

カレンシー・ボード制の導入方法と 通貨投機に対する抵抗力

—香港に対する「3極通貨バスケットCBA」の提案—

山下英次

要 旨

カレンシー・ボード制（CBA）は、それ自体が有する金本位制に似た種々の自動調整機能によって固定為替相場制を守ろうとするシステムである。すなわち、通常の固定相場制と異なり、市場介入によってではなく、市場メカニズムを利用することによって、予め定めた固定平価を守ろうとする制度である。したがって、CBAを導入しようとする国は、通貨金融当局の裁量の余地を極力少なくし、CBAディシプリンに忠実にしたがって運営されるように、予め強固な法的枠組み等を整えておかなければならない。

1997年7月のアジア通貨危機の発生以来、香港は4波にわたる投機攻撃を受けた。とりわけ、1998年8月のヘッジファンドによる「ダブルマーケット・プレイ」と呼ばれる極めて激しい第4波の投機攻勢を香港が乗り切ったことは、香港金融当局による対応の正しさに加え、一般論としてのCBAの投機に対する抵抗力、体制維持能力の高さを改めて証明したものと見えるであろう。

1998年9月以来の一連の強化策によって香港のCBAはかなり強化されたものの、まだなお改善の余地は残されている。現状のように、世界の主要通貨がフロート制の下にあるなかであって、単一の主要通貨に対して独占的にペッグすることは、いわば「3分の1固定制、3分の2フロート制」を採用しているようなものである。このため、香港の実効為替相場は、時としてかなり大きくスウィングすることになり、国際競争力の安定性などの面で問題が生じる。

香港がこうした問題を解決するための方法として、筆者は「3極通貨のバスケットをベースとしたカレンシー・ボード制」を提案したい。その際のバスケットの中味は、香港の対外経済関係の実態を正しく反映させて、「円：ドル：ユーロ＝40%：30%：30%」とするのが望ましい。

目 次

はじめに

I. カレンシー・ボード制 (CBA) の導入方法

1. CBA導入に必要な制度的フレームワーク
2. 基準通貨, 固定平価およびバックキング・ルールの具体的な定め方
3. CBAの退出条件

II. 通貨投機に対するCBAの抵抗力

—香港のケースを中心に—

1. 東アジア通貨危機発生以降の香港ドルに対する通貨投機

2. 投機の「ダブルマーケット・プレイ」と香港金融当局の対抗措置

3. 香港のCBA強化策と証券および先物市場監督強化策

4. 香港金融当局の対応策に対する評価

5. CBAの体制維持能力

III. 結びにかえて

—香港に対する「3極通貨バスケットCBA」の提案—

Box: シンガポールの為替相場制度

参考文献

はじめに

カレンシー・ボード制 (Currency Board Arrangements, CBA) とは, ある特定の主要な国際通貨をアンカー通貨 (anchor currency) として定め, 自国通貨を基準固定平価によってそれに釘付けし, 自国通貨の発行量を基本的にその国の外貨準備高の範囲内に抑えると同時に, 自国通貨と外貨 (アンカー通貨) の交換性を完全に保証する為替相場制度である。したがって, 金本位制に次いで最も厳格な固定為替相場制であり, 自国通貨の信用発行 (fiduciary issue) は, 一切認められない。

カレンシー・ボード制は, 1849年のイギリス領 (当時) モーリシャスでの採用を嚆矢とし, 両大戦間期に全盛期を迎えたが, 第2次大戦後はかなり廃れていた。しかし, 1990年代に入ってから, アルゼンチンや旧ソ連・東欧諸国など極めて深刻な経済危機に陥った国々が相次いでCBAを採用した。その結果, CBAを採用した各国とも危機の乗り切りと即効的な経済安定化に成功したことから, 近年再びCBAに対する注目

が世界的に高まってきている。

以上のような近年におけるCBAの復活という現象を踏まえ, 筆者は, 前論文¹⁾において, CBAの基本的なメカニズムを明らかにすると同時に, 以下の2つを問題意識に据えて, 議論を展開した。第一は, 近年におけるCBA採用国増大の背景は何かということであり, 第二は, アジア危機をきっかけとした世界的な経済金融不安の広がりを背景として, 国際通貨体制の改革論議が再び盛り上がりつつあるが, 近年におけるCBAの復活がこうした動きに対して, どのような方向性を持ちうるのか, というものであった。

いわば続編としての本稿では, 主として以下の3点を主要な問題意識に据えることとしたい。第一に, ある国が新たにCBAを導入しようとする際, その前提条件は何か。また導入に際して, どのような制度的フレームワークが必要とされ, 具体的にどのような事柄をどのような方法で決めなければならないのか, といったことを明らかにすることである。

第二に, 1998年8月, 香港に対して投機筋によるダブルマーケット・プレイと呼ばれる激し

い投機攻撃が行われたが、そのスキームの概略はどのようなものであり、またそれに対して香港金融当局が採った対抗措置をどのように評価すべきか。すなわち、香港ドルをめぐるこの攻防を通して、CBAの通貨投機に対する抵抗力(resistibility)がどのようなものであるのかを明らかにすることである。

第三に、香港が投機に対する対抗措置として1998年9月以来採用した一連のCBA強化策によって香港のCBAはかなり強化されたと言えるものの、まだなお改善の余地は残されている。香港のCBAをより一層安定したものとするためには、どのような改革が望ましいかを探り、最後に筆者としてひとつの改革案を提案することとしたい。

まず、CBAの導入・退出条件を明らかにすることから始めたい。

I. カレンシー・ボード制 (CBA) の導入方法

ある国が新たにCBAを導入しようと考えた場合、基本的な前提条件はどのようなものであろうか。以下では、主として、IMF金融為替局のスタッフがまとめた論文²⁾を中心として、CBA導入の前提条件を明らかにしておきたい。

1. CBA導入に必要な制度的フレームワーク

CBAを新たに導入する場合必要とされる制度的フレームワークについては、以下の4点が重要であろう。

まず第一に、CBAは、政策的な「裁量」(discretion)の余地を極力排除し、予め定められたルールに従って運営されることを基本とする。そうした透明性の高い運営によって、本国通貨

(したがって本国経済全般)に対する「信認」を得ようとするものである。したがって、遠い将来にもわたって制度変更を難しくするため、CBAの最も重要な原則については、法律によって予め明確に規定しておくことが必要である。すなわち、バックリング・ルール(reserve-backing rule)、国内通貨と外貨との間の交換性の無制限な保証(full convertibility)、およびその際の基準固定平価(fixed parity)についてである。また、後戻りができないように、最も厳格な制度にしたいのなら、CBA法をその国の憲法の一部として制定する方法が考えられる³⁾。

ただし、基準固定平価の変更ルールやCBAからの「退出ルール」(exit rule)については、むしろ予め法律で定めておかない方がよい⁴⁾。平価の変更ルールを予め定めておくと、当局の平価維持の「意思」(willingness)が弱いとみなされ、市場で通貨切下げのうわさが絶えないということになりかねない。また、退出ルールを規定しておけば、その国のCBAの制度そのものの維持能力に対して疑問が生じかねない。すなわち、システミック・リスクにつながる。したがって、万が一、基準固定平価の変更やCBAから退出したい場合には、国会の決議を必要とするという形にしておいた方が賢明である。

第二に、CBAの下においては、「最後の貸し手」(Lender of Last Resort, LOLR)機能を含めて金融政策の裁量の余地が非常に限定されるため、CBAの導入に際しては、国内の金融システムが健全であることが必要とされる。したがって、脆弱な銀行部門をかかえている国の場合には、予め広汎なリストラクチャリングや銀行整理などを断行しておくことが必要とされる。

またCBA導入後については、質の高い金融監督機関と、他の国々よりもより厳しい「プルー

デンス規制」(prudential regulation)が必要とされる。現実には、多くのCBA採用国においては、民間銀行に対する自己資本比率規制をBIS(国際決済銀行)基準である8%より厳しく設定⁵⁾している。また、多くのCBA採用国の中央銀行は、国内の商業銀行に対して非常に高い「流動性準備比率」⁶⁾(Liquidity Requirement Ratio)を要求している。

LOLR機能については、現実には、香港、アルゼンチン、エストニアにおいては、必要に応じて発動できるように、何らかの形で明示的なファシリティを有している⁷⁾。このように現代的なCBAにおいては、LOLR機能を何らかの形で持つことは必要とされるが⁸⁾、LOLRによる民間金融機関に対する支援は、あくまでも外貨準備の超過部分(excess coverage)の範囲内とすべきである。

第三に、現在、CBAを採用しているほとんどの国々の場合、現実に中央銀行がCBAの運営主体となっているが(図表1参照)、基本的には、中銀を「発券部門」(Issuing Department)と「銀行部門」(Banking Department)とに明確に分離する必要がある。そして、発券部門はカレンシー・ボード(通貨評議会)としての機能を果たし、銀行部門は、「超過準備」(excess coverage)に相当する外貨を保有し、これを裏付けとして公開市場操作(OMO, Open Market Operation)やLOLR機能を果たす。このように中銀機能を現実に発券部門と銀行部門とに明確に分離している例としては、現在、エストニアとブルガリアが挙げられる⁹⁾。なお、CBA採用国の中央銀行が政治から独立した存在でなければならないことは言うまでもない。

第四に、CBAの下においては、短期金融市場金利は基本的に完全に民間銀行間の資金需給に

よって決定される。そのため、内外(とりわけ基準通貨国との間)の資金交流を盛んにし、金利裁定が十分働くようにしておかなければならない。そうしておくことによって、国内金利が内外の資本流出入に敏感に反応し、瞬時に変動するため、資本流出入に対する調整機能として働く。例えば、自国通貨が売り投機に晒され、資本が海外へ大量に流出したような場合、CBAの下においては金融当局が不胎化を行わないため、国内金利は瞬時にして大幅に上昇する。これによって投機を抑える効果をもつのである。したがって、このような金利の変動によって内外の資本流出入に対する自動調節効果を機能させるためには、CBA採用国においては基本的には内外資本移動の自由が保証されていなければならない。

ただし、CBA導入当初、エストニアがある種の資本規制を行なったように、国内の金融システムがまだ強化されておらず、金融自由化が不完全な場合など、過渡期においては、資本規制はむしろ効果的¹⁰⁾である。

CBA導入に際しての制度的な枠組としては、以上述べた4点が特に重要と考えられるが、現代においてCBAというある意味で非常に極端なシステム(extreme regime)を採用しようとする国は、基本的には自国の経済が非常に深刻な危機に陥った国々に限られるであろう。したがって、上記のような制度的なフレームワークの多くは、現実にはIMF等国际機関を中心としたその国に関する一連の経済安定化プログラムの一環として用意されることになろう。しかしながら以上述べたような制度的枠組みは、CBA導入時に備えられることが理想ではあるが、すべて備えられなければ、スタートできないというものでは必ずしもない。

例えば、香港が1983年10月、CBAを導入した際、その計画の設計者のひとりであるジョン・グリーンウッド (John Greenwood) は、「香港の場合、金融システム改革を先に行っていたとしたら、CBAの導入は実現できなかったであろう。」¹¹⁾と述べている。実際、香港の深刻な銀行危機は、1982年に始まり1986年¹²⁾まで続いた。すなわち、現在では香港の銀行システムはかなり高い国際的な評価を得ているものの、CBA導入当時は銀行危機の真只中にあり、その後2～3年間は深刻な危機が続いていたわけである。その頃の香港の銀行システムに対する国際的な評価は余り芳ばしいものではなかった。すなわち、香港はCBA導入後、金融システムの改革を着実に実行してきたわけである。IMF政策企画審査局のアダム・ベネットは、「香港が一連の改革を着実に実行できたことは、CBAそれ自体が(強い政策ディシプリンを当局に課すことになるため)改革の強制力(constraining nature)を持っていることの証左である¹³⁾。」と述べている。

2. 基準通貨、固定平価および バックিং・ルールの具体的な 定め方

まず第一に、基準通貨(ペッグ対象通貨)を選定することになるが、基本的にはその国と総合的な国際経済関係の最も深い主要国(常識的にはG7諸国のなかのいずれか)の通貨を選定するのが妥当である。その場合の総合的な国際経済関係の深さとは、貿易・投融資・援助のすべてを含めたものでなければならないであろう。すなわち、最も重要なことは、その国の国際的な経済関係の実態と基準通貨の選定との間に「通貨のミスマッチ」(currency mismatches)

があつてはならないということである。ひとつの通貨に絞り込むことが難しいという場合—現実にはむしろこうしたケースの方が多いと思われる—には、筆者としては、無理矢理にひとつの通貨に絞り込むなどということはずせず、「主要通貨のバスケットによるCBA(Currency Basket-Based CBA)」として、通貨のミスマッチを避けるべきであると考えられる。

まだ実際には、こうした「通貨バスケット・ベースのCBA」が採用された例はないが、理論的には可能であり、今後技術的な課題を解決していけば、こうした為替相場制度が有効に機能する国は少なくないであろう。いずれにせよ、こうした通貨バスケット・ベースのCBAを導入する際は、通貨バスケットの中味を公表¹⁴⁾することが不可欠である。それによって、CBAのひとつの大きな特徴である透明性もしくは「判りやすさ」といった要素を確保することができる。

香港が1983年、CBAに復帰する際¹⁵⁾、ジョン・グリーンウッドとともに、設計者の一員であったアラン・ウォルターズは、その際、香港がどのような検討過程を経て基準通貨を米ドルに定めたかについて、以下のように述べている。「われわれは、ドル、円、ECU、独マルクについて検討した。ECUは複雑すぎるし、独マルクは距離的に遠く、人々に余り知られていなかったし、金融資本市場へのアクセスが容易ではなかった。円にはかなり心を動かされたが、米ドルが最もオープンな金融市場を持っており、今後ともそれは維持されるだろうとみて米ドルに決めた¹⁶⁾。」としている。

第二は、基準固定平価の決定である。過大評価でもなく、過小評価でもない水準を選ばなければならないが、発展途上国がハード・カレンシーに対する固定為替相場を維持し続けると、

図表1 カレンシー・ボード制を採用している国・地域の一覧表 (※1)

導入時期	運営主体	通貨当局との交換性	固定為替平価	定められた外貨準備の数量及びカバー率 (外貨/国内通貨)	最近における現実の外貨カバー率	外貨準備として認められている資産の種類	通貨評議会に存する制度変更権限の有無	人口 (千人) (1996年)	1人当りGDP (ドル) (1996年)
1949年3月	National Bank of Djibouti (NBD)	N.A.	1米ドル=177.72ジブチフラン (DF)	流通現金の100%	Moの125%	外貨準備	N.A.	620	812 ('90年)
1965年	Eastern Caribbean Central Bank (ECCB)	銀行	1米ドル=2.7東カリブドル (EC\$)	Moの60%	Moの81-99%	外貨および金準備	N.A.	550	2,942
1967年	Brunei Currency Board (BCB)	国民一般	1シンガポール・ドル=1ブルネイ・ドル (B\$)	Moの70%	Moの80%	外貨準備	ナシ	285	14,240 ('94年)
1977年	Monetary and Foreign Exchange Authority of Macau (AMCM)	(※4) N.A.	1HKドル=1.03パタカ (MOP)	Moの100%	Moの635%	外貨および金準備	N.A.	450	18,101 ('95年)
1983年10月	HKMA指揮下の「為替基金」 (The Exchange Fund)	(※5) すべての公認銀行	1米ドル=7.80HKドル	Moの100%	Moの349%	外貨準備	アリ	6,310	24,257
1991年3月	Central Bank of Argentine Republic (BCRA)	金融機関および両替商	1米ドル=177ペソチン・ペソ (Arg\$)	Moの100% (実質的には66.7%)	Moの99.6%	2/3は外貨および金準備 1/3はドル建アルゼンチン国債	平価切上げのみ可能	35,220	8,380
1992年6月	Bank of Estonia (BOE)	銀行	1DM=8クルーン (EEK)	Moの100%	Moの118%	外貨および金準備	平価切上げのみ可能	1,470	3,080
1994年4月	Bank of Lithuania (BOL)	銀行	1米ドル=4リタ (Lt)	Moの80%	Moの91.8%	外貨および金準備	為替平価の変更権限を有する	3,710	2,280
1997年7月	Bulgarian National Bank (BNB)	国民一般	1DM=1レフ (レ) (Lv)	Moの100%	N.A.	外貨および金準備	ナシ	8,360	1,190
1997年8月	Central Bank of Bosnia & Herzegovina (CBBH)	N.A.	1DM=1マルカ (KM)	N.A.	N.A.	外貨準備	N.A.	3,400	776

注1: Balino & Enoch (97/8月), PP.42-47. Ghosh=Guide=Wolf [20] (98/1月), P.9. Santiprabhob [55] (97/12月), PP.35-36. 経済企画庁 [91] (1998/6月), P.63の諸表をベースとして、下記の資料を利用して対象国と項目の拡充およびデータの更新を行なった作成したもの。

2: ECCB (東カリブ海中央銀行) 加盟国・地域 (合計8) = アンティグア・バルブーダ (Antigua & Barbuda), ドミニカ国 (Dominica), グレナダ (Grenada), セレントクリストファー・ネヴィス (St. Kitts & Nevis), セントルシア (St. Lucia), セント・ヴィンセントおよびグレナディーン諸島 (St. Vincent & the Grenadines), 英領アンギラ (Anguilla), 英領モンセラート (Montserrat)。

この8ヶ国・地域で共同してカレンシー・ボード制を採用し、統一通貨東カリブドル (EC\$) を発行している。ECCB自体は1983年7月に設立され、本部の所在地は、セントクリストファー・ネヴィスのバセテール (Basseterre) 市である。

3: Mo=マネタリー・ベース (流通現金+その中銀の村民間負債)

4: マカオでも、香港と同様に通貨当局であるAMCMではなく、商業銀行であるポルトガル系の Banco Nacional Ultramarino と中国銀行の2行が担当している。

5: 香港では、発券業務はCBAの運営主体である「為替基金」ではなく、商業銀行である香港上海銀行、スタンダード・チャータード銀行、中国銀行の3行が担当しており、従来の、HKMAの交換性保証対象範囲はこの3行に限られており、またそれ以外も現金に限られていた。

しかし、HKMAは1998年8月の激しい投機攻勢に対抗して1998年9月5日、7項目からなる「CBA強化策」を発表しHKドルと米ドルとの交換性保証の対象範囲をすべての公認銀行がHKMAに保有する決済勘定全体にまで拡大した。

その際の交換レールは、当初は、1米ドル=7.75香港ドルとされたが、1999年4月1日以降は一日 (暦日) につき、10,000分の1香港ドルの割合で (すなわち 1pipずつ) 香港ドルを切り下げていき、500日かけて、すなわち、2000年8月12日からは平価である1米ドル=7.80香港ドルと等しくなる。

6: 1999年7月5日よりアノミ (redenomination) を実施し、1新レフ=1,000旧レフとした。Financial Times, July 6, 1999参照。

資料: IMF [35] (Aug. 1998) ・ IMF [36] (May 7, 1999) ・ Lopes [43] (May 15, 1999) ・ HKMA [32] (May 1999) ・ EBRD [17] (Nov. 1998) ・ Financial Times, "FT Survey: Bulgaria", Mar. 8, 1999, P.11

・ IMF, International Financial Statistics Yearbook 1998.

・ World Bank, World Bank Atlas 1998.

・ World Bank [69] (ボスニアに関するカンントリー・スタディ 96/6月)

・ World Bank [71] (ボスニアに関するカンントリー・スタディ 97/5月)

・ The Banker's Almanac, July 1998

・ 外務省, 「外交青書1998」, 1998年4月

・ 外務省中南米局カリブ室資料

・ 日本銀行国際局資料

どうしても実質実効為替レートが切り上がる傾向となるため、一般論としては、どちらかといえば、過小評価気味の固定平価を設定した方が賢明である。現実には、香港、アルゼンチン、エストニア、リトアニアの基準平価は、いずれも直前の市場為替レートに非常に近いところ¹⁷⁾に設定されたが、アラン・ウォルターズは、香港のCBA導入の際の基準固定平価の設定について、「われわれは慎重に過小評価気味の水準を選んだ¹⁸⁾。」としている。

第三は、自国通貨発行の裏付けとなる外貨準備の保有比率 (reserve-backing ratio) の決定である。すなわち、いわゆるバックキング・ルールの決定であるが、CBAにおいては貨幣の信用発行 (fiduciary issue) を一切認めないとの趣旨から、最低100%が原則である。また、現実には、現在のCBA採用国の多くが定めているように、外貨準備によってカバーされる対象は、流通現金だけでなく、中央銀行の対民間負債全体、すなわち、マネタリー・ベース全体とした方が好ましい (図表1参照)。

また、現代的な形のCBAとするには、中銀 (の銀行部門) にある程度のLOLR機能を持たせるべきであり、そのためには、超過準備 (excess coverage) が必要である。したがって、外貨準備カバー率は、105%以上とすべきである。しかしながら、深刻な経済・金融危機に陥った国々がCBAの導入を検討するとしたら、その時点で105%以上の外貨準備を保有しているケースは現実にはむしろ稀¹⁹⁾であろう。当初、外貨準備が不足する場合には、IMFおよびその他から長期資金を借入れ、それを外貨準備に組み入れるという方法を取らざるを得ない。現実には、アルゼンチンがCBAを導入した際、ネットの外貨準備は大幅なマイナスであった²⁰⁾ わけであり、

IMFや外銀からの長期借入れを外貨準備に組み入れることによって対応した。また、アルゼンチンは、1994~95年のメキシコ・ペソ危機に伴う「テキーラ効果」によって自国経済が動揺した経験に学び、1996年9月には、国際的な大手民間銀行との間で61億ドルのスタンドバイ・クレジット²¹⁾の取決めを結び、緊急時に備えている。リトアニアについても、CBA導入時、外貨準備が不足していたため、一部はIMFの5年ものの「体制変換融資」(Systemic Transformation Facility, STF)を受け²²⁾、それを外貨準備に組み入れている。

また一般論として、当初における外貨準備不足を補うには、比較的ゆるいバックキング・ルール (100%未満) からスタートし、その後、経済安定化の進展にともなって徐々に引き上げていく方法もある。リトアニアのように、CBA導入当初からいずれ退出すると表明したり、後にバックキング・ルールを緩和したりするより、先行き徐々に厳しくしていく方がはるかに賢明である²³⁾。アダム・ベネットは、例えば、当初については、今後における通貨発行量の「増分に限って100%の外貨準備カバー率」(marginal 100%)²⁴⁾とし、その後、通貨発行残高の100%へ向けて徐々に引き上げていく方法もあると指摘している。

3. CBAの退出条件

第2次大戦後、多くの植民地が新たに独立国となり、それに伴って多くの国々が「植民地臭のする」CBAを廃止して中央銀行制度を採用したが、ほとんどの国々で失敗に帰した。なぜなら、中銀制度を通じた安易な財政赤字ファイナンスが行なわれ、その結果、インフレが高進し、成長と開発の促進という目標は多くの場合、

達成されなかった。特に多くのアフリカ諸国では退歩とさえなった²⁵⁾。

このように、CBAから退出して失敗したケースは多数あるが、成功したケースは数少ない。第2次大戦後にCBAから成功裡に退出したケースとして、マレーシアとシンガポール、それにアイルランドを挙げることができる。

ともにイギリス領であったマレーシアとシンガポールは、第2次大戦後の1946年に英ポンドを基準通貨とするカレンシー・ボード制に復帰した。その後、両国²⁶⁾ およびブルネイはマラヤ・ドル (1967年6月からはマレーシア・ドル)、シンガポール・ドルおよびブルネイ・ドルの1:1:1での交換性を1973年5月まで²⁷⁾ 続けた。マレーシアは、1967年6月12日、マラヤ・カレンシー・ボード (the Board of Commissioners of Currency, Malaya and British Borneo) に代ってマレーシア中銀 (BNM, Bank Negara Malaysia) が新マレーシア・ドル (リングギ, ringgit) を発行することとなり、これを以ってCBAを廃止した。1972年6月、英ポンドがフロート制へ移行したのに伴ない、英ポンドとともに、本国通貨が下落することをおそれたマレーシア中銀とシンガポール金融通貨庁 (MAS, Monetary Authority of Singapore) は、ベッグ通貨を米ドルに切り替えた。しかし、当時、米ドルも大幅に下落していたため、マレーシア、シンガポールの両国では輸入インフレが懸念される状況となり、両国通貨の切上げ予想が高まるなか、資本流入が増大し、国内過剰流動性が発生した。こうした事態を背景として、マレーシア、シンガポールの両国は、1973年5月8日、通貨の互換性を停止し、1973年6月、別々にフロート制へ移行した。こうした両国のCBAからの退出²⁸⁾ は、本国通貨の切上げ予想が

あるなかで行なわれたものであり、特に混乱はなく成功裡に行なわれた。実際、フロートへの移行直後、両国の通貨は上昇した。

アイルランドの場合、1927年、イギリスから独立し、アイルランド・パント (Irish punt) と英ポンドの1:1の交換をベースとしたCBAを導入した³⁰⁾。その後、1943年のアイルランド中銀の設立、1961年のバックキング・ルール (本国通貨の発行に対する外貨準備によるカバー率) の75%への引下げ、さらに1971年には為替レートの変更が法律の改定なしに可能となるなど、アイルランドのCBAからの退出は徐々に行なわれたとも言える。しかしながら、アイルランドのCBAは結局のところ、1979年3月、EMS (欧州通貨制度) が創設され、アイルランドがこれに参加し、英ポンドとの固定制を廃止するまで続いたと理解することができる³¹⁾。

以上のような経験をも踏まえつつ、CBAからの退出条件 (exit conditions) について一般的にどのように理解したら良いであろうか。CBAの下においては、基本的に金融政策の主権が失われ、アンカー通貨国のそれにしたがうことになる。したがって、現実には今日、そのような「極端な体制」(extreme regime) を採用しようとする国は、非常に深刻な経済危機に陥った国々に限られるであろう。現実には、1983年10月の香港以来、CBAを導入したすべての国が、こうした止むに止まれぬ状況下で、いわば「マクロ経済政策の最後の手段」(macroeconomic policy of last resort) としてCBAを採用したのである (図表1参照)。

このように経済がいったん危機的な状況に陥った国がCBAを導入する以上、そこからの成功裡の退出条件は極めて厳しいものになると言わざるをえない。基本的には、一度CBAを導入し

たら、成功的な退出は仲々難しい。一般的には、筆者は以下の3つの条件のうち少なくともいずれかひとつが整った場合に限られると考える。

第一に、インフレ体質の改善などの構造改革が進展し、その国の経済システムや経済運営全般に対する信認が高まることである。インフレ体質の改善についていえば、例えば、賃金・物価のインデクセーションの廃止、国内地域格差の解消など国内政治的にかなり難しい構造改革に成果を挙げる必要があるとされよう。いずれにせよ、自力更正の道であるが、マレーシア、シンガポールの場合は、しいていえば、このケースに当たるであろう。ただし、両国のCBAからの退出の場合、たまたまアンカー通貨が弱くなる局面にあり、相対的に自国通貨に対する信認が高まるという幸運にも恵まれた。

退出条件の第二は、その国が属する地域の共通通貨にスムーズに移行することである。先に挙げたアイルランドはまさにこのケースに該当するが、今後の可能性としては、例えばまず第一に、エストニアやブルガリアがEU（欧州連合）への加盟を果たし、彼らの通貨が統一通貨ユーロにとって代わられる場合が挙げられる。またアルゼンチンやブラジルが彼らが所属するメルコスール³²⁾（Mercosur、南米共同市場）の共通通貨を創出し、アルゼンチン・ペソがそれにとって代わられる場合などが考えられよう。

第三の条件は、グローバルな国際通貨制度改革がなされ、ドル、ユーロ、円の3極主要通貨が固定為替相場制へ復帰するなど、より安定したシステムへ移行することである。そのように、グローバルな国際通貨体制が、ブレトンウッズ体制のような安定したシステムに戻れば、これまでいわば「荒海のなかのプロテクション」としてCBAを採用してきた周辺諸国もその必要性

はなくなる。

以上の3つを筆者は、基本的にCBAからの退出条件と考えるが、要するに、(1) CBA採用国自身の経済的健全性が完全に回復するか、(2) 地域の共通通貨へ統合されるか、もしくは(3) 現在の世界経済の混乱の根因であるグローバルな通貨制度それ自体がより安定したものに改革される。すなわち現在の世界経済の混乱の究極的な原因そのものが解消するか、のいずれかである。

また、CBAからのもうひとつの退出の方法として、しばしば、「ドル化」(dollarisation)などの直接的な通貨代替³³⁾ (currency substitution)の可能性について論議がなされることがある。特に、アルゼンチンにおいては1991年3月のCBA導入後、基本的にはそれ以前のハイパー・インフレーションと大幅な財政赤字が解消するなど、非常に大きな成果を挙げているものの、何らかの要因をきっかけとしてペソに対する売り投機が高まるたびごとに、アルゼンチンの通貨当局は「ドル化」も厭わない旨の発言を繰り返し、投機を牽制してきた。具体的には、メキシコ・ペソ危機による「テキーラ効果」(tequila effects)が及んだ1995年、1999年1月18日のブラジルの通貨リアル(real)のフロート制への移行をきっかけとしてアルゼンチン・ペソに売り圧力が加かった際³⁴⁾、また1999年5月下旬³⁵⁾にペソ切下げのルーマーが起った際のいずれにおいても、アルゼンチンの通貨当局はペソを放棄をして、「ドル化」も厭わない旨表明している。

しかし自国通貨を廃止して完全に外貨によって置き換えることは、シニョーリッジ³⁶⁾ (seigniorage、通貨発行益)を失うことに加え、LOLR機能を基準通貨国の金融当局に委ねることになるた

め、成功的なCBAからの退出とは言い難い。投機に対する牽制として「ドル化」をも厭わない旨表明するのは良いが、実際に移行してしまったらそれは一種の敗北というものではないだろうか。アルゼンチンの場合、自国通貨発行に対する外貨準備のカヴァー率が現行66.7%にしかすぎず、これを100%以上にするなど、CBAを制度面から強化する余地はまだ残されており、本来、これらの強化策を採用することが先決であろう(図表1参照)。

II. 通貨投機に対するCBAの 抵抗力——香港のケースを中心に——

(1) 東アジア経済危機発生以降の 香港ドルに対する通貨投機

1997年7月、タイのバーツ危機の発生以来、これまで(本稿執筆時点1999年7月)に、香港は合計4回、通貨投機の大波に晒された。香港はいずれもこれらの試練を乗り切り、固定平価1米ドル=7.80香港ドルの維持に成功した。とりわけ、一番最近の1998年8月の投機は、為替市場だけでなく株式市場に対する投機(香港株に対する売り投機)も合わせて行なわれ、いわゆる「ダブルマーケット・プレイ」(double market play)と称された。これは非常に巧妙に仕組みられ、かつ大規模に行なわれたものであり、香港当局にとっても非常に手強いものであった。しかし、HKMA(Hong Kong Monetary Authority, 香港金融管理局)を中心とする香港当局は、RTGS³⁷⁾システム(Real-Time Gross Settlement System, 即時グロス決済システム)をいち早く導入していたこともあり、こうした「ダブルマーケット・プレイ」にすぐに気付き、株式市場への介入に踏み切るなど、適切な手段

を講じて、投機の撃退に成功した。

このように、タイ・バーツ危機の発生以来、4回にわたる投機攻撃の大波を香港が乗り切ったことは、カレンシー・ボード制の固定為替相場維持能力の高さ、そして通貨投機に対する抵抗力(resistibility)の大きさ、生存能力(viability)の高さを改めて証明したと言えるのではないだろうか。

タイ・バーツ危機の発生以来、これまでの4度にわたる香港ドルに対する売り投機を概観してみると、第1波は、1997年10月下旬であった。同年10月17日(金)、台湾中銀が為替市場に対する公的介入の中止を発表——すなわち新台幣ドルの下落を容認——し、その結果、それ以前まで事実上米ドルに対してペッグしていた新台幣ドルが3.3%下落し、1米ドル=29.50新台幣ドルとなった。これをみて、市場は香港ドルについても切下げが間近いと考え、10月21日から23日にかけて売り投機を浴せた。カレンシー・ボード制の下においては、内外資本移動の自由が保たれ、当局は金融市場に対する介入を基本的に行なわないため、自国通貨に対する売り投機(資金流出)があった場合、通貨当局はCBAのルールにしたがって、受動的に外貨を売り、自国通貨を買い上げる。換言すれば、その場合、外貨準備の減少と自国通貨のマネタリー・ベースの減少とが同時に起こることとなる。そして、自国通貨のマネタリー・ベースの減少は、国内短期金融市場における資金需給の逼迫を招き、その結果、銀行間金利が急騰する。一般に、CBAの下においては、自国通貨に対する売り投機があると、国内金利が自動的に上昇し、アンカー通貨(香港の場合米ドル)の金利に対するプレミアムが大幅なものとなり、その結果、売り投機を鎮静化させるメカニズムとして機能す

るのである（図表2参照）。投機攻勢が特に激しいと、1997年10月23日のように、銀行間翌日物金利が一時的に年率300%もの懲罰的に高い金利水準となることもある。このような香港ドル金利の急騰は、投機筋にとって、香港ドル資金調達コストの高騰を意味するため、翌10月24日には投機は収まり、銀行間翌日物金利も7%へと低下し、正常化した。なおこの1997年10月下旬の第1波の香港ドル売り投機の規模は30億米ドル³⁸⁾相当にのぼったと言われており、これが世界同時株安を惹起したため、「ドラゴン・ショック」と呼ばれた。

香港ドル売り投機の第2波は、1998年1月にやってきた。スハルト大統領（当時）の健康不安に端を発したインドネシア・ルピアの売り投機が強まり、1米ドル=10,000ルピアを突破した。それをきっかけとして香港ドルに対する売り投機が起り、香港ドルの銀行間3カ月³⁹⁾物金利の米ドル金利に対するプレミアムは一時、13%ポイント台にまで高騰した（図表2参照）。

第3波の香港ドル売り投機は、1998年6月、円の対米ドル・レートが130円台から140円台後半に下落したことをきっかけに起った。円安の進行を背景に中国人民元の切下げ予想が高まったため、人民元が切下げられれば、香港ドルも追随して切下げられるのではないかという見通しの下に香港ドルに対する売り投機が強まった。

そして、第4波の売り投機は、香港のCBAに対する最大の危機となった。香港の経済指標が悪化するなか、1998年7月から8月後半にかけて、米系を中心とする非常に数多くの投資顧問会社（investment house）等から香港ドルの対米ドル・リンクは間もなく崩れるとの報告書が相次いで発表された⁴⁰⁾。加えて、同年8月11日（火）、円ドル・レートが147円台にまで下落し

たことに象徴されるように円安傾向が強まったため、人民元の切下げと香港ドルの対米ドル・リンク放棄のルーマーが広がり、これをきっかけとして、為替市場と株式市場の双方に攻撃を仕掛けるいわゆる「ダブルマーケット・プレイ」と呼ばれる投機が猛威をふるった。

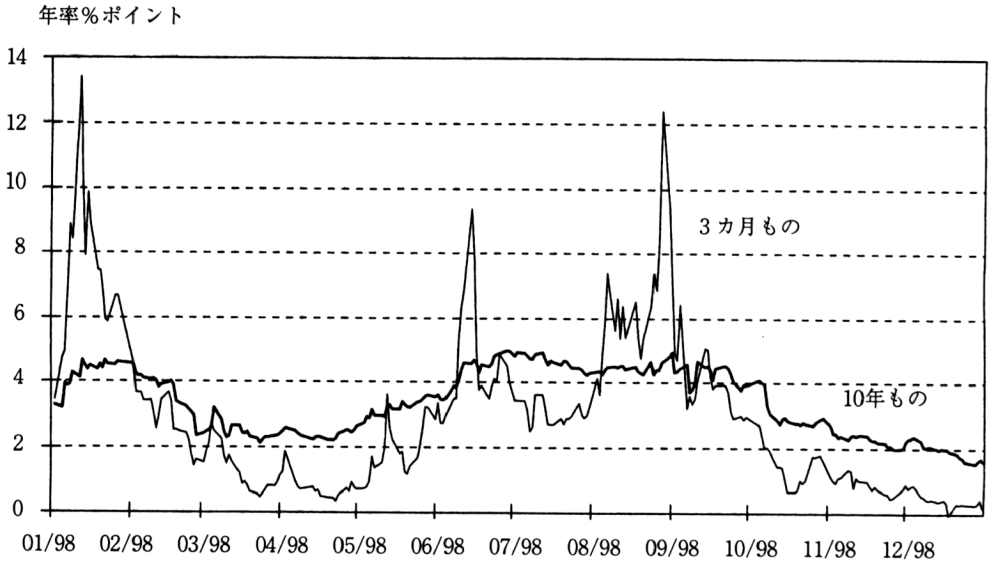
第4波の「ダブルマーケット・プレイ」とHKMAの対抗措置については、項を改めて後にやや詳しく述べることにするが、図表3に示したようにタイ・バーツ危機の発生以来、4度にわたった香港ドルに対する売り投機を背景として、香港ドルの短期金融市場金利がそれに対応して、ちょうど同じく4回跳ね上がったことが容易に読みとれよう。このようにCBAの下においては、基本的に通貨当局は市場介入を行わず、CBAの定めにしたがって単に受動的⁴¹⁾に対応するため、自国通貨に対する売り投機があると、金利が自動的に上昇し、投機を鎮静化する機能として働くのである。

2. 投機の「ダブルマーケット・プレイ」と香港金融当局の対抗措置

1998年8月、第4波の投機に際して、ヘッジファンドを中心とした投機筋は、「香港ドル売り」とともに、香港株の売り攻勢をかけるという外国為替市場と株式市場の2つの市場で同時に攻撃を仕掛けてきたことが特徴的であった。こうした新たな手法は、「ダブルマーケット・プレイ」（double market play）と呼ばれたが、このスキームの概要は、図表4のフロー・チャートに示した通りである。

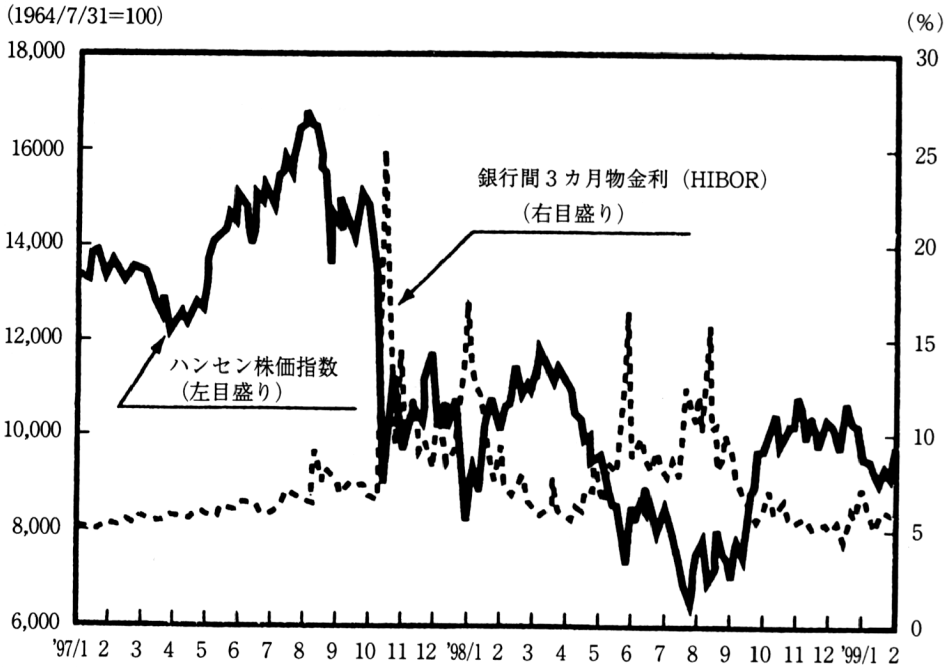
ヘッジファンドは、まず世銀、ADB（アジア開発銀行）、EBRD（欧州復興開発銀行）、EIB（欧州投資銀行）、NIB（北欧投資銀行）や欧州評議会（Council of Europe, CE）といった信用

図表2 香港ドルと米ドルの金利差の推移 (1998年)



出所：Hong Kong Monetary Authority, *Quarterly Bulletin*, No.18, Feb. 1999, P.87
注：香港ドル金利から米ドル金利を差し引いたもの

図表3 香港における株価と短期金利の推移



出所：東京三菱銀行 [97] ('99/3月), P.3

力の高い優良な国際機関に香港ドル建の1～2年ものの債務証券 (debt paper) を発行させ、自らが調達した米ドルとの間で通貨スワップ取引 (currency swaps) を行なった。この取引でヘッジファンドはLIBORを下回るような金利で米ドル資金をこれら国際機関に提供する一方、自らは通常の (低い) 金利で、為替市場において「香港ドル売り」を行なうために必要な香港ドル資金を調達することに成功した。1998年初めから1998年8月半ばまでの間にこれらの国際機関による香港ドル建の債務証券の発行額は300億香港ドル以上に達した⁴²⁾とみられている。しかし、こうした債務証券の真の借入人はヘッジファンドであった。

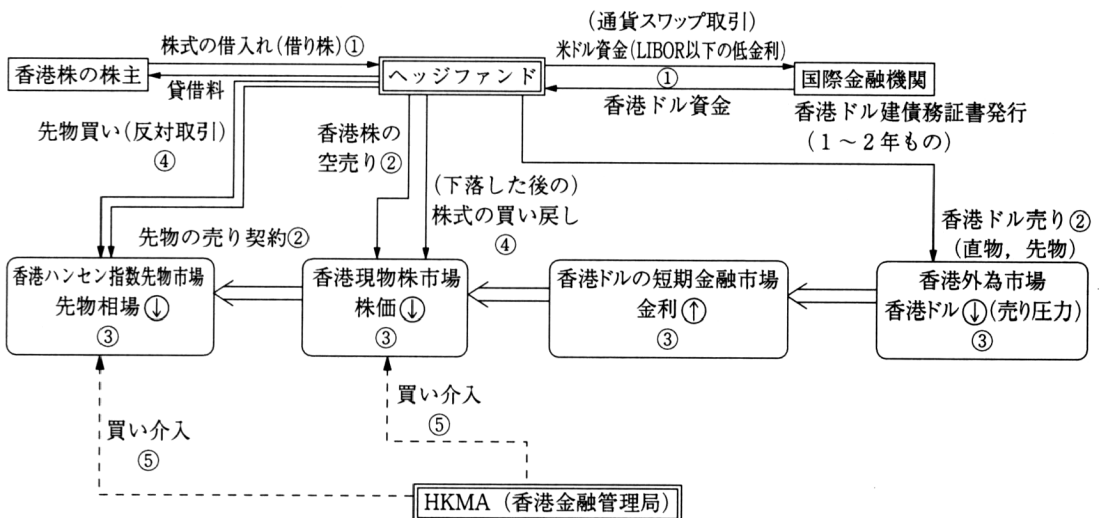
すでに述べたように、CBAの下においては、通常、自国通貨に対する売り投機 (資本流出) が起こると銀行間市場における短期金利が懲罰的に高い水準に達し、投機筋にとっての自国通貨建資金調達コストが飛躍的に上昇し、その結

果、投機を抑える効果が発揮される (図表2および3参照)。しかし、1998年8月の投機の場合、投機筋は上記のような通貨スワップ取引によって通常の低い金利で香港ドル資金を調達することができたわけである。

他方、香港株の空売りを行なうための香港株式の調達手段として、ヘッジファンドは「貸株取引」によって香港株を大量に借入れた。こうした「貸株取引」による株式の借入れコストは小さい⁴³⁾といわれ、一般にヘッジファンド等の投機筋が株式の空売りを行なう際の常套手段⁴⁴⁾とされている。

以上のような取引を通じて香港ドル資金と香港株式を調達したヘッジファンドは、1998年8月5日から外国為替市場において香港ドルを売ると同時に、香港現物株市場で空売り、さらに香港ハンセン指数先物市場において大量の先物の売り建てを行なった (図表4参照)。香港特別行政区 (HK SAR) 政府のドナルド・ツアン

図表4 香港市場における投機筋による「ダブルマーケット・プレイ」とHKMAの対抗措置 (1998年8月)



資料: Joseph Yam [75] (Nov.1998), PP.75~79および [77] (Nov.1998), PP.1~4などの記述を基にフロー・チャート化したもの。

注: ①~⑤は、時間的な経過を示したもの。

(曾蔭権) 財政長官 (Financial Secretary) が 1998年9月上旬に香港立法会 (議会) で行なった証言によれば、1998年8月上旬の投機筋による香港ドル売りは、香港、ニューヨーク、ロンドン、シドニーの各市場で行なわれ、合計62億米ドル相当に達し、過去最大の規模となった⁴⁵⁾。

こうした香港ドル売り攻勢は、特に1998年8月5日 (水) から7日 (金) にかけての3日間に最も激しく⁴⁶⁾ 行なわれた。また、ヘッジファンドの間で保有された香港ハンセン指数先物の売り持ちの建玉は、ピーク時には80,000枚⁴⁷⁾ (contract) に達したとHKMAでは推定している。

香港ドルに対する大きな売り圧力が加わった場合、一般にHKMAはCBAディシプリンにしたがって、受動的に外貨 (米ドル) を売り、香港ドルを買わなければならない。その結果、香港ドルの短期金融市場では深刻な資金不足が起こり、金利の急騰を招く (第4図参照)。そして、そうした金利の高騰によって香港の株価は急落する。このような波及メカニズムを利用して、ヘッジファンドは下落した時点で香港株を買い戻し、先に高値で空売した価格との差を利益として得た。また、株価指数先物市場では、やはり先物相場が下落した時点で先に行なった先物売りの反対取引 (先物買い) を行なって利益を確定した。このように、ヘッジファンドは、「ダブルマーケット・プレイ」を仕掛けることによって、為替市場と株式市場の両方で利益を得ようとした。もしくは、たとえ香港ドルの切下げが実現せず、為替市場で大きな利益が出ない場合であっても、少なくとも株式市場では大きな利益が得られるよう極めて巧妙なスキームで投機攻撃を仕掛けてきたといえる。

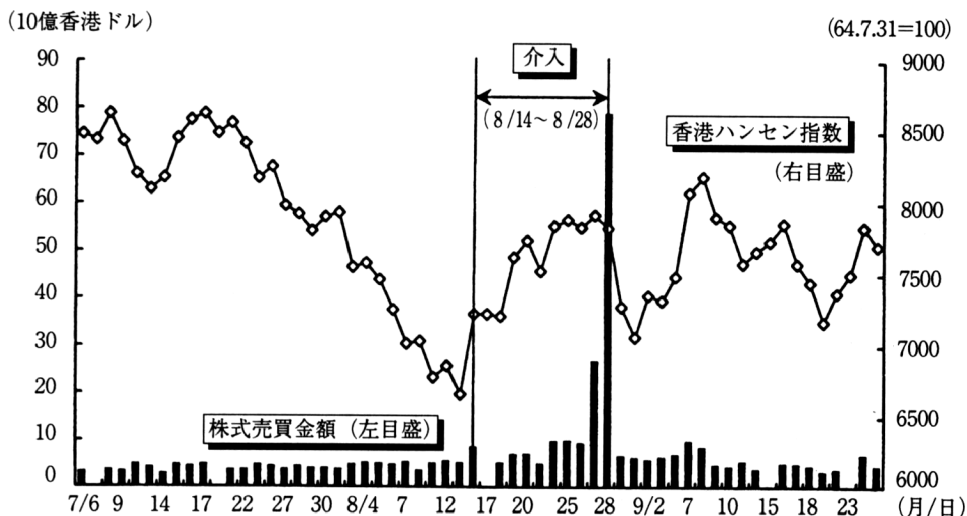
このようにして、1983年10月のCBA導入以

来、最大の試練⁴⁸⁾ に直面した香港金融当局は、遂に8月14日から株式市場への直接介入に踏み切った。株式市場への介入は、8月14日 (金) から8月28日 (金) にわたって、香港現物株市場と香港ハンセン指数先物市場の双方において行なわれ、その間の介入規模は約1,180億香港ドル⁴⁹⁾ (約152億米ドル相当) に達した。香港金融当局による介入は、香港ハンセン指数を構成する全33銘柄すべてについて行なわれ、同指数構成企業の総株式の7.3%に及ぶ非常に大規模なものであった。特に、世界的に有数の優良国際金融グループであるHSBC (Hong Kong Shanghai Banking Corporation) ホールディングス (本社ロンドン) の株式の8.8%を保有し、HKSAR政府が同社の筆頭株主となったという意味でも注目された⁵⁰⁾。

こうした金融当局による株式市場への大規模な介入の結果、図表5に示したように、香港の株価は持ち直し、大量の先物売り契約をかかえていた投機筋に莫大な損失を与えることに成功したと言われる。このように、過去最大規模となった1998年8月の投機筋と香港金融当局との間の攻防は、香港金融当局の明確な勝利という形で収拾した。なお、こうした株式市場への介入について、HKMAのジョーゼフ・ヤム (任志剛) 総裁は、「CBAのバランス・シートの外でHKMAが保有している資産を証券等の資産にポートフォリオ・シフトさせたものであり、CBAの通貨管理ルール (monetary rule) に違反しない」⁵¹⁾ としている。

なお、香港先物取引所 (HKFE, Hong Kong Futures Exchange) は、1998年8月31日 (月)、10,000枚を越える大口の先物ポジションの保有については、150%の特別上乘せ手数料⁵²⁾ を徴求することを内容とする先物投機抑制策を導入

図表5 香港ハンセン指数と株式売買金額の推移 (1998年7月～9月)



出所：経済企画庁調査局 [92] (1999/6月), P. 190

した。また、HKMAは、国際機関に対し3年未満の香港ドル建債券の発行を差し控えるよう要請した。

3. 香港のCBA強化策と証券および先物市場監督強化策

以上のような投機筋の「ダブルマーケット・プレイ」に対する緊急避難的な措置のほかに、香港金融当局は、1998年9月になるとより根本的な対応策として、CBAの強化策や証券および先物市場の監督強化策を相次いで発表した。

そのなかで特に注目されるのは、HKMAが1998年9月5日(土)に発表した「7項目のCBA強化策」である。香港のCBAは、従来、①HKMAによる交換性の保証対象が発券銀行である商業銀行3行に限定されていたこと、②HKMAが広汎な中銀機能(すなわち種々の市場介入手段)を備えていること、③CBAに関する法的なコミットメントが弱いことなど、極めて特異な性格を持ったものであった⁵³⁾。1998年9

月の「7項目のCBA強化策」の中味は図表6の通りであるが、改革の基本的な方向性は2つある。

第一は、政策上の裁量の余地を少なくしたり、CBA運営上の透明性を極力高めることによって、予め定められたルールに基づいて運営するというCBA本来の姿に立ち戻るということである。そして第二は、アルゼンチン(1991年3月CBA導入)以降、CBAを導入した各国で採用されているシステム、すなわち筆者のいう「交換性拡張型CBA⁵⁴⁾」(CBA with Enlarged Convertibility)を採用し、HKMAが平価での外貨との交換性を保証する対象範囲を広げることである(図表1参照)。

第二の方向性については、具体的には従来HKMAが平価(1米ドル=7.8香港ドル)での交換性を保証していた対象範囲は発券銀行(3行)だけ、それも現金についてのみであったが、それをすべての公認銀行がHKMAに保有する決済勘定(clearing account)にまで拡大した(図

図表6 香港における7項目のカレンシー・ボード制強化策 (1998年9月5日)

<p>1. HKMAは、すべての免許銀行に対して決済口座にある香港ドルを1米ドル=7.75香港ドルの固定レートで米ドルに交換することを保証する。また、市場が安定すれば、本来のレートである1米ドル=7.8香港ドルで交換することもありうる。</p> <p>従来は、発券銀行（香港上海銀行、スタンダード・チャータード銀行、中国銀行）とHKMAとの間の紙幣の取引についてのみ1米ドル=7.8香港ドルが保証されていたが、これをすべての免許銀行がHKMAにもつ決済口座の香港ドル預金に対しても拡大する。交換性拡張型CBAへの移行。</p>
<p>2. これまで銀行のオーバー・ナイトの余剰資金は、HKMAが定めるビット・レートによって流動性調節機構（LAF: Liquidity Adjustment Facility）に貸し付けることができたが、これを廃止する。</p> <p>LAFは短期の銀行間市場の資金の流れをスムーズにする目的で設立されたが、96年に即時グロス決済方式（RTGS: Real-Time Gross Settlement）が導入されてすべての免許銀行がHKMAに決済口座を開くことができるようになって以来、銀行の資金の流動性が向上。そのためLAFにより銀行の余剰資金を受け入れる意義が乏しくなったというのが表向きの理由。</p> <p>実際には投機家を排除することにある。HKMAによれば、投機家は、香港ドルを空売りするために、銀行間市場から吸い上げた香港ドルをマーケットがクローズした後にLAFで運用していたとされており、こうした機会をなくすことで投資家の資金コストを高めるのがねらい。</p>
<p>3. 銀行はこれまでHKMAが定めるオファー・レートによって、LAFから資金の不足分を借り入れることができたが、上記のビット・レート廃止に伴い、LAFは割引窓口（Discount Window）に改称し、オファー・レートは基準金利（Base Rate）としてHKMAが決定する。</p>
<p>4. 為替基金債券を担保にした割引窓口を通した借り入れ頻度の制限を廃止する。</p> <p>従来は、LAFから頻繁に香港ドルを借り入れる銀行に対しては、規定以上の金利が課せられていたが、為替基金債券を担保にした借り入れについては今後こうした制限を撤廃。</p>
<p>5. HKMAによる為替基金債券の発行は、今後、新規の資金流入があったときのみ限定する。</p> <p>為替基金債券は、これまでマネー・マーケットのオペレーション機能向上や、債券市場の発展という目的も含めて発行されてきたが、今後の新規発行（すなわちマネタリー・ベースの増加）は、資金の流入があったときのみ、すなわち外貨準備が増加したときに限って発行する。CBAディシプリンの強化が目的。</p>
<p>6. 基準金利は各銀行の為替基金債券の持ち高のうち、担保として提供した債券の比率によって異なる利率が適用される。</p>
<p>7. 為替基金債券以外の債券を担保とした割引窓口を通した基準金利での借入れ頻度に対する制限は従来通り適用される。</p>

出所：経済企画庁調査局文献 [92] ('99/6月), P.193。

ただし、筆者によって一部加筆修正がなされている。

注：7項目のCBA強化策の詳細については、HKMA [30] (Nov. 1998), PP. 7~11参照。

表6の第1項目参照)。

また、第一の方向性であるCBA本来の姿への回帰という意味では、HKMAによる為替基金債券 (Exchange Fund Bills and Notes) の発行を新規の資金流入があったときのみ、換言すれば外貨準備が増加したときに限ることとした (図表6の第5項目参照)。すなわち、為替基金債券は、HKMAの対民間負債であり、マネタリー・ベースの一部であることから、その発行に

についても、外貨準備の裏付けが必要なことを明文化し、CBAの下における本来の通貨管理ルール (monetary rule) に厳密にしたがうことを明確にしたものである。

また加えて、香港金融当局は、1998年9月7日 (月)、投機の防止に重点を置いた「30項目の証券および先物市場監督強化措置」を発表した (図表7参照)。内容としては、空売り (short selling) 規制の強化、報告・情報開示義務の徹

図表7 香港における30項目の証券および先物市場監督強化措置（1998年9月7日）

香港証券取引所（SEHK, the Stock Exchange of Hong Kong）

○カラ売り投機対策

- ・証券先物委員会と協力して、取引日の二営業日後決済の違反を厳格に取締り、常習犯に対して市場参加資格の取消しなどの厳罰を適用。
- ・証券先物委員会と協力して、全ブローカーとディーラーに対し過去2週間に行ったカラ売りに関する報告を要求。
- ・カラ売りに関する規定違反ならびに決済遅延を犯した場合の罰則規定を増やすためのタスク・フォースを組織。
- ・直近の取引価格を下回る水準でのカラ売りを禁止。

○その他

- ・会員に対して、顧客の身元確認と、要求された場合の情報提供を促す。

香港中央決済機構（CCASS, Central Clearing and Settlement System）

- ・取引日の二営業日後決済の厳格な実施のために決済規定を改正。
- ・決済遅延を犯したブローカーに対しては、罰金や取引停止などの効果的な罰則を課す。

香港先物取引所（HKFE, the Hong Kong Futures Exchange）

- ・先物持ち高をブローカーの資本金の20%までに制限する規制の遵守。
- ・割増しマージンを要する先物ポジション残高を5,000契約（枚）ないし、それ以下に引下げ。
- ・現物市場との乖離が激しい場合に注意を喚起するような市場相互の早期警戒システムを確立。

香港証券先物委員会（SFC, Securities and Futures Commission）

- ・不正なカラ売りに対する罰則強化。例えば、現状の最高で罰金1万ドル、禁固6カ月から罰金10万ドル、禁固2年への変更を検討。
- ・虚偽の報告に対する法的規制を準備。

香港財經事務局（HKFSB, Hong Kong Financial Services Bureau）

- ・株貸借の透明性を高め、株主の利益を保証するよう、株貸借に関する規制を研究。
- ・市場操作の動きに対して迅速かつ適切な処置をとるべく、金融・証券市場監督に関わる機関の情報交換の場となる委員会を編成。

出所：東京三菱銀行、[97]（'99/3月）、P.6。ただし筆者によって一部、加筆されている。

注：この表は30項目のうちの主要項目を挙げたものである。詳細については、HK SAR政府 [27]（'98-09-07）、Attachment A：Measures to Strengthen the Order and Transparency of Securities and Futures Marketsを参照。なお、香港中央決済機構は、HKSCC（Hong Kong Securities Clearing Company）によって運営されている。

底、違反者に対する罰則の新設・強化および金融監督機関の権限強化などから構成されている。

カレンシー・ボード制の強化に関しては、1998年9月の「7項目の強化策」以降についても、図表8に示したように、より忠実にCBAディシプリンにしたがった運営とするため、裁定メカニズムの強化、バックギング・ルールのより一層の明確化、およびCBA運営上の透明性をより一層向上させることを中心としたいくつかの追加措置がさらに採られた。CBA運営上の透明性を

高めるという観点からは、CBA勘定を毎月公表することにした点が特に注目される（図表9参照）。

以上みてきたように、1998年8月、CBA導入後最大の危機に直面した香港金融当局は、熟慮の末、株式市場への直接介入に踏み切ったのに続き、CBA強化策、証券および先物市場における監督強化策と矢継ぎ早に適切な政策措置を実施してきた。これらの政策措置はいずれも極めて有効であったと評価しうるが、わが国の文献

図表8 香港のカレンシー・ボード制強化のための追加措置 (1998年10月～99年4月)

○マネタリー・ベース残高を毎日公表 (1998年11月25日より開始)

これによってマネタリー・ベースが外貨準備のカヴァーする範囲に収まっているかどうか容易にチェックできるようになった。なお、現時点 (1999年7月) における香港のマネタリー・ベースとは、流通現金 (紙幣および硬貨)、公認銀行がHKMAに保有している決済勘定および為替基金債券の発行残高およびそれに伴う利払い額を合計したものである。

○為替基金の貸借対照表を毎月公表 (1999年3月1日より開始)

従来は半年ごとの公表であった。

○カレンシー・ボード勘定を毎月公表 (1999年3月1日より開始)

為替基金が保有する外貨準備のうち、CBAの裏付けとして確保しておく外貨を「裏付け資産」(backing assets)もしくはthe backing portfolio)としてイヤマーク (earmark) し、マネタリー・ベースの少なくとも105%以上 (the backing ratio) とする措置が1998年10月から採られている (図表9参照)。

○交換引受レートの一文化 (1999年4月1日より実施)

1998年9月5日の「7項目のCBA強化策」のひとつとして、公認銀行がHKMAに保有する決済勘定 (clearing balance) についても、HKMAによる平価での交換が保証されることとなったが、その際の交換レートは、当時の市場が替レートに近い1米ドル=7.75香港ドルと定められた。これを本来の平価である1米ドル=7.80香港ドルとすべく、1999年4月1日から1暦日 (営業日だけでなく休日も1日としてカウント) ごとに1ピップ (10,000分の1) ずつ香港ドルを切下げていき、500日後、すなわち2000年8月12日に1米ドル=7.80香港ドルとなるよう移行することにした (図表1参照)。なお、この移行措置の発表はすでに、1998年11月26日、HKMAによってなされていた。

○硬貨の発行に際しても、外貨の裏付けが必要であることを明文化 (1999年4月1日より実施)

紙幣と同様、硬貨の発行についても外貨の裏付けが必要であり、その際の平価が紙幣と同様に1米ドル=7.80香港ドルであることを明文化した。なお硬貨鑄造は従来よりHKMAが行なっている。

○為替基金債券発行に伴う利払い額をマネタリー・ベースとしてカウント (1999年4月1日より実施)

すなわち、これによってマネタリー・ベースの範囲が拡大された。

資料：HKMA [31] (May 1999), PP.1～6, HKMA [30] (Nov. 1998), PP.7～11および*The Asian Wall Street Journal*, Nov. 26, 1998などを参考にしつつ作成したもの

を中心に、CBAの通貨管理ルール (monetary rule) に基づいたHKMAの受動的な行動と為替市場への介入を混同しているとみられる議論がかなり広く見受けられるので、ここで若干、筆者の考えを示しておきたい。

例えば香港ドルに対する売り投機があった場合、一般に香港の外貨準備は減少するが、その減少額をそのままHKMAの為替市場における介

入額 (米ドル売り/香港ドル買い) とみなす記述がかなり広汎に見受けられる。しかしながら、こうした推定方法は、以下の2つの理由から基本的に間違っている。

第一に、香港ドルに対する売り攻勢 (すなわち資金流出) があった場合、HKMAは、CBAのディシプリンにしたがって平価での香港ドルと外貨との交換に応じる。すなわち、受動的に外

図表9 香港「為替基金」のカレンシー・ボード勘定 (単位:百万香港ドル)

		'99年4月末	'99年3月末
マネタリー・ベース (負債)	債務証券 (流通紙幣に相当)	89,745	92,595
	流通硬貨	5,733	5,789
	為替基金債券 ^(注1) 発行残高	98,404	97,546
	為替基金債券未払い利息	593	596
	決済勘定残高 ^(注2)	4,325	3,472
	ネット調整勘定 ^(注3)	△ 544	△ 565
	計 (b)	198,256	199,433
裏付け資産	米ドル資産への投資残高 ^(注4)	215,810	218,411
	同未収利息	1,334	1,516
	ネット未収金 ^(注5)	1	△ 1,511
	計 (a)	217,145	218,416
外貨によるカバー率 (a/b) ^(注6)		109.53%	109.52%

出所: HKMA [31] (May 1999), P. 3

注1: Exchange Fund Bills & Notes

2: 市中銀行 (免許銀行) がHKMAに保有する決済勘定

3: 為替基金債券を担保としたHKMAによるディスカウント・ウィンドウ貸出し (オーバー・ナイト) に伴う券面価額と貸出し金額との間の差額

4: HKMAの外貨準備のうちマネタリー・ベースを裏付ける外貨建資産としてイヤマークされたバックキング・ポートフォリオ (the backing portfolio)

5: 外貨投資および債務証券の発行/償還に関わる未収 (未払) 金

6: 香港の外貨準備全体は、1999年3月末時点で895億米ドルであり、これを分子としてマネタリー・ベースに対するカバー率を計算すると349%となる。図表1参照。

貨を売り、市場から香港ドルを吸い上げることになる。その結果、外貨準備が減少し、他方、その減少に見合った分だけ香港ドルのマネタリー・ベースは減少する。これは、完全にCBAの通貨管理ルール (monetary rule) にしたがった行動であり、これをいわゆる当局による為替市場への介入と理解してはならない。そもそもCBAの下における通貨当局の行動は、本来このように非常に「受動的」 (passive) なものである。

第二に、そもそも外貨準備の増減と当局による介入とが「1対1」で結びつくのは、フロート制を採用している国に限られる。フロート制下においては、外貨準備の運用収入の増加を除けば、当局による為替市場への介入規模がそのままその国の外貨準備の増減に結びつく。しかしながら、香港のように固定為替相場制を採用している国においては、基本的に総合収支段階

の国際収支の状況が外貨準備の増減に反映されるのである。

ただし、香港の場合、HKMAがHKSAR政府から預っている財政の余剰資金 (外貨) を財政当局の要請にしたがってHKMAが香港ドルへ交換する (すなわち米ドル売り/香港ドル買い) ということはある。この場合、為替市場における直接介入と全く同じ効果をもつことになる。実際、香港ドルに対する売り圧力が強まった1998年8月5日からHKSAR政府の要請に基づいて、財政資金の一時的な不足を補うため外貨で預かっていた財政の余剰資金を為替市場において香港ドルへ交換したことをHKMAは認めている⁵⁵⁾。香港の財政収支は概ね黒字基調であるが、税金は通常毎年12月から翌年の初めにかけてであることから、毎年6月から11月には季節的に不足気味になる。したがってHKMAは、今回の措置は季節的にみて特にめずらしいことで

はないとしている⁵⁶⁾。そして、HKMAのジョーゼフ・ヤム総裁はこうした形での財政余剰資金の香港ドルへの交換は、300億香港ドルを越えたと述べている⁵⁷⁾。筆者としては真相を確認することはできないが、株式市場への直接介入は認めているHKMAが、為替市場への介入については、上記のような財政余剰資金の転換以外の直接介入は断固として認めていない⁵⁸⁾という点を指摘しておきたい。

また、HKMAのジョーゼフ・ヤム総裁は「われわれは、マネタリー・ベースの増減は外貨準備の増減に見合ったものとするというCBAの通貨管理ルール (monetary rule) を完全に守っている。」と言明している⁵⁹⁾。金融市場への介入に関しても、香港ドルの銀行間短期金利は、アジア通貨危機以降、4回の投機の波に合わせてちょうど4回跳ね上がっており、これは香港金融当局が不胎化 (もしくは逆不胎化) していない証拠ではないだろうか (図表2および3参照)。

4. 香港金融当局の対応策に対する評価

1998年8月の投機筋によるダブルマーケット・プレイに対抗した香港金融当局による株式市場への直接介入に対しては、主として市場万能論者から厳しい批判が寄せられた。当然のことながら、最も厳しい批判は、ミルトン・フリードマンからのものであり、これまでずっとレッセ・フェールの優等生であった香港がこうした政策を採ったことは正気の沙汰とは思えないといったような厳しい非難が浴びせられた⁶⁰⁾。また、FRB (米連邦準備制度理事会) 議長のアラン・グリーンズパンでさえ、米国下院銀行委員会において、「香港当局による株式市場のジャッキ・アップ (jack up) の試みが賢明であ

ったとは考えにくい。」と証言している⁶¹⁾。

これに対して、ジョーゼフ・ヤムは、バートン・ビッグズ (Morgan Stanley)、デイヴィッド・ヘイル (Zurich Group) およびジョージ・ソロスといったマーケットに近い人達が香港当局の介入措置を支持していることを紹介しつつ、以下のように反論している。「今回のダブルマーケット・プレイは明らかに市場操作 (market manipulation) を目的としたものであり、これはそもそもアメリカの反トラスト法にも反する行為である。われわれの介入は、単に市場操作を思い止まらせるための行為、もしくは経済全体に大きな悪影響を与えかねないような市場の極度の混乱 (market dislocation) を回避するためのものであった⁶²⁾。」と述べている。

ここで筆者なりに、香港金融当局による株式市場への介入とそれに続くCBA強化策に対する評価を下すこととした。まず控え目に言うのであれば、株式市場に対する介入は、非常に大規模かつ極めて巧妙なスキームを使って行なわれた投機に対する緊急避難的な措置であり、やむをえなかった。また、さらに言えば、大規模な通貨投機が起こるほど香港経済のファンダメンタルズが悪化していたわけではなく、その意味で今回の投機はHKMAの主張するように「市場操作」の色彩が強い。しがたって、そうした「市場操作」の色彩が極めて強い投機については、介入もやむなしというよりも、むしろ積極的にこれを撃退すべきであり、香港金融当局の対抗措置を基本的に高く評価したい。

当時の香港経済のファンダメンタルズについてみると、景気指標は悪化していたが、メキシコ・ペソ危機 (1994年12月) やタイ・バーツ危機 (1997年7月) が発生したときの両国のように、国際収支や対外債務が懸念されるような状

況にあったわけでは全くなかった。それどころか、香港は、日本、中国、台湾に続き世界第4位の潤沢な外貨準備を保有しているし、また、近年の香港の金融システムは、アジア諸国のなかでは最も健全性の高い部類に属する。このように香港に対する通貨投機は、基本的に経済のファンダメンタルズを背景に行なわれたとは考えにくく、その意味でそもそも無理があったといえよう。

第4波の香港ドル売り投機（1998年8月）の背景として、すでに述べたように中国の人民元切下げ観測があったが、そもそも人民元の切下げと香港ドルの切下げを結びつけて考えるのは根拠に乏しいと言わざるをえない。なぜならば、これら2つの通貨は、それぞれ全く異なる履歴と属性を持っているからである。

香港ドルは、1983年10月のCBA導入以来、1米ドル=7.80香港ドルの固定平価を15年以上にわたって維持している極めて安定した通貨であるが、他方、人民元は、米ドルが暴落した1980年代後半においてさえ、米ドルに対して一貫して下落した通貨である。すなわち、図表10に示したように、香港ドルは1984年以来今日まで安定しているが、人民元の今日の価値は、1984年当時と比べ4分の1近くにまで大幅に下落している。また、人民元は、1994年1月、ようやくそれ以前の2重為替相場制が廃止され、公定レートが市場レートに一本化されたばかりである。他方、香港ドルは完全に自由な交換性を有する通貨（freely convertible currency）であり、マカオや広東省でも広く流通するなど国際通貨としての性格をもある程度持っているのに対し、人民元はいまだに交換性が極めて制限された通貨（inconvertible currency）でしかない。

アジア通貨危機後、多くの東アジア諸国通貨

が大幅に下落するなかにあつて人民元は安定的であつたため、人民元が言わば東アジア諸国通貨のアンカーの役目を果たしており、仮に人民元が切下げられれば、東アジアにまた新たな通貨危機が発生すると懸念された。当時、人民元の切下げを否定することで中国は国際社会において大いに株を上げ、あたかも人民元の安定が国際通貨システムの安定の要であるかのように市場で受け止められた時期があつた。実際、アメリカの政策当局者にもこうした受け止め方を明確に支持するような発言があつたため、この傾向は当時さらに増幅された。

しかし筆者に言わせれば、こうした考え方は、人民元と中国経済を極端に買い被つたものである。まず、1994年1月の人民元の為替レートの一本化は実質的な切下げ⁹⁰であり、それ以前の下落傾向と合わせ、人民元は1990年代前半の5年間に、米ドルに対して実に2分の1以下にまで切下げられている。図表10から明らかなように、この時期における人民元の下落幅は、他の東アジア諸国の通貨と比べ際立って大きかつたわけであり、すでに半分以下に価値が下がっていた人民元が1990年代の後半に安定を保つたとしても、本来とりたてて評価すべきことではない。要するに、国際通貨システム全体からみれば、人民元はまだ交換不能な周辺通貨（peripheral currencies）のうちのひとつにしかすぎないとみるべきであろう。

このように、香港ドルと人民元の通貨価値が時系列的に全く異なつた動きを示してきたのは、香港と中国の経済発展段階が全く異なることを考えれば、至極当然の事であろう。

また、為替相場制度の点でも、香港ドルと人民元のそれは大きく異なる。人民元について、中国政府は「管理フロート制」（managed float）

図表10 東アジア9カ国・地域の対米ドル為替レート (各国通貨/米ドル)

		中国 人民元	韓国 ウォン	台湾 新台幣ドル	香港 HKドル	シンガポール Sドル	インドネシア ルピア	タイ バーツ	マレーシア リンギ	フィリピン ペソ
70年代	70	2.5	310.6	40.0	6.1	3.1	362.8	20.8	3.06	5.9
	71	2.5	347.2	40.0	6.0	3.1	391.9	20.8	3.05	6.4
	72	2.2	392.9	40.0	5.6	2.8	415.0	20.8	2.82	6.7
	73	2.0	398.3	37.9	5.2	2.5	415.0	20.7	2.44	6.8
	74	2.0	404.5	38.0	5.0	2.4	415.0	20.4	2.41	6.8
	75	1.9	484.0	38.0	4.9	2.4	415.0	20.4	2.39	7.2
	76	1.9	484.0	38.0	4.9	2.5	415.0	20.4	2.54	7.4
	77	1.9	484.0	38.0	4.7	2.4	415.0	20.4	2.46	7.4
	78	1.7	484.0	36.0	4.7	2.3	442.1	20.3	2.32	7.4
	79	1.6	484.0	36.0	5.0	2.2	623.1	20.4	2.19	7.4
80年代	80	1.5	607.4	36.0	5.0	2.1	627.0	20.5	2.18	7.5
	81	1.7	681.0	36.9	5.6	2.1	631.8	21.8	2.30	7.9
	82	1.9	731.1	39.1	6.1	2.1	661.4	23.0	2.34	8.5
	83	2.0	775.8	40.1	7.3	2.1	909.3	23.0	2.32	11.1
	84	2.3	806.0	39.6	7.8	2.1	1025.9	23.6	2.34	16.7
	85	2.9	870.0	39.9	7.8	2.2	1110.6	27.2	2.48	18.6
	86	3.5	881.5	37.8	7.8	2.2	1282.6	26.3	2.58	20.4
	87	3.7	822.6	31.9	7.8	2.1	1643.8	25.7	2.52	20.6
	88	3.7	731.5	28.6	7.8	2.0	1685.7	25.3	2.62	21.1
	89	3.8	671.5	26.4	7.8	2.0	1770.1	25.7	2.71	21.7
90年代	90	4.8	707.8	26.9	7.8	1.8	1842.8	25.6	2.71	24.3
	91	5.3	733.4	26.8	7.8	1.7	1950.3	25.5	2.75	27.5
	92	5.5	780.7	25.2	7.7	1.6	2029.9	25.4	2.55	25.5
	93	5.8	802.7	26.4	7.7	1.6	2087.1	25.3	2.57	27.1
	94	8.6	803.5	26.5	7.7	1.5	2160.8	25.1	2.63	26.4
	95	8.4	771.3	26.5	7.7	1.4	2248.6	24.9	2.50	25.7
	96	8.3	804.5	27.5	7.7	1.4	2342.3	25.3	2.52	26.2
	97	8.3	951.3	28.7	7.7	1.5	2909.4	31.4	2.81	29.5
	98	8.3	1401.4	33.5	7.7	1.7	10013.6	41.4	3.92	40.9

注：すべて年平均レート。

出所：経済企画庁調査局 [92] (1999/6月), PP.356~357

であるとし、IMFも公式にはそのように分類しているが、人民元は実際には交換性が厳しく制限され、極めて小さい変動幅でしか動いていない。人民元は「管理フロート制」というよりは、むしろ対米ドル・ペッグの「通常の固定相場制」(conventional fixed exchange rate regime)と呼ぶべきものである。これに対し、香港はCBAという極めて維持能力の高い厳格な固定為替相場制を採用している。

このように考えると、人民元の切下げと香港

ドルの切下げもしくはCBAの崩壊とを結びつけて考える見方は、ほとんど根拠がないと結論できるであろう。すなわち今回の香港ドルに対する投機は、経済のファンダメンタルズを背景にしたものではなく、また、香港ドルと人民元との関係についても、市場に大きな誤解があったと言わざるをえない。したがって、今回の投機にはそもそもかなり無理があったといえよう。このような投機に対しては、断固とした介入も正当化されるべきであろう。HKMAのジョーゼ

フ・ヤム総裁は、「市場操作 (market manipulation) と極度の市場の混乱 (market dislocation) のおそれがある場合、われわれはこれらを断じて許さない。HKSAR政府は、ただおとなしく投機のいいカモ (sitting duck) になるようなことは決してない⁶⁴⁾。」と述べている。筆者は、金融当局として、こうした姿勢は全く正しいと考える。中銀は“vigilant” (常に警戒を怠らない) であるべしと良く言われるが、この種の投機に対してもHKMAのように常に身構えておくということも含まれるのではないだろうか。わが国としても、今回の香港の経験は良い教訓として受け止めるべきではないだろうか。

ただし、香港にも反省すべき点がないわけではない。すなわち、HKMAが特に1990年代に入ってから、本来のCBAの理念を逸脱し、中銀機能を多く持ちすぎたことである。それが投機筋にある種のつけ込む余地を与えたことは否定できないであろう。

またミルトン・フリードマンなどの市場万能論者からの介入に対する批判については、筆者は全く気に留める必要はないと考える。市場万能論者は、自由貿易のアナロジーとして「自由な資本移動」(free mobile capital) を善しとして、国際機関等を通じるなどしてこれを発展途上国に対しても広く「布教」してきたが、こうした考え方は理論的にも実証的にも根拠はないとする意見が今日ではむしろ有力となっている⁶⁵⁾。筆者としても、こうした「自由な資本移動」を善しとする考え方が、たとえ経常収支に極端に大幅な赤字が続いたとしても、大量の資本流入によって賄うことができれば問題ないとする誤った見方を生み出し、国際収支節度の軽視につながったと考えている⁶⁶⁾。これがメキシコ・ペソ危機やタイ・バーツ危機を招来してしまった

のである。市場万能論者は、国際社会の厳しい指弾を受けなければならぬ。

株式市場に対するHKSAR政府の介入は、投機筋に手痛い攻撃を与えたため、今後また起るかもしれない同種の投機に対する牽制となりうるという意味もあるが、基本的にはこれは緊急避難的かつ一時的なものである。それに対して、1998年9月以降採られた一連のCBA強化策はより抜本的かつ長期にわたって効力を発揮するものであり、政策措置としてはこちらの方がはるかに重要なことは言うまでもない。

すでに述べたように、今回の一連のCBA強化策の方向性は2つあり、第一は、香港のCBAをCBA本来の姿に回帰させるような方向に改革すること、第二は、アルゼンチン以降各国で採られている現代に適応した新しいタイプのCBAである「交換性拡張型CBA」へ移行させることである。第一の方向性として特に重要な具体策は2つある。まず第一は、HKMAによる為替資金債券 (Exchange Fund Bills and Notes) の発行—すなわちマネタリー・ベースの増加—について外貨準備による裏付けを明文化し、CBAの下における本来の通貨管理ルール (monetary rule) にしたがうことを明確にしたことである (図表6の第5項目参照)。第二は、HKMAが平価での香港ドルと外貨 (米ドル) への交換を保証する交換引受レートの本一化である (図表8の第4項目参照)。1998年9月の「7項目のCBA強化策」の一環として、HKMAが平価での交換を保証する対象が、公認銀行がHKMAに保有する決済勘定にまで拡張されたが、当初の交換レートは当時の市場レートに近い1米ドル=7.75香港ドルに設定された (図表6の第1項目参照)。すなわち、HKMAが従来から流通現金について発券銀行3行に対して保証していた交

換レート1米ドル=7.80香港ドルとの間には乖離があったわけであるが、1999年4月1日から10,000分の1香港ドルずつ香港ドルを切下げていき、500日後には、1米ドル=7.80香港ドルに一本化することとなった(図表8の第4項目参照)。こうしたHKMAによる交換引受レートの一本化は、交換保証対象範囲の拡大と相俟って、CBAの固定平価維持能力をさらに高めることになるわけであり、非常に重要な措置である。

1999年4月1日から始まった交換レート一本化に向けての移行措置は、その後も順調に進んでいる。その結果、香港ドルの市場為替レートは、1998年9月時点では1米ドル=7.75香港ドル程度であったが、1999年7月末の終値は1米ドル=7.7613香港ドルとなっており、HKMAの交換引受レートの1日ごとの切下げに応じて日を追うごとに目標である7.80へ向けて変化してきている。従来、香港ドルの市場為替レートは、HKMAによる交換性の保証対象範囲が小さかったこともあり、他のCBA採用国と比べ平価との乖離が大きかったが、今回の交換引受レート一本化への移行措置が完了する2000年8月には、両者の乖離はほとんど解消しているであろう。

加えて、カレンシー・ボード勘定を毎月、マネタリー・ベース残高については毎日、それぞれ公表を開始するなど、CBA運営上の透明性を大幅に高める措置も採られており、香港のCBAは1998年9月以来の一連の強化策によってより一層強固なものになったと高く評価できよう(図表8参照)。ただし、香港のCBAにもう課題が残されていないというわけではなく、「割引窓口」(discount window)を通じてHKMAに与えられている中銀機能については、CBAの下におけるものとしてはやや過大、すなわち政策上の裁量の余地が大きすぎるという点は否定でき

ない(図表6参照)。

すでにみてきたように、東アジア通貨危機発生以来、僅か1年余りの間に香港ドルは4波にわたる厳しい売り投機攻勢を受けたが、1998年8月の投機を最後に、1998年9月のCBA強化策の実施以降は、非常に安定しており、まだ一度も動揺を示していない。東アジア諸国の経済が全体として危機から回復してきたということもあるが、その間、従来なら香港ドル売り投機に発展してもおかしくないようなイベントは何回か起きている。香港ドルがこの1年間近く、それらからほとんど影響を受けなかったことは、1998年9月以来の一連のCBA強化策の賜物と評価すべきであろう。

この1年間近くの間に行った従来なら香港ドル売り投機に発展してもおかしくなかったイベントとは、ひとつは同じくCBAを採用しているアルゼンチン・ペソ危機であり、いまひとつは中国人民元の切下げ観測である。

1999年1月、ブラジルのミナス・ジェライス州が連邦政府に対するモラトリアム(債務支払い停止)を宣言したことをきっかけに、金融危機と通貨危機が起こり、ブラジル政府は、1999年1月18日、通貨レアルをそれ以前の対ドル・ペッグからフロート制へ移行した。その結果、レアルが急落し、ブラジルと非常に緊密な経済関係を有するアルゼンチンのペソ切下げ観測が強まった。また、アルゼンチン・ペソ危機は、1999年5月中下旬、7月中旬にも起こり、いずれペソを廃止し、米ドルへの一本化(すなわち「ドル化」)も真剣に⁶⁷⁾議論される状況ともなったが、香港ドルへの大きな影響⁶⁸⁾はなかった。

また中国の人民元切下げ観測も、1999年1月をはじめとして、何度も市場で注目され、同年7月半ば⁷⁰⁾以降はより一層現実味が増している

と伝えられるが、香港ドルがそれによって大きな影響を受けた形跡はない。

このように、CBA強化策の実施からまだ10カ月程度ではあるが、香港のCBAの投機に対する抵抗力、体制維持能力が格段に高められたことが証明されたといっても過言ではないだろう。

また、今回の投機に対する香港金融当局の一連の対抗措置を通じて印象に残ったのは、HKMAを中心とする危機管理能力の高さである。その源泉は、おそらく、ひとつは優秀な人的資源であろうが、もうひとつは危機をほぼリアル・タイムに察知しうる金融インフラ、すなわち RTGS システム (Real-Time Gross Settlement System, 即時クロス決済システム) をアジアではいち早く1996年12月から導入していたことも見落せない。

5. CBAの体制維持能力

アジア通貨危機の発生以来、1年余りの間に起った香港ドルに対する4度にわたる売り投機を乗り切ったことは、CBAの体制維持能力の高さを改めて証明したものと言えるであろう。実際、1849年の英領モーリシャスにおいて初めて導入されて以来、CBAはちょうど150年の歴史を有するが、その間、CBA採用国が基準固定平価を守ることに失敗して廃止に追い込まれた例はほとんどなかったと言われる⁷¹⁾。

CBAがこのように、極めて高い体制維持能力を発揮できるのは、以下の理由によるものである。

まず第一にCBAの下においては、金融政策だけでなく財政政策に対しても極めて強いディシプリンがかかる⁷²⁾。

第二は、CBAが為替レート安定化メカニズム(基準固定平価維持能力)を備えていることで

ある。CBAにおいては、カレンシー・ボードが予め定められた固定平価で流通現金と外貨との交換を保証しているため (full convertibility)、仮に市場為替レートが固定平価から大きく乖離しそうになっても、いわゆる「現金裁定」(cash arbitration) が働くため、現実の乖離は余り大きくならない⁷³⁾。このように、CBAの下においては、金本位制とほぼ同様の為替レート安定化メカニズムが働く。

第三は、やはり金本位制と同じように、総合収支段階での自動調整メカニズムが働く⁷⁴⁾ ということである。

以上を別のことばで表現すれば、CBAの下においては、極めて強い政策ディシプリンが課せられ、為替平価の決定以外は基本的にほとんどすべて市場メカニズムに委ねる⁷⁵⁾ システムであるということが出来る。通常の固定為替相場制は、基本的に為替市場に対する介入によって固定相場を維持しようとするシステムであるため、現実には維持がなかなか難しい。なぜなら、為替市場に対する直接介入の効果は極めて限定的であるからである。これに対し、CBAは、「現金裁定」という為替レートの自動安定化メカニズムによって、固定平価を維持しようとするシステムであるために、維持能力が非常に高いわけである。

Ⅲ. 結びにかえて

—香港に対する「3極通貨 バスケットCBA」の提案—

シンガポールのリー・クアンユー元首相が、1999年6月6日、香港における講演において、香港ドルのペッグ制廃止を提案して論議を呼んだ。リー元首相は、「シンガポール経済が(アジア経済危機後も)香港に比べて良い状態にあ

るのは、(為替相場制度が) ベッグ制ではなく、機動的に国内物価の価格調整機能として作用するためである⁷⁶⁾。」と述べた。

また、これと似たような議論として、しばしば主張されるのは、シンガポールは管理フロート制でうまく行っている一方、香港はベッグ制で四苦八苦しているなどと言われる。

しかしながら、こうしたシンガポールと香港に関する「フロート制」対「固定相場制」という単純な図式化は、非常に誤解を招く議論である。シンガポールの為替相場制度は、自称、「管理フロート制」とされ、IMFも公式にはそのように分類しているが、為替相場制度は本来もっと実態に即して表現されなければならない。筆者なりにシンガポールの現在の為替相場制度を表現するとすれば、「政府による統制色の強い調整可能なバスケット・ベッグ制」(Government-controlled Adjustable Basket Peg) もしくは、「通貨バスケット・ベースの目標相場圏」(Basket-based Target Zone) と呼ぶべきものである(Box参照)。なぜなら、シンガポールの為替相場政策は、「フロート制」、すなわち「為替レートの決定は基本的に市場に委ねる」ということに力点が置かれているのではなく、「政府によるコントロール」に力点が置かれているからである。為替相場政策が、「低く安定したインフレ率の実現」や「為替レートや金利の大きな変動の回避」といった政策目標を実現するための政府のマクロ経済政策の最も重要な手段として使われている。厳しい為替管理の下に置くことによってシンガポール・ドルをコントロールしており、現実の為替レートの形式にはMAS (Monetary Authority of Singapore, シンガポール金融通貨庁) の意向が強く反映される。要するに、シンガポール政府は、為替レートの決

定は、市場の需給に任せた方が良いなどとは考えてはおらず、基本的に為替レートの安定が望ましいと考えている。

その意味で実はシンガポールと香港の為替相場政策にそれほど大きな隔りはないのではないだろうか。両者とも基本的に為替レートの安定が何よりも重要と考え、それを実現するために、香港は自由な資本移動の下にCBAという非常に強固な為替相場制度を選択しているのに対し、シンガポールは厳しい為替管理と政府のコントロールによって為替レートの安定を確保しようとしている。すなわち香港とシンガポールの為替相場政策に共通しているのは、為替レートの決定は、市場に任せない方が良く考えている点である⁷⁷⁾。

これは両者とも、フリー・フロート制の経験をへて現在の為替相場制度に辿り着いた共通の歴史を持つからであろう。香港は、第2次世界大戦中の一時期を除いて1935年から1974年11月までCBAを採用した後、1983年10月にCBAへ復帰するまでの9年間近くフリー・フロート制を採用していた⁷⁸⁾。

他方、シンガポールは、1973年6月から1981年までフリー・フロート制を採用していた(Box参照)。とりわけ、香港のおよそ9年間におけるフロート制の経験は非常にみじめなものであった⁷⁹⁾。

香港がCBAを廃止すべきかどうかの議論に戻ると、筆者としては、香港がCBAを採用していること自体は、基本的に正しい選択であると考ええる。しかしながら、現在のような単一通貨へのベッグには大きな疑問が残る。問題は2つある。

まず第一にドルという単一通貨にベッグしていることは、他の主要通貨であるユーロや円に

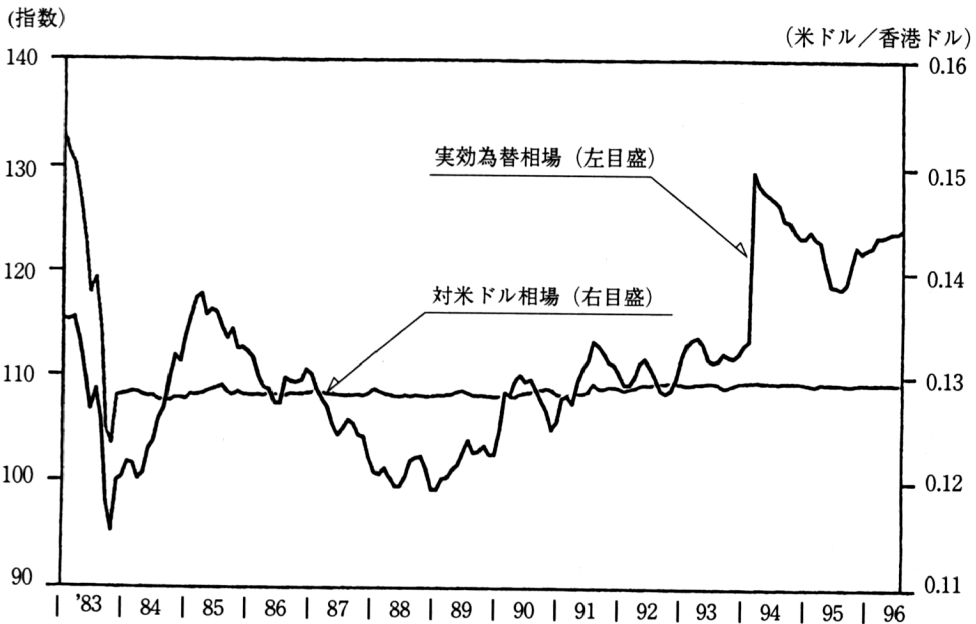
対してはフロート制を採っているということであり、そのため、実効為替相場（effective exchange rate）が安定しないからである。図表11にみるように、CBA採用以来の香港ドルの市場為替レートの動きをプロットしてみると、当然のことながら、米ドルに対しては極めて安定的であるが、実効為替相場はかなり大きくスウィングしていることが判る。

これは、単一通貨である米ドルへのペッグは、全面的な固定相場制ではなく、いわば「3分の1固定相場制、3分の2フロート制」にすぎないからである⁸⁰⁾。すなわち、今日では、19世紀後半の英ポンドや第2次大戦後四半世紀余りの米ドルのような単一の覇権通貨は存在しておらず、世界には基本的に米ドル、ユーロ、円という3つの主要通貨が存在する。それにも関わらず米ドルという単一通貨にペッグしているために、実効為替相場が安定しないのである。香港

と日米欧3極との貿易、投融资、ODAなどの総合的な経済関係を示したのが図表12であるが、これをみても、香港と日本：アメリカ：EUとの経済関係は全体として、概ね「1：1：1」の均等であると考えて良いのではないだろうか。すなわち、単一通貨であるドルへのペッグは、香港の経済関係の実態とかけはなれていると言わねばならない。

単一通貨にペッグした場合の第2の問題点は、香港のようなCBA採用国の金利は、ほぼ自動的に基準通貨国（香港の場合米国）の金利水準にリスク・プレミアムを加えたものとなるが、基準通貨国と香港の景気循環局面が大きく異なる場合、金利水準と景気調整策との間に重大な矛盾が生じることになる。例えば、現実に香港経済は、1999年に深刻なデフレに直面しており、1999年7月の消費者物価は、対前年比5.5%の下落を記録した。その結果、香港の実質金利は

図表11 香港ドルの対米ドル相場と実効為替相場の推移



出所：Tsang Shu-ki [63] (Jan. 1999), P. 55

13%強の高水準に達した。景気低迷下でこうした高い実質金利を強いられることは、政策上大きなディレンマである。

したがって、香港のCBAをより強固なものとし、香港ドルの実効為替相場を安定させると同時に金利政策と景気調整策の矛盾を軽減するには、円、ドル、ユーロの「3極通貨バスケット・ベースのCBA」(Tricurrency Basket-based CBA)とすべきである。香港の場合、特に中国との関係が強いことから、通貨バスケットを採用した場合、人民元をどのように取り扱うべきかが良く議論の的となる(図表12参照)。しかしながら、交換不能通貨(inconvertible currency)である人民元を考慮に入れる必要はないのではないだろうか。

ちなみに、中国の日米欧3極との貿易、投融資、ODAなどの総合的な経済関係の実態は、図

表13の通りである。中国はインドネシアと同様、アジア諸国のなかでも特にわが国との関係が深く、図表13から総合的に判断すると、中国の日米EU3極との経済関係は、概ね「日本：米国：EU=45：25：30」とみて差し支えないのではないだろうか。すなわち、人民元リスクは、「円：ドル：ユーロ=45%：25%：30%」に分散してヘッジするのが合理的だと言えないこともないわけである。以上のように考えると、香港の中国との特別な関係を考慮に入れて、香港が採用すべき3極通貨バスケットの中味を先に述べたものから修正するとすれば、「円：ドル：ユーロ=40%：30%：30%」ということになると考えて良いのではないだろうか。

ちなみにこれは、東アジア9カ国・地域(アジアNIEs 4, ASEAN 4 および中国)の日米欧3極との経済関係の実態と全く同じ比率である

図表12 香港と日米欧3極との貿易・投融資関係

(金額単位：百万ドル, シェア：%)

		日本	アメリカ	EU	合計	中国(参考)
①輸出 〈1996年〉	金額	11,829	38,369	26,866	77,064	61,980
	(シェア)	(15.3)	(49.8)	(34.9)	(100.0)	—
②輸入 〈1996年〉	金額	26,924	15,658	22,051	64,633	73,757
	(シェア)	(41.7)	(24.2)	(34.1)	(100.0)	—
③=①+②輸出入 〈1996年〉	金額	38,753	54,027	48,917	141,697	135,737
	(シェア)	(27.3)	(38.1)	(34.5)	(100.0)	—
④直接投資受入 (1996年末時点の累計)	金額	2,333	1,661	784※	4,778	351
	(シェア)	(48.8)	(34.8)	(16.4)	(100.0)	—
⑤ODA受入(含む贈与) 〈1992~96年の年平均〉	金額	5.9	0	6.1	12.0	—
	(シェア)	(49.2)	(0.0)	(50.8)	(100.0)	—
⑥ネット総資金流入 〈1992~96年の年平均〉	金額	1,449	1,476	1,685	4,610	N.A.
	(シェア)	(31.4)	(32.0)	(36.6)	(100.0)	(N.A.)
⑦民間銀行からの借入残高 〈1997年末〉	金額	76,272	8,670	123,039	207,981	N.A.
	(シェア)	(36.7)	(4.2)	(59.2)	(100.0)	(N.A.)

注：④香港の製造業および非製造業に対する海外からの直接投資

ただし、この統計ではEU諸国からの数字は利用不可能につき、便宜的に統計の利用可能な欧州諸国を合計した。製造業については、イギリス、オランダ、スイス、非製造業についてはイギリス、ドイツ、フランス、オランダ、スイスを合計したものである。

⑥ネット総資金流入=ODA+OOF+民間資金(直接投資、貿易金融、証券投資、銀行貸出を含む)

資料：①~③…IMF, *Direction of Trade Statistics* 各号

④…HKSAR政府工業局, 『統計付表-香港投資関連統計表』, 1998年

⑤~⑥…OECD, *Geographical Distribution of Financial Flows to AID Recipients 1992~96, 1998*

⑦…BIS, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Lending End 1997, May 1998*

BOX シンガポールの為替相場制度

イギリスの植民地であったシンガポールは、1899年から英ポンドを基準通貨とするCBAを採用してきた。第2次世界大戦中は一時CBAを廃止していたが、戦後の1946年には英ポンド・ベースのCBAへ復帰し、1972年6月、CBAを維持しつつ基準通貨を米ドルに切り替えた¹⁾。その後、先進主要国通貨が全面フロートへ移行したの伴ない、1973年6月、シンガポール・ドルはフリー・フロート制へ移行した²⁾。

すなわち、一般的にはこれを以てシンガポールは、CBAを廃止したとみられている。そして1981年からは、シンガポール政府の言う「通貨バスケット・ベースの管理フロート制」へ移行し、現在に至っている³⁾。

通貨バスケットの中味は公表されていないが、米ドルを中心として(約80%といわれる)、円、マレーシア・リングなどによって構成されていると言われる。また、MAS (Monetary Authority of Singapore, シンガポール金融通貨庁)は、目標変動幅をもってシンガポール・ドルの動きをモニター、管理しているが、変動幅についても公表はされていない⁴⁾。MASは、シンガポール・ドルをインフレなき成長を達成するための極めて重要な手段(tool)として用いている。MASの為替相場政策の最も重要な目標は、「低く安定した」インフレ率の実現であり、具体的には3%以内に抑えることを目標としている⁵⁾。また、MASは為替相場の変動がシンガポールの産業の国際競争力に及ぼすインパクトについても注意深くウォッチしている。しかし、この目標については、シンガポールは他のアジア諸国ほど重視しているわけではない。なぜならば、シンガポール政府は、産業の国際競争力の維持にとって重要なのは、為替相場ではなく、産業政策と教育政策であると明確に認識しているためである⁶⁾。なお、為替レートと金利の大きなスウィングを避けることにも政策の主眼が置かれている。

いずれにせよ、上記のような為替相場政策に与えている重要な目標を達成するために、かなり厳しい為替管理の下にシンガポール・ドルの動きを「管理」している。例えば、5百万シンガポール・ドル以上のスワップ取引は禁止されているなど、投機的な行動については、明確に規制する姿勢を貫いており、また、シンガポール・ドルの国際化に対しても非常に慎重である⁷⁾。全体としては言えることは、シンガポール・ドルの為替レートの形成にはMASの意向が非常に強く反映される。シンガポールにとって為替相場政策は、政府の金融政策の主たる手段であり、金利政策に優先する。こうした傾向は、アジア諸国のなかでシンガポールにおいて最も顕著である。具体的には、例えばインフレ懸念がなく金融緩和したいときに、通貨を弱くしようとする傾向があり、直近では、1999年7月6日、シンガポール・ドルの売り介入を行なったことを認めている。MASが、為替相場への直接介入を認めたのは1997年11月に日本銀行と協調して行なったインドネシア・ルピアの買い支え以来のことである⁸⁾。

野村総研による計測結果でも、シンガポール・ドルは、中味が常に一定したバスケットというよりも、「バスケット+ α 」の方式に基づいてMASによって柔軟に運営されているようだ⁹⁾と結論づけられている。以上みてきたことから判断すると、シンガポールの為替相場制度をシンガポール政府やIMFが「管理フロート制」としていることについては、筆者としては中国に対してと同様に大きな疑問を呈さざるをえない。シンガポールの現在の為替相場制度を筆者なりにその実態に即して表現するとすれば、「政府による統制色の強い調整可能な通貨バスケット・ペッグ制」(Government-controlled Adjustable Basket Peg)もしくは、「通貨バスケット・ベースの目標相場圏」(Basket-based Target Zone)ということになる。

なお、MASのコー・ヨングァン(Koh Yong Guan)長官は、アジア通貨危機後の混乱に対応して1998年に拡大したシンガポール・ドルの変動幅をアジア危機以前の幅に戻したことを1999年7月上旬明らかにしている¹⁰⁾。最後に、シンガポール・ドルは、まだCBAの枠組みを残していることから、現在のシンガポールの為替相場制度についても、「修正型CBA」とみなす考え方も一部にはあることを付け加えておきたい¹¹⁾。

1) 山下 [110] ('98/12月), P.36

2) Bercuson, ed. [7] (Fed.1995), P.37

3) 同上 [7], P.37

4) Collignon, et al, ed. [11] (1999), PP.260~264

5) Bercuson, ed. [7], P.26, 注15

6) Collignon, et al, ed [11], PP.260~264

7) 同上 [11], PP.27~28

8) *The Asian Wall Street Journal*, "Singapore Confirms Effort to Weaken Its Currency", July 8, 1999

9) 関志雄 [87] ('95/11月), PP.119~120

10) 8)と同じ

11) 詳しくは、山下 [110] ('98/12月), P.35参照

図表13 中国と日米欧3極との貿易・投融資関係

(金額単位:百万ドル, シェア:%)

		日本	アメリカ	EU	合計
①輸出 〈1996年〉	金額	30,888	26,731	19,868	77,487
	(シェア)	(39.9)	(34.5)	(25.6)	(100.0)
②輸入 〈1996年〉	金額	29,190	16,179	19,883	65,252
	(シェア)	(44.7)	(24.8)	(30.5)	(100.0)
③=①+②輸出入 〈1996年〉	金額	60,078	42,910	39,751	142,739
	(シェア)	(42.1)	(30.1)	(27.8)	(100.0)
④直接投資受入 (1984~96の実行額の累計)	金額	13,765	13,758	7,109	34,632
	(シェア)	(39.7)	(39.7)	(20.5)	(100.0)
⑤グロスODA受入(含む贈与) 〈1992~96年の年平均〉	金額	1,394	0	921	2,315
	(シェア)	(60.2)	(0.0)	(39.8)	(100.0)
⑥ネット総資金流入 〈1992~96年の年平均〉	金額	4,029	949	2,905	7,883
	(シェア)	(51.1)	(12.0)	(36.8)	(100.0)
⑦民間銀行からの借入残高 〈1997年末〉	金額	19,589	2,531	39,937	62,057
	(シェア)	(31.6)	(4.1)	(64.4)	(100.0)

注:⑥ネット総資金流入=ODA+OOF+民間資金(直接投資,貿易金融,証券投資,銀行貸出を含む)
なお,中国の直接投資受入の57.9%(1984~96年の累計,金額では100,510百万ドル)は香港からのものであり圧倒的なシェアを占める。

資料:①~③...IMF, *Direction of Trade Statistics Yearbook 1998*

④...中国国家统计局,『対外経済貿易年鑑』各号

⑤~⑥...OECD, *Geographical Distribution of Financial Flows to AID Recipients 1992~96, 1998*

⑦...BIS, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Lending End 1997, May 1998*

図表14 東アジア9カ国・地域^(注1)と日米欧3極との貿易・投融資関係

(金額単位:百万ドル, シェア:%)

		日本	アメリカ	EU	合計
①輸出〈1996年〉	金額	108,754	178,982	123,575	422,908
	(シェア)	(25.7)	(42.3)	(29.2)	(100.0)
②輸入〈1996年〉	金額	192,470	137,791	133,898	464,159
	(シェア)	(41.5)	(29.7)	(28.8)	(100.0)
③=①+②輸出入〈1996年〉	金額	301,224	316,773	257,473	875,470
	(シェア)	(34.4)	(36.2)	(29.4)	(100.0)
④グロスODA受入(含む贈与) 〈1992~96年の年平均〉	金額	5,040	282	2,123	7,445
	(シェア)	(67.7)	(3.8)	(28.5)	(100.0)
⑤ネット総資金流入 〈1992~96年の年平均〉	金額	17,095	11,592	9,932	38,619
	(シェア)	(44.3)	(30.0)	(25.7)	(100.0)
⑥民間銀行からの借入残高 〈1997年末〉	金額	244,677	39,038	334,431	618,146
	(シェア)	(39.6)	(6.3)	(54.1)	(100.0)

注1:東アジア9カ国・地域とは,アジアNIES4(香港,シンガポール,韓国,台湾),ASEAN4(インドネシア,マレーシア,タイ,フィリピン)および中国をさす。

2:⑤ネット総資金流入=ODA+OOF+民間資金(直接投資,貿易金融,証券投資,銀行貸出を含む)

資料:①~③...IMF, *Direction of Trade Statistics* 各号

④~⑤...OECD, *Geographical Distribution of Financial Flows to AID Recipients 1992~96, 1998*

⑥...BIS, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Lending End 1997, May 1998*

図表15 インドネシアと日米欧3極との貿易・投資関係

(金額単位：百万ドル, シェア：%)

		日本	アメリカ	EU	合計
①輸出 〈1996年〉	金額	12,885	6,795	7,726	27,406
	(シェア)	(47.2)	(24.8)	(28.0)	(100.0)
②輸入 〈1996年〉	金額	8,504	5,060	9,234	22,798
	(シェア)	(37.3)	(22.2)	(40.5)	(100.0)
③=①+②輸出入 〈1996年〉	金額	21,389	11,855	16,960	50,204
	(シェア)	(42.6)	(23.6)	(33.8)	(100.0)
④直接投資受入 (1967~96年の実行額の累計)	金額	27,779	7,963	33,186	68,928
	(シェア)	(40.3)	(11.6)	(48.1)	(100.0)
⑤グロスODA受入 (含む贈与) 〈1992~96年の年平均〉	金額	1,489	62	678	2,229
	(シェア)	(66.8)	(2.8)	(30.4)	(100.0)
⑥ネット総資金流入 〈1992~96年の年平均〉	金額	2,551	1,616	1,484	5,651
	(シェア)	(45.1)	(28.6)	(26.3)	(100.0)
⑦民間銀行からの借入残高 〈1997年末〉	金額	22,018	4,898	23,273	50,189
	(シェア)	(43.9)	(9.8)	(46.3)	(100.0)

注：⑥ネット総資金流入=ODA+OOF+民間資金 (直接投資, 貿易金融, 証券投資, 銀行貸出を含む)

資料：①~③…IMF, *Direction of Trade Statistics* 各号

④…日本貿易振興会, 『ジェトロ白書1998年版 世界と日本の海外直接投資-投資編』, 日本貿易振興会, 1998年3月

⑤~⑥…OECD, *Geographical Distribution of Financial Flows to AID Recipients 1992~96, 1998*

⑦…BIS, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Lending End 1997, May 1998*

(図表14参照)。筆者は、かねてより東アジア諸国全般について、「円：ドル：ユーロ=40%：30%：30%」のウエイトをもった「3極通貨バスケット・ベースの固定為替相場制」(Tricurrency Basket-linked Fixed Exchange Rate Regime)を提唱しているが⁸¹⁾、香港のケースについても、バスケットの中味はそれと全く同一とし、通常の固定相場制ではなく、CBAをそのまま維持するのが最善であるとする。

ところで、現在、主要通貨間の国際通貨システムが極めて不安定なことを背景に、周辺通貨国の間で、その「プロテクション」として⁸²⁾、CBAの導入計画が後を断たない。1998年2月から3月にかけてはインドネシア、同年8月のロシア、1999年1月のブラジル、さらに一番最近では、セルビア共和国とともにユーゴスラヴィア連邦を構成するモンテネグロ共和国がユーゴスラヴィア・ディナールとは別の独自の通貨を

CBAの枠組みを作って創造しようと計画し、すでにペオグラードの連邦政府に提案している⁸³⁾。このように表面に出てきただけでも、近年におけるCBA導入計画はかなりの数にのぼる。また、戦乱後のコソヴォにおいても、戦乱後のボスニア・ヘルツェゴヴィーナが1997年にCBAを導入したのと同じように、あるいはCBAの導入が論議されることがあるかもしれない(図表1参照)。

以上みてきたように、アジアの第三世界を代表する国であるインドネシア、まさに旧東側諸国を代表する国であるロシア、そしてラテン・アメリカ最大の国であるブラジルといったそれぞれの地域を代表するような大国が、金融政策の主権を奪われることになるCBAというある意味で非常に極端な制度 (extreme regime) の導入を真剣に検討したという事実は、世界経済全体として重く受けとめるべきではないだろうか。

これは、現在の世界経済体制とりわけ主要通貨間の国際通貨システムが如何に深刻な病弊をかかえているかの証左といえよう。また、世界的に国際通貨システムが極めて不安定な中において、CBAが、「マクロ経済政策の最後の手段」(macroeconomic policy of last resort)として注目されていることの証左ともいえよう。しかしながら、わが国におけるCBAへの関心は今のところ不当に低いと言わざるをえない。

今後、わが国が発展途上国に対する政策助言能力を高めていかなければいけないということについては大方の賛同が得られようが、CBAを提案すべき政策メニューのひとつとして明確に持たなければ、発展途上国に対する適切な政策助言はできない。わが国としては、世界的にもまだ実現していないが、理論的には非常にすぐれたシステムと考えられる「通貨バスケット・ベースのCBA」の具体化に向けて金融当局を中心に技術的な問題点の解決に勤めるなど、今後、積極的に取り組んでいくべきではないだろうか。

注

- 1) 山下 [110] (1998年12月)。筆者のCBAに関する論文は、時系列的には、[111] (1999年2月)が最初であり、[110] (実際の発行は1999年5月中旬)と本稿は、[111]を内容的にさらに発展させたものである。
- 2) Charles Enoch & Anne-Marie Gulde [16] (Nov.1997)。
- 3) 同上 [16] (Nov.1997), P.9 参照。
- 4) 同上 [16] (Nov.1997), P.9 参照。
- 5) 同上 [16] (Nov.1997), PP.8～9 参照。
現在、アルゼンチンは13%、エストニア ('97年10月～)、リトアニア ('97年1月～)はともに10%である。香港はBIS基準と同様の8%であるが、必要に応じて包括的免許を有する銀行については12%、限定的免許を有する銀行については16%まで引き上げ可能となっている。アルゼンチンについては、アルゼンチン中銀資料 (1999年1月)。エストニアについては『ファイナンシャル・タイムズ』'98年3月11日付記事、香港については、John Dodsworth and Dubravko Mihajek [12] (Aug.1997), P.42, リトアニアについてはBaliño=Enoch [1] (Aug.1997), P.22。
- 6) 流動性準備比率は現在、アルゼンチンが20%、香港25%、エストニア、リトアニアはそれぞれ30%に達している。

文献 [1] (Aug.1997), P.22。

- 7) Tomás Baliño & Charles Enoch [1] (Aug.1997), P.35, PP.44～45。
- 8) モーリス・ゴルドスタイン=フィリップ・ターナーも、CBAを採用する場合、必要に応じてLOLR機能が果たされるように、「随時の取決め」(contingent arrangement)を用意しておく必要があるとしている。Morris Goldstein & Philip Turner [21] (Oct.1996), P.56参照。
- 9) Charles Enoch & Anne-Marie Gulde [16] (Nov.1997), P.10参照。
- 10) Tomás Baliño & Charles Enoch [1] (Aug.1997), P.5 参照。
- 11) 同氏のこの発言は、『エイジアン・ウォールストリート・ジャーナル』の1998年3月2日付社説 "Rubin's Rupiah"の中で紹介されたもの。
- 12) John Dodsworth & Dubravko Mihajek [12] (Aug.1997), P.41および、Tomás Baliño & Charles Enoch [1] (Aug.1997), P.37参照。さらに香港では1991年にも、BCCI (Bank of Credit Commerce International), H.K.の破綻をきっかけに銀行危機が発生した。
- 13) Adam Bennett [6] (Sep.1994), P.24。
- 14) シンガポールの現在の為替相場制度は、ある意味ではバスケットの中味を公表しない型の通貨バスケット・ベースの修正型CBAであるとみなすこともできないわけではない。
- 15) 香港は、1935年12月から1972年6月まで英ポンドを基準通貨とするピアCBAを採用していたが、1972年7月、英ポンドがフロート制へ移行したのに伴い、ペッグ通貨を米ドルへ切替えた。しかしその後、1974年11月、香港ドルは、フロート制へ移行した。しかしながら、その後フロート制下において香港経済は非常に大きな混乱を経験したため、1983年10月に、米ドルを基準通貨としたCBAへ復帰した。John Dodsworth & Dubravko Mihajek [12] (Aug.1997), P.33参照。
- 16) Alan Walters [66] (Oct.1993), P.6。
- 17) Adam Bennett [6] (Sep.1994), P.8 参照。
- 18) Alan Walters [66] (Oct.1993), P.6。
- 19) ただし、アラン・ウォルターズによれば、香港は1983年10月のCBA導入時点ですでに180%もの外貨準備を保有していたとしている。Alan Walters [66] (Oct.1993), P.5 参照。また、エストニアは、第2次世界大戦前にナチス・ドイツの侵攻に備え、イギリス、スウェーデン、BISに預託しておいた金および若干の外貨準備の返還を受け、1992年6月、外貨準備カヴァー率90% (当初)でCBAを開始した。河西宏之 (亜細亜大学) [86] ('98/9月), P.13参照。しかしながら、このように、現代においては、CBA導入当初から潤沢な外貨準備を保有している例はむしろ稀と考えた方が良さそうである。
- 20) Adam Bennett [6] (Sep.1994), P.4 およびTomás Baliño & Charles Enoch [1] (Aug.1997), P.2 参照。
- 21) Tomás Baliño & Charles Enoch [1] (Aug.1997), P.36参照。アルゼンチンはその後、1998年初めにこうしたスタンド・バイ取決めをさらに拡充し、契約相手の民間銀行の数、契約金額ともに拡大させている。

- 22) Tomás Baliño & Charles Enoch [1] (Aug.1997), P.2 参照。
- 23) エストニアは当初90%からスタートし、現在は100%としている (図表1参照)。
- 24) Adam Bennett [6] (Sep.1994), P.4, 注1。
- 25) Alan Walters & Steve Hanke [65] (1992), P.560。なお、中銀制度とCBAの違いについては、山下 [110] (98年12月), PP.37~39参照。
- 26) 1957年8月、マラヤ連邦がイギリスから独立し、1959年、シンガポールはイギリス連邦内の自治国となった。1963年9月、マラヤ連邦はボルネオ島のサバ、サラワクとシンガポールを加えた形でマレーシア連邦として発足したが、1965年8月シンガポールはこの連邦から分離独立した。京大東洋史辞典編纂会編、『新編東洋史辞典4版』、東京創元社、1983年2月、P.432、およびP.811参照。
- 27) Tomás Baliño & Charles Enoch [1] (Aug.1997) PP.26~27およびBank Negara Malaysia [4] (1989), PP.31~47, PP.97~102参照。
- 28) 1959年1月24日、マラヤ中銀 (the Central Bank of Malaya) として発足し、1963年9月のマレーシア連邦の発足に伴ってマレーシア中銀 (Bank Negara Malaysia) に改組された。Bank Negara Malaysia [4] (1989), P.97参照。
- 29) 結局、両国のCBAからの退出時期はマレーシアが1967年6月、シンガポールが1973年6月ということになる。
- 30) Tomás Baliño & Charles Enoch [1] (Aug.1997), P.27参照。
- 31) EMS創設当初、イギリスがこれに参加しなかったため、アイルランドはEMSが英ポンドかの重大な選択を迫られるが、結局、同国はEMSを選択した。
- 32) メルコスール (Mercosur, Mercado Común del Sur) は1991年3月26日調印された「アスンシオン条約」(The Treaty of Asunción) に基づいて1995年1月1日、ブラジル、アルゼンチン、ウルグアイ、パラグアイの4カ国で構成される関税同盟として発足し、将来は共同市場への深化を目指している。なお、チリとボリビアはMercosurの準メンバーである。Lia Valls Pereira (ジェットゥリオ・ヴァルガス基金経済政治研究所、リオ・デ・ジャネイロ) [52] (1999), PP.7~23および向井知佐子 (外務省) [103] (1998年3月), PP.28~32参照。
- 33) CBAもその発生の歴史からして明らかに、通貨代替の一種であるが、間接的な通貨代替であり、「ドル化」などのように外貨が国内通貨に完全に取って代わるような直接的な通貨代替とは異なる。
- 34) この際は、将来FTAA (米州自由貿易地域) が実現されるとの前提の下に、アメリカとの通貨同盟によって、アルゼンチンの国内通貨としていずれドルを採用する旨、表明された。例えば、アルゼンチン中銀 (BCRA) は、メナム大統領の「ドル化」の検討の指示を受けて、今後2~3年以内に米ドルをペソに代えてアルゼンチンの国内通貨として採用する旨の条約をアメリカとの間で結ぶべきであるという提案を1999年1月21日発表した。HKMA [32] (May1999) P.15, 注3参照。ちなみに、FTAA (Free Trade Area of the Americas) とは、1994年12月、マイアミにおいて開催された米州サミット (34カ国の首脳が出席) において、クリントン大統領が発表した北米および南米の米州全域におよぶ自由貿易地域の形成を目指す構想である。これは、ブッシュ前大統領の発想を受け継いだものと言われる。向井 [103] (1998年3月), P.36およびPereira [52] (1999), PP.7~23参照。
- 35) 例えば『日本経済新聞』1999年5月27日付は、アルゼンチン中銀のボー総裁が「ペソを放棄し、米ドルを採用するだろう」と言明したと伝えている。
- 36) CBAと「ドル化」のシニョーリッジの違いについては、山下 [110] (1998年12月), PP.45~46参照。
- 37) 1996年12月、HKMAはアジアではじめてRTGSシステムを導入した。ちなみに、わが国では、日銀ネットを2000年12月までにRTGSシステム化することを目指している。また、欧州では1999年1月の統一通貨ユーロの誕生に合わせ、各国のRTGSシステムを一体化し、ユーロ圏11カ国全体をカバーするTARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer) システムが稼働を開始している。
- 38) 『日経金融新聞』、1998年9月9日。
- 39) 第1波の投機の際の3カ月ものHIBOR (Hong Kong Interbank Offered Rate) のLIBORに対するプレミアムは、最高20%ポイントに達しており、第2波の投機における香港ドル金利の上昇はそれと比べれば低かった。こうした投機を背景とした一時的な金利の上昇の場合、当然のことながら一般に期間の短いものほど上昇幅 (もしくは米ドルの金利に対するプレミアム幅) が大きくなり、期間が長いものほど上昇幅は低く抑えられる (図表2参照)。
- 40) Joseph Yam [75] (Nov.1998), P.77。
- 41) 一般論として言えば、CBAの下において自国通貨に対する売り投機が起こり、基準固定為替平価をはずれて外貨が上昇するような場合、人々は為替市場で外貨を買わずに、自国通貨の現金をカレンシー・ボードに持ち込み、そこで外貨に交換してもらおうとする。すなわち、CBAの下においては現金裁定 (cash arbitration) が起こる。なぜなら、CBAの下においては、通貨当局はいつでも基準固定平価での自国通貨と外貨 (アンカー通貨) との交換を保証しているからである (convertibility undertaking)。
- 42) Joseph Yam [75] (Nov.1998), P.76。
- 43) Joseph Yam [75] (Nov.1998), P.76。
- 44) 佐々木一成 (日本バンカーズ・トラスト信託銀行)、「有価証券貸借の歴史」、『日経金融新聞』、1999年6月30日。
- 45) 『日経金融新聞』、1998年9月9日。
- 46) Joseph Yam [77] (Nov.1998), P.2。
- 47) Joseph Yam [75] (Nov.1998), P.77。
- 48) HKSAR政府のドナルド・ツァン財政長官の1998年9月上旬、立法会における証言。『日経金融新聞』1998年9月9日。
- 49) 『日経金融新聞』、1999年6月25日。
- 50) このようにHKSAR政府が介入によって香港ハンセン指

- 数構成企業すべての大株主となり、また、その後の香港株式の値上がりによってかなり大きな含み益がHKSAR政府に発生しているとみられることから、保有株をいつどのような方法で売却するのが注目されているが、HKSAR政府はハンセン指数連動型の投資信託にして売却する方針を固めたと伝えられる。『日経金融新聞』1999年6月25日付。なお、香港金融当局の介入直前である1998年8月13日に6660.42の最安値を付けた香港ハンセン指数は、1999年7月末には、13,186.46となり、ほぼ2倍近くにまで上昇している。
- 51) Joseph Yam [77] (Nov.1998), PP.3~4。
 52) *The Asian Wall Street Journal*, Aug.31, 1998。
 53) 従来の香港のCBAの特異性については、詳しくは拙稿 [110] ('98/12月), PP.44~45参照。
 54) 「交換性拡張型CBA」の詳細については、拙稿 [110] (1998/12月), PP.41~45参照。
 55) *The Asian Wall Street Journal*, Aug. 6, 1998および Joseph Yam [75] (Nov.1998), P.77。
 56) *The Asian Wall Street Journal*, Aug. 6, 1998。
 57) Joseph Yam, [75] (Nov.1998), P.77。
 58) 1998年8月7日の香港ATVの報道番組は、HKMA高官が「HKMAは、いわゆる香港ドルの買い介入をしたことではない。」と声明したと伝えている。
 59) Joseph Yam [77] (Nov.1998), P.3。
 60) Joseph Yam [75] (Nov.1998), P.75。
 61) Joseph Yam [75] (Nov.1998), P.75。
 62) Joseph Yam [75] (Nov.1998), PP.75~76。
 63) 中国の為替相場制度、為替相場政策については、IMF [35] (Aug.1998), 国際金融情報センター [88] (1999/2月), PP.167~168, 経済企画庁調査局 [92] (1999/6月) PP.144~145, P.304およびStefan Collignon, et al, ed. [11] (1999), PP.30~31を参照。
 64) Joseph Yam [75] (Nov.1998), P.77。
 65) J・バグワティ (コロンビア大学), R. ウェイド (ブラウン大学), D. ロドリック (ハーバード大学) など。詳しくは、Yamashita [82] (Mar.1999), P.62, 注4参照。
 66) 山下 [109] (3) (1998/9月), PP.120~122, Yamashita [83] (May1999) および山下 [112] (1999-07-29)。
 67) アルゼンチンのドル化の検討状況等については (注34) および (注35) 参照。
 68) もっともアルゼンチンと香港との間の経済関係はそれほど緊密なものではない。詳しくは、HKMA [32] (May1999), PP.12~17参照。
 69) ブラジル通貨金融危機と中国の人民元切下げ観測を背景として、HIBOR3カ月もの金利のLIBOR金利に対するプレミアムは、1999年1月25日に2.4%ポイントのピークを付けた。HKMA, *Quarterly Bulletin*, NO.19, May1999, P.91参照。ただし、1997年10月から1998年8月までの4回にわたる投機の波においては、同プレミアムは、9~20%ポイントに達していたわけであり、それほど大きな動揺とはいえない (図表2および3参照)。
 70) 1999年7月12日上海で開催されたBIS (国際決済銀行) の会議後の記者会見で中国人民銀行の戴相竜 (Dai Xianglong) 総裁は、「為替レートは市場の需要と供給で決定される」と述べ、従来の「人民元の切下げを回避する」との発言と比べ、スタンスがかなり変わった。これによって、人民元の切下げがより現実味を帯びてきたと市場では受け止められている。『日経金融新聞』, 1999年7月30日。
- 71) 詳しくは山下 [110] ('98/12月), P.40およびBaliño = Enoch [1] (Aug.1997), P.9参照。
 72) 詳しくは山下 [110] ('98/12月), P.38参照。
 73) 詳しくは山下 [110] ('98/12月), PP.39~40参照。
 74) 詳しくは山下 [110] ('98/12月), PP.40~41参照。ただし、この国際収支の自動調整メカニズムはあくまでも総合収支段階のものであり、経常収支の調整メカニズムは備えていない。したがって、CBA採用国であっても、経常収支の過大な赤字が長年続けば対外債務が積み上がり、デフォルト・リスク (default risk) が発生する可能性があることに注目する必要がある。山下 [110] ('98/12月), PP.53~55参照。
 75) 詳しくは、山下 [110] ('98/12月), P.59参照。
 76) 『日本経済新聞』, 1999年6月8日。
 77) 筆者としては、香港とシンガポールのこうした考え方は大いに支持しうるものである。山下 [110] ('98/12月), P.59, 53参照。
 78) 山下 [110] ('98/12月), P.50, 注54およびKurt Schuler [56] (1997), P.129~130参照。
 79) 香港経済がフロート制の下においていかに大変な不安定期を経験したことについては、山下 [110] ('98/12月), P.50およびAlan Walters [66] (Oct.1993), P.5参照。
 80) Yamashita [83] (May1999) 参照。
 81) 山下 [109] (4) ('98/10月), PP.116~117および Yamashita [83] (May1999) 参照。
 82) 近年におけるCBA採用国急増の背景については、山下 [110] ('98/12月), PP.55~59参照。
 83) *Financial Times*, "Montenegro Makes Move in Federal Chess Game", July 12, 1999および*The Asian Wall Street Journal*, "Review & Outlook: Currency Board to the Rescue?", July 2, 1999参照。なお、モンテネグロ政府は、CBA計画について助言を得るため、スティーヴ・ハンク (ジョンズ・ホプキンス大学) を顧問にしたと伝えられる。*The Asian Wall Street Journal*, "Review & Outlook: Limited War, Limited Results", July 22, 1999参照。

(参考文献)

- [1] Baliño, Tomás J.T. and Charles Enoch, *Currency Board Arrangements: Issues and Experiences*, IMF Occasional Paper 151, in Washington D.C., Aug. 1997.
 [2] The Bank for International Settlements, 68th *Annual Report*, in Basle, June 1998.
 [3] Bank Indonesia, *Report for Financial Year 1997/98*, in Jakarta, 1998.
 [4] Bank Negara Malaysia, *Money and Banking in*

- Malaysia 1959-1989, The Third Edition*, in Kuala Lumpur, 1989.
- [5] Bennett, Adam G.G., "The Operation of Estonian Currency Board", *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No. 2 in Washington D.C., June 1993.
- [6] Bennett, Adam G.G., "Currency Boards: Issues and Experiences", *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 94/18*, in Washington D.C., Sep. 1994.
- [7] Bercuson, Kenneth, ed., *Singapore: A Case Study in Rapid Development*, IMF Occasional Paper 119, in Washington D.C., Feb. 1995.
- [8] Camard, Wayne, "Discretion with Rules?: Lessons from the Currency Board Arrangement in Lithuania", *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 96/1*, in Washington D.C., Mar. 1996.
- [9] Cavallo, Domingo, "The Path to a Healthy Rupiah", *The Asian Wall Street Journal*, in Hong Kong, Mar. 9, 1998.
- [10] Chong, Jeong Wan and Ricardo Chi Sen Siu, *Macau: A Model of Mini Economy*, University of Macau, in Macau, 1997.
- [11] Collignon, Stefan, Jean Pisani-Ferry and Yung Chul Park, ed., *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, Routledge, in London, 1999.
- [12] Dodsworth, John and Dubravko Mihaljek, *Hong Kong, China: Growth, Structural Change, and Economic Stability during the Transition*, IMF Occasional Paper 152, in Washington D.C., Aug. 1997.
- [13] The Economist, "The Great Escape", *The Economist*, in London, May 3, 1998, P.81.
- [14] The Economist, "By the Board", *The Economist*, in London, Sep. 5, 1998, P.74.
- [15] Eichengreen, Barry, *International Monetary Managements for the 21st Century*, Brookings Institution, in Washington D.C., 1994.
- [16] Enoch, Charles and Anne-Marie Gulde, "Making a Currency Board Operational", *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 97/10*, in Washington D.C., Nov. 1997.
- [17] European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), *Transition Report 1998: Financial Sector in Transition*, in London, Nov. 1998.
- [18] Fischer, Stanley, "Seigniorage and the Case for a National Money", *Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 2, University of Chicago Press, in Chicago, Apr. 1982.
- [19] Fischer, Stanley, "Seigniorage and Official Dollarization", in *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, ed. by Nissan Liviatan, World Bank Discussion Papers, No.207, in Washington D.C., Oct. 1993.
- [20] Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, and Holger C. Wolf, "Currency Boards: The Ultimate Fix?", *IMF Working Paper 98/8*, in Washington D.C., Jan. 1998.
- [21] Goldstein, Morris and Philip Turner, "Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options", *BIS Economic Papers No. 46*, in Basle, Oct. 1996.
- [22] Hanke, Steve and Kurt Schuler, "Currency Boards for Latin America", in *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, ed. by Nissan Liviatan, World Bank Discussion Papers No.207, in Washington D.C., Oct. 1993.
- [23] Hanke, Steve, Lars Jonung, and Kurt Schuler, *Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform*, Routledge, in London, 1993.
- [24] Hanke, Steve, "Sound Money and Banking: Old Wine in a New Bottle", in *Currency Board System: A Stop-Gap Measure or a Necessity*-Currency Board Symposium '97, Board of Commissioners of Currency, Singapore (BCCS),

- in Singapore, 1997.
- [25] Hanke, Steve, "A Case for a Currency Boards", *The Asian Wall Street Journal*, Feb. 11, 1998.
- [26] Hanke, Steve, "How to Save Russia", *The International Economy*, Vol.12, No.6, International Economy Publications, in Washington D.C., Nov./Dec. 1998.
- [27] The Government of Hong Kong Special Administrative Region (HKSAR), "Measures to Tighten Up Securities and Futures Markets", Sep. 7, 1998.
- [28] Hong Kong Financial Services Bureau (HKFSB), *Report on Financial Market Review*, Government of Hong Kong Special Administrative Region (HKSAR), in Hong Kong, Apr. 1998.
- [29] Hong Kong Monetary Authority (HKMA), "Hong's Currency Board Arrangements", *Quarterly Bulletin*, No.3, in Hong Kong, May 1995.
- [30] Hong Kong Monetary Authority, "Strengthening of Currency Board Arrangements in Hong Kong", *Quarterly Bulletin*, No.17, in Hong Kong, Nov. 1998.
- [31] Hong Kong Monetary Authority, "Currency Board Account and Other Fine-Tuning Measures to Strengthen The Currency Board Arrangements in Hong Kong", *Quarterly Bulletin*, No.19, in Hong Kong, May 1999.
- [32] Hong Kong Monetary Authority, "Argentina : Impact of the Real Crisis and Implications for Hong Kong", *Quarterly Bulletin*, No.19, in Hong Kong, May 1999.
- [33] Humpage, Owen F. and Jean M. McIntire, "An Introduction to Currency Boards", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland, 2nd Quarter 1995.
- [34] International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, in Washington D.C., Oct. 1997.
- [35] International Monetary Fund, *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions Annual Report 1998*, Aug. 1998.
- [36] International Monetary Fund, "IMF Concludes Article IV Consultation Held in 1998 with Portugal-Macau", *Public Information Notice (PIN)*, No.99/40, in Washington D.C., May 7, 1999.
- [37] Jao, J.C., "The Working of the Currency Board : The Experience of Hong Kong", mimeo, University of Hong Kong, July 1997.
- [38] Jao, J.C., "The Real Lessons of Black Thursday", *Quarterly Bulletin*, Hong Kong Monetary Authority, No.16, Aug. 1998.
- [39] Jao, J.C., "Of Peggs and Boards", *The Asian Wall Street Journal*, in Hong Kong, Sep. 2, 1998.
- [40] Knight, Malcolm, et al, *Central Bank Reforms in the Baltics, Russia, and the Other Countries of the Former Soviet Union*, IMF Occasional Paper 157, in Washington D.C., Dec. 1997.
- [41] Kwan, Yum K. and Francis T. Lui, "Hong Kong's Currency Board and Changing Monetary Regimes", *NBER Working Paper 5723*, National Bureau of Economic Reseach, in Cambridge, Massachusetts, Aug. 1996.
- [42] Lane, Timothy and Atish Ghosh, et. al., *IMF Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand : A Preliminary Assessment*, mimeo, the International Monetary Fund. Jan. 1999.
- [43] Lopes, Paulo Silva, "Does the Pataca Make Manetary Sense As a Minority Currency in Its Own Jurisdiction?", A Selected Paper Presented at the International Conference on *Central Banking Policies : Leading the Way Towards Sustainable Economic Growth* Organized by Monetary and Foreign Exchange Authority of Macau (AMCM) with the Support of the Bank of Portugal and the People's Bank of China, in Macau, May 15, 1999.
- [44] McKinnon, Ronald I., *The Rules of the Game : International Money and Exchange Rates*, MIT Press, in Cambrige, Massachusetts, 1996.

- [45] Melloan, George, "Tales of the Java Sea, or the Death of Monetarism", *The Asian Wall Street Journal*, in Hong Kong, Feb. 24, 1998.
- [46] Melloan, George, "What Does Clinton Want from Suharto", *The Asian Wall Street Journal*, in Hong Kong, Mar. 10, 1998.
- [47] Mobius, Mark, "Coin of the Regional Realism : Welcome the Asian", *The Asian Wall Street Journal*, in Hong Kong, Feb. 18, 1998.
- [48] Montagnon, Peter, "The Practice of the Prize", *Financial Times*, in London, Feb. 12, 1998.
- [49] Mundell, Robert, "Currency Boards, Fixed Exchange Rates and Monetary Discipline", in *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, ed. by Nissan Liviatan, World Bank Discussion Papers No.207, in Washington D.C., Oct. 1993.
- [50] Neo, Maggie Tan Pin, "A Brief History of the Singapore Currency Board", in *Currency Board System : A Stop-Gap Measure or a Necessity-Currency Board Symposium '97*, Board of Commissioners of Currency, Singapore (BCCS), in Singapore, 1997.
- [51] Peebles, Gavin and Peter Wilson, *The Singapore Economy*, Edward Elgar, in Cheltenham, UK, 1996.
- [52] Pereira, Lia Valls, "Toward the Common Market of the South : Mercosur's Origins, Evolution, and Challenges" in *Mercosur : Regional Integration, World Markets*, ed. by Riordan Roett & Lynne Rienner, in London, 1999.
- [53] The Republic of Singapore, *The Statute of the Republic of Singapore-Charter 69 : Currency Act*, The Government Printer, in Singapore, May 30, 1998.
- [54] Rubin, Robert E., "Treasury Secretary Robert E. Rubin's Remarks on Reform of the International Financial Architecture to the School of Advanced International Studies (SAIS), Johns Hopkins University", *Treasury News*, U.S. Treasury, The Office of Public Affairs, in Washington D.C., 21st April 1999.
- [55] Santiprabhob, Veerathai, "Bank Soundness and Currency Board Arrangements : Issues and Experiences", *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 97/11*, in Washington D.C., Dec. 1997.
- [56] Schuler, Kurt, "The Future of Currency Boards, with Special Reference to Developing Countries", in *Currency Board System : A Stop-Gap Measure or a Necessity-Currency Board Symposium '97*, Board of Commissioners of Currency, Singapore (BCCS), in Singapore, 1997.
- [57] Schuler, Kurt, "Stability Drives Recovery", *The Asian Wall Street Journal*, Feb. 16, 1998.
- [58] Schuler, Kurt, "Bolstering Hong Kong's Dollar", *The Asian Wall Street Journal*, in Hong Kong, Aug. 24, 1998.
- [59] Schwartz, Anna J., "Currency Boards : Their Past, Present, and Possible Future Role", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39*, North-Holland, in Amsterdam, Dec. 1993.
- [60] Sheng, Andrew, "The Linked Exchange Rate System : Review and Prospects", *Quarterly Bulletin*, No.15, Hong Kong Monetary Authority, May 1995.
- [61] Showalter, Monica, "Indonesians Still Yearn for a Currency Boards", *The Asian Wall Street Journal*, in Hong Kong, Sep.15, 1998.
- [62] Tsang, Shu-ki, "Fixing the Exchange Rate through a Currency Board Arrangement : Efficiency Risk, Systemic Risk and Exit Cost," Presentation at the 6th Convention of the East Asian Economic Association (EAEA) in Kitakyusyu, Sep. 4, 1998.
- [63] Tsang, Shu-ki, *A Study of the Linked Exchange Rate System and Policy Options of Hong Kong*,

- Hong Kong Policy Research Institute, in Hong Kong, Jan. 1999.
- [64] Wagstl, Stefan, "The Best and Worst of Times", *Financial Times Survey- "Lithuania"*, Financial Times, in London, Nov. 25, 1998.
- [65] Walters, Alan and Steve Hanke, "Currency Boards", in *Palgrave Dictionary of Money and Finance, Vol.1*, Macmillan Press, in London and Basingstoke, 1992.
- [66] Walters, Alan, "Currency Boards and Their History", in *Proceeding of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, ed. by Nissan Liviatan, World Bank Discussion Papers No.207, in Washington D.C., Oct. 1993
- [67] Williamson, John, *What Role for Currency Boards?*, Policy Analyses in International Economics 40, The Institute for International Economics, in Washington D.C., Sep. 1995.
- [68] Wood, Christopher, "The IMF Empire Strikes Back", *The Asian Wall Street Journal*, in Hong Kong, Feb. 23, 1998.
- [69] World Bank, *Bosnia and Herzegovina-Toward Economic Recovery*, World Bank Country Study, in Washington D.C., June 1996.
- [70] World Bank, *Argentina/The Convertibility Plan : Assessment and Potential Prospects*, World Bank Sector Report, in Washington D.C., July 12, 1996.
- [71] World Bank, *Bosnia and Herzegovina-from Recovery to Sustainable Growth*, World Bank Country Study, in Washington D.C., May 1997.
- [72] Zarazaga, Carlos E., "Argentina, Mexico, and Currency Boards : Another Case of Rules Versus Discretion", *Economic Review*, 4th Quarter 1995, Federal Reserve Bank of Dallas.
- [73] Yam, Joseph, "The Hong Kong Dollar Link", Speech in Tokyo on 3rd March 1998, *Quarterly Bulletin*, No.15, Hong Kong Monetary Authority, Mar. 1998.
- [74] Yam, Joseph, "Pillar of Stability", Speech in London on 2nd June 1998, *Quarterly Bulletin*, No.16, Hong Kong Monetary Authority, Aug. 1998.
- [75] Yam, Joseph, "Defending Hong Kong's Monetary Stability", Speech in Singapore on 14th Oct. 1998, *Quarterly Bulletin*, No.17, Hong Kong Monetary Authority, Nov. 1998.
- [76] Yam, Joseph, "The Political Process of Monetary Management", Speech in Hong Kong on 20th Oct. 1998, *Quarterly Bulletin*, No.17, Hong Kong Monetary Authority, Nov. 1998.
- [77] Yam, Joseph, "Why We Intervend", *Quarterly Bulletin*, No.17, Hong Kong Monetary Authority, Nov. 1998.
- [78] Yam, Joseph, *Coping with Financial Turmoil*, Speech in Sydney on 23rd Nov. 1998, Hong Kong Monetary Authority, Dec. 1998.
- [79] Yam, Joseph, *Review of Currency Board Arrangements in Hong Kong*, Hong Kong Monetary Authority, Dec. 1998.
- [80] Yamashita, Eiji, "The Quest for a New International Monetary System : Contestable Key Currency System Could Be a Solution", *Economic Review*, Vol.31, No.1 · 2, Osaka City University, Jan. 1996.
- [81] Yamashita, Eiji, "Crises Show That Balance-of-Payments Discipline Really Matters : Traditional Method Still Best Strategy for Macroeconomics", *The Nikkei Weekly*, in Tokyo, 8th of Mar, 1999, p.15.
- [82] Yamashita, Eiji, "Balance of Payments Discipline Really Matters : The Most Important Lesson for Emerging Market Economies from the Japanese Experience between the Beginning of the 1950s and the Early 1960s", *Economic Review*, Vol.34, No.2, Osaka City University, in Osaka, Mar. 1999, pp.59-66.
- [83] Yamashita, Eiji, "Tricurrency Basket-linked Fixed Exchange Rate Regime : A Possibly Immediate Solution to Emerging Market

- Economies' Currency Problems under the Highly Volatile Floating Exchange Rate Regime among the Major International Currencies", A Selected Paper Presented at the International Conference on *Central Banking Policies : Leading the Way Towards Sustainable Growth* Organized by Monetary and Foreign Exchange Authority of Macau (AMCM) with the Support of the Bank of Portugal and the People's Bank of China, in Macau, May 15, 1999.
- [84] 入村隆秀, 「カレンシー・ボード制は進化するか」, 『国際金融』, 第1023~24号, 外国為替貿易研究会, 1999年4月1日および15日
- [85] 尾村敬二編, 『スハルト体制の終焉とインドネシアの新時代』, アジ研トピック・レポート, アジア経済研究所, 1998年6月
- [86] 河西宏之, 「カレンシー・ボード制について」, 『国際関係紀要』, 亜細亜大学国際関係研究所, 1998年9月
- [87] 関志雄, 『円圏の経済学』, 日本経済新聞社, 1995年11月
- [88] 国際金融情報センター (JCIF) 編者, 『変動する世界の金融・資本市場 下巻: アジア・中南米・中東編』, 金融財政事情研究会, 1999年2月
- [89] 國宗浩三, 「補論カレンシー・ボード」, アジ研トピック・レポート, 『アジア通貨危機』, アジア経済研究所・日本貿易振興会共編, 1998年1月
- [90] 國宗浩三編, 『97/98アジア経済危機—マクロ不均衡・資本流出・金融危機と対応の問題点』, アジ研トピック・レポート, アジア経済研究所, 1998年12月
- [91] 経済企画庁調査局, 「カレンシー・ボード制の制約」, 『アジア経済1998』, 大蔵省印刷局, 1998年6月
- [92] 経済企画庁調査局, 『アジア経済1999』, 大蔵省印刷局, 1999年6月
- [93] 小林俊之, 「アジア通貨危機の教訓」, 『富士総研論集』, 1998年IV号 (通巻33号), 1998年10月
- [94] 白井早由里, 『検証IMF経済政策』, 東洋経済新報社, 1999年4月
- [95] 箭内彰子, 「IMFの基本政策がインドネシア経済に与えた影響」, 『国際金融』, 外国為替貿易研究会, 1998年6月15日
- [96] 東京三菱銀行調査部, 「アルゼンチンのカレンシー・ボード制」, 『東京三菱レビュー』, 1998年4月6日
- [97] 東京三菱銀行, 「投機筋と戦った香港当局の評価と課題」, 『調査月報』, 第36号, 1999年3月
- [98] 東京三菱銀行香港支店, 「香港・中国関連資料」, 1999年5月
- [99] 日本経済調査協議会, 『アジアの経済・通貨危機と日本の役割』, 日本経済調査協議会, 1999年3月
- [100] 野村総合研究所 (香港) 有限公司, 「香港と中国—融合する華人経済圏—」, 日本能率協会マネジメント・センター, 1994年11月
- [101] 平子明, 「米ドル流通の功罪—パナマ経済・社会の特異性」, 『外務省調査月報』, 1996年度No.2, 外務省国際情報局調査室, 1996年9月
- [102] 平田潤編著, 『検証アジア経済』, 東洋経済新報社, 1998年6月
- [103] 向井知佐子, 「メルコスールの動向とパラグアイ経済」, 『外務省調査月報』 1997年度第4号, 外務省国際情報局調査室, 1998年3月
- [104] 村瀬哲司, 「通貨投機のターゲット香港ドル」, 『世界経済評論』, 世界経済研究協会, 1998年12月
- [105] 本間勝, 「バルト諸国の経済と金融」, 『国際金融』, 外国為替貿易研究会, 1997年9月15日号
- [106] 本間勝, 青山繁, 『東欧・ロシアの金融市場』, 東洋経済新報社, 1998年10月
- [107] 山下英次, 「マレーシア, インドネシアの金融・証券市場」, 『アジアの証券市場』, 大阪市立大学経済研究所濱田博男編, 東大出版会, 1993年3月
- [108] 山下英次, 「円の国際化の政治経済学—円の基軸通貨化の必要性とEAEC構想の意義」, 『経済学雑誌』 第98号第2号, 大阪市大経済学会,

1997年7月

[109] 山下英次, 「固定為替相場制復帰への道」, 『発言者』, 第51号～第54号, 西部邁事務所, 1998年7月～10月

(1) フロート神話の崩壊, 第51号, 1998年7月

(2) ユーロの誕生と国際通貨制度改革の方向性, 第52号, 1998年8月

(3) 東アジア通貨危機と為替相場制度の在り方, 第53号, 1998年9月

(4) 円の基軸通貨化のための戦略, 第54号, 1998年10月

[110] 山下英次, 「カレンシー・ボード制の仕組みと近年における復活の背景」, 『証券研究年報1998』, 第13号, 大阪市立大学証券研究センター, 1998年12月

[111] 山下英次, 「発展途上国におけるカレンシー・ボード制の復活の背景」, 『大銀協フォーラム平成10年度研究助成論文集』, 大阪銀行協会, 1999年2月

[112] 山下英次, 「論点: アジア経済危機の本質」, 『読売新聞』, 1999年7月29日

(大阪市立大学経済学部助教授)