

第2章 シンガポールの通貨バスケット制度

三浦 潔

1. 外国為替制度の特徴

シンガポールの外国為替制度は次の4つの特徴を持っている。

シンガポールドルの為替相場が通貨バスケットに基づいて運営されていること¹。
そのバスケットはシンガポールの主要貿易相手国通貨によって構成されており、それぞれの通貨の構成比率はシンガポールとの貿易関係の深さによって決められている。

その為替相場の変動幅が一定の枠（為替バンド）内に収まるよう運営されていること。
シンガポールドルの為替相場がその為替バンドを超える場合は、シンガポール政府の金融当局である Monetary Authority of Singapore (MAS) が相場の変動を為替バンド内に収めるように市場に介入する。

この為替バンドがシンガポール経済のファンダメンタルの変化を踏まえて見直されること。

シンガポールドルの通貨価値が適切なレベルから乖離しないように、為替相場の水準は MAS によってきめ細かくチェックされている。

MAS はその金融政策の実施手段としてシンガポールドルの為替相場を利用するため、国内金利および通貨供給量のコントロールを行っていないこと。
シンガポールの国内物価の感応度は国内金利よりも為替相場に対する方が高いと言われている。

2. 通貨バスケット制導入の経緯

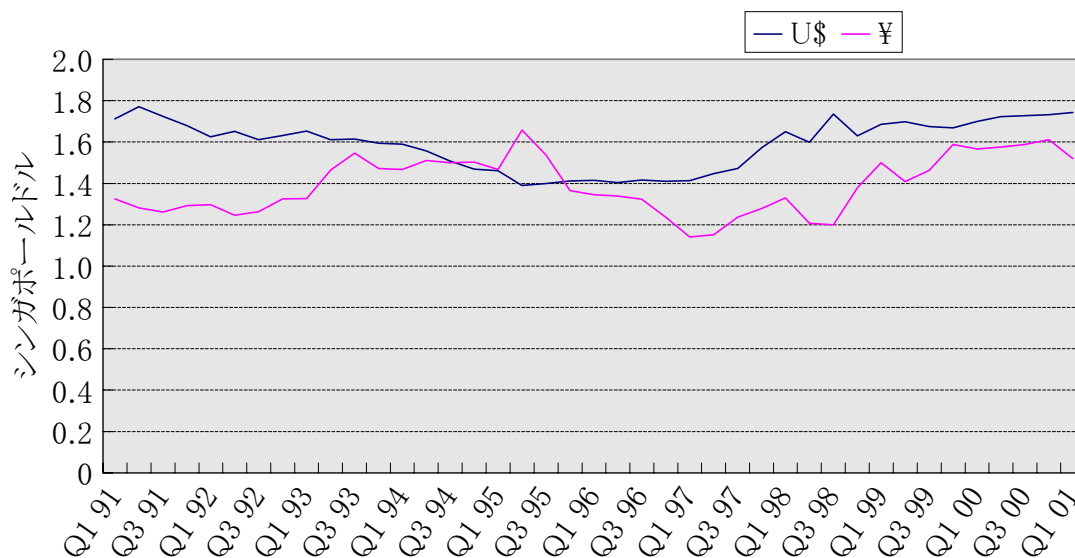
シンガポールがイギリスの植民地であったことから、1965年の独立以降もシンガポールドルは英ポンドと緊密な関係を保っていたが、1972年に英ポンドが変動相場制へ移行したのを機に、米ドルとの関係を強めることとなった²。しかし1973年2月と3月に日本と欧州諸国が変動相場制への移行を決定し、実質的な米ドルの切り下げが行われると（スミソニアン体制の崩壊）、巨額の米ドル資金がシンガポールへ流入して国内経済を混乱させる懸念が増大した。このような状況から、シンガポール政府は1973年6月、それまでの為替政策「シンガポールドルを米ドルへ連動させる方式」を止めて変動相場制へ移行することを決めた。但しそれは市場実勢に任せて自由な変動を許容する類のものではなく、あくまで管理された変動相場制と分類されるものであった。

そして1981年、シンガポールは、インフレ無き経済成長の維持を政策目標とし、その達成のための手段として通貨バスケットに基づいて変動する為替相場制（通貨バスケット制）の採用を決定した。

¹ IMF の最新の分類では、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」とされている（IMF, Annual Report 2000）。

² 市場介入通貨を英ポンドから米ドルへ変更。

図1 シンガポールドル為替相場推移



出所：Datastream

(注) 対円相場は、100円当たりの数値。

3. 通貨バスケット制の目的

シンガポール政府は物価安定（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 が外国為替市場に介入して、シンガポールドルの為替相場を管理している³。為替相場が金融政策の手段に選ばれたのは、それが比較的コントロールし易いことと、物価の動きに強く影響出来ると見られているためである。シンガポールのような小さな規模の開放経済では特に、為替相場の動きが短時間で国内のマクロ経済全体に影響を及ぼすことが出来、政策執行手段として適当と考えられている。

為替相場が国内の物価動向に影響を及ぼす仕組みとしては；

(イ) 輸入サイド 輸入品価格を通して

シンガポール国内の需要の大きな部分は輸入品によって賄われており、輸入品価格の動向が国内物価に及ぼす影響は極めて大きい。仮に、ある輸入品の価格（生産地通貨建て）が大きく上がった場合、為替相場が変わらなければシンガポールでの価格（シンガポールドル建て）もそれに連れて上昇し、国内物価上昇の要因になる。この時シンガポールドルがその生産地通貨に対して切り上がれば、シンガポールドルでの価格上昇は生産地通貨での価格の上昇よりも低く抑えることが出来る。このように、輸入品の値上がりに対してはシンガポールドルを切り上げて対抗することで、国内の輸入インフレを抑えることが出来る。

(ロ) 輸出サイド 総需要量を通して

為替相場の変化はシンガポールの輸出製品に対する需要に影響を及ぼす。仮に、シンガポールドルがある国の通貨に対して下落した場合、その国のシンガポール製品に対する需要は増加する。一方、シンガポールの生産者はその需要増に応えるため

³ MAS が目標とする国内インフレ率は、2～2.5%と言われている。

に、資源（原材料や労働力など）の投入を増やすことになるが、シンガポールのように投入できる資源量（特に労働力）が限られているところでは、資源に対する需要増は資源価格の上昇と製品価格の上昇を招き、ひいてはシンガポール国内物価の上昇に繋がる。通貨安によって輸出の増加を図るという政策には国内物価の上昇というリスクが付きまとう。

MAS の調査によると、シンガポールでは為替相場の変動が国内物価に及ぼす影響の度合いの方が、国内金利の変化が及ぼす影響に比べて大きいという結論になったと言われており⁴、金融政策遂行の手段として為替相場を利用する理由になっている。

為替相場が金融政策の手段と明確に位置付けられているシンガポールでは、為替相場は通貨当局にとって扱いやすく操作しやすい仕組みでなければならない。そういう観点からすると、相場の動きを市場実勢に委ねるような自由変動相場制は適切ではなく、また相場の動きを特定の国の通貨に連動させることも適当ではない。シンガポールの貿易取引相手国の構成を見ると（表 1）、40%強を東アジア諸国（除、日本）が占め、米国、日本、EU はそれぞれ10%台で推移しており、先進国のどこかが圧倒的なシェアを占めている訳ではない。そういう状況では、どこか特定国の通貨に連動させる理由は見当たらない。そしてシンガポールが選択したのは、貿易量に基づいて構成される通貨バスケットを参考に基準為替相場を決める制度（通貨バスケット制）であった。MAS は、このシステムであれば、シンガポールドルの価値を維持しつつ、外部要因による国内経済への影響を緩和する柔軟性を保持出来ると判断したと思われる。

4．通貨バスケット制の運営

(1) バスケットの通貨構成と算出方法

MAS は、シンガポールの貿易取引実績に基づいた比率で構成される貿易相手国通貨のバスケットを、シンガポールドルの基準為替相場として参照している。しかし、MAS は通貨バスケットの詳細を公表していない。その内容を知る立場にある MAS 職員も関連情報の提供・発言には極めて慎重であり、外部者が正確な情報を正式な経路で入手することは、現状では不可能と思われる。

この厳重な情報管理（非公開の方針）は、為替政策イコール金融政策とするシンガポールの特別な事情に基づくものと言えるだろう。バスケットの通貨別構成比率や、どのようにバスケットを参照してシンガポールドルの基準為替相場が決まるのかなどが公開されれば、為替相場を利用した投機筋の活動を招き、好ましくない為替相場の乱高下とそれによる国内経済の混乱を来たす懸念があると、MAS は非公開の理由を説明する。通貨投機に晒されれば、交易依存度が高く、都市国家としての規模しかないシンガポール経済は壊滅的な打撃を被る恐れも否定出来ないとして、MAS の非公開方針を支持する意見が、官庁のみならず、民間金融機関からも聞かれた。

但し、MAS はバスケットの中味について具体的な情報は公開していないが、概念として

⁴ Enlightened Discretion in Monetary Policy: Singapore's Experience (August 2000)

は、「シンガポールの対外貿易取引実績を踏まえて構成される主要取引相手国通貨のバスケット」であるとしている。また、市場関係者の推測では、バスケットは貿易上の競合国通貨も含んでおり、12通貨で構成されている模様。シンガポールの金融機関や経済研究機関はおおよそ次のような通貨構成を推測している⁵。

米ドル45%、円20%、ユーロ15%、その他20%⁶

MAS でのヒヤリングに基づく、シンガポールドルの対バスケット価値算出の仕方については、第1章に例示されている通りである⁷。

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

但し、シンガポールドルを米ドルと円とユーロの3通貨による通貨バスケット(CB)に固定しようとしていると仮定。通貨バスケットに占める米ドルと円とユーロの構成比をそれぞれ 1-a-b、a、b とする。

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

(2) 運営方法

MAS は通貨バスケット制を採用しているが、さらにこれに加えて為替バンド制をも導入し、通貨バスケットから導かれる基準為替相場から一定の範囲内(バンド)の相場変動を許容して、緩やかな相場の動きは認めている。このように基準為替相場に糊代部分を設定することで、為替相場の変動を認め、為替相場の管理に柔軟性を持たせている。

為替市場で、シンガポールドルが為替バンド幅以上に変動する場合、MAS はシンガポー

⁵ MAS でのヒヤリングでは、民間金融機関や研究機関の推測値は実際のバスケット構成から大きくは離れていないとの感触を得た。

⁶ “その他”には9通貨が含まれると言われ、英ポンド、豪ドル、の他に、アジアの主要通貨、タイバーツ、インドネシアルピア、フィリピンペソ、台湾ドル、韓国ウォン、中国元などが入ると思われる。貿易取引比率に比べて米ドルの比率が高いのは、マレーシアリングや香港ドルのように、対米ドル固定為替相場制を採っている国があり、これらを米ドルに加えるためその比率が高くなる。尚、通貨構成比率は数年毎に見直されている由。これは構成比率算定のベースとなるであろう各国統計資料を年単位で参照している為と思われる。

⁷ 第1章「地域横断的な通貨バスケット制の総括と展望」参照。

ドル対米ドル為替相場の直物市場に介入する⁸。それ以外の市場への介入は行っていないとされている。

第1章での説明の通り、米ドル対円相場および米ドル対ユーロ相場は、シンガポールにとっては所与の与件であることから、MAS はシンガポールドルの対米ドル相場を調整することによって、通貨バスケットに対するシンガポールドルの価値(S\$/CB)を安定させることが出来る。

MAS が市場介入を行うのはそれほど頻繁ではないが、市場参加金融機関へのレート・チェックなどによって、市場のモニターは比較的まめに行っている模様である⁹。

5 . アジア通貨危機の影響

1997年7月のタイ・バーツ変動相場制移行（バーツ切り下げ）に始まるアジア通貨危機はシンガポール経済にも深刻な影響を及ぼした。対外貿易への依存度が高いシンガポールでは、近隣諸国経済の落ち込みの影響をもろに被ることになった。98年の実質 GDP は、前年の8.4%の伸びから一転して0.4%にまで大きく落ち込んだ。これは1985年の-1.6%以来の低い水準である。インフレ率も97年の2%から98年には-0.3%に低下した。

通貨危機に際しては、アジア各国で外貨短期資金が大量かつ急激に流出し、外貨流動性の枯渇を招いたが、シンガポールも例外ではなく、市場から米ドルが一気に減少して、シンガポールドルは大きく下落した。

シンガポール政府は、このリセッションがシンガポール経済固有のファンダメンタルズ要因によるものではなく、外部要因に起因するものであり、従ってその外部要因が改善されなければシンガポール経済の本格的な回復は困難と判断した。為替相場は市場の趨勢に則してより柔軟に対応させることとし、緩やかな下落を容認した¹⁰。また1998年6月と11月に Central Provident Fund(国民年金の一種)の雇用者負担分の軽減などが打ち出され、雇用の確保と生産コストの削減が計られた。つまり外部要因の回復を待ちつつ国内では財政政策で景気の落ち込みに対処しようとした。

その後1999年以降、東アジア各国が予想以上のペースで経済を回復軌道に乗せたこともあり、シンガポールはアジア通貨危機によるリセッションを脱して、1999年には5.4%の、更に2000年第1四半期には9.1%（前年同期比）の経済成長を達成することが出来た。

シンガポールは元々、通貨制度の矛盾を衝かれて危機を招いた訳ではなく、むしろ近隣諸国の通貨危機の巻き添えを食った傾向が強いことから、他の近隣国とは違って通貨制度を変更する必要性は乏しく、現在に到るまで通貨バスケット制を堅持しており、当面それを変更する必然性は見当たらない。

6 . 通貨バスケット制の評価

為替相場を金融政策の遂行手段と位置付けているシンガポールで為替制度を評価する

⁸ MAS による市場介入は、シンガポールドル安になると入る傾向が強いとされている。

⁹ MAS によるモニターが、金融機関には一種のプレッシャー効果として働いていると述べる市場関係者もいた。

¹⁰ この時期、MAS は為替バンドを拡大したと見られている。

場合は、先ずそれを利用した金融政策の成否の評価から始めるべきである。

表2のマクロ経済指標の推移にある通り、1982年以降シンガポールではインフレ率は4%を超えることはなく、95年からは2%以下のレベルで推移しており、国内物価の安定には成功していると見られる。一方経済成長については、80年代半ばの一時期と98年のアジア通貨危機の影響の年を除いて、5%以上の伸びを示してきた。経常収支は安定的に黒字を出しており、外貨準備も順調に増加している。このように、シンガポール経済のパフォーマンスは、アジア通貨危機という外的要因による一時的な落ち込みはあったものの、極めて良好に推移しており、その視点から言えば、金融政策と密接に関連する為替政策、為替制度（通貨バスケット制）も成功であったと評価出来る。

通貨バスケット制に対する主要な批判は2つあるが（複雑性と非透明性）、少なくともシンガポールにおいてはその批判は適当ではないと思われる。

先ず、複雑性については、4(2)に述べた通り、市場介入のやり方は単純でシステムチックに遂行することが可能であり、複雑との批判は該当しない。また、バスケットの通貨構成の算定については、部外者には公開されていないため、実際にはどの程度複雑なのか（あるいは単純なのか）外部からは判らないが、MASでのヒヤリングで受ける感触では、少なくともMAS担当者にとって、日々の為替管理業務はさほど複雑なものではないように見受けられる。

非透明性の批判について言うと、シンガポール政府の方針は明解であり、バスケットの内容、為替バンドの詳細については徹底して非公開の方針を貫いている。為替投機を回避するためには一部の重要情報の非公開が必要との理由であるが、少なくとも通貨バスケット制を導入した20年ほどの間、シンガポールドルは深刻な通貨投機には晒されていない。前述の通り、バスケット構成については民間金融機関などの推測値に近いと言われているが、それにも係わらず、目立った通貨投機がシンガポールドルで起こらない（成功しない）のは、バスケットに基づく基準為替相場を挟む為替バンドの糊代部分を有効に活用して、MASが柔軟な相場操作を行って来たからと考えられる^{11,12}。

政策の非透明性が問題になるのは、為替政策の失敗によって経済ファンダメンタルズが悪化する場合であるが、シンガポールについては、前述の通り、極めて良好な経済パフォーマンスを示しており、その政策には何ら文句の付けようがない。シンガポールに対する市場の評価も高く、政策の非透明性は問題視されていない。

このように、シンガポールは20年間通貨バスケット制を維持し、国内物価の安定と持続

¹¹ シンガポールの民間金融機関でのヒヤリングでは、いくら精緻な推測に基づいた予測をしても、シンガポールドルの為替相場の動きを読み切ることは出来ないという意見が多かった。この点は、タイの通貨バスケット制と好対照である。

¹² MASでのヒヤリングに際して、シンガポールドルが長年にわたって通貨投機に遭わなかった理由として、MASが挙げた要因は次の通り。

- ・ 堅固なマクロ経済ファンダメンタルズを維持して来たこと、
- ・ 長期にわたり低インフレと安定的な経済成長を達成したMASに対して市場の信認が篤いこと、
- ・ シンガポールドルの価値が実態経済に即した水準を維持して来たこと、
- ・ 潤沢な外貨準備を保持していること、
- ・ シンガポールドルの非国際化政策を堅持していること。

的な経済成長を達成して来た。金融政策の基本方針が変更されるか、シンガポールの政権が大きく変わることでない限り、今後もこの為替相場制度（通貨バスケット制）を続けていくものと見るのが妥当であろう。

表1 シンガポールの貿易相手国構成

1985	輸 出		輸 入		合 計	
	US\$mil	%	US\$mil	%	US\$mil	%
米国	4,830	21.2	3,988	15.2	8,818	18.0
日本	2,148	9.4	4,486	17.1	6,634	13.5
EU	2,416	10.6	2,977	11.3	5,393	11.0
東アジア(除、日本)	7,654	33.6	8,912	33.9	16,566	33.7
マレーシア	3,539	15.5	3,736	14.2	7,275	14.8
タイ	949	4.2	544	2.1	1,493	3.0
フィリピン	218	1.0	198	0.8	416	0.8
中国	333	1.5	2,268	8.6	2,601	5.3
香港	1,454	6.4	493	1.9	1,947	4.0
台湾	389	1.7	874	3.3	1,263	2.6
韓国	281	1.2	423	1.6	704	1.4
世界	22,812	100.0	26,285	100.0	49,097	100.0
日本・EUを除く世界	18,248	80.0	18,822	71.6	37,070	75.5
1995	輸 出		輸 入		合 計	
	US\$mil	%	US\$mil	%	US\$mil	%
米国	21,576	18.2	18,725	15.0	40,301	16.6
日本	9,219	7.8	26,308	21.1	35,527	14.6
EU	15,826	13.4	16,577	13.3	32,403	13.3
東アジア	56,792	48.0	46,368	37.2	103,160	42.5
マレーシア	22,665	19.2	19,250	15.5	41,915	17.3
タイ	6,824	5.8	6,418	5.2	13,242	5.5
フィリピン	1,928	1.6	1,100	0.9	3,028	1.2
中国	2,759	2.3	4,042	3.2	6,801	2.8
香港	10,126	8.6	4,107	3.3	14,233	5.9
台湾	4,813	4.1	5,116	4.1	9,929	4.1
韓国	3,243	2.7	5,399	4.3	8,642	3.6
世界	118,268	100.0	124,507	100.0	242,775	100.0
日本・EUを除く世界	93,223	78.8	81,622	65.6	174,845	72.0

(注) “東アジア”に含まれる国と地域は、アセアン加盟国、中国、香港、韓国、台湾。
但し、インドネシアとの貿易額が公表されていないため、インドネシアは除いた。

出所：International Monetary Fund, Direction of Trade Statistics, Yearbook 各号

表2 シンガポールのマクロ経済指標

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
GDP 成長率 (実質%)	11.5	6.3	4.1	7.5	7.8	8.6	9.3	9.7	9.6	6.9	8.2	8.3	-1.6	2.3
インフレ率 (%)	19.6	22.1	2.6	-1.9	3.1	4.9	4.2	8.5	8.2	3.9	1.1	2.6	0.5	-1.3
経常収支 (10億米ドル)	-0.5	-1.0	-0.6	-0.6	-0.3	-0.5	-0.7	-1.6	-1.5	-1.3	-0.6	-0.4	0.0	0.3
経常収支/GDP(%)	-12.5	-19.8	-10.4	-9.6	-4.5	-5.8	-7.8	-13.3	-10.6	-8.5	-3.5	-2.1	0.0	1.8
外貨準備 (10億米ドル)	2.3	2.8	3.0	3.4	3.9	5.3	5.8	6.6	7.5	8.5	9.3	10.4	12.8	12.9

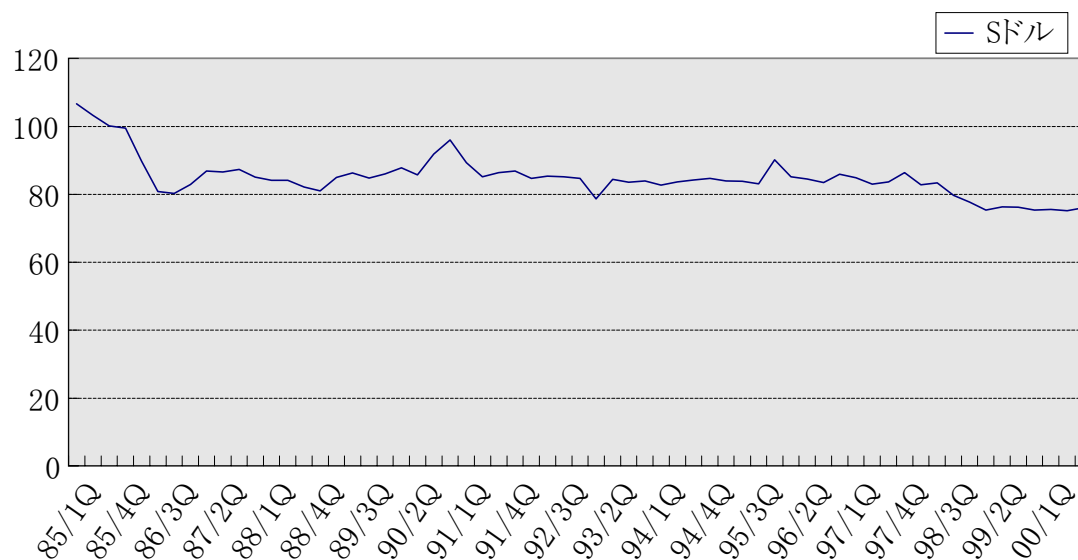
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GDP 成長率 (実質%)	7.4	11.6	9.6	9.0	7.1	6.5	12.7	11.4	8.0	7.5	8.4	0.4	5.4	9.1
インフレ率 (%)	0.5	1.5	2.4	3.4	3.5	2.2	2.4	3.0	1.7	1.4	2.0	-0.3	0.1	1.2
経常収支 (10億米ドル)	-0.1	1.9	3.0	3.1	4.9	5.9	4.2	11.4	14.4	13.9	16.9	21.0	21.3	n.a.
経常収支/GDP(%)	-0.5	7.7	9.9	8.5	11.4	12.1	7.3	16.3	17.3	15.2	17.9	25.4	25.0	n.a.
外貨準備 (10億米ドル)	15.2	17.1	20.3	27.7	34.1	39.9	48.4	58.2	68.7	76.8	71.3	74.9	76.8	77.5

(注) 2000年の数字は、次の通り。

GDP 成長率・インフレ率：第1四半期の実績。外貨準備：11月末時点。

出所：International Monetary Fund, International Financial Statistics (各号)

図2 シンガポールドル 実質実効為替相場推移表



出所：International Monetary Fund, International Financial Statistics (各号) (注)100 = 1985年

< 参考資料 >

西村 厚 (1996)、「アジア諸国の為替政策と通貨変動」、*国際金融* 第971号、外国為替貿易研究会
 リム・チョンヤー (1995)、「シンガポールの経済政策」、*勁草書房*

Enlightened Discretion in Monetary Policy: Singapore's Experience (August 2000), Economics Department,
 Monetary Authority of Singapore

Teh, K.P. and Shanmugaratnam T. (1992), "Exchange Rate Policy: Philosophy and Conduct over the Past
 Decade," in *Public Policies in Singapore: Changes in the 1980s and Future Signposts*, eds. Low, Linda

and Toh, M.H., Singapore: Times Academy Press.

Barrell, R., Anderton, B., Lansbury, M. and Sefton, J. (1999), “FEERs for the NICs,” in Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries, eds. Collignon, S., Pisani-Ferry, J. and Park, Y.C., Routledge, London

International Monetary Fund, Annual Report (各号)

International Monetary Fund, International Financial Statistics (各号)

International Monetary Fund, Direction of Trade Statistics, Yearbook (各号)