必要であるために、Frankel and Wei(1994)に従っている。

$$\log e^{home/SF} = a_0 + a_1 \log e^{USD/SF} + a_2 \log e^{JPY/SF} + a_3 \log e^{DM/SF} + a_4 \log e^{BP/SF} + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t = \rho \varepsilon_{t-1} + \eta_t$$

但し、 $e^{home/SF}$: 分析対象国通貨の対スイス・フランの為替相場、 $e^{USD/SF}$: 米ドルの対スイス・フランの為替相場、 $e^{JPY/SF}$: 円の対スイス・フラン、 $e^{DM/SF}$: 独マルクの対スイス・フラン、 $e^{BP/SF}$: 英ポンドの対スイス・フラン、 ε 、 η : 残差項。

回帰分析においては、残差項に自己回帰が見られたために、残差項について Cochrane-Orcutt 法による 1 階の自己回帰モデルを利用した。データは、DATASTREAM より日次データを利用した。なお、すべての通貨を含めて回帰分析を行った場合に係数が有意にマイナスとなる通貨があれば、その通貨をはずして、もう一度回帰分析を行った。

回帰分析の結果は、表 1 にまとめられている。各国の分析結果を要約すると、

表 1 : 通貨バスケットの推定

| 通貨 | 分析期間 | 米ドル | 円 | 独マルク | 英ポンド |
|--------|-------------------------|----------|----------|----------|----------|
| タイ | 1990:01:02 ~ 1997:07:01 | 0.916*** | 0.063*** | 0.006 | 0.023** |
| シンガポール | 1990:01:02 ~ 1997:07:01 | 0.826*** | 0.066*** | 0.105*** | 0.032*** |
| イスラエル | 1991:12:02 ~ 2000:07:28 | 0.952*** | -0.011 | 0.022 | - |
| チリ | 1991:01:02 ~ 1999:09:09 | 0.943*** | 0.037 | 0.262*** | -0.048 |
| ハンガリー | 1991:12:09 ~ 2000:05:30 | 0.837*** | -0.006 | 0.181*** | - |
| ポーランド | 1991:12:09 ~ 2000:03:30 | 0.889*** | 0.022 | 0.096 | -0.069 |

*** : 1% 有意水準、** : 5% 有意水準、* : 10% 有意水準

タイ

1990年1月2日から通貨危機前(1997年7月1日)までの分析期間において、米ドルの構成比が91.6%であり、円の構成比が6.3%であり、英ポンドの構成比が2.3%であった。独マルクの構成比は有意にゼロとは異ならないという結果となった。このように、タイでは、米ドルの構成比が90%以上と高く、「事実上のドル・ペッグ制」と言われた理由がここにある。

シンガポール

1990年1月2日から通貨危機前(1997年7月1日)までの分析期間において、米ドルの

構成比が82.6%であり、円の構成比が6.6%であり、独マルクの構成比が10.5%であり、英ポンドの構成比が3.2%であった。シンガポールでは、タイに比べると、ドルの構成比が若干低くなるが、それでも80%を超える高い構成比となっている。しかし、シンガポールでは、12通貨から構成される通貨バスケット制と言われていることもあって、回帰分析において利用したすべての通貨に対して有意な相関を持っていたという結果が得られている。

イスラエル

1991年12月2日から2000年7月28日までの分析期間において、米ドルの構成比が95.2%であった。円と独マルクの構成比は有意にゼロと異ならなかった。英ポンドは有意にマイナスの値をとったので、最終的な回帰分析では除去した。この回帰分析から、イスラエルにおいては、米ドルにほとんど連動する状況にあったことがわかる。

チリ

1991年1月2日から1999年9月9日までの分析期間において、米ドルの構成比が94.3%であり、独マルクの構成比が26.2%である。円と英ポンドの構成比は有意にゼロと異ならなかった。米ドルと独マルクの構成比を合計すると100%を超える結果となっている。100%を超える結果をどのように評価するかに依存するが、米ドルと独マルクの構成比をそのまま解釈すれば、他の分析対象国通貨と比較して、独マルクの構成比が比較的高いことがわかる。

ハンガリー

1991年12月9日から2000年5月30日までの分析期間において、米ドルの構成比が83.7%であり、独マルクの構成比が18.1%である。円の構成比は有意にゼロと異ならなかった。英ポンドの係数は有意にマイナスの値をとったので、最終的な回帰分析では除去した。ハンガリーでは、米ドルの構成比が若干低く、80%台となっている。また、独マルクの構成比も比較的高い。

ポーランド

1991年12月9日から2000年3月30日までの分析期間において、米ドルの構成比が88.9%である。円、独マルク、英ポンドの係数は有意にゼロと異ならなかった。米ドルの構成比は90%を下回っていたものの、独マルクや英ポンドなどのヨーロッパ通貨との連動性は見られなかった。

次に、タイ・パーツとシンガポール・ドルについて、アジア通貨危機前後で通貨バスケットの構成比がどのように変化したかをまとめたのが、表2である。これらの2つの通貨に共通していることは、通貨危機の最中（1997年7月3日～1998年12月31日）において、通貨バスケットに占める米ドルの構成比が低下したのに対して、円の構成比が上昇した。但し、この時期は、通貨危機の最中のため通貨バスケット制を採用していたとは言い難い。

1999年以降については、これらの2つの通貨の通貨バスケットに占める米ドルの構成比が再び高まっていることがわかる。タイ・パーツの通貨バスケットの構成比については、ドルが84.8%、円が12.5%となっている。一方、シンガポール・ドルの通貨バスケットの構成比については、ドルが91.1%、円が8.9%、独マルクが19.7%となっている。このように、通貨危機以降、タイ・パーツとシンガポール・ドルは米ドルとの連動性を高めている。タイ中央銀行は通貨危機以降、管理フロート制を採用していると説明していることから、通貨バスケットに占める米ドルの構成比を高めたと断言することは難しいが、シンガポー

ルの通貨当局は通貨危機以降、再び通貨バスケットに占める米ドルの構成比を高めた可能性が高い。

表2：アジア通貨危機前後の通貨バスケットの推定

| 通貨 | 分析期間 | 米ドル | 円 | 独マルク | 英ポンド |
|--------|-----------------------|----------|----------|----------|----------|
| タイ | 1990:01:02～1997:07:01 | 0.916*** | 0.063*** | 0.006 | 0.023** |
| | 1997:07:03～1998:12:31 | 0.586*** | 0.338*** | 0.295 | -0.003 |
| | 1999:01:04～2000:07:28 | 0.848*** | 0.125*** | 0.126 | -0.048 |
| シンガポール | 1990:01:02～1997:07:01 | 0.826*** | 0.066*** | 0.105*** | 0.032*** |
| | 1990:07:03～1998:12:31 | 0.771*** | 0.166*** | 0.098*** | 0.032* |
| | 1999:01:04～2000:07:28 | 0.911*** | 0.089*** | 0.197*** | -0.038 |

***：1%有意水準、**：5%有意水準、*：10%有意水準

最後に、チリについて、為替相場政策が変更された時期で分析期間を3つに分けて、同様の回帰分析を行った。その回帰分析した結果が表3にまとめられている。どの時期も、通貨バスケットに占める米ドルの構成比がほぼ1に近い値となっていることから、事実上のドル・ペッグであったことが明らかである。

表3：チリの通貨バスケットの推移

| 通貨 | 分析期間 | 米ドル | 円 | 独マルク | 英ポンド |
|----|-----------------------|----------|-------|--------|------|
| チリ | 1991:01:02～1992:07:03 | 0.976*** | - | -0.015 | - |
| | 1992:07:07～1997:01:20 | 0.990*** | 0.035 | 0.038 | - |
| | 1997:01:22～1999:09:09 | 0.974*** | 0.023 | 0.010 | - |

***：1%有意水準、**：5%有意水準、*：10%有意水準

このように、いずれの通貨も、貿易の構成比に比較して、通貨バスケットに占める米ドルの構成比が高めになっている理由として、ドルを基軸通貨とする国際通貨システムにおいて国際取引上の表示通貨及び決済通貨としてドルが利用される度合いが高いことが指摘される。

また、シンガポールの場合には、その通貨バスケットを構成する通貨にマレーシア・リンギットや香港ドルが含まれていると言われている。ドル・ペッグ制を採用しているマレーシアの貿易ウェイトがおよそ20%もあり、さらに香港もカレンシー・ボード制を採用していることから、香港ドルは米ドルに固定している。したがって、このようなドル・ペッグ制を採用する国の通貨が通貨バスケット制の中に含まれることから、シンガポール・ドルが米ドルとの連動性を高めることになる。さらに、最近の他の東アジア諸国通貨が米ドルと連動性を高めていることから（McKinnon(2000)）、シンガポール・ドルの米ドルへの連動性が高まる傾向にある。

5 . 金融政策（インフレーション・ターゲティング）との関連

近年、インフレーション・ターゲティングを採用する国が増加していることと、固定為替相場制度から管理フロート制へ移行する国が増加していることとの間には、関連があると考えられる。マクロ経済政策の目標あるいはノミナル・アンカーが為替相場からインフレーションに移行したことによって、そして、インフレーションを目標とする金融政策にとって、低インフレ国通貨への固定為替相場政策が重複するものとなっている。インフレーション・ターゲティングと非整合的な為替相場政策を採用することは投機攻撃を呼び起こすことになることから、インフレーション・ターゲティングの金融政策と整合的な為替相場政策を採らざるを得ない。このことから、インフレーション・ターゲティングを導入した国の多くは為替政策としては管理フロート制を採用するようになっている。

実態調査対象国の内、タイとイスラエルとチリとポーランドでインフレーション・ターゲティングが採用されている。また、シンガポールでも、物価安定を目指した金融政策が行われている。

タイでは、インフレーション・ターゲティングを採用したことも1つの理由となって、管理フロート制が採用されている。ポーランドも、1998年にインフレーション・ターゲティングが導入された際に、通貨バスケット制から変動為替相場制へ移行している。但し、タイでは為替相場の変動が国内のインフレーションを加速する状況になってきた場合には、インフレーション・ターゲティングを支援する手段として為替相場政策を行うこともありうるのがタイ中央銀行で指摘されていた。したがって、必ずしもインフレーション・ターゲティングにとって為替相場政策が重複するものとなるとは限らない。むしろ、自国通貨減価による輸入インフレーションに対しては、為替相場政策によって解消することができる。

イスラエルにおいては、インフレーション・ターゲティングの金融政策とクローリング・バンド制の為替相場政策を効果的に組み合わせることによって、インフレーションの予想及びインフレーションを抑制することができた。イスラエルでは、インフレ率の目標が発表されるとともに、外国のインフレ率と自国の目標インフレ率の乖離に相当する目標為替相場減価率を発表して、為替相場をクローリングさせている。このように、インフレーション・ターゲティングの金融政策と整合的な為替相場政策を採用することによって、インフレーション抑制の信認を高める効果をもたらしている。

一方、シンガポールのような経済の開放度の高く、GDPに占める貿易の比率が極めて高い国では、為替相場が貿易を通じてインフレーションに影響を及ぼす可能性が高い。そのために、シンガポールでは、金融政策 = 為替相場政策という認識が Monetary Authority of Singapore によって持たれている。Monetary Authority of Singapore にとっては、金融政策を行うことは為替相場政策を行うことであると考えられていて、為替相場政策によってインフレーションを抑制する金融政策が実施されている。

6 . 結 論

本章では、次章以下で説明される本調査の対象国における通貨バスケット制の実態調査

の結果を踏まえて、地域横断的に通貨バスケット制の諸問題を整理した。IMF のエコノミストより、通貨バスケット制の問題点としてその複雑性と非透明性が指摘されていたが、実際に通貨バスケット制を採用している通貨当局は、通貨バスケット制はそれほど複雑ではないこと、そして、通貨バスケット制の非透明性がむしろ投機攻撃を回避することに効果を上げていることを指摘している。このように、通貨バスケット制の複雑性の問題はそれほど深刻な問題ではないことが明らかとなった。また、為替相場政策の透明性・非透明性の問題は、通貨バスケット制に限らない問題であるが、まだ1つの決まった回答が得られていない問題でもあることから、今後の課題となる。

一方、近年、通貨バスケット・ペッグ制が減少し、管理フロート制へ移行していることには、インフレーション・ターゲティングの金融政策を採用していることが関係している。実態調査の対象国であるタイやチリやポーランドではインフレーション・ターゲティングの金融政策が採用されると時期に前後して、通貨バスケット制から管理フロート制に移行している。しかしながら、管理フロート制下においても、インフレーションの抑制のために為替相場政策を行うことは必要である。タイ中央銀行でタイ・バーツ減価による輸入インフレーションを防ぐ必要性が認識されていた。また、イスラエルでは、クローリング制の為替相場政策をインフレーション・ターゲティングの金融政策と有効に組み合わせ、予想インフレ率の低下に貢献してきた。さらには、シンガポールのように GDP に占める貿易の比率が高い国では、為替相場政策と金融政策が一体化している。

したがって、インフレーション・ターゲティングの金融政策が採用されたとしても、為替相場政策の必要性が失われるわけではなく、両者は補完関係にあると考えられる。その場合に、輸入インフレーションを考慮に入れると、インフレーション・ターゲティングの金融政策を補完する為替相場政策は、貿易量で加重された貿易相手国の通貨バスケットを参照にすることが必要となる。とりわけ、米国のみならず日本、EU と貿易関係にある東アジア諸国では、対米ドル為替相場のみを参照とする為替相場政策ではなく、通貨バスケット制を採用すべきであることは明らかである。

< 参考文献 >

- Fischer, Stanley. (2001) "Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct?" AEA annual meeting.
- Frankel, Jeffery A. and S.-J. Wei (1994) "Yen bloc or dollar bloc? Exchange rate policies of the east Asian economies," in Takatoshi Ito and Anne O. Krueger eds., *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, University of Chicago Press, Chicago.
- Ito, Takatoshi, Eiji Ogawa, and Yuri N. Sasaki, (1998) "How did the dollar peg fail in Asia?" *Journal of the Japanese and International Economies*, 12, 256-304.
- Kawai, Masahiro and Shigeru Akiyama (1998) "The role of nominal anchors currencies in exchange arrangements," *Journal of the Japanese and International Economies*, 12, 334-387.
- McKinnon, Ronald I. (2000) "After the crisis, the East Asian dollar standard resurrected: An interpretation of high-frequency exchange rate pegging," mimeo.
- Ogawa, Eiji and Takatoshi Ito (2000), "On the desirability of a regional basket currency arrangement," *NBER Working Paper*, no. 8002.
- Ogawa, Eiji and Lijian Sun (2001) "How were capital inflows stimulated under the dollar peg system?" in T.

Ito and A. O. Krueger eds., *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago (forthcoming).

Williamson, John (2000) *Exchange Rate Regimes of Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics, Washington, D.C.

Yoshino, Naokyuki, Sahoko Kaji, and Ayako Suzuki, "The basket-peg, dollar-peg and floating: A comparative analysis of exchange rates regimes," mimeo.