

日本国際経済学会第71回全国大会報告論文

シンガポールドルから考える

通貨バスケットの特性

報告者：赤羽 裕（みずほコーポレート銀行）

目次

はじめに	・・・P.3
第1章 シンガポールドルについて	・・・P.4
1. シンガポールドルの特性	・・・P.4
2. 為替相場制度上のシンガポールドル	・・・P.6
3. 「国際金融のトリレンマ」から見た整理	・・・P.7
第2章 実証分析と「トリレンマ」からのアプローチ	・・・P.9
1. 為替相場の安定	・・・P.9
2. 金融政策の独立性	・・・P.10
3. 資本移動の自由度	・・・P.12
第3章 評価と通貨バスケットの考察	・・・P.18
1. シンガポールドルへの評価	・・・P.18
2. 通貨バスケット制の考察	・・・P.19
3. 東アジア全体への含意	・・・P.20
おわりに	・・・P.23
注	・・・P.24
参考文献・参考ウェブ	・・・P.25

はじめに

本稿は、アジアにあって安定的な経済成長を続けるシンガポールの通貨、シンガポールドルの特性について、考察したものである。特に、長年「通貨バスケット」制を採用し、成功を収めてきた実績をふまえ、その特性を確認することに主眼を置く。

筆者は、アジアでの通貨協力の将来の選択肢として、アジアでのバスケット通貨導入を肯定的に評価している。しかし、ギリシャ危機を発端に共通通貨ユーロの根本的な問題が指摘される中、アジアでの「共通通貨」導入に関する議論でも、ユーロ同様の問題を抱えることから懐疑的な意見が増加していると考えられる。筆者も、「ユーロのアジア版」の実現は当面難しいと考えるものの、域内通貨間の相場の安定は重要であり、そのために「ユーロの前身、バスケット通貨である『ECU』のアジア版」を導入することを、域内で目指すことがよいと考えている。その検討にあたり、本稿では「通貨バスケット」の好事例であるシンガポールドルの特性確認を目指すものである。

具体的な検証としては、まず、一般的にいわれるシンガポールドルの特性を確認する。次に、通貨バスケットを参照するシンガポールドルは、為替相場制度としてはどのように評価できるか考えたい。本報告では、その位置づけを「国際金融のトリレンマ」の概念から整理した。「国際金融のトリレンマ」とは、開放経済下で各国政府が「独立した金融政策」、「安定した為替相場」、「自由な資本移動」は同時に達成できないという概念である。安定的経済成長を実現するとともに、「金融立国」としても発展してきたシンガポールの政策的な取組を上記概念から分析するのが狙いである。

なお、本稿の内容・見解は個人的なものであり、みずほコーポレート銀行、その他いかなる組織とも無関係である。

第1章 シンガポールドルについて

本章では、まずシンガポールドルの特性を概観したうえで、「為替相場制度」の視点でその位置づけを確認したうえで、いわゆる「国際金融のトリレンマ」の概念からアプローチする。

1. シンガポールドルの特性

一般的にいわれるシンガポールドルの特性を、三浦（2001A）、三浦（2001B）、Chow（2008）などを参考にしてまとめると、以下の3点に集約できる。

① 通貨バスケット

主要な貿易相手国の通貨によって構成され、その通貨ごとのシェアはシンガポールとの貿易関係を考慮して決定されている。その通貨バスケットを為替相場の基準としている。また、その為替相場の変動幅は一定の枠（為替バンド）内に収まるように運営され、その為替バンドを超える場合は、シンガポールの金融当局である MAS (=Monetary Authority of Singapore) が相場の変動を為替バンド内に抑えるように市場介入を行う。

② 為替相場による金融政策

政策金利はなく、通貨供給量のコントロールは行わず、シンガポールドルの為替相場を金融政策の実施手段としている。これは、シンガポールの、国内物価の感応度は国内金利よりも為替相場に対する方が高いと言われていることが背景にあると考えられる。「インフレ無き経済成長の維持」を政策目標とし、そのために通貨バスケット制を採用しており、「金融政策」の手段と理解できる。

③ 非国際化政策

金融政策の手段ともなる為替相場の安定のため、国外におけるシンガポールドル取引の規模が大きくなるようにしている。これは、その規模が大きくなると MAS による通貨コントロールが効きにくくなるとの判断がある。ただし、アジアにおける国際金融センターとして発展を遂げてきた歴史と今後もその地位を維持・発展させていく必要性もあり、1998 年以降は徐々に緩和方向にある。

上記のうち、本稿の中心となる通貨バスケットを中心とする為替相場制度に関して詳述を加えたい。シンガポールドルは、通貨制度の区分としては、「管理変動相場制」である。

管理変動相場の具体的な運営としては、その変動幅が一定の幅（為替バンド）におさまるようにしている。為替相場が、その為替バンドを超える場合は、政府の金融当局であり、中央銀行機能も併せ持つ MAS（Monetary Authority of Singapore）がそのバンド内におさまるように市場介入を行う。その為替バンドは、シンガポール経済の状況をふまえて見直される。

為替バンドの基準となる、通貨バスケットの構成通貨や比率は公表されていない。経済運営に活用され、また実質的な金融政策の手段と位置付けられている基準相場の参照元である通貨バスケットの内容が明らかになれば、為替投機のきっかけとなるなど、安定的な運営に支障をきたす恐れがあるのがその理由である。MAS はシンガポールドルの通貨価値が適切なレベルから乖離しないように、その相場水準をきめ細かくチェックしている。また、その政策運営のアナウンスとして、年に 2 回金融政策声明を発表している。

なお、前述の国内物価の為替相場への感応度の高さについて、三浦（2001 B）は、以下のようにまとめている。「シンガポールでは国内需要の太宗を輸入品で賄っているため、輸入物価が国内物価に及ぼす影響は極めて大きい。また、シンガポール産品の輸出比率が高いため、輸出品に対する需要の増減はシンガポールで生産に投入される資源（労働など）価格に大きく影響する。従って、これら輸入価格と輸出需要が国内価格に及ぼす影響を調整するのに為替相場は有効に作用すると見られている。」

これは、政策目標として「インフレ無き経済成長の維持」を掲げて、その手段として為替相場を選択している妥当性を示すものである。為替相場が金利と密接な関係を持っていること、日本を含めて多くの国で「金融政策」の目的が物価の安定や経済の持続的な拡大にあることを勘案すれば、為替政策が金融政策の手段となっていると評価できると考えられる。

非国際化政策についても付言しておきたい。海外でのシンガポールドル取引の規模が大きくなると、MAS による通貨コントロールが効きにくくなるということは、前述のとおり為替政策、それを通じた金融政策の運営を不安定にさせる側面を持つ。一方で、香港とならばアジアの国際金融センターとして発展してきたシンガポールにとって、今後もその地位を安定・向上させていくためには、自国通貨の金融・資本市場の開放と資本市場の育成・インフラ整備が必要との認識はあろう。以上の 2 点をふまえて、非国際化政策は慎重に見直されていくと考えられる。こうした姿勢は、自国を外貨に関するオフショア市場として発展させるために ACU^(注1) を設けるなど、国際金融センターとしての取組を早期に

開始しつつも、自国通貨は明確に分別して管理していたことからもうかがえる。

2. 為替相場制度上のシンガポールドル

シンガポールドルは、IMF のいわゆる「8 条国」^(注2) へは 1968 年へ移行しており、通貨制度の区分としては「管理変動相場制」と位置づけられている。これは、2 コーナーソリューションズと呼ばれる、「固定相場制（含む通貨同盟）」か「変動相場制」の二者択一しか通貨危機に耐えられる為替制度はないという考え方に対して、ウィリアムソンが提唱する BBC ルール^(注3) など「中間的な為替相場制度」も通貨危機に耐えられるものであるという考え方に基づくもののひとつである。シンガポールは、自国の経済運営・金融政策の主要手段として為替相場を利用している。一方で、貿易など対外取引の割合が高く、かつ、それが多くの主要な国家との取引関係をベースとしており、一国、言い換えれば、単一通貨とのみの取引ではカバーできない取引構造となっている。従って、為替相場が大きく変動するような「完全変動相場制」でも、単一通貨への「固定相場制」でもない、現行の通貨バスケットを参照する「管理変動相場制」を選択していると考えられる。

1997 年のアジア通貨危機で、それまで米ドルペッグ制を採っていた多くのアジア諸国が大きなダメージを受けた。一方、通貨バスケット制を採用していたシンガポールが他国に比べて大きな影響を受けなかったのは、その為替制度ともに MAS の為替相場の運営、経済運営が適切に行われてきたものに拠ると考えられる。MAS の経済運営は、2001 年の IT バブル崩壊や、2008 年 9 月のリーマンショック以降の世界的な経済低迷時期でも短期間で同国の経済を回復させており、その手腕は高く評価できる。その源泉ともいえるべく、通貨バスケットをベースとする為替制度運営は、米ドルの相対的な地位低下やギリシャショックを端緒とするユーロ圏の混乱を勘案すると、将来的な国際通貨制度を検討する際にも、多くの含意を含んでいるのではなかろうか。

筆者がその制度運営において重要と考えるのは、通貨バスケットが自国の主要な貿易取引の相手国通貨を基準にしている、言い換えれば、「実体経済」をベースに為替制度が運営されている点である。現在の世界の外国為替取引においては、グローバル化を背景にして、財・サービスなどの「実体経済」ではなく、投資やデリバティブなどの割合が圧倒的に高くなっている。こうした世界の動きの中で、グローバル化の果実を取るべく国際金融センターとしての地位は高めつつ、自国の経済運営に悪影響を与えないように、自国通貨であるシンガポールドルの海外取引を制限している同国の為替制度は、安定的な経済成長には

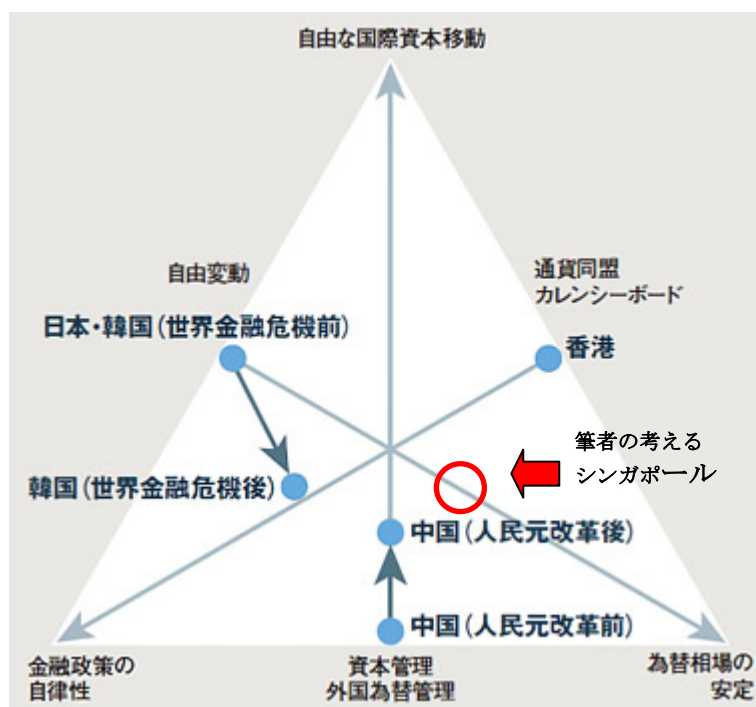
不可欠なものとする。

3. 「国際金融のトリレンマ」から見た整理

続いて、本稿のシンガポールドルの分析において中心となる、「国際金融のトリレンマ」の概念からの整理を行いたい。

「国際金融のトリレンマ」とは、開放経済下で各国政府が「独立した金融政策」、「安定した為替相場」、「自由な資本移動」は同時に達成できないという概念である。小川（2011）は、図表1のように日本・香港・韓国・中国の為替相場制度を整理している。特に、中国（人民元）については、2005年7月の人民元制度改革前と後、韓国（ウォン）については、世界金融危機前と後で、それぞれの制度の変化を評価している。

日本は「独立した金融政策」と「自由な資本移動」を実現し、「為替相場の安定」は未達成、香港は「自由な資本移動」と「為替相場の安定」を実現し、「独立した金融政策」は未達成と評価できる。韓国は日本型から、世界金融危機による資本流出、ウォンの暴落を経て、資本規制を導入し、相場安定を目指す方向へ変化。中国は、「独立した金融政策」と「為替相場の安定」を実現、「自由な資本移動」を未実現のポジションから、に2005年7月の人民元制度改革以降に緩やかながら「資本移動」を許容する方向へ変化している。では、シンガポールはどうか。筆者は、図表に示した位置と整理し、以下のように考える（図表1）国際金融のトリレンマから見た東アジア各国の通貨制度



出所:小川英治(2011)に、報告者が追記

る。バスケットを基準にした管理変動相場制で「為替相場の安定」を実現し、その相場を利用した形式であるが「独立した金融政策」も実現。議論が分かれることが予想されるのが、資本移動の自由度である。一般的には「国際金融センター」のイメージが強く、資本移動についても自由であると思われがちであるが、為替を安定させ、金融政策の独自性を維持しているのであれば、何らかの資本規制が存在すると考えられる。中国との比較では、自由度は高いと考えられるが、シンガポールドルの非国際化政策が、現在実現している 2 政策目標のために行われていることを勘案すると、シンガポールは上記の位置にあると考えられる。

こうしたシンガポールの状況で、今後の課題となると考えられるのは、徐々に緩和方向である「シンガポールドルの非国際化」政策である。金融立国と考えられる同国の立場では、今後も資本規制は緩和方向に向かうことが予想される。しかし、それが上記にて整理した「国際金融のトリレンマ」の理論から考えれば、他の 2 政策目標に影響を与える可能性は排除できない。あわせて、同国の場合は金融政策で為替相場を手段としていることから、上記が悪い方向に出た場合には、同時に 2 政策に影響を与えることが想定される。この点は、次章で検討を深めたい。

第2章 実証分析と「トリレンマ」からのアプローチ

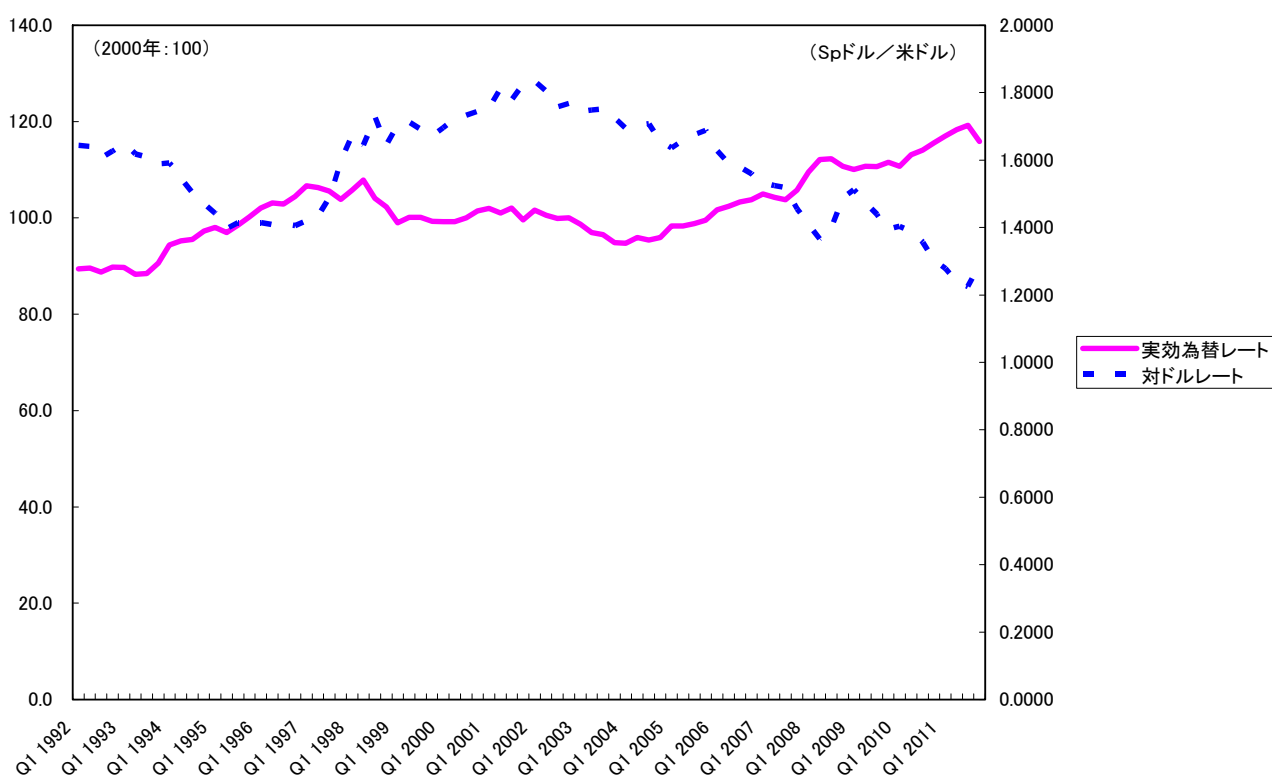
本章では、第1章で示した「国際金融のトリレンマ」におけるシンガポールドルの位置づけを、実際の同国のマクロ経済データや存在する規制を確認することにより、確認する。

(なお、本文中のグラフや分析に使用したデータは、本章最終ページ記載の資料1 (P. 15～P. 17 掲載) に基づくものである。)

1. 為替相場の安定

まず、シンガポールの政策運営におけるキーとなる為替相場について、対米ドル相場と名目の実効為替相場の推移から確認する。

(図表2) シンガポールドル相場推移



(出所：資料1より筆者作成)

上記のとおり、1992年第1四半期から2011年第2四半期までの20年間で、各四半期ベースの平均で対米ドル最高値1.2255(2011年第3四半期)、最安値1.8330(2002年第1四半期)のレベルにあり、その中間値から見て上下20%の範囲内に収まっている。これを

安定していると呼ぶかどうかの絶対基準はないと考えるが、比較的ゆるやかに対ドルで元高に向かっていると言われる人民元も、制度改革（2005年7月）以降2012年5月までの7年程度で25%近く切りあがっていることを考えれば、20年で上下20%以内であれば安定していると評価できると思える。

一方、通貨バスケット同様に主要取引通貨との総合的な価値を示す実効為替相場でも、2000年を100として、最高値119.3（2011年第3四半期）、最安値88.3（1993年第2四半期）と安定性が確認できる。参考値であるが、この20年間でGDPは80,940百万SP\$（1992年）から326,832百万SP\$（2011年）と約4倍と拡大している。

2. 金融政策の独立性

「国際金融のトリレンマ」の概念から考えた場合、「為替の安定性」を実現しているシンガポールが、『資本移動の自由』は達成していない」という筆者の考え方を確認するうえで、ポイントとなるのが「金融政策の独立性」である。

通常の金融政策で手段とされる政策金利がなく、通貨供給量のコントロールは行わないといっても、為替政策を通じた金融政策が結果としてそうした指標に反映されれば、

（図表3）シンガポールドル相場と金利の関係



自国として独立した金融政策を運営していると評価できるとの前提をおき、関係指標を観ることとする。

まず、為替政策を利用した金融政策ということから、単純に金利の推移と為替相場の推移を時系列で比較してみたい。

図表3で見るとSPドル高に相場が推移している局面(引締め時期)には金利も上昇するなど、ほぼ同様の向きでグラフが推移しているように2007年までは確認できる。しかし、2008年以降は実効為替レートがドル高に向かう中、金利は低下傾向にある。ただし、2008年以降は、世界的にリーマンショックの影響の中、日米欧を中心に金融政策が金利から「量的緩和」に向かった時期とも重なる。そこで、次にマネーサプライ(M2+CD)に着目してみた。(以下では、「M2」と表示する。)

マネーサプライと為替相場とに相関がみられれば、上述の前提を満たし、「金融政策の独立性」を示すものと考えられる。まず、実効為替相場とマネーサプライとの相関の分析結果が下記。

(図表4) シンガポールドル実効為替相場とマネーサプライの相関

<回帰分析結果1>

回帰統計	
重相関 R	0.8204626
重決定 R2	0.6731589
補正 R2	0.6689686
標準誤差	60010.103
観測数	80

Y:M2
X:実効為替相場

分散分析表

	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F
回帰	1	5.78528E+11	5.78528E+11	160.6480784	1.2502E-20
残差	78	2.80895E+11	3601212466		
合計	79	8.59422E+11			

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	-991782.6	94423.71391	-10.50353318	1.37154E-16	-1179765.8	-803799.4	-1179765.8	-803799.4
実効為替レート	11708.781	923.7914071	12.6747023	1.25018E-20	9869.65369	13547.908	9869.65369	13547.908

推定結果としては、有意水準5%で有意である結果は出たものの、各種決定係数(R、R2、補正 R2)は十分なレベルとは言い難い。そこで、金融政策の結果としてのマネーサプライと為替相場の相関を勘案した場合、相場を安定させるためにMASが為替介入を行う点を考慮し、説明変数に外貨準備を追加して再度分析を試みた。この際には、外貨準備が米ドル表示、かつその大半が米ドル建てであろうことを勘案し、為替相場は対米ドルレートを利用することとした。その結果は、図表5に示したとおり、有意水準5%で対米ド

ルレート、外貨準備とも M2 と有意であり、また各種決定係数も 0.98 以上であり、その相関を確認するに足るレベルの結果となった。

(図表 5) シンガポールドル対米ドルレート・外貨準備とマネーサプライの相関

<回帰分析結果2>

回帰統計	
重相関 R	0.9934456
重決定 R2	0.9869343
補正 R2	0.9865949
標準誤差	12076.053
観測数	80

Y:M2
X1:対米ドルレート
X2:外貨準備

分散分析表

	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F
回帰	2	8.48193E+11	4.24097E+11	2908.137354	2.959E-73
残差	77	11228990803	145831049.4		
合計	79	8.59422E+11			

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	-238794.8	19874.62329	-12.01505914	2.45853E-19	-278370.2	-199219.3	-278370.2	-199219.3
対米ドルレート	139108.75	11207.75727	12.41182765	4.67262E-20	116791.26	161426.25	116791.26	161426.25
外貨準備	2.0963183	0.031284178	67.00889772	4.94626E-70	2.0340235	2.158613	2.0340235	2.158613

以上より、為替相場を利用した形式ながら、為替介入も含めてマネーサプライをコントロールしている、すなわち金融政策の独立性を維持していると評価することは可能と考える。

3. 資本移動の自由度

本章の最後に、シンガポールにおける「資本移動の自由度」について検証する。第 1 章の「1」でも触れたとおり、シンガポールは 1968 年と早期の段階から ACU 勘定を設定して、オフショアマーケットとしてアジアにおける外貨取引の国際金融センターとしての役割を担ってきた。このため、「資本移動」に関する自由度は高いとの印象が強い。一方で、前述のとおり、自国通貨に関しては「非国際化政策」を採ってきたのも事実。これは、アジア通貨危機対策として、マレーシアが 1998 年に導入した為替・資本規制（海外でのマレーシアリングの使用を禁ずる）^(注4) と発想は同じものといえ、資本規制の一種と考えるべきであろう。

具体的には、シンガポールは 1978 年にはいくつかの例外措置を除き、為替規制を撤廃した。そうした例外措置には、以下のようなものがあった。

<外国為替取引関連規制>

(1) 非居住者に対する商業銀行の信用規制についての規制

銀行は、シンガポールでの投資のための資金を非居住者に貸付けることが出来る。また、銀行は、国外での活動のために非居住者に対して信用を供与することが出来る。但し、その場合、供与されるシンガポールドルは外貨にスワップされねばならない。

(2) 非居住者による株式等の発行・販売についての規制

非居住者は、Monetary Authority of Singapore (MAS)の事前許可なしに、シンガポール市場で株式を上場できるが、株式公開時の発行代り金（シンガポールドル）はシンガポールでの経済活動に使用されねばならない。逆にシンガポール国外で使用するためには、速やかに外貨に転換することが必要。

(3) 非居住者による債券等の発行・販売についての規制

非居住者は、MASの事前許可なしに、シンガポール市場でシンガポールドル建て債券を発行できるが、その発行代り金（シンガポールドル）はシンガポールでの経済活動に使用されねばならない。事前に認められた以外の目的やシンガポール国外での活動に使用される場合は、外貨に転換あるいはスワップすることが必要。

(4) デリバティブ商品等の取引についての規制

銀行がシンガポールドル建てデリバティブ商品を、非居住者と取引する場合は、MASの事前許可が必要。

(出所：三浦 2001 B)

こうした規制が最初に明文化されたのは、1981年のMAS Notice 621による。その後、1998年にMAS Notice 757へ移行されるとともに、徐々に緩和が進められている。具体的には、1999年にS\$建ての金利スワップが解禁され、非居住者の株式上場も大幅に緩和された。2000年には、従来5百万超の非居住者向けSP\$建て融資はMASの許可が必要であったが、この金額制限が撤廃された。2004年には、非居住者非金融機関のSP\$建て株式・債券の発行代り金を海外へ持ち出す場合の外貨転換義務を撤廃した。その年に、当該政策名も「非国際化」から、「非居住者金融機関に対するS\$貸出」に変更された。ただし、通貨投機を目的とする非居住者によるSP\$建ての借入を制限するスタンスは維持している。現在の規制は、下記の2点が主となっている。

1. 非居住者金融機関が借入、株式または債券発行で調達した 5 百万超 SP\$を海外での使途に充当する場合は、外貨に転換されなければならない。
2. 金融機関は非居住者金融機関向け与信で 5 百万 SP\$超のものが、SP\$への投機資金として使用されていると考えられる場合は、当該与信を継続してはならない。

以上から、1981 年に比較すれば、相当の規制緩和が進んでいると考えられるものの、自国通貨およびその為替相場通じた国内経済の安定のために、一定の規制を残存させていると考えられる。「国際金融のトリレンマ」の概念から考えても、他の 2 項目（為替の安定・金融政策の独立性）を優先させながら、可能な範囲で「自由な資本移動」を認められていると評価できる。

(資料1) シンガポール主要経済指標推移

四半期/年	実効為替レート (2000年:100)	対米ドル レート	金利(%)	M2 (百万 Sp \$)	外貨準備 (百万米\$)
Q1 1992	89.4	1.6431	3.46	71,621	34,585
Q2 1992	89.6	1.6401	3.17	73,074	37,789
Q3 1992	88.7	1.6066	2.17	74,675	39,854
Q4 1992	89.8	1.6260	2.17	75,728	39,885
Q1 1993	89.7	1.6482	1.94	75,739	41,372
Q2 1993	88.3	1.6175	2.79	76,484	43,588
Q3 1993	88.5	1.6094	2.70	78,535	46,621
Q4 1993	90.7	1.5881	2.56	82,131	48,361
Q1 1994	94.3	1.5910	3.21	82,313	50,673
Q2 1994	95.2	1.5463	3.75	85,710	52,887
Q3 1994	95.6	1.5026	3.69	89,991	56,486
Q4 1994	97.3	1.4699	4.05	93,980	58,177
Q1 1995	98.0	1.4422	2.90	94,669	61,290
Q2 1995	97.0	1.3957	1.79	97,999	66,365
Q3 1995	98.5	1.4145	2.83	98,480	66,845
Q4 1995	100.2	1.4171	2.73	101,968	68,695
Q1 1996	102.0	1.4144	2.39	104,719	70,277
Q2 1996	103.1	1.4084	2.62	107,703	72,188
Q3 1996	102.9	1.4121	3.40	109,379	74,217
Q4 1996	104.4	1.4052	3.29	111,951	76,847
Q1 1997	106.7	1.4204	3.15	117,035	78,664
Q2 1997	106.3	1.4348	3.67	119,089	80,661
Q3 1997	105.5	1.4880	4.15	120,543	77,327
Q4 1997	103.9	1.5960	6.44	123,444	71,289
Q1 1998	105.8	1.6761	6.38	128,027	74,564
Q2 1998	107.9	1.6449	6.06	128,747	70,901

Q3 1998	104.0	1.7293	5.09	132,562	72,291
Q4 1998	102.3	1.6441	2.46	160,784	74,928
Q1 1999	99.0	1.7027	1.92	163,583	71,569
Q2 1999	100.1	1.7126	1.57	167,873	73,766
Q3 1999	100.1	1.6907	2.17	170,252	75,943
Q4 1999	99.3	1.6738	2.50	174,474	76,843
Q1 2000	99.2	1.6963	2.32	172,663	74,334
Q2 2000	99.2	1.7219	2.63	171,720	77,483
Q3 2000	100.0	1.7328	2.56	166,563	77,799
Q4 2000	101.5	1.7448	2.75	170,898	80,132
Q1 2001	102.0	1.7501	2.29	176,415	77,662
Q2 2001	101.0	1.8136	2.33	175,064	74,413
Q3 2001	102.1	1.7780	2.17	174,918	75,302
Q4 2001	99.6	1.8252	1.15	180,940	75,376
Q1 2002	101.6	1.8330	1.04	182,595	75,762
Q2 2002	100.6	1.8040	0.88	179,477	80,280
Q3 2002	99.9	1.7575	1.00	176,643	80,520
Q4 2002	100.0	1.7679	0.92	180,308	82,021
Q1 2003	98.7	1.7446	0.71	183,525	83,437
Q2 2003	96.9	1.7483	0.65	184,650	86,719
Q3 2003	96.6	1.7516	0.79	185,137	90,863
Q4 2003	94.9	1.7243	0.79	194,828	95,746
Q1 2004	94.7	1.6948	0.75	201,651	102,283
Q2 2004	95.9	1.7019	0.77	204,371	101,812
Q3 2004	95.4	1.7075	1.27	200,749	101,958
Q4 2004	95.9	1.6568	1.38	206,978	112,232
Q1 2005	98.3	1.6356	1.92	210,422	112,884
Q2 2005	98.3	1.6587	2.08	213,698	115,689
Q3 2005	98.8	1.6751	2.13	217,197	115,560

Q4 2005	99.5	1.6881	2.98	219,789	115,794
Q1 2006	101.7	1.6280	3.40	227,494	121,412
Q2 2006	102.4	1.5897	3.48	237,497	127,273
Q3 2006	103.3	1.5793	3.50	245,130	129,201
Q4 2006	103.8	1.5587	3.46	262,370	136,260
Q1 2007	105.0	1.5322	3.23	279,844	137,728
Q2 2007	104.3	1.5245	2.50	293,613	144,056
Q3 2007	103.8	1.5174	2.65	294,139	152,450
Q4 2007	105.8	1.4542	2.48	297,559	162,957
Q1 2008	109.5	1.4093	1.48	313,281	177,462
Q2 2008	112.2	1.3662	1.29	315,700	176,651
Q3 2008	112.3	1.3968	1.44	324,687	168,803
Q4 2008	110.7	1.4872	1.04	333,410	174,193
Q1 2009	110.0	1.5120	0.69	349,272	166,251
Q2 2009	110.7	1.4728	0.69	356,327	173,195
Q3 2009	110.6	1.4388	0.69	361,398	182,038
Q4 2009	111.6	1.3944	0.69	371,211	187,803
Q1 2010	110.7	1.4029	0.69	380,019	197,112
Q2 2010	113.1	1.3911	0.58	382,500	199,960
Q3 2010	114.1	1.3567	0.54	390,847	214,662
Q4 2010	115.6	1.3034	0.44	403,079	225,715
Q1 2011	117.0	1.2781	0.44	413,256	234,156
Q2 2011	118.3	1.2400	0.44	423,517	242,357
Q3 2011	119.3	1.2255	0.33	434,819	233,734
Q4 2011	115.9	1.2875	0.44	443,353	237,874

(出所：IMF International Financial Statics データより筆者作成)

第3章 評価と通貨バスケットの考察

1. シンガポールドルへの評価

第2章の結果からは、筆者が想定したとおり、シンガポールは「安定した為替相場」と「独立した金融政策」を実現した上で、「資本移動の自由度」は出来る範囲で高めていると考えられる。特に、2004年以降は政策名の変更も行い、自由度を高める姿勢がより強くなったと評価できる。これは、MASがアジア通貨危機、ITバブル崩壊後の世界経済混乱も、無難に乗り切った実績もあり、金融立国として資本移動の自由度を高めても、安定的な経済成長が可能と自信を深めたこともその根拠となっていると考えられる。その後のリーマンショックの影響も最低限で乗り切った点も、MASの政策運営能力の高さをうかがわせる。

一方で、自国通貨であるSP\$への投機的な行為を禁ずる措置を基本的に講じ、海外でのSP\$の流通量が過剰にならないようにコントロールをすることに注力する形となった資本移動の規制については、以下のような問題も内包していると考えられる。それは、土地など自国資産への資本流入への制限は特に課していないため、そうした国内資産への海外からの投資のため、自国通貨SP\$買いの趨勢が強まっていることである。これをコントロールするため、MASは為替介入を行っており、それが外貨準備を増加させる結果を招いている。(1992年末: 39,885百万米ドル⇒2011年末: 237,834百万米ドル) これは、米ドルの為替リスク、介入によって生じる過剰なSP\$を不胎化させるため、資金吸収のための国債発行に関する資金コストなどの問題を生じさせている。

こうした問題は将来的には、シンガポールにとって最重要な「為替の安定」を継続させることが可能かという問題につながる恐れがある。2005年以降の人民元でも指摘されているように、SP\$に対してマーケットが期待する水準とMASが考える水準の乖離が大きい限り、多額の為替介入を継続していく必要があるだろう。

こうした将来的な問題も、乗り切っていくであろうことを期待させるのが、これまでのMASの政策運営実績である。ポイントとなる通貨バスケットの構成比は明らかにはしないものの、それを補うだけの十分な為替政策に関する透明性・説明責任を果たしていると考えられる。その場合は、年に2回(4月と10月)の為替政策(=金融政策)の発表であり、その時点での物価など景況感の認識とそれを受けた今後の為替政策(中立・SP\$高・SP\$安)の方向性を明確にアナウンスする。そうしたアナウンスに加えて、その方針に沿うようにマーケット状況を見ながら、必要に応じて為替介入も行う。外貨準備のレベル感をどう考

えるかは難しいところであるが、これまでの為替レートの運営状況と自国通貨への投機的な動きは許さない姿勢を示していること、一定の為替バンドを設けていることなどが安定的な為替レートを実現している要因と考えられる。

2. 通貨バスケット制の考察

次に、通貨バスケット自体について検証する。まず、非公開となっているその構成通貨のシェアについて、先行研究をベースに確認したい。

三浦（2001 A）の調査では、当時のシェアは米ドル 45%、円 20%、ユーロ 15%、その他 20%で、その他通貨を含めて構成通貨数は 12 となっている。また、米ドルのシェアが高い理由として、マレーシアリングや香港ドルなどドルペッグしている通貨が存在していることを理由にあげている。

伊藤・織井（2007）は、1997 年第 3 四半期から 2004 年第 4 四半期を通じた分析で、米ドル 68%、円 26%、ユーロ 20%との結果を得ている。（残りがその他通貨となる。）この調査では、2001 年第 1 四半期までと 2001 年第 2 四半期からの 2 期間に分けても分析しており、米ドルで前半 70%、後半 65%など、期間によってシェアが変化していることも検証している。この結果は、MAS が同国の貿易シェアの変化などにより、バスケットのシェア見直しを弾力的に行っていることを示すと考えられる。

奥田（2012）は、円・ドル・ユーロに人民元も加えた 4 通貨でさまざまなシェアで試算をするとともに、アジアの他通貨との関係も分析している。その結果として、最近よく言われる「人民元圏」に対して、SP\$との連動している通貨の増加を指摘している。具体的には、人民元、マレーシアリング、タイバーツ、台湾ドル、フィリピンペソ、インドネシアルピアなどが S\$との連動を強めているとのこと。さらなる分析としては、人民元と SP\$との連動が強まり、それと合わせて他通貨は SP\$との連動を強めることを通じて、人民元との連動も強めていると、非常に興味深い分析を示している。

こうしたバスケットの構成通貨のシェアの分析に加えて、SP\$の通貨バスケット運営に関して筆者が注目しているのは、MAS が貿易取引など「実体経済」に基づいたシェアを重視している点である。金融立国の側面を強化しつつも、自国通貨である SP\$は実体経済をベースに為替レートを運営していることが、安定的な経済成長に寄与していると考えられる。

今後、確認すべきと考えるのは、以下の点である。これまで、東アジアの域内取引は米

ドル建ての割合が高かったが、人民元建て取引の増加が言われている。また、円－人民元直接取引などを梃子に日本としても、円の域内取引での使用率向上を目指すであろう。こうした動きをふまえ、通貨バスケットのシェアを考える場合に、①貿易取引相手国の通貨か、②貿易の契約・決済通貨のどちらが重視されるべきかの視点も必要と考える。MASがこの点をどのように捉えているのかも興味深い点である

3. 東アジア全体への含意

ここまでは、シンガポールの取組を検証してきた。これを、1997年のアジア通貨危機以降進んでいる域内の通貨・金融協力の視点で考えてみたい。

シンガポールの取組、SP\$の為替相場運営の中で、東アジア全体の視点で考えても重要と筆者が考えるのは下記の4点である。

- ①安定した為替相場を「一定のバンド」と幅を持たせて実現している点
- ②通貨バスケットの構成を貿易など「実体経済」に基づき規定している点
- ③米ドル偏重にしていない点
- ④「金融立国」を志向しつつも、「一定の規制」は維持している点

上記4点を東アジア全体で考える前に、アジア通貨危機以降の地域での取組を確認しておく。これまでに進んできたチェンマイ・イニシアティブ^(注5)やABMI^(注6)、多くの国で進んでいる外貨準備の積み上げは以下のように整理されたと考える。まず、当時の危機の原因は、「期間と通貨のミスマッチ」や米ドルペッグなど米ドル偏重にあったことが指摘される。これと、その後対応策の関係は図表6に示すとおり。なお、こうした諸施策の立案は、「ASEAN+3 財務大臣会合」^(注7)を中心にこれまで推進されてきた。

6項目示した対応策のうち、マルチ化までたどり着いた③チェンマイ・イニシアティブを初めとして①から④までは実現済、あるいは相当の進展が見られる段階と言える。それに対して、⑤はAMROが本年2012年1月31日に正式に設立され、域内各国のモニタリングを今後進める段階、⑥にいたってはまだあくまで「研究・検討」段階に過ぎない。これは、金融協力に比して、通貨協力はヨーロッパの「ユーロ」が想定され、各国の「通貨主権」を制限する可能性が意識されやすく、議論が進まないと筆者は考えている。こうした意識に対して、通貨協力を進めるメリットを各国が認識するために、シンガポールの取組は参考になる。

(図表6) アジア通貨危機の原因とその後の諸施策との関係

<危機の原因>	<対応策>
米ドルペッグ/米ドル偏重	⇒ <u>①変動相場制への移行</u>
外資の急激な流出対応	⇒ <u>②外貨準備積み上げ (各国ベース)</u> (「自国通貨売り」対応への為替介入原資確保) <u>③チェンマイ・イニシアティブ (地域ベース)</u> (通貨危機の陥った国への外貨融通/セイフティネット)
「期間のミスマッチ」	⇒ <u>④ABMI 取組</u> (域内通貨での長期資金調達手段の確保と伸長)
「通貨のミスマッチ」	⇒ <u>⑤域内通貨利用と相場安定の必要性 → AMRO 設立</u> <u>⑥RMU (地域通貨単位) 利用の研究・検討</u>

そこで、次にシンガポールの取組各項目を確認したい。

①安定した為替相場を「一定のバンド」と幅を持たせて実現している点

シンガポールに限らず、東アジア諸国の域内貿易関係はEUレベルには届かないものの、すでに NAFTA^(注8) を超えている。今後、地域内市場が拡大していくことを考えれば、さらにその関係は深まり、域内通貨間の相場の安定性が重要となる。前項でも触れた奥田(2012)が指摘したとおりSP\$を軸とした緩やかな為替相場圏が、「一定のバンド」内で収まることは、各国にとっても大きなメリットがあると考えられる。

②通貨バスケットの構成を貿易など「実体経済」に基づき規定している点

①でも言及したとおり、域内貿易取引の関係が深まる、すなわち「実体経済」の結びつきがさらに強まることは、為替相場安定を各国が指向する十分な誘因となる。

③米ドル偏重にしていない点

①・②とも密接な形で関係してくるのが、この点である。従来、域内であっても貿易取引が米ドルに依存していた。しかし、2008年のリーマンショックをきっかけとして、中国が国際金融における米ドル基軸通貨性の限界を指摘し^(注9)、その後、いわゆる人民元の国際化・域内での決済通貨としての利用シェアアップを進めている。これは、域内取引は域内通貨を利用する方向へ向かうきっかけとなるものであり、今後もその趨勢

は強まるであろう。その際に、中国を除く域内各国は、米ドルが単純に人民元に代替され、かつ対人民元相場が自国通貨と安定しないのは決して好ましいとは言えない。そのため、やはり域内通貨間の相場の安定が求められるであろう。

④「金融立国」を志向しつつも、「一定の規制」は維持している点

①から③をふまえた際に、域内通貨間の為替相場を安定させる場合、個別国通貨がいわゆる「投機的な売買対象」とされることは回避すべきであり、またそうした際には、域内各国が協調して、当該国および当該通貨を守ることが求められる。チェンマイ・イニシアティブがそうした際のセイフティネットの役割を果たすとすれば、未然にそうした動きを防止するような「一定の規制」の必要性について認識を共有してもよいと考える。

以上より、シンガポールの取組から考えられる、東アジア全体への含意としては、以下と思料する。ギリシャ危機以降のユーロ危機をふまえ、かつアジアの状況を考えた場合は欧州が過去に利用した、ユーロの前身である「ECUのアジア版」を創出することが望ましい。ECUでは、一定のバンド制を引いていたこと、欧州では「ポンド危機」^(注10)などの経験はあるものの、現在のアジアでは各国が外貨準備を積み上げているとともに、チェンマイ・イニシアティブの枠組みもできていること、域内貿易関係が今後ますます深まり、かつ域内市場が従来の米国にとって代わり、最終消費地としても最大となっていくことが予想されることなどがその理由である。

本稿では、シンガポールドルを事例に通貨バスケットの特性の確認を行い、東アジア地域でのその利用の展望について検討した。今後は、実際の東アジアでのバスケット通貨の具体的なありかたを RIETI が日次で公表している AMU^(注11)なども参考にして、研究を進めていきたい。

おわりに

本稿では、通貨バスケットを基準にした安定した為替相場運営・経済発展を継続しているシンガポールの取組を実データの確認も含めて検証した。また、その運営状況は今後の東アジアにおける域内の通貨協力にも、多くの示唆を与えてくれることが確認できた。

域内に位置する日本にとっては、中国の人民元の国際化政策に対して、円－人民元の直接取引などの対応とともに、東アジア域内全体の成長力を活かして、これからの自らの安定成長を図っていくことが重要と考える。そのために、金融・通貨面の協力を域内各国それぞれにメリットがある内容で方策を考え、その理解を各国から得て、実現へ努力していくことが求められるであろう。シンガポールドルにみられる通貨バスケットの特性をふまえ、域内通貨バスケットを実現するような情報発信、政策対話を進めていくことが重要と考える。

過度な資本自由化が招いたリーマンショック後の次の為替制度、あるいはアジア域内の通貨制度を考える場合に参考にすべき点を今後も具体的に検討していきたい。

(注)

- (1) ACU (=Asian Currency Unit)。1968年にシンガポールで設置されたアジアダラー市場。非居住者による外貨-外貨取引誘致のため、特定の銀行に設けられた特別の勘定。国内金融と遮断したオフショア市場。
- (2) 国際通貨基金(IMF)協定第8条で規定された義務を受け入れている国をさす。第8条では、①経常取引における支払に対する制限の回避、②差別的通貨措置の回避、③他国保有の自国通貨残高の交換性維持を規定している。
- (3) BBC (Band (為替バンド) , Basket (通貨バスケット) and Crawl (クローリング))。基準為替相場に許容変動幅を設けた為替バンドにより金融政策の独立の余地が残され、通貨バスケットを基準為替相場として参照することにより単一通貨ペッグの弊害を除去。基準為替相場を一定率で変化(クローリング)させ、為替相場の参照対象国とのインフレ率格差による実質為替相場の増加を予防する制度。
- (4) マレーシアがアジア通貨危機への対応として、1998年に導入した為替・資本規制。米ドルへのペッグ復帰とともに、ECM (=Exchange Control of Malaysia) と呼ばれる日本の外為法にあたる規制を大幅に変更。マレーシアリングの海外での流通を禁じたもの。
- (5) 「ASEAN+3 財務大臣会合」(後述の注7) をきっかけに、2000年に合意された域内の「外貨融通協定」。当初2ヶ国間の協定だったものが、2010年にはマルチ契約化され、2012年には金額も2400億円へと増加されている。
- (6) ABMI (=Asian Bond Market Initiative)。日本では、アジア債券市場育成イニシアティブと呼ぶ。アジア通貨危機の原因とされる、「通貨のミスマッチ・期間のミスマッチ」への対策として、域内資金の域内還流を狙い、長期資金調達として債券市場を拡大させる取組。
- (7) アジア通貨危機への反省から、東アジアの通貨・金融問題を議論するために、1999年から毎年開催されている。2012年からは、中央銀行総裁も参加する枠組みに変更されている。
- (8) NAFTA (=North American Free Trade Agreement)。北米自由貿易協定。
- (9) 2009年3月に周小川 人民銀行総裁が論文で国際通貨体制の問題点を指摘。
- (10) 欧州通貨制度の下、ECUを運営していた欧州で、1992秋にイギリス・ポンドが急落した事態。これをきっかけに、イギリスは同制度から離脱することとなった。
- (11) AMU(=Asian Monetary Unit)。RIETI(経済産業研究所)と一橋大学グローバルCOEの共同でなされている研究。ASEAN+3の13ヶ国を対象とし、各国通貨のウェイトが購買力平価で測った各国のGDPのシェアと国がサンプルとして抽出された国々の総貿易額の中に占める割合の双方の算術平均にもとづいて算出されている。AMUおよび域内通貨のAMUとの乖離指標が日次で公表されており、バスケット通貨指標として、域内通貨間ならびに対ドル・対ユーロとの相場の推移のサーベイランス指標として利用可能となっている。

(参考文献)

- 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」小川英治・清水順子
『東アジア通貨バスケットの経済分析』第3章 東洋経済新報社
- 小川英治〔2011〕「東アジアの通貨事情が見える『国際金融のトリレンマ』入門」『プレジデント
2011年6.13号』
- 奥田宏司〔2012〕『現代国際通貨体制』日本経済評論社
- 鈴木恒一〔1994〕「シンガポールの中央銀行機能」『文教大学国際学部紀要 4, 31-39, 1994』
文教大学
- 三浦 潔〔2001〕「シンガポールの通貨バスケット制度」財務省委嘱『通貨バスケット制実施国の
実態調査 第2章』（2001年）財団法人国際通貨研究所
- 〔2001〕「シンガポール」財務省委嘱『アジアの外為規制とアジア通貨/円の直接取引の
可能性 第3章』（2001年）財団法人国際通貨研究所
- みずほ総研〔2011〕「シンガポールのトリレンマ ～ 為替レート管理の限界」『EXECUTIVE
MEMORANDUM』2011年1月号
- Hwee Kwan Chow〔2008〕“Managing Capital Flows : The Case of Singapore” ADB Institution
Discussion Paper NO.86
- Ila Patnaik and Shah〔2010〕“Asian Confronts the Impossible Trinity” ADB Institution
Discussion Paper NO.204
- Stephen Grenville〔2011〕“The Impossible Trinity and Capital Control Flows in East Asia”
ADB Working Paper Series NO.319
- Tony Cavoli and Ramkishan S. Rajan〔2007〕“Managing in the Middle: Characterizing Singapore's
Exchange Rate Policy” *Asian Economic Journal* 2007, Vol. 21 No. 3, 321-342 321 © 2007 The
Authors Journal compilation © 2007 East Asian Economic Association and Blackwell Publishing
Ltd. Received 24 April 2006; Accepted 17 May 2007

(参考ウェブサイト)

IMF <http://www.imf.org/external>

MAS <http://www.mas.gov.sg/>