

## 2000年以降の東アジア通貨政策

### ——通貨バスケットか緩やかなドルペッグか——

小笠原 礼 以\*

#### 目 次

##### はじめに

1. 東アジア通貨危機後の通貨政策  
～通貨バスケットか緩やかなドルペッグか～
  2. 2000年代後半－2011年前半期の通貨政策
  3. 2000年代のバスケット構成通貨の決定要因
- おわりに

##### はじめに

2008年から継続する世界的金融混乱は東アジア通貨、通貨政策にも大きな影響を与えている。最も大きく変動しているのが円とウォンである。日本では、2008年以降ほぼ一貫して円高傾向が続き、2008年1月を基準とした場合、円の対ドル相場は2009年1月時点で約16%、2011年6月時点では約25%、大幅に上昇した。他方韓国では、ドル－ウォン相場は2008年1月の1ドル940ウォンから2009年3月に1ドル1,450ウォンまで50%以上下落し、その後徐々に増価してきているものの、2011年6月時点において1ドル1,080ウォンと2008年以前の水準を回復していない。その他の東アジア通貨（シンガポール・タイ・マレーシア・台湾・インドネシア）は円とウォンの中間に位置し、2009年3月ごろをボトムに対ドルで約5%（シンガポール）～30%（インドネシア）程度下落したのち、2011年6月時点で全ての通貨が2008年1月時点の価値を回復した。しかし最も価値上昇したシンガポールドルでもその上昇率は13%程度である。一方、

中国は2005年7月に放棄した対ドルペッグを2008年7月頃から2010年6月にかけて再導入し、その間人民元を1ドル6.82～6.83元前後に固定したが、その後は年率約5%のスピードで切り上げを行っている。（香港は一貫してドルペッグを維持している。）以上のような東アジア通貨の外的ショックに対する非対称的な反応は、円の他の東アジア諸国通貨に対する増価のみならず、東アジア諸国通貨全体においても相互に大きな乖離を引き起こしている。

本稿では、主に2000年－2011年（7月末）までの東アジア通貨の対ドル・円との連動性の分析を通じて、一旦確立されたかに見えた円を構成通貨とする東アジア諸国の通貨バスケット制が通貨危機後から2000年代半ばまでに観察された一時的現象にすぎなかったことを検証する。これまでの多くの実証分析により、1997年通貨危機以降の東アジアでは公式的、非公式的にドルを最も重要な管理対象通貨とする通貨バスケット政策を採用していること、バスケット構成は国によって、また同一国であっても時期によって変動することなどが示されてきたが、とりわけ危機前からの最も大きな変化として注目されたのが、東アジア諸国による円のバスケット構成通貨としての採用であった。しかし、東アジア通貨の対円連動性は、2000年代後半の世界的金融混乱の中で、突如、消滅した。円を含む東アジアの事実上の通貨バスケット政策は、ドルペッグ政策に代わる新しい通貨政策の基軸を意味したわけではなかった。

\* 広島経済大学経済学部准教授

## 1. 東アジア通貨危機後の通貨政策 ～通貨バスケットか緩やかなドルペッグか～

Frankel (1992), Frankel and Wei (1994) による先駆的研究以降、東アジア諸国の通貨政策に関し数多くの実証分析が行われてきたが、それら分析を通じて明らかにされたことの一つは1997年通貨危機以降の東アジア対ドルペッグ政策の動揺である。通貨危機後の東アジア通貨には、危機直後から1998年半ばにおける対ドル連動性の低下と2000年代初期にかけての回復、その後2000代半ばにかけての円連動性の上昇（ドル連動性の低下）という大きな波があった。しかしこうした連動性変動の解釈に関しては、東アジア地域のドル基軸システムをプレトンウズⅡとして肯定的に捉えるか<sup>1)</sup>、あるいは新たな地域的通貨制度の確立を目指すべきかという政策目標上の相違を反映して、従来のドルペッグ政策からの転換を重視する立場とその持続性を重視する立場の二つの異なる見方がある。

### 通貨バスケット

東アジア諸国における通貨政策の転換を重視する見解は、Williamson (2000), Kawai (2007, 2008), Ogawa (2007), Ito (2007), Ogawa and Kawasaki (2007) などにおいて示されている。彼らは、通貨危機を教訓として、東アジア諸国が危機後（特に2000年以降）ドル、円を中心とする事実上の通貨バスケット政策に移行したことを積極的に評価するとともに、さらにこれを進めて（共通）通貨バスケットに基づく為替相場協調体制の構築を提唱している。

表1、表2は、Kawai (2008) において示されている1990年1月から2006年4月までの東アジア12か国（地域）の通貨バスケット推計のうち、ドルと円についての推計値を、香港、韓国、シンガポール、台湾、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイについて纏めたものである。この表から、通貨危機以前ほぼ完全にドルにペッグしていた東アジア諸国が、危機後円ウエイトを大幅に引き上げたことが読み取れる。シンガポール、タイ、マレーシア、韓国では通貨危機以前にも円ウエイトに有意な時期がみら

表1 1990年－2006年期間におけるドルウエイトの推計値 (Kawai, 2008)

	香 港	韓 国	シンガ ポール	台 湾	インド ネシア	マレーシア	フィリピン	タ イ
90/01－91/06	0.992 <sup>※※</sup>	1.007 <sup>※</sup>	0.740 <sup>※※</sup>	0.885 <sup>※※</sup>	0.956 <sup>※※</sup>	0.908 <sup>※※</sup>	1.029 <sup>※※</sup>	0.955 <sup>※※</sup>
91/07－92/12	0.997 <sup>※※</sup>	1.029 <sup>※※</sup>	0.749 <sup>※※</sup>	0.986 <sup>※※</sup>	1.002 <sup>※※</sup>	0.889 <sup>※※</sup>	1.050 <sup>※※</sup>	0.960 <sup>※※</sup>
93/01－94/06	0.992 <sup>※※</sup>	1.012 <sup>※※</sup>	0.811 <sup>※※</sup>	0.988 <sup>※※</sup>	0.997 <sup>※※</sup>	0.896 <sup>※※</sup>	0.995 <sup>※※</sup>	0.967 <sup>※※</sup>
94/07－95/12	0.997 <sup>※※</sup>	0.981 <sup>※※</sup>	0.787 <sup>※※</sup>	0.950 <sup>※※</sup>	0.992 <sup>※※</sup>	0.865 <sup>※※</sup>	0.980 <sup>※※</sup>	0.875 <sup>※※</sup>
96/01－97/06	0.998 <sup>※※</sup>	0.956 <sup>※※</sup>	0.790 <sup>※※</sup>	0.925 <sup>※※</sup>	1.010 <sup>※※</sup>	0.907 <sup>※※</sup>	1.005 <sup>※※</sup>	0.832 <sup>※※</sup>
97/07－98/12	1.001 <sup>※※</sup>	1.152 <sup>※※</sup>	0.648 <sup>※※</sup>	0.877 <sup>※※</sup>	0.495	0.779 <sup>※※</sup>	0.879 <sup>※※</sup>	0.608 <sup>※※</sup>
99/01－00/06	0.999 <sup>※※</sup>	0.944 <sup>※※</sup>	0.819 <sup>※※</sup>	0.960 <sup>※※</sup>	0.858 <sup>※※</sup>	1.004 <sup>※※</sup>	0.919 <sup>※※</sup>	0.824 <sup>※※</sup>
00/07－01/12	0.999 <sup>※※</sup>	0.820 <sup>※※</sup>	0.777 <sup>※※</sup>	0.982 <sup>※※</sup>	1.119 <sup>※※</sup>	1.001 <sup>※※</sup>	0.955 <sup>※※</sup>	0.823 <sup>※※</sup>
02/01－03/06	1.000 <sup>※※</sup>	0.760 <sup>※※</sup>	0.673 <sup>※※</sup>	0.898 <sup>※※</sup>	0.864 <sup>※※</sup>	1.001 <sup>※※</sup>	0.867 <sup>※※</sup>	0.752 <sup>※※</sup>
03/07－04/12	0.982 <sup>※※</sup>	0.806 <sup>※※</sup>	0.640 <sup>※※</sup>	0.902 <sup>※※</sup>	0.817 <sup>※※</sup>	1.002 <sup>※※</sup>	0.923 <sup>※※</sup>	0.780 <sup>※※</sup>
05/01－06/04	0.992 <sup>※※</sup>	0.661 <sup>※※</sup>	0.593 <sup>※※</sup>	0.803 <sup>※※</sup>	0.715 <sup>※※</sup>	0.972 <sup>※※</sup>	0.865 <sup>※※</sup>	0.691 <sup>※※</sup>

※※、※ はそれぞれ1%、5%水準で有意であることを示す。

れるが、係数は小さく、シンガポールと96年1月－97年6月期のタイを除いて、その推計値は0.1にも満たない。しかし、その後97年7月－98年12月の混乱期を経て、円ウエイトは韓国、シンガポール、台湾、タイで顕著に上昇し0.2～0.3の推計値を示す一方、ドルウエイトの低下が確認できる。また、インドネシアにおいても円ウエイトが安定的な有意性を示しているわけではないが、ドルウエイトの推計値には明らかな低下傾向が見て取れる。Kawai はこれらの検証結果から、公式的に通貨バスケット制を採用しているシンガポールに加え、韓国、タイ、台湾も、事実上通貨バスケットを参照とした管理変動相場制度へ移行したと判断できると指摘した。

同様の分析は伊藤・織井（2007）においても行われている。伊藤・織井は、1997年第3四半期から2004年第4四半期における東アジアの9か国（地域）通貨について、それぞれのバスケット構成に占めるドル、円、ユーロのウエイトを前期1997Q3～2001Q1、後期2001Q2～2004Q4のサンプル期間に分割し、検証している。表3はそれら検証結果のうち、中国を除く8か国（地域）のドルと円のウエイトについて纏めたものである。伊藤、織井はこれらの検証結果から、香港、マレーシア、台湾では厳格なドルペッグ政策が採用されている一方、韓国、シンガポール、タイにおいては円のウエイトが有意にゼロと異なり、またある程度の大きさが観察される

表2 1990年－2006年期間における円ウエイトの推計値（Kawai, 2008）

	香 港	韓 国	シンガ ポール	台 湾	インド ネシア	マレーシア	フィリピン	タ イ
90/01－91/06	-0.001	-0.014	0.084 <sup>***</sup>	-0.003	0.030	0.050 <sup>***</sup>	0.038	0.031 <sup>*</sup>
91/07－92/12	-0.010	-0.015	0.126 <sup>***</sup>	0.033	-0.005	0.037	-0.107	0.020
93/01－94/06	0.001	-0.020 <sup>*</sup>	0.080 <sup>***</sup>	0.059	0.010	0.023	-0.009	0.012
94/07－95/12	0.000	0.080 <sup>***</sup>	0.164 <sup>***</sup>	0.065 <sup>***</sup>	-0.015	0.083 <sup>***</sup>	0.060	0.069 <sup>***</sup>
96/01－97/06	0.009 <sup>***</sup>	0.065 <sup>***</sup>	0.113 <sup>***</sup>	0.018	0.001	0.044 <sup>***</sup>	-0.005	0.178 <sup>***</sup>
97/07－98/12	0.007 <sup>*</sup>	0.044	0.353 <sup>***</sup>	0.090 <sup>***</sup>	0.684 <sup>*</sup>	0.364 <sup>***</sup>	0.288 <sup>***</sup>	0.312 <sup>***</sup>
99/01－00/06	0.001	0.065 <sup>***</sup>	0.124 <sup>***</sup>	-0.001	0.258 <sup>*</sup>	-0.003	0.085 <sup>***</sup>	0.123 <sup>***</sup>
00/07－01/12	0.000	0.304 <sup>***</sup>	0.198 <sup>***</sup>	-0.015	0.022	0.000	0.026	0.201 <sup>***</sup>
02/01－03/06	0.000	0.286 <sup>***</sup>	0.299 <sup>***</sup>	0.066 <sup>***</sup>	0.091	0.000	0.086 <sup>*</sup>	0.207 <sup>***</sup>
03/07－04/12	0.021 <sup>***</sup>	0.224 <sup>***</sup>	0.245 <sup>***</sup>	0.103 <sup>***</sup>	0.197 <sup>***</sup>	-0.003	0.049	0.219 <sup>***</sup>
05/01－06/04	0.028 <sup>***</sup>	0.267 <sup>***</sup>	0.308 <sup>***</sup>	0.152 <sup>***</sup>	0.144	0.037	0.089 <sup>*</sup>	0.296 <sup>***</sup>

※※、※ はそれぞれ1％、5％水準で有意であることを示す。

表3 1997Q3－2004Q4期間におけるドル（上段）・円（下段）ウエイトの推計値（伊藤 織井 2007）

	香 港	韓 国	シンガポール	台 湾	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タ イ
1997Q3～ 2001Q1	0.99844 <sup>***</sup>	1.05552 <sup>***</sup>	0.70416 <sup>***</sup>	0.90138 <sup>***</sup>	0.69503 <sup>***</sup>	0.82725 <sup>***</sup>	0.87674 <sup>***</sup>	0.69667 <sup>***</sup>
	0.00276 <sup>***</sup>	0.06493	0.25199 <sup>***</sup>	0.05363 <sup>*</sup>	0.48438 <sup>***</sup>	0.18880 <sup>***</sup>	0.18135 <sup>***</sup>	0.25407 <sup>***</sup>
2001Q2～ 2004Q4	0.98995 <sup>***</sup>	0.76489 <sup>***</sup>	0.65091 <sup>***</sup>	0.91059 <sup>***</sup>	0.89231 <sup>***</sup>	1.00155 <sup>***</sup>	0.92220 <sup>***</sup>	0.76155 <sup>***</sup>
	0.00627 <sup>***</sup>	0.24300 <sup>*</sup>	0.27329 <sup>***</sup>	0.04921 <sup>***</sup>	0.12100 <sup>***</sup>	-0.00064	0.06400 <sup>***</sup>	0.18104 <sup>***</sup>
全期間	0.99470 <sup>***</sup>	0.92850 <sup>***</sup>	0.67633 <sup>***</sup>	0.90365 <sup>***</sup>	0.73106 <sup>***</sup>	0.88512 <sup>***</sup>	0.88115 <sup>***</sup>	0.71179 <sup>***</sup>
	0.00391 <sup>***</sup>	0.12011 <sup>***</sup>	0.25836 <sup>***</sup>	0.05213 <sup>***</sup>	0.37730 <sup>***</sup>	0.13189 <sup>***</sup>	0.14743 <sup>***</sup>	0.23177 <sup>***</sup>

※※※、※※ はそれぞれ1％、5％水準で有意であることを示す。

ため、通貨バスケット政策を運営していると考えられると指摘した。またインドネシア、フィリピンについては円のウエイトに有意性が観察される時期があるものの、ウエイトは小さいか、あるいは変動が激しいためにウエイトを確定するには至らず、為替レート管理が持続的に運営されている可能性は乏しいと指摘した。

#### 緩やかなドルリンク

他方、通貨危機によって従来の厳格な対ドルベッグは崩れたものの、依然として東アジア地域は緩やかなドルベッグを維持しているとする、ドルベッグ政策の持続性を重視する見解も示された。McKinnon は、韓国、タイ、シンガポールなどにおいては危機後バスケット構成におけるドルのウエイトが若干低下したことは認めるものの、東アジア通貨の日次ベースにおける対ドル変化率の標準偏差（ボラティリティー）は危機前の水準に戻りつつあると指摘した。変化率の標準偏差は、バスケット構成通貨の基準ウエイトからの乖離に対する通貨当局の許容度を示す指標といえ、この値が低いほど当該通貨に対し rigid に自国通貨を連動させていることを表

す。表4及び表5は、McKinnon and Schnabl (2004a, 2004b) において示された通貨危機前後におけるアジア通貨為替レートのドルに対する日次変化率（high-frequency volatility）と月次変化率（low-frequency volatility）の標準偏差をそれぞれまとめたものである。これらの表から、各国通貨の対ドルボラティリティーは、日次、月次ベースともに通貨危機期間中に著しく上昇したが、危機後すべての国で大きく低下し、とりわけ日次ベースでは、台湾、フィリピンにおいて2003年には危機以前の水準に、またタイについても危機前とほぼ同水準にまで低下していることが読み取れる。これらを踏まえ McKinnon は、危機以前から対ドルハードベッグを維持し続けた中国、香港、危機後ハードベッグを導入したマレーシアに加え、他の東アジア諸国もソフトなドルベッグ政策に復帰しつつあると主張した。同様の分析は大野・福田（2005）においても示されており、彼らは intra-daily データを使用してシンガポール、タイ、韓国ではマレーシアが対ドル固定相場制度を導入した1998年9月以降（特に2000年以降）ドルベッグへの回帰傾向が顕著となったこと、対ドル為替レートの

表4 東アジア通貨の対ドル日次変化率の標準偏差（McKinnon and Schnabl, 2004a, 2004b）

	香 港	韓 国	シンガ ポール	台 湾	インド ネシア	マレーシア	フィリピン	タ イ
Pre-crisis	0.02	0.22	0.20	0.19	0.17	0.25	0.37	0.21
Crisis	0.03	2.35	0.75	0.50	4.43	1.53	1.31	1.55
Post-crisis	0.00	0.44	0.27	0.21	1.15	0.01	0.53	0.39
2003	0.00	0.51	0.36	0.15	0.42	0.00	0.27	0.26

表5 東アジア通貨の対ドル月次変化率の標準偏差（McKinnon and Schnabl, 2004a, 2004b）

	香 港	韓 国	シンガ ポール	台 湾	インド ネシア	マレーシア	フィリピン	タ イ
Pre-crisis	0.08	1.01	0.76	1.01	0.26	1.06	1.19	0.43
Crisis	0.07	11.53	2.88	2.63	26.54	6.69	5.25	8.88
Post-crisis	0.04	1.96	1.20	1.37	5.28	0.00	1.71	1.62

日次変化率のみならず、水準そのもののボラティリティーも2003年ごろには危機前と同水準かそれ以下に低下していることを検証した。

#### 相違点と共通点

ドルペッグ制度からの転換を重視する見解とそれとの連続性を重視する見解の間には、為替レートが果たすべき機能（国際不均衡の調整メカニズム）に関する見解の相違がある。すなわち、通貨バスケット提唱者が貿易収支の変動を最小化しうる制度を最適な為替相場制度と定義するのに対し（Ito and Ogawa, 2002）、ドルペッグ提唱者はマクロ的には物価の安定を実現し、ミクロ的には為替変動リスクの削減に寄与する制度を最適な為替相場制度と捉えている。貿易収支の安定化には実質実効為替相場の安定化が必要であるが、実質実効為替相場の安定化を政策目標とした場合、各国通貨の対ドル相場の変動幅は拡大する（ドル相場の安定を政策目標とする場合に比べて）ため、貿易取引の大半がドル建てで行われている東アジアの自国通貨建て輸出入価格は不安定化する（McKinnon, 2004b）。各国における生産性格差を反映した非貿易財価格の変動による実質実効為替相場の調整（バラッサ＝サムエルソン効果）ではなく、為替相場の操作による実質実効為替相場（従って貿易収支）調整の必要性を認めるかどうかにおいて両者は意見を異にしている。そのため、通貨危機に対する評価に関しても、両者は1995年半ばから始まる「円安と東アジアのドルペッグ政策との相互作用」により東アジア諸国通貨が対円で切り上がり、これらの国の貿易収支が悪化することで生じた債務返済能力に対する疑念が危機の要因である点では共通しているが、通貨バスケット提唱者が円安ドル高に対する実効為替レートの調整を困難にした「ドルペッグ政策」を問題視するのに対し、ドルペッグ提唱者は「円安の進行」に問題点を求める。従って、

ドルペッグ論者は米国の物価安定を前提にユーロ、円といった主要通貨間（現在は元も加わる）の対ドル相場を安定化（固定化）する世界ドル本位制の実現を、通貨バスケット提唱者は、主要国通貨間の変動性を伴う複数基軸通貨体制を推奨することになる<sup>2)</sup>。

国際不均衡の発生と調整メカニズムに対する見解が異なる一方、両者には重要な共通点がある。東アジア地域における為替相場政策協調の必要性である。ドルペッグ論者がドル体制を強固なものにするために為替相場協力の必要性を主張するのは当然であるが、通貨バスケット論者も、ドルペッグ制度そのものは否定するものの、危機以前に東アジア地域においてドルペッグ制度が果たしていた域内通貨安定化作用、すなわち、対ドル相場を媒介として、東アジアが公式的な通貨協定を必要とすることなく地域内における通貨関係の安定化を実現していたことについては積極的に評価する。ドルという共通のアンカーを失うことで東アジア諸国通貨相互間の通貨価値が不安定化し、域内における貿易不均衡の拡大や貿易、生産、金融統合の進展が阻害されてしまうという懸念は両者に共通のものであった。例えば、Ito and Ogawa (2002) は、東アジア諸国は同時的に、単一のバスケットを参照とした為替相場管理をしなければ、「協調の失敗」が発生し、結果的にいずれの国も望ましくない通貨制度を選択してしまう可能性があることを指摘し、ウィリアムソン（2007）も、東アジア各国が個別のバスケットペッグを採用した場合に、逆に実効為替レートが不安定化する国が出てくることをシミュレーションによって示した<sup>3)</sup>。また、Kawai (2007) は、東アジアの域内貿易比率がEU レベルに達していること、膨大な直接投資の流入により垂直的生産ネットワークが確立されていること、金利・株価の連動性が高まっていること、GDP・個人消費・投資などの実物変数が日本および域内相互で高い



相関性をもって変動していること、ASEAN では EU 以上に労働市場の統合が進んでいることなどを指摘し、東アジアはすでに最適通貨圏の条件を備えていると主張した (Kawai, 2007)。すなわち、ドルベッグ論者と通貨バスケット論者の見解の相違は、為替相場の安定化を東アジア域内 (ASEAN+3 レベル) で実現すべきか、APEC レベル、さらにはドル・ユーロ・東アジア通貨を含む世界レベルで実現すべきかという空間的相違として捉えることもできる。

ブレトンウッズⅡとも評される一方で、東アジアレベルにおける為替相場協力の必要性に関する認識は、すでに2006年の第9回 ASEAN+3 財務大臣会議 (インド・ハイデラバード) において政策課題として具体化している。この会議において ASEAN+3 は、ASEAN+3 リサーチグループ (2003年の第6回マニラ会議において日本によって提案され、設置に合意) による「アジア地域の一層の金融安定に向けた地域通貨単位構築の手順の研究」を承認し、共通通貨バスケットに基づく為替相場協力を ASEAN+3 における正式な検討事項とした。その後、2008年金融危機を受け、国際通貨制度改革に関する議論が IMF, G20 を舞台に活発化する一方、共通通貨構想に関する具体的進展はしばらくみられなかったが、2010年にはチェンマイニシアチブのマルチ化 (CMIM) が発効したのに伴って、CMIM のサーベイランス・ユニットとして地域経済の監視・分析を行うための ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office; AMRO) の設置が合意され (2011年5月にハノイで開催された ASEAN+3 財務相会議において正式に設立が発表された。)、ここで将来地域通貨単位 (Regional Monetary Unit: RMU) を活用した各国の為替相場動向、為替相場政策に関するサーベイランスが開始される可能性もある。もしこれが実現すれば、欧州における ECU (European Currency

Unit) 同様、東アジア通貨統合にむけた第一段階として大いに注目される。2000年タイのチェンマイで開催された第2回 ASEAN+3 財務大臣会議において、緊急時の外貨 (ドル) 融通協定である二国間通貨スワップ取極に関する合意 (チェンマイニシアチブ) を軸に、通貨危機への対応=ドルシステムの安定化としてスタートした東アジアにおける通貨金融協力は、世界レベルにおける国際通貨改革の議論を横目に、脱ブレトンウッズⅡ=東アジア通貨制度の構築を視野に、重大な転機を迎えている<sup>5)</sup>。

## 2. 2000年代後半―2011年前半期の通貨政策

前節でみたように東アジア地域では、通貨危機後ドルベッグは動揺し、各国通貨の対ドル変動幅は拡大、不安定化した。その穴を埋めるかのように、多くの東アジアの国では通貨バスケットにおける円ウエイトに有意性が観察されるようになり、円はドルに次いで重要なバスケット構成通貨としての地位を確立する傾向が伺えた。共通通貨バスケット構想において、東アジア諸国が通貨危機以前のドルベッグに代替する通貨政策として一国レベルにおいて通貨バスケット政策を志向しているか否かは、通貨バスケットに基礎を置く為替相場政策協調を実現させるプロセスとして重要な意味を持つ<sup>6)</sup>。この節では東アジア各国通貨の円との連動性に焦点を当てながら、東アジアにおける通貨政策の現状について考察してみたい。

### 実証分析

東アジア諸国がドルベッグを放棄し、新たに通貨バスケットに基づく通貨政策を志向しているのであれば、それらの国々の通貨変動において、円、ユーロなどドル以外の通貨にある一程度の安定的なウエイトが観察されるはずである。そこで、前節でみた Kawai による分析期間を延長し、各国通貨価値の変動におけるドル、円、

ユーロのウエイトをそれぞれ推計し、円が通貨バスケット構成通貨としての地位を確立したかどうかを検証してみたい。分析期間は2005年1月から2011年7月で、Kawai (2008) と同様に18ヶ月間のサブピリオドを設定した。最終ピリオドは2011年1月から7月の8ヶ月間である。分析対象国は公式的に通貨バスケット制度を採用しているシンガポール、通貨危機後事実上のバスケット制度に移行したとされる韓国、台湾、タイ、2005年7月に公式的にドルペッグ制度を離脱したマレーシアの5か国にインドネシアを加えた計6か国である。また、推計モデルはFrankel and Wei (1994) と同様に、スイスフランをニュメレールとして、各国通貨の対スイスフランレート（日次レート）の対数階差をドル、円、ユーロの対スイスフランレートの対数階差で回帰させたものである。

$$\begin{aligned} \text{推計式 } \Delta \log e^{asia/sfr} = \\ a_0 + a_1 \Delta \log e^{usd/sfr} + \\ a_2 \Delta \log e^{jpy/sfr} + a_3 \Delta \log e^{eur/sfr} + \varepsilon \end{aligned}$$

$e^{asia/sfr}$  : 東アジア通貨対スイスフランレート

$e^{usd/sfr}$  : 米ドル対スイスフランレート

$e^{jpy/sfr}$  : 日本円対スイスフランレート

$e^{eur/sfr}$  : ユーロ対スイスフランレート

$\varepsilon$  : 誤差項

表6は検証結果である。表6によると、台湾、シンガポール、マレーシア、タイでは期間を通じて決定係数が高く、2000年代後半以降もこれらの国では継続的にドル、円、ユーロの変動を考慮しつつ通貨管理を実行していることが分かる。しかし重大な変化は前節表2の検証でみられた円との正の連動性が表6では観察されないことである。2000年代後半にはシンガポールでさえも円との正の連動性を喪失しており、通貨危機後に確立したかに見えたドルと円を中心とする事実上の東アジア通貨バスケット制は2007年頃までに消滅してしまっている。代わって有意な影響を示しているのがユーロである。ユーロは検証期間を通じて、ほぼ全ての国において高く、安定的なウエイトが検出されている。

表6 通貨バスケットにおけるドル・円・ユーロウエイトの推計

韓 国						
サンプル期間	定数項	ド ル	円	ユーロ	修正済み決定係数	D-W
全 期 間	0.00000	0.74303***	-0.34786***	0.60830***	0.40174	1.73269
05:01-06:06	-0.00038**	0.48849***	0.34926***	0.20947***	0.67464	1.91175
06:07-07:12	0.00013	0.68944***	-0.02388	0.57361***	0.71486	1.89631
08:01-09:06	0.00062	0.91410***	-0.63888***	0.67248***	0.37898	1.72198
09:09-10:12	-0.00045	0.60324***	-0.28751***	0.54648***	0.40159	1.91965
11:01-11:07	-0.00036	0.84736***	-0.17664***	0.35046***	0.82418	1.71103
台 湾						
サンプル期間	定数項	ド ル	円	ユーロ	修正済み決定係数	D-W
全 期 間	-0.00005	0.81530***	-0.00749	0.21785***	0.85767	1.83864
05:01-06:06	-0.00005	0.62941***	0.29645***	0.10190	0.84049	1.69795
06:07-07:12	0.00009	0.76304***	-0.07293***	0.27609***	0.85466	1.90674
08:01-09:06	0.00002	0.89018***	-0.08192***	0.19252***	0.87889	1.86191
09:09-10:12	-0.00035	0.83292***	-0.05202***	0.17962***	0.85171	1.98393
11:01-11:07	-0.00002	0.88994***	-0.05076***	0.20674***	0.91202	1.39941

## シンガポール

サンプル期間	定数項	ド ル	円	ユーロ	修正済み 決定係数	D-W
全 期 間	-0.00018***	0.66518***	-0.02931***	0.34799***	0.84612	2.02969
05:01-06:06	-0.00019**	0.57086***	0.29510***	0.18112**	0.88514	2.00792
06:07-07:12	-0.00011	0.67543***	-0.01804	0.45250***	0.82740	2.04622
08:01-09:06	-0.00005	0.67653***	-0.06787***	0.36137***	0.87623	2.13185
09:09-10:12	-0.00035***	0.66015***	-0.07544***	0.30458***	0.79699	1.94586
11:01-11:07	-0.00030*	0.70524***	-0.01052	0.31700***	0.90127	1.68849

## マレーシア

サンプル期間	定数項	ド ル	円	ユーロ	修正済み 決定係数	D-W
全 期 間	-0.00015**	0.82060***	-0.11468***	0.27494***	0.79939	1.90642
05:01-06:06	-0.00012*	0.89578***	0.08775***	0.08241**	0.94567	1.84021
06:07-07:12	-0.00012	0.74474***	-0.04327	0.58124***	0.77573	1.88828
08:01-09:06	0.00010	0.82268***	-0.11240***	0.24669***	0.84289	1.97493
09:09-10:12	-0.00043**	0.73722***	-0.19300***	0.29649***	0.60452	1.87443
11:01-11:07	-0.00012	0.75567***	-0.04109	0.30712***	0.87794	1.80120

## タ イ

サンプル期間	定数項	ド ル	円	ユーロ	修正済み 決定係数	D-W
全 期 間	-0.00015**	0.78330***	0.05254***	0.17450***	0.83647	1.97103
05:01-06:06	-0.00016	0.58769***	0.32445***	0.19792**	0.78215	1.81774
06:07-07:12	-0.00026*	0.80974***	0.00620	0.16706**	0.98315	2.02763
08:01-09:06	0.00002	0.82890***	0.01643	0.16096***	0.89090	2.02383
09:09-10:12	-0.00032***	0.83840***	0.00693	0.10875***	0.89841	1.92090
11:01-11:07	0.00000	0.77655***	0.04139	0.20271***	0.84932	1.86988

## インドネシア

サンプル期間	定数項	ド ル	円	ユーロ	修正済み 決定係数	D-W
全 期 間	-0.00008	0.84508***	-0.21657***	0.51832***	0.46592	2.23587
05:01-06:06	-0.00011	0.63144***	0.25867***	0.25560	0.39438	2.02294
06:07-07:12	0.00024	0.76009***	-0.08780**	0.74809***	0.63185	2.03959
08:01-09:06	0.00003	0.88650***	-0.32291***	0.92894***	0.48460	2.25264
09:09-10:12	-0.00033*	0.75521***	-0.12360***	0.15073***	0.59938	2.12230
11:01-11:07	-0.00033*	0.89638***	-0.03384	0.13222***	0.92053	2.04078

\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

シンガポールの変化は象徴的である。シンガポールは、通貨危機以前にはおよそドル80%、円10%、その後2000年代前半まではドル60%～70%、円20%～30%と円を長期にわたってドルに次ぐ主要なバスケット構成通貨としてきたが、2000年代後半には円とシンガポールドルとの連

動性は、逆相関性かもしくは有意なウエイトが観察されなくなっている。代わって、ユーロは期間を通じて30%を上回るウエイトを安定的に、有意に示している。2000年代後半のシンガポールは、ドル60%～70%、ユーロ30%～40%に基づくドルーユーロペッグ制とも表現すべき通貨



政策を実行している。

同様の現象は台湾、タイ、マレーシアについても生じている。例えば台湾では、2000年代前半期にはおよそドル90%、円10%のウエイトが有意に観察される一方、ユーロウエイトに関して有意性は観察されなかったが（表2参照）、2000年代後半にはおよそドル80%、ユーロ20%のウエイトが期間を通じて安定的に観察されるようになった。タイでも2000年代前半にはドル80%、円20%程度のウエイトであったのが、2000年代後半にはおよそドル80%、ユーロ20%弱と円とユーロの立場が完全に逆転している。また、マレーシアは2005年7月にドルペッグを離脱したのち、円ではなくユーロとの連動性を示すようになり、2000年代後半の通貨ウエイトはドルが約70%～80%、ユーロが20%～30%となっている。

韓国、インドネシアについても、時期によるばらつきが大きく、決定係数も他の国ほど高くないが、ほぼ同様のことが言える。韓国では2000年代前半には期間を通じて円に20%～30%のウエイトが有意に観察されたが、2000年代後半にはユーロに正の相関性が有意に観察される一方、円に対しては逆相関性が有意に観察されるようになった。このことはインドネシアについても当てはまる。

#### 共通通貨バスケット構想に対するインプリケーション

以上の検証結果から東アジアの事実上の通貨バスケット政策は2007年頃を境として大きく変容した可能性が高い。2000年代前半に観察されたドル、円を中心とする通貨バスケットは姿を消し、ドルーユーロバスケット制とも表現すべき通貨政策が出現している。円ー東アジア通貨間の連動性は、2000年代前半期に見られた一時的現象にすぎなかった可能性がある。

2000年代後半の出来事は東アジア共通バス

ケット構想にどのようなインプリケーションをもつだろうか。まず、この現象を東アジア地域においてユーロが安定的な通貨バスケットの構成通貨となったと解釈することは早計である。2000年代後半に円ウエイトが失われたことは、貿易、投資、生産、金融等実体経済における繋がりや東アジア諸国の通貨管理政策との間には有意な相関性が存在しないことを示唆する。ユーロ圏と日本との実体経済における相互依存性が2000年代半ばに逆転したわけではない。通貨ウエイトの構成が実体経済に基づいて決定されるものでないのであれば、ユーロとの連動性も2000年代後半の一過性的現象にすぎない可能性もある。検証結果は、東アジアを通貨危機以前のハードドルペッグとは異なるが、ドルを旋回軸として円とユーロを裁量的に調整するという意味で、緩やかな（ソフト）ドルペッグの範疇にあると捉えるべきことを示唆している。

2000年後半の現象がドルーユーロバスケット制の確立を意味するかどうかは定かではないものの、東アジア通貨の円からの乖離が東アジア通貨バスケット構想にとって持つ意味は極めて大きい。東アジア諸国が円との安定的な通貨関係の構築を重視していないことを明確にしたからである。通貨バスケットに基づく地域的為替相場政策協調構想には、大きく分類すると、円を含む東アジア通貨で構成される ACU (Asian Currency Unit)・AMU (Asian Monetary Unit) タイプとドル、円、ユーロの主要三通貨を構成通貨とする G3 タイプが存在するが、いずれの場合においても、日本にとってのメリットは東アジア通貨と円との安定化が実現することである。円との安定化という点では ACU・AMU タイプの方が強いが、G3 タイプの場合においても、円がドル、ユーロに対して切りあがった場合に東アジア通貨は3通貨の加重平均として変動するために、円の東アジア通貨に対する変動は、円に対するウエイト分、抑制される。2000

年代後半の現象は、日本にとっての域内為替相場の安定化の必要性和その実現困難性を同時に示したといえる。

### 3. 2000年代のバスケット構成通貨の決定要因

東アジア諸国の通貨バスケットから何故円が姿を消したのか。通貨バスケットに基づく為替相場管理では、中心レートは構造的要因（主として貿易構造）によって決定され、ある程度（10%～15%程度）の変動幅を許容しつつ、循環的要因、一過性的要因により小刻みに調整されることが望ましいと考えられてきた。ウィリアムソンによって提唱されてきたこの考え方はBBC（Band-Basket-Crawl）ルールとして知られるが、東アジアがこの考え方に基づいて通貨政策を運営していたのであれば、バスケット構成に占める円のウエイトは通貨危機以前からはるかに大きく、安定的であったはずで、また、2000年代後半に突如バスケット構成から消滅してしまう事態は起きなかったと思われる。東アジアの通貨政策は過去にも、1997年の通貨危機がhardドルベッグ制の終焉を導き、1998年のマレーシアのドルベッグ制の導入が他の東アジア諸国の対ドル回帰を促す（Fukuda, 2007）など、何らかのショックにより大きく変化した。2000年後半に生じた現象も実体経済構造の変化によるものではなく、ショックに対する反応と考える方が自然である。2000年後半に円との安定的な通貨関係を放棄した要因として着目したいのがバスケット構成国通貨間の為替相場の変動である。

#### バスケットウエイトの短・中期的調整と円ドルレート

これまでのいくつかの研究において東アジア諸国の通貨バスケットウエイトの変動要因の一つとして注目されてきたのが円ドル相場の動向

である。例えばTakagi（1999）は1980年から1995年の期間について円ドルレートの変動が東アジア通貨に与える影響を分析し、東アジア通貨は円ドル相場に対して非対称的に反応していることを指摘した。Takagiは1980年から1995年までに観察された円ドルレートの変動の中から8回の円高期と4回の円安期を抽出し、各期間における円ドル相場の変動と東アジア通貨の対ドル相場の変動との関係について検証し、パーツは円安期と円高期との間に差異はみられないこと、ウォンとリングは円安期には円ドルレートに強く連動し、シンガポールドルは逆に円高期に強く円ドルレートに連動する傾向があることを指摘した。

また清水（2003）は、1990年1月から2002年9月の期間について、まず東アジア諸国の通貨バスケットに占めるドル係数、円係数を算出し、次にそれらの係数を被説明変数、円ドル相場のボラティリティーとトレンドの傾きを説明変数とした回帰分析を行い、円ドル相場が各国通貨ウエイトに与える影響を分析した。その結果、シンガポール、タイ、マレーシアではボラティリティーが高まるとドルの係数を低めて円ウエイトを高める傾向があること、インドネシアを除く6つのアジア通貨全てにおいて円安傾向の時にドルのウエイトを下げ、円のウエイトを高める傾向があることなどを検証した。

同様の結果は、伊藤・織井（2007）でも得られている。表3で見たように伊藤・織井は、1999年から2004年の期間において韓国、シンガポール、タイに円ウエイトに関する有意性を検出したが、そのウエイトは安定的ではなく時期的な変動が大きいとして、同期間を対象に、円ウエイトの変動を引き起こす要因を分析した。彼らは円ウエイトを被説明変数とし、説明変数には円ドルレートのレベル、円ドルレート変化率、CPI変化率、鉱工業指数変化率、輸出額の変化率、各国短期金利の変化、アメリカ短期金

利の変化を設定して検証し、その結果、3カ国には固有性が強いものの、円ドルレートのレベル及び変化率、アメリカ短期金利の変化が有意な要因として影響していることを明らかにした。その中で特に円ドルレートの円安時及び円安方向への変化時に、各国通貨ウエイトに占める円ウエイトの比率が高まることを明らかにした。

これらの検証結果によって示されたことは、東アジア諸国では円安時と円高時とにおいて通貨バスケット構成を調整し、特に円安時にはドルウエイトを相対的に引き下げ、円ウエイトを高めることにより円との連動性を高める傾向にあるということである。このことは東アジア諸国が、BBCルールが想定するような通貨投機に対する予防的措置としてではなく、円ドル相場のうちの相対的に弱い通貨への連動性を高めることにより、国際競争力を維持する観点から通貨ウエイトの調整を行っていた可能性が高いことを示唆している。このことは逆に東アジアドルベッグ制度の重要な合理性の一つが、ドルの長期低落傾向にあったことの証でもある。

### 相関性による検証

バスケット構成通貨（ドル・円・ユーロ）相互間の変動が東アジア通貨とバスケット構

成通貨の連動性に与えている影響を、相関係数の時系列的变化を確認することにより確認してみたい。

まず円と東アジア通貨との相関性についてである。図1は、スイスフランをニュメラルとして、東アジア通貨の変化率と円の変化率との50営業日の相関係数を10営業日ずつシフトさせたものを2000年1月から2011年7月の期間についてグラフ化したものである（インドネシアについては変動幅が大きいため除外した）。為替相場は、管理相場制度であっても通貨当局の意図とは無関係に短期的に大きく変動するため、観察された結果を全て政策の帰結とみなすわけにはいかないが、相関係数の大きさは各国が通貨政策の対象としている通貨の変動に自国通貨をどの程度 rigid に追随させているかを判断する指標の一つとして有用である。また図2は同じ期間の円ドルレートの推移である。

図1から、円を通貨バスケットの構成通貨としていた2006年末頃まで東アジア諸国が円との連動性を短期的にも維持しようとしてきたこと、東アジア各国通貨変化率と円変化率の相関性には著しい相関性があることが分かる。一方、構成通貨がユーロに替わった2007年以降には相関係数が大きく不安定化するとともに、それまで

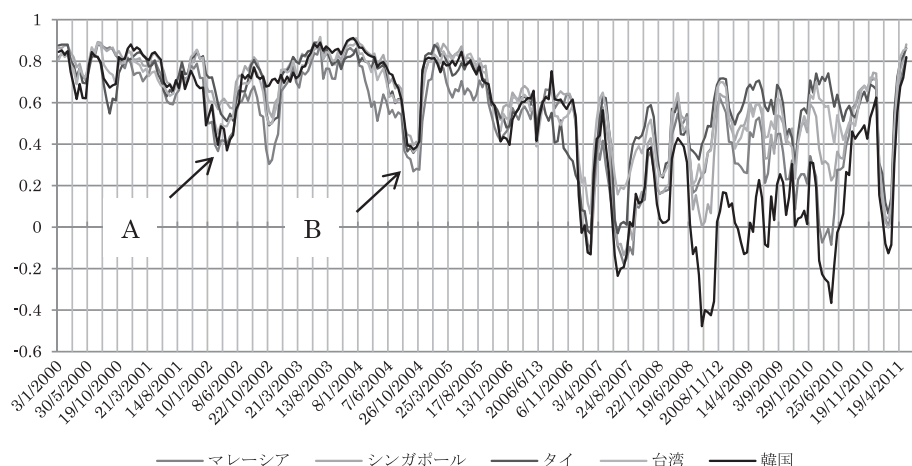


図1 東アジア通貨－円の相関性

見られていた各国間の連動性が相対的に失われていることが読み取れる。円ドル相場との関係性は、総じて相関性が高く維持されていた2000年代前半期における2度の大きな落ち込み、すなわち、2002年の4月頃（図1のA）と2004年中秋（図1のB）において顕著である。この時期、東アジア通貨の円との相関性は全ての国で大きく低下したが、2002年の4月は、同年の2月から3月にかけて1ドル130円まで進んだ円安傾向が反転した時期で、2004年秋はその円高がピークを迎え、2004年10月から11月末までの2か月間におよそ円が1ドル110円から103円と急騰した時期に相当する（図2参照）。一方、円が

ドルに対して下落する2000年から2001年期間、2004年冬から2006年期間の円安局面では、東アジア通貨の円との相関性は概して高くなっている。これらの観察結果は、先行研究の結果とも整合的である。

次に、図3・1～3・3は、図1と同様の方法で東アジア通貨とドルとの相関性を図示したものである。これらの図から、東アジア通貨とドルの相関係数は、0.9～1の間で安定的に推移している台湾を除いて、韓国、インドネシアでは期間全体、タイでは期間の前半、マレーシア、シンガポールでは期間の後半に大きく変動していることが分かる。このことはドル対する短期



図2 円ドル相場の推移

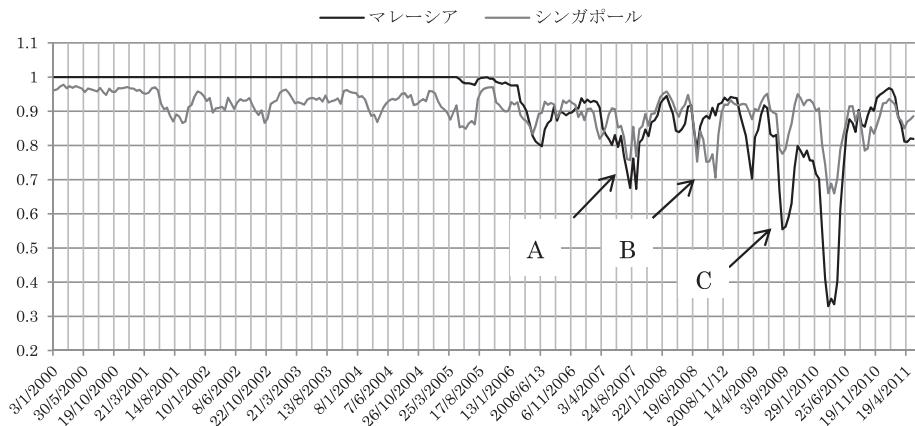


図3・1 ドル－東アジア通貨の相関性

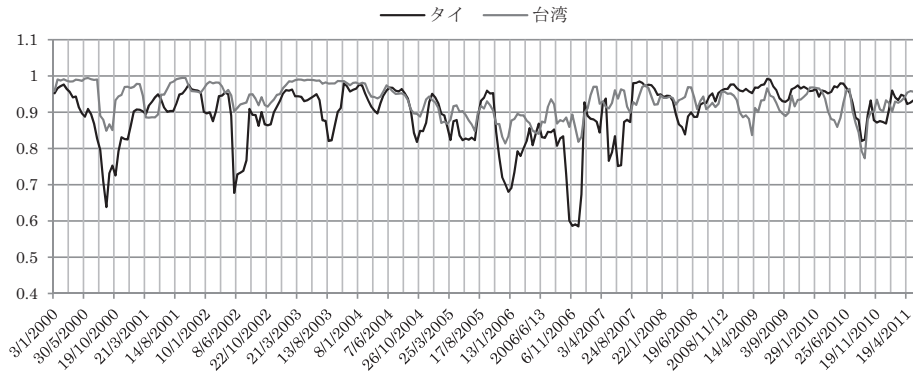


図3・2 ドル－東アジア通貨の相関性

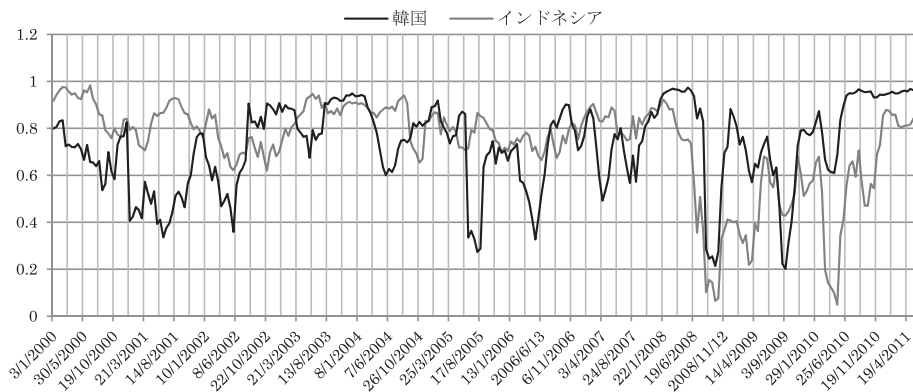


図3・3 ドル－東アジア通貨の相関性



図4 2008年以降のドルユーロ相場の推移（ドル／ユーロ）

的な連動性には各国に固有の要因が影響していることを示唆しているが、他方、相関性を大きく低下させる期間が相対的なドル高期と一致しているケースが多くみられることも見逃すことはできない。例えば2005年8月にドルバグ政策を離脱したマレーシアと厳格な通貨バスケット

政策を継続してきたシンガポールの2006年以降の相関性は著しく類似しているが、両国の対ドル相関性が大きく低下する2006年半ばから2007年夏にかけては（図3・1のA）、ドルが対円レートで1ドル110円から120円半ばまで高騰した時期と一致する（図1参照）。また、2007年



以降は東アジア通貨がユーロをバスケット通貨として採用したために図4でドル-ユーロ相場と相関性との関係をみてみると、図3・1のBは2008年7月から始まるドル高に、2009年秋から2010年にかけての相関性の相対的な低下（図3・1のC）は同期間におけるドル高と一致することが分かる。バスケット通貨を構成する通貨のうち、相対的に減価する通貨に対する連動性を引き上げるというドル-円バスケットの際に見られた現象は、ドル-ユーロバスケットにおいても同様に実践されている可能性が高い。

#### 円・ユーロウエイトのドラスティックな変化と2008年金融危機

2000年代後半の円、ユーロの逆転は単なるバスケットウエイトの調整に留まらないバスケット構成そのものの極めてドラスティックな変化であった。その要因として考えられるのもやはり為替相場の反転である。

第2節で検証したように、東アジアの通貨バスケットウエイトにおける円とユーロの立場は2007年あたりを境に逆転した。2007年は2004年末から始まる長期ドル高傾向が終了し、円ドル相場が長期円高傾向に向けて大きく転換した時期である（図2）。しかし円ドル相場は先に見たように2002年4月から2004年末にかけても大き

く円高に動いており、この際には相関性は低下したものの、円はバスケット構成通貨として維持されていた。従って円ドル相場だけでは円の通貨バスケットからの消滅を説明することはできない。

2002年と2007年の円高の相違は円の対ユーロ相場である。図5は2000年以降のユーロ相場の推移を表している。グラフに見られるとおり、円はユーロに対して2000年から2007年頃まではほぼ一貫して円安ユーロ高であったのが、2007年を分岐点に円安傾向に歯止めがなくなり、2008年に入ると対ユーロで大きく高騰した。円からユーロへの切り替えは、円ドル相場ではなく円ユーロ相場の急転によってもたらされた可能性が高い。逆に2000年代前半期の東アジア通貨の円連動性は、円のユーロに対する長期下落傾向が重要な要因として働いていたと考えられる。国際競争力を維持するために自国通貨価値の上昇を抑えることが通貨政策の主要な目標であるとすれば、長期低落傾向にあるドルを基軸としつつ、円もしくはユーロのいずれか弱い方の通貨に相対的に強くリンクさせることは合理的な通貨管理である。

2000年代の東アジアは、ドルを旋回軸とし、円／ユーロいずれかの下落傾向にある通貨を補助軸に、それらに対ドル相場で調整するという

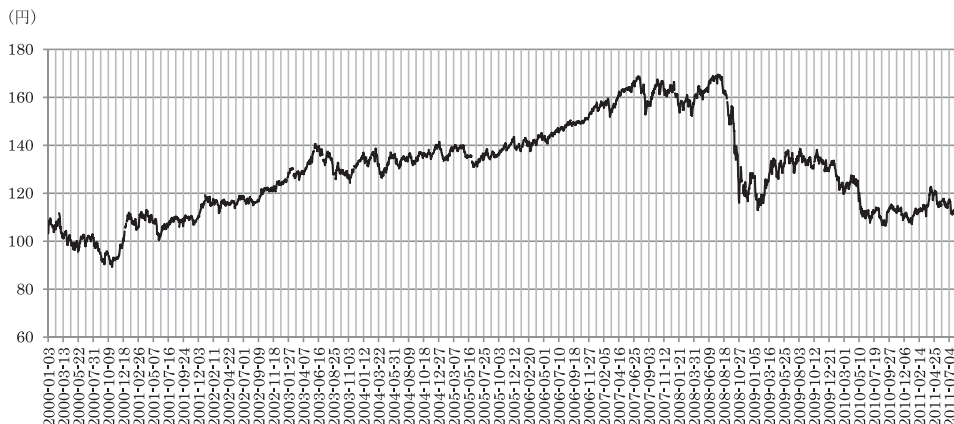


図5 円ユーロ相場の推移

極めて裁量性（操作性）の高い為替相場政策を実行していたといえる。2008年におけるユーロ暴落は、もちろん、2007年のサブプライム危機に端を発する米国発の金融危機が、リーマンショックを経て欧州の金融部門において顕在化したことを反映する。1997年の通貨危機により確立したかに見えた円ドル通貨バスケット制度は、10年後の世界金融混乱の中で消滅した。

### 実効為替レートと通貨バスケット

通常、新興国が単一通貨ベッグや変動相場制よりも通貨バスケットを選好する理由は、実効為替相場の安定化にある。2000年代後期の東アジア諸国のドラスティックなバスケット構成の変化はこれまで想定してきたような競争力要因ではなく実効為替相場安定化要因により説明できるだろうか？バスケット構成通貨の円からユーロへの切り替えが実効為替相場の安定化に寄与したかどうかについて、東アジア諸国通貨の実効為替相場変動率の標準偏差（ボラティリティ）を検証することにより確認してみたい。また同時に東アジア諸国がどの程度実効為替相場の安定化を志向しているかを対ドル相場変動率の標準偏差と比較することにより考察する。通貨バスケットを採用している国が実効為替相場安定化を目的とした通貨政策を志向している場合、その国の実効為替相場変動率の標準偏差（ボラティリティー）は対ドル相場変動率の標準偏差よりも小さくなり、逆に対ドル安定を志向している場合、実効為替相場の安定性は犠牲にされ、その標準偏差は大きくなる。

ここでも分析の対象国は、韓国、台湾、シン

ガポール、マレーシア、タイ、インドネシアの6ヶ国である。また、検証期間は1994年から2011年7月までで、通貨危機前後の変化と近年における時系列的变化をみるために、通貨危機前の期間として1994年1月－1997年5月を設定し、以後は、通貨危機による混乱が収束しマレーシアが対ドル固定相場制度を導入した1998年9月から3年（36か月）を一つの期間区分として、合計5つのサブピリオドを設定した。（最終ピリオドは2007年9月から2011年7月までの46か月。）また、各国の対ドルレートは月次名目為替レート（月平均値）で、実効為替レートについてはBISのブロードベース実効為替レートを利用した。表7はBISが実効為替レートの算出に用いている各国通貨のウエイトをドル、円、ユーロ、その他に分類してまとめたものである。

表8は検証結果である。カッコ内は標準偏差比で、各国通貨の対ドルレート変動率標準偏差／名目・実質実効為替レート変動率標準偏差を示す。この値が大きいほど対ドル安定性を犠牲にして実効為替相場を安定化させていることを示唆し、例えば、自国通貨とドルとの関係を完全に安定的に保っている場合、値はゼロに、実効為替相場の安定性を保っている場合は無限大になる。検証結果から以下のことが読み取れる。

- ・公式的に通貨バスケット政策を採用しているシンガポールは、一貫して対ドル安定よりも実効相場の安定を重視する通貨政策を志向している。2000年台後半には名目実効レートでみた標準偏差比は2を上回り、実質レート安定のために対ドルレートの不安定化を許容す

表7 BIS 実効為替レートのウエイト

	インドネシア	韓 国	マレーシア	シンガポール	台 湾	タ イ
ドル	14.9	23.7	21.3	19.8	24.8	16.7
円	27.3	27.2	23.7	21.0	30.7	25.7
ユーロ	19.3	15.0	12.7	13.0	14.6	15.5
その他	38.5	34.1	42.3	46.2	29.9	42.1

表8 対ドルレート・名目実効レート・実質実効レート変動率の標準偏差

	全期間	94:1-97:5	98:9-01:8	01:9-04:8	04:9-07:8	07:9-11:7
韓 国	4.198	0.895	2.367	1.707	1.567	3.495
	3.188 (1.32)	0.901 (0.99)	2.270 (1.04)	1.394 (1.22)	1.195 (1.31)	3.185 (1.10)
	3.079 (1.37)	0.906 (0.99)	2.147 (1.10)	1.359 (1.26)	1.306 (1.20)	2.642 (1.32)
台 湾	1.411	0.995	1.396	0.888	1.322	1.383
	1.082 (1.30)	0.928 (1.07)	1.138 (1.23)	0.791 (1.12)	0.957 (1.38)	1.029 (1.34)
	1.402 (1.01)	0.936 (1.06)	1.844 (0.76)	0.821 (1.08)	1.129 (1.17)	1.167 (1.19)
シンガポール	1.401	0.759	1.377	1.078	0.916	1.446
	0.682 (2.05)	0.575 (1.32)	0.776 (1.77)	0.714 (1.51)	0.423 (2.17)	0.517 (2.80)
	0.855 (1.64)	0.695 (1.09)	0.857 (1.61)	0.810 (1.33)	0.713 (1.28)	0.915 (1.58)
マレーシア	2.314	0.931	0.060	0.000	0.764	1.561
	1.917 (1.20)	1.184 (0.79)	1.161 (0.05)	0.944 (0.00)	0.894 (0.85)	1.036 (1.51)
	1.946 (1.19)	1.170 (0.80)	1.191 (0.05)	0.950 (0.00)	1.018 (0.98)	1.099 (1.42)
タ イ	3.235	0.870	2.188	1.230	2.032	1.450
	2.467 (1.31)	0.857 (1.02)	1.826 (1.20)	0.845 (1.46)	1.043 (1.95)	1.099 (1.32)
	2.471 (1.31)	1.293 (0.67)	1.521 (1.44)	1.135 (1.08)	1.196 (1.70)	1.472 (1.02)
インドネシア	6.052	0.455	7.398	2.853	1.790	3.495
	8.634 (0.70)	1.220 (0.37)	7.562 (0.98)	2.517 (1.13)	1.755 (1.02)	2.702 (1.29)
	6.015 (1.01)	1.377 (0.33)	7.315 (1.01)	2.509 (1.18)	2.634 (0.68)	2.642 (1.32)

上段：対ドル 中段：名目実効レート 下段：実質実効レート  
(標準偏差比：対ドル／実効レート)

る度合いを強めている。

- ・通貨危機以前、シンガポールを除く東アジア各国では標準偏差比が1を下回るか、若干上回る程度であり、これらの国が対ドル相場の安定を重視した通貨政策を志向していたことを示す。
- ・通貨危機後、一旦拡大し、その後終息した対ドル相場のボラティリティーは、2000年代半ば以降再び大きくなっている。一方、実効為替相場は対ドルボラティリティーほど不安定化していない。特に2007年以降のマレーシア、2001年から2007年にかけてのタイでは対ドル安定性よりも実効相場の安定性が重視されていたことが示唆される。
- ・シンガポールと比較した場合、一貫して他の東アジア諸国の実効為替相場のボラティリティーは高くなっている。
- ・通貨バスケットが円からユーロに切り替わっ

た2007年－2011年期は全ての国で実効為替相場のボラティリティーが上昇している。

以上から、東アジア諸国は、シンガポールを除き、対ドル相場の安定性を通貨政策上の最優先目標とはしていないが、実効為替相場の安定を実現することを通貨バスケット政策の目的としているとみなすこともできない。実効為替相場の安定化を通貨政策の最優先事項としているのはシンガポールだけであると思われる。また、2000年代後半の円からユーロへのバスケット構成通貨の転換も実効為替相場の安定化を目的としたものと判断することはできない。

## お わ り に

2005年7月、地域的為替相場協力の最大の阻害要因とされていた人民元の対ドルハードベッグが終焉した（2008年7月から2010年6月まで

一時的に復活)。2006年には ASEAN+3 会合において、チェンマイニシアティブ (CMI)、アジアボンド市場イニシアティブ (ABMI) に続く通貨・金融協力の柱として、「リサーチグループ」の下で地域通貨単位 (Regional Currency Unit; RCU) の構築に向けた手順の研究を開始することが合意された。2010年にはチェンマイニシアティブのマルチ化 (CMIM) が発効するとともに、CMIM のサーベイランス・ユニットとして地域経済の監視・分析を行うための ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス (AMRO) の設置が合意された。東アジア地域における地域的通貨協力体制は、当初の通貨投機に対する防衛網の構築といった受動的なものから、地域内の安定的な為替相場システムの実現へと深化しつつあるように見える。

しかし2000年代後半の東アジア各国レベルの通貨政策における円ウエイトの消滅は、期待される為替相場協調の中に円を組み込むことの困難さを改めて突き付けるものであった。G3 タイプにせよ、ACU・AMU タイプの共同フロートにせよ、東アジア諸国が円との間の安定的通貨関係の構築を志向しない状況下では、東アジア地域に日本を含む為替相場協調体制は成立し難い。2000年後半の円との連動性の消滅、ユーロの採用は、競争力要因が依然として東アジア通貨政策の中軸にあることを明確に示したといえる。競争力要因ではなく実効為替相場安定化要因が通貨バスケットにおけるウエイト管理の基本原則とならなければ、東アジア地域に実効力ある為替相場協力体制の構築は期待できない。

### 注

- 1) プレトンウッズⅡは、Dooley, M., David, F-L. and Garber, P. (2003) において示された見解。以下本稿で取り上げる McKinnon は、米国－東アジア間における経常収支不均衡の持続可能性 (ドル本位制度の持続可能性) に関しては彼らと見解が一致するが、不均衡の原因については見解を異にしている。詳しくは McKinnon, R. and Schnabl, G. (2004a) を参照。
- 2) McKinnon によれば、東アジア諸国が対ドルベッグを維持すべき根拠は、輸出市場としてのアメリカ依存度の大きさにはない。McKinnon はドルベッグ制度への回帰を、国際競争力の維持のための近隣窮乏化の通貨政策としては捉えていない。その根拠はマクロレベルにおける物価の安定化作用に加え、ミクロレベルにおける為替リスク回避の必要性にある。すなわち対外貿易、金融取引を自国通貨建てで行うことができない東アジア諸国では、相手先にかかわらず大半の貿易取引がドル建てで行われており、また対外債権債務も大半をドル建てで蓄積しているという構造的問題を抱えている。従って非居住者がアジア通貨建てでの貸し借りを好まず、また為替リスクを回避するための先物市場、短期金融市場も発達していない東アジアのような新興国において、国際取引に伴う為替リスクを回避するために通貨当局が自国通貨の対ドル変動を抑制することは何ら驚きすべきことではない、と McKinnon は指摘する。インボイス通貨、投資通貨、銀行間市場における媒介通貨として果たしているドルの機能が通貨危機によって失われたわけではないため、投機に見舞われた危機直後の一時期を除き、東アジア諸国がドルベッグに回帰したのは極めて合理的であると評価される。
- 3) 東アジア諸国がテラーメイド型バスケットのみならず、共通バスケットに基づく通貨政策を採用すべきとの提言は、通貨危機以前から行われていた。例えば Williamson は、1996年11月にソウルで開催されたカンファレンス (The Association of Monetary Union of Europe, The Center d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales, Korean Institute of Finance 共催) において、輸出依存度、輸出競合度の高い東アジア諸国は名目実効為替レートを安定化させることにより経済成長率を安定化させることが可能であるとして、およそドル40%、円30%、マルク30%に基づく共通通貨バスケットを採用すべきであると主張していた (Williamson, 1999)。
- 4) 2011年5月にベトナム・ハノイで開催された第14回 ASEAN+3 会議において日本の国際通貨研究所 (Institute of International Monetary Affairs) は、東アジア諸国は政治的合意により単一の RMU を定義し、その上で、AMRO が RMU に基づく為替相場政策のサーベイランスを直ちに開始することを提言している。また、RMU のサーベイランスツールから単一通貨へのロードマップについては①マクロサーベイランスのための一要素、②初期警戒シグナルとしての活用、③(各国通貨の) 乖離を変動幅内に留めるための政策協調と協調介入、④変動幅の縮小、⑤為替レートの固定、⑥単一通貨を提言している。
- 5) 共通通貨バスケット構想は、それを支えるための制度的基盤の構築、バスケット通貨構成の選択



に関する問題、共通通貨バスケットの最適ウエイト・基準年の選択、参加国、単独バスケットから共通バスケットへのロードマップ、バスケット中心レートの変更、許容すべき変動幅など、多くの点においてコンセンサスはない。とりわけ、共通バスケット構想における本質的課題、すなわちバスケット構成通貨の選択問題は重大である。今日、構想には実効為替レートの安定化を重視するドル、ユーロ、円を構成通貨とする G3 タイプと円を含むアジア域内通貨間関係の安定化を重視するアジア通貨単位 (ACU; Asian Currency Unit・AMU; Asian Monetary Unit) タイプの二つのタイプが存在するが、これは単なる技術上の課題ではなく、想定される東アジア為替相場協調体制への日本の関わり方に極めて重大な影響を与える制度設計上の問題である。G3 タイプの場合、円はドル、ユーロと同様に東アジアの域外通貨 (アウトサイダー) として扱われるため、事実上、日本抜きでの為替相場協調システムが形成される可能性がある。円を含む ACU タイプの為替相場協調の問題点については Park (2008) を参照。

- 6) Kawai (2008) は東アジアの通貨バスケットシステムには、ドル、円、ユーロによる G3 バスケット、G3 に東アジア通貨を加えた G3-plus バスケット、東アジア諸国通貨から構成される ACU (Asian Currency Unit) の三つの選択肢が考えられるとした上で、通貨統合に向けたステップとして、①各国が独自のウエイトに基づいて、インフォーマルに G3 もしくは G3-plus バスケットを採用する、② G3-plus (ACU) を共通バスケットとする為替安定化政策を各国がフォーマルに採用する、③ Asian Snake の導入による域内為替安定化政策 (ACU に対する共同安定化も可能) を採用するという手順を提唱している。Kawai は東アジアはすでにインフォーマル政策 (第1ステップ) の初期段階にあり、政策協調の更なる強化が可能であると指摘している。

## 参 考 文 献

- Dooley, M., David, F.-L. and Garber, P. (2003) "An Essay on the Revived Bretton Woods System," NBER Working Paper, No. 9971, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic research.
- Frankel, J. A. (1992) "Is Japan Creating a Yen Block in East Asia and the Pacific?" NBER Working Paper, No. 4050, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Frankel, J. A. and Wei, S.-J. (1994) "Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies," In *Macroeconomic Linkage: savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, edited by Takatoshi Ito and Anne O. Krueger, pp. 295–329, University of Chicago Press.
- Fukuda, S. (2007) "Post-Crisis Exchange Rate Regimes in East Asia," In *A Basket Currency for Asia*, edited by Takatoshi Ito, Routledge.
- Institute for International Monetary Affairs (2011) *Possible use of Regional Monetary Units —Identification of issues for Practical Use (Draft Report)*, ASEAN+3 Research Group Study.
- Ito, T. (2007) "A Case for a Coordinated Basket for Asian Countries," In *A Basket Currency for Asia*, edited by Takatoshi Ito, pp. 124–141. Routledge.
- Ito, T. (2008) "Influence of the Renminbi on Exchange Rate Policies of Other Asian Currencies," In *Debating China's Exchange Rate Policy*, edited by Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy, Peterson Institute for International Economics.
- Ito, T. and Ogawa, E. (2002) "On the desirability of a Regional Basket Currency Arrangement," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 16, No. 3, pp. 317–334.
- Kawai, M. (2007) "Dollar, Yen, or Renminbi Bloc?" In *Toward an East Asian Exchange Rate Regime*, edited by Duck-Koo Chung and Barry Eichengreen, pp. 90–120. Brookings Institution Press.
- Kawai, M. (2008) "Toward a Regional Exchange Regime in East Asia," *Pacific Economic Review*, 13: 1, pp. 83–103.
- McKinnon, R. (2000) "The East Asian Dollar Standard, Life after death?," *Economic Notes*, Banca Monte dei Paschi di Siena 29, pp. 31–82.
- McKinnon, R. and Schnabl, G. (2004a) "The Return to Soft Dollar Pegging in East Asia: Mitigating Conflicted Virtue," *International Finance*, 7: 2, pp. 169–201.
- McKinnon, R. and Schnabl, G. (2004b) "The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin," *Review of Development Economics*, 8(3), pp. 331–360.
- Ogawa, E. (2007) "Economic Interdependence and International Coordination in East Asia," In *A Basket Currency for Asia*, edited by Takatoshi Ito, pp. 99–123, Routledge.
- Ogawa, E. and Kawasaki, K. (2007) "Possibilities for the Introduction of a Currency Basket in East Asia, from an OCA Standpoint," In *A Basket Currency for Asia*, edited by Takatoshi Ito, pp. 177–200, Routledge.
- Park, Y. C. (2007) "The Regional Currency Unit and Exchange Rate Policy Cooperation in East Asia," In *Debating China's Exchange Rate Policy*, edited by Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy, Peterson Institute for International Economics.
- Takagi, S. (1999) "The Yen and Its East Asian Neighbors, 1980-1995," In *Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries: Theory, Practice, and Policy Issues*, edited by Takatoshi Ito and Anne O. Krueger, Chicago, pp. 185–207. University



- of Chicago Press.
- Williamson, J. (1999) "The Case for a Common Basket Peg for East Asian Currencies", In *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, edited by Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry and Yung Chul Park, Routledge.
- Williamson, J. (2000) *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Washington: Institute for International Economics.
- 伊藤隆敏 (2008) 「中国の為替政策とアジア通貨」 RIETI Discussion Paper 08-J-010.
- 伊藤隆敏・小川英治・清水順子 (2010) 「グローバルインバランス、東アジア通貨間乖離と国際協調の必要性—AMU による分析等」 RIETI Discussion Paper 10-P-023.
- 伊藤隆敏・織井啓介 (2007) 「通貨バスケットにおける円の位置付け」伊藤隆敏・小川英治・清水順子編著『東アジア通貨バスケットの経済分析』東洋経済新報社.
- ジョン・ウィリアムソン著、清水順子訳 (2007) 「東アジアの通貨バスケット構想」伊藤隆敏・小川英治・清水順子編著『東アジア通貨バスケットの経済分析』東洋経済新報社.
- 大野早苗・福田真一 (2005) 「通貨危機後の東アジア圏における為替政策—intra-daily データからのインプリケーション—」福田真一・小川英治編著『国際金融システムの制度設計』東京大学出版会.
- 清水順子 (2003) 「アジア通貨におけるドル連動の検証」『金融経済研究』20号 pp. 100–127.