

中南米地域におけるカレンシーボード・ドル化の経験と通貨同盟との比較  
～ハードペッグの比較とユーロの問題へのインプリケーション～

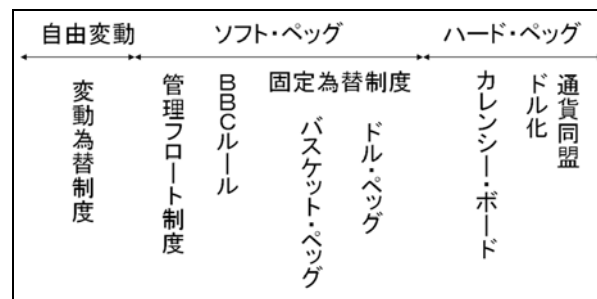
公益財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部 上席研究員  
(政策・メディア博士)  
松井 謙一郎  
[matsui@iima.or.jp](mailto:matsui@iima.or.jp)

1. 問題の所在

現在、欧州国間の通貨同盟であるユーロという究極の通貨安定システムが動揺しているが、それほどまでに為替相場の安定は実現が難しい。通貨同盟と並ぶ強固なペッグ（ハードペッグ）とされる制度には、カレンシーボードとドル化がある（図表1）。

本稿ではこれらの体制が取り入れられた中南米諸国の経験を振り返った上で、ハードペッグの制度の比較を行い、現在のユーロの問題へのインプリケーションを考える。

図表 1: 通貨制度の分類



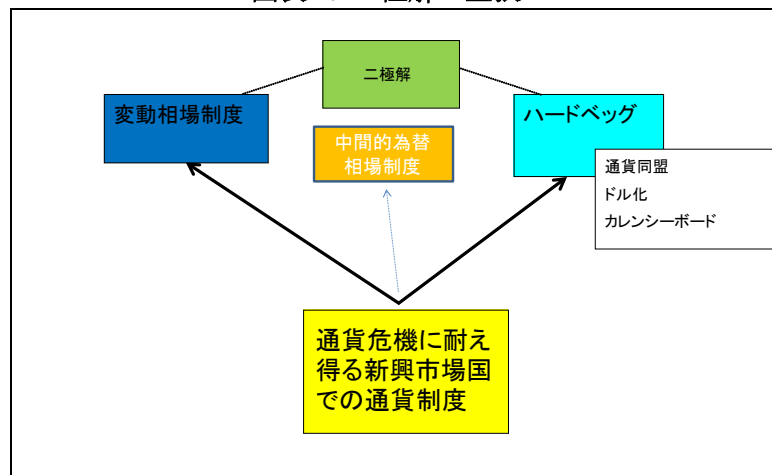
(出所) 小川(2002)より作成

1990年代を通じて新興市場国での通貨危機が相次ぐ中で、危機に耐え得る通貨制度の議論では二極解の主張（図表2）が主流となった。二極解とは、巨額な国際資本移動が頻繁に起きるグローバル化の中で望ましい通貨制度は、変動相場制度かハードペッグとであるという主張である。その根拠は、為替相場の安定・金融政策の独立性・資本移動の自由の3つが同時に達成できないことを指す「国際金融のトリレンマ」である。このトリレンマを踏まえれば、資本規制を行わない限り巨額な国際資本移動に耐え得る通貨制度は、変動相場制度かハードペッグとなる（図表3）。

実際に、既存の通貨同盟であるCFAフラン（仏語圏のアフリカ14か国）、ECCU（東カリブ通貨同盟の6か国）以外にも、1999年のユーロに続いて2000年代に入ってからの中南米の小国（エクアドル、エルサルバドル）でのドル化やGCC（中東湾岸地域6か国）での通貨同盟形成の動きなどハードペッグは有力な選択肢と考えられていた。しかしながら、その後10年近くを経た現在のユーロではギリシャの離脱が現実的な選択

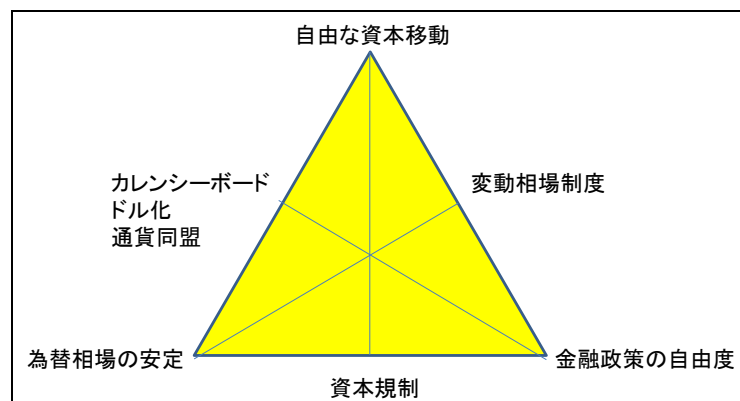
肢として議論されるなど大きな混乱が続いている。

図表 2: 二極解の主張



(出所) 筆者作成

図表 3: 国際金融のトリレンマ



(出所) 小川(2002)より作成

## 2. 中南米地域でのハードペッグの教訓

### (1) アルゼンチンのカレンシーボード制度の崩壊

アルゼンチンではカレンシーボード制が 1990 年代前半の同国への信認の回復の柱となってきた。制度の導入によってハイパーインフレが鎮静化して、1990 年代には同国はワシントンコンセンサスを柱とする新自由主義的な政策の模範的な存在となった。しかしながら、1990 年代末頃には、経済状態が悪化するなかで機動的な金融政策が制約されているというデメリットの方が強く認識されるようになってきた。

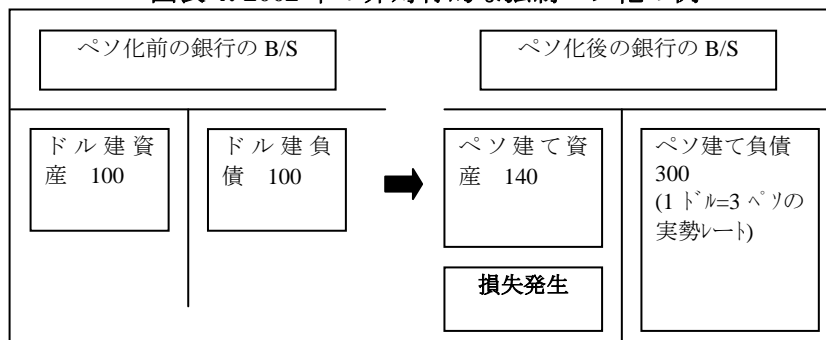
こうした経済悪化によるカレンシーボード制への信認の揺らぎを立て直す打開策として、ドル化（ここでは自国通貨を廃止してドルのみを法定通貨とする政策を指す）の選択肢も模索された。2000 年には、後述するようにエクアドルとエルサルバドルがドル化政策の採用を決定したが、アルゼンチンでもカレンシーボード制度を更に強化した制度であるドル化政策を取ることで信認を回復すべきという主張が当時は多く見られた。政府は、2001 年末の債務危機が表面化した直後はカレンシーボード制維持に強くこだわったが、この背景には制度崩壊に伴う為替差損を回避したいという意向が大きく働いていた。

新興市場国の通貨危機において通貨が大きく切り下がった場合には経済の混乱による実体経済へのマイナスの影響に加えて、自国通貨建てに換算した外貨建ての債務が急激に膨らんで企業等が大きく為替損失を被る状況が一般的に見られる。同国では、企業だけでなく、一般市民の間でもドル建て住宅ローンの利用などドルの利用が浸透していた。このような中で、変動相場制度に移行してペソがドルに対して大幅に切り下がった場合に、一般個人にも切り下げによる債務負担増加の影響が及んで、大きな社会問題になることが予想された。

同国は2001年末の債務不履行宣言後、カレンシーボード制の立て直しを模索したが、2002年の2月には結局、変動相場制への移行を余儀なくされた。政府はこれに対処するために、非対称なレートでのドルからペソへの強制転換措置を取った。具体的には、ドルとペソの交換レートを銀行側に不利（銀行の債務者にとっては有利）な形で非対称に設定することである。図表4は銀行の資産に対しては1ドル=1.4ペソを適用するのに対して、銀行の負債に対しては実勢レート（例えば、1ドル=3ペソを適用する）という例であるが、この措置によって金融機関は巨額の為替差損を被った。

対外的には、債務負担軽減のために対外債務の一方的な大幅削減を行い、国際金融界からの孤立を深めて10年近く経った現在でも復帰を果たせていない。このように、アルゼンチンの事例は、制度を逆戻りさせた場合の混乱や中長期的に見た代償の大きさを示している。

図表 4: 2002 年の非対称的な強制ペソ化の例



(出所) 筆者作成

## (2) 小国でのドル化の実施

中南米地域でのドル化実施の事例は、3か国である。パナマが1903年の独立時からドル化を採用している他、2000年代に入ってからエクアドル、エルサルバドルがドル化を実施した。

ドル化の大きな効果としてカレンシーボード制度と同様にインフレ率の低下が挙げられる。ドル化政策前のエクアドルでは1998年以降2000年まで混乱が続いたが、ドル化を行った2000年代以降、インフレ率は大きく低下した。また、エルサルバドルでも同様であり、パナマと合わせ、ドル化採用国のインフレ率は安定して推移している。

但し、ドル化を行うことでマクロ経済が安定して信用が高くなるとは一概には言えない。パナマは現在投資適格国であるのに対して、エクアドルの外部格付けは2000年代を通じて特段改善していない。また、エクアドルとエルサルバドルの場合には、ドル化の導入から10年近く経過して体制が定着している一方で、国内には依然としてドル化は貧困層に不利に作用する体制であるとして左派を中心に体制の逆戻りを求める声も根強く残っている。

このように、エクアドルとエルサルバドルのドル化に対する評価は見極めが難しいが、パナマの場合には成功例としての評価が定着している。

尚、アルゼンチンでも 1998 年頃にはドル化の選択肢が現実的なものとして議論されたが、結局実現はしていない。小国と異なって、大国の場合には自国通貨を廃止してドルという大国の通貨を法定通貨とするのは、歴史的な事情や国民感情を勘案すると現実的には選択は困難であった。

### (3) カリブの小国群の通貨同盟の長期間にわたる持続

ECCU は Eastern Caribbean Currency Union の略であり、カリブ海の小国 6 か国（アンティグア・バーブーダ、ドミニカ国、グレナダ、セントクリストファー・ネイビス、セントルシア、セントビンセント及びグレナディーン諸島）による通貨同盟である。

第二次大戦前は英国の植民地であった国々で、1950 年にカレンシーボード制度（British Caribbean Currency Board）を採用している。1967 年のポンド切り下げ時に見直しの議論があり、1976 年にリンクの対象がポンドからドルへ移行している。

このように、観光業を主体とするカリブの小国群の場合、固定的な通貨制度を取ることによる、競争力低下などのファンダメンタルズ上の問題は極めて小さく、戦後長い期間にわたって通貨同盟を維持している。

### 3. ハードペッグの制度の比較と現在のユーロの問題へのインプリケーション

前述した中南米での経験をハードペッグの選択肢の比較の観点を中心に、現在のユーロの問題へのインプリケーションを整理すると以下の通りである。

第 1 は、自国通貨再導入の混乱・コストが非常に大きいことである。アルゼンチンにおいて制度を逆戻りさせたことによる混乱と代償が大きかったことは前述した通りである。ギリシャでは、今後ユーロに留まって厳しい道を辿る代替の選択肢として、ユーロから離脱して自国通貨（ドラクマ）再導入の議論もある。しかしながら、アルゼンチンの場合にはカレンシーボード体制を逆戻りさせた際に大きな為替差損が発生して、銀行部門に負担が皺寄せされることで混乱が増幅した。更に、通貨切り下げの結果によって生じた（自国通貨建てで見た）対外債務負担が大きく増加したが、アルゼンチンはこの軽減のために一方的な債務削減を行って国際金融界から孤立するなど、自国通貨再導入のコストと代償は非常に大きくなることが予想される。

第 2 は、小国の選択として、ドル化の方が通貨同盟と比較すると、信用が揺らいだ時の対応が機動的にできることである。通貨同盟はいわば運命共同体であり、信用が揺らいだ時の対応への意思決定が難しいのに対して、ドル化はドル化採用国が一方的に通貨制度を選択できる点で、大きく異なる。現在のユーロの混乱は、通貨同盟創設後の運営の難しさを如実に示している。

中南米でも 1990 年代にブラジルとアルゼンチンを中心とする地域統合の枠組みであるメルコスール（南米南部共同市場）が誕生して以降、通貨同盟の議論も一部ではあった。通貨同盟にはドル化のように他国通貨を自国通貨として採用するのではなく、新しく通貨を創設するという政治的・象徴的なメリットがある。一方で、創設のために多大な時間を要することもあり、アルゼンチンでもカレンシーボード制度の見直しを巡る際も代替の選択肢はあくまでドル化であった。また、2000 年代初頭に中南米全域でドル化するか否かのドル化論争が大きく盛り上がったが、通貨同盟の議論は殆ど聞かれなかった。

第 3 は、通貨同盟は ECCU のように小さい国のような集合体であれば長期的に持続可能ということである。他にも CFA フラン圏があるが、これもフランスの支援といった

特殊事情はあるが長期間にわたって維持されている。これらの事例が示すように、信用力にさほど差が無い小国群であれば通貨同盟の長期間にわたる維持は十分可能である。しかしながら、ギリシャとドイツのように経済力の格差がある場合には、通貨同盟形成後に制度を長期的に持続させるのが非常に難しいことを、ユーロの現実は示している。

通貨同盟は、10年前の時点では21世紀の通貨制度の在るべき通貨制度の潮流の1つとして位置付けられていた。しかしながら、ユーロを巡る一連の大きな混乱は、通貨の運命共同体としての通貨同盟の難しさを改めて示すことになっている。アルゼンチンのカレンシーボード制度は約10年で役割を終えて、エクアドルやエルサルバドルのドル化もまだ逆戻りする可能性を抱えている。この意味で、通貨制度は時代の変化と共に、常に変わり得る可能性があり、その模索に終わりは無いものと言えよう。

以上

(参考文献)

Eichengreen, Barry, *International Monetary Arrangements in 21st Century*, Washington D.C., The Brookings Institution, 1994

Van Beek, Frits.; Rosales, J. R. ; Zermeno Livas, Mayra Rebecca ; Randall, Ruby; Shepherd, Jorge, *The Eastern Caribbean Currency Union : Institutions, Performance, and Policy Issues*, Occasional Paper 195, International Monetary Fund, 2000

小川英治『国際金融入門』、日経文庫、2002年

松井謙一郎「アルゼンチンの通貨制度の変遷 ～ドルとの関係の模索の歴史～」、『国際金融』1204号、外国為替貿易研究会、2009年9月

\_\_\_\_「メルコスールの通貨制度 ～ブラジルとアルゼンチンの関係の観点から～」、『国際金融』1210号、外国為替貿易研究会、2010年3月

\_\_\_\_「アルゼンチン危機（2001～02年）の経験 ～ギリシャ危機への教訓を探る～」、『国際通貨研究所』、2010年6月

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくご申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2011 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>