

通貨危機の伝染効果ーチリのケース¹ー

国際通貨研究所 吉田 頼且

1. はじめに

94年のメキシコ危機、97年のアジア危機、98年のロシア危機と1990年代の通貨危機に共通している点は、一国に止まらずいくつかの国々に波及する伝染効果（contagion effect）が見られたことである。

ラテンアメリカの主要各国の通貨制度も、通貨危機の伝染により、通貨への投機攻撃を受け、固定相場制から変動相場制へ変更している。チリは、ブラジルが99年1月変動相場制に移行した後、同年9月に為替バンド制から変動相場制に移行した。

本稿の目的は、チリが為替バンド制を放棄し、変動相場制を選択した理由が、通貨危機の伝染効果によるものかどうかを検討することである。

以下では、第2節で、通貨危機の伝染効果についての議論と伝染効果のモデルを検討する。第3節で、チリの為替相場制度の特徴、通貨危機の伝染効果と変動相場制採用の関係を検討する。最後に結論と展望を述べることにしたい。

2. 通貨危機の伝染効果

通貨危機の伝染効果については、Eichengreen et al.(1996)が、20カ国30年間以上のケースを実証分析することにより、貿易関係による伝染、マクロ経済政策の類似性による伝染、金融危機の連鎖による伝染の3種類を指摘している²。

ある国の通貨が、通貨危機により切り下げや変動相場制への移行を強いられると、この国は通貨価値下落により、輸出競争力が増す一方、この国と競合関係にある国は、固定相場制による通貨の過大評価で、輸出競争力が落ちる。またある国が通貨危機により経済危機に陥ると、この国は輸入依存度の高い財の輸入量が急減する。この国に対する輸出依存度が高い国は輸出量が落ちる。輸出減少によ

る貿易赤字増大と外貨準備減少により、貿易関係のある国も通貨への投機攻撃を受けることとなる。これが貿易関係による伝染である。

マクロ経済政策の類似性による伝染は、ある国を中心としてそれぞれの国が自国の通貨を固定している場合に現れる。例えば中心国に対する外的ショックが発生し利子率を引き上げた場合、他の国々は必ずしも利子率を引き上げることが最適な状況ではないかもしれない。その場合固定相場制を維持することを見直す必要が生じ、通貨切り下げか変動相場制への移行が予想される。これがそれら固定相場制を維持できない国々の通貨への投機攻撃を呼び起こし、通貨危機が同時に発生することになる。

金融危機の連鎖による伝染は、金融システムの連鎖による伝染である。例えばある国の金融機関は、投資家から短期資金を調達して長期で運用するとする。何らかの外的ショックで投資家が短期資金を一斉に引き上げると、金融機関は資産を流動化できず流動性不足から破綻する。結果的に流動性不足に陥った投資家が、他の国の運用を引き上げることにより調整しようとする、他の国に伝染することとなる。

これら伝染効果のモデルは、以下の3種類の通貨危機モデルを応用することで説明される（小川[2001]）。貿易関係による通貨危機伝染効果を説明するのは、ファンダメンタルズに基づく通貨危機モデル（第1世代モデル）である。マクロ経済政策の類似性による伝染効果を説明するのは、自己実現的通貨危機モデル（第2世代モデル）であり、金融危機の連鎖による伝染効果を説明するのは、通貨危機と金融危機が同時に発生する通貨危機モデル（第3世代モデル）である。

第1世代モデルは、経済ファンダメンタルズで決まる相場と、通貨当局が維持しようとする相場の間に矛盾が生じる場合に、通貨危機が発生することを示す。第2世代モデルは、欧州通貨危機が自己実現的に発生したことを示すものであり、小川(1998)が中央銀行の金融政策スタンスに焦点を当てて実証分析を行っている。第3世代モデルは、94年のメキシコ通貨危機や97年のアジア通貨危機に見られる金融危機と通貨危機の同時発生を説明するために、国際的な流動性危機が、金融危機と通貨危機を引き起こしたものであるとして登場した。

チリのケースは、次節で述べる通り、貿易関係による第1世代モデルの伝染効果とみられることから、以下に第1世代モデル即ちファンダメンタルズに基づく通貨危機の基本モデル（小川[1998]pp117-118）を示す。

$$(2-1) \quad \log \frac{M_t}{P_t} = \phi \log \bar{y} - \alpha i_t$$

$$(2-2) \quad M_t = D_t + R_t$$

$$(2-3) \quad P_t = S_t P^*$$

$$(2-4) \quad i_t = i^* + \dot{s}_t^e$$

ただし、 M ：名目貨幣供給残高、 P ：自国の物価水準、 $\bar{y}$ ：実質国内総生産（完全雇用産出量で時間を通じて一定であると仮定する）、 i ：自国通貨建て名目利子率、 D ：国内信用残高、 R ：外貨準備残高、 S ：外国通貨の自国通貨建て名目為替相場、 P^* ：外国の物価水準、 i^* ：外国通貨建て名目利子率、 $\dot{s}_t^e$ ：予想為替相場変化率。

(2-1) 式は対数表示した貨幣の需給均衡式を表す。(2-2) 式は貨幣供給残高が国内信用と外貨準備から構成されていることを表す。(2-3) 式は財価格の一物一価の法則を表す。(2-4) 式はカバーなし金利裁定の結果として成立するカバーなし金利平價式を表す。なお小国の仮定により外国の物価水準と名目利子率は所与である。

(2-1)、(2-4) 式を (2-3) 式に代入すると為替相場が次式に従って決定される。

$$(2-5) \quad s_t = \log S_t = \log M_t + \alpha \dot{s}_t^e - (\phi \log \bar{y} - \alpha i^* + \log P^*)$$

固定為替相場制度の下において為替相場が $\bar{s}$ に固定されていて、将来にわたっても固定相場が維持されると民間部門によって信頼されていると仮定する。その場合には $s_t = \bar{s}$ および $\dot{s}_t^e = 0$ であるから、(2-5) 式は次式のとおりに書き換えられる。

$$(2-5') \quad \bar{s} = \log M_t - (\phi \log \bar{y} - \alpha i^* + \log P^*)$$

従って (2-5') 式より名目貨幣供給残高は次式のように常に一定となる。

$$(2-6) \quad \log M_t = \bar{s} + (\phi \log \bar{y} - \alpha i^* + \log P^*)$$

そこで通貨当局が国内信用残高を μ の成長率で成長させることを想定する。

$$(2-7) \quad \dot{D} = \mu D_t$$

(2-2) 式を変化率で表現すると次式となる。

$$(2-8) \quad \frac{\dot{M}_t}{M_t} = \frac{D_t}{M_t} \frac{\dot{D}_t}{D_t} + \frac{R_t}{M_t} \frac{\dot{R}_t}{R_t}$$

固定相場制度下では名目貨幣供給残高の成長率（ $\dot{M}_t/M_t$ ）はゼロであることと

（2-7）式から、外貨準備残高は次式の通り国内信用の成長とは反対に減少していくことになる。

$$(2-9) \quad \frac{\dot{R}_t}{R_t} = -\frac{D_t}{R_t} \mu$$

このように固定為替相場制度のもとで国内信用を一定の成長率で成長させると、外貨準備残高を所与とすると、貨幣供給残高を増大し物価が上昇する。これは自国通貨を減価させる圧力を生み出すので、通貨当局は自国通貨を買い支えるために外貨準備高を減少させることになる。そして最終的には外貨準備が尽きることになる。外貨準備が尽きた時点で、通貨当局は固定為替相場制度をもはや維持できないことから、変動相場制度に移行せざるを得なくなる³。

3. チリの為替相場制度

3.1 為替バンド制の導入

チリの為替バンド制の特徴は次の3点である。第1点は、為替の中心相場に内外インフレ格差を反映させるクローリング制を採用したこと、第2点は、1998年の一時期を除きバンド幅が徐々に拡大されたこと、第3点は、通貨当局による市場介入が頻繁に為替バンド内で行われたことである。

チリの為替バンド制の採用は1984年である⁴（表1参照）。80年から82年の固定相場制下で、ペソの実質為替相場の過大評価と対外債務問題によるリセッションが発生した点を教訓として、85年から90年の期間は、年間20%台のインフレ抑制よりも輸出増による対外債務削減が優先された。財政緊縮策と拡大金融政策が取られ、為替政策は、実質為替相場の維持を目的とした⁵。

実質為替相場維持を目的として、クローリング・ペッグによらずクローリング・バンドを採用した理由は、次の2点が挙げられる。第1点は、為替バンド制が当時の新しいスキームであったこと、第2点は、インフレ抑制的な金融政策を実施するためには、クローリング・ペッグでは得られない為替市場での柔軟性を必要としたためである。クローリング・バンドの中心相場のクローリング率を算出する基本的な考え方は次の通りである。

月間国内インフレ率（後追い、または目標率）	－	例えば年率 10%
マイナス 予想国際インフレ率	－	例えば年率 3.6%

— 例えは年率 2%

一年率 4.4%

表1. 為替バンド制推移（1984-1999年）

日付	バンド幅	通貨バスケット構成			国際インフレ率	国内インフレ率	生産性調整率
		米ドル	円	マルク			
84.08-85.06	上下0.5%	100%	0%	0%	3.6%	前月後追い	0%
85.07-87.12	上下2%	100%	0%	0%	3.6%	前月後追い	0%
88.01-89.05	上下3%	100%	0%	0%	3.6%	前月後追い	0%
89.06-91.02	上下5%	100%	0%	0%	3.6%	前月後追い	0%
91.03-91.11	上下5%	100%	0%	0%	3.6%	前月後追い	0%
91.12-91.12	上下5%	100%	0%	0%	2.4%	前月後追い	0%
92.01-92.04	上下10%	100%	0%	0%	2.4%	前月後追い	0%
92.05-92.06	上下10%	100%	0%	0%	1.2%	前月後追い	0%
92.07-94.11	上下10%	50%	20%	30%	2.4%	前月後追い	0%
94.12-95.11	上下10%	45%	25%	30%	2.4%	前月後追い	0%
95.12-96.12	上下10%	45%	25%	30%	2.4%	前月後追い	2.0%
97.01-98.07	上下12.5%	80%	5%	15%	2.4%	前月後追い	2.0%
98.07-98.09	上2.5下3%	80%	5%	15%	2.4%	前月後追い	0%
98.09-98.12	上下3.5%	80%	5%	15%	0%	目標率	0%
98.12-99.09	上下8%	80%	5%	15%	0%	目標率	0%

(出所) チリ中央銀行

3.2 インフレ・ターゲティングとの関係

90年以降の期間は、米ドルの低金利と海外投資家の中南米再評価により資金流入増加が顕著となった。同時期にチリ中銀の独立性付与が立法化され、年率20%台のインフレ率を先進国のレベルに収束させることが中銀の目標となり、90年にインフレ・ターゲティングが採用された。金融政策はインフレ・ターゲティングを目標としたが、為替政策は為替バンドによる為替相場目標を設定しているため、ノミナルアンカーが重複する一方、流入資本増加によるペソ高圧力は、ペソ安を狙うクローリング・バンドと適合しないという問題点を発生させた。さらに増加する国内需要を抑制するための高金利政策が、外資流入を促進し、結果として実質為替相場ベースでもペソ高への圧力となる。

中銀はこれらの問題点にも拘わらず、インフレ・ターゲティング導入後も為替バンド制を維持する政策を選択し、97年まではペソ高に対応した以下の変更を試みている（表1参照）。第1点は、バンド幅の拡大である。90年の10%から97

年には 25%迄拡大した。第 2 点は、95 年より 98 年迄、バンドの中心相場決定に際し、内外インフレ率格差に加え生産性ファクター（バラッサ・サミュエルソン効果）を差しひいている⁶。第 3 点は、中心相場決定に、米ドルのみの単一通貨から米ドル、マルク、円の通貨バスケットを採用している⁷。通貨バスケット採用は、92 年から 99 年に変動相場制に移行するまで実施し、導入後の相場推移を辿ると、一定期間はバンド内でのペソ高を是正する効果が見られた。

為替バンド幅を頻繁に変更すると、為替バンド制への投機攻撃のリスクを高める⁸。しかし、99 年迄のチリ政府当局には、たとえバンド幅変更により、投機攻撃や通貨への信託を失うリスクがあっても、為替バンド制は、実質為替相場の維持を長期的にコミットする方針を示す手段であり、そのコミットメントが輸出部門を強化させるとの判断があった。これがインフレ・ターゲティング導入後も為替バンド制を維持した理由の 1 つであった。

3.3 補完的な手段の採用

柔軟なバンド幅に加え、さらにペソの過大評価を減少させるための補完的手段として、資本流入規制と不胎化政策が採用されている。

資本流入規制は、流入資本の一定割合を、一定期間無利息で強制預託させる点で、一種のトービン税であり間接的な資本流入規制である。本規制は 91 年 6 月に導入され、2001 年 4 月に廃止されたが、実施期間中、制度の実効性を高めるよう頻繁に預託率と適用対象の変更が行われた。

流入資本による国内流動性増加を吸収するための不胎化政策は、中銀債の売却による公開市場操作を通じて行われた⁹。機関投資家としては銀行、生保の他に年金基金が最大の機関投資家として中銀債を購入している。

このポリシー・ミックスは、便益として、急激なペソ高を回避し、ペソの実質為替相場高をなだらかにした点が挙げられる。一方費用としては、資金の有効配分と低利の外貨調達を犠牲にした点が指摘される。

3.4 通貨危機の伝染効果

アジア通貨危機とそれに続くロシア通貨危機は、チリ経済に深刻な影響をもたらした。97 年から 99 年にかけて貿易額は 14%減少し、中でもチリの全輸出額の 3 割を占めるアジア向け輸出は同期間で 23%減少している。国際資本市場の混乱と、チリの経常収支赤字が GDP の 8%近くまで悪化した結果、民間企業の対外資金調達スプレッドは、97 年の年平均 100 ベーシス・ポイント強から 98 年には

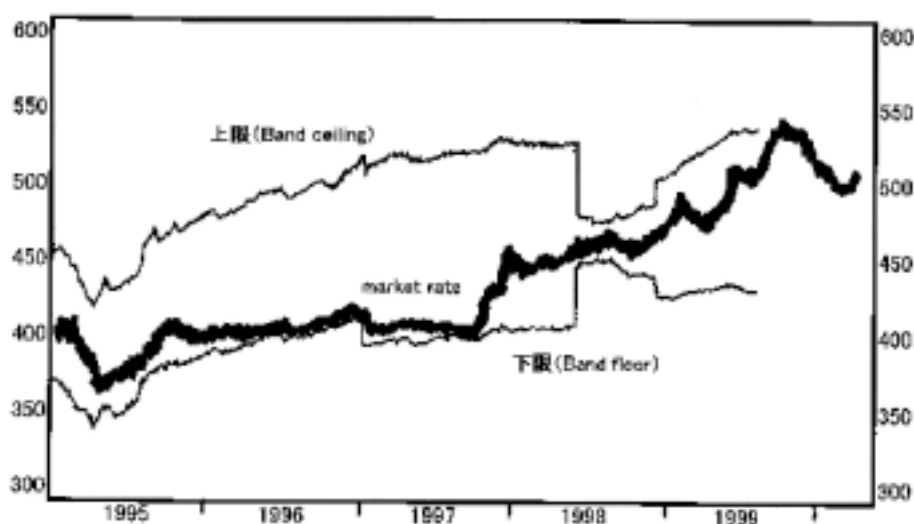
年平均 450 ベーシス・ポイント超に達した¹⁰。経常収支の対 GDP 比率の悪化は、加熱した国内経済とアジア通貨危機が貿易に与えた影響によるものである。

中銀は、当初、98 年に始まった通貨危機伝染による通貨への投機攻撃で、急激なペソ安が、当年度のインフレ・ターゲット率を脅かす点を懸念した。国内需要が年率 12% 超で伸びている状況下で、ペソ安が国内インフレ率に及ぼすパス・スルー効果を懸念したものである。98 年年初よりの激しい投機攻撃に対しては、為替市場へのドル売り介入と高金利政策を組み合わせで対処した。当時のバンド幅は、上下 12.5% 計 25% であり、為替相場はバンドの下限に張り付いていたため、バンド上限はまだ余裕があった。為替市場への積極介入が成功し、98 年 6 月迄は、為替相場は中心相場から未だ 3.5% 下方に留まっていた。

中銀は、98 年 6 月に、突然バンド幅を 25% から 5.5%（中心相場から上 3% 下 2.5%）への縮小を発表した（図 1 参照）。これは既に為替市場介入で外貨準備の 18% 近い 33 億ドルを費やしていたが（図 2 参照）、25% の拡大バンド幅のせいで、通貨への投機攻撃が発生しているとの認識があり、縮小バンド幅による中銀の防衛姿勢を示すことで、通貨への投機攻撃が沈静化することを期待したものである。同時に年末のインフレ・ターゲット率を達成する中銀の意志を再確認している。バンドの中心相場のクローリングの傾きがやや急角度になり、インフレ調整が加速し始めたが、中銀が適正と判断する為替相場水準を、為替市場に示すことが目的であった。

図 1. ペソ/米ドル為替相場推移(1995 年－2000 年 4 月)

単位：ペソ/1 米ドル



(出所)Staff Report for Article IV Consultation,IMF,2000

チリの通貨への投機攻撃は、貿易面での影響が及ぼした投機攻撃である点から、通貨危機伝染効果の第 1 モデルによるものである。しかし為替バンド幅縮小は、固定相場制の採用と大差なく、対処方法としては異例であり、為替市場介入で支えきれないリスクがある。投機攻撃により、固定相場制を支えきれず変動相場制への移行を余儀なくされるのが、通貨危機伝染効果の典型的事例であり、この為替バンド幅縮小は、再度外的ショックが発生した場合、外貨準備が枯渇して変動相場制に移行せざるを得ないリスクがあった。

98 年 8 月にロシア危機という新たな外的ショックが発生した。再び通貨への投機攻撃が高まるなかで、中銀は高金利政策と、外貨準備を使った為替市場介入で対処したが、市場での激しい投機攻撃により、狭いバンド幅を維持しきれず、再び為替バンド幅の拡大を余儀なくされた(図 1 参照)。

市場の投機攻撃に負けて直ちに変動相場制を採用すると、さらに大幅な相場下落と通貨信認喪失による金融危機を招くと予想されたため、中銀は、高金利のコストと外貨準備枯渇のリスクを払ってでもバンド制維持を図った(図 2、3 参照)。金融政策としては、実質金利を年利 8.5%から 14%に大幅に引き上げた¹⁾。同時にバンドの中心相場のクロージング率をペソの下落を早めるよう修正した。その結果、何とか投機攻撃を乗り切って、98 年 10 月には為替相場の安定化に成功した。ブラジルやコロンビアが、投機攻撃に対抗する外貨準備の枯渇により、変動相場制への変更を余儀なくされたのに対し、チリの場合は、潤沢な外貨準備を保有していたことが、通貨危機の伝染による通貨への投機攻撃を乗り越えた大きな要因であると言えよう²⁾。

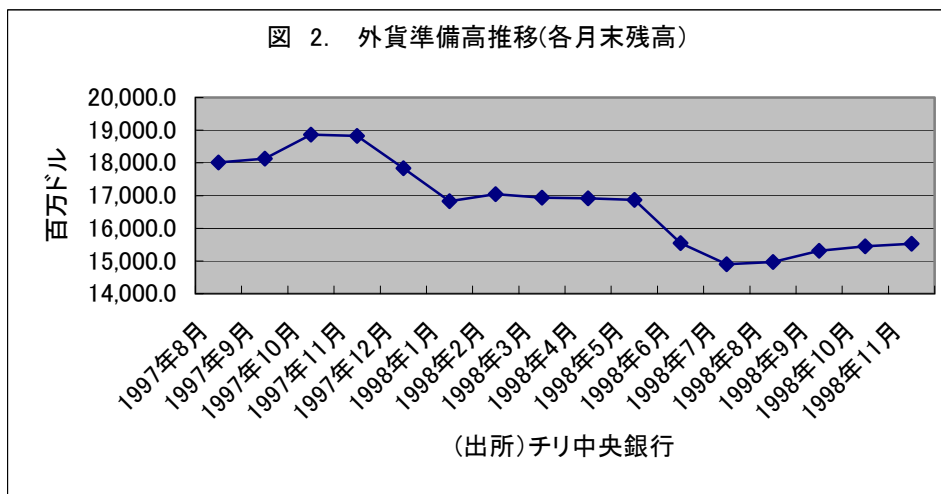
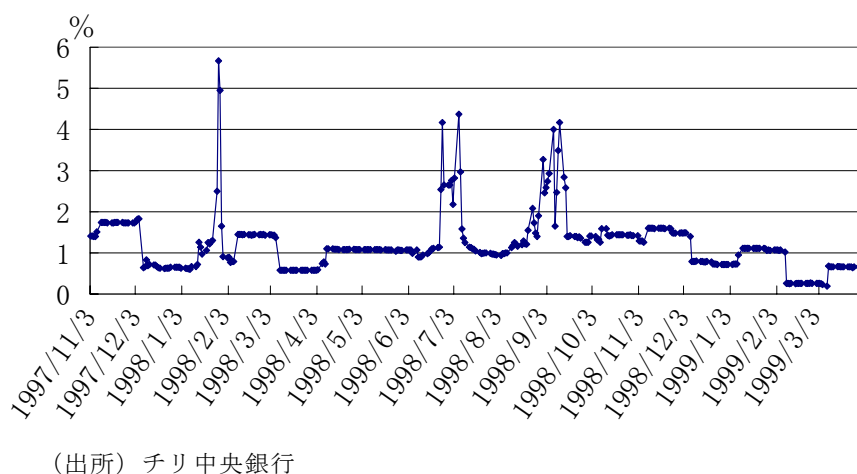


図 3. ペソオーバーナイト金利(名目月利ベース)



3.5 変動相場制への移行

通貨への投機攻撃をなんとか乗り越えて、バンド幅を徐々に拡大させる中で、99年9月に変動相場制に移行した時点では、市場相場はバンドの中心相場に近い水準であった。このような状況で為替バンド制を放棄した理由として、以下3点が指摘できよう。

第1点は、為替バンド制という固定的為替相場を維持する費用とリスクを認識したことが挙げられる。通貨危機の伝染により、通貨への投機攻撃に対抗して、外貨準備を使い強力な為替市場介入を実施すると共に、かつてない高金利政策を採り、何とか無理やり変動相場制に移行させられることなく、危機を乗り切った

ものの、為替大幅切り下げリスクが高かったうえ、投機攻撃に対抗した対価として、経済成長の急落、失業率の上昇、財政収支の赤字化を蒙った。為替相場制度としてのリスクと費用を勘案すれば、為替バンド制よりも変動相場制を選択する方が有益であるとの結論に至ったもので、その意味で、まさにアジア通貨危機の伝染効果により、通貨への投機攻撃を受けた結果として、為替相場制度の変更に至ったものであると言えよう。

第2点は、インフレ率が年3%に低下したことで、インフレ・ターゲティングが、年間ベースでのインフレ率低減から、現水準の維持に変更された点である。金融政策としてのインフレ・ターゲティングと適合する為替相場制度は、為替バンド制よりも変動相場制であると判断された。さらに98年から99年のドル高ペソ安状況の経験を通じ、為替相場のパス・スルー効果は小さく、為替相場の変動が、インフレを発生させるリスクが小さい点が認識された。また同期間に為替デリバティブや為替ヘッジ手段が発達し、企業等民間部門が為替リスクに対処しうようになり、変動相場制に伴う外的ショックを吸収しうる体制となったことも影響した。

第3点は、経済政策をめぐる政府内部の政策論争が挙げられる。政府内での為替バンド制支持者は、対外輸出競争力を重視し、実質為替相場を維持することを目的として、ペソの過大評価を避け、ペソ安に誘導するよう主張していた。しかし実際には、中銀の目標として、インフレ率の低下が第一であるとされ、ペソ高に誘導する為替政策が採用された¹³。その後98年から99年にかけて、通貨危機伝染による通貨への投機攻撃を受けて、為替相場がペソ安となり、同時に中銀がインフレ収束を理由に、政策目標をインフレ率の低下からインフレ率の水準維持へ変更したため、政府内でのバンド制支持者が抱いていたインフレの低下政策即ちペソ高による競争力喪失という懸念が払拭され、為替バンド制を放棄することへの反対が消滅したのである。これもアジア通貨危機がもたらした影響と言えよう。

4. おわりに

上記の通り、チリの為替相場制度の変更は、アジア通貨危機の伝染効果による通貨への投機攻撃と、長年のインフレ・ターゲティングを達成したことの2点を主たる要因として実施されたものである。柔軟な為替相場制度は、金融政策としてのインフレ・ターゲティングとの矛盾をなくし、政策の整合性を高めるためだ

けではなく、90年代の経験と為替ヘッジ手段の発達とも適合している。例えば当時の状況で、カレンシーボード制やドル化などの通貨制度は、中銀が成功を収めた自主的な金融政策と相反する所から、有効な選択肢とはなり得なかったであろう。現時点では、明らかにこれらの通貨制度は、チリにとって有効な選択ではない¹⁴。カレンシーボード制が、時の経過と共に柔軟性をなくし、通貨の信認を得にくい点は、現在アルゼンチンのリスク・プレミアムが、カレンシーボード制採用以前よりさらに高いことから明らかであり、チリにとっては柔軟な為替相場制が最善の選択であると言えよう。

アジア通貨危機発生後、アジアやラテン・アメリカ等エマージング・マーケットの通貨危機の再発を防止するための議論が活発に行われている。具体的成果を挙げるとすれば、IMFが中心となって進めた、各国金融当局の経済データ公開による透明性の向上や、チェンマイ・イニシアティブに基づく、ASEAN諸国プラス3カ国（日本、中国、韓国）の二国間スワップ取極のネットワーク化の動きが指摘されよう。通貨危機を防ぐための最適な通貨制度についての統一された見解はない。ただ通貨危機の早期発見の観点からすれば、固定相場制を採用している国は、変動相場制を取っている国よりリスクが大きいと言えよう。変動相場制であれば短期的にはボラティリティーが激しくなるリスクがある。しかし固定相場制はリスクを潜在させやすく、外的ショックが生じた時点では問題点が発見されず、最終的に持ち堪えられなくなった時に、大幅な為替切り下げを行い金融危機を発生させるリスクがある。また通貨危機を防止するためには、通貨制度のみならず、マクロ経済の健全性、特に財政赤字が、実質経済成長率に比較して、維持可能な水準に抑制されていることが重要である。さらに実質金利が、実質経済成長率を大幅に上回っていないことや金融システムの健全性も指摘されよう。

チリの場合、上記諸点について何ら問題はない。チリが変動相場制に移行後、それ以前と比較してコア・インフレ率は目標範囲内に収まっており、為替相場制度と金融政策としてのインフレ・ターゲティングとの組合せが成果をあげていると言えよう。変動相場制の下では、為替相場のボラティリティーが増加するとの点については、為替デリバティブ等金融技術の発達が、より効率的な為替リスク・ヘッジを可能としており、為替相場のボラティリティーによる悪影響を軽減する。変動相場制を採用しているチリの為替相場制度は、当面大きく変容する可能性は低いのではなかろうか。

<注>

- ¹ 本稿の作成にあたり、お二人の匿名レフェリーの査読を受け、大変貴重なコメントを頂いた。記して感謝の意を表したい。もちろん本稿の内容に関する一切の責任は筆者にある。
- ² Eichengreen et al. (1996)の分析対象国は先進工業国であるが、同論文の中でラテン・アメリカやアジア等エマージング・マーケットに言及し、メキシコ通貨危機の伝染効果が国により相違する点を指摘している。
- ³ 基本モデルは固定相場制、自由な資本移動を前提としている。チリが98年に通貨に対する投機攻撃を受けた時期は、第3節で詳述するが、狭いバンド幅で固定相場制に近く、資本流入規制を緩和し資本移動はほぼ自由化されていた。
- ⁴ 84年8月に為替バンド制を採用するまでの通貨制度は、79年6月にクローリング・ペッグから固定相場制に変更、82年4月に43%の大幅切り下げを実施後、変動相場制に移行し、同年8月からクローリング・ペッグに戻っていた。
- ⁵ Williamson(1996)によれば輸出競争力維持を目的として83-88年にかけて119%の実質的な為替相場切り下げが行われた。
- ⁶ Valdes and Delano(1998)によれば、生産性格差によるペソの実質実効相場の上昇は90-97年を取ると年率0.7-0.9%と推計される。
- ⁷ バスケット通貨の構成割合は表1に示す通りである。中心相場は、内外インフレ率格差を反映させた対米ドルクローリング相場に、所与としてのマルク/米ドル、円/米ドル相場を構成割合でウェイト付けして計算し、ペソ/米ドルの中心相場として中銀が発表した。
- ⁸ 小川(1998)によれば為替バンド制への投機攻撃のケースは、バンド幅を変更する場合と変動相場制に移行すると予想される場合の2種類に分けられる。
- ⁹ 中銀債は1年以下の短期物(90日物が中心)と1年超の中長期物(8年物が中心)が発行されている。
- ¹⁰ Banco Central de Chile(1999)レポートによればチリ民間企業の対外調達プレッドは98年8月がピークで600ベース・ポイントに達した。
- ¹¹ 図3は名目月利ベースであり、実質年利は、名目月利を複利年利に引き直し後インフレ率を調整して算出する。
- ¹² Stiglitz(1998)は、それまで実施していた資本流入規制が、短期投機資本の流入と残高の積み上げを抑制し、急激な資本流出を発生させなかったため、外貨準備が枯渇せず、為替バンド制を維持できたと見ている。チリの資本規制の効果については、多くの研究結果が発表されており、効果の見方は様々である。
- ¹³ 国内輸出業者は、競争力維持の観点からペソ安を要望しており、ペソ高によるインフレ抑制を優先課題とする中銀と、ペソ安による輸出主導の成長を重視する財務省との政策論争は、現地紙に度々報道された。
- ¹⁴ Morande(2000)は、変動相場制とカレンシーボード制やドル化を比較分析した結果、チリにとって変動相場制が最善の制度と結論づけている。

主要参考文献

- 小川英治（1998）,『国際通貨システムの安定性』東洋経済新報社
- 小川英治（2001）,「国際通貨危機」藤原秀夫・小川英治・地主敏樹『国際金融』有斐閣
- 吉田頼且（2000）,「中南米諸国の為替相場制度－中南米諸国にとって最適な為替相場制度は何か」『国際金融』第 1056 号, 外国為替貿易研究会
- Banco Central de Chile(1999), *Evolucion de la economia en 1999 y perspectivas para el 2000*, Central Bank of Chile.
- De Gregorio, J. (1999), “ Exchange rate policy in Chile since 1960 : political economy and the choice of regime,” *IDB Working Paper* ,#R-377.
- Eichengreen, B. ,A.K.Rose and C.Wyplosz (1996),“ Contagious currency crises,” *NBER Working Paper*, no.5681.
- International Monetary Fund(2000), “ Chile : staff report for the 2000 article IV consultation,” *IMF Staff Country Report*, no.00/94.
- Morande, F. and K.Schmidt-Hebbel(2000),“ Chile’s peso :better than (just) living with the dollar ? , ” *Central Bank of Chile Working Paper*, no.68
- Stiglitz ,J.(1998),“Chilean approach to capital movements,” *New York Times* , Feb.1998.
- Valdes, R. and V. Delano (1998), “ Productividad y tipo de cambio real en Chile,” *Cental Bank of Chile Working Paper*,
- Williamson, J.(1996), *The crawling band as an exchange rate regime : lessons from Chile, Colombia and Israel* , Institute for International Economics.