

## 管理変動相場制度下のタイにおける為替相場政策

小笠原 礼 以\*

### 目 次

はじめに

1. 金融フレームワークの転換と為替相場政策
  - 1.1 通貨危機後の金融フレームワーク
  - 1.2 新金融フレームワークの構図
  - 1.3 パーツの実効為替相場と対ドル名目為替相場の推移
2. 新金融フレームワーク以後のパーツの変動と政策
  - 2.1 参照通貨の推計
  - 2.2 ドル円連動下の低位安定—2000年～2005年末—
  - 2.3 パーツの増価と円連動性の喪失—2006年～2007年半ば—
  - 2.4 サプライズ混乱期—2007年半ば～2008年2月—
  - 2.5 世界金融危機とドルユーロ連動の確立—2008年3月～2010年11月—
  - 2.6 新しい為替相場政策の摸索—2010年12月～2014年5月—

おわりに

はじめに

本稿ではタイにおける2000年以降の為替相場政策について考察する。1990年代後半、通貨金融政策の要であったドルペッグ制度は、タイへの短期資金流入を促進するとともにパーツの実効相場を上昇させ、経常収支赤字の拡大を通じて東アジア通貨危機を誘発した。タイは、このことの反省から2000年5月、インフレターゲット政策と管理変動相場制度に基づく新しい金融政策のフレームワークを確立し、現在に至っている。

新しい金融フレームワーク確立後のタイ経済は、輸出部門の回復に先導されつつ、比較的良質な経済成長を実現してきた。しかし、通貨パーツは決して安定的に推移したわけではない。2000年以降の世界経済では、2000年末から2001年におけるアメリカITバブルの崩壊と低金利政策、2005年以降の中国為替政策の変更、2008年の世界金融危機とそれに続く非伝統的金融政策、2010年以降の欧州ソブリン危機と先進国通貨間の急激な変動、「出口戦略」の不透明性に伴う資本流出の不安定化など、タイを含め新興諸国の通貨管理に大きな影響を与えうる出来事が継起的に発生した。本稿の目的は、タイによるこれらの外部環境変化への対応を時系列的に追跡することを通じて、ポスト通貨危機における為替相場政策の実態を明確にすることである。ドルペッグ制度離脱後も、タイは為替介入を継続的に実施して相場形成に積極的に関わっていること、ドルが依然として最も重要な参照通貨となっていること、2006年後半から2007年前半にパーツの対円連動性が消滅し、代わって2008年以降ドル—ユーロ連動性が観察されること、2011年以降自由変動性を志向した新たな為替相場政策が模索されていることなどを指摘できる。

本稿の構成は以下のとおりである。第1章ではタイが通貨危機後に採用した新しい金融のフレームワークとその下でのパーツの変動を確認する。次に第2章ではパーツの実効為替相場の変動に着目した時期区分に基づき、2000年以降の為替相場管理を時系列的に追跡し、ポスト通貨危機における為替相場政策を検証する。

\* 広島経済大学経済学部准教授

## 1. 金融フレームワークの転換と為替相場政策

### 1.1 通貨危機後の金融フレームワーク

通貨危機による混乱を脱したタイは、2000年5月、従来のドルベッグ制度に替わる新しい金融及び為替相場政策のフレームワークを確立した。その柱は金融政策におけるインフレターゲットの採用と管理変動相場制度<sup>1)</sup>である。

通貨危機直後 IMF の金融支援を受けたタイは、当初、IMF コンディショナリティーの一環としてベースマネーの目標値を設定するマネタリーターゲット政策を金融政策の柱とした。この政策は、日次及び四半期でベースマネーの伸び率に目標値（操作目標）を設定し、ベースマネーの安定化を通じて金利と流動性の安定（中間目標）を実現、最終目標である実物経済の成長を目指すものである。この枠組みの下、タイのインフレ率（消費者物価）は、実体経済の激しい収縮を伴いつつも、1997年の7.7%から1998年に4.3%、1999年0.7%と着実に低下するとともに、政策金利も危機後の25%を超える水準から1999年の半ばには1%以下に低下するなどマネタリーコンディションは大幅に改善した。その後 IMF プログラムからの卒業を果たしたタイは、国内及び海外経済環境を再検証し、金融政策フレームワークの変更を決断する。当時すでに通貨供給量と実物経済成長との関連性が薄れているとの認識が一般化していたが、通貨危機後のタイにおいても同様の現象が観察されるとして、2000年5月、先進諸国で広まりつつあったインフレターゲット政策の採用を正式に発表した。

タイが導入したインフレターゲット政策は、タイ銀行が取引の仲介者あるいは相手方となるレポ市場（BOT-run Repo Market）における2週間物レポレートに政策金利の操作目標として、未加工食料品とエネルギー価格を除く消費者物

価変化率（コアインフレ率）を0%～3.5%に維持するフレキシブルインフレターゲット（Flexible Inflation Target; FIT）であった。その後2007年に政策金利は翌日物レポレートに変更され、2008年2月からはBOT-run 市場の閉鎖と共に、市中銀行相互間の取引に介入する形態のレポ市場（Bilateral Repo Market）におけるレポレートに切り替えられた。また、インフレターゲットについては、2009年から中央銀行総裁と2名の中央銀行副総裁、および4名の外部委員で構成される金融政策委員会（The Monetary Policy Committee: MPC）が財務大臣との合意に基づいて翌年のターゲットを決定する方式に変更し、同年、インフレターゲットの幅は0.5%～3.0%に縮小された。なお、タイの MPC は、金融政策のターゲットのみならず、為替相場管理に対する政策決定にも責任を負っている。

金融フレームワークのもう一つの柱は管理変動相場制度である。1997年7月2日、通貨投機が荒れ狂う最中管理変動相場制度への移行を余儀なくされたタイは、同月29日、IMF への金融支援要請を正式に閣議決定し、その1週間後、包括的経済構造再建計画を発表することにより、IMF プログラムの下での経済再建を開始した。総額170億ドルを超える金融支援と金融政策の最優先課題を為替相場の安定と定めた IMF プログラムにも関わらず、パーツの対ドル相場は、国内政治の不透明性と東アジア地域の金融不安を背景に、管理変動相場移行直後の1ドル=28.8パーツから、1998年1月には一時1ドル=55パーツを超える水準まで減価した。しかしこれをボトムとしてパーツは増価に転じ、経常収支が黒字化したことを受けて安定を見せ始め、1998年後半からはおおよそ1ドル=30パーツ台後半で推移するようになった。1ドル=38パーツ～39パーツがタイの IMF プログラム卒業後の出発点となった。

2000年5月、為替レートの安定化と外貨準備

の回復を金融政策の最優先事項とした IMF プログラム下での管理変動相場制から、タイは、物価の安定を最優先事項とするインフレターゲット政策に基づく管理変動相場制へと移行する。タイ銀行は、この新しい金融政策フレームワーク下において、「為替レートは外国為替市場におけるパーツに対する需要と供給を反映した市場諸力によって決定される」としたうえで、為替相場管理のための為替介入の方針について次のように明記している<sup>2)</sup>。

管理変動相場制度の下、タイ銀行は (1) 為替相場のある固定的な水準をターゲットとすることはなく、(2) 過度なボラティリティーの際、特にそれが投機的資本フローによる場合には、インフレターゲットのフレームワークと整合的な方法で、いつでも介入する用意がある。

しかしながら、ときに需要と供給が不均衡状態に陥り、パーツ価値のボラティリティーを過度に導くケースがある。タイ銀行はパーツの価値が次のような条件のもとで変動しうることを達成することを目標としている。(1) タイ銀行は為替レートのボラティリティーを経済が耐えうる水準に収まるよう、外国為替市場にいつでも介入する。(2) ドルのみならず、重要な貿易パートナー国通貨で構成される名目実効為替相場で測った競争力を維持しつつ、(3) いかなる介入も、さまなければ更なる不均衡を導くであろう経済のファンダメンタルに逆らうことはない。

IMF は、IMF 協定第 4 条に関する「2007 年決定」及び「2012 年決定」において、加盟国は為替レートの不規則な動きを抑えるため、必要に応じて外国為替市場に介入すべきである、と特殊な環境下における緊急的な為替介入を推奨したが、上記引用における「投機的資本フローによって引き起こされる過度なボラティリ

ティー」はそれに相当する。タイの為替介入の方針において確認しておくべき点は、タイが固定的な水準をターゲットとはしないとする一方で、パーツ相場の目標として名目実効為替相場で測った競争力の維持を掲げていることである。「競争力」の指標については何も明示されていないが、通常は貿易収支あるいは経常収支の均衡状態を指すため、タイ銀行の為替介入の方針は、タイが、国内経済状態を反映して、パーツ相場を政策変数として操作する可能性に言及したものと解釈することができる。これはタイが IMF 協定第 4 条に関する決定の範疇を超えて、中長期的にもパーツ相場の動向にコミットすることを意味している<sup>3)</sup>。

## 1.2 新金融フレームワークの構図

タイが採用したインフレターゲットと管理変動相場制度との組み合わせに基づくマネタリーレジームは、今日、多くの新興国で採用されている。IMF の分類<sup>4)</sup>によると、2013 年時点においてフロート制 (2008 年以前の管理フロート制) に分類される国は 35 カ国で、そのうち韓国、インドネシア、ブラジルなど 19 カ国がインフレターゲットを採用している。

新興国におけるインフレターゲットについてはその有効性に対し多くの疑問が投げかけられてきた<sup>5)</sup>。とりわけ、対外開放度の高い小国経済の場合、為替相場の変動が物価、景気変動などに与える影響が大きいいため、インフレターゲットが要求する為替相場の柔軟な変動を許容することが困難であるという事情がある。タイのインフレターゲットは、中央銀行の独立性、MPC の説明責任、透明性、コミュニケーションなどの点で国際的な best practice の基準を満たしており、「完全なインフレターゲット (Full-fledged Inflation Targeting: FFIT)」に分類される<sup>6)</sup>が、先に指摘したようにタイの MPC は物価目標の達成に加えて為替相場政策の策定にも

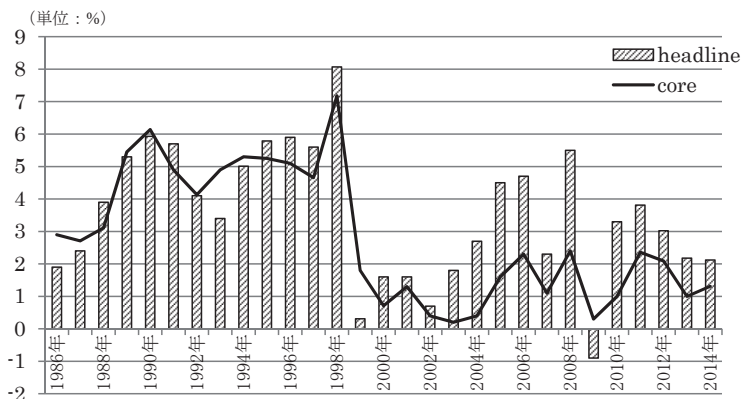
責任を負っているため、実効為替相場の安定化を為替相場政策の管理目標とする場合、パーツの実効為替相場を構成する他国通貨の為替相場動向がタイの金融政策の策定に影響を及ぼすことは避けられない。インフレターゲット政策に基づく金融フレームワークの下でのタイの金融政策、為替相場政策及び両者の相互連関性はいかなるものであったのか。インフレ率、政策金利、貿易収支（経常収支）及び資本収支、外貨準備、ベースマネー等の指標を確認することで概観しておきたい。ここで貿易収支（経常収支）に着目するのは、先にも指摘したようにタイの為替政策目標である「実効為替相場の競争的水準」とは、通常、貿易収支（経常収支）が黒字であるかほぼ均衡状態にある水準を意味するからである。

図1はタイの消費者物価インフレ率を示している。折れ線グラフはインフレターゲットの対象となる core インフレ率を示し、棒グラフはエネルギー及び食料品を含む headline インフレ率を示している。このグラフから、タイはすでに新金融フレームワーク導入時には、通貨危機後の激しいデフレ政策により、低いインフレ率を実現していたこと、フレームワーク導入前と比較した場合、core インフレと headline インフレの間に大きな格差が見られるようになった

ことが読み取れる。core インフレ率は、年ベースでは一度も 0%～3.5%（2000年～2008年）、0.5%～3%（2009年以降）のターゲットレンジを出ておらず、相対的に安定的に推移しているものの、headline インフレ率の変動幅は大きく、特に2000年代後半には大きくスイングしている。これは2000年代に生じた資源価格の高騰とパーツの変動によって headline インフレ率が大きく影響を受けたためである。

タイのインフレターゲット政策は、物価管理の対象が core インフレ率であることとターゲットレンジが大きいことが特徴である。今日、先進国をはじめ、インドネシア、フィリピン、韓国などの新興国においても、大半の国が headline インフレを物価管理目標として設定しており、また許容レンジは中心レートの前後 0.5%か 1%が主流となっている。タイのインフレターゲット政策が他国同様、headline インフレを対象とし、さらに許容レンジも狭ければ、金融政策には大きな制約となったはずである。タイのインフレターゲット政策は、低インフレ環境のもと、当初からコアインフレ率を対象とし、また相対的に大きな変動幅を設定することにより金融政策と為替相場政策の自由度を確保していたといえる<sup>7)</sup>。

物価管理の制約がさほど厳しくなかったタイ



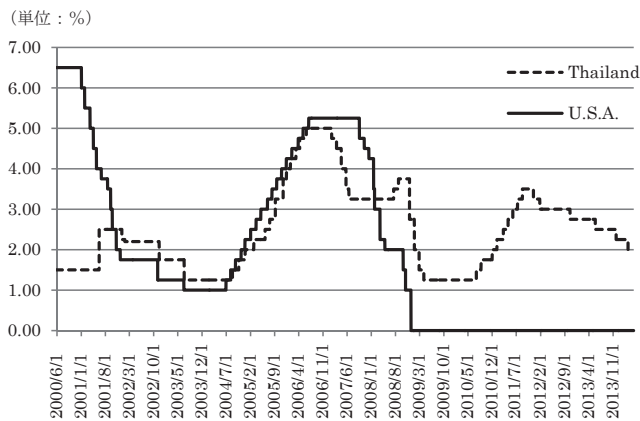
出所 Bank of Thailand データより作成

図1 インフレ率の推移

の金融当局は、金融政策手段の要である金利政策を他の目標達成に振り向けることが可能であった。図2はタイと米国の政策金利（フェデラルファンドレート）の推移を示している。このグラフから、ITバブルの崩壊後急激に引き下げられた米国金利が2001年秋にタイの金利を下回って以来、両者が高い相関性を持って推移してきたことがわかる。両者の相関性は、2007年1月から2008年1月までを例外として、常に米国金利が先行して変動していたことから、ゼロ金利政策の長期化を受けて両者が乖離し始める2010

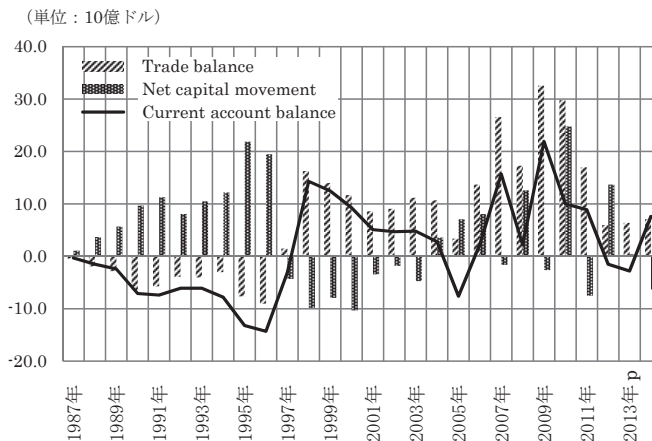
年の夏に至るまで、タイの金融政策はこの期間の大半を米国金融政策に追随させていたことが分かる。このことはタイの金融政策の第一義的重要性が米国との金利差を管理することにあったことを示している。これにより大規模な資本の流出入を未然に防止し、為替相場を自らの管理下でコントロールしうる環境を維持することが可能となった。

為替相場管理の成果はタイの貿易・経常収支及び純資本流出入の推移を示した図3の国際収支状況に表れている。通貨危機後 IMF プログ



出所 Bank of Thailand 及び The Federal Reserve Board データより作成

図2 政策金利の推移



出所 Bank of Thailand データより作成

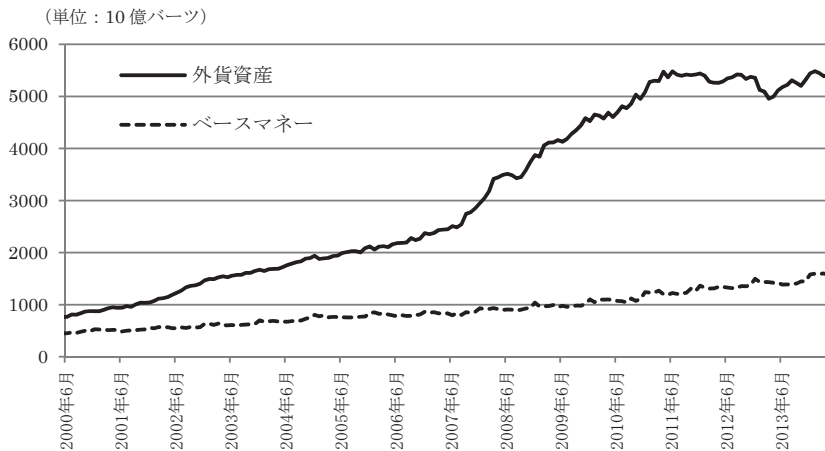
図3 国際収支の推移

ラムの下で厳しい緊縮経済運営を実行したタイは、1997年第4四半期には30億ドル近い経常黒字を計上し、その後、原油価格が高騰した2005年を除いて2011年まで黒字を維持している。特にサービス収支、所得収支が構造的に赤字であるタイが経常収支の黒字を確保するための貿易取引に関しては、通貨危機後2013年まで一貫して黒字を維持し続けている。こうした点では「実効為替相場を競争的水準に維持」というタイの為替相場管理はその目標を達成してきたといえる。

米国金融政策への追従とともに、インフレターゲット下での為替相場管理に不可欠であったのが、外国為替市場への介入とその不胎化である。図3にあるように、タイは経常収支の黒字に加え2000年代後半にはたびたび大規模な資本流入が発生するようになり、タイ銀行はパーツ価値の上昇を抑えるための為替介入を恒常的に実施する必要があった。しかし為替介入は、膨大な外貨準備の蓄積をもたらす一方でドルの

対価としてパーツを市中銀行に供給する（ベースマネーの増大）ことになり、インフレターゲットとの間に齟齬が生じる可能性がある。そこでタイ銀行は、この増大したマネーを吸収するために、公開市場操作（売りオペ）による流動性の吸収、すなわち、為替介入の不胎化を行った。図4及び表1は、それぞれタイ銀行保有の外貨資産とベースマネーの推移と不胎化率<sup>8)</sup>を示している。これらからタイが恒常的に外国為替市場への介入を実行するとともに、その大半を不胎化してきたことが読み取れる。

経常収支の黒字を維持しつつパーツの高騰を抑制するために為替介入を行い、それにより供給されるベースマネーを、市中銀行の貨幣需要に適合する水準に不胎化介入によって調整する。これが新金融フレームワークの基本構図であった。タイの外貨準備はピークの2011年4月時点で約1,900億ドル、GDP比で約55%に達し、その比率は2013年における中国の比率約42%を大きく上回るものであった。2000年代前半に経常



出所 Bank of Thailand データより作成

図4 中央銀行外貨資産とベースマネーの推移

表1 不胎化率

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
不胎化率	32%	80%	78%	62%	55%	72%	96%	84%	85%	80%	54%	19%	514%	55%

出所 Bank of Thailand データより作成

収支の黒字とそれを背景とした外貨準備の蓄積が進んだことは、その後のパーツの実効為替相場に上昇余地を生みだし、金融政策策定の制約を軽減することに貢献したと思われる。

### 1.3 パーツの実効為替相場と対ドル名目為替相場の推移

先に見たように、タイは名目実効為替相場で測った競争力の維持を為替介入の目的として明記している。そこで2000年5月の新金融フレームワークの導入から2014年5月までの実効為替相場の動きを対ドル名目相場との関連で確認し、次章での分析の時期区分を設定したい。

実効為替相場は、対象国通貨の選定とそのウエイト付けによって算出される指標である。現在公表されているパーツの実効為替相場としては、タイ銀行によるもの以外に国際決済銀行（Bank for International Settlement; BIS）作成のものがある。BISの実効為替相場は、61ヶ国を対象として、財貿易のみについての3年間の

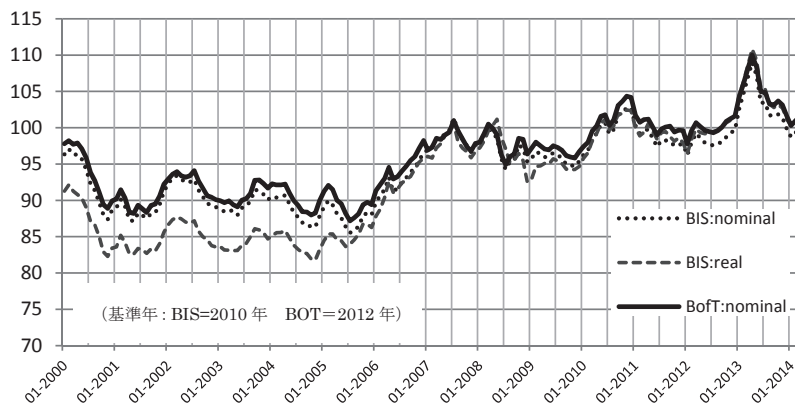
平均値を各通貨のウエイトとして算出される。表2は、BISの2008年-2010年の値に基づいて算出されたパーツの実効為替相場を構成するウエイトの高い通貨を示している。最もウエイトが高い通貨は円の20.5%で、次いで人民元17.9%、ユーロ11.3%となっており、アメリカドルのウエイトは10.5%である。

他方、タイ銀行作成の実効為替相場は2012年に計算方法が変更され、財に加えサービス貿易がウエイトの算出に付け加えられるようになった。さらに対象国にミャンマー、ラオス、カンボジアのアセアン諸国が新たに加わる一方、カナダが除外され、現在41ヶ国・25通貨（ユーロ圏17ヶ国）が対象となっている。また、近年におけるタイとの貿易量の変化を反映して中国のウエイトが引き上げられ、日本とユーロエリアのウエイトが引き下げられた。しかしこれらの国・地域を含め、各通貨に割り当てられる具体的なウエイトは公表されていない。図5はBISの実質及び名目実効為替相場とタイ銀行の名目

表2 BIS 実効為替相場構成通貨のウエイト

通貨	円	元	ユーロ	ドル	シンガポールドル	マレーシアリング
ウエイト	20.5%	17.9%	11.3%	10.5%	5.4%	4.6%

資料：Bank of International Settlement より作成



出所 Bank of Thailand 及び Bank for International Settlement データより作成

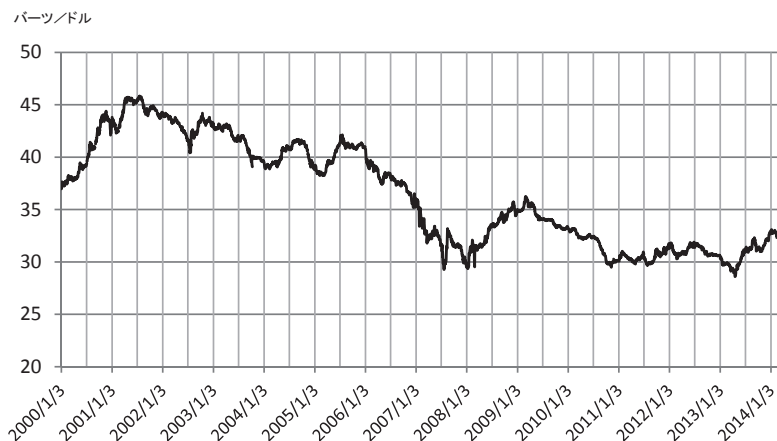
図5 パーツの実効為替相場

実効為替相場の推移を表したものであるが、このグラフから算出方法は異なるものの両者はほぼ同様の動きを示していることが分かる。

図5及びパーツの対ドル名目為替相場の推移を示した図6から新金融フレームワーク導入後のパーツの長期的な変動を時期区分してみたい。まず第1期は、2001年後半から2005年にかけてパーツがドルに対して増価する一方で実効為替相場が低位安定していた時期である。パーツの対ドル名目相場は新金融フレームワーク導入直後から2001年前半にかけて一旦急落するが、その後2005年前半にかけて変動を伴いつつも長期的、傾向的に増価する。2001年3月に1ドル=45パーツを超えて減価したパーツは、2004年末には38パーツ台に上昇し、その後2005年3月まで同水準で推移した。他方、この間パーツの名目実効為替相場は90前後で推移し、上昇トレンドは観察されない。次に、第2期は低位安定していた実効為替相場がパーツの対ドル名目相場と共に上昇に転じる2006年から2007年半ばにかけてである。この時期、2005年半ばに1ドル=40パーツ程度であった名目相場は、2007年7月には1ドル=30パーツを超え、同じく実効為替相場も100を突破する。2005年5月の最低値87.5から計算すると、2007年7月にかけての実

効為替相場の上昇率は約15%で、これは通貨危機を引き起こす要因となったとされる1995年半ばから1997年6月にかけての上昇率約12%を上回っていた。続く第3期は、アメリカサブプライム問題の発覚を受け世界の外国為替市場が不安定化した2007年半ばから2008年2月末にかけてである。この期間、他の新興国通貨同様、投機的資金の流出入により、パーツの対ドル名目相場及び実効為替相場は激しく乱高下した。

第4期は、外国為替市場が落ち着きを取り戻した2008年3月から名目ドル相場が1ドル=30パーツ前後で安定し始める2010年11月初旬までである。この期間、パーツの対ドル名目相場は、短期的ボラティリティーは小さいものの、中期的には大きく変動し、2009年3月にかけて一旦1ドル=36パーツを超えて下落した後、2010年11月にかけて約20%弱も増価した。他方、実効為替相場は、期間前半の対ドル名目相場下落期には100から95の比較的狭いレンジの中で推移し、後半の上昇期には、約7%程度増価した。名目ドル相場が大きく変動する中で実効為替相場の変動を相対的に低く抑えることに成功した時期であったといえる。最後に第5期は、対ドル名目相場と同等以上に実効為替相場が大きく変動した2010年の後半から2014年に至る時期で



出所 Bank of Thailand データより作成

図6 パーツの対ドル名目為替相場



ある。この期間の前半2010年11月から2012年半ばにかけて、名目相場は1ドル=30バーツから1ドル=31バーツ前半で安定的に推移したのに対し、実効為替相場は一時6%以上下落した。また後半には2013年の3月を頂点として名目ドル相場は乱高下したが、この際も実効為替相場の変動幅は対ドル名目相場を上回るものであった。2012年5月に1ドル=31バーツ半ばであった名目対ドルレートは2013年3月に最高値の1ドル=29.26バーツまで約7.8%切りあがるが、この時期実効為替相場は99.64から109.99（2013年4月）へと10%以上増価した。対ドル名目相場よりも実効為替相場の変動が大きくなる現象は通貨危機以前の対ドルバグ制度下において見られた現象である。

以上のように、新金融フレームワーク導入後のバーツの動きを対ドル相場と実効為替相場の二つの側面から観察した場合、両者の関係性は一様ではないことが分かる。ドルバグ制度下では対ドル安定化が実効為替相場の不安定化を引き起こしたため、その反省から、新フレームワークの下では実効為替相場の安定化を為替相場政策の指針に定めたのであるが、2000年5月の導入以後積極的に実効為替レートの安定化を図ったのは第1期と第4期の2つの時期に限られると思われる。次章において各時期の為替相場政策を詳細に検討する。

## 2. 新金融フレームワーク以後のバーツの変動と政策

### 2.1 参照通貨の推計

各期間における為替相場政策を考察するにあたり、まず、バーツ相場の管理において重要な役割を果たしていると想定される参照通貨、米ドル、ユーロ、円の影響力を推計したい。推計モデルはFrankel and Wei (1994)と同様に、第三国通貨をニューメレールとして、バーツの第三国通貨レートの対数階差をドル、円、ユーロ

の対第三国レートの対数階差で回帰させたものを用いる。Frankel and Wei では第三国通貨としてスイスフランが選定されたが、ここではスイスフランに加え、英国ポンドについても推計を行った<sup>9)</sup>。また期間内における参照通貨の継続性を検討するために、期間中に実効為替相場の大きなトレンドの変化が観察される第1期、第4期、第5期についてはそれぞれの変動の転換点において、第2期については期間の中央においてサブ期間を設定し、推計を行った。さらに、第1期、第4期、第5期各期間内のトレンドの転換点と第1期-第2期及び第4期-第5期の境界の前後において有意な構造変化が認められるかどうか、スイスフランをニューメレールとした推計モデルについてChow Testによる検定を行った。検定については、各転換点の前後100営業日を推計期間とした。

推計式

$$\Delta \log e^{thb/3rd} = a_0 + a_1 \Delta \log e^{usd/3rd} + a_2 \Delta \log e^{jpy/3rd} + a_3 \Delta \log e^{eur/3rd} + \varepsilon$$

$e^{thb/3rd}$  : バーツ対第三国通貨レート

$e^{usd/3rd}$  : 米ドル対第三国通貨レート

$e^{jpy/3rd}$  : 日本円対第三国通貨レート

$e^{eur/3rd}$  : ユーロ対第三国通貨レート

$\varepsilon$  : 誤差項

表3-1、表3-2、および表4が検証結果である。スイスフランをニューメレールとした場合と英国ポンドをニューメレールとした場合とでは全期間にわたりスイスフランをニューメレールとした推計の方が決定係数と各通貨のウエイトが高くなっているが、第5期後期のユーロの係数を例外として双方の推定結果に大きな差異はない。第2期を除き各期間における決定係数は高く、バーツの変動のおよそ7割から9割がドル、ユーロ、円の変動の合成によって説明される。このことはタイの通貨当局が新たな金融フレームワーク下においてバーツ相場の形成に深く関

表 3-1 通貨バスケット・ウエイトの推計 (ニューメレール：スイスフラン)

期 間	定数項	ドル	円	ユーロ	R <sup>2</sup>	D.W.
全 期 間	-0.00002	0.77944***	0.09302***	0.17172***	0.71821	1.99540
第 1 期：00:05-05:12	0.00004	0.71586***	0.25317***	0.07010**	0.816991	2.00097
前：00:05-01:03	0.00057	0.74719***	0.23400***	0.07486	0.70938	1.87524
後：01:04-05:12	-0.00005	0.71378***	0.24962***	0.06946*	0.84983	2.09727
第 2 期：06:01-07:07	-0.00076**	0.71162***	0.24075***	0.01848	0.29576	2.14099
前：06:01-06:10	-0.00042*	0.63879***	0.28766***	0.26655*	0.68347	1.98591
後：06:11-07:07	-0.00116*	0.89401***	0.07727	-0.40188	0.13626	2.14885
第 3 期：07:08-08:02	0.00023	1.13653***	-0.31526**	0.24161	0.37269	1.86033
第 4 期：08:03-10:11	-0.00011	0.85952***	0.01712	0.13781***	0.89710	2.00018
前：08:03-09:02	0.00019	0.84290***	0.02449	0.16872***	0.88446	2.09683
後：09:03-10:11	-0.00043	0.88955***	0.01219	0.09770***	0.93062	1.83513
第 5 期：10:11-14:05	0.00010	0.71771***	0.03920**	0.22579***	0.80572	1.90356
前：10:11-12:06	0.00010	0.72044***	0.03503	0.21757***	0.87222	1.97843
中：12:07-13:04	-0.00033	0.76120***	0.03445	0.222145**	0.74182	1.64412
後：13:04-14:05	0.00044	0.62500***	0.07759*	0.48424***	0.63286	1.99943

表 3-2 通貨バスケット・ウエイトの推計 (ニューメレール：英ポンド)

期 間	定数項	ドル	円	ユーロ	R <sup>2</sup>	D.W.
全 期 間	-0.00002	0.75484***	0.08671***	0.08913***	0.64393	1.98730
第 1 期：00:05-05:12	0.00004	0.71092***	0.24546***	0.02524	0.73068	1.99416
前：00:05-01:03	0.00060**	0.78180***	0.23661***	0.06511	0.65022	1.88941
後：01:04-05:12	-0.00005	0.70017***	0.24343***	0.00721	0.76490	2.09725
第 2 期：06:01-07:07	-0.00074**	0.68399***	0.24207***	-0.09376	0.25020	2.13507
前：06:01-06:10	-0.00051**	0.66933***	0.26083***	0.00192	0.61026	1.93718
後：06:11-07:07	-0.00109	0.71284***	0.23708	-0.24861	0.10224	2.17483
第 3 期：07:08-08:02	0.00020	1.12550***	-0.32887***	0.14662	0.21615	1.85034
第 4 期：08:03-10:11	-0.00011	0.84327***	0.02104*	0.09918***	0.90965	2.00065
前：08:03-09:02	0.00017	0.82673***	0.02512	0.10295***	0.90356	2.09813
後：09:03-10:11	-0.00043	0.88556***	0.01326	0.09319***	0.93771	1.83209
第 5 期：10:11-14:05	0.00010	0.67189***	0.03776**	0.18313***	0.60995	1.88802
前：10:11-12:06	0.00010	0.66396***	0.04793*	0.17545***	0.66171	1.97488
中：12:07-13:04	-0.00033*	0.74355***	0.02604	0.18221***	0.66077	1.63502
後：13:04-14:05	0.00048	0.61779***	0.02631	0.20687***	0.48617	1.96041

わってきたことを示している。またドルは期間を通じて7割～9割の高い影響力を保持し続けている一方、円は期間の前半、ユーロは後半に

おいてそれぞれ2割前後の比重を占めていることが読み取れる。2000年以後のタイの為替相場管理は、期間の前半はドル円連動、後半はドル

表4 構造変化の検定 (Chow Test)

期 間	定数項	ドル	円	ユーロ	R <sup>2</sup>	D.W.
第1期前	0.00057**	0.74719***	0.23400***	0.07486	0.70938	1.87524
第1期後	-0.00005	0.71378***	0.24962***	0.06946*	0.84983	2.09727
第1期期間内 構造変化あり (Chow Test: 有意水準0.04529)						
第1期	-0.00019	0.75797***	0.17473***	0.19947	0.90412	1.99908
第2期	-0.00045*	0.61722***	0.35581***	0.26835*	0.64005	1.90581
第1期-第2期境界 構造変化なし (Chow Test: 有意水準0.34495)						
第4期前	-0.00042	0.80151***	0.02853	0.18544***	0.90616	2.61184
第4期後	-0.00021	0.86241***	0.03895	0.26711***	0.95872	1.98494
第4期期間内 構造変化なし (Chow Test: 有意水準0.25912)						
第4期	-0.00079***	0.88211***	0.00530	0.09871***	0.91841	1.67613
第5期	0.00022	0.82752***	0.02087	0.15771***	0.85390	2.01912
第4期-第5期境界 構造変化あり (Chow Test: 有意水準0.03727)						
第5期前	0.00006	0.56085***	0.05774	-0.03332	0.65230	2.09249
第5期中	-0.00021	0.65775***	0.04523	0.40258**	0.83354	2.17286
第5期期間内(1) 構造変化なし (Chow Test: 有意水準0.31154)						
第5期中	-0.00046	0.92689***	0.02117	0.09998	0.70555	1.51909
第5期後	0.00074*	0.53144***	0.04397	0.65970***	0.62433	1.99976
第5期期間内(2) 構造変化あり (Chow Test: 有意水準0.00235)						

ユーロ連動を基本とするものであったといえる。これらの検証結果及び構造変化に関する検定の解釈については次節以下で詳細に行いたい。

## 2.2 ドル円連動下の低位安定—2000年～2005年末—

2000年から2005年にかけてのパーツの特徴は、対ドル名目相場の上昇下における実効為替相場の低位安定である。この期間、パーツは米国との金利格差を背景に2001年半ばにかけて一旦大きく下落するが、2001年中の米国金利の継続的な金利引き下げを受けて金利差が縮小、逆転すると、その後長期的、傾向的に増価する。2001年3月から7月にかけて1ドル=45パーツを超える水準であったパーツ相場は、2005年2月には1ドル=38パーツ台まで約15%上昇し、一方で実効為替相場は、同期間、ほぼ90から95の間

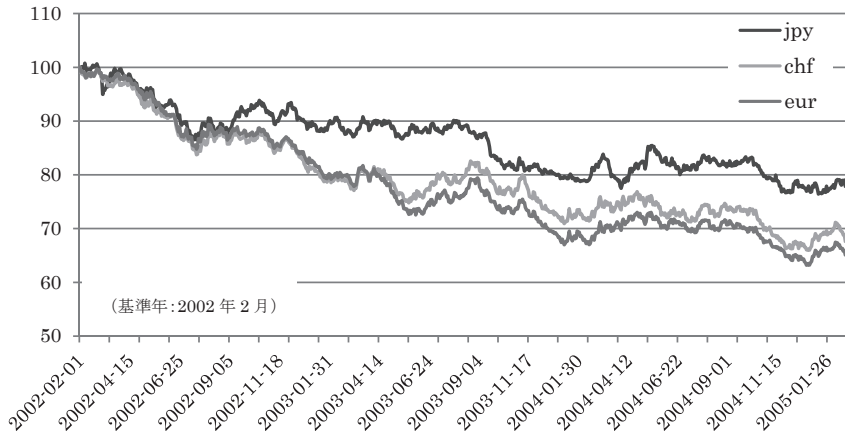
を比較的安定的に推移した。

対ドル名目相場が上昇する中で実効為替相場の安定的に管理できた理由は表3-1と図7に表れている。表3-1には2000年5月から2001年3月までの下落期とその後の上昇期とを区分した推計を掲載しているが、いずれの期間においてもパーツはドルに70%～75%、円に25%程度連動していることが分かる。表4は下落期と上昇期の為替相場管理に有意な変化が認められることを示しているが、両期間におけるドル、円の係数は期間全体を通じた係数に近く、さらにユーロの影響力がほぼ観察されない点でも同一であるため、この時期はほぼ一貫した為替相場管理が実施されたと判断される。また図7は2002年2月を100としてドルの対円、対ユーロ、対スイスフランレートを指数化したものである。これによると、ドルは2005年にかけてスイスフ

ラン、ユーロに対しては3割以上、円に対しては2割以上減価していることが分かる。すなわち、パーツの対ドル相場の上昇による実効為替相場上昇の影響は、実効為替相場を構成するその他諸国通貨に対する下落により相殺されたのである。タイの通貨当局は、この時期、ドルと円の相対的に減価傾向にある通貨に強く連動することにより、実効為替相場の低位安定化を実現していた。

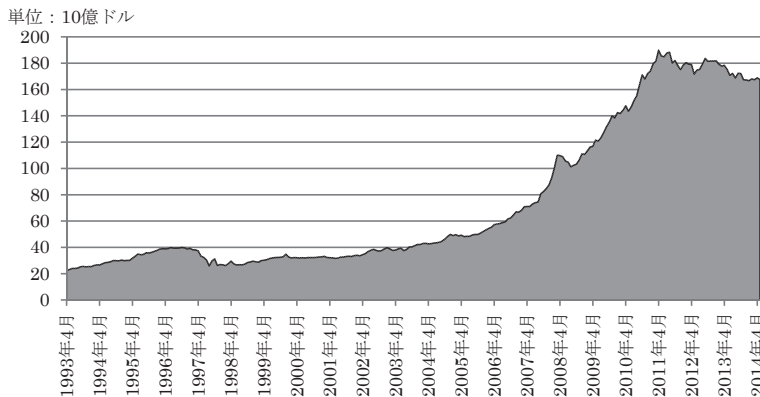
2000年代前半におけるタイの為替相場政策上の優先課題は、通貨危機により喪失した外貨準備を回復させるために、経常収支の黒字を維持

するとともに資本の流出入をコントロールすることであった。2004年にスイスで開催された外国為替市場への介入に関する BIS の会合では、タイは為替介入の動機が外国為替市場のボラティリティーを抑えるためであることを強調しつつも、海外投資家の信頼や外的ショックに対する耐性を高めるために、通貨危機直後には外貨の蓄積そのものが為替介入の目的であったことを明らかにした<sup>10)</sup>。しかし、図8にあるようにタイが外貨準備を危機以前の水準である約40億ドルまで回復したのは2003年末のことであることから、外貨蓄積動機に基づく為替介入は、



出所 The Federal Reserve Board データより作成

図7 円・ユーロ・スイスフランの対ドル名目為替相場(指数)



出所 Bank of Thailand データより作成

図8 外貨準備の推移

危機直後に限定されず、2000年代前半を貫く最も主要な介入動機であったと考えられる。

タイの通貨当局にとって、2000年代前半はインフレターゲットと為替安定化の二つの目標を同時に実現する環境に恵まれていた時期であったといえる。タイ銀行は2001年末から2003年6月にかけて4度の金利引き下げと2004年夏以降2006年にかけて継続的な金利の引き上げを行うが、それらはいずれもFRBによる金利変更の直後である(図2)と同時に、国内均衡を達成するうえで必要とされる金融政策の方向性とも一致していた。2001年12月末及び2002年1月における金利の連続的な引き下げは、2001年10月に米国政策金利がタイの政策金利を下回ったことを受け、パーツの対ドル名目相場が、第2四半期の1ドル=46パーツ弱の水準から第3、第4四半期にかけて1ドル=43パーツまで上昇した直後で、経常黒字も同時多発テロ後の世界経済の減速を受けて縮小しつつあるタイミングであった。また2002年11月及び2003年6月には、それぞれ米国政策金利の引き下げの2週間後、2日後にMPCの特別セッションを開催し、前者は米国の対イラク戦争による世界経済の不透明性の増大への対応、後者はタイへの投機的資金流入の抑制を理由等として金利の引き下げを決定したが、これらの時期は同時に、国内経済面において、GDPギャップを背景にインフレ率が低下し、2003年にはターゲットレンジの下限0%を下回る(デフレ)懸念が高まっていた時期でもあった。一方、2004年夏以降の米国金利に追従する連続的な金利の引き上げ(2004年8月/10月/12月、2005年3月/6月/7月/9月/10月)は、同時に、タイ国内における石油価格の上昇、労働市場逼迫及び製造業部門の稼働率の上昇を背景とした物価上昇とそれに伴う実質金利のマイナス化により金利の引き上げが要求される時期でもあった。2000年代前半は、過度な資本流出の抑制(為替レートの安定化)

を目的とした金融政策=内外金利差の維持・縮小とインフレターゲットから要請される金融政策とが一致する時期であった。

### 2.3 パーツの増価と円連動性の喪失—2006年～2007年半ば—

低位安定を維持してきた実効為替相場に変化が見られたのが2006年から2007年半ばにかけてである(図5)。タイの実効相場は2005年7月に最低値(87.18)に達して以降傾向的な上昇に転じ、2007年7月のサブプライム危機に至るまでの2年間に約16%も増価した。また、2006年1月に約1ドル=40パーツであった対ドル名目相場も2007年7月には1ドル=30パーツを超える水準に達した。この時期はパーツの上昇期と位置付けることできる。

他の期間と異なる2006年から2007年半ばの上昇期の特徴は、表3-1に見られるようにドル、円、ユーロによるパーツ変動の説明力が著しく低下していることである。期間を通じてみた場合、推定式の決定係数は0.3を下回っており、パーツの変動の3割弱しか説明できない。これはポンドをニューメールとした表3-2の推定式でも同様である。しかし、説明力の低下は期間中一貫して観察される現象ではなく、この期間を前期(2006年1月-10月)と後期(2006年11月-2007年7月)に分割した場合、前期の決定係数は0.7に近く、後期は0.13と極めて低くなる。また、後期にはそれまでパーツの変動の約25%の説明力をもっていた円の影響力が失われている。1期と2期の境界における構造変化の有無を検定した表4から、両期間における構造の一貫性を棄却することはできないこと、タイ銀行が2006年前半には2005年に引き続いて米国金利に追従して金利を引き上げていた(1月/3月/4月/6月)ことを加味すると、タイの為替相場管理は、低位安定期から2006年後期に至るまではドル、円レートを主要な参照通貨と

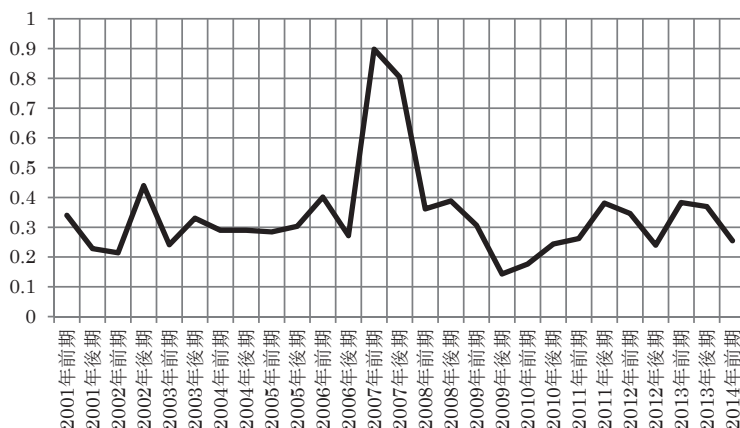
して、政策上の継続性を保ちつつ、為替相場を有効的に管理していたが、2006年末以降に為替相場の自由変動を相対的に容認したと解釈できる<sup>11)</sup>。このことはパーツの対ドル名目相場のボラティリティーにも反映されており、図9にあるように2006年末から2007年7月期間のボラティリティー（対ドル名目相場変化率の標準偏差）は他の期間と比較して極めて高くなっている。2006年以降2007年7月に至るまで、パーツはトレンドとしてはほぼ一貫して増価基調であったが、前半期と後半期における為替相場管理の統制力は全く異なっていたのである。

しかしながら、2006年末以降のドル、円、ユーロに対する連動性の低下とボラティリティーの増大は、タイの通貨当局がパーツ相場の相対的な自由変動性を黙認していたことを意味するわけではない。図7からは、傾向的にパーツが上昇し始めた2006年以降外貨準備保有高の蓄積スピードが増大していることが読み取れる。新金融フレームワーク導入後2005年末までの外貨準備の蓄積スピードは、月平均約3億ドルであったが、2006年から2007年7月にかけての上昇期には、月平均10億ドルを超える規模の外貨の蓄積を行っている。これはパーツ上昇期には、低位安定期をはるかに上回る外国為替市場への介

入を実施していたことを意味している。さらにタイ銀行は、2007年1月以降、米国に先行しつつ段階的な金利の引き下げ（1月／2月／4月／5月／7月）を行い、パーツの上昇を抑制しようとしていた。

これらにもかかわらず、パーツ相場の安定的な管理ができなかった要因は、2006年後半における投機的資本流入とそれへの対応にある。東アジア新興国は2005年以降、順調な経済成長、中国の為替管理政策の変更、米国金利の上昇基調の終了などを背景に大量の資本流入が発生するようになったが、タイも2005年、2006年にそれぞれ70億ドル、80億ドルを超える純資本流入が見られた。2005年は原油価格の高騰を背景にタイの経常収支は赤字化していたため、この年の資本流入は国際収支をバランスすることに貢献したが、2006年には貿易収支が137億ドルもの黒字を計上したことを受けて経常収支も黒字化し、これに資本流入が重なったため、パーツは他の東アジア通貨を凌いで高騰した。産業経済研究所において公表されている東アジア通貨の乖離指標では、この時期、パーツのAMU中心レートからの乖離幅はおおよそ30%に達している<sup>12)</sup>。

こうした資本流入とパーツの高騰に対し、タ



出所 Bank of Thailand データより作成

図9 パーツの対ドルボラティリティー

イ銀行は、海外投資規制の緩和と資本流入規制の導入という直接的な資本規制措置の導入、変更により対応した。海外投資規制の緩和については、2006年4月に機関投資家に対し、海外で発行されるタイ債務証券への投資制限撤廃と20億ドルを超えない範囲での外国証券への投資を可能にし、2007年1月には、海外直接投資あるいは海外事業への貸付金額の上限を年間1千万ドルから5千万ドルへ引き上げると同時に、政府年金基金、社会保障基金、証券会社、保険会社など7つの機関投資家に対して、タイ法人により海外で発行された証券に対する投資制限を撤廃するなどの規制緩和措置を導入した。一方、資本流入規制の面では、まず2006年12月4日に金融機関に対し、あらゆる満期の証券について売戻し（買戻し）を伴う取引を行わないこと、非居住者との外国通貨取引を期間3か月以上の国債、財務省証券、BOT債投資に関する決済に限り許可することなどの措置を導入したのち、同月18日には金融機関に対し、財、サービス貿易と居住者による海外投資の撤収以外の目的でタイパーツを対価に入手した外国通貨の30%を支払準備として保持することを義務付けた。この30%の支払い準備義務規制はその後12月12日及び2007年1月、3月、7月、12月に改定、緩和されるなど度重なる変更が加えられることにより海外投資家の不信感、意思決定に大きな影響を与え、2006年12月から2007年1月の間には2億ドルの資本流出を引き起こし、一方、2007年の第2四半期には同規制が撤廃されるという観測が広がり、逆に大量の短期資本流入を促すなど、この時期のタイ資本市場及び外国為替市場のボラティリティーを増大させた。本来、ドルベッグ制から管理変動相場制度への移行は、為替相場の変動を容認することを通じて資本の流出入を安定化させることがその目的の一つであったが、2006年末から2007年7月にかけてのパーツの高騰とボラティリティー及びそれに対

する直接的な資本流入規制の導入は「相場変動の安定化作用」よりも「管理」に重きを置くタイの管理変動相場制度の脆弱性を示すものであったといえる。

#### 2.4 サブプライム混乱期—2007年半ば～2008年2月—

サブプライム問題の深刻化を受け、世界の金融資本市場、外国為替市場が混乱する中、自由変動性を容認していたパーツの為替相場も激しく乱高下した。この期間はパーツの対ドルボラティリティーが全期間を通じて最も高かった時期である（図9）。サブプライム後の投資家によるリスク回避＝質への逃避を受け、7月末に1ドル=29パーツ後半で推移していたパーツ相場は、2週間後の8年半ばには、一旦、1ドル=33パーツを超えて急落する。その後2008年1月にかけて再び1ドル=29パーツ台へと断続的に急騰した後、再度、急落急騰を繰り返し、2年半ばには1ドル=32パーツ台へ、同月末には再び1ドル=29パーツ台へと高騰した。米国が金利を急速に切り下げる一方、タイ国内におけるパーツ金利の方向性及び資本フロー規制の緩和措置がともに不明瞭であったことがこうした混乱に拍車をかけた。

この期間のタイの為替相場管理の特徴は、前期間の後半に引き続き、パーツの変動に対するドル、円、ユーロの説明力は高くないこと、円に対し有意に負の連動性が観察されることである。円との連動性の遮断は前期の後半から観察された現象であるが、この期間にはマイナス0.31という高い負の連動性を示すに至った。ドルー円を基軸としていたタイの為替相場管理は、2006年後半から2008年の混乱期に大きく転換したといえる。

タイが円との連動性を遮断した理由は円高の進展にあると推測される。図10にあるように2004年後半からサブプライム問題発生時まで下



出所 The Federal Reserve Board データより作成

図10 円の対ドル名目を替相場

落傾向にあった円相場は、2007年6月を境に高騰を始める。2007年前半期に自由変動性下のパーツ高を許容する中で円との連動性を喪失したパーツは、サブプライム以後に円相場が急騰する過程で負の連動性を強めることによりパーツ相場の高騰を抑制し、実効為替相場の安定化を図ったと考えられる。この期間、タイの外国為替市場への介入が全期間中最大の1月あたり30億ドルを超えるものであったことも、タイ銀行が積極的にパーツ高の抑制を図っていたことを裏付けている。

2000年5月の新金融フレームワーク導入以後、パーツは安定的に20%～25%前後の円との連動性を維持し、この比率は、表2にあるBISによるパーツの実効為替相場の算出における円の比率とも合致するものであった。しかし、2006年後半から2008年にかけての混乱期における円との連動性の突如とした消滅は、パーツの対円連動性の根拠が实体经济における結びつきに基づくものではなかったことを示している。

## 2.5 世界金融危機とドルユーロ連動の確立—

### 2008年3月～2010年11月—

第4期は、サブプライム後の高いボラティリ

ティーが収束した2008年3月から2010年11月までの期間である。この期間、図9にあるようにパーツの対ドル名目相場は、ボラティリティーに関しては検証対象期間中最も安定していたが、中期的には大きく変動し、2008年3月中約1ドル=31パーツ台であった対ドル名目レートは、2009年に3月には1ドル=36パーツ台まで下落し、その後上昇、2010年11月には1ドル=29パーツ台に到達した。一方、実効為替相場は2010年の半ばに至るまで95～100のレンジで比較的安定的に推移したのち、後半4か月間で4%以上急上昇した。実効為替相場の安定的管理という観点では、この期間の前・中半と後半で大きく異なっていた。

この時期のタイの為替相場管理の最大の特徴は、ドルユーロ連動の確立である。表3-1に見られるように、期間中の推計モデルの説明力(決定係数)はおおよそ0.9を示しており全期間中最大である。またドルの係数はおおよそ0.86、ユーロの係数はおおよそ0.14とともに1%水準で有意性を示している。他方、円の説明力は統計的有意性を持たない。また、先に見たように、この期間名目対ドルレートは大きく変動したが、期間を前後半に分割し、その両期間における構造

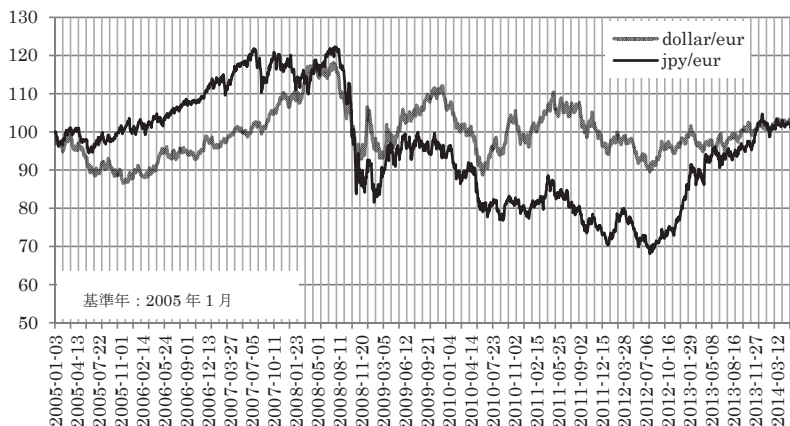


変化の可能性を検証してみると（表4）、両期間における構造の継続性は棄却できない。すなわち、この時期タイの通貨当局は、パーツ相場に対する統制力を強めると同時に、ドル・ユーロに基づく為替相場管理を安定的に遂行していたといえる。

パーツの為替相場管理における円からの離脱が、円の対ドルレートが急騰した時期に一致していたように、ドル・ユーロ連動の確立は、ユーロ相場の動向に大きく関連している。図11はユーロの対ドル・対円レートの推移（指数）を示しているが、このグラフからユーロは、2005年から続く上昇トレンドが対ドルでは2008年3月に、対円では2007年7月に終了したことが読み取れる。その後ユーロは、一定期間不安定に変動した後、2008年7月以降、サブプライム関連金融商品で多額の損失を抱えた欧州金融機関がドル資金調達に困難をきたす金融危機の最中、両国通貨に対し急落する。一方、円は同時期にユーロのみならずドルに対しても切り上がり、2008年中に1ドル＝90円を突破する。その後、ユーロの暴落は、対ドルではFRBによる第一次量的緩和が始まる2008年10月に一旦収束し、以降中期的な上昇、下落を繰り返すが、円に対しては、2009年前半の一時的な上昇局面を経て、

同年10月、ギリシャの債務隠しに始まる欧州ソブリン危機の中、2012年7月にかけて傾向的に下落し続けた。タイのドル・ユーロ連動性はこのような先進諸国間の通貨混乱の中で確立したのである。パーツのドル、円、ユーロとの連動性は、貿易取引などの実体経済を反映して連続的に変化したのではなく、各通貨間の為替相場変動に応じ、断層的に変更された。

世界経済が、金融危機から経済危機への兆しを見せ始めた2008年第2四半期、タイ国内では石油価格高騰と政治不安を背景として国内消費、国内投資は鈍化し、この落ち込みを輸出が支える構造であった。しかし、第4四半期に入り世界不況が本格化するとタイの輸出に甚大な影響が出始め、2008年第4四半期には前年比で-8.9%、2009年第1四半期、第2四半期にはそれぞれ-16.7%、-21.8%と大幅な落ち込みを記録し、これが国内消費、国内投資の減退を導いた。一方、2008年から2009年第一四半期まで投資家のリスク回避行動から下落基調にあったパーツ相場は、2009年3月以降、世界経済の回復に自信を取り戻した投資家が新興国投資を再開したことを受けて上昇に転じたため、パーツ相場の高騰を抑えることはタイ銀行の重要な政策課題となった。そのためタイ銀行は、金融政策におい



出所 The Federal Reserve Board データより作成

図11 ユーロの対ドル・対円名目為替相場（指数）

てはFRBに追随するかたちで2008年11月から2009年4月にかけて政策金利を3.75%から1.25%まで連続的に切り下げた一方<sup>13)</sup>、2008年3月から2010年末までに620億ドル、月平均で20億ドルの外貨準備を蓄積するなどの大規模な為替介入を継続的に実施した。さらに、2009年8月に対外証券投資の製造業、サービス業などの非金融法人への開放とデリバティブ取引規制の緩和、2010年2月には対外直接投資の完全自由化と証券投資割り当て総額の300億ドルから500億ドルへの引き上げ等を柱とする海外投資促進政策を推進し、パーツの上昇を抑制した。パーツの対ユーロ連動の確立はこのような文脈の中で理解する必要がある。

しかし、以上のような政策対応によりパーツの実効為替相場を低位安定に維持することが可能であったのは、2009年末までであった。2010年に入ると域内貿易を梃として成長を取り戻した東アジア新興諸国と先進諸国との間に金利格差が広がり始めたからである。不況からの回復が鮮明となった東アジア諸国がインフレ圧力の抑制と金利正常化へ向けて政策金利の引き上げを進める一方、米国では、高い失業率を背景とした不況の長期化懸念から政策金利は0%~0.25%で据え置かれ、欧州でもソブリン危機への対応から低金利政策の持続と緊縮財政が迫られた。タイにおいても、2010年7月の1.25%から1.5%への政策金利の引き上げを皮切りに、8月に1.75%、12月に2%へと断続的な金利の引き上げが実施され、こうして生まれた金利差が海外からの資金流入を促進し、株価とパーツ相場を急騰させた。タイ株式市場での海外投資家による純買い越し額は、2010年第3四半期には589億ドル、第4四半期には390億ドルにおよび、パーツの実効為替相場の上昇率は、2009年12月から2010年11月の1年間で9%近くに達した。これは2005年半ばから2007年半ばにかけての上昇期に次ぐ長期、持続的上昇であった。

興味深い点は、こうしたパーツ高に対し、タイ銀行の対応に変化が見られ始めたことである。先に見たように、2006年から2007年半ばにかけてのパーツ高騰の際には、タイは為替市場への介入に加え、直接的な資本流入規制を導入することでパーツ高の緩和を試みたのであるが、2010年にはそうした資本流入規制は実施せず、逆に為替介入の限界を指摘し、パーツ相場の柔軟性を高めることの重要性を指摘したのである。タイ銀行は2010年10月の『インフレーションレポート』(Bank of Thailand, 2010)の中で、タイ経済が為替変動の短期的ボラティリティへの抵抗力を身に付けると同時に、為替変動の柔軟性を活用し、価格競争力に依存せず、生産性の向上と品質に基づく長期、持続的競争力を獲得する段階に到達したとして、今後、タイの潜在成長力を高めるためには為替相場の柔軟性が必要になると主張した。事実、次に見るようにタイは2011年以降、政策金利の引き上げを継続するとともに、外貨準備の蓄積を停止し、さらに資本移動の自由化を進めるなど、従来とは異なる為替相場政策を摸索し始める。

タイにおけるドルベッグ制から管理変動相場制度への移行は、パーツ相場を競争的水準に維持するという観点から、通貨危機にかかわらず、必然的な制度変更であり、むしろタイの国際競争力維持政策の延命措置といえるものであった。1990年代後半に至るまで、ドルは円、マルク等主要国通貨に対し長期的下落が見込まれる通貨であったため、対ドルベッグは同時にパーツの競争力を保持する有効な手段であったが、ドルがもはや円、ユーロ等に対して一方的に切り下がる通貨ではなくなった1990年代後半、ドルベッグ制度から管理変動相場制度への移行は実効為替相場を安定化するために不可欠な制度変更であった。世界金融危機とそれ続く世界不況は、タイを含め東アジア地域が内包的な発展を遂げつつある一方、未だ欧米市場への依存度が

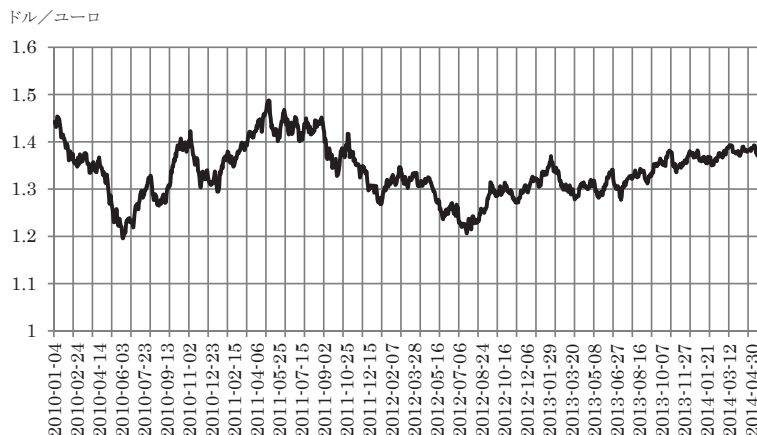
大きいことを明らかにした。世界金融危機を経て、タイの管理変動相場制度は、实体经济における輸出依存の経済構造からの脱却に寄与し得る制度的枠組みとして機能するか否かが試される新たな段階に到達した。

## 2.6 新しい為替相場政策の摸索—2010年12月～2014年5月—

米国の第2次（2010年11月～2011年6月）、第3次（2012年9月～）量的緩和と出口戦略（2014年1月～）、欧州におけるソブリン危機の拡大とそれへの対応をめぐる混乱、日本におけるアベノミクス下での円下落など、世界の新興国通貨は、この時期、先進諸国による通貨・金融政策に翻弄された。タイバーツも例外ではなかった。バーツの対ドル名目為替相場は、2012年第2四半期頃までは、欧米における金融政策上の不透明性から派生する不安定性を伴いながらも1ドル=30バーツ～32バーツの比較的に狭いレンジの中で推移したが、第3四半期以降、ドイツのESM（European Stability Mechanism）参加に対する合憲判決、FRB、ECBによるさらなる金融緩和政策、米国の財政の壁回避に向けた動き等を背景に投資家による新興国市場への投資が活性化したことを受けて高騰し始める。

2012年7月におよそ1ドル=32バーツであったバーツ相場は、2013年4月には1ドル=28バーツ台へと急騰し、管理変動相場制度移行後の最高値を記録するとともに、実効為替相場も同年4月に109.99（=100）に達した。実効為替相場の上昇率は2013年の最初の4か月間だけで約10%に及んだ。しかし、その後米国の経済回復が鮮明となり、FRBの第3次量的緩和政策が当初の予定よりも早く終了すると観測が広がると、タイバーツは、他の新興国通貨同様、一転、急落し始める。バーツの対ドル相場は2013年9月には1ドル=32バーツを超え、4月から9月における5か月間の下落率は約13%に達した。同時に実効為替相場も高騰前の水準に急落した<sup>14)</sup>。米国、ユーロ圏の鎮静化により、2012年第3四半期以降、ドル-ユーロ相場は安定化し始める（図12）が、バーツを含む新興国通貨はその混乱を引き継ぐように乱高下したのである。

注目すべき点はこのようなバーツの乱高下に対するタイ銀行の対応である。特に2012年7月から2013年4月にかけてのバーツ高期において、それを抑制する措置を取らなかったことは注視すべきである。表3-1にあるように、第5期における検証期間中、タイは対ドル、対ユーロ連



出所 The Federal Reserve Board データより作成

図12 ユーロの対ドル名目為替相場

動を重視した為替相場管理を前の期に引き続き遂行した。ドル、ユーロの係数は、ドルがおおよそ0.7、ユーロがおおよそ0.2であり、前の期の値ドルが約0.85、ユーロが0.15と比較すると、ドルの係数が低下し、ユーロの係数が上昇している。期間の境界における構造変化を検証した表4-1においても、第4期と第5期における構造の一貫性は5%水準で棄却される。この期間タイは対ユーロ連動性を強化する形でドルユーロ連動を引き継いだといえる。しかし、同じ表4-1の第5期の期間内における構造変化の検証結果をみると、この期間の対ユーロ連動性にはかなりの不安定性が見られることが分かる。第5期の前期・中期の境界、中期・後期の境界においてはいずれもそれぞれ先行する期間においてユーロ連動性の有意性は失われている。そこで、2011年1月から2014年4月までの期間について4か月ごとに期間設定し、パーツの対ドル、対ユーロ、対円連動性を検証してみると、対ユーロ連動性は2011年中は安定的に観測されるものの、2012年以降不規則となり、強い連動性を示す期間と連動性を喪失する期間とが明確に分かれていることが分かる(表5)。パーツの対ユーロ連動性は、対ドル連動性とは異なり、

かなりの裁量性を伴いつつ、調整的に運用されている可能性があり、さらに詳細な分析が必要である。また表5からは、パーツの対ドルの連動性が強固であること、対円連動性はほぼ観察されないことも読み取ることができる。特に、2013年1月から4月にかけてのパーツの高騰期にパーツの対ドル連動性は0.92を示し、この時期安倍政権下において急激な円安が進行した円には全く反応しなかった点は注視すべきである。パーツ高騰期においてタイは実効為替相場の安定化よりも対ドル安定化を優先し、実効為替相場の高騰を黙認したといえる。

タイ銀行がパーツ高を積極的に抑制しなかったことは金融政策や外貨準備の蓄積状況にも見て取れる。金融政策においては、インフレ懸念から2011年以降連続的に引き上げられ、8月には3.5%まで上昇していた政策金利は、2011年11月から2012年10月にかけて2.75%まで段階的に引き下げられたが、パーツが急騰した2013年前半には引き下げは行われなかった。2013年2月、4月、5月に開かれたMPCの議事録によると、会合ではパーツ高を抑制するために金利の引き下げを主張する意見も出されたが、金利格差と資本フローとの間には明瞭な関連性は認められ

表5 2011年以降の通貨バスケット・ウエイトの推計(ニューメール：スイスフラン)

期 間	定数項	ドル	円	ユーロ	R <sup>2</sup>	D.W.
11:01-14:04	0.00008	0.71380***	0.03996***	0.23051***	0.80467	1.88403
11:01-11:04	0.00004	0.85551***	0.03284	0.15351***	0.85918	1.72424
11:05-11:08	0.00003	0.77431***	0.05536	0.15193***	0.92556	1.73348
11:09-11:12	0.00026	0.65699***	0.08217	0.27815***	0.89896	1.96431
12:01-12:04	-0.00013	0.61285***	0.02444	-0.01135	0.66448	2.22163
12:05-12:08	0.00001	0.49576***	0.14186	-0.35450	0.74509	2.21911
12:09-12:12	-0.00020	0.73257***	0.01603	0.43169***	0.77956	1.61931
13:01-13:04	-0.00042	0.92202***	0.01811	0.08084	0.70450	1.45492
13:05-13:08	0.00107	0.64601***	0.12807*	0.58892***	0.73184	2.09301
13:09-13:12	0.00054	0.58773***	-0.02934	-0.00076	0.41858	1.87232
14:01-14:04	-0.00043	0.75056***	0.13377	0.34462	0.66569	2.05380

ないとして、すでにタイの輸出が悪化していたにもかかわらず、パーツ高の抑制を意図した金利の引き下げは見送られた。また、外貨準備をみると（図7）、タイは2012年9月以降その保有高を減らしており、2012年9月に1,830億ドル余りであった外貨保有高は、2013年6月には約1,700億ドルとなっている。このことはタイがパーツ高期において一方的なドル買いの市場介入を実施しなかったことを示している。さらに同時期、タイ銀行は他の新興国に見られた資本流入措置を導入せず、むしろ2012年10月に「資本勘定自由化マスタープラン」を提出し、海外投資の促進と共に、外国為替取引の制限を緩和することで民間レベルにおける為替リスク管理の強化を図った。

タイがパーツ高を容認した背景には、タイの輸出部門のパーツ高や海外需要の変化に対する適応力が向上したとの認識がある。タイ銀行は2013年4月の『金融政策レポート』（Bank of Thailand, 2013）の中で、パーツ高や世界経済危機の中にあってもタイが輸出の拡大を達成した理由として、①輸出市場と決済通貨の多様化、②産業構造の高度化、③為替リスクヘッジの実践、④輸出者によるナチュラルヘッジの4点を指摘している。これらのうち最も注目すべき視角は輸出市場や輸出品目の多様化と決済通貨多様化の相互関連性と動向であろう。タイの輸出先は2001年においては約60%が日、米、欧の先進諸国、約40%が他のASEAN諸国、中国、インド、オーストラリアなどのアジア太平洋諸国であったが、2012年にはその比率は逆転した。また輸出品目では自動車、化学、機械・部品等がシェアを伸ばす一方、衣料品、皮革製品、家具、第一次産品といった低付加価値製品のシェアは低下しつつある。また同レポートの資料によると、決済通貨に占めるドルの割合は2001年の約85%から2012年に約80%と低下する一方、パーツが2001年の約5%から、2012年に約10%

と倍増している。市場の多様化、製品の多様化が直ちに決済通貨の多様化を導くものではないことは日本の経験からも明らかであるが、今後の動向は注視する必要がある。

2011年以降におけるタイの為替相場管理政策の自由変動性志向の高まりは、2000年5月に導入された新金融フレームワークの下での実効為替相場安定を目的とした管理変動相場制度からの転換と位置付けることができる。しかし今後自由変動性が単線的に進行すると想定することは早計である。日、米、欧の回復を受けて他の東アジア諸国が輸出成長力を回復させる中、2013年第2四半期以降、タイの輸出は前年同期比でマイナス成長を続けているからである。タイ銀行は、2014年6月の『金融政策レポート』（Bank of Thailand, 2014）の中で、タイの輸出競争力に対する楽観的な見方を翻し、日、米、欧の経済成長と東アジアの輸出とのリンクの希薄化、南米諸国や東欧諸国への直接投資による東アジア生産・輸出の代替、金融危機後の先進国における単位労働コストの低下、タイ輸出産業の携帯端末など消費者嗜好の変化への対応能力の欠如等を指摘し、輸出志向産業が従来のようにタイの成長エンジンとして機能することに懐疑的な見解を示した。タイの輸出低迷が長期化する場合、再びパーツの上昇を抑制するための大規模な為替介入と金融政策が実施される可能性は否定できない。自由変動性の下で産業構造の高度化と国内市場の拡大が実現し、これがさらなる為替相場の自由変動性と金融政策の自由度を向上させる—こうした長期目標の達成に向けたタイの試みは始まったばかりである。

## おわりに

本稿では、パーツの実効為替相場の変動に着目し、2000年5月に確立した新たな金融フレームワーク以降のタイの為替相場政策を5つの時期区分によって考察してきたが、分析の結果、

政策転換の視点から次の4つの時期に区分することが適切である。それらは、2000年5月から2006年11月までのドル円連動に基づくパーツの低位安定期、2006年12月から2008年2月までの過渡期、2008年3月から2011年末までのドルユーロ連動期、2012年以降の自由変動性志向的なドルユーロ連動期である。2012年以降のドルユーロ連動期以降におけるタイの為替相場政策は、外貨準備の蓄積を行っていない点、ユーロとの連動性が断続的である点、減価した円との連動性の回復が観察されない点など、従来の実効為替相場の安定化を重視する政策とは大きく異なっており、新たな為替相場政策の転換点となる可能性がある。

しかし、分析から明らかになったことは政策の転換だけではない。ポスト通貨危機においても一貫してドルとの連動性が検出されることに注視すべきである。パーツの管理にとってドルは基準通貨としての非対称的な役割を果たし続けており、ドルとの連動性がドルペッグ離脱後に単線的に失われつつあるわけではない。連動性は、市場の混乱期に一時的に高まるなど、裁量的に調整されていると考えられる。2012年以降の自由変動性志向的な為替相場政策の転換も、ドル連動性の継続性を遮断するには至っていない。

本稿の分析により、タイは、先進諸国によって引き起こされた金融政策、通貨、資本流入の不安定化といった環境下で、一層裁量性の高い為替相場管理を実践していたことが明らかになった。タイの為替相場管理は、ドル、円、ユーロの先進国通貨間の中長期的な変動に対しては各通貨の連動性の度合い、対象通貨を変更することによりうまく対処してきたといえる。しかし、2006年末以降や2013年前半のように、先進国から新興国へ向かう大規模な投機的資金流入に伴う本国通貨の不安定化を未然に防ぐことはできなかった。投機的資金に対し、タイ

は2006年末には資本流出への直接的介入により対処し、2013年には為替相場の乱高下＝自由変動性を許容することによる対応を選択した。

自由変動性への志向が危機回避のための過渡的な措置であるのか、長期的な為替相場政策の転換であるのかを現時点において判断することはできない。最も大きな影響を与えるのが人民元の動向であると思われる。本稿ではタイの為替相場政策と中国の為替相場政策との関連性を分析することはできなかった。しかし、2005年末から2006年のパーツの不安定性は、人民元改革の不透明性から東アジア通貨全体が元に連動して不安定化したことによりもたらされたものであり、また2010年後半には、人民元相場柔軟化の動きがパーツをはじめとする東アジア通貨全体の上昇を誘発するなど、人民元は2000年代後半以降、東アジア通貨の動向に大きな影響を与えている。また元相場の動向はパーツの対ドル連動性にも関連があると考えられる。今後検証していきたい。

## 注

- 1) IMFは1998年以降、各加盟国の為替相場制度を法制上の分類ではなく、IMFスタッフの分析に基づく事実上の運用に従って類型化しているが、2009年に分類方法を改正した。この中で従来 Managed Floating (管理変動制)、Independently Floating (独立変動制)に区分されていた Floating (変動相場制)のサブカテゴリーは、それぞれ、Floating (変動制)、Free Floating (自由変動制)に改められ、タイも、現在 'Floating' に分類されている。本稿では、2000年以降を考察対象としていること、為替相場の政策面に焦点を当てていることと理由で、改正後の期間についても「管理変動相場制度」の用語を使用している。
- 2) Bank of Thailand ホームページ掲載資料 "Exchange Rate and Effective Exchange rates" (<http://www.bot.or.th/English/Monetarypolicy/Target/ExchangeRates/Pages/ExchangeRate.aspx>) 参照。引用文の日本語訳は筆者によるものである。
- 3) IMFは「2012年決定」(An Integrated Surveillance Decisions)においてIMF協定第4条に定められた加盟国の義務に則る政策策定のための原則を次のように定めている。このうち原則Aは加盟国の「義務」で、原則B-Eは「推奨」とさ

れる。また原則 E は「2007年決定」には存在せず、「2012年決定」において新たに追加された項目である。なお、日本語訳は筆者による。詳細は IMF (2012) を参照せよ。

原則 A 加盟国は効果的な国際収支調整を妨げたり、他の国に対する不公正な競争上の優位性を獲得する目的で為替相場や国際通貨システムを操作してはならない。

原則 B 加盟国は、特に為替相場の破壊的、短期的な変動に特徴づけられるような無秩序な状況に対応するために必要な場合には、為替市場に介入すべきである。

原則 C 加盟国は、介入政策において、介入の対象通貨国を含め、他の加盟国の利益を考慮すべきである。

原則 D 加盟国は、国際収支の不安定に帰するような為替相場政策を回避すべきである。

原則 E 加盟国は、国内不安定性を引き起こすような国内の経済及び金融政策を回避するよう努めるべきである。

- 4) 2009年以降の IMF の分類法では為替制度は、自国通貨を持たない国とカレンシーボード国から構成される Hard Pegs、通常の固定相場制度やクロリングベッグに代表される Soft Pegs、自由フロート制と基本的には市場取引のよって決定されるが、通貨当局の裁量的判断に基づいて管理されるフロート制から構成される Floating Arrangements、他のカテゴリーには属さず政策の頻繁な変更によって特徴付けられる Residual (Other Managed Arrangement) に分類される。2013年時点におけるそれぞれの国数は Hard Pegs 25ヶ国、Soft Pegs 82ヶ国、Floating Arrangements 65ヶ国、Residual (Other Managed Arrangement) 19ヶ国となっている。
- 5) タイがインフレターゲットの導入を検討していた当時、新興国におけるインフレターゲット政策の採用については、中央銀行の独立性、財政赤字の存在、金融市場の未整備、為替相場の変動による国内経済への影響、インフレ予見の困難性などの観点から否定的な見解が多かった。これらの議論については、Corrinne and McCauley (2003)、Carare and Stone (2003)、Masson, Savastano and Sharma (1997)、Stone (2003) などを参照。
- 6) Stone (2003) における分類。Stone はインフレターゲット政策を、インフレ目標を最優先の政策目標とすることができない「疑似インフレターゲット (Inflation Targeting Lite)」、[「完全なインフレターゲット (Full-fledged Inflation Targeting)」、明示的にはインフレターゲットを設定していない「折衷的インフレターゲット (Eclectic Inflation Targeting)』に分類し、タイはイギリス、カナダなどの先進国、韓国、ブラジル、メキシコなど他の10ヶ国の新興国とともに「完全なインフレターゲット」に分類された。なお当時の日本は「折衷的なインフレターゲット」に分類されている。
- 7) Corrinne and McCauley (2003) を参照。
- 8) 不胎化率は当該年の (中央銀行外貨資産純増

額 - ベースマネー純増額) / 中央銀行外貨資産純増額で計算した。

- 9) Baig (2001) では通貨危機前後における韓国、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンの東アジア5ヶ国の為替相場管理の検証において、ニューメレール通貨としてスイスフランと英国ポンドを利用することにより、推定結果の信憑性を確認している。
- 10) Bank of Thailand Financial Markets Operations Group (2004) を参照。
- 11) タイがパーツ高を容認した理由は、2006年が物価上昇期であったことと、パーツ高にも関わらず、タイの貿易収支 (経常収支) が輸出の順調な伸びを背景に、2006年後半以降急速に改善したからである。Bank of Thailand (2008) は、その要因として、①輸出競合国との関係ではパーツ高とはなっていないこと、②製品、市場、及び建値通貨の多様化が進んでいることを指摘している。
- 12) 独立行政法人経済産業研究所ホームページ (<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>) 参照。
- 13) 2008年11月から連続的な金利の引き下げを行う以前、タイ銀行はインフレ懸念から2008年8月から2度にわたり金利を引き上げた。この段階では、アメリカ経済の回復が予想よりも好転しており、深刻な不況突入は予測していなかった。
- 14) その後パーツは、一旦1ドル=31パーツまで回復するが、米国の出口戦略、中国経済の低迷を背景とした東アジア地域における経済成長率の低下といった海外要因に国内政治不安も重なり、2014年1月にかけて1ドル=33パーツまで下落した。
- 15) ナチュラルヘッジとは自動車部門、石油化学部門等の輸出業者が資本財や中間財の輸入において享受する自国通貨高の恩恵のことである。

## 参 考 文 献

- Anderson, Harald, Habermeier, Karl, Kokenyne, Annamaria and Veyrune, Romain (2009), "Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements," *IMF Working Paper 09/211*.
- Baig, Taimur (2001), "Characterizing Exchange Rate Regimes in Post-Crisis East Asia," *IMF Working Paper WP/01/152*.
- Bank of Thailand (2010), *Inflation Report*, October 2010.
- Bank of Thailand (2013), *Monetary Policy Report*, April 2013.
- Bank of Thailand (2014), *Monetary Policy Report*, June 2014.
- Bank of Thailand Financial Markets Operations Group (2004), "Foreign Exchange Policy and Intervention in Thailand," Paper prepared for the BIS Deputy Governors' meeting on "Forex Intervention: Motives, Techniques and Implications in Emerging Markets", BIS, Switzerland, 2-3 December 2004.

- Carare, Alina and Stone, Mark R. (2003), "Inflation Targeting Regimes," *IMF Working Paper WP/03/09*.
- Disyatat, Piti, Pongsaparn, Runchana and Waiquamdee, Atchana (2005), "Effective Exchange Rates and Monetary Policy: The Thai Experience," *Bank of Thailand Discussion Paper, DP/04/2005*.
- Frankel, Jeffrey A. and Wei, Shang-J. (1994), "Yen Block or Dollar Block? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies," in Takatoshi Ito and Anne O. Krueger eds., *Macroeconomic Linkages: Savings, Exchange Rates and Capital Flows*, Chicago: Chicago University Press.
- Ho, Corrinne and McCauley, Robert N. (2003), "Living with Flexible Exchange Rates: issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies," *BIS Working Papers No. 130*.
- International Monetary Fund (2012), "Modernizing the Legal Framework for Surveillance—An Integrated Surveillance Decisions", prepared by the Legal and Strategy, Policy and Review Departments, *IMF Policy Papers*, June 26.
- International Monetary Fund (2013), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, IMF, Washington, D.C.
- Grenville, Stephen and Ito, Takatoshi (2011), *An Independent Evaluation of the Bank of Thailand's Monetary Policy under the Inflation Targeting Framework, 2000–2010* (<http://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/Documents/GrenvilleItoV10>).
- Masson, Paul R., Savastano, Miguel A. and Sharma, Sunil (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries," *IMF Working Paper 97/130*.
- Stone, Mark R. (2003), "Inflation Targeting Lite," *IMF Working Paper WP/03/12*.