

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
(財)国際通貨研究所

## 地域協力の通貨政策（3）<sup>1</sup>

(財)国際通貨研究所  
専務理事 篠原 興

これまで二稿に亘って書いて来た事は、大雑把に東アジア地域を俯瞰的に視野に収めて、この地域における将来的な協力関係を築き上げて行く為の為替政策乃至為替相場政策について、域内各国が採るべき政策に付いてであった。つまり、将来の地域協力関係が、外貨政策と言う局面で実効あるそして意味のある形で出来上がる為に、各国が用意して置くべき国内政策としての、自国通貨の為替相場政策と呼ぶべきものに関しての論を展開して来たのである。

第一稿にても触れた様に、アジア危機以前の域内の各国の為替政策は多くの国が“事実上のドル・ペッグ政策”を採ってきた。通貨当局の多くは「バスケットを組成して、そのバスケット対比の動きを参考にした管理フロート」であったと説明したのであるが、やや長い目で為替相場の動きを追う目には、かなり明白なドル・ペッグ政策と映ったものなのである。そしてそれには十分な経済的な合理性もあったのである。つまり、貿易の受払いも貿易外の受払いも、資本勘定を通ずる資金取引の受払いも、そしてそれらの総体としての勘定を締めたあとの外貨準備も、太宗が米ドルで行われていた訳で、自国一国ベースでの為替リスクの軽減と言う見地から見れば、実に論理的な方策なのであった。その一つの証左として、80年代の後半から危機直前迄のかなり長い間、これ等の国々が示した成長の軌跡を支えて来たと言う事実が挙げられよう。にも拘わらず、“ドル・ペッグ”と危機以後に批判された理由の一つは、市場においてこの対ドルの安定的な推移が所与のものと考えられはじめて、為替リスクの只乗りの資金取引が横行したからで、これは通貨当局の説明にもかかわらず、市場は米ドルにペッグしていると理解していた事を如実に語っているのである。アジア危機は、この一通貨への集中政策が、時に思いもかけない形で国際流動性の危機を招来しようと言う点を浮き彫りにしたと言え、非常に大きな犠牲と負担を強いられた結果としての、最大の教訓もこの点であった。つまり「ドル・ペッグの為替相場政策は最早採り得ない」と言う教訓であ

<sup>1</sup> 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1168 号 (2006.9.1) に掲載されたものである。

る。ところで、危機以後かなりな時間が経ち、各国の経済もまちまちながらそれぞれに成長過程に乗ったかに見える最近何年かの、各国の為替相場の動きを見ると、ニュアンスの差はあっても、また明白にドル・ペッグと言える国は限られているものの、再び対米ドルの為替相場の安定的な推移を重要視する様になっていると見受けられる。これは、当面の為替政策の目標が、自国通貨の上昇の回避と外貨準備の蓄積にあって、メルクマールとなりうる為替相場が多く国においては、対米ドル相場のみと言う現実からは、仕方の無い現象とも思われる。しかし乍ら、ここでそう言って居ては実は何も始まらない、動かないのであって、やや中期的な視点を加味した外貨政策に関して論を進めてみる事とする。

さて進める前に一言、最近の“グローバル・インバランス”問題について触れて置くことにしたい。この世界的不均衡と称される問題は、何もここ何年かの特殊問題では無くて、過去20年位に亘って続いて存在してきた謂わば趨勢的な問題であるとする。趨勢的な経常収支の不均衡に対する処方箋は一つしか無く、それは国内均衡を達成させるしか解決方法は無いはずである。この事は、最大の当事者である米国も百もご承知のはずなのは、30年以上前に、米国が一人勝ちの形で経常収支の黒字を示して居た時代に、わが国をはじめとする赤字国からの、二国間協力の要請に対しての答えが「趨勢的な経常収支の赤字は国内均衡の回復しか手が無い」と赤字国責任論を押し付けて来た事からも明らかなのであって、この事をご記憶の方も多いと思う。さて、この趨勢的な経常の赤字が機軸通貨国に依って出されていることが、問題を複雑にしている訳である。つまり膨大な赤字のファイナンスを自国通貨である米ドルに付けて（貰って）いる形で、それが各国の外貨準備の積み上がりと言う処に集中して表れているのである。ここまで手を拱いて来てしまったのは、無為無策事なかれ主義の中で時を過ぎて来た各国にも責任があるとは言える。（当然の事乍ら、ここでの各国は欧州を含む非米国の全ての国を指す。）大きな後悔は、米ドルを補完する第二の機軸通貨を生み出し得なかった事にある訳で、IMFのSDRをその意味で十分に育てられなかった事実等が数えられる。ここに来ての新しい事情として、欧州の統一通貨であるユーロの存在がある。最適通貨圏の論理解析的には、統一の条件は満たされて居なかった等の論証もある様であるが、重要な事はそれにも拘らず統一したと言う現実であり、最適通貨圏的には十分条件を満たして居なかったかも知れない分、今後も各種の調整が続く事は予想されるが、事実としては極めて大きな経済主体を背景にした巨大な通貨が誕生して活躍を始めている訳で、このユーロの国際通貨としての活用が考えられて良い。多分、このグローバル・インバランス問題は、米国は今度は“黒字国責任論”を振りかざしつつ、「米ドルの価値が大幅に落ちて米国は困らないけど、困るのは大きな外貨準備を米ドルで保有なさっている諸国をはじめとする皆さんの方でしょう」と、言わんばかりの通貨外交を展開してくる可能性が大きい。IMFの場において今後展開が期待される多国間の話し合いに於いても、米国の基礎的な貯蓄投資の均衡問題（をはじめとする国内均衡問題）に手を掛けつつ、米国の黒字国通貨に対する為替相場の切り上げ要求にも一定の理解を示す、と言う形での進展が考えられる。（多分、そのスピー

ドは極めて遅いものと推測される。)つまり、アジア域内諸国の(同じ船の乗船者である中東諸国等はこの際視野の外に置いておく) 自国通貨の対米ドル為替相場の切り上げと言う犠牲を大きな要因に置きつつ、ゆっくりとした解決が模索される事になるのであろう。

東アジアの諸国は、この問題に関して域内の諸国で集まり意見交換をする事が喫緊の重要事項なのであるが、その折の合意事項の一つが、(その合意が明示的になされるか暗黙裡になされるかは、時と場合の状況に依る事ではあるが)、意図的な米ドル離れの方策である事は、これまた当然の論理帰結なのである。

通貨にはいろいろな側面があるが、貿易取引や貿易外受払いに於ける表示通貨の役割や、その表示された借り貸し勘定の決済の役回り等において、機能的に言えば、円やユーロが米ドルがこれまで負って来た機能を米ドルに替わって果たす事に、技術的には特段の大きな問題は無い。運用投資通貨としての局面は、円に関しては、その低金利の状況が早い段階で大幅に変わる事が考え難い事は、この問題を論ずる時にやや忸怩たらざるを得ない状況ではあるが、反面、米ドル建ての投資は、殆ど必然的に元本割れ(つまり米ドルの切り下げ)を招来しそうな蓋然性を考え合わせると、十分に理のある選択になりうるのである。円やユーロの切り下げの問題も論理的な可能性としてはありうるが、ここ当面の世界的な通貨問題の基調を為すのが、グローバル・インバランスである限り、米ドルよりも大きな幅で、円だのユーロだのが、独歩安に陥る蓋然性は極めて低いものと考えて宜しいと思われる。筆者は第一稿において、先進三通貨間の安定を約束する為替制度は作りえないであろう事、従ってこの三通貨に関しては、相互間のかなりな大きさの値動きを今後とも覚悟を持って見守らざるを得ないだろう事を指摘した。そしてその動きの底流には、このグローバル・インバランスへの対応としての米ドルの極く緩やかな切下げがあるだろう、と思わざるを得ないのである。

先の二回に亘る論を続けるに当たり、現在の環境とその見方を整理しておく必要性から、上記の幾つかを改めて提示した次第である。

## 1. 中長期的な政策目標とその展開

地域協力と言う観点からの中長期的な政策目標は、押し詰めれば一つに集約されよう。それは、「域内通貨間の為替相場の安定」である。域内における経済活動が、今後ますます統合の度を加える形で進み、その結果一体化が進むであろう事を今や疑う人は居ない。物流の面での自由貿易協定の網の目の繋がりは始まり、サービス貿易の域内自由化、ひいては人の動きの自由化に至る域内統合の動きは、多分もはや引き返せない地点を越えたものと考えて居る。実体経済面での一体化がこの様に進む時、金融面、なかんずく為替取引の面での安定が、これら実体経済面での展開を支える重要な点であることは論を待たない。これを国際金融的に書き直せば、「域内諸通貨間の為替相場の安定」と言う命題になるのである。この安定が実現された暁には、域内諸国の持続的な成長にも、先に挙げた域内協力体制の一層の進展にも、また見方を変えれば金融危機の再発の防止の観点からも、大きな支えとなる事は充

分に期待出来るのである。しかし乍ら、これまでもこの問題に関しては種々の議論が為されて来た中で良く見られた経験は、「何が無いかから次が続かない、だからこれも出来ない」と言った形の“無い無い尽し”的な議論であった。無いものをこれ見よがしに提示して己が知力を誇るが如き論者もまま見られた。誰でもが知っている事は、この様に無いものねだりを繰り返して待っていても、その欲しい物は天からは降って来ないと言う事である。

前二稿において述べた処方が、この「域内通貨間の為替相場の安定」と言う中長期目標に如何に作用すると思われるかを展開する事としよう。

先ず、小論が提唱した事を纏めて見よう。

域内諸通貨が、己が価値を計りその価値を確かめる鏡として、先進三通貨を等量含むバスケットを組成して、このバスケットに自国通貨を連動させる。つまり域内諸通貨の共通のバスケットの作成である。そして、この事実の公表と実際の運用に当たっての連動幅の公表、更には基準時点との対比に於いての乖離幅の計算と公表が続かなければならない。

この先進三通貨等量のバスケットは、その組成の中に安定化装置を持っており、三通貨間の相互の動きが一番上手くバスケット内にて打ち消しあって、バスケット自体の重量を変化させない。しかし乍ら、各国の通貨価値が、公表の乖離幅を超えて動きそうな時は、それが一時的なものであれば、これまで同様に介入に依って安定化させ、恒常的な性格であれば、基準点の訂正で対応する。この介入に当たっては、同じ状況にある国が域内で多く出てくる事も考えられ、共同して介入する等の戦略を模索しなければならない。このバスケットを、域内諸通貨の価値を映す鏡以外にも活用する。その一つの可能性は、今後設立が望まれるアジア通貨基金（AMF、仮称）の基本の使用通貨の単位とする事が挙げられる。また、アジア債券市場育成（ABMI）策の一つの可能性として、このバスケットを使った債券の発行やそれへの投資が考えられる。これらの場合には、構成比率のみならず絶対値としての計算単位化が必要であり、適宜の重さで固めた上で、これをアジア・バスケット単位（ABU = Asia Basket Unit）と呼ぶのは如何であろうか。

以上の三点がその論の中心であったのだが、これが先の「域内諸通貨間の為替相場の安定」に向かってどう働くかを以下で見てみる事とする。

#### （１）各国が国内的に対応が必要となる諸点

実はこれは誠に多岐に亘るのである。国内の経済活動の全てが直接間接に自国通貨の価値に反映される事を思えば、全ての経済政策に亘る事になるが、本稿では、やや直接的な影響を持つと思われる国際経済的な諸点に絞る事とする。

先ず、外貨政策の転換である。これまでの経験を支えて来た米ドル中心の外貨政策から、

政策目標としての三通貨への分散策が採られなければならない。つまり、貿易の表示通貨、決済通貨、資本取引の通貨等、これまでは米ドル一辺倒で来たが、それでは、個々の企業もまた一国ベースでも、為替リスクを背負い込む事に他ならず、これらの外貨取引が三通貨に上手く分散される事が論理となる。当然の事乍ら、その最終尻である外貨準備も三通貨に分散される事を目指す。この事は、殆ど必然的にこれら三通貨対価の為替市場の成立を要求する訳で、この三通貨の為替市場の成立が、実は三通貨のバスケットの必要条件であった事も思い出して欲しい。これは政府や通貨当局が上の方で喚びかけても実現される事柄では無く、実は深い理解の上で国内諸経済主体がそれぞれに工夫し確信をもって取り組むべき事項に属する。極めて大雑把に考えれば、南北米州向けの取引を米ドル建てとし、欧州及びユーロとの繋がり強い通貨を持った国々との取引をユーロ建てに、日本向け及びアジア域内取引のある部分を円建てに仕組む努力から始めて見るのであろう。勿論、米系の多国籍企業の企業内取引は、彼らの論理としての米ドル建てに固執しようし、また、エネルギー等の国際商品の取扱いも微妙を極めるものと考えられる。それらの事を考え合わせ、その上で戦略的に国を挙げての取組みとならざるを得ない。少しずつでも始めて見る意味合いは大きいのである。また、一国で突出してこの問題に当たると、相手国からの反応は予想以上に大きい事も予想される。小論が目指すのは、域内の複数の国に依るほぼ同時的な同一の内容のバスケット採用であり、この外貨政策の緩やかな然しながら確固とした後戻りしない取組みも、これ等の採用国に依り、統一的に採られる事となる。この複数国に依る展開は、相手国からの過大な反応を減殺する可能性もある。

この点における我が国の協力が極めて重大な意味合いを持つこととなる。アジア地域との取引を原則的に円建てとするのであるが、これまでも何回も同じ問いかけに対して、否定的な反応をし続けて来たのが我が国の実物経済の主体諸公であった。明治の昔には“国家百年の計”と言ったが、そんなに長い話では無くとも、東アジア 30 年の計位の重さはあるかと思われる。アジア地域の持続的な成長の基盤をなす為替・外貨政策の大転換の一端を、最大の利益享受国たるべき我が国が担うのは正に理の当然であって、その位の覚悟があってしかるべしと考える。その上、若し彼らにその要請があれば、対日で無い域内取引の円建て化への協力も必要となる。この面では、彼らの通貨対価の円為替市場の育成と共に、主として本邦金融機関の活躍場面となろう。

次に、各国の国内諸市場の整備問題がある。上記にて、先進三通貨対価の為替市場の育成を挙げた。それは、バスケット連動制を意味あらしめる為にどうしても必要な市場だからである。しかし、この共通のバスケットに連動をし始めた域内諸通貨は、先進三通貨の勝手な動きからは適当に距離を置きつつ自国の為替相場の推移を見守る事になる。この当然の帰結として、域内通貨間の為替も見易くなり、且つこれまでより相互に安定的な事実の発見迄に時間は掛からないと考える。危機以前のパーツとリングの関係は極めて安定的であったのだが、それは共にドル・ペッグの結果であった。今回は三通貨バスケットへの連動であるが、連動させるバスケットが共通であり、そのバスケットの内容が等量の三通貨であれば、その

重量は自動安定化装置的性格からも、例えば米ドル通貨よりは安定的に推移するものと予測される。このバスケットにそれぞれ連動させて居る訳で、域内諸通貨間の為替相場は、安定的に推移して行く事が論理帰結として予測される。

先に、三通貨への分散策において、域内取引は円建てにと述べたが、当然の事ながら、これら域内取引は取引当事者どちらかの自国通貨建てにて為される事を否定するものでは些かも無い。両当事者の合意で円建てが選択されれば、そうすれば良く、彼らの通貨が選ばればそれまた結構なのである。かかる、域内通貨建て取引の振興の為には、それぞれの国内市場において、域内通貨の為替取引が受け止められねばならない。これまでの様に、為替取引は対米ドル取引のみで、円取引もユーロ取引も、ましてや域内の他通貨取引も、全て米ドル相場からの裁定取引（クロス相場）に依ってなされると言う状況からの脱却である。幾つもの為替市場を並行的に運営するのは、各国の通貨当局にとっては大きな応用問題である事は重々承知の上で、敢えて強く推す次第である。現状の様に、米ドル為替取引のみでは、例えばグローバル・インバランス問題への対応（要すれば対米ドルの相場切り上げ幅）が国に依ってまちまちとなる時には、自動的にこれらの国々間の為替相場は不安定になる事必定で、米ドル相場のみを見て一喜一憂する状況は、危機以前と何ら変わらない事になるのである。

## （２）域内各国が共同して対応すべき諸点

先進三通貨等量のバスケットをそれぞれの国の通貨の価値測定の為の鏡として採用し、その採用に伴い必要となる諸点を最重要の国内政策として、覚悟を持って展開する事にした国々にとっては、これ等の諸国間での協力関係の敷衍は、当然の論理に従えば良く、決して難しい問題では無い。最大の点は、この為替政策は、73年の総フロート移行以後、何ら生産的な意味においての建設的な為替政策ないし制度を生み出し得なかった先進国へのある種のアンチテーゼをなしていると言う事実である。この事は、どこか一国が一人でこの政策を展開しようとするれば、当然の事のように、これら先進国からの無用な反発を招きかねない。従って最大の戦略も、幾つもの国が揃って採用に踏み切る事に集約される。その上、一旦始めたら虚仮の一念に似た覚悟を持って推進して、途中で放棄しない事がこれに次ぐ。域内各国の協力は、この2点を中心となる。

域内通貨の集中的な決済制度の創設であるとか、証券類の集中保管決済制度の創設であるとか、或いは域内資本勘定取引の自由化であるとかの技術論的な問題は、実は山積しているのである。しかし乍ら、これ等の技術論の世界でのテーマは、大本が固まれば、それこそ当然の論理展開の内に出て来る事柄であるし、技術論のテーマは技術論での対応が可能だけ、結論も出易く且つ実現も難しくないと思料されるのである。また、チェンマイ合意の拡充（論理的には当然に三通貨への拡大が無ければならない）その前提となるサーベイランスの精度と深度の高度化も引き続き追求して行かなければならない。そしてこの二つの制度の拡充は、これこそ論理帰結として、アジア通貨基金（AMF、仮称）の設立そのものを意味している事は、ここまでお読み下さった方々には最早自明の事であるだろう。

## 2. その後に続くもの

実は筆者は、本稿に於いては、この項目、即ち主要三通貨等量の共通バスケット採用の後に続く事柄を主として記述する予定で書き始めたのである。ところが、危機後の各国の現状を考え、妙な事に新しい問題との装いをこらしてグローバル・インバランスの問題が光を浴びつつある現状も考え合わせ、これらの問題点に対して、小論の説くバスケットは如何なる役割を演じうるかについて、述べざるを得なくなった。一つの現状は、ドル・ペッグは今後とも採らないと明言しつつも、国内には対米ドルの為替市場・米ドル為替取引しか存在して居ないと言う実情である。この状況下では、どの国にとっても為替問題は何時まで経っても米ドル為替問題でしかあり得ず、言わばシステムも市場関係者の頭も、何時までも実態的にドル・ペッグになっていると言わざるを得ないのである。かかる状況への有効な手段が打たれないまま、世界不均衡問題が、コインの裏側に米ドル為替問題の顔を持ちながら大きなテーマとして出現して来ている。それが直接に域内国の金融危機に結び付く形で発展するとは思わないが、若しかすると域内国が大きな犠牲を払った上で米ドル防衛の片棒を担がされる蓋然性は否定できない。

筆者のバスケット論は、バスケットへの連動政策と共に、それとの論理整合性を考えた幾つかの国内政策を取る事に依って、世界不均衡問題の解決の長い道のりに於ける負担を軽減する事が出来るかも知れないが、この点への関与に関する展開をしている内に、予定の枚数が尽きて仕舞った。

この後の展開、それは通貨同盟への展望であり、域内通貨を構成要素とする計算単位の創設を論ずる心算であるが、それは次回に回す事としたい。

Copyright 2006 Institute for International Monetary Affairs (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, Nihonbashi Hongokucho 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 : 03-3235-6934 (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>