

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

東アジア諸国にとっての新局面への対応策 《1》¹

(財) 国際通貨研究所
顧問 篠原 興
shinohara@iima.or.jp

1. はじめに

ここ数年、リベラル・アーツの一般的な基礎思考力の涵養を目的として行われる、古典を読み議論を深めると言うやや難しいセミナーのお世話を頼まれる事が増えて来ている。このセミナーに使用されるテキストは、古今東西の古典と目される良書の一部で、カバーする範囲は、人文科学関連のみならず社会科学系や自然科学に分類されるべきもの等、実に広範囲に亘っている。信仰・宗教も重要な一分野であり、テキストには新約・旧約の聖書の一部だの、正法眼蔵や神曲・13世紀インドの大乘仏教の唯識論等々が並んでいる。

一般的なサラリーマンの生活を送った者としては、名前は大学の入試の折、世界史関連として覚えて居るものもあったが、その一部分とは言え真剣に目を通すのは勿論初めてと言うテキストが殆どであった。特に宗教関連は、実に長い間等閑視して来た分野であり、人は何を信じるのかと言う根源問題を頭の中で繰り返すのは、知的作業としては誠に興味尽きないものであると、改めて知った次第である。そのお陰で、これまでは目に入っても直ちに頭を通り抜けていた様な、些細な記事等が、盛んに目に止まる様になったのは、余禄の一部と言ふべきであろう。そんな、記事や文章の幾つかを紹介して見よう。

- ・ アメリカは、宗教国家であると言う解説書。読むと確かに建国時の、特にニューイングランドの諸州は、その性格が強かったのでは無いかと思えて来る。

¹ 本稿は外国為替貿易研究会 国際金融 1192号 (2008.9.1 発行) に掲載されたものである。

多分この伝統の一つの表れが、時々耳目を掻き立てさせる所謂「ユダヤロビー」なる運動に繋がりそうであるし、アメリカの幾つもの州に於いて、未だにダーウィンの進化論を教育課程に組み込むのに、特別な配慮をしている事実に繋がりそうである。

・ テレヴァンゲリストなる存在。これは、上記に密接に関連した事実の様である。アメリカに於いては日曜日になると、幾つものTVのチャンネルで教会からの中継が放映されるらしい。これらの番組の出演者達を、TVを通じた福音伝道者（エヴァンゲリスト）と言う意味で、テレヴァンゲリストと呼ぶらしいのである。これらの中継の中核は、その人気伝道者達の説教にあり、説教の題材は「あなた方は地の塩である」とか、「汝の隣人を愛せよ」等では無くて、「悔い改めよ、世の終焉は近い」と言うテーマが、断然に多いとの話なのである。レポートは、アメリカ人は余程世界の破滅と最後の審判の好きな国民と見える、と結んであった。

アメリカを良く知る人の中には、「最後の審判が遅れているのは、多分天上の神が忙しいからであろう。世の終末を迎える為に、神の手助けをして上げるべきである」というような、やや極端な事を実に大真面目に考えている人達も一部にいるらしい。これはやや気味悪いものであると、言う人もいる。ブッシュのアフガンやイラクへの侵攻が、この目的もあって行われているとは些かも考えないが、サブプライム問題を考えると、何処かで誰かが考えていたと妄想したくなる折もある。そうでもしないと、10年前の（それより前から始まっていた我が国の事態も含め）アジア危機の全くのコピーを、10年後にアメリカが再現したとは、全く考え難いからである。

つまり、“不動産価格は、常に右上がりですと続く”と言う「神話」を作り上げ、この神話にそれらしく尤もらしい尾鰭を適当に付けて世に流布すれば良いと考え付き、実行した人達がいたのではないかと言う事である。（序に言えば、最新の統計やCGを使った説明を、インターネットで流す時の流布の早さと説得力の大きさに付いては、いくら指摘してもしすぎる事は無いと思われる）。この神話の、経済・社会への浸透に沿って不動産関連の個人消費が増え、この個人消費に支えられて景気は長期に上向き、片や不動産バブルが徐々にそのマグマを蓄える。

一方、金融市場では世界一の技術水準に支えられて、リスクのコントロールと言う虚構の創出から、融資の出し手と取り手の直接の繋がりを絶つ証券化が進み、これが世の金余り現象の余裕資金を吸収してバブルへの資金の供給を続ける、そんな図が大雑把に見た今次の混乱の直前迄の姿であった。バブルは何

時か弾けるのが、アジア危機の教訓であり、正にその通りとなり、アメリカの巨大にして最強の金融市場を支えた、これらの諸点が言わば“神話”の影に過ぎない事を白日の下に晒したのが、現状と言えるだろう。世界制覇を遂げたアメリカの最大の成果とも言うべき金融市場がこの体たらく、つまり「世の終末は近い、悔い改めよ」、そんな手ごたえを感じて日曜日の TV で説教をしている人がいそうに思えて来るのである。

ところで、翻って我が国の状況を考えて見ると、所謂日本経済論は、日本経済終末論ばかりが流行っている。中には、「円安の海に日本は沈む」と言い、さして時間が経っていないのに「円高の猛威の中で日本は焼け尽くされる」と、器用に真反対の事を言う論者さえいるのである。僕は、これらの“有能”な人に混じって“狼少年”の役回りを演ずるつもりは毛頭無い。しかしながら、ここ暫くの東アジアの状況を考えると、“危機の再発”とは言わない迄も、想定されていない混乱が避けられないかも知れない、と時に考える事がある。

本稿は、この点を中心に考えて見たい。

2. 危機以後10年の間に地域で考えた事柄

アジア危機で、地域の国々が世界中から指摘された事項は実に多くの点に亘っているが、ここでは国際金融、通貨制度、地域金融協力等に分類される事項に付いて、地域の中でその後何が語られたかを、幾つかの点を取って検証してみる事にしよう。

(a) ドル・ペッグ犯人論

危機の後、一番最初からそして一番最後迄強く非難されたのが、危機迄の暫くの間アジア諸国で取られて来た為替相場政策としてのドル・ペッグであった。勿論、ドル・ペッグの為替相場政策にも光の部分と影の部分がある訳であって、ドル・ペッグなる言葉に引き摺られない冷静な思考を廻らすべき事は言う迄も無い。

その光の部分としては、'80年代の中頃からのこの地域の持続的な成長の歴史が浮かんで来よう。世銀が「東アジアの奇跡」と言うレポートを出したが、このレポートがカバーした時代の、地域の国々の為替相場政策こそがドル・ペッグであったと言える。貿易・通商に始まり貿易外の受払い、様々な形の外国からの借り入れ等の外貨取引の大部分をドル建てとして行い、外貨リスクを対ドルリスクに集中した上で、ドル・ペッグの為替相場政策を取ったのだから、この限りに於いては実に効率的且つ国益に沿った政策であった訳である。

当然の事乍ら、最重要市場としてのアメリカへの容易なアクセスの為との意味も大きかった事は言う迄も無い。この光の部分は今に至る迄上手く使っているのが中国であり、危機の最中に改めて採用を決めて目覚ましい成功を収めたのがマレーシアであると言う事が出来る。では、これらの国はどうやって影を踏まなかったのか。

実は、ドル・ペッグが悪かったと言う論は、やや表面的過ぎていて、本当の罪科はこの為替相場政策自体ではなかったのである。何処にあったかと言えば、不用意な市場開放政策にあり、中でも短期の資金移動を許した資本勘定取引の自由化にあったと言える。この自由化の結果、それまで比較的に好調であった各国の景況を囃して多くの短期資金が流入して来たのであるが、この動きは一面では、その国の通貨の対米ドル相場を強固な迄に安定させ、他の一面では、自国通貨転した資金を長期の投資に振り向け、結果としてバブル的な景況と、外貨資金の取り入れとその使用との間に足違いを作ってしまった。

この結果、バブルが弾けると共に短期の国際流動性（外貨準備）のポジションに疑念が抱かれ、国中が総取り付けにあったのが、前回の危機の姿であった。つまり、悪かったのは為替政策としてのドル・ペッグ制そのものではなくて、一緒に取った外貨政策の幾つかが、一緒になって危機を呼び込んでしまったと考える方が正確であると思われる。

大なり小なり危機の影響を受けた国々は、この“ドル・ペッグ犯人論”を聞いて、何としたか。多くの国に於いては、「元々ドル・ペッグでは無かった」と釈明しつつ、市場に対しては「バスケット指標を使つての管理フロート」なる説明がなされ、それは基本的には現在に至っているのである。近時対米の大幅な経常黒字から、米国に為替相場政策の緩和（言わば対ドルの切り上げ）を要求され少しずつ実現させている中国やマレーシアも、基本的には同じ説明を繰り返している。その指標としているバスケットの構成そのものは、どの国も公表をしていないが、その理由としては、通貨主権に属すると言う神学論的なものから、不要な投機を招かない様にとする現実的なもの迄ありそうである。

ところで、ここ数年の東アジア諸国の通貨の市場相場の動きを俯瞰すると、やはりドルへの強い連動が見て取れる。対ドルで数%の切り上げがなされた折等には、当該通貨の当局からは、バスケットの構成比を若干変更したが、このバスケットをメルクマールとしている事に変わりはないと言う説明がなされる。指標としてのバスケットとは、かかる性格のものであろうか。

例えば今年の夏頃迄、円は対ドルで安め且安定的な相場が続いていたが、この間等は言わばバスケットの中身にドルがあっても円があってもバスケットの重み自体に重大な変化は無かった訳で、都合に依つてドルとしても円としても、

指標としては同じ所を指し示した筈である。対ドルでの切り上げを説明する際に、バスケットの中身を適宜変更するのであれば、説明に足る中身を逆算して作れば良い訳で、そうすると趨勢としてのドルへの強い連動が見て取れる限り、在り様は、実は種々説明は変わっていても、実態としては危機以前と余り変わっていないと言う事になる。

この事は、次の点からも検証できる。即ち、各国の為替市場として機能しているのは、未だに対米ドル取引のみである事がその一つである。ドル以外を対価とする為替取引は、円でもユーロでも、又地域通貨の間でも、基本的には米ドル相場を中に挟んだ裁定取引となっているのである。この事は、コインの裏側である、各国に於ける使用外国通貨の多様化が未だ進んでいない事を意味していよう。

さて、視点を変えてアジア危機を呼び込んだ政策と言っても過言で無い資本取引に係わる自由化は、如何なる状況に在るだろうか。危機の最中、IMFは独特の考え方で資本取引の自由化を強引に進めた形跡があるが、一段落の後、各国とも資本取引の管理は、危機以前に比べてきつくなっている。この事は、危機から学んだ教訓として十分に生きていると評価出来よう。

資本勘定取引の自由化は、外貨にとっての自国の国境を無くすると言う面と、自国通貨にとっての国境を無くすると言う面とがある。前者は、先の危機でタイが典型的に被った様に、どっと流れ込み金利差を懐に収めて突然どっと出て行くかも知れない外国資金の取引であり、後者は自国通貨の為替市場での投機的な動きに対する兵站線となりうる自国通貨の国際化と呼ばれる取引なのである。

日本は実に慎重に少しずつしかこれ等の取引の自由化は進めず、始めてから約30年経って'97年の管理法改正でやっと実現した経緯が在る訳で、多分多くの地域の諸国に取っては格好の先例だと考える。本問題、即ち「資本勘定取引の自由化」は、国内の状況が整い、その整った状況の持続可能性について納得が得られた時に、徐々に、かつ少しずつ実現すれば良いテーマで今後とも在り続けるであろう。

(b) ABMIとACU

この二つのテーマは、語り始めこそ本当に多くの夢が語られたものだが、その割には最近では静かになってしまっている印象が強くあるのでは無いかと思われる。一つには、アジア地域を含む世界中が、どうやら経済の時代から政治の時代に入り直したからかも知れない。

そんな事より先ずABMI (Asian Bond Market Initiative)。この構想は、一つに

はアジア危機で地域諸国が指摘された事実である「アジア諸国には長期資本市場中でも債券市場が存在しない、だから使用資金の足違いが常態となっていた」と言う批判に応え、もう片方で「アジア地域の貯蓄をアジア地域で使おう」と言う実に正当な夢を実現させるものとして、盛んに議論がなされた。

この二番目の夢を実現させる論理的な前提条件は、アジア通貨建ての債券発行でありアジア通貨建てのままでの地域内の流通であった筈である（アジア通貨を構成要素とする通貨単位のACU建てに付いては次項にて詳述）。その為には、地域諸国で通用する良い銘柄の発行者の発掘と、アジア通貨を運用通貨として重要視する機関投資家の各国に於ける育成が必要である。これ等の取引を成り立たせる市場としては、アジア地域に於ける国際市場（ロンドンのユーロ債市場を考えて欲しい）でも、各国の国内市場の国際化の中で取り上げる形（我が国のサムライ債市場の如き形）でもどちらでも良いのであるが、その取引を支えるインフラの整備に関しては、自ずと違いが出て来る事を忘れてはなるまい。

さて、何れの場合に於いても、これら債券取引が地域各国を視野に入れて、そういう意味からは国境を忘れた取引として振興されて行くのは、実に大きな意義を持つ事ではあるが、その一つ一つの取引の段階毎に現状では規制が掛かっているのである。つまり、前項で指摘した資本勘定取引そのものなのである。そして、その資本勘定取引に関する自由化が、自国の状況が整ったら徐々に進める事項なのであれば、元々当初ジャーナリズムが興奮した論調を展開した如き大成果に簡単に結び付くテーマでは無かったと言わねばなるまい。

従って現状、議論が下火であるとか当初の期待とは違った結果しか目に見えない等の批判には、それこそ想定内の推移であると言えば足りる。然し乍ら、このテーマに関して、多くの真剣な論議が展開された事は、特筆されるべきで、今後の展開一つで日の目を見る事になるだろう。重要な事は、これ等の議論を忘れない事であろう。国際債券市場の育成にはこのインフラとこのサポートが、また各国国内市場の国際化と各国市場の有機的な接合に関してはこのシステムとこのインフラが、と、直ちに発動出来る様にしておくべく、少なくとも積み上げた議論は今後も丁寧に熟成していく事が肝要なのである。

さて次がACU（Asian Currency Unit）についてである。

05年5月のハイデラバードに於けるアセアン+三カ国（APTと略する）の蔵相会議に於いて、地域の共通計算単位の構想が是認され、これにACUなる名称を与えると共にその実現に向かつての検討が約束されたが、この折も本構想への期待と夢が大きく語られたのをご記憶の方も多いものとする。その折の

調子から考えて見ると、例えばこの一年位は、逆に何の音沙汰も無いとお考えの筈である。

そもそもアジア危機の直後の99年に欧州に於ける統一通貨であるユーロの誕生があり、これのまずまずの成功裏の出発がこの地域の人々に大きな影響を与えた結果、ACUなる構想は生まれたと言っても言い過ぎでは無かろう。これに、先に述べたドル・ペッグに変わるべきバスケットの議論が重なり、理念形として地域通貨のバスケットを作り、之に連動させる形で自国通貨の為替相場の安定化を図る、と言う論が上に載ったのであった。

その又上にABMIが載り、この地域内債券取引の振興策の大きな方途として、ACU建ての債券の発行並びに流通が語られ、夢は大きく膨らんだのである。確かにACUの実現は、域内各国の外貨政策・為替相場政策を根底から変える事になるだろうし、域内の通商や投資の形態も変わるであろうし、ABMIも当初の理念に沿った展開が約束されるであろう。将来的には、ユーロの如き統一通貨の可能性迄展望されるのであって、その限りに於いては地域の大きな夢である事に疑いは無いのである。

議論はどこから沈静化したかと言え、この議論の最初からACUの構成内容と割合に付いての、言わば瑣末な技術的議論が出てしまった事が理由の一つである。今一つは、上に挙げた夢の各項目が語る種々の局面に於いて、実際の使用に関して「公的な使用の持つ意義」と言って公的な使用が局面をリードするとする論と、「民間活力活用」で民間のダイナミズムに期待すると言う論が、ぶつかってしまっただけからと言えよう。この内、構成比が国威の象徴等と言う論は置いておくとして、使い方と使い勝手に関しては、どうやら当初の想定に無かった展開だったのかも知れない。

欧州のユーロの前身であるECUは、確かに民間市場に於いて使用され、筆者もECU建ての債券の取引を盛んに行った記憶がある。これらの取引を支えたのは、市場におけるECU建ての諸取引（ECU対価の為替取引、ECU建ての資金取引、更にはECU自体の資金決済等々）であり、その根底には各構成通貨の交換性の確保があったのである。この各通貨の交換性の確保とは、言わば各国通貨の国際化を意味し、短期の資金取引を含む資本勘定取引の完全な自由化を意味している。

例えばECU建ての債務者が、必要と在れば自ら市場で構成比通りの各構成通貨を購入して、自らECUを作り出した上で支払いに充てられる自由の担保と言う事が出来よう。現在、APTの各国通貨と夫々の通貨を背負っている市場慣行や諸規制と総合するに、この点が十全に約束出来る通貨は、実は円しか見当たらないのである。資本勘定取引をうかうかとは自由化しないと言う、危機の教訓として各国が守っているあのシーケンシングの問題そのものでも在

れば、この自国通貨の国際化なる点は、一朝一夕には解決が計り得ない事柄と言う事になる。つまり、その使い方について多くの夢が語られたこの構想は、使い方と使い勝手と言う極めて実務的な問題から疑問符が付き、やや一旦お蔵入りした感が無いでは無い。

アセアン事務局が両三年掛けて委託を続けた「地域通貨の計算単位」の調査プログラムもどうやら終了した模様である。しかし、このプログラムの語る結論を我々は忘れてはなるまい。その最終レポートは、上記に述べた使い勝手の悪さに付いて重々弁えた上で、地域通貨単位の創出の意義を述べている。一つには、実際の民間の商取引には間尺が合わなくても、例えば域内の相互サーベイランスの目的には一定の有意な指標として使用可能な事、及び今一つには、域内各国が、机上の合成物とは言え共通計算単位に慣れ、その指標として語る事柄に真摯に耳を傾ける事が、多分次の一步に繋がるであろう事の、二つである。つまりこのACUに関する議論も、先のABMIの議論同様、一過性のテーマと心得てファイルを閉じてはいけないと言う事が言える。欧州も統一通貨の実現迄には本当に長い時間を掛けた訳で、やや遠い“夢”としてその存在と重要性を信じつつ、時間を掛けて熟成させるべきテーマなのである。

さて、危機以後地域内で湧き上がった国際金融の地域協力や為替制度に関する幾つかの議論を跡付けて見たが、地域各国の現状を重ね合わせると、危機以前の状態とさして違っていない事柄も多く、やや驚いてしまう。米国の現状が語る多極化の流れの中で、地域諸国は、中期的な戦略としてどんな事を踏まえて、政策を決めるべきかを、以下で取りまとめて見よう。

3. 多極化の流れの中で

アメリカの終末論者がアメリカの破局を呼ぶのは勝手であるが、なにしろ巨大な経済体であるので、多少の景況の振れも、世界経済に与える影響は計り知れないものがある。特に長年同国を最大の顧客として来たアジア各国にとっては死活の問題となる恐れすらあるのである。そのアメリカでは、長年の消費過多の経済運営が綻びを見せつつあり、それはこの数年のドル安の為替相場から見ることが出来る。

このドル安が一つの理由と契機になって、原油を始めとする一次産品の高騰を呼んでいる。もう一方では住宅不動産の価格水準訂正局面（バブルの崩壊）により、国内金融市場が未だ底の見えない不況の中に沈んでいるし、家計の住宅不動産投資に支えられた消費が落ち込みを見せている。これらの事柄に、兎

も角一応の目鼻が付いて落ち着く迄には、今暫く時間が掛かると思われている。つまりアメリカの旺盛な需要と購買力に頼った輸出戦略は、この後暫くはこれまでの様に当然の事として計算に入れられそうに無い。しかし、このアメリカの状況も、我々アジア人から見ると悪い事だらけでも無い。というのは、アメリカが長年自ら手を付けかねていた国内マクロ・バランスが、経済の状況の強制する事として、良化するかもしれないからであり、この貯蓄・投資バランスの良化が多分ドルの為替市場での大崩落を防いでくれるかもしれないからである。

アジア危機に於いて、外貨準備は一国が持ち得た国際流動性として世界中の注目を浴びたものである結果、危機後には各国とも何はともあれ外準の積み増しを心掛けた経緯がある。結果、今や市場で何が起ころうが、流動性不足として取り付けに遭う事は無さそうな水準まで、外準を各国とも積み上げて来ている。折角積み上げた外準も良く考えて見れば、(分かりやすい例示として円の場合を記すと) 120円で積み上げた外準が還って来た時には 80円とか 60円であったとか言うのは、悪夢以外の何物でも無いからである。

アメリカには歯を喰いしばっても 120円で返す努力をして欲しい訳であるが、それを自らの手で実行する事になる蓋然性が無い訳では無い。然し乍ら、当然の前提として当分アメリカの購買力の低下、消費の低迷は避けられそうに無く、その分アジア地域からの輸入も減少する事が予想される。一方ユーロ圏は、複雑な域内事情を抱え込みながらいよいよ強固に独自の経済圏を形成しつつある。産油国はその豊富な資金量に支えられた国作りを推し進めており、ある種立派な経済圏を形成しつつあるが如きである。同様の事情は、南米の資源産出国にも当て嵌まる図であり、何と無く茫漠としたアジア経済圏を含め、今後暫くはこれらの相対的に力を蓄えつつある経済圏が複数並立する、所謂多極化の時代を向かえつつあると考えざるを得ないのが現状と言えよう。

これに比べ、アジア各国の外貨政策、為替相場政策、域内金融協力への問題意識等の現状を重ね合わせると、残念ながら実は寒心に堪えない状況と言えなくもない。貿易・通商から貿易外の受払い、例外的に認められた資本勘定取引(直接投資やODA等の公的な借款等)に至るまで、相変わらずの米ドル中心の外貨政策をとっている。また、そのコインの裏側である対ドル相場のみは各国の為替市場、域内通貨の相互使用の伸び悩み等々、危機以前と少しも変わらぬ姿が依然として見受けられる。その当然の帰結として、2000年以降の各国の為替相場の動きは、米ドルに強く連動した結果となっている。このままでは、地域内の各国共その潜在能力や実力に拘らず、外貨政策や為替相場制度に引きずられて、しなくても良い苦難の道をアメリカ経済と共に歩む事になりはしな

いか、これが筆者の基本的な問題意識なのである。

今回は、危機後 10 年の地域内での種々の論議を跡付けながら、問題の在り処を摘出するので紙面が尽きてしまったため、具体的な戦略の青写真の提示は次回の本欄に於いてする事としよう。

以上

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すよう、宜しくお願ひ申し上げます。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います。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 2008 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>