

## 第4部 東南アジア諸国の通貨政策と資本取引規制

### 第1章 東南アジア諸国の通貨政策<sup>1</sup>

小川 英治<sup>2</sup>

#### 1. 序

東南アジアにおいては、タイ、マレーシア、シンガポール等のASEAN原メンバーの間において、そして、これらのASEAN原メンバーとカンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナムの新規加盟国との間でまったく異なる通貨制度を採用しつつ、AFTA（ASEAN自由貿易協定）の下で実質的に同一経済圏を形成しつつある。このような状況の下で、今後、これらの地域において通貨政策の協調の必要性が高まってくると考えられる。

本章では、現状において東南アジア諸国の通貨当局がどのような為替相場政策を採用しているかを考察する。特に、「事実上のドル・ペッグ制は貿易相手国が多様化している東アジア諸国にとって危険な為替相場制度である」というアジア通貨危機からの教訓を踏まえて、その教訓が活かされずに通貨危機以降に事実上のドル・ペッグ制度に回帰していることが指摘されている（Kawai and Akiyama(2000)、Ogawa(2002)）。1999年秋以降の円安ドル高のなかで各国通貨とドルとの間の連動性について最近の変化を分析する。

また、ASEANの新規加盟国の内、ベトナムとカンボジアを取り上げて、これらの通貨制度及び為替相場政策についても考察する。ベトナムでは、二重為替相場制度が廃止され、市場メカニズムを反映した通貨制度に移行しつつあると言われている。その状況について考察する。一方、カンボジアは東南アジア諸国の中でドル化が進んでいる国として有名な国である。カンボジアにおけるドル化の状況、ドル化の中での為替相場政策や外国為替管理などについて考察する。ベトナムとカンボジアについては、平成13年10月31日（水）から11月6日（火）までの現地調査において両国の中央銀行や大蔵省等で得られた情報・資料に基づいて分析を行った。

#### 2. 最近の東南アジア諸国の為替相場政策

ASEAN5か国（タイ、インドネシア、フィリピン、マレーシア、シンガポール）においては、それぞれに異なる為替相場制度を採用している。マレーシアは、1998年9月よりドル・ペッグ制度を採用し続けている。通貨危機に陥ったタイとインドネシアは、アジア通貨危機直後に変動為替相場制度に移行した。しかし、タイは、現在、管理フロート制度を採用している。これらに対して、シンガポールでは、通貨バスケット制度を採用している。

一方、これまでの実証分析では、アジア通貨危機以前には事実上のドル・ペッグ制度が採用され、アジア通貨危機時（1997年7月～1998年）には変動為替相場制度に移行され、そして、アジア通貨危機以降（1999年～2000年）には管理為替相場制度が採用されているものの、

---

<sup>1</sup> 本稿の作成に際して、Ngo Phuong Chi（ベトナム大蔵省、一橋大学大学院生）に資料収集に協力してもらった。また、清水順子（一橋大学大学院生）に実証分析を手伝ってもらった。彼らに記して、感謝する。

<sup>2</sup> 一橋大学大学院商学研究科教授。E-mail: cc00104@srv.cc.hit-u.ac.jp

再び各国通貨とドルとの連動が高まっているということが言われている (McKinnon(2000)、Kawai and Akiyama(2000)、Ogawa(2002))。しかしながら、2000年後半より、アメリカ経済における景気後退及び円ドル相場の円安ドル高の動きのなかで、各国通貨のドルへの連動性に変化が見られるという指摘もある。

そこで、Frankel and Wei(1994)の方法で実証分析を行ったOgawa(2002)の分析期間を2001年6月まで延長する。分析は、Datastreamから取ったタイ・バーツ、インドネシア・ルピア、フィリピン・ペソ、マレーシア・リングgit、シンガポール・ドル、ベトナム・ドン、カンボジア・リエルの日次データを利用して、米ドル、日本円、ドイツ・マルク、英ポンドの説明変数によって回帰分析を行う。単位根の問題から、対数差分で分析している。

回帰式は、以下のとおりである。

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

但し、 $e^{home/SF}$  : スイス・フランに対する国内通貨の為替相場、 $e^{USD/SF}$  : スイス・フランに対する米ドルの為替相場、 $e^{JPY/SF}$  : スイス・フランに対する日本円の為替相場、 $e^{DM/SF}$  : スイス・フランに対するドイツ・マルクの為替相場、 $e^{BP/SF}$  : スイス・フランに対する英ポンドの為替相場、 $\varepsilon$  : 推定誤差、 $\Delta$  : 差分。

分析結果は、特に、2000年から2001年にかけての分析結果に焦点を当てると、以下のとおりである。

#### ① タイ・バーツ

ドルとの連動性 (ウェイト) は、0.80 (2000年前半)、0.82 (2000年後半)、0.85 (2001年前半) と上昇しつつある。一方、円との連動性 (ウェイト) は、0.11 (2000年前半)、0.21 (2000年後半)、0.23 (2001年前半) と高まりつつある。

#### ② インドネシア・ルピア

ドルとの連動性 (ウェイト) は、1.01 (2000年前半)、0.67 (2000年後半)、1.15 (2001年前半) と推移し、2000年後半のみ数値が低下した。一方、円との連動性 (ウェイト) は、2000年後半において、有意に0と異なり、0.38という数値をとった。

#### ③ フィリピン・ペソ

ドルとの連動性 (ウェイト) は、0.93 (2000年前半)、1.25 (2000年後半)、1.05 (2001年前半) と推移している。一方、円との連動性 (ウェイト) は、統計的に有意ではない。

#### ④ マレーシア・リングgit

1998年9月以降ドル・ペッグ制を採用しているために、ドルとの連動性 (ウェイト) は1となっている一方、他通貨との連動性 (ウェイト) は0となっている。

#### ⑤ シンガポール・ドル

ドルとの連動性 (ウェイト) は、0.87 (2000年前半)、0.82 (2000年後半)、0.82 (2001年前半) と安定的に推移した。一方、円との連動性 (ウェイト) は、0.11 (2000年前半)、0.12 (2000年後半)、0.19 (2001年前半) と若干上昇しつつある。

#### ⑥ ベトナム・ドン

ドルとの連動性（ウェイト）は、1997年7月以降、2001年前半にわたるまで一貫してほぼ1に等しい数値となっている。円などのその他の通貨との連動性（ウェイト）はきわめて小さい数値で推移してきた。これらの数値を見ると、ベトナムについて、1997年7月以降、ドル・ペッグ制度を採用していることが明らかである。

#### ⑦ カンボジア・リエル

ドルとの連動性（ウェイト）は、1997年1月以降、1に近い数値に上昇した。しかし、1998年後半にドルとの連動性（ウェイト）の数値が0.69に低下したものの、1999年1月以降はその数値はほぼ1に近い数値に戻り、安定して推移している。これらの数値を見ると、カンボジアについて、1997年1月以降、ドル・ペッグ制度を採用していることが明らかである。

以上の結果をまとめると、ASEAN諸国の通貨は、ドルとの連動性（ウェイト）はきわめて高く、相関が1に近い。但し、タイ・バーツとシンガポール・ドルは若干低く0.8という数値を取っているが、この状況は「事実上のドル・ペッグ制度」と呼ぶことができる。一方、円との連動性（ウェイト）は、タイ・バーツとインドネシア・ルピアとシンガポール・ドルで、統計的に有意な数値となっているが、その大きさは、0.1～0.2（インドネシア・ルピアで0.38と比較的高い数値を取った時期がある）と小さい。この状況は、通貨危機後の1999年から2000年の状況と比較して、2000年から2001年にかけてもそれほど大きな変化を示していない。

### 3. ベトナムの通貨制度・政策

#### (1) 為替相場制度の変遷

ベトナムの為替相場制度は、1989年以降、市場メカニズムを為替相場決定に導入すべく、為替相場制度の改革が行われてきた。1989年以前には、ベトナムでは三重為替相場制度が採用されていた。外国為替取引を貿易取引と貿易以外の取引と国内取引の3つに分けて、これらの取引に対して3つの公定為替相場が存在していた。これらの公定為替相場は、政府によって決められていた。

1989年3月に3つの公定為替相場が1つの公定為替相場に統一された。この公定為替相場はベトナム中央銀行（State Bank of Vietnam）によって決められていた。商業銀行は、公定相場の±5%のバンド内で為替相場を設定することが許されていた。1991年末には、商業銀行が為替相場を設定することができるバンドが0.5%に縮小した。しかし、1996年11月には、そのバンドが1%に拡大した。さらに、1997年2月には、そのバンドが5%に拡大した。

アジア通貨危機の影響もあって、1997年10月には、ベトナム・ドンが通貨切下げされるとともに、バンドが10%に拡大した。一方、外国為替市場における為替相場決定について、ベトナム政府は市場志向を強め、管理フロート為替相場となった。1998年2月には、外国為替準備減少圧力と国際収支赤字のため、ベトナム・ドンはさらに通貨切下げされた。1998年8月にも通貨切下げが行われた。一方、通貨安定に向けて、商業銀行が為替相場を設定することができるバンドを7%に縮小した。1999年2月には、「市場平均為替相場制度」（Market Average Exchange Rate System）と呼ばれる為替相場制度に移行するとともに、バンドは0.1%に縮小された。

## (2) 市場平均為替相場制度

ベトナム・ドンの外国為替市場に市場メカニズムを導入するために、1999年2月25日に「市場平均為替相場制度」が導入された。市場平均為替相場制度の下では、前日におけるベトナム・ドンの対ドル銀行間相場の平均がベトナム中央銀行によって設定され、アナウンスされる。なお、同時に、商業銀行が為替相場を設定することが許されるバンドは0.1%に縮小された。ベトナム国内では、「この新しい為替相場取極めは、ベトナム当局とベトナム中央銀行にとってベトナムにおける為替相場政策の転換点であり、変動為替相場制度へ近付けるものとみなされる」(Vo(2001)p30)とも評価されている。

ベトナム中央銀行における面談では、通貨政策あるいは為替相場政策においてベトナム中央銀行が市場志向を強めつつあることを強調していた。ベトナムの現在の為替相場制度は、管理フロートであり、様々な要因、例えば、外貨準備高、貿易、対外債務、内外経済要因、心理的要因を考慮に入れて、為替相場が設定されている。また、ベトナム中央銀行は為替相場変動も監視している。

現行の市場平均為替相場制度については、対ドル相場を公表している。その理由は管理が容易であるためである。しかし、為替相場の設定は、通貨バスケットに基づいていると、ベトナム中央銀行との面談で言及された。通貨バスケットの構成通貨は、トップ・シークレットのため、ベトナム中央銀行によって明らかにされなかった。経済ファンダメンタルズ、輸出入、日米欧経済、対外債務を参照にしていると、ベトナム中央銀行で説明を受けた。しかしながら、表1にあるように、ベトナム・ドンとドルとの連動性は1997年よりほぼ1に近い数値を示して、ベトナムではドル・ペッグ制度が採用していると判断される。

一方で、Vo(2001)には、ベトナムの為替相場制度が現行の市場平均為替相場制度からBBC(バスケット、バンド、クローリング)為替相場制度への移行について、論じている。このことから、Vo(2001)は、現行はBBC為替相場制度ではないこと、あるいは、通貨バスケットに基づいて為替相場政策が行われていないと認識していると考えられる。

## (3) 公定相場と市場相場との乖離

公定相場と市場相場との乖離は、一時期、大きかった。特に、アジア通貨危機の時にその乖離が拡大した。しかも、市場相場が減価するのを追いかけるように公定相場が切下げられていた。1998年の年初にその乖離率が18%にまで達していた。しかし、現在では縮小し、公定相場と市場相場との乖離幅は30~50ベトナム・ドン/ドルとなり、乖離率で0.2~0.3%にすぎない。

## (4) ドルとの連動性(ウェイト)

ベトナム・ドンについても、他のASEAN通貨と同様に、同じ分析方法でドルとの連動性(ウェイト)を分析した。その分析結果は、次のとおりである。1995年から1996年にかけては、ドルとの連動性(ウェイト)よりもポンドとの連動性(ウェイト)の方が高かった。この期間において、ポンドとの連動性(ウェイト)は0.49~0.88であったのに対して、ドルとの連動性(ウェイト)は有意なときで0.41~0.52であった。しかしながら、1997年後半以降2001年前半まで、ドルとの連動性(ウェイト)が一貫してほとんど1に近い数値となっている。

このことは、ベトナム中央銀行での面談で言われていた「通貨バスケットに基づいて為替相場がアナウンスされている」という発言と食い違っている。もしベトナム・ドンの為替相場政策における通貨バスケットを単純に貿易ウェイトから計算するならば、ラフな計算で、およそ15%のウェイトが円に置かれるべきであろう。なお、BBC為替相場制度を唱えているVo(2001)には、具体的な通貨バスケットのウェイトは提案されていない。

#### (5) 外国為替管理（「外貨強制売却制度」）

ベトナムにおいては厳しい外国為替管理が課されている。例えば、外国への送金はベトナム中央銀行の許可が必要である。アジア通貨危機の影響を受けてベトナム・ドンの為替相場が下落した1998年以降、外国為替管理が強化され、「外貨強制売却制度」(Foreign Exchange Surrender Requirements) が導入された。「外貨強制売却制度」では、經常取引による収入外貨の一部を入金即時に外国為替公認銀行に売却することが義務付けられている。1998年当初、その売却比率は80%であったが、1999年8月より50%に低下した。さらに、2001年5月10日以降、売却比率が40%に低下した。なお、外貨強制売却制度については、今後、緩和する方向が決まっている。ベトナム中央銀行との面談によれば、2003年までに売却比率を0%までに引き下げることを予定している。

ベトナム中央銀行との面談では、現在のところ、外国為替管理について自由化の計画はないが、将来においては、段階的に行う必要があり、そのためのロードマップが必要であると、指摘されていた。

### 4. カンボジアの通貨制度・政策

#### (1) 為替相場制度

カンボジアでは、1990年代初めより管理フロート制度が採用されてきた。管理フロート制度の下では、為替相場が市場メカニズムによって変動する一方、為替相場に異常な変動が起こった時には通貨当局が外国為替市場に介入する。一方で、カンボジアの為替相場制度は二重為替相場制度でもある。公定為替相場と市場為替相場が存在する。

公定為替相場は、カンボジア中央銀行(National Bank of Cambodia)と大蔵省との間のドル/リエル取引、政府、関税局によって関税と消費税を設定するための基礎的な相場として利用される。一方、市場為替相場は、民間部門における外国為替取引者によって自由に決定されるものであって、民間部門のすべての取引に適用される。市場によって報告されている売買相場のスプレッドは、国内通貨が増加している時や安定している時には縮小する傾向にある。

公定為替相場は、カンボジア中央銀行によって毎日調整されている。カンボジア中央銀行は、前日の4回にわたって3つの主要な市場で標本抽出された市場為替相場の平均値に基づいて、公定為替相場と市場為替相場との間のスプレッドを±1%ポイントに制限するように、公定為替相場を設定する。公定為替相場と市場為替相場との間のスプレッドは、2001年1月から10月にかけて毎月の平均は0.1~0.5%と極めて低い率で推移していた。

#### (2) ドルとの連動性（ウェイト）

カンボジア・リエルについて、他のASEAN通貨と同様に、同じ分析方法でドルとの連動性

(ウェイト)を分析した。その分析結果は、次のとおりである。1995年から1996年にかけては、ドルとの連動性(ウェイト)よりもポンドとの連動性(ウェイト)の方が高かった。この期間において、ポンドとの連動性(ウェイト)は0.49~1.24であった。それに対して、ドルとの連動性(ウェイト)は有意で最も高い値の1996年前半で高々0.41にすぎなかった。しかしながら、1997年前半以降2001年前半まで、1998年後半(1998年後半にはマルクとの連動性(ウェイト)が1となった。)と2000年前半を除いて、ドルとの連動性(ウェイト)がほとんど1に近い数値となっている。

### (3) ドル化

カンボジアは東南アジアの中ではドル化が進んだ経済である。カンボジアでは、米ドルが大部分で通貨単位として利用されている((i)価値尺度手段(財・サービスの価格や給料が米ドルで表示される)、(ii)決済手段(取引のほとんどは米ドルの現金で行われる)、(iii)貯蓄手段。このドル化は広範囲にわたり、銀行システムの資産の98%、銀行システムの負債の95%が米ドルで表示されている)。カンボジア中央銀行によれば、カンボジアで流通している米ドル紙幣の額を推計するには難しいという理由から、その流通額を把握していない。しかし、その流通額はM2よりも多いとカンボジア中央銀行は考えている。

ドル化した経済では金融政策の実施が困難であったり、金融政策の効果は有効ではないと指摘されている。カンボジアにおいては、その貨幣システムはドル化と現金取引によって特徴付けられ、金融政策を実行するには難しい状態にある。国内通貨の信認が低いために、貨幣量はほとんど実効的にコントロールされていない。金融政策のための政策手段については、必要準備政策と公定歩合政策が導入されたが、その実効性は低い。また、公開市場操作は、政府が保証する証券がないために、存在しない。貨幣量をコントロールするための現行の政策手段は、カンボジア中央銀行による対政府信用と外国為替市場への介入に限定されている。

カンボジア経済においては国内通貨と米ドルとの間の通貨代替がきわめて高い状態にあることから、カンボジア中央銀行は、市場メカニズムに基づいた為替相場政策を維持している。そして、公定為替相場はもっと伸縮的に調整され続けている。カンボジア中央銀行は、ドル化した現行の通貨制度に代わる他の通貨制度を求めて、検討している。しかしながら、ドル化からの離脱(dedollarization)の最初の段階で、国内通貨に対する公衆の信認を高めることが重要である。カンボジア中央銀行は、金融の安定性とドル化からの離脱がドルとの通貨代替を低め、国内通貨建ての銀行・金融仲介の利用可能なシステムを確立することによって重要であると考えている。

カンボジア中央銀行との面談によれば、ドル化からの離脱がカンボジア中央銀行にとって重要な政策目標である。カンボジア中央銀行は、マクロ経済の安定がドル化からの離脱を成功させる重要な要素であるという見解を持って、漸次的にドル化からの離脱を実行するように傾倒してきたと、説明していた。ドル化から離脱するために、昨年夏よりASEANで研究を始めたASEANにおける共通通貨の導入(例えば、Madhur(2001))について、カンボジア中央銀行が期待する意見があったことは興味深い。

しかしながら、ドル化からの離脱が一向に進んでいないことも事実である。いったん経済がドル化して、国内通貨よりも米ドルが主として流通すると、民間部門による国内通貨への信認をにわかに回復することは難しい。通貨の流通には、ネットワーク外部性が重要な役割

を果たすことから、流通通貨には慣性が働き、流通通貨の交代は簡単には行われにくい（小川(1998)）。

ドル化した経済においては、米ドルの供給量のコントロールが困難になることがきわめて重要な問題となる。それに関連して、国内の中央銀行が「最後の貸し手」として機能しなくなることも重要な問題である。カンボジアにおいては経済規模が小さいのに比較して外国からの援助が大きいことから、ドル不足が問題となっていないと言われている。しかし、今後、カンボジア経済が成長するにつれて、経済が成長するための成長貨幣が必要となるときに、ドル不足の問題が顕在化する可能性があるだろう。

#### (4) 外国為替管理

カンボジアはきわめて自由な外国為替管理体制にある。外国為替法は、対外貿易取引を促進し、カンボジアへの対外直接投資を奨励するために、外国為替取引に対してほとんど制限を課していない。

外国為替管理の特徴は次のようにカンボジア中央銀行によってまとめられている。

- ①市場における外国為替の売買、資金の送金、すべての種類の国際的決済、資本移動などの外国為替取引に対して制限がない。しかしながら、このような取引は、旅行者を除いて、カンボジア中央銀行によって認可された仲介機関を通じて行われなければならない。旅行者は、所持する金額が10万米ドルを越えるならば、カンボジアの税関に申告しなければならない。しかし、カンボジアに持ち込む資金に制限はない。
- ②輸出売上高は、認可された仲介機関を通じて本国に送金する必要がある。
- ③認可された仲介機関によるカンボジアからの外国通貨の物理的な移動はカンボジア中央銀行に申告する必要がある。しかし、移動には制限がない。
- ④投資資金、配当、利潤、及び利子の本国送金は、銀行システムを通じて自由に行ってもよい。しかしながら、もし送金の金額が10万米ドルを以上ならば、銀行はカンボジア中央銀行に報告する必要がある。
- ⑤国内居住者による10万米ドルを越える対外投資は、カンボジア中央銀行に申告しなければならない。しかし、制限はない。
- ⑥居住者と非居住者は、国内で外国通貨を自由に保有してもよい。

## 5. 結論

本稿では、東南アジア諸国の通貨当局がどのような為替相場政策を採用しているかを考察するとともに、ASEANの新規加盟国の内、ベトナムとカンボジアを取り上げて、これらの通貨制度及び為替相場政策についても考察した。

東南アジア諸国の為替相場政策については、通貨危機以降、ドルとの連動性を高め、通貨危機以前の状況に回帰していたが、2000年から2001年にかけて事実上のドル・ペッグ制度への回帰の状況はほとんど変化を見せていない。

ベトナムの通貨制度・政策については、ベトナムでは市場メカニズムを反映した為替相場政策への転換を図っている。為替相場政策については、ほぼ100%のドル・ペッグ制度が採用されている。また、外国為替管理については、アジア通貨危機の時に導入した「外貨強制売却制度」の完全撤廃に向かうとともに、その他の外国為替管理についても規制緩和に向か

うためのロードマップの必要性が議論されている。

一方、カンボジアでは東南アジア諸国の中でドル化が進んでいる国として有名な国である。ドル化からの離脱は、カンボジアの通貨当局にとって極めて難しい課題であるが、その必要性は高く、カンボジア中央銀行の認識も強い。

<参考文献>

- Frankel, J. A. and S. Wei (1994) “Yen bloc or dollar bloc? Exchange rate policies of the east Asian economies,” in T. Ito and A. O. Krueger, eds., *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 295-355.
- Kawai, M. and S. Akiyama (2000) “Implications of the Currency Crisis for Exchange Rate Arrangements in Emerging East Asia,” World Bank, May.
- Madhur, S. (2001) “Costs and benefits of a common currency for the ASEAN,” mimeo.
- McKinnon, R. I. (2000) “After the crisis, the East Asian dollar standard resurrected: An interpretation of high-frequency exchange rate pegging,” August.
- 小川英治(1998)『国際通貨システムの安定性』東洋経済新報社。
- Ogawa, E. (2002) “Should East Asian Countries Return to Dollar Peg Again?” P. Drysdale and K. Ishigaki eds., *Evolution of the Trade and Monetary System in the Asia-Pacific Region*, Canberra: Asia Pacific Press, (forthcoming).
- Vo, T. T., H. M. Dinh, X. T. Do, V. T. Hoang, and C. Q. Pham, (2001) *Exchange Rate in Vietnam: Arrangement Information Content and Policy Options*, Central Institute for Economic Management, Hanoi.

表 1 : 通貨バスケットのウェイトの推定 (日次データ)

| Currency      | Period        | US dollar | Jpyen     | DM        | B pound  |
|---------------|---------------|-----------|-----------|-----------|----------|
| Thailand      | Jan-June 1995 | 0.9161*** | 0.0821**  | 0.0574    | -0.0592  |
|               |               | (0.0456)  | (0.0398)  | (0.1414)  | (0.0553) |
|               | July-Dec 1995 | 0.8611*** | 0.0863*** | 0.0809*** | 0.0110   |
|               |               | (0.0122)  | (0.0084)  | (0.0249)  | (0.0168) |
|               | Jan-June 1996 | 0.8592*** | 0.0764*** | 0.0177    | 0.0279*  |
|               |               | (0.0144)  | (0.0103)  | (0.0284)  | (0.0168) |
|               | July-Dec 1996 | 0.8584*** | 0.1014*** | 0.0040    | 0.0032   |
|               |               | (0.0165)  | (0.0131)  | (0.0292)  | (0.0132) |
|               | Jan-June 1997 | 0.7734*** | 0.2642**  | 0.1483    | 0.0408   |
|               |               | (0.1977)  | (0.1240)  | (0.3145)  | (0.1702) |
|               | July-Dec 1997 | 0.9236*** | -0.0325   | 0.7040    | -0.0624  |
|               |               | (0.3166)  | (0.2199)  | (0.4893)  | (0.2651) |
|               | Jan-June 1998 | 0.5477    | 0.6341*** | 1.4770*   | -0.0328  |
|               |               | (0.4195)  | (0.1940)  | (0.7961)  | (0.4674) |
|               | July-Dec 1998 | 0.6584*** | 0.2638*** | 0.5827**  | -0.0481  |
|               |               | (0.1580)  | (0.0544)  | (0.2767)  | (0.1681) |
|               | Jan-June 1999 | 0.8913*** | 0.2172*** | 0.5300*** | -0.1166  |
|               |               | (0.0903)  | (0.0423)  | (0.1719)  | (0.1034) |
|               | July-Dec 1999 | 0.9311*** | 0.0693    | 0.4259    | -0.2769  |
|               |               | (0.1415)  | (0.0767)  | (0.5238)  | (0.1769) |
|               | Jan-June 2000 | 0.7979*** | 0.1118**  | 0.0304    | 0.1371*  |
|               |               | (0.0761)  | (0.0436)  | (0.1532)  | (0.0750) |
|               | July-Dec 2000 | 0.8240*** | 0.2112**  | 0.1132    | -0.1219  |
|               |               | (0.1307)  | (0.0968)  | (0.1758)  | (0.1029) |
| Jan-June 2001 | 0.8502***     | 0.2314*** | -0.0928   | -0.0737   |          |
|               | (0.0657)      | (0.0416)  | (0.1421)  | (0.0700)  |          |
| Indonesia     | Jan-June 1995 | 1.0397*** | -0.0427   | 0.0609    | -0.0897  |
|               |               | (0.0570)  | (0.0498)  | (0.1769)  | (0.0691) |
|               | July-Dec 1995 | 1.0174*** | -0.0130   | 0.0040    | -0.0631  |
|               |               | (0.0375)  | (0.0259)  | (0.0763)  | (0.0515) |
|               | Jan-June 1996 | 1.0508*** | -0.0306   | 0.0267    | -0.0009  |
|               |               | (0.0420)  | (0.0300)  | (0.0829)  | (0.0490) |
|               | July-Dec 1996 | 1.0281*** | -0.0139   | 0.0365    | -0.0503  |
|               |               | (0.0540)  | (0.0431)  | (0.0959)  | (0.0432) |
|               | Jan-June 1997 | 1.0125*** | -0.0144   | -0.0195   | 0.0140   |
|               |               | (0.0327)  | (0.0205)  | (0.0520)  | (0.0281) |
|               | July-Dec 1997 | 0.9898*   | 0.2977    | -0.5926   | 0.5382   |
|               |               | (0.5508)  | (0.3826)  | (0.8512)  | (0.4612) |
| Jan-June 1998 | 0.6253        | 2.0025**  | 3.2988    | -0.1753   |          |

|                    |               |           |           |          |          |
|--------------------|---------------|-----------|-----------|----------|----------|
|                    |               | (1.5437)  | (0.7139)  | (2.9297) | (1.7199) |
|                    | July-Dec 1998 | 0.2421    | 0.5366**  | 0.0577   | 0.5835   |
|                    |               | (0.6174)  | (0.2125)  | (1.0814) | (0.6570) |
|                    | Jan-June 1999 | 0.8625*** | 0.3082*   | 1.8075** | -        |
|                    |               | (0.3013)  | (0.1863)  | (0.7579) | -        |
|                    | July-Dec 1999 | 0.6575    | 0.4463*   | 0.4902   | -0.3936  |
|                    |               | (0.4237)  | (0.2298)  | (1.5688) | (0.5299) |
|                    | Jan-June 2000 | 1.0097*** | 0.0318    | -0.2129  | 0.2842   |
|                    |               | (0.2036)  | (0.1166)  | (0.4101) | (0.2009) |
|                    | July-Dec 2000 | 0.6720**  | 0.3828*   | 0.6425*  | 0.4671** |
|                    |               | (0.2726)  | (0.2019)  | (0.3666) | (0.2145) |
|                    | Jan-June 2001 | 1.1479*** | 0.2208    | 0.0178   | 0.0503   |
|                    |               | (0.2451)  | (0.1553)  | (0.5303) | (0.2614) |
| <b>Philippines</b> | Jan-June 1995 | 1.0853*** | -0.0779   | -0.0550  | -0.0877  |
|                    |               | (0.0906)  | (0.0791)  | (0.2812) | (0.1099) |
|                    | July-Dec 1995 | 1.0415*** | -0.0121   | 0.0168   | -0.0240  |
|                    |               | (0.0327)  | (0.0226)  | (0.0666) | (0.0449) |
|                    | Jan-June 1996 | 1.0067*** | 0.0160    | -0.0191  | -0.0052  |
|                    |               | (0.0195)  | (0.0139)  | (0.0385) | (0.0227) |
|                    | July-Dec 1996 | 0.9937*** | -0.0021   | -0.0046  | 0.0033   |
|                    |               | (0.0139)  | (0.0111)  | (0.0247) | (0.0111) |
|                    | Jan-June 1997 | 0.9945*** | 0.0036    | -0.0117  | 0.0005   |
|                    |               | (0.0069)  | (0.0044)  | (0.0110) | (0.0060) |
|                    | July-Dec 1997 | 0.7980**  | 0.2936    | 0.6781   | -0.2338  |
|                    |               | (0.3240)  | (0.2251)  | (0.5008) | (0.2714) |
|                    | Jan-June 1998 | 1.0403*** | 0.5857*** | 1.1556** | -0.3800  |
|                    |               | (0.2979)  | (0.1378)  | (0.5654) | (0.3319) |
|                    | July-Dec 1998 | 1.0499*** | 0.2782*** | -0.0015  | -0.1166  |
|                    |               | (0.1510)  | (0.1510)  | (0.2644) | (0.1607) |
|                    | Jan-June 1999 | 0.9671*** | 0.2117*** | 0.4907** | -0.1860  |
|                    |               | (0.1136)  | (0.0532)  | (0.2161) | (0.1300) |
|                    | July-Dec 1999 | 1.0021*** | 0.0043    | 0.1481   | -0.0550  |
|                    |               | (0.0914)  | (0.0496)  | (0.3383) | (0.1143) |
| Jan-June 2000      | 0.9308***     | 0.0438    | -0.0591   | 0.0143   |          |
|                    | (0.0624)      | (0.0357)  | (0.1256)  | (0.0616) |          |
| July-Dec 2000      | 1.2542***     | -0.1698   | -0.3113   | -0.2212  |          |
|                    | (0.1959)      | (0.1451)  | (0.2635)  | (0.1541) |          |
| Jan-June 2001      | 1.0538***     | 0.2176    | -0.0005   | 0.0349   |          |
|                    | (0.2487)      | (0.1576)  | (0.5381)  | (0.2652) |          |
| <b>Malaysia</b>    | Jan-June 1995 | 0.9455*** | 0.0587**  | 0.0607   | -0.0491  |
|                    |               | (0.0325)  | (0.0284)  | (0.1008) | (0.0394) |

|                  |               |           |           |           |          |
|------------------|---------------|-----------|-----------|-----------|----------|
|                  | July-Dec 1995 | 0.8195*** | 0.0839*** | 0.1452*   | 0.0010   |
|                  |               | (0.0401)  | (0.0277)  | (0.0817)  | (0.0551) |
|                  | Jan-June 1996 | 0.8722*** | 0.0700**  | 0.0413    | -        |
|                  |               | (0.0365)  | (0.0346)  | (0.0949)  | -        |
|                  | July-Dec 1996 | 0.9052*** | 0.0494**  | 0.0362    | -        |
|                  |               | (0.0245)  | (0.0225)  | (0.0461)  | -        |
|                  | Jan-June 1997 | 0.9568*** | 0.0423    | -0.0792   | -0.0651  |
|                  |               | (0.0484)  | (0.0303)  | (0.0771)  | (0.0417) |
|                  | July-Dec 1997 | 0.9197*** | 0.2820*   | 0.4226    | 0.0135   |
|                  |               | (0.2382)  | (0.1654)  | (0.3681)  | (0.1995) |
|                  | Jan-June 1998 | 0.7178    | 0.9701*** | 1.6127*   | -0.0112  |
|                  |               | (0.4444)  | (0.2055)  | (0.8433)  | (0.4951) |
|                  | July-Dec 1998 | 0.6851    | 0.2078    | 1.7128    | -0.3190  |
|                  |               | (0.7426)  | (0.2556)  | (1.3007)  | (0.7903) |
|                  | Jan-June 1999 | 0.4337    | 0.4171**  | -0.0059   | 0.1799   |
|                  |               | (0.3826)  | (0.1792)  | (0.7282)  | (0.4380) |
|                  | July-Dec 1999 | 0.4013**  | 0.1022    | -0.3121   | 0.5243** |
|                  |               | (0.2007)  | (0.1088)  | (0.7430)  | (0.2509) |
|                  | Jan-June 2000 | 1.000***  | 0.000     | 0.000     | 0.000    |
|                  |               | 0.000     | 0.000     | 0.000     | 0.000    |
|                  | July-Dec 2000 | 1.000***  | 0.000     | 0.000     | 0.000    |
|                  |               | 0.000     | 0.000     | 0.000     | 0.000    |
|                  | Jan-June 2001 | 1.000***  | 0.000     | 0.000     | 0.000    |
|                  |               | 0.000     | 0.000     | 0.000     | 0.000    |
| <b>Singapore</b> | Jan-June 1995 | 0.8816*** | 0.1034*** | -0.0889   | -0.0423  |
|                  |               | (0.0363)  | (0.0317)  | (0.1126)  | (0.0440) |
|                  | July-Dec 1995 | 0.7378*** | 0.1652*** | 0.0969    | 0.0177   |
|                  |               | (0.0452)  | (0.0312)  | (0.0921)  | (0.0621) |
|                  | Jan-June 1996 | 0.7463*** | 0.1425*** | 0.0486    | -0.0182  |
|                  |               | (0.0449)  | (0.0321)  | (0.0886)  | (0.0523) |
|                  | July-Dec 1996 | 0.7950*** | 0.1351*** | 0.0326    | 0.0627** |
|                  |               | (0.0311)  | (0.0248)  | (0.0552)  | (0.0249) |
|                  | Jan-June 1997 | 0.7882*** | 0.1133*** | 0.1664*** | 0.0004   |
|                  |               | (0.0366)  | (0.0229)  | (0.0582)  | (0.0315) |
|                  | July-Dec 1997 | 0.7187*** | 0.2086*** | 0.2276    | 0.1047   |
|                  |               | (0.1014)  | (0.0704)  | (0.1567)  | (0.0849) |
|                  | Jan-June 1998 | 0.3885**  | 0.7372*** | 0.8309**  | 0.0959   |
|                  |               | (0.1752)  | (0.0810)  | (0.3325)  | (0.1952) |
|                  | July-Dec 1998 | 0.6573*** | 0.3437*** | 0.2659    | -0.0660  |
|                  | (0.1213)      | (0.0417)  | (0.2124)  | (0.1290)  |          |
| Jan-June 1999    | 0.7628***     | 0.1865*** | 0.3688**  | 0.0028    |          |

|                 |               |           |           |          |           |
|-----------------|---------------|-----------|-----------|----------|-----------|
|                 |               | (0.0634)  | (0.0297)  | (0.1207) | (0.0726)  |
|                 | July-Dec 1999 | 0.8894*** | 0.0664**  | 0.3449   | -0.0713   |
|                 |               | (0.0601)  | (0.0326)  | (0.2224) | (0.0751)  |
|                 | Jan-June 2000 | 0.8685*** | 0.1108*** | -0.0360  | -0.0286   |
|                 |               | (0.0473)  | (0.0271)  | (0.0952) | (0.0466)  |
|                 | July-Dec 2000 | 0.8159*** | 0.1227*** | 0.0920   | 0.0044    |
|                 |               | (0.0487)  | (0.0361)  | (0.0655) | (0.0380)  |
|                 | Jan-June 2001 | 0.8180*** | 0.1894*** | 0.1244   | -         |
|                 |               | (0.0341)  | (0.0248)  | (0.0853) | -         |
| <b>Vietnam</b>  | Jan-June 1995 | 0.5168*** | -0.0628   | -0.1539  | 0.6061*** |
|                 |               | (0.1021)  | (0.0892)  | (0.3171) | (0.1239)  |
|                 | July-Dec 1995 | 0.1464    | 0.0823    | -0.2213  | 0.8771*** |
|                 |               | (0.0981)  | (0.0677)  | (0.1998) | (0.1347)  |
|                 | Jan-June 1996 | 0.4069*** | 0.0516    | -0.0073  | 0.4920*** |
|                 |               | (0.1210)  | (0.0865)  | (0.2387) | (0.1411)  |
|                 | July-Dec 1996 | 0.1386    | -0.0640   | -0.1899  | 0.8030*** |
|                 |               | (0.1296)  | (0.1034)  | (0.2302) | (0.1036)  |
|                 | Jan-June 1997 | 0.6426*** | 0.0511    | 0.0084   | 0.2731**  |
|                 |               | (0.1267)  | (0.0795)  | (0.2016) | (0.1091)  |
|                 | July-Dec 1997 | 1.0367*** | 0.0191    | 0.1928   | 0.0211    |
|                 |               | (0.0983)  | (0.0683)  | (0.1519) | (0.0823)  |
|                 | Jan-June 1998 | 1.0388*** | 0.0378    | -0.2029  | 0.0012    |
|                 |               | (0.1051)  | (0.0486)  | (0.1994) | (0.1170)  |
|                 | July-Dec 1998 | 0.9601*** | 0.0320    | 0.1657   | -0.0268   |
|                 |               | (0.1379)  | (0.0474)  | (0.2416) | (0.1468)  |
|                 | Jan-June 1999 | 0.9993*** | -0.0009   | -0.0034  | 0.0048    |
|                 |               | (0.0044)  | (0.0020)  | (0.0084) | (0.0050)  |
|                 | July-Dec 1999 | 0.9957*** | 0.0021    | -0.0179  | -0.0003   |
|                 |               | (0.0033)  | (0.0018)  | (0.0124) | (0.0042)  |
| Jan-June 2000   | 0.9969***     | -0.0001   | -0.0055   | 0.0031   |           |
|                 | (0.0022)      | (0.0012)  | (0.0044)  | (0.0021) |           |
| July-Dec 2000   | 0.9921***     | 0.0022    | 0.0080    | 0.0042   |           |
|                 | (0.0083)      | (0.0061)  | (0.0112)  | (0.0065) |           |
| Jan-June 2001   | 1.0019***     | -0.0030   | 0.0203    | 0.0028   |           |
|                 | (0.0060)      | (0.0038)  | (0.0131)  | (0.0064) |           |
| <b>Cambodia</b> | Jan-June 1995 | 0.0419    | 0.5895**  | 0.2532   | 1.2402*** |
|                 |               | (0.3064)  | (0.2676)  | (0.9514) | (0.3718)  |
|                 | July-Dec 1995 | 0.1553    | 0.0742    | -0.2025  | 0.8666*** |
|                 |               | (0.0982)  | (0.0678)  | (0.2000) | (0.1349)  |
|                 | Jan-June 1996 | 0.4056*** | 0.0518    | -0.0079  | 0.4927*** |
|                 |               | (0.1213)  | (0.0866)  | (0.2392) | (0.1414)  |

|               |           |          |          |           |
|---------------|-----------|----------|----------|-----------|
| July-Dec 1996 | 0.1309    | -0.0762  | -0.1655  | 0.8118*** |
|               | (0.1293)  | (0.1031) | (0.2296) | (0.1033)  |
| Jan-June 1997 | 1.2419**  | 0.5274   | -0.6505  | 0.0131    |
|               | (0.5253)  | (0.3296) | (0.8358) | (0.4523)  |
| July-Dec 1997 | 1.8069*** | 0.0861   | 0.2880   | -0.1605   |
|               | (0.5010)  | (0.3480) | (0.7743) | (0.4195)  |
| Jan-June 1998 | 1.0536*** | 0.0252   | 0.1128   | 0.0124    |
|               | (0.2522)  | (0.1166) | (0.4787) | (0.2810)  |
| July-Dec 1998 | 0.6853*** | 0.1033   | 1.3259** | -         |
|               | (0.2429)  | (0.1178) | (0.6008) | -         |
| Jan-June 1999 | 1.0309*** | -0.0148  | 0.2267*  | 0.0369    |
|               | (0.0626)  | (0.0293) | (0.1191) | (0.0716)  |
| July-Dec 1999 | 0.9478*** | 0.5092   | -        | -0.1540   |
|               | (0.1135)  | (0.4453) | -        | (0.1493)  |
| Jan-June 2000 | 0.9047*** | -0.0263  | -        | 0.0867    |
|               | (0.0704)  | (0.0401) | -        | (0.0693)  |
| July-Dec 2000 | 0.8251*** | 0.0562   | 0.1148   | 0.0228    |
|               | (0.1318)  | (0.0976) | (0.1773) | (0.1037)  |
| Jan-June 2001 | 1.0259*** | -0.0344  | -0.1369  | 0.0604    |
|               | (0.0916)  | (0.0581) | (0.1982) | (0.0977)  |

\*\*\*: significant level of 1%, \*\*: significant level of 5%, \*: significant level of 10%

Source: Data Stream

A value in ( ) is standard errors.

|                       |                          |
|-----------------------|--------------------------|
| Period[Jan-June 1995] | 01/02/1995 to 06/30/1995 |
| Period[July-Dec 1995] | 07/03/1995 to 12/29/1995 |
| Period[Jan-June 1996] | 01/02/1996 to 06/28/1996 |
| Period[July-Dec 1996] | 07/01/1996 to 12/31/1997 |
| Period[Jan-June 1997] | 01/02/1997 to 06/30/1997 |
| Period[July-Dec 1997] | 07/01/1997 to 12/31/1997 |
| Period[Jan-June 1998] | 01/02/1998 to 06/30/1998 |
| Period[July-Dec 1998] | 07/01/1998 to 12/31/1998 |
| Period[Jan-June 1999] | 01/04/1999 to 06/30/1999 |
| Period[July-Dec 1999] | 07/01/1999 to 12/31/1999 |
| Period[Jan-June 2000] | 01/03/2000 to 06/30/2000 |
| Period[July-Dec 2000] | 07/03/2000 to 12/29/2000 |
| Period[Jan-June 2001] | 01/02/2001 to 06/29/2001 |

図1:円ドル相場(月中平均)

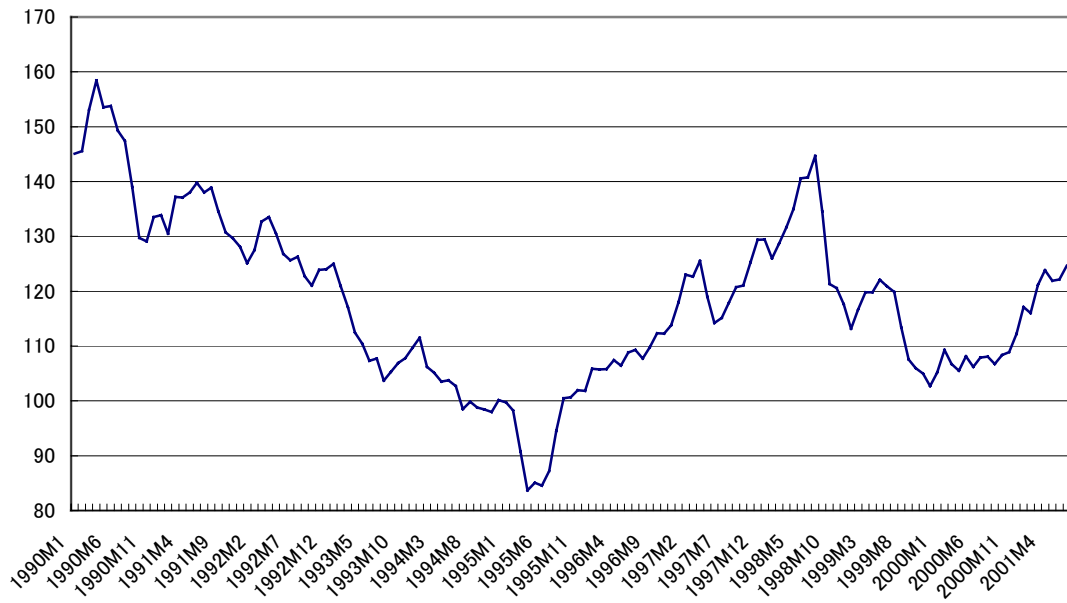


図2:ベトナムドン/ドル相場

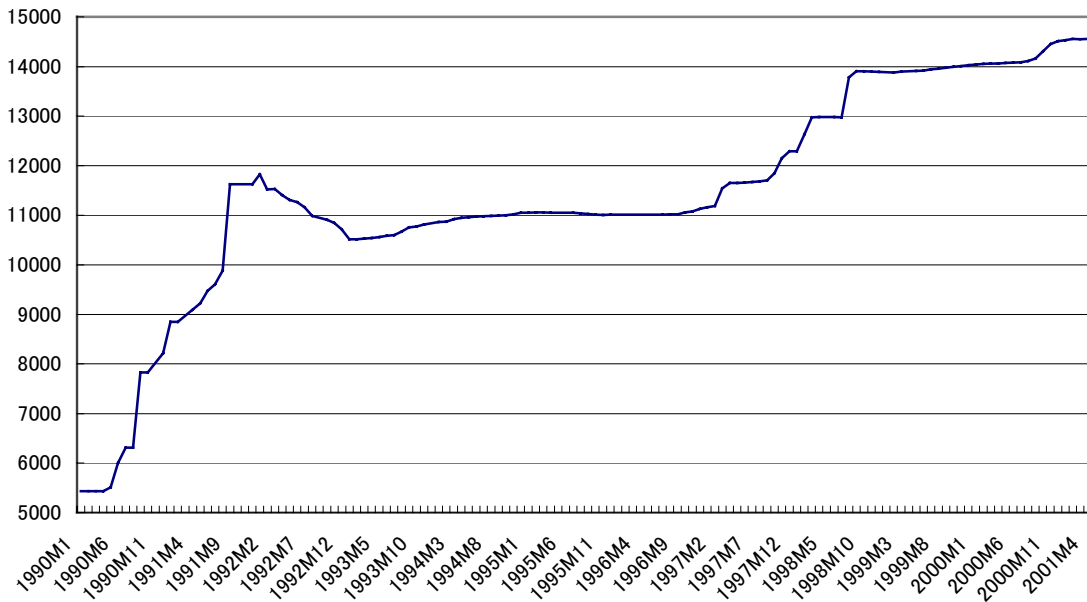


図3:カンボジア・リエル/ドル相場

