

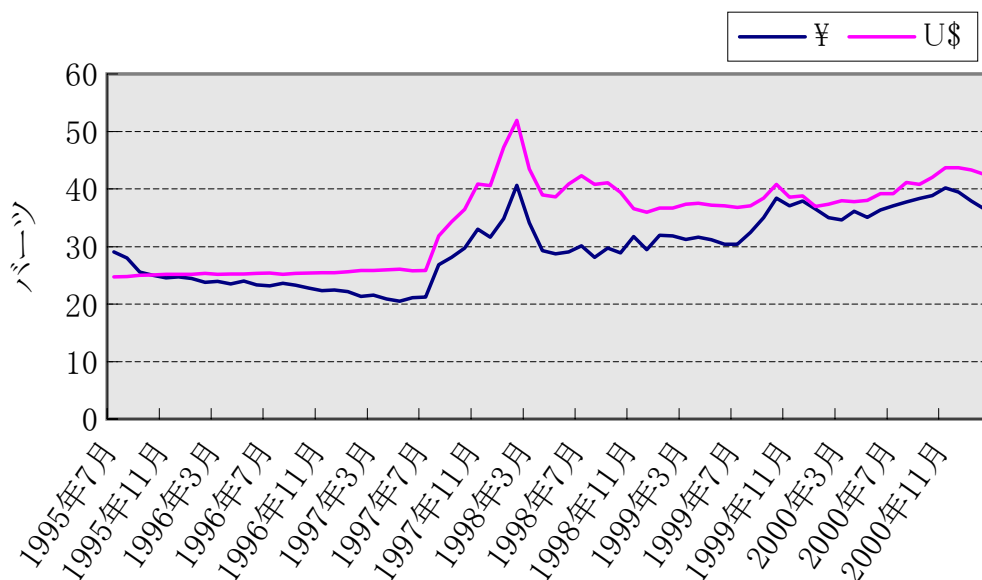
第3章 タイの通貨バスケット制度

三浦 潔

1971年8月にニクソン・ショックによってブレトンウッズ体制下の国際通貨制度は崩壊したが、それ以降もタイ・バーツは米ドルとの強い連動関係を維持した。84年11月、タイは通貨バスケットに基づいて管理される変動相場制（通貨バスケット制）へと制度を移行し、97年7月に自由変動相場制へ転換するまでの13年近く、それを維持することとなる。本章ではタイで通貨バスケット制が導入された背景とその後の変遷を見ることとする。

1. 通貨バスケット制導入の背景と経緯

図1 バーツ為替相場推移表



出所：Datastream、 (注) 対円相場は、100円当たりの数値。

80年代初めのタイ経済は、70年代の2度にわたる石油ショックの傷跡が癒えぬ状態にあった。また当時米国では、レーガン大統領が採用した経済政策（レーガノミクス）によって米ドル高と米ドル金利高が示現しており、その影響を受けて、タイは対外収支の急速な悪化に直面していた。これは、ニクソン・ショック以降もタイ政府が自国通貨の為替制度として、バーツの対米ドル固定相場制あるいは実質的な米ドル連動相場制を継続していたため、米ドル高がバーツを実質的に切り上げることとなり（バーツの過大評価）、タイの輸出の減退と貿易収支の悪化を惹起したことによる（経常赤字は83年には対GDP比7.3%まで悪化）。

タイ政府はこのような経済状態を改善するために、政府歳出の削減、消費税および輸入関税の引き上げなどの政策を打ち出し、更に輸出振興による対外収支の改善を目指した。通貨バスケット制への制度変更は、このような輸出振興政策の一環として実施されたもの

と見られている。即ち、84年11月5日、タイ政府はパーツの対米ドル相場を23パーツから27パーツへ17.4%切り下げると共に、為替制度を従来の米ドル・ペッグ制（固定制）から通貨バスケット制へ転換することを決定した。

この為替制度の変更によって、米ドル高がタイ経済へ及ぼす影響を緩和できると期待されたが、翌85年9月に先進5カ国間でドル高の是正が合意され（プラザ合意）パーツを取り巻く国際通貨環境は、米ドル安とその他通貨高という状況へ180度転換されることとなった。高止まる米ドルに連動して実質的にパーツが切り上がることのデメリット（輸出不振）を回避するために、米ドルへの連動比率を下げる効果がある通貨バスケット制に為替制度を変更したところ、1年も経たないうちにおおもとにあった米ドル高という基調が逆転した訳で、パーツは逆に米ドルに対して切り上がる結果となった。

このような環境の大きな変化に対して、タイ政府は通貨バスケットの構成比率を変更することで、この新たな難局を切り抜けようとした。つまり、当初バスケットを構成する通貨の比率は、タイの対外貿易に占める相手国別取引高比率に従ったものであったが、これが建値通貨別取引高比率へと変更されることとなったと言われている¹。

表1 タイの貿易相手国構成

	輸 出				輸 入			
	1986		1995		1986		1995	
	US\$mil	%	US\$mil	%	US\$mil	%	US\$mil	%
米国	1,606	18.1	10,078	17.6	1,312	14.3	8,507	11.5
日本	1,260	14.2	9,477	16.6	2,421	26.4	21,625	29.3
EU	1,890	21.3	8,515	14.9	1,384	15.1	11,202	15.2
東アジア	2,329	26.3	18,634	32.6	2,285	24.9	17,989	24.4
世界	8,864	100.0	57,200	100.0	9,165	100.0	73,692	100.0
日本・EUを除く	5,714	64.5	39,208	68.5	5,360	58.5	40,865	55.5

出所：International Monetary Fund, Direction of Trade Statistics, Yearbook, 1993 & 1998

表2 タイの貿易建値通貨構成

(単位：%、1992年)

	米ドル	円	マルク	ポンド	その他 欧州通貨	その他 通貨	合 計
輸 出	91.0	4.8	1.1	0.5	0.5	2.1	100.0
輸 入	74.5	12.3	4.6	1.4	1.6	5.6	100.0

出所：田坂敏雄（1996）

¹ 田坂敏雄（1996）

2. 通貨バスケット制の内容

(1) 運営方法

タイ中央銀行の内部組織である為替平衡基金（Exchange Equalization Fund, EEF）が、商業銀行との取引に適用するパーツの対米ドル為替相場（パーツの対米ドル売買相場（上下4サタン、100サタン=1パーツ））を毎朝8時30分に発表し、正午まではその相場で当日物（当日受渡）の米ドル売買に無制限に応じていた。従って、パーツに対する投機的な動きなどが起こらない限り、商業銀行間の取引相場（インターバンク為替相場）もこの毎朝 EEF が提示する相場から大きくはずれることはなく、少なくとも日中のパーツの対米ドル為替相場は相対的に安定していたといえる。

(2) 市場介入方法

8時30分から正午までの間は、EEF が商業銀行との当日物の為替売買に無制限に応じていたため、この時間帯にインターバンクの為替相場が、何らかの理由で EEF 売買幅を越えて変動する場合は、EEF が必ず為替相場を売買幅内に戻すべく、米ドルの売り（あるいは買い）に応じ、そのために必要な資金についての限度は設定されなかった。つまり金額無制限の介入が行われたと言える。また、投機的な売買によってパーツの為替相場が大きく変動した場合には、EEF はインターバンク市場においても市場介入を行った。

EEF と商業銀行間の取引によって介入が行われるのは、基本的に午前中のみであったが、95年1月にメキシコ通貨危機に端を発するアジア通貨売りの動きが見られた際には、1月12日午前中に EEF の買いによって安定していたパーツが午後になって急落したことから、翌13日は通常の午前に加えて、午後も EEF による対商業銀行取引を継続するという緊急措置が取られた。

一方インターバンク市場での介入は、元々バンコクで行われていたが、96年7月末から8月初めにかけて起こったパーツ売り投機に際して、タイ中銀は初めて海外市場（シンガポール・香港の為替スワップ市場）に介入し、それ以降海外市場での介入も行われるようになった。米ドル/パーツの為替取引は直物・先物ともに、バンコクよりもシンガポール等の海外市場において活発であったこと、そして投機筋による為替売買は専ら海外市場において行われていたことを考慮すれば、より効果的な介入を機動的に行うためには海外市場での介入は避けられないものであったと言えよう。

97年5月に再びパーツの投機売りが見られた際には、他のアジア諸国の中央銀行や金融当局との協調介入やレポ協定の発動が行われ、また国内金融機関に対しては海外金融機関との為替スワップ取引を禁じるといった内外遮断的措置がとられた。度重なるパーツの投機売りを経験する中で、中央銀行の介入手法も多様化していった。

(3) バスケットの通貨構成と算出方法

EEF が決定したパーツの対米ドル売買相場は通貨バスケットに基づいて毎朝算出されたが、この相場の算出根拠となった通貨バスケットの内訳は公表されていない。中央銀行としては、それを公開すれば、投機筋に投機材料を提供することに他ならず、安定的な為替

政策の遂行に支障を来たすと考えたと言われている²。

通貨バスケット制が始まった84年当初のバスケットの通貨構成は、対外貿易に占める相手国別取引高比率に従ったもので、米ドル60%、円20%、マルク20%程度であったが、85年9月のプラザ合意後の急速なドル高是正、即ち円高ドル安の進行を受けて、建値通貨別取引高比率へと変更されたと言われている。実際のところ市場関係者の間では、最終的なバスケットの通貨構成は、米ドル80~82%、日本円11~13%、独マルク6~8%、その他の通貨0~3%という比率であったと広く見られており、97年7月の通貨危機に到るまでに見られた数度のパーツ投機の根拠とされたと考えられている。

通貨バスケット制下の為替相場の動きを見ると、パーツは米ドルに対して極めて安定的に推移し、逆に円、マルク等に対しては大きく変動している。通貨バスケットに占める米ドルの比率が極めて高かったことを示すものであり、タイの通貨バスケット制が事実上対米ドル・ペッグ制に近い制度であったことを示している。

3. 通貨バスケット制の放棄

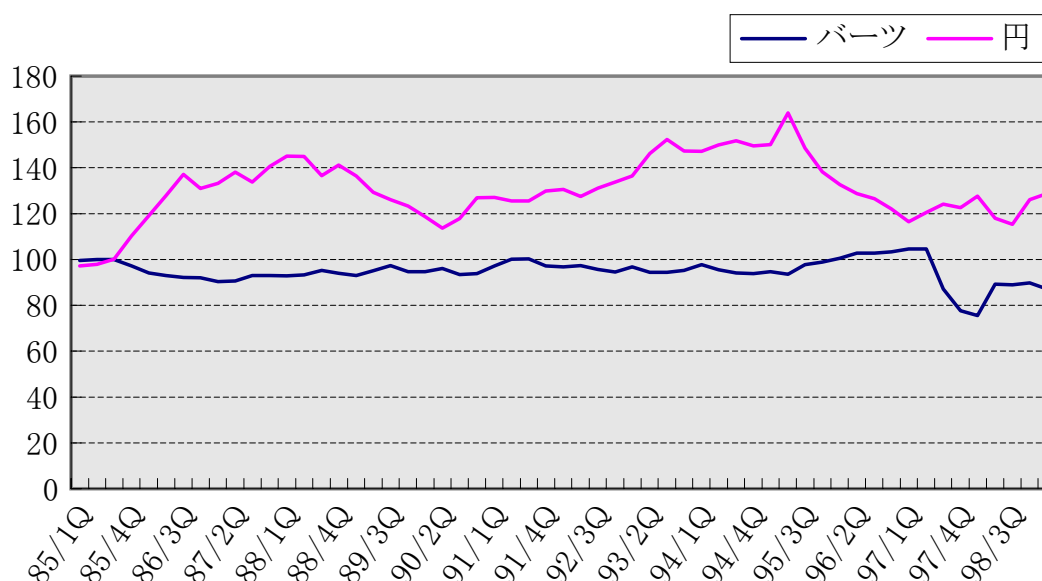
(1) アジア通貨危機

1985年のプラザ合意以降続いてきた円高米ドル安の基調は、95年に到ってようやくその方向を変え、急速な円安米ドル高を示現した。それに伴って、それまで米ドルに連られる形で実質実効為替相場を下げてきたパーツは、95年から逆に切り上がる傾向を強めだすこととなった。96年後半になると、パーツは実質ベースで過大評価されているとの見方が市場で広まり始め、投機筋によるパーツの売り投機が頻繁に起こるようになった。

タイ中央銀行は、直物市場だけでなく為替スワップ市場にも介入してパーツ防衛を行った。また、市場介入に加えて、金利の引上げ、新たな資本取引規制の導入などで対応し、1米ドル=25~26パーツの為替相場を維持しようとした。しかし97年6月のパーツ投機に対しては対抗し切ることができず、7月2日遂に通貨バスケット制の維持を断念して、変動相場制へ変更することを決定、事実上のパーツ切下げに踏み切った。これにより、約13年間続いた通貨バスケット制は終わりを告げることとなった。

² タイ中央銀行でのヒヤリングによる。

図2 パーツ実質実効為替相場推移表



(注) 100=1985年

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

Bank of Thailand, Quarterly Bulletin (各号)

この経緯を、マクロ経済的視野で捉え直すと次のような説明になる。

95年以降の米ドル高に連られる形で実質的にその価値を切り上げたパーツは、タイの輸出を抑え、経済成長の鈍化と経常収支赤字の増大をもたらすこととなった。96年には輸出が前年比マイナスの成長となり、経常収支赤字も2年続いて100億ドルを超える水準に上昇したため、市場のパーツに対する信認は急速に失われた。通貨当局は金利の引き上げでパーツ防衛を図ったが、折からの国内景気の減速、不動産市況の悪化、株式市場の低迷、金融機関の不良債権の増加と経営不安などから、高金利政策は維持できないことが市場に見透かされ、パーツの投機売りが頻発するようになった。

慢性的に増加した経常収支赤字は、主に海外から流入する外貨短期資金によって賄われていたが、銀行とファイナンスカンパニーを媒介に流入したため、それらによる過剰な貸出しが一転して不良債権化し、国内金融システム不安を増幅させ、海外金融機関からの融資（主に短期）の借り換えを困難にした。

タイは輸出産業を中心とした国内基幹産業の発展を促進するのに、資金面で海外からの直接投資に多く依存してきており、その政策をサポートしたのがパーツの対米ドル為替相場の安定化政策であったが、マクロ経済パフォーマンスの悪化とタイ経済に対する市場の信認の低下は、外貨資金の急速な流出をもたらし、それに対抗するためのリソースである外貨準備をパーツ防衛のために使い果たしたタイ政府は、パーツの対米ドル為替相場安定化政策を放棄せざるを得なくなった³。

³ 当時、タイが保有した外貨準備高は300億ドルを超える水準にあったが、頻発する通貨投機に対抗するために先物でのドル売り（パーツ買い）を行っていたため、それを差し引いたネットの残高は97年6月末ではわずか15億ドルほどの水準にまで減少していたと言われている。

(2) 現在の為替制度と為替政策

97年7月2日、タイは通貨バスケット制を放棄し、何ものにも連動しない変動相場制(以下「自由変動相場制」)へと移行した。その後、タイ中央銀行は特定の目標為替相場を公表せず、また EEF がかつて行っていたような制度的な介入は行っていない。通貨危機以降、タイはその金融政策の核としてインフレ・ターゲット政策を導入し、通貨・為替政策もそれに基づいて決定されることになっている。つまり、実際の国内インフレ率が目標とするインフレ率を超える懸念がある場合になって、初めて中央銀行は為替市場へ介入する。現在目標とされるインフレ率の上限は2002年まで3.5%とされており⁴、今のところ国内インフレ率がこの水準を下回っているため、為替市場への介入は目立った形では行われていない模様である。つまりタイの通貨当局は、国内インフレ率を上昇させるような懸念がない限り、為替相場は市場実勢に委ねるというスタンスを取っており、今のところ特定の為替水準へ誘導する操作はしていない。

仮に為替市場介入が必要と判断された場合には、バンコクおよびシンガポールにおいて、主に直物為替市場へ介入する模様である⁵。尚、かつての EEF による市場介入は午前中取引/当日資金受渡で行われたが、現在は市場慣行に従ってスポット取引(2営業日後受渡し)で行われている。

4. 通貨バスケット制の評価

(1) 通貨バスケット制の目的

通貨バスケット制導入の目的について、タイ中央銀行は、“パーツの為替相場決定に際して、より大きな柔軟性と融通性を確保すること”と述べ、具体的には、“対外貿易と対外収支を中心としたタイの経済・金融状況を踏まえて効率的かつ機動的な相場決定を行う裁量を広く確保すること”と説明している⁶。

通貨バスケット制の下、毎朝 EEF が提示したパーツの対米ドル売買相場の推移を眺めると、パーツが一貫して米ドルに対して極めて安定した動きを見せており、実際には、対米ドル為替相場の安定がタイ通貨当局の為替政策の基本目標であったことに疑問の余地はない。通貨当局による為替政策の長期目標は、輸出産業が対外競争力を維持できる水準でパーツの為替相場を安定的に推移させること⁷とされており、輸出競争力低下につながるパーツの対米ドル相場の上昇を避ける一方、輸入インフレをもたらす要因となるパーツ相場の下落をも避けて、対米ドル為替相場を安定的に推移させるという政策運営が行われてきた。また、経常赤字をファイナンスするために海外資金の導入を維持する必要があったタイでは、外資流入を阻害するような過度な為替レートの変動 特にパーツの下落は何とし

⁴ 食料品とエネルギーを除いた品目についての消費者物価指数(コア・インフレ率)。

⁵ 現在、タイ中央銀行は、為替市場への介入は積極的には行わない方針と見受けられる。中央銀行でのヒヤリングのみならず、民間金融機関など市場関係者からのヒヤリングでも、通貨危機後の中央銀行のスタンスの大きな変化を聞き取ることができた。つまり、外貨準備は貴重な財産であり、それを短期間で枯渇させるような為替政策 ある水準に為替相場を維持するようなやりかたは危険であり、やるべきではないという意見が大勢を占めた。

⁶ Bandid Nijathaworn and Thanisorn Dejthamrong (1994)

⁷ Pakorn Vichyanond (1994)

ても回避しなければならなかったことも、この為替政策の背景にあった⁸。

96年7月以降、輸出低迷を背景にパーツ切り下げ説が繰り返し浮上し、投機的なパーツ売りの動きが起こったが、タイ中央銀行はその都度切り下げを否定していた。97年2月18日に中央銀行が出したパーツ切下げ否定声明(下記)⁹が当時の通貨当局の政策スタンスを端的に示している。

“通貨バスケット制により、パーツはアジアで最も安定した通貨の1つとなり、この安定こそがこれまでのタイの急速な貿易・投資の成長を可能にした。

現在(当時)見られる高い経常赤字は急速な投資拡大の結果であり、パーツの為替レートが割高なためにもたらされたものではない。

通貨切り下げを行えば、

- (a) 輸入価格の上昇によりインフレ圧力が増す、
- (b) 海外借入に依存する民間部門の債務返済が困難になる等のダメージが価格競争力上昇によるメリットを上回る。”

輸出主導によるタイ経済の発展には、国内貯蓄を上回る旺盛な投資をファイナンスする海外資金の導入が不可欠であり、通貨バスケット制下の通貨政策がパーツの対米ドル相場を安定させることによって、海外資金のスムーズな流入に大いに貢献したことに疑いはない。

(2) 破綻の原因

タイの通貨バスケット制が破綻した原因について、現在のタイ通貨当局や民間金融機関の職員に質してみたところ、バスケット制自体が持つ欠陥によるとの意見が多数を占めた。つまり、“潤沢な外貨準備を保有していた訳でもないタイが、為替相場を一定のレベルに維持することは元々無理であった。市場の需給関係を尊重して、恣意的な介入は最小限に留める変動相場制が、結果的に一番望ましい為替制度である”という意見が多かった。但し、少数ながら通貨制度自体の欠陥というよりも、その制度の運用の拙さが通貨バスケット制破綻の原因だという意見にも接することが出来た¹⁰。

為替制度の選択は、煎じ詰めれば為替政策の第一目標を何に置くかということに帰結する問題である。タイの場合、“対外貿易と対外収支を中心としたタイの経済・金融状況を踏まえて効率的かつ機動的な相場決定を行う裁量を広く確保できる”制度として、通貨バスケット制を選択したとすれば¹¹、その本来の目的に合った運用をしていたかどうか疑問が残るところである¹²。

(イ) フィロソフィー面

先ず前述した通り、通貨バスケット制下のパーツ相場の推移を見ると、対米ドル相場が極めて安定し、1ドル25~26パーツのレベルでほぼ固定されていた。つまりタイの場合、“通貨価値の安定”とは「実質実効為替相場の安定」ではなく、対米ドル名

⁸ タイは90年代に入って、為替・資本取引規制の緩和を進め、外貨資金の導入には極めて積極的であった。

⁹ Bangkok Post Feb. 19, 1997

¹⁰ タイ輸出入銀行 Pridiyathorn 総裁ほか。

¹¹ 前出の注6。

¹² もっとも、通貨バスケット制の具体的な運用方法は公表されておらず、あくまで状況からの推測に基づいた評価とならざるを得ない。

目相場の安定 (= 固定) を意味したと考えられる。対米ドルの為替リスクが、実際上無いに等しい状態であれば、米ドルによる対タイ投資を促進することが出来る。実際のところ90年代の為替・資本取引規制の緩和、93年のバンコク・オフショア金融市場(BIBF)の創設と相俟って大量の外貨資金がタイ国内へ流入し、経常赤字を十分に補うことが出来た。それらの資金は生産財への投資に止まらず、不動産やゴルフ会員権といった非生産財の購入にも廻されて、タイ経済のバブル化を助長したと言われている。

また米ドル安の局面では、それに連動してパーツの実質実効相場は低下し、これがタイの輸出産業の振興と高度経済成長の実現に大いに貢献したが、一方、米ドル安から米ドル高へと為替相場の潮流が変容すると(95年以降) 対米ドル為替相場の固定はタイ経済にマイナスのインパクトを及ぼすことになる。パーツの実質実効相場は上昇し、輸出のスローダウンと国内景気の翳り、経常赤字の拡大、パーツ及びタイ経済に対する市場の信認の低下をもたらすこととなった。

通貨バスケット制が本来持つ特性を生かして、パーツの実質実効相場の安定を目指した運用をしていけば、米ドル価値の上がり下がりにより振り回されることにはならなかったと思われる。少なくとも“効率的かつ機動的な相場決定を行う裁量を広く確保できる”という通貨バスケット制の美点を、タイが十分に生かして運用していたとは思えない。

(ロ) 技術面

前述の通り、内外のパーツ市場での需給の動きに関係なく、EEF が正午までは、その朝に発表した相場によって商業銀行との米ドル売買取引に無制限に応じる取り決めになっていたが、このことは投機的取引を成り立たせる根拠を提供することとなった。

また、通貨バスケットの構成は公表されていなかったが、数年間のパーツと主要通貨の相場動向からおおよそのバスケット通貨構成を推測することができ、しかもその構成は変更が少なく、EEF による毎日のパーツ相場算出に比較的正直に適用されていたと見られたため、投機筋のパーツ裁定取引に利用される結果になった。つまり、

バンコク市場が始まる直前のバスケット採用通貨の相場水準から、当日の EEF が提示する相場を計算し、

シンガポールなどでのオフショア・パーツ市場でのパーツ相場が で計算した相場より一定(EEF の売買幅)以上乖離していれば、そこでパーツを買い(あるいは売り)

バンコク市場が始まったところで の反対取引をして利益を確定する、という取引が可能であったと言われている¹³。

つまり、バスケットの通貨構成を公表しないことの効果が失われてしまっていたと言えることが出来る訳で、同じく通貨バスケット制を導入しているシンガポールのように、通貨構成を公表せず、しかも一定幅の為替バンドを設定してその中での変動を許容するやり方を採用していれば、通貨バスケット制の仕組みを利用したパーツ投機を減少させることが可能だったとの見方もある。

また、90年代に入って進められた資本・為替取引規制の緩和と自由化促進の流れの中で、非居住者のパーツ保有が認められ、タイの通貨当局によるコントロールが効き

¹³ Fabozzi (1998)

にくいオフショア・パーツ市場がシンガポールや香港に生み出され、パーツ投機のペースになってしまったことも注目すべきであろう。

(3) 評価

このように見ると、84年から97年までタイが採用した通貨バスケット制は、フィロソフィー面では名目為替相場の米ドル連動（ドル・ペッグ）という方針に限界があったが、技術面（運用面）ではいくつかの改善する余地があったように考えられる。バスケットの通貨構成を公表しないということに加えて、公示相場を中心にある程度の幅の為替バンドを設定して日々の相場変動をある程度許容すること、パーツのオフショア市場の活動を制限する方法、あるいは少なくともそれを監視する手立てを講じていれば、あのように過激なパーツ投機に見舞われることは回避できたかもしれない。

但し、そういう可能性を認めるにしても、フィロソフィー面の限界を繕うことはできなかったと考えられる。

表3 タイの経済指標推移表

	1980	1984	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GDP 成長率（実質％）	4.8	5.8	13.3	11.6	8.4	7.8	8.3	8.9	8.7	6.4	-0.4	-10.2	3.3	5.9
インフレ率（％）	19.7	0.9	3.8	6.0	5.7	4.1	3.4	5.2	5.7	5.8	5.7	8.1	0.2	1.2
経常収支（10億ドル）	-2.1	-2.1	-1.7	-7.3	-7.6	-6.3	-6.4	-8.1	-13.6	-14.7	-3.0	14.0	11.1	7.0
経常収支/GDP（％）	-6.4	-5.0	-2.7	-8.5	-7.7	-5.7	-5.1	-5.6	-8.1	-8.0	0.0	0.1	0.1	0.1
対外債務（10億ドル）	8.3	15.0	21.8	28.2	37.8	41.9	52.7	65.6	83.1	90.6	109.3	105.1	95.6	87.7
外貨準備（10億ドル）	1.6	1.9	6.1	13.3	17.5	21.2	25.4	30.3	37.0	38.7	27.0	29.5	34.8	32.2

（注）2000年の数字は、次の通り。

GDP 成長率・経常収支/GDP・対外債務・対外債務/GDP：上半期の実績。

インフレ率：10月までの実績。経常収支：第3四半期までの実績。外貨準備：10月末時点。

出所：International Monetary Fund, International Financial Statistics, and Balance of Payments Statistics (各号)

Asian Development Bank, Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries (各号)

Bank of Thailand, Quarterly Bulletin (各号)

<参考文献>

田坂敏雄 (1996)、「パーツ経済と金融自由化」お茶の水書房

高木信二 (1992)、「入門 国際金融」日本評論社

関 志雄 (1995)、「円圏の経済学 アジアにおける通貨統合の展望」日本経済新聞社

小川英治 (1998)、「国際通貨システムの安定性」東洋経済新報社

河合正弘 (1998)、「タイの金融システム不安とパーツ危機」、「タイの金融問題」国際通貨研究所

Fabozzi, Frank J.(1998), "Handbook of Emerging Fixed Income and Currency Markets", McGraw-Hill

Pakorn Vichyanond (1994), "Thailand's Financial System: Structure and Liberalization", Thailand Development Research Institute Foundation

Bandid Nijathaworn and Thanisorn Dejthamrong (1994), "Capital Flows, Exchange Rate and Monetary Policy: Thailand's Recent Experience", Papers on Policy Analysis and Assessment, Economic Research Department, Bank of Thailand.