

Newsletter



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

地域協力の通貨政策 (1)¹

(財)国際通貨研究所
顧問 篠原 興

1. はじめに

「東アジア共同体」という概念乃至言葉が、シンクタンク仲間の中で語られていた時代、いわゆるアジア危機の前後およびそれに続く数年の間は、この言葉が掛る結びの言葉はいつも「われわれの間に於いては、今回も見ての通り、その必要性の確認と実現に向かったの注力に関してはコンセンサスが出来た。次に求められるのは、政治の場での政治的な意思の確認である」と言うものであった。つまり政治家を含まない知的な討議の場での議論や討議は、これを肯定する形でいつも終わりとなり、後は政治のレベルに投げつけてその時の役目は終わったとしたのである。

ところで、ここ数十年、欧州の地域統合が誰の目にも明確に見て取れる形で現れはじめた。方や、南北の米州大陸の諸国も、欧州と殆ど同一の問題意識から、地域協力の可能性を種々の方面と機会に模索を始めて来た。これら二つの地域協力や統合の動きは、構成メンバー国の増加や、大きな地域協力の構想の中により近い国々のみ小さなサブ地域の協力関係の模索が現れる等、やや複雑な形相を呈しつつあるかの様であるが、兎も角地域の中での協力関係を求めて行く動きに後戻りは無いと思われる。そうすると、残る大きな地域協力の可能性のある所としてのアジア地域が、むしろ政治の面での課題として、地域の政治家達の意識に上る事になる。これまた当然の事なのであり、昔からのシンクタンク仲間としては、やっと局面が一つ進んだとの思いを共有する処となった訳である。

さて、東アジア共同体構想の政治の場での議論も、首脳ベースでの問題意識の確認のレベルから、政治の場での意思確認に近いレベルまで、何回かの機会を通じて進んだがごときに見える間、政治の最も好むテーマである、誰を仲間とするか(もっと重要なのはこの裏側の誰を仲間外れにするかなのだらう)という点に関心が集中してしまった感が無くも無い。当然の事乍ら、政治統合だの統一通貨の採択だのと言う、メンバー国の主権を大幅に制限するような統合の場合には、それは構成国の選択は死活の問題であろう。

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1160 号 (2006.2.15) に掲載されたものである。

しかし、東アジア共同体構想が、かかる事態を当然に且つかなりの緊急度を持った課題として考えている訳で無いのも、また当然の事なのである。SARS や鶏インフルエンザ問題を喫緊の共通話題とした保険衛生の場での協力関係国の構成と、自由貿易協定の蜘蛛の巣状の広がりから実態的に出来上がってくるかも知れない関税同盟的な協力関係の構成国が、常にキッチリと同一である必要も無さそうに思える。多くの分野での協力関係が実態的に出来上がって来ると共に、それぞれの協力の場における参加の国々も、参加の損得計算のソロバンが入り、自然と落ち着く処に落ち着く様な期待が持てるし、その方が実際的にも思えるのである。

反面、金融協力に関しては、あれだけの金融危機を略全ての域内国が被りながら、今世紀に入り、米国の好調な景況や中国の力強い成長に支えられた形で、何とか持続的な成長軌道に帰る事が出来た多くの国は、その結果としての外貨準備の蓄積もなされ、資金の流れは不満を言う程の事も無く推移して来たが如き状況の中で、域内の金融協力に関してはまだまだ議論、検討中であって具体的なコンセンサスにいつ到達できるのか皆目見当が付かない状況にある。危機の直後には、あれほど地域諸国の共通の問題であると認識された為替政策や為替相場政策に関しても、ここ何年かの先進国通貨間の相対的な安定の状況もあって、議論の展開が「喉元過ぎれば」の形相を呈しているかの感が無くはない。本小論は、今一度この点に光を当てて、今後の域内諸国の共通問題としての通貨問題への認識を共有できる事を目指して試みる事とする。

2 . ドルベッグの光と影

98年のアジア危機以後、地域の内外を問わず誰も推奨しなくなった為替相場政策が「ドルベッグ」政策である。危機の当初から危機の原因と数えられ非難的となって来たからであるが、少し考えて見れば判る事であるのは、この為替相場政策がそれと裏腹となった為替政策（乃至外貨政策）と相俟って、80年代後半から危機時に至る長い成長を支えて来た事も確かなのである。次の為替政策を考える前に、このドルベッグ政策が担って来た役割を俯瞰して見ようとするのは、為替相場政策は、現れは為替相場のみであり極めて技術的な趣があるものの、実は国内政策等に及ぼす影響も大きく且つ広範であることを再確認しながら、次の政策の発想の起点を整理しようと言う目論見からである。

ドルベッグ政策を採って来たと思われる国々も、危機発生時には決してそうは認めなかったのである。彼らは、「バスケットを作りそのバスケットを時々計算の上管理フロートして来たのが実情である」と説明したものである。ここで注目に値するのは、実態が説明通りであったとして、ならばそのバスケットの中身はと問うと「不要な投機を呼びかねないのでこれは政府（中銀）限りの秘密事項である」と言う説明であった。但し構成通貨とその通貨のバスケットの中での比重は、貿易の受け取りや支払い、經常収支の支払い、資本取引の支払い等の実績を勘案して決めていると言う説明ではあったのだ。つまり、バスケットの中身は、これらの国の外貨政策乃至為替政策を真っ正直に写した中身であった事になる。

ならば、統計手法を使って推測しようと言う計算をしたグループがある。彼らの解析に拠れば、タイ（パーツ）やマレーシア（リング）の様に、80年代半ばからやや長期に亘って為替相場が（対ドル相場

で計って)安定して来た通貨が持っていたと類推されるバスケットは、その構成の80~85%が米ドルであったであろうと結論付けている。他の通貨とその割合はと言うと、どうもそれは余り問題ではないらしい。つまり一つの通貨の比重をここまで高めるとその他の構成通貨やその比重はどうであれ、あれほど結果的に綺麗なドルペッグの為替相場を計算してくれると言う話になる。

またこれから導き出される推論として、その時のこれらの国の外貨政策は、米ドルの比重が同様に80~85%になっていたであろうと言う事である。この数字はたいして驚くべき数字では無く、謂わば想定範囲の内と言える。貿易を含めた経常取引の決済も、資本勘定を通ずる取引の決済も太宗が米ドルでなされて居た事を言っている訳で、例えばこれら外貨政策の集大成とも謂うべき外貨準備は多分もっと多くの割合で米ドルに流れているのであろう。こういう状況の下では、為替相場政策としてドルペッグ策を採用するのは極めて論理的な事態であると結論付けられる。

上記の如き実態と政策とを持っていた国が、為替相場政策としてドルペッグを採用する論理的な根拠は以下幾つか数え上げられる。 先ず為替リスクの回避である。これは一国単位で考えた場合の為替リスクといえるが、受払いの総体としてのリスク回避のみならず、余剰資金運用としての外貨準備のリスク回避の意味も大きい。 為替相場の安定がもたらす、国内経済経営上の安定が上げられる。輸出・輸入の価格の自国通貨ベースでの安定が得られる訳であり、国内の経済活動の活発化には大きな事柄なのである。 国際市場が、対米ドルでの為替相場の安定度を注目しており、その見地からの安定感を国外に誇示できる事も大きい。この点は、80年代のラテン・アメリカの危機の後に、国際機関や先進国市場から寄せられた「安定した為替相場の維持が出来る通貨が良い通貨である」とのメッセージに応えるものとなっていた。 同様のドルペッグ政策を採用している国同士の間(例えばタイ・マレーシア間)では、結果的に相互の通貨同士の相場が安定する事を意味し、両国間の経済取引の振興が図り易いと言う点を勘定にいれても良いかと思う。

為替相場に関する政策は、単純な海外渡航者の外貨交換にその結果が現れるのみならず、ちょっと考えただけで上に数え上げた通り、国内の基本的な経済の運営に迄広範な影響力を有しているのである。

さて、このドルペッグの為替政策が、片や東アジアの奇跡と呼ばれた長期に亘る成長の路線の基本的な骨格を形作って来たにも拘らず、98年のアジア危機に際しては一転して非難的になったのは如何なる理由によるものであったのか、思い出して見よう。この為替相場政策が呼び込んだ危機の原因には大小二つの点がありそうである。

小さな方の原因としては、経常取引に対する影響が挙げられる。経常取引の受払いの80%以上が米ドルでなされていて、この実績がドルペッグの政策的な論理の起点となっていた事は既に指摘した通りである。問題は、通商の建値や決済が米ドルでなされてはいても、その通商の相手国が必ずしも米国(及び同様にドルペッグを敷いていた国々)と限って居なかったと言う簡単な事実である。格好な例がわが国日本である。例えば、長年1ドルを25バーツ近辺で管理し推移させて来たタイを例に考えて見ると、95年にドルは円に対して80円迄切り下がったのであるが、この時バーツは3.2円であった。3年の後、ドルは今度は147円迄強くなるのであるが、同様に計算すれば此の時バーツは5.9円と計算される。3年と言う期間でこの様に大きく相対の価格が変化しては、タイの対日貿易は大きな影響を免れないのは

当然である。この期間のドルの高騰は、円のみならず同様に欧州通貨に対しても切り上がり、対日と同様の事態が大なり小なり対欧州各国通貨に関しても起きていたことが類推される。そしてこの事は、95年から97年にかけての同国の貿易統計等で跡付ける事が可能である。筆者が小さい方の理由としてこの点を上げたのは、実は、いわゆるラテン・アメリカ型の危機となるはるか前にタイは經常勘定への悪影響が積み重なり、外貨の資金繰りが大幅に悪化して流動性の危機を迎えると言う外貨流動性の危機を迎える事になったからである。然し乍ら、ドルペッグであったが故に、米国の身勝手な為替相場政策の展開の犠牲になったのであり、もう一つの理由が無くとも早晚調整を余儀なくされたかも知れない事には違いは無い。

では、大きな方の理由とは、ドルペッグが如何に働いたのであろうか。ドルペッグとは、自国の通貨の価値をかなり長期に亘って米ドルに固定（ないし半固定）させる事を意味し、従ってかなり長期に亘ってドル対パーツの間の為替リスクを軽減させる事を意味していた。これに市場開放（同国の場合には、BIBF と呼ばれるオフショア勘定を通じての資本取引の自由化と言う形を取った）とこれに伴う諸規制の緩和が、内外の金利差に注目した資金取引を呼ばない筈は無かったのである。通常はこの時、為替リスクの回避の為の方途を一緒に取る為に、そのコストで金利差は吸収されてしまうのであるが、同国の場合にはドルペッグ政策が取られており、かかる取引における為替リスクはそのドルペッグ政策が引き受けてくれた訳で、筆者の何回と無く指摘した「為替リスク只乗りの資金取引」が横行する事となる。この種の短期資金取引は、外貨（米ドル）が入って来ると直物市場で売られてパーツになるので、パーツは対ドル為替市場に於いて強固な迄に安定し、反面外貨準備は順調に積みあがり、謂わばドルペッグ政策を支えるが如き状況を呈し続けたのである。悲劇はこのルートで国内に入り込んだ資金が、国内的には過剰流動性の状況を生み所謂バブル的な形相を呈し始めていたのである。このバブル的な状況が巻き戻り、その結果いくつもの企業の収益状況や資金繰りの状況に疑問符が付くと、急速に階段を駆け下り始めて、遂に一拳に短期資金の形で入っていた外貨資金の取り付けが始まり、同国が外貨の流動性の危機を迎えるに至るのである。この過程を透視する様に見れば、ドルペッグが為替リスクを無視しても良いと市場関係者に思わせる迄貫徹して来た事に、今回の危機の原因があると断じて大きな誤りでは無いと思われるのである。

ここで一つの疑問は、ドルペッグの持つ政策的な利点を生かして、為替リスク只乗り資金取引を許さない政策が可能かと言う点であろう。答えはイエスである。98年9月のマレーシアの取った政策が正にこれに当たる。リングは米ドルに固定（ペッグ）させ、為替管理を徹底して、資本勘定取引、中でも短期の資金取引への管理をきつくしたのは、まさにこの方向での政策の展開と言う事が出来る。（98年のパッケージは、この他にも幾つもの手段が採られたが、それらは何れも経過処置的な方策であり、2~3年の内に常態に戻ったのである）マレーシアの場合には、外資の流入に加え自国通貨の国際化（つまり非居住者保有のリング資金残高）を厳しく制限して、為替の投機の芽を摘む努力もしているが、これも上記の資金取引の制限と相俟って、政策効果を高めていると評価出来る。

と言う事は、ある意味に於いては中国は元々からこの政策を採って来ており、従ってアジア危機の被害は誠に小さかった訳で、危機的状況からの脱却の為に確信犯的に政策展開をしたマレーシアと、もともと

とその政策を採ってきた中国が、危機の被害の比較的小さかった国である事実は、今後の政策を考える上で、示唆する事の多い事実と思われるのである。

3. 建設的なアンチテーゼとしての通貨バスケット

80年代後半からの長期に亘る持続的経済成長を支えたのがドルペッグの為替相場政策であったかも知れないが、97年からの域内諸国が陥った流動性危機を生んだものと同じドルペッグ政策であった。つまり、一つの通貨にのみ安定を図ると、結果的には多くの他の通貨に対して不安定となりそれが危機に繋がるのである。だから、域内各国は、通貨のバスケットを作ってこのバスケットに対する安定を図るべきである。これが通貨バスケット論の出始めからの論理である。中には「通貨バスケットを作り自国通貨の安定を図るべきである」と、その間の論理も方策も捨象した焦った論者も散見される。ドルペッグのアンチテーゼとして通貨バスケットと言い、それに万能の効能を期待しているかに見えてくる。すこしづつ解きほぐして見たい。

論を進める前に、一つ覚悟を持って認識しなければならない事について一言触れる事としよう。それは、先進3通貨の間の長期に亘っての安定は無いと言う事である。筆者は、民間の投機筋が動員出来る資金力に比べて当局が使用できる資金に限りがあり、介入等により相場の安定を約束するのは不可能であると言う論に賛成するものではない。むしろ、3極の通貨当局が問題意識を共有し共同して作業を展開するとき為替相場を当局側が期待するレベルに誘導する事は可能だと考えて居る。それは、85年のプラザ合意から既に数度の経験を持っている事なのだ。この合意と共同作業が、明示的に行われる事もあろうし、秘密裏に行われる事もあろうかと思う。従って、今から過去を振り返って「なるほどこの数年(乃至2~3年)の当局の期待相場レベルはこの辺りであったのか」と、これまた推測する事は出来るだろう。何が出来ないかと言えば、今から将来に亘っての相場の水準の約束である。この約束(目標相場制乃至目標相場圏と呼ばれる内容を含む)が市場の知る処となるや、その限界の相場に向かって市場は動き、限度が近づいた時には大掛かりな投機を呼ぶ事が当然に予想されるからである。これへ真っ向から立ち向かうのは難しい事と言わねばなるまい。また、我が国が金利ゼロの状況を持って久しいが、この様な時に将来の為替相場が確りと予測出来るとしたら、どんな資金移動がどんなマグニチュードで起きるか知れたものでは無いのである。つまり、今後もかなりの長期に亘って先進通貨の間の、将来の相場を約束する形での安定は望み得ないのが以下の論展開の前提となる訳である。

先ず、先にも述べた通り、ドル(乃至その国にとっての基軸となる外国通貨)に己が通貨をペッグさせ、同時に為替管理を徹底して、短期を中心とした国際資本の跳梁跋扈を防ぐと言う選択が一つある。この場合には、為替管理と言う技術面のみならず、貿易構造や自国経済の対外依存度等考慮に入れなければならない多くの点があり、これらに対しての肯定的な見通しが立てられないと、ペッグ政策は長く続き得ない事となる。

もう一つの選択肢として、市場開放と規制緩和は行い、当然の経済行為としての外国資金の流入は自由化した上で、自国の通貨は完全なフロートとして、市場に任せると言う方策もあり得る。言わば先進国（特に言われている3極通貨の当事者国）は、他に選択の余地が無いこともあって、この政策の中に居る。この選択肢を選ぶと、やれ市場はある通貨乃至国を売っている等と言う所謂市場の声が大変に攪乱的であるのを横にどけても、市場取引に必然のつき物である相場の行き過ぎ（オーバー・シュート）への対策や、美人投票的な感覚からの一斉の投機的な動きに対する対応等、エマージングと呼ばれる国に取ってはなかなか頭の痛い点が多くあるのである。筆者個人としては、地域の通貨や金融に関する国際機関（いわゆる AMF）が設立され、十全たる活動を始めてから後に、この政策を採用する事が望ましいと考えている。つまり頼りがいのある後見人の存在が必要では無いかと思う次第である。

一国の通貨当局の責任は、いかに自国通貨の価値を維持するかと言う点に集中出来よう。対外関係を遮断して金融的に鎖国状態の国であれば、その国の通貨の価値保全是国内均衡の中で追及可能であろう。そうでない国に取っては、一つのメルクマールが為替相場と言う事になる。この為替相場を、一つの外国通貨に固定してその価値の安定を誇示することもいけない、と言って、完全に市場に任せると言う訳にも行かないとすれば、自国の通貨の価値を計る新しい物差しを作る事になる。言ってみればこれが通貨バスケットなのである。先に見た様に、バスケットの中味にある一つの通貨の割合を大きくし過ぎると、そのバスケットはその通貨そのものと同義になってしまう。また、バスケットはその時の外貨政策を上手に反映したものであることが、当然の事ながら望ましい。加うるに、このバスケットとその反映振りは、自国経済人に取ってもまた市場参加者にとっても判り易く検証が簡単に可能である事が望ましい。こう言う風に論を詰めて来ると、自国通貨の価値を計る鏡としてのバスケットは、先に今後とも相互の安定は望めないとなった先進3通貨による構成が当然の帰結として考えられる。この時に、自分が他の国際通貨にペッグしている第三の通貨を入れる事は論理矛盾となる。（例えば、ドルペッグの中国人民元）これを加えるとその分ペッグしている元の通貨の割合が増えるだけの事になる。また、現状の外貨政策をそのまま反映させる事も不可能であろう。何故なら、かかる計算はまたもや米ドルが85%等と言う結論を生むだけで、話は振り出しに戻るからである。と言う事は、新しい物差しは、今後のその国の実態経済の経営を俯瞰的に洞察してその構成を決めざるを得ない事となる。

筆者は、これらの諸点を考慮に入れた上で、アジア地域の各国が使用すべき新しい物差し乃至鏡としてのバスケットは、円・米ドル・ユーロがそれぞれ1/3づつ等量含まれたバスケットを提唱している。3通貨が等量づつ含まれていれば、相互に不安定な3通貨の間の動きが一番良く相互に打ち消され、結果バスケットの重さ自体には影響が無いケースが一番多くなるからである。例えば、当該の通貨（パーツとする）から遥かに離れた所でドル・円の相場が5%円高に動いたとしても、その動きはバスケットの計算の中で吸収されてしまう事になる。これを、一例としてドル・円・ユーロを4・2・4の割合で含むバスケットも作ろうと思えば直ぐにでも出来る。そして先の例の如く、ドル・円が5%円高に動いたとすると、対パーツの相場でドルの2倍円の相場が動かないとバスケット自体の重さが変化する事になる。このパーツとは無関係な所での3通貨の動きが度毎にバスケットの重さをなるだけ変えない工夫が、1/3

づつの等量のバスケットなのである。

この様な、物差し乃至鏡としてのバスケットを作りこれを鏡として有効に使う為の工夫も無ければならない。

まず、バスケット作成の前提として、自国通貨対3通貨の為替市場が成立して有効に動いて居る事が必要となる。この各通貨の対自国通貨市場が、時々市場値を示してくれる事が前提である。ある基準時の基準市場値でバスケットを作る事となるが、その場合の個別の重さのパラメーターとしての市場値を公表する。

このバスケットの価値を時々計算して、基準時の価値の上下何%に収まる様にすると言う為替相場政策そのものを公表する。この上下の幅は、各国の為替市場の効率性や有効性、為替需給の振れの具合等に依って、各国区々で仕方ないと思われる。

もし公表している乖離幅を超えてバスケットの重さが変化しそうな場合には、の為替市場に適宜介入してバスケットの重量を、約束の乖離幅の中に収める努力をする事となる。これは、ドルペッグ時の操作とさして変わるものではない。

バスケットにペッグさせるこの方法に拠れば、単一通貨へのペッグと違って、為替リスクを只乗りした資金取引は当然には生じないと予測される。然しながら、市場の動きと市場心理の赴く処に依っては思わぬ資金取引を呼び込む恐れが全く無い訳では無い。従って、資本勘定を通ずる資金の出入り、特に短期資金の出入りのモニターは十分に行い、もし管理が難しくなりそうな場合にはある種の規制が有効にひけるように用意をしておく事も必要と考えられる。

この様に構想されたバスケットを、域内の同様の政策的な必要性を感じている国々が、同じ時に同一の中身のバスケット(つまり3通貨等量のバスケット)を用いて自国の通貨の価値を計る鏡とするのが、望ましいのであるが、この点を含めて、次の応用動作に関しては、次回の論考で取り上げる事とする。

このバスケットへのペッグ(固定乃至半固定)の為替相場政策は、自国内の経済人に次の様なメッセージを送る事となる。即ち、対米ドルの相場はある時は高くまた他の時は安く現れるかも知れないが、その時同時に対他の2通貨の為替相場は反対に振れている筈で、3通貨全体で見れば安定したパーツ(タイの場合)相場の維持が出来ている事となる。と言う事は、夫々の企業や或いは個人のベースで、取引通貨の三分化が必要となる事を意味して来る。つまり通商の場の取引通貨、その決済の通貨、借入れや運用の為に選択する通貨、ひいてはそれらの総合された運用である外貨準備の通貨、これらが徐々に三分割され1/3ずつに収斂して行くのが論理なのである事が周知させられる過程と言える。これは上記のバスケットとそれへの自国の通貨の固定の当然にもたらす論理帰結ではあるが、長年の商習慣の中に居る経済人達には、心理的にも適応が難しい事かも知れない。しかし、だからと言って待っていても天から降ってくる虞はこれまた全く無いのであって、政治の主導と社会の支持に依って、意図的に作り上げて行く事となる。正にこの事が、アジア危機の最大の教訓、即ち単一の通貨への過大な信頼と依頼を

前提とした外貨政策、為替政策、為替相場政策は、思いもかけなかった状況で危機を招来する事となるのだと言う事への、国と社会を上げた対応となって行くものと考えられるのである。

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

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