

アジア通貨協調のためのバスケット通貨戦略^{*1}

小川 英治^{*2}

要 約

1997年にアジア諸国経済がアジア通貨危機を経験してから、アジア諸国の通貨当局はその経験から、事実上のドル・ペッグ制度と債権債務上の通貨・期間のダブル・ミスマッチが通貨危機を引き起こし、深刻化したという教訓を習得した。この教訓から、ASEAN+3の通貨当局によるチェンマイ・イニシアティブやアジア債券市場育成イニシアティブにおいて具体化されたように、アジアにおける地域通貨・金融協力が始まり、進展している。アジア域内の地域通貨・金融協力における通貨面に焦点を当てると、チェンマイ・イニシアティブは、その第2段階に入るべく、強化策が取られる一方、アジア債券市場育成イニシアティブでは、アジア通貨バスケット建て債券が検討される。アジア諸国では、アジア通貨危機以前の公式のあるいは事実上のドル・ペッグ制度の弊害が認識され、通貨バスケットに基礎を置く様々な取り組みが始まりつつある。そこで、本稿では、アジア域内の地域通貨協力としてアジアにとっての通貨バスケット制度への取り組みのあり方及びアジア諸国の為替相場政策における政策協調の具体的方法について考察した。

まず、チェンマイ・イニシアティブの現状と今後の課題を整理したうえで、チェンマイ・イニシアティブにおけるサーベイランス・プロセスの強化の必要性を指摘した。一方、アジア諸国通貨当局が実際に採用している為替相場制度・為替相場政策に関する実証分析の結果、アジア諸国の通貨当局が、ドル・ペッグ制度にバイアスのかかった為替相場政策が採用される傾向にあり、為替相場政策における協調の失敗を指摘した。そして、その協調の失敗を解決するためにアジア諸国の通貨当局が為替相場政策における政策協調を行う必要があることから、その政策協調を実現するために、アジア諸国通貨の加重平均値であるアジア通貨単位（AMU）からの各国通貨の乖離指標（AMU乖離指標）を提示した。

アジア諸国の通貨当局が実効為替相場を安定化させ、貿易収支の安定化を図ろうとするならば、あるいは、国際資本フローの安定化を図ろうとするならば、あるいは、これらの安定化を通じて、GDPのような国内経済変数の安定化を図ろうとするならば、アジア諸国の通貨当局は、域外通貨（米ドルとユーロの通貨バスケット）と比較的安定化している、AMUを基準として各国通貨のAMU乖離を縮小することに努めることによって、アジア諸国通貨のミスアライメントを防止することができる。そして、AMUと各国通貨のAMUからの乖離指標を利用することによって、域内為替相場のミスアライメントがどの通貨の間で発生していて、どの程度発生しているが明らかとなる。このような乖離指標を利用しながら、ASEAN+3においてサーベイランスが行われれば、域内為替相場のミスアライメントの原因が明らかになる。そして、政策対話によって為替相場政策の協調が行われ

*1 本稿の一部は、小川（2005）に基づいて、加筆修正を行っている。

*2 一橋大学大学院商学研究科教授

ば、このような域内為替相場のミスアライメントを縮小することができよう。このように、アジア諸国の域内サーベイランス・プロセスにAMUと各国通貨のAMU乖離指標を導入して、サーベイランスを行うことによって、チェンマイ・イニシアティブが一層強化されることになる。

I. 序

1997年にアジア諸国経済がアジア通貨危機を経験してから、アジア諸国の通貨当局はその経験からいくつかの教訓、すなわち、事実上のドル・ペッグ制度と債権債務上の通貨・期間のダブル・ミスマッチが通貨危機を引き起こし、深刻化したことを習得した。それらの教訓から、ASEAN+3（日本、中国、韓国）の通貨当局によるチェンマイ・イニシアティブ（Chiang Mai Initiative: CMI）やアジア債券市場育成イニシアティブ（Asia Bond Market Initiative: ABMI）において具体化されたように、アジアにおける地域通貨・金融協力が始まり、進展している。

アジア域内の地域通貨・金融協力における通貨面に焦点を当てると、チェンマイ・イニシアティブにおける通貨スワップ取極は、2005年5月のイスタンブールASEAN+3財務大臣会議において、チェンマイ・イニシアティブの第2段階に入るべく、強化策が取られることが合意された。また、同会議において、アジア債券市場育成イニシアティブにおいて、アジア域内で債券市場の規模を確保し、流動性を高めるために、共通の債券発行通貨単位を持つべく、アジア通貨バスケット建て債券に関して研究を行うこととなった。一方、アジア域内の中央銀行の国際会議である東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（Executives' Meeting of Asia-Pacific

Central Banks: EMEAP)¹⁾は、ドル建て債券のアジア・ボンド・ファンド（Asia Bond Fund: ABF）を発展させて、2005年春より東アジアの新興市場国8か国通貨²⁾から構成される通貨バスケット建てのABFⅡを運用している。

このように、アジア諸国では、アジア通貨危機以前の公式のあるいは事実上のドル・ペッグ制度の弊害が認識され、通貨バスケットに基礎を置く様々な取り組みが始まりつつある。そこで、本稿では、アジア域内の地域通貨協力としてアジアにとっての通貨バスケット制度への取り組みのあり方及びアジア諸国の為替相場政策における政策協調の具体的方法について考察する。

本稿の構成は以下の通りである。まず、チェンマイ・イニシアティブの現状と今後の課題を整理したうえで、アジアの通貨体制にとっての通貨バスケット制度のメリット及びアジア諸国通貨当局が実際に採用している為替相場制度・為替相場政策について実証的に分析する。そのなかで、アジア諸国の通貨当局が、ドル・ペッグ制度にバイアスのかかった為替相場政策が採用される傾向にあり、為替相場政策における協調の失敗を指摘する。そして、その協調の失敗を解決するためにアジア諸国の通貨当局が為替相場政策における政策協調を行う必要があることから、その政策協調を実現するために、アジ

1) EMEAPの参加国・地域は、オーストラリア、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイから構成される。

2) タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、シンガポール、中国、香港、韓国。

ア諸国通貨の加重平均値であるアジア通貨単位 (Asian Monetary Unit : AMU) と AMU からの 各国通貨の乖離指標 (AMU 乖離指標) を提示

した上で、AMU 乖離指標に基づいた域内サーベイランス・プロセスを提案する。

II. チェンマイ・イニシアティブの現状と今後の課題³⁾

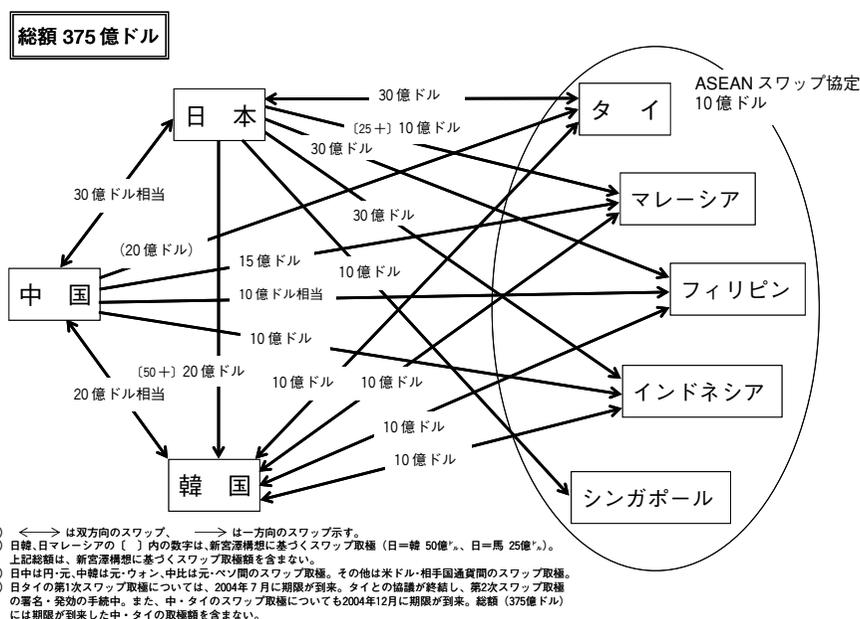
II-1. チェンマイ・イニシアティブに基づく通貨スワップ取極の現状

チェンマイ・イニシアティブ(CMI)は、2000年5月にタイのチェンマイで開催されたASEAN+3財務大臣会議で合意されたASEAN諸国と日本、中国、韓国(いわゆる、ASEAN+3)との間の金融協力・通貨協調である。チェンマイ・イニシアティブでは、二国間通貨スワップ取極がネットワーク構築されている(図

1)。2005年3月時点で、チェンマイ・イニシアティブに基づく通貨スワップ取極の総額は395億ドルに達している。

チェンマイ・イニシアティブは、ASEAN+3の枠組みを通じて、アジアにおける自助・支援メカニズムを強化するために、国際通貨基金(International Monetary Fund : IMF)などの既存の国際的な制度を補完する域内の金融協力の取極を確立することが目的となっている。そのた

図1 チェンマイ・イニシアティブに基づく通貨スワップ取極の現状



出所 : <http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame.html>

3) 本節は、小川 (2005) に基づいて、2005年5月20日に開催された財務省関税・外国為替等審議会外国為替等分科会アジア経済・金融の諸問題に関する専門部会で配布された資料により更新を行った。

め、チェンマイ・イニシアティブでは、ASEAN+3の通貨当局間の既存の協力の枠組みを強化することとなった。一方、通貨スワップ取極は、通貨危機に陥った国に対して通貨スワップ取極の相手国がその取極に従って、外貨準備を融通しあう金融協力である。そのため、通貨危機が発生した後に金融支援を行うという意味で、チェンマイ・イニシアティブに基づく通貨スワップ取極は通貨危機管理として機能を有するものである。その意味で、この通貨スワップ取極は、通貨危機管理を目的としたものであって、通貨危機防止を目的としてはいなく、また、そのように機能するものではない。

2005年5月4日にイスタンブールで開催されたASEAN+3財務大臣会議において、チェンマイ・イニシアティブの第2段階に入るべく、強化策が取られることが合意された。第一に、ASEAN+3財務大臣代理会合において行われている「ASEAN+3経済レビューと政策対話(Economic Review and Policy Dialogue: ERPD)」と呼ばれる域内経済サーベイランスをチェンマイ・イニシアティブの枠組みに統合して、強化することとなった。特に、効果的な域内サーベイランス能力を強化するために外部の識者のリソースを利用することになる。

第二に、現行の二国間通貨スワップ取極を多国間取極とするマルチ化をめざして、その第一歩として集団的意思決定メカニズムを確立することとなった。これまでは、通貨スワップ取極の発動が二国間取極の下で個別の要請と個別の意思決定によって行われることとなっていた。しかし、今後は、事前に調整国を決めておいて、1つの要請と集団的意思決定メカニズムによって通貨スワップ取極が発動されることになる。集団的意思決定メカニズムの導入はマルチ化への進展のプロセスとして重要な第一ステップではあるが、時として集団的意思決定メカニズムが個別の意思決定よりも機動性を阻害する可能性もある。そのような問題を回避するために、多数決原理を導入することや期限までに集団的意思決定がなされなかった場合に従来の二

国間スワップの個別の意思決定によることなどが検討されている。

第三に、通貨スワップ取極めの規模を拡大する。既存取極めを倍増するとともに、新規取極めの締結や片務的取極めを双務化する。また、ASEANスワップ協定は10億ドルから20億ドルに拡大する。さらに、第四に、突然の市場の混乱に機動的に対処することができるように、IMFプログラムに連動させることなく発動することができる通貨スワップ額の上限を現在の10%から20%に引き上げる。

II-2. チェンマイ・イニシアティブの一層の充実

チェンマイ・イニシアティブに基づく通貨スワップ取極は、図1に示されるように、二国間通貨スワップ取極のネットワークとして構築されている。これらの二国間通貨スワップ取極のネットワークが通貨危機管理のために迅速に効率的に機能するためには、構成する二国間通貨スワップ取極間における適用条件などの共通化・ハーモナイゼーションが必要となる。今回のイスタンブールにおけるASEAN+3財務大臣会合では、通貨スワップ取極のマルチ化をめざすことが明らかにされ、通貨スワップ取極の共通化・ハーモナイゼーションに向けて動き始めた。しかし、マルチ化の途中段階にある集団的意思決定メカニズムにおいてはむしろ機動性が阻害される可能性もあるので、さらに進んで多国間通貨スワップ取極を実現する必要がある。

また、今後、域内経済サーベイランスをチェンマイ・イニシアティブの枠組みに統合して、強化することになったように、チェンマイ・イニシアティブに基づく通貨スワップ取極は、通貨危機管理のためだけではなく、通貨危機防止のために機能するために、域内サーベイランスの面でチェンマイ・イニシアティブを一層、拡充・充実させることが望ましい。そのために、迅速な通貨危機管理を可能とするだけでなく、通貨危機を防止することにも寄与するサーベイランスの充実を図るべきである。サーベイラン

スが行われることによって各国政府は経済パフォーマンスを悪化させないように努めるインセンティブを増すことができる。

IMFが1999年に流動性不足に起因する通貨危機を防止するために緊急融資枠（Contingent Credit Line : CCL）を創設した。経済ファンダメンタルズは悪化していないが、一時的に流動性不足による外貨準備不足に陥った場合に、事前の審査によって経済パフォーマンスが良好であると判断される国に限定して、緊急融資枠を設けるというものである。緊急融資枠が設定された国が万が一、通貨危機に直面したときに、即座に緊急融資を受けられることから迅速な金融支援が可能となる。また、事前の審査によって緊急融資枠を設定されることによって、経済ファンダメンタルズを良好に維持しようというインセンティブを増すことになる。

ただし、IMFにおいては、CCLの利用国がなかったことから、2003年にCCLが廃止された。CCLが利用されなかった理由として、コミットメント料が高すぎたこと、経済パフォーマンスの事前審査の結果が悪かったこと、そして、経済パフォーマンスの悪化によってCCLの適用外になることの国内経済に対する信認が低下するというシグナリング効果が懸念されたことが挙げられている。これらのIMFにおけるCCLの廃止の原因を克服する必要がある。その克服のためには、各国政府にモラルハザードを引き起こさない程度にコミットメント料を

低下させる必要がある。そして、ASEAN+3諸国のすべての国に対してCCL適用の対象とし、CCLの適用・適用外は公表としないことによって、CCLの適用外となったという情報を公開することの無用な経済混乱を防止する。

通貨危機の発生の原因には、経済ファンダメンタルズが悪化してはなくても、自己実現的な投機によって通貨危機が発生する可能性がある。このような自己実現的な投機による通貨危機は、ヘッジファンドによる投機攻撃によって引き起こされることがあり、1992年に英ポンドが当時の欧州通貨制度（European Monetary System : EMS）の為替相場メカニズム（Exchange Rate Mechanism : ERM）から離脱した欧州通貨危機は、その例として挙げられる。投機家による自己実現的な通貨危機を防止するためには、投機家が投機攻撃を通貨当局に加えても、通貨当局が豊富な外貨準備を有していて、為替相場制度を維持するという信認を民間部門に持たせることが必要である。豊富な外貨準備を有していることを知らせしめる方法として、地域金融協力として外貨準備をプールすることによるシグナリング効果が期待することができる。外貨準備のプールは、通貨スワップ取極に実体を加えるという意味で、より進んだ地域金融協力である。また、通貨スワップ取極から外貨準備のプールに至るプロセスにおいて、通貨スワップ取極における外貨準備のイヤーマーク化もシグナリング効果を部分的に期待することができる。

Ⅲ．アジアの通貨体制

Ⅲ－1．アジアにとって望ましい通貨バスケット制度

本節では、アジア諸国にとって通貨バスケット制度を採用することにメリットがあることを説明する⁴⁾。以下では、通貨バスケット制度の

メリットとしては、通貨バスケット制度が貿易上の価格競争力を安定化させることによって、貿易収支変動を安定化させること、資本移動を安定化させること、そして、GDPなどのマクロ経済変数を安定化させることが挙げられる。

4) 通貨バスケット制度のメリットとデメリットについては、Ogawa, Ito, and Sasaki（2004）を参照せよ。

Ⅲ－１－１．貿易収支安定化効果

通貨バスケット制度のメリットは、貿易上の価格競争力を安定化させることである。もしある国の輸出先が一国のみであり、輸出先の国以外に自国の輸出財の競争相手国がいなければ、貿易上の価格競争力を安定化させるためには、自国通貨を輸出先の国の通貨に固定することで十分である。しかしながら、実際には、通常の国は、特にアジア諸国は、自国で生産された財をある特定の一国ではなく、多くの国に輸出し、輸出財の競争相手国も輸出先の国に限定されていない。さらには、アジア域内の生産ネットワーク化のなかで、部品を域内諸国から輸入している。

このような観点より、通貨バスケットを構成する通貨を米ドルと日本円に限定して、貿易収支の変動を安定化させる通貨バスケットの最適な構成比率を Ito, Ogawa, and Sasaki (1998) が推定している。その推定に際して、アジアの企業は日本とアメリカの市場で日本の企業とアメリカの企業と競争しながら、利潤を最大化するという理論モデルに基づいている。それは、複占モデルにおいて日本円と米ドルに対する為替相場の変動に反応して、輸出価格や輸出数量が決定されるというものである。このような理論的モデルに基づいて、貿易収支の変動を最小化する最適な通貨バスケットの構成比を計算して

いる。

Ito, Ogawa, and Sasaki (1998) では、アジアの国々は日本と大きな貿易ウェイトをもって貿易しているにもかかわらず、アジア通貨危機以前に公式に、あるいは、事実上、ドル・ペッグ制度を採用していたこと事実について、それらの国の貿易上の価格競争力の安定性の観点から問題視した。日本円が米ドルに対して1995年4月から1997年夏にかけて減価するにつれて、アジア諸国通貨の実効為替相場が増価し、これらの国々の輸出財の価格競争力を失うこととなった。このようにして、アジア通貨危機が発生する数年前よりアジア諸国において輸出成長率が低下した。

Ito, Ogawa, and Sasaki (1998) は、表1に示されているような貿易収支の変動を安定化させるための最適な通貨バスケット構成比を推計した。Ito, Ogawa, and Sasaki (1998) によって推計された構成比が、Frankel and Wei (1994) によって推計された実際の通貨バスケット構成比と比較されている。表1によれば、最適な米ドルの構成比は、実際の米ドルの構成比よりも低い一方、最適な日本円の構成比は、実際の日本円の構成比よりも高いことがわかる。したがって、もしアジア諸国が米ドルの構成比を低くし、日本円の構成比を高くした通貨バスケット制度を採用していたならば、貿易収支の変動を抑制

表1 アジア諸国の最適通貨バスケット構成比率

通貨	実際の構成比 a		最適な構成比 b	
	米ドル (%)	日本円 (%)	米ドル (%)	日本円 (%)
タイ・パーツ	91	5	35.3	64.7
インドネシア・ルピア	95	16	77.9	22.1
韓国ウォン	96	-10	45.7	54.3
台湾ドル	96	5	7.3	92.7
シンガポール・ドル	75	13	51.0	49.0
フィリピン・ペソ	107	-1	72.8	27.2

(注1) a: Frankel and Wei (1994) によって推計された実際の構成比

(注2) b: Ito, Ogawa, and Sasaki (1988) によって推計された最適な構成比

(出所): Ogawa, Ito, and Sasaki (2004).

することができたであろう。そして、アジア諸国は通貨バスケット制度の下で比較的安定した貿易収支を実現することができたであろう。

Ⅲ－１－２．資本フロー安定化効果

Ito, Ogawa, and Sasaki (1998) が通貨バスケット制度の国際貿易面を強調したのに対して、Ogawa and Sun (2001) は国際資本フロー面に着目して、最適な通貨バスケット制度を考察した。Ogawa and Sun (2001) は、1997年以前の事実上のドル・ペッグ制度がどれほど通貨危機を経験したインドネシアと韓国とタイの国際資本フローに影響を及ぼしたかを分析した。その分析では、これらの国々の通貨当局がドル・ペッグ制度ではなく通貨バスケット制度を採用していたならば、どのような国際資本フローが見られたかについてシミュレーション分析を行った。そのシミュレーションにおいては、通貨当局が通貨バスケットにおける米ドルと日本円の構成比率が80%：20%から50%：50%に変更した結果として、当該国通貨の米ドルに対する外国為替リスクが2倍に増加する一方、日本円に対する外国為替リスクが半分に減少することを想定している。

資本流入について米ドル建て・日本円建て金利や対米ドル・対日本円の外国為替リスクなどによる回帰分析の結果、韓国とタイにおいては、対米ドルの外国為替リスクに対する資本フローの反応度が、対日本円の外国為替リスクに対する資本フローの反応度よりもずっと大きかった事実は見出されている。このような状況において、シミュレーション分析により、通貨バスケット制度の採用によって、対米ドルの外国為替リスクが倍増する一方、対日本円の外国為替リスクが半減すると、韓国とタイへの資本流入を抑制する効果をもたらすという結果が得られた(表2)。

Ogawa and Sun (2001) の結論は、事実上のドル・ペッグ制度がアジア諸国への資本流入を促進したことである。そして、もしアジア諸国が通貨バスケット制度を採用していたならば、これらへの国々への資本流入はそれほど過大なものとならなかったであろう。過大な資本流入は、突然の資本フローの逆流が起こったときに、それらの経済に大きな打撃を与えた事実から鑑みると、このような状況が通貨危機の影響を深刻なものにしたことは否定することができない。

表2 通貨バスケット制度下における資本フロー

		タイ		韓国		インドネシア
資本流入 (対 GDP 比)		その他投資	証券投資＋ その他投資	その他投資	証券投資＋ その他投資	その他投資
1986 QI - 1997QI	推定値	0.0528 (0.0318)	0.0646 (0.0332)	-0.0025 (0.0182)	0.0116 (0.0264)	0.0195 (0.0060)
	シミュレーション値	0.0178 (0.0558)	0.0237 (0.0633)	-0.0164 (0.0251)	0.0140 (0.0393)	0.0175 (0.0053)
1990 QI - 1997QI	推定値	0.0720 (0.0118)	0.0856 (0.0086)	0.0089 (0.0095)	0.0272 (0.0178)	0.0158 (0.0036)
	シミュレーション値	0.0544 (0.0113)	0.0653 (0.0109)	-0.0017 (0.0166)	0.0050 (0.0316)	0.0141 (0.0028)

(注1) 括弧 () の中の値は、標準誤差を表す。

(注2) 推定値は回帰分析によって推計された資本流入 (対 GDP 比率) を表す。シミュレーション値は通貨バスケット制度の下でのシミュレーション分析によって推計された資本流入 (対 GDP 比率) を表す。

(出所) : Ogawa and Sun (2001)

III-1-3. GDP 安定化効果

前述したように、通貨バスケット制度のメリットは、国際貿易面と国際資本フロー面の両方に対して安定化効果をもたらすことであった。国際貿易面と国際資本フロー面の影響は、貿易収支や資本収支を通じて国内経済にも影響を及ぼす。通貨バスケット制度が国内経済、とりわけ GDP などの国内のマクロ経済変数を安定化させる効果をもたらす。Yoshino, Kaji, and Suzuki (2004) は、このような通貨バスケット制度のメリットを考察するために、一般均衡マクロ経済モデルを利用して、GDP などの国内のマクロ経済変数を安定化させる通貨バスケットの最適な構成比を推計した。

Yoshino, Kaji, and Suzuki (2004) は、通貨バスケット・ペッグ制度とドル・ペッグ制度と変動為替相場制度のなかで、どの通貨制度が、様々な政策目標を想定した損失関数において最も損失を小さくするかを考察した。それらの政策目標には、GDP、インフレ率、経常収支などが想定されて、それぞれについて、通貨バスケットの最適な構成比が理論的に計算されて、推計したパラメータを代入することによって、最適な構成比を推計している。彼らの分析の結果より、アメリカと日本の貿易において米ドルと日本円をそれぞれ利用している場合には、通貨バスケット制度を採用することのメリットが大きいことが示された。

III-2. アジアの通貨体制の現状

III-2-1. IMF の分類

前節において、アジア諸国は貿易収支、国際資本フローおよび GDP などの安定化においてドル・ペッグ制度よりも通貨バスケット制度を採用することが望ましいことを説明した。本節では、現状において、アジア諸国はどのような為替相場制度を採用しているかを考察する。

最初に、IMF の分類に従って、アジア諸国がどのような為替相場制度を採用しているかを見てみよう。IMF の分類 (2003年) によれば、日本と韓国とフィリピンは、変動為替相場制度を採用していると分類されている。しかし、実際に、これらの国々がまったく外国為替市場で介入しないかという、そういうわけではなく、外国為替市場に介入して、為替相場の大きな変動を緩和しようとすることがある。

一方、インドネシア、シンガポール、タイ、カンボジア、ミャンマー、ラオス、ベトナムは、管理フロート制度を採用している。また、中国とマレーシアは、固定為替相場制度を採用して、それぞれ自国通貨を米ドルに固定していた⁵⁾。さらに、香港とブルネイは、カレンシー・ボード制度を採用している。香港はカレンシー・ボード制度の下で自国通貨を米ドルに固定している⁶⁾。一方、ブルネイは自国通貨をシンガポール・ドルに固定している。

このように、アジアにおいては各国がそれぞれに様々な為替相場制度を採用している。自国通貨を米ドルにどれほど固定しているかという観点からは、変動為替相場制度を採用している国々、管理フロート制度を採用している国々、そして、固定為替相場制度あるいはカレンシー・ボード制度を採用している国々という3つのグループに大別することができる。

III-2-2. 米ドルとの連動性

次に、アジア諸国の通貨が実際に米ドルとどれほどの連動性があるかを実証的に分析した結果 (Ogawa (2004)) を紹介する。その実証分析は、Frankel and Wei (1994) の手法を利用して、アジア諸国通貨と米ドルとの連動性を分析したものである。Ogawa (2004) における分析対象国は、ASEAN 5 か国 (タイ、マレーシア、シンガポール、インドネシア、フィリピン)、

5) 2005年7月よりこれらの2国は通貨バスケットを参照する通貨バスケット制度に移行した。

6) 2005年5月より、1米ドルを7.80香港ドルに固定することから、1米ドルを7.75香港ドルと7.85香港ドルの許容変動は内に為替相場変動を限定することに移行した。

中国、韓国、香港、台湾としている。これらの国々の通貨を米ドルと日本円とユーロで回帰分析を行う。Frankel and Wei (1994) に従って、これらの通貨の為替相場は、そのニューメレルとしてスイス・フランとしている。データは、日次データを利用して、1999年から2003年までの標本期間を各四半期の小標本期間に分けて、回帰分析を行った⁷⁾。

以下の回帰式に従って実証分析が行われた。

$$\Delta \log e^{home/SFR} = a_0 + a_1 \Delta \log e^{USD/SFR} + a_2 \Delta \log e^{JPY/SFR} + a_3 \Delta \log e^{euro/SFR} + \varepsilon_t \quad (1)$$

但し、 $e^{home/SFR}$ ：スイス・フランに対する当該国通貨の為替相場、 $e^{USD/SFR}$ ：スイス・フランに対する米ドルの為替相場、 $e^{JPY/SFR}$ ：スイス・フランに対する日本円の為替相場、 $e^{euro/SFR}$ ：スイス・フランに対するユーロの為替相場。

図2-1から図2-9は、上記の回帰分析の結果の内、米ドルの係数に焦点を当てて、1999年から2003年までの四半期毎の米ドルの係数の推移を表している。図の中の実線は、米ドル係数の推計値を表し、2本の破線は、係数の推計値 ± 2 倍の推計値の標準偏差を表している。したがって、この2本の破線の間バンドは、統計的に95%の信頼区間を意味する。

図2-1は、タイ・バーツにおける米ドルの係数の推移を示している。2002年第3四半期以前には米ドルの係数はほぼ1に等しい水準で推移したが、2002年第4四半期以降、米ドルの係数が低下した。図2-2は、シンガポール・ドルにおける米ドルの係数の推移を示している。その係数は、1999年から2001年にかけてほぼ0.8であり、95%の有意水準で1より小さい水準で推移している。シンガポール・ドルについても、2002年第2半期に米ドルの係数が低下した。図2-3は、韓国ウォンにおける米ドルの係数の推移を示している。1999年と2000年において

は米ドルの係数はほぼ1に等しかった。しかし、2001年以降、米ドルの係数が低下し、有意に1より低い時もあった。このように、タイ・バーツとシンガポール・ドルと韓国ウォンについては、米ドルの係数が同様の推移を示して、近年において、米ドルの係数が低下している。

図2-4は、フィリピン・ペソにおける米ドルの係数の推移を示している。1999年から2003年にかけて米ドルの係数はほぼ1に等しい水準で推移している。図2-5は、インドネシア・ルピアにおいて米ドルの係数の推移を示している。米ドルの係数は1999年から2003年にかけてほぼ1に等しい水準で推移している。但し、後半において米ドルの係数の標準偏差が低下している。この標準偏差の低下は、近年、インドネシア・ルピアが米ドルに以前より密接に連動していることを意味している。

図2-6は、マレーシア・リングgitにおける米ドルの係数の推移を示している。マレーシア・リングgitは、固定為替相場制度の下で米ドルに公式に固定されていた。そのため、米ドルの係数は、分析期間を通じて1に等しく、その標準偏差が極めて小さいことが特徴的である。図2-7は、香港ドルにおける米ドルの係数の推移を示している。香港ドルもカレンシー・ボード制の下で公式にドルに固定されているので、米ドルの係数が1に等しく、その標準偏差が極めて小さい。図2-8は、中国人民元における米ドルの係数の推移を示している。中国人民元も、米ドルの係数が1に等しく、その標準偏差が極めて小さい。中国人民元についても、その米ドルの係数は、マレーシア・リングgitや香港ドルとまったく同じ特徴を有している。

III-2-3. 為替相場制度選択における協調の失敗

アジア通貨危機以前において、アジア諸国の通貨当局は事実上のドル・ペッグ制度を採用していたために、通貨危機に陥った。しかし、ア

7) McKinnon (2002) と Ogawa (2002a) も同様の方法で実証分析を行っている。

図 2-1 タイ・バーツにおける米ドルの係数

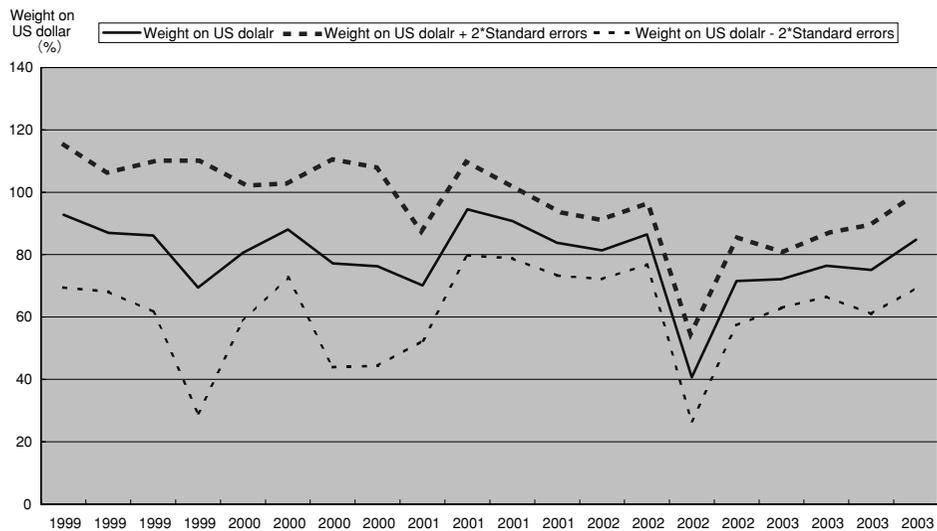


図 2-2 シンガポール・ドルにおける米ドルの係数

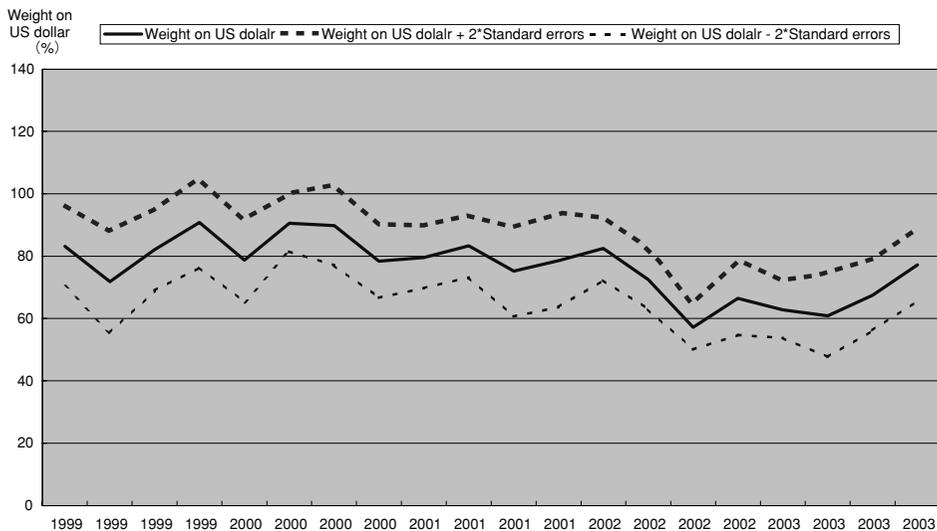


図 2-3 韓国ウォンにおける米ドルの係数

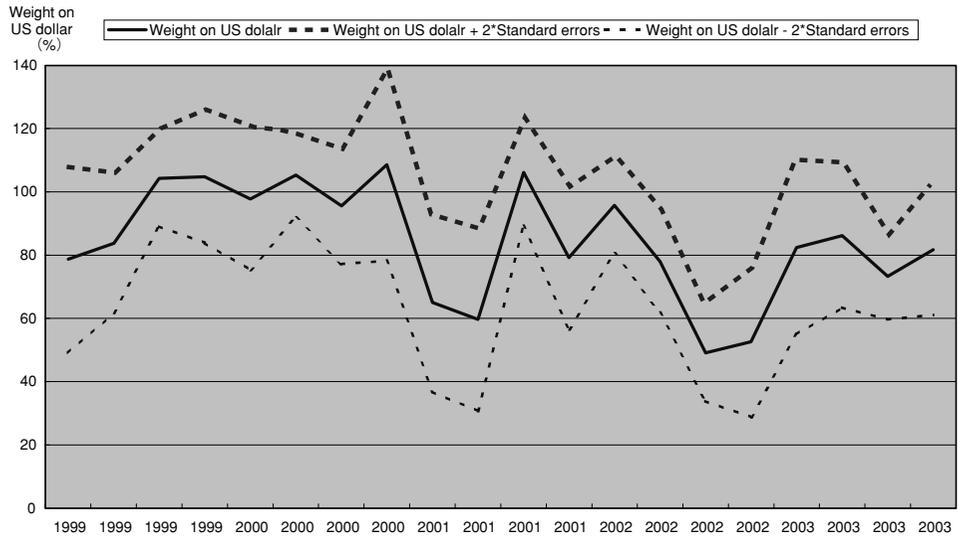


図 2-4 フィリピン・ペソにおける米ドルの係数

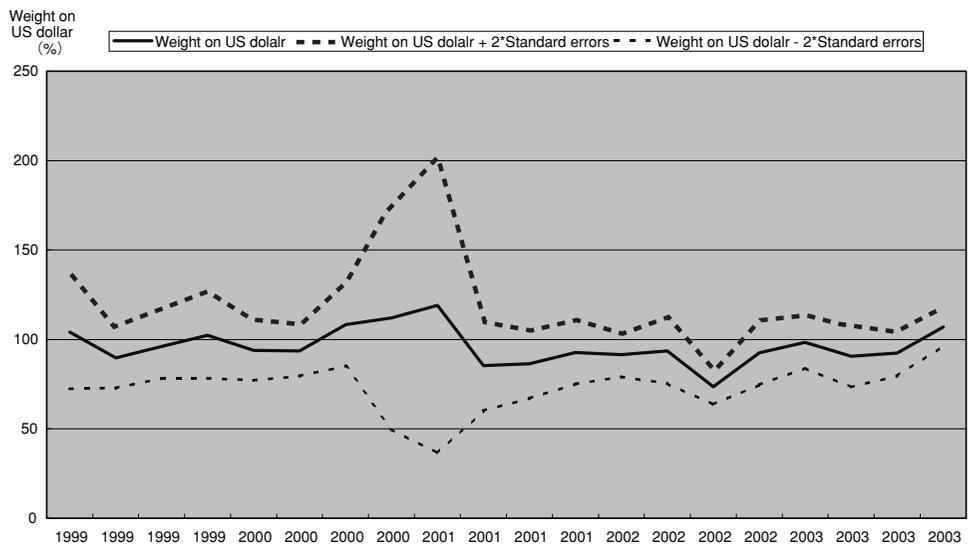


図 2-5 台湾ドルにおける米ドルの係数

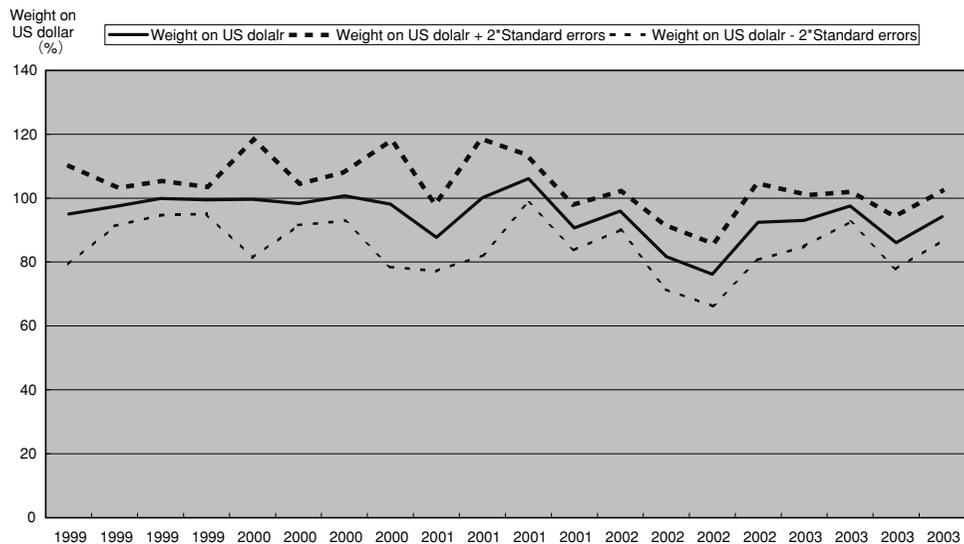
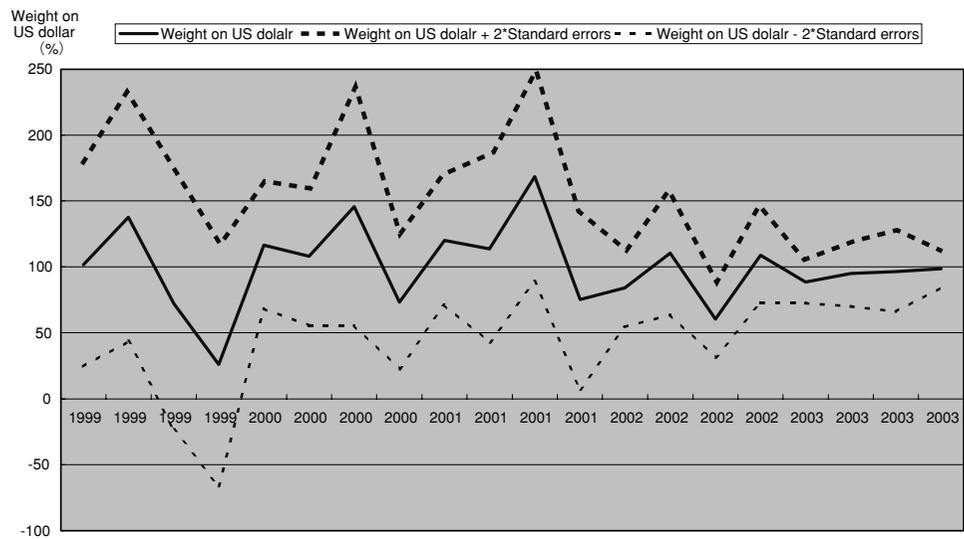


図 2-6 インドネシア・ルピアにおける米ドルの係数



アジア通貨協調のためのバスケット通貨戦略

図 2-7 マレーシア・リンギットにおける米ドルの係数

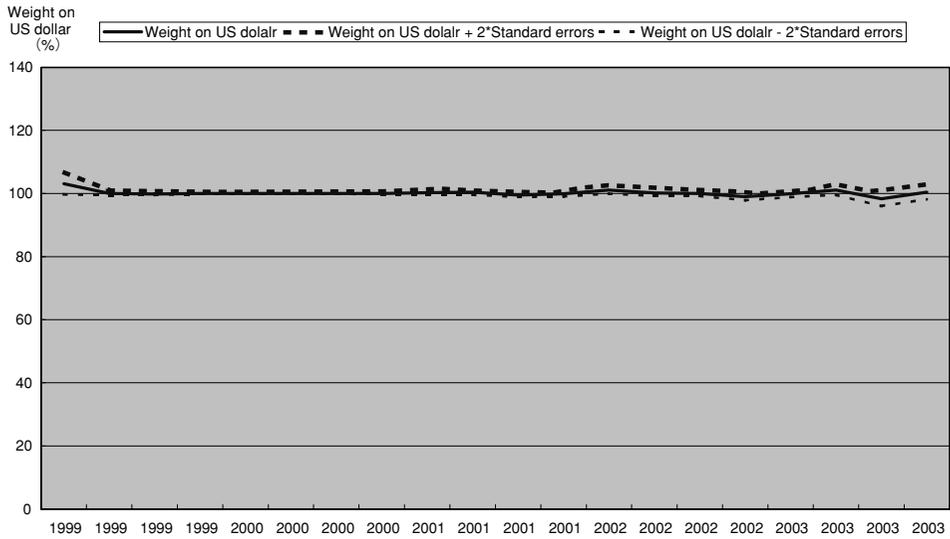


図 2-8 香港ドルにおける米ドルの係数

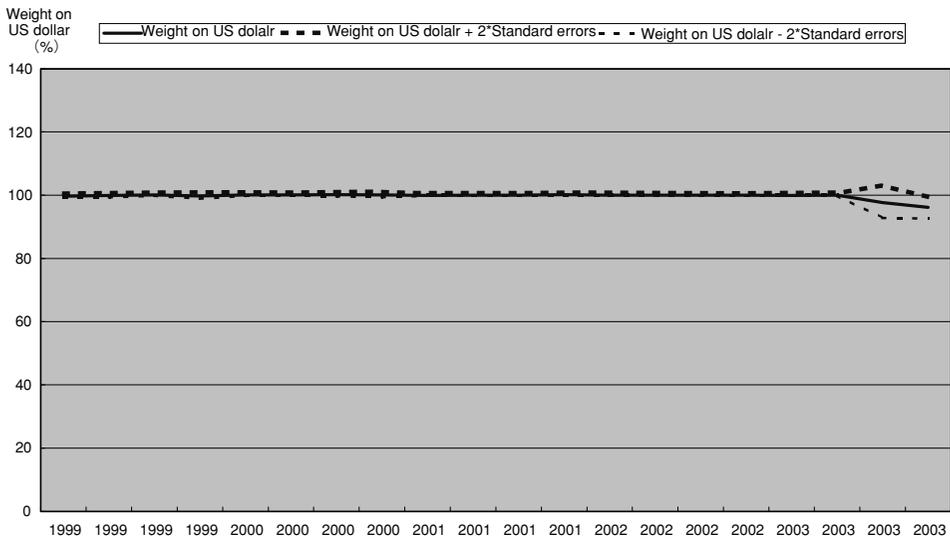
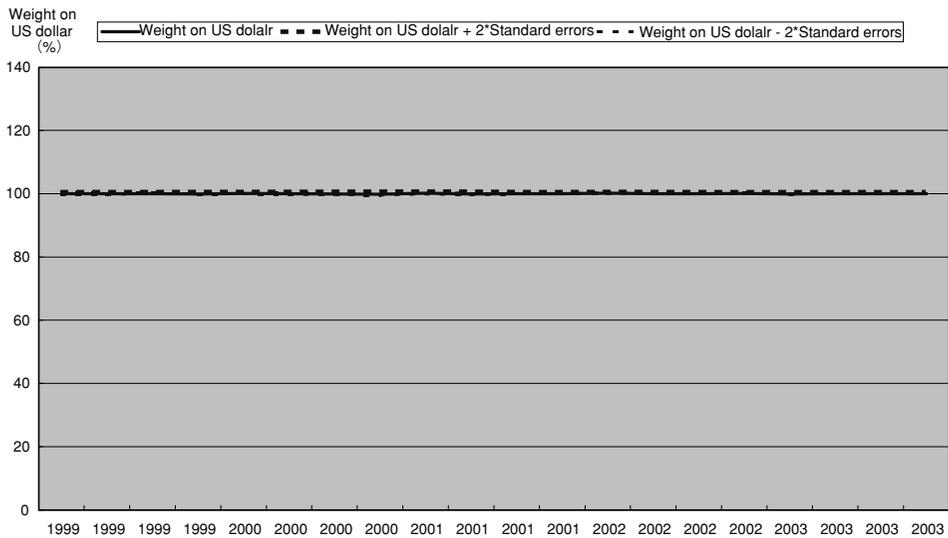


図 2-9 中国人民元における米ドルの係数



アジア通貨危機以降においても、アジア通貨危機の教訓を習得したにもかかわらず、アジア諸国の通貨当局は依然としてドルとの連動性を高めたままにしている。アジア諸国の通貨当局が事実上のドル・ペッグ制度を採用し続けている理由の一つとして、各国の通貨当局が為替相場制度を選択するに際して協調の失敗に陥っていることが挙げられる (Benassy-Quere (1999), Ohno (1999), Ogawa and Ito (2002))。

Ogawa (2002b) は、ASEAN 5 か国と中国と韓国との間では為替相場制度選択における協調の失敗に陥る可能性があるかどうかを実証的に分析した。その実証分析の方法は、Ogawa and Ito (2002) において想定したフレームワーク (通貨当局が貿易収支変動を安定化することを目的とした時に、通貨当局がドル・ペッグ制度を選択せざるを得なくなることによって協調の失敗に陥る) が実際に適用されるかどうかを検証した。実証分析は、輸出関数と輸入関数について当該国と隣国との間の為替相場によって回帰分析を行い、その係数を推計することによって、1980年第1四半期から1997年第2四半期の期間と1980年第1四半期から2000年第1四半期

について、当該国と隣国との為替相場政策反応関数の均衡が不安定となるかどうかを分析した。均衡が不安定な時には、ドル・ペッグ制度を選択するという協調の失敗に陥る可能性がある。

他の ASEAN 4 か国をある ASEAN の国の隣国としてみならず ASEAN 5 か国に分析対象国を限定した場合には、為替相場制度選択において協調の失敗を意味する不安定な均衡は、1980年第1四半期から2000年第1四半期の分析期間においてインドネシアとタイとマレーシアで見出された。さらに、協調の失敗に関連して、ASEAN 5 か国の通貨当局がドル・ペッグ制度から最適な為替相場制度へ直接に移行することができるかどうかを分析した。その分析結果より、インドネシアとタイとマレーシアにおいてドル・ペッグ制度から最適な為替相場制度へ移行することが難しいことがわかった。

ASEAN 5 か国に中国と韓国を加えて、為替相場政策における協調の失敗に関する同じ実証分析を行っている。この場合には、隣国は、ASEAN 5 か国と中国と韓国のグループの中で想定する。ASEAN 5 か国に中国と韓国を加えると、シンガポールとフィリピンにおいて、為

替相場政策の相手国の為替相場政策に対する反応関数の均衡が不安定となり、為替相場制度選択において協調の失敗に直面する可能性がある。また、ASEAN 5 か国と中国と韓国は、直接にドル・ペッグ制度から最適な為替相場制度へ移行することができるかどうかについては、ASEAN 5 か国と中国が協調の失敗に直面する可能性があり、協調の失敗の結果としてドル・ペッグ制度を採用しつづける可能性が高い。

一方、Ogawa and Yang (2004) は、日本と他のアジア諸国との間で外国為替介入の相関を推計することによって、どれほど日本の外国為替介入の影響を受けて、アジアにおいて外国為替介入が行われているかを考察した。もし日本の通貨当局による外国為替介入が円／ドル相場に影響を及ぼすならば、他のアジア諸国に対して外国為替介入の圧力がかかるであろう。したがって、日本の外国為替介入から当該国への外国為替介入に対する圧力が高ければ高いほど、日本と他のアジア諸国との間の外国為替介入の相関が高まる。

表3は、 t 時点の日本の外国為替介入と $t+1$ 時点の他のアジア諸国の外国為替介入との間の相関を示している。日本の外国為替介入と他のアジア諸国の外国為替介入との間の相関は、1995年から2001年にかけて、わずかの例外

を除いて一般的にマイナスであった。しかし、2002年と2003年には、中国との相関を除いて、相関がプラスになっている。この結果は、アジア諸国の内のいくつかの国々に対する通貨増価圧力が通貨当局によって外国為替介入されていたことを意味する。

通貨当局が為替相場政策の国際協調に合意したとすると、次に問題となることは、その国際協調の実施である。もし通貨当局がお互いの経済状況や共通の政策目標についての共通の理解がなければ、国際協調を実施することは難しい (Frankel and Rockett (1988))。為替相場政策の国際協調を実施するためには、通貨当局が、自国通貨の動向が隣国の経済に対してどのような影響を及ぼすか、そして、自国の為替相場政策が隣国の経済及び為替相場政策に対してどのような影響を及ぼすかについて、共通の理解を持っていることが必要である。さらに、為替相場政策にとっての政策目標についても共通の理解を持っていなければ、為替相場政策の協調は行うことが難しい。

通貨当局は、政策対話やマクロ経済サーベイランスを行うことによって共通の理解を深めることができると期待される。したがって、政策対話やマクロ経済サーベイランスの中で通貨問題に関する議題を設定して、各国の通貨及び為

表3 日本とその他のアジア諸国との間の外国為替介入の相関

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
中国					-0.188	-0.646	-0.078	-0.461	-0.246
香港			0.318	-0.166	-0.311	-0.198	-0.126	-0.296	0.850
インドネシア	0.420	-0.634	-0.013	0.158	-0.007	0.407	0.293	-0.266	0.007
韓国	-0.079	-0.705	-0.025	0.042	-0.691	-0.707	-0.205	-0.085	0.440
マレーシア	-0.302	0.119	0.119	-0.050	-0.310	0.160	-0.072	0.060	0.207
フィリピン	-0.288	-0.187	-0.393	-0.321	0.144	-0.438	-0.194	-0.192	0.723
シンガポール	-0.331	-0.259	-0.147	0.368	-0.658	-0.384	-0.069	0.192	0.159
タイ	-0.652	-0.309	0.469	0.089	-0.503	-0.378	-0.307	0.053	0.553
台湾	-0.414	-0.147	-0.129	-0.243	0.024	0.080	-0.489	0.459	0.830

出所：Ogawa and Yang (2004)

替相場政策について議論し、そして、サーベイランスの対象とすることが必要となる。一方、長期的には、政策対話やマクロ経済サーベイランスだけでは国際政策協調の実効性に限界がある。各国の政府及び通貨当局が為替相場政策の国際協調に強いコミットメントをするようなメ

カニズムを考案する必要がある。その一つのコミットメントとしてアジア諸国にとって共通の通貨単位を創造し、その共通通貨単位を利用して、アジアにおける為替相場政策の国際協調を図ることが考えられる。

IV. アジアにおける為替相場政策協調のための AMU 乖離指標

IV-1. アジア諸国の為替相場政策協調と通貨バスケット

前節において、アジアにおいては、様々な為替相場制度が存在するなか、ドルの全面安が域内為替相場のミスアライメントを発生させていることを指摘した。そのため、ASEAN+3のサーベイランス・プロセスにおける対象項目にASEAN+3各国の域内為替相場のミスアライメントに注視すべきことを論じた。そこで、本節では、アジアにおける為替相場政策の協調の必要性を踏まえて、どのようにして為替相場政策協調を行っていくべきかを考察する。

アジア諸国の為替相場政策には通貨バスケット制度が適していることをすでに説明した。ここでは、通貨バスケットを構成する構成通貨を考えてみよう。そのために、まず、アジア諸国の貿易シェアを見てみよう。表4には、ASEAN10か国、日本、中国、韓国（いわゆる、ASEAN10+3）のそれぞれの貿易額（輸出額と輸入額の合計）が貿易相手国・地域別にその金額とシェアが示されている。ASEAN10+3各国について、ASEAN10+3地域の域内の貿易のシェアは、ASEAN10+3全体で37%、国別で見ても最も低い中国で26%から最も高いブルネイで77%までの範囲にあり、比較的高い値となっている。一方、ASEAN10+3諸国は、全体でアメリカと貿易シェアが17%であり、ユーロ圏との貿易シェアが13%である。アメリカとユーロ圏との貿易シェアを合計しても、域内貿易シェアの方が高い値となっている。このように、ア

ジア諸国にとっては、域内諸国との貿易が最も大きなシェアを占める一方で、アメリカ及びユーロ圏との貿易のシェアも無視することはできない規模にある。

アジア諸国が貿易面を重視して、各国貿易財の価格競争力あるいは貿易収支の安定化を為替相場政策の政策目標として考えるならば、通貨当局は、貿易ウエイトで加重平均した実効為替相場に注目して、実効為替相場の安定化を図るべきこととなる。表4から明らかのように、アジア諸国通貨の実効為替相場は、主としてアジア域内通貨と米ドルとユーロから構成されることとなる。すなわち、実効為替相場の安定化のために、各国の通貨当局は、アジア域内通貨と米ドルとユーロから構成されるバスケット通貨に対して自国通貨を安定化させることが必要となる。

アジア諸国の通貨当局が実効為替相場を安定化させるために2つの方法が考えられる。第一に、すべての貿易相手国通貨、すなわち、アジア域内通貨と米ドルとユーロから構成されるバスケット通貨に対して通貨当局は自国通貨を安定化させることである。第二に、このバスケット通貨を二つに分け、すなわち、米ドルとユーロから構成されるバスケット通貨とアジア域内通貨から構成されるバスケット通貨に分ける。アジア諸国の通貨当局は、自国通貨をアジア域内通貨から構成されるバスケット通貨（アジア通貨単位（AMU））に対して安定化させる一方、AMUを米ドルとユーロから構成されるバスケ

表4 アジア諸国の貿易相手国・地域別に見た貿易シェア(2003年,単位:百万ドル,(%)

	ASEN10+3 貿易額 シェア	アメリカ 貿易額 シェア	ユーロ圏 貿易額 シェア	その他 貿易額 シェア	世界全体 貿易額
ブルネイ	2,354(76.6%)	214(7.0%)	129(4.2%)	377(12.3%)	3,074
カンボジア	1,187(45.6%)	661(25.4%)	299(11.5%)	456(17.5%)	2,602
中国	145,797(26.1%)	102,726(18.4%)	79,472(14.2%)	231,542(41.4%)	559,538
インドネシア	28,086(50.7%)	6,526(11.8%)	7,273(13.1%)	13,561(24.5%)	55,446
日本	170,265(36.0%)	90,162(19.0%)	65,808(13.9%)	147,255(31.1%)	473,491
韓国	84,203(40.0%)	34,954(16.6%)	24,578(11.7%)	66,998(31.8%)	210,733
ラオス	549(71.6%)	6(0.8%)	98(12.7%)	115(15.0%)	767
マレーシア	60,846(53.6%)	18,222(16.0%)	13,085(16.0%)	21,424(18.9%)	113,576
ミャンマー	2,303(71.8%)	5(0.2%)	260(8.1%)	637(19.9%)	3,205
フィリピン	19,354(47.3%)	7,454(18.2%)	4,799(11.7%)	9,309(22.8%)	40,916
シンガポール	73,231(45.3%)	21,260(13.2%)	22,473(13.9%)	44,543(27.6%)	161,506
タイ	44,688(48.9%)	10,733(11.7%)	11,149(12.2%)	24,907(27.2%)	91,477
ベトナム	12,094(48.7%)	2,720(11.0%)	4,103(16.5%)	5,894(23.8%)	24,812
合計	644,955(37.0%)	295,642(17.0%)	233,526(13.4%)	567,020(32.6%)	1,741,143

データ:IMF, *Direction of Trade Statistics*

ット通貨に対して安定化させるという方法である。アジア域内の地域通貨協調の観点からは、後者の方法を採用して、アジア諸国の通貨当局は、域外通貨（米ドルとユーロの通貨バスケット）と比較的安定化している、AMUを基準としてアジア諸国通貨がAMUから乖離しないようにすることが相対的に容易であろう。

IV-2. AMU 乖離指標

アジア諸国にとって、為替相場政策選択における協調の失敗を解消するためには、為替相場政策の協調が必要である。為替相場政策の協調は、ASEAN+3財務大臣代理会議の政策対話(ERP)のサーベイランス・プロセスにおいて行うことが可能であり、行われるべきであろう。為替相場政策のサーベイランスにおいて域

内為替相場のミスアライメントに注視しながら、為替相場政策の協調を進めるためには、各国通貨が他の域内通貨からどれほど乖離しているかを定期的に注目することが必要である。その際に、東アジア通貨の加重平均値としての通貨単位であるアジア通貨単位(AMU)を創り、AMUと各国通貨の為替相場の安定化を図ることによって、東アジアの域内の為替相場の安定化、各通貨の過大・過小評価の是正をめざす⁸⁾。

IV-2-1. AMU 乖離指標の計算方法

Ogawa and Shimizu (2005) は、為替相場政策協調のための乖離指標としてAMUを推計して、ASEAN+3各国通貨についてAMU乖離指標の計算を試みた。それをさらに精緻化したAMUとAMU乖離指標⁹⁾を紹介する。

8) 田中・藤田(2003)、田中・金(2003, 2004)も同様の提案をしている。Ogawa and Shimizu(2005)の提案は、これらの先行研究を参考にしている。

9) 近く、経済産業研究所(RIETI)と一橋大学21世紀COEプログラム「社会科学の統計分析拠点構築」(Hi-Stat)との共同プロジェクトとして両者のホームページに掲載される予定である。

AMUの構成通貨としてASEAN+3の13か国通貨を想定する。また、ウェイト付けについては、直近3年間(2001年~2003年)の購買力平価(PPP)で測ったGDPと貿易量(輸出量+輸入量)の単純平均値を利用する。ウェイト付けの選択の基準としては、域外貿易、すなわち、ASEAN+3の対米・対ユーロ圏の貿易ウェイト(米ドル:ユーロ=65%:35%)で加重平均した米ドルとユーロの通貨バスケットに対してAMUが、購買力平価(PPP)で測ったGDPや貿易量の他に名目GDPや国際準備残高のなかで、最も安定するものを選択した。AMUの推計は、ユーロ導入以前のEMS時代の欧州通貨単位(European Currency Unit: ECU)の計算方法に従う。AMUの各国通貨別ウェイトが表5に示されている。

図3には、米ドルとユーロの通貨バスケットに対するAMUの為替相場の動向が示されてい

る。通貨バスケットのポートフォリオ効果によって、対ドルのAMUの為替相場や対ユーロのAMUの為替相場に比較して、米ドルとユーロの通貨バスケットに対するAMUの為替相場が比較的安定していることがわかる。

次に、乖離指標を示すためには基準時を決める必要がある。1990年以降において、域内の貿易収支及び域外との貿易収支が最も均衡状態に近い年は2001年であった。為替相場が貿易収支に影響を及ぼすまでのタイムラグを考慮に入れて、2000年と2001年の2年間を基準時とした。

各国通貨のAMUからの乖離指標は基準時において乖離率を0%として、乖離指標がプラスになると当該通貨が過大評価されていることを示し、乖離指標がマイナスになると当該通貨が過小評価されていることを示す。そのために、以下の式を利用して、乖離指標を計算する。

表5 AMUの各国通貨別ウェイト

	Trade volume* %	GDP measured at PPP**, %	Arithmetic shares % (a)	Benchmark exchange rate*** (b)	AMU weights (a)/(b)
Brunei	0.41	0.41	0.41	0.5912	0.0069
Cambodia	0.19	0.21	0.20	0.0003	7.4235
China	21.65	47.93	34.79	0.1256	2.7711
Indonesia	4.67	5.56	5.12	0.0001	452.7871
Japan	27.31	28.30	27.80	0.0091	30.5681
Korea	12.86	6.65	9.76	0.0009	113.1459
Lao PDR	0.09	0.08	0.08	0.0001	5.9500
Malaysia	8.85	1.83	5.34	0.2735	0.1953
Myanmar	0.38	0.38	0.38	0.1598	0.0239
Philippines	3.12	2.74	2.93	0.0220	1.3347
Singapore	11.90	0.81	6.36	0.5912	0.1075
Thailand	6.60	3.56	5.08	0.0246	2.0630
Vietnam	1.96	1.53	1.74	0.0001	243.0432

* : The trade volume is calculated as an average of total export and import volumes in 2001, 2002 and 2003 from the Direction of Trade Statistics, IMF.

** : GDP measured at PPP is the average of GDP measured at PPP in 2001, 2002 and 2003 from the World Development Report, World Bank. For Brunei and Myanmar, we use same share of trade volume since there are no GDP data for Brunei and Myanmar.

*** : Benchmark exchange rate (\$ -euro/Currency) is the average of daily exchange rate in terms of \$-euro in 2000 and 2001.

出所 : <http://www.rieti.go.jp/user/amu/index.html>

図3 AMU (対米ドル・ユーロ) の変動



出所：http://www.rieti.go.jp/user/amu/index.html

$$\text{乖離指標 (\%)} = \frac{\text{当該通貨/AMU の基準レート} - \text{当該通貨/AMU の実際のレート}}{\text{当該通貨/AMU の基準レート}} \times 100$$

IV-2-2. AMU 乖離指標の推移

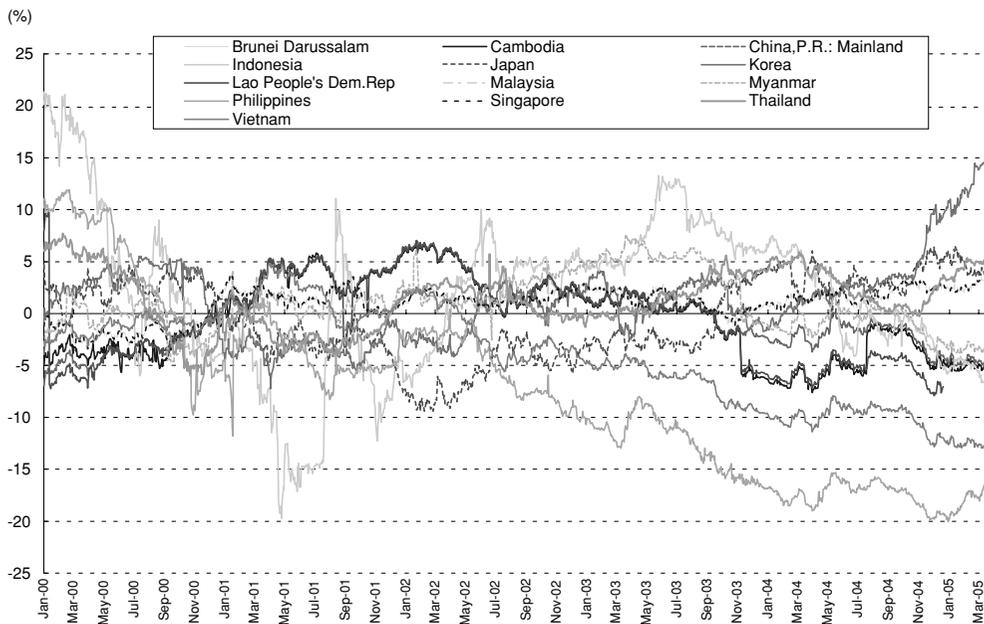
図4には、基準時(2000年と2001年の2年間)に比較して、AMUから各国通貨がどれほど乖離しているかを表す名目AMU乖離指標の動向が示されている。この図を見ると、2003年の年初より東アジア通貨の乖離が拡大していることがわかる。日本円、韓国ウォン、タイ・バーツ、シンガポール・ドルがAMUに対して増価傾向にある一方、中国人民元、マレーシア・リングgit、フィリピン・ペソなどが減価傾向にある。2001年を基準とした時に、2005年3月において韓国ウォンが最も過大評価されている一方、フィリピン・ペソが最も過小評価されている。この2つの通貨の間では、乖離率が30%となっている。フィリピン・ペソを除くと、過小評価さ

れている通貨のほとんどはその国の通貨当局はドル・ペッグ制度を採用している。また、通貨バスケット制度を採用しているシンガポール・ドルが一貫して比較的、乖離率0%の近辺で推移していることは特徴的である。

これまでは名目為替相場で測った乖離指標を見てきたが、貿易や直接投資や実質GDPなどの実物経済への影響を考察するためには、名目為替相場よりもむしろ実質為替相場を注視しなければならない。そこで、各国経済とAMU推計の対象国となっているASEAN+3諸国全体のインフレ率格差を考慮に入れて、実質乖離指標を計算する。物価水準のデータとして消費者物価指数(CPI)を利用する。

図5には名目AMU乖離指標が示され、図6には実質AMU乖離指標が示されている。これらの図における名目AMU乖離指標と実質AMU乖離指標を比較すると、名目AMU乖離指標と実質AMU乖離指標との間で相違が見られる。第一に、図5に示されている2004年9月以前においては、名目AMU乖離指標では、最

図4 名目 AMU 乖離指標 (日次)

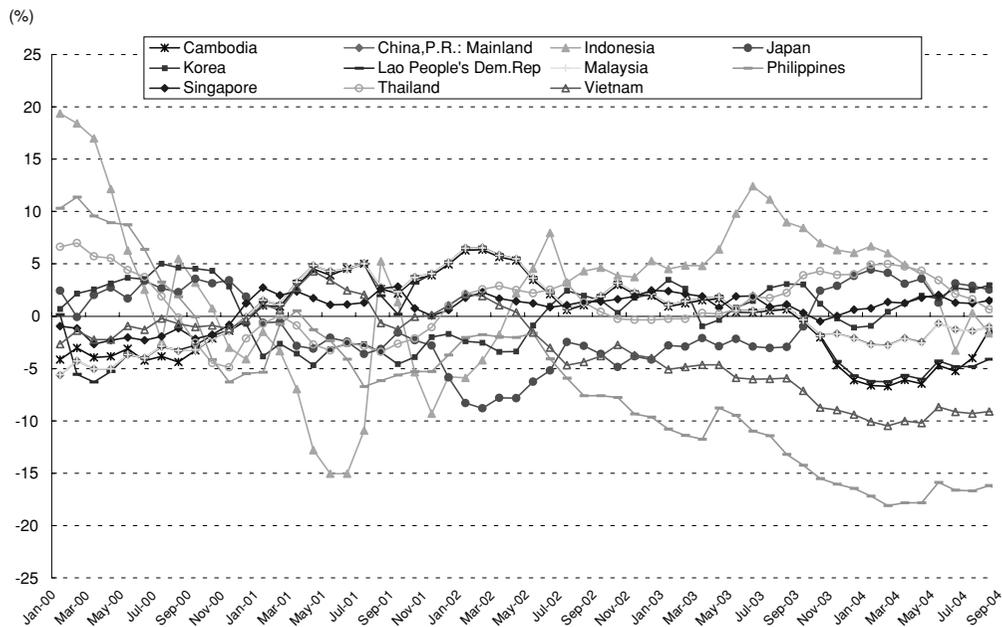


出所：http : /www.rieti.go.jp/user/amu/index.html

も過大評価されている通貨と最も過小評価されている通貨との間ではおよそ20%の乖離率であるのに対して、実質 AMU 乖離指標ではその乖離率が50%近くに拡大している。また、名目 AMU 乖離指標ではインドネシア・ルピアとラオス・キプが最近、減価傾向にあって、基準レートに近づいているにもかかわらず、実質 AMU 乖離指標ではこれらの通貨が減価せず、増価傾向にもある。この相違は、それぞれの国で ASEAN + 3 の（加重平均）インフレ率よりも高いインフレ率に直面しているために、このインフレ率格差が実質 AMU 乖離指標を増価させる傾向にある。実質 AMU 乖離指標における過大評価は、国際価格競争力を低下させていることを意味する。

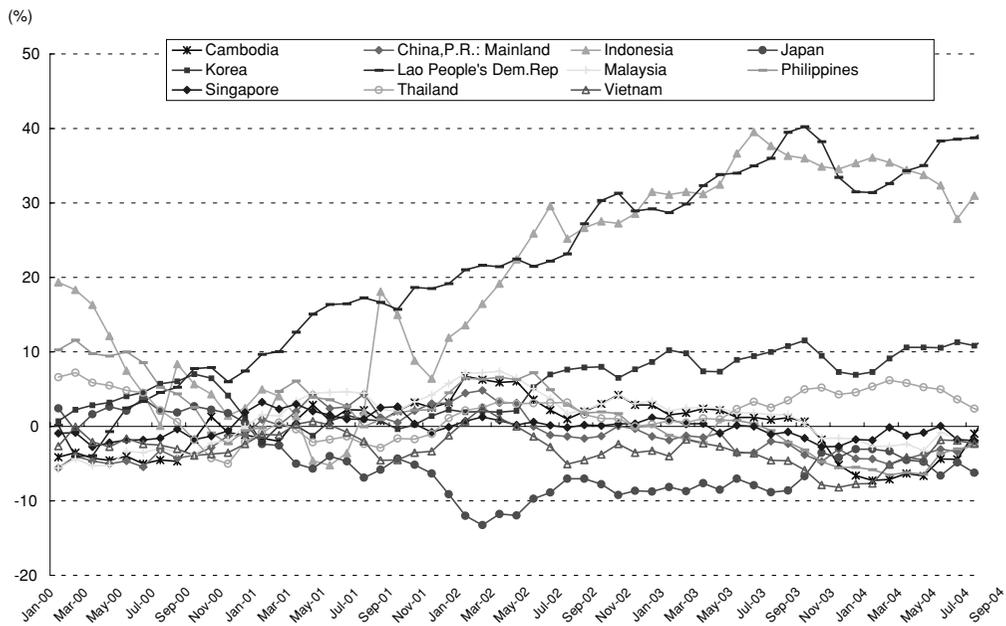
本節で提示した AMU 乖離指標を利用することによって、域内為替相場のミスアライメントがどの通貨の間で発生していて、どの程度発生しているかが一目瞭然となる。このような AMU 乖離指標を利用することを通じて、ASEAN + 3 諸国の通貨当局の間において域内サーベイランスが行われれば、域内為替相場のミスアライメントがどの通貨において発生しているかが明らかになる。そして、政策対話によって為替相場政策の協調が行われれば、このような域内為替相場のミスアライメントを縮小することができよう。

図5 名目 AMU 乖離指標 (月次)



出所： <http://www.rieti.go.jp/user/amu/index.html>

図6 実質 AMU 乖離指標 (月次)



出所： <http://www.rieti.go.jp/user/amu/index.html>

V. 結論

本稿では、チェンマイ・イニシアティブの現状と今後の課題を整理したうえで、アジアの通貨体制にとっての通貨バスケット制度のメリット及びアジア諸国通貨当局が実際に採用している為替相場制度・為替相場政策について実証的に分析した。そのなかで、アジア諸国の通貨当局が、ドル・ペッグ制度にバイアスのかかった為替相場政策が採用される傾向にあり、為替相場政策における協調の失敗を指摘した。そして、その協調の失敗を解決するためにアジア諸国の通貨当局が為替相場政策における政策協調を行う必要があることから、その政策協調を実現するために、アジア諸国通貨の加重平均値であるAMUと各国通貨のAMU乖離指標を提示するとともに、AMU乖離指標に基づいた域内サーベイランス・プロセスを提案した。

アジア諸国の通貨当局が実効為替相場を安定化させ、貿易収支の安定化を図ろうとするならば、あるいは、国際資本フローの安定化を図ろうとするならば、あるいは、これらの安定化を通じて、GDPのような国内経済変数の安定化

を図ろうとするならば、アジア諸国の通貨当局は、域外通貨（米ドルとユーロの通貨バスケット）と比較的安定化している、AMUを基準として各国通貨のAMUからの乖離を縮小することに努めることによって、アジア諸国通貨のミスアライメントを防止することができる。そして、各国通貨のAMU乖離指標を利用することによって、域内為替相場のミスアライメントがどの通貨の間で発生していて、どの程度発生しているか明らかとなる。このような乖離指標を利用しながら、ASEAN+3においてサーベイランスが行われれば、域内為替相場のミスアライメントの原因が明らかになる。そして、政策対話によって為替相場政策の協調が行われれば、このような域内為替相場のミスアライメントを縮小することができよう。このように、アジア諸国の域内サーベイランス・プロセスにAMUと各国通貨のAMU乖離指標を導入して、サーベイランスを行うことによって、チェンマイ・イニシアティブが一層強化されることになる。

参 考 文 献

- Bénassy-Quéré, A. (1999) "Optimal Pegs for East Asian Currencies," *Journal of the Japanese and International Economies*, 13: 44–60.
- Frankel, J. A., and K. Rockett (1988) "International Macroeconomic Policy Coordination when Policy-makers Disagree on the Model," *American Economic Review*, 78, 318–40
- Frankel, J. A. and S-J 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, 295–333.
- Ito, T., E. Ogawa, and Y. N. Sasaki (1998) "How Did the Dollar Peg Fail in Asia?" *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 12, 256–304.
- McKinnon, R. I. (2002) "After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-frequency Exchange Rate Pegging."
- Ogawa, E. (2002a) "Should East Asian Countries Return to Dollar Peg Again?" P. Drysdale and K. Ishigaki eds., *East Asian Trade and Finan-*

- cial Integration : New Issues*, Canberra : Asia Pacific Press, 159–184.
- Ogawa, E. (2002b)“Economic Interdependence and International Coordination in East Asia,” in *Exchange Rate Regimes for Asia (KOBE RESEARCH PROJECT)*, Ministry of Finance.
- Ogawa, E. (2004)“Regional Monetary Cooperation in East Asia against Asymmetric Responses to the US Dollar Depreciation,” *Journal of the Korean Economy*, vol.5, no.2, Fall.
- 小川英治 (2005)「東アジアにおける金融協力・通貨協調のあり方」財務省財政総合政策研究所『ASEANの為替制度と域内金融市場の発展に関する研究会』.
- Ogawa, E. and T. Ito (2002)“On the Desirability of a Regional Basket Currency Arrangement,” *Journal of the Japanese and International Economies*, vol.16, no.3, 317–334.
- Ogawa, E, T. Ito, and Y. N. Sasaki (2004)“Cost, Benefits, and Constraints of the Currency Basket Regime for East Asia,” in Asian Development Bank ed., *Monetary and Financial Integration in East Asia : The Way Ahead, Volume 2*, Palgrave, 209–239.
- Ogawa, E. and K. Kawasaki (2003)“Possibility of Creating a Common Currency Basket for East Asia,” *JBICI Discussion Paper*, Japan Bank for International Cooperation, no. 5.
- Ogawa, E. and K. Kawasaki (2003)“What should be Weights on the Three Major Currencies for a Common Currency Basket in East Asia?” *Hi-*
- Stat Discussion Paper*, Hitotsubashi University, no. 6.
- Ogawa, E. and L. Sun (2001)“How were Capital Inflows Stimulated under the Dollar Peg System?” in T. Ito and A. O. Krueger eds., *Regional and Global Capital Flows : Macroeconomic Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago.
- Ogawa, E. and D. Y. Yang (2004)“Exchange Rate Arrangement in East Asia,” in Y. Oh, D. R. Yoon, and T. D. Willet eds. *Monetary and Exchange Rate Arrangement in East Asia*, KIEP, 37–62.
- Ohno, K. (1999)“Exchange Rate Management in Developing Asia : Reassessment of the Pre-crisis Soft Dollar Zone,” ADB Institute, Working Paper Series, no. 1.
- 田中素香・藤田誠一編著 (2003)『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版.
- 田中素香・金明浩 (2003)「東アジアにおける通貨バスケットによる為替レートの安定性」研究年報『経済学』(東北大学) 第65巻, 第1号.
- 田中素香・金明浩 (2004)「ドル, ユーロ, 円の通貨バスケットによる東アジアの為替相場協力」『世界経済評論』11月号.
- Yoshino, N., S. Kaji, and A. Suzuki (2004)“The Basket-peg, Dollar-peg, and Floating : A Comparative Analysis,” *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 18, 183–217.