



September 1, 2003

東アジア新興国の外国為替市場インフラ整備¹

経済調査部次長 絹川 直良

(Naoyoshi Kinukawa)

e-mail: kinukawa@iima.or.jp

東アジア新興諸国が整備すべき金融市場の一つに、外国為替市場が挙げられる。その具体的なインフラ整備のあり方を考えるにあたって必要ないくつかのポイントを取り上げ考察したい。

1. オフショア市場設置に走った東アジア新興国

1990年代に入って、東アジア各国の多くはオフショアセンター設置構想を相次いで打ち出した。この間、東京、シドニー、シンガポール及び香港は外国為替取引を中心に国際金融センターとして競い合っていた。タイ、マレーシア（ラブアン）、台湾（台北）はオフショアセンター構想を明らかにし、積極的にこれに取り組んだ。ただし、外貨取引中心の設計とし自国通貨への影響を最小限にとどめようとしていた。

もっとも、タイについては、金融機関がタイに設置する BIBF は外貨建ての調達・運用に限定されたものの、金融機関と取引を行う企業が自由に対パーツでの為替取引を行うことができたために、民間企業による短期外貨建て債務急増につながり、通貨危機へと進んだ。この間、地場金融市場の整備は結果として後回しとなった。

2. 外国為替取引のシンガポールへのシフト

一方、国際金融センターとして外国為替取引出来高を増加させようとしたシンガポールは、ドル・円・マルクといった通貨に加えて、周辺の ASEAN 諸国通貨取引を取り込んでいった。

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会「国際金融」第1111号（2003.9.1付）に掲載されたものである。

BISによる調査で、調査対象月である1995年、1998年の4月の一日あたり出来高を比較すると、シンガポールの為替出来高は1054億ドルから1390億ドルへと約32%増加している（「シンガポールの一日あたり為替出来高推移」参照）。このうち公表されている通貨ペアでは、ドル・円が11.6%増加したものの、ドル・マルクは13.1%減少した。これを補ったのが対アジア通貨取引である。なお、公表されている通貨ペアでは、米ドル・シンガポールドルがこの間212.7%増加した²³。

以上の通貨ペアの出来高を除いた「差額」は、472億ドルから694億ドルへと47%の急増を見ている。この間の為替出来高合計の増加額336億ドルの内222億ドルはこの「差額」に依るものである。そして、この「差額」の太宗はドル・マレーシアリングとドル・タイパーツ取引だったと考えられる。

ほぼ同じ期間について、マレーシアとタイの国内外国為替市場での出来高推移を見ると、マレーシアでのドル・リング取引は24.6%の増加にとどまり、タイの外国為替出来高総計は7.9%減少している⁴。外国為替取引が、タイ、マレーシアの地場市場からシンガポール市場にシフトしたことが示される。

シンガポールの一日あたり為替出来高推移 (BIS調査ベース)

(単位:10億米ドル)

	1995	1998	(伸び率%)	2001
ドル・円	26.8	29.9	11.6	24.2
ドル・マルク*	25.9	22.5	-13.1	25.5
ドル・シンガポールドル	5.5	17.2	212.7	11.3
小計	58.2	69.6	19.6	61.0
総合計	105.4	139.0	31.9	101.0
差額 (総合計-小計)	47.2	69.4	47.0	40.0

*: 2001のデータはドル/ユーロ出来高

(source: Monetary Authority of Singapore)

アジア通貨危機では、ASEAN各国通貨の相場は大きく下落した。では、各国の中央銀行はどのように対処したか。例えばタイの中央銀行は、自国市場ではなくシンガポールの欧米系金融機関に直接コンタクトをし、市場情報収集のみならず実際の市場介入のオーダーもシンガポールに出したことが知られている⁵。

² この点、MASは「シンガポールドルを含む取引は一日あたり176億米ドルと出来高合計の12.7%を占めるが、これは1995年の調査よりも遙かに大きく、シンガポールドル市場の厚みが増大してことを示す」と説明している。

³ インドネシアのスハルト体制が大きく揺らいだ時期であり、ルピア資金決済に制約があることからシンガポール市場ではルピアの取引が困難になった。インドネシアルピア売り代替のシンガポールドル売りが急増したことが一つの背景と思われる。

⁴ マレーシアの98年4月のプロカー経由外国為替取引高累計は591.7億リングと95年中の月平均出来高累計474.9億リングに対して24.6%増加した。タイについては、98年4月の外国為替出来高は17953.9億パーツと、95年4-6月平均出来高19503.9億パーツに対して7.9%減少した。正確にBIS調査と期間や対象取引をそろえた比較はできなかったが、大凡の傾向をつかむことはできよう。

⁵ 複数市場関係者へのインタビューの他、The Commission Tasked with Making Recommendations to Improve the Efficiency and Management of Thailand's Financial System (1998), The Nukul Commission Report: Analysis and Evaluation on Facts Behind Thailand's Economic Crisis, Nation

3. 地場外国為替市場育成の必要性

アジア通貨危機勃発前の話であるが、東アジア新興諸国の金融通貨当局は、オフショア市場ではなく、地場の外国為替市場を初めとする地場金融市場の育成を優先して進めるべきであった。

もっとも、インフラ面で整備されたシンガポールと競争してその他アセアン諸国が外国為替市場を整備していくことは難しかったとの批判もあろう。シンガポールは、外貨建て業務については税制上の優遇を行う他、英語を使いこなせる優秀な労働力、充実した通信インフラ、信頼できる法制度・会計制度、これらに惹かれて多くの欧米や日本の主要金融機関が進出していること等で、バンコックに比べ遙かに優れた金融センターである。しかも、香港と共に金融立国を国是としており、その充実に怠りない。

また、アジア通貨危機についていえば、ドルペッグ制、脆弱な国内の金融システム、民間債務を中心に期間や通貨のミスマッチ等の問題があくまで主要な問題であって、外国為替市場のインフラ整備によって通貨危機のインパクトを軽減できたにしてもその程度は限られていたであろう。

しかし、外国為替市場は、短期金融市場、国債市場と並んでもっとも重要な金融市場である。短期金融市場等は外国為替市場と密接な関係を持って成長していく。短期金融市場育成の前提は短期為替スワップ市場の育成である。また、外国為替市場は、基本的にその国の地場の情報、経済金融のファンダメンタルズに関する情報や、貿易・資本フローに基づく需給によって、市場での相場形成が行われる。従って、通貨当局が直接そのモニタリングを行うことのできる、お膝元のローカルな外国為替市場を整備・充実することの意味は大きい。地場の外国為替市場で複数の地場・外系金融機関とコンタクトを絶やさず、情報を入手して市場のモニタリングを行い、時には地場市場で業務を展開している地場、外系の金融機関を介した外国為替市場介入を行う。これによって各国当局は市場への影響度も強めていくことができる。

4. 通貨の非国際化は地場外国為替市場整備のチャンス

アジア通貨危機で実際に通貨アタックをうけた各国通貨当局は、オフショア市場に自国通貨が流出しこれが投機筋の手に渡ると、自国通貨売りのオペレーションが容易になることを認識した。そこで、多くが「自国通貨の非国際化」政策を取った。即ち、オフショア（海外）市場における自国通貨の流動性について通貨当局が規制、行政指導、強力なモニタリング等によって直接、間接に何らかの制限を加えたのである。

その結果として、自国通貨の外国為替取引もシンガポール市場から各国の地場市場にシフト、還流した。シンガポールでの外国為替取引はこれによって激減した。

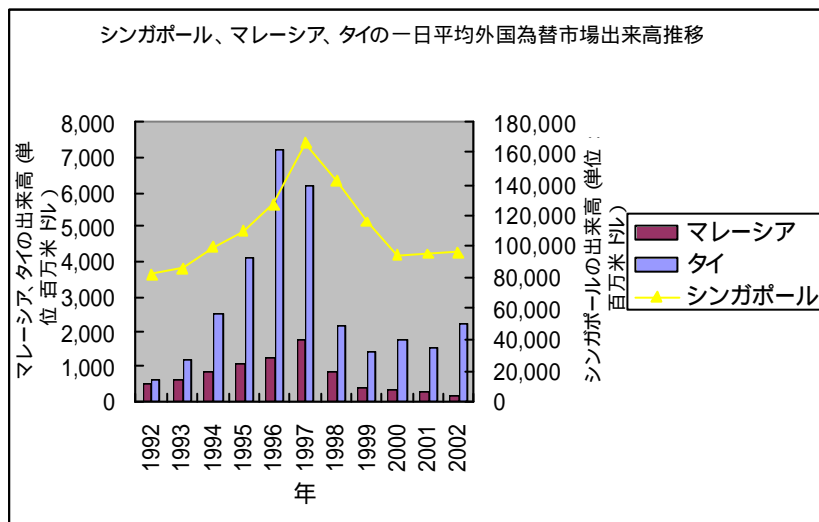
もっともドラスティックにこれを行ったのはマレーシアであり、シンガポールにあった

Multimedia Group による。

リングのオフショア市場は壊滅した。タイ、インドネシアも 99 年以降非国際化政策を強化した。韓国も、非居住者による資金移動を伴う取引については抑制的なスタンスを継続しウオンの国際化に歯止めをかけている。シンガポールは債券市場振興のために「シンガポールドルの非国際化」政策を極めて限定的なものとしたが、非国際化政策を維持していることに変わりはない。香港は法令では一切制限をおこなっていないが、一部国際機関に対しては変動金利ベースあるいは固定金利ベースであっても期間 3 年以下の香港ドル建て起債を抑制するよう求め、オフショアに香港ドルの流動性が過度に流失しないように歯止めをかけている。

通貨の非国際化はネガティブに評価されることが多い。シンガポール等オフショアでの当該通貨取引が非常に難しくなる。企業にとってもそれぞれの地場通貨市場に為替リスク管理専担者を常置させる必要が生じうる。リングの規制強化の際に、既存取引をどのように精算するかで苦労したシンガポールの市場参加者には、とりわけ評判が悪い。特に、オフショアでの当該通貨の売買が困難になることから、外国為替市場の発展には基本的にマイナスと見るのが普通である。

しかし、通貨の非国際化は、それぞれの地場市場のインフラを強化し実需を中心とした外国為替取引を活性化させるまたとない機会であろう。いずれ非国際化政策を放棄する必要があるとすれば尚更である。



(Source: Bank Negara Malaysia, Bank of Thailand 及び MAS)
 マレーシアとタイについては年間累計出来高を元に筆者が一営業日当たり出来高を試算した。
 なお、タイの出来高についてはインターバンクと対顧客の双方をカウントし実際より嵩上げされている可能性がある。

ここで、ここ 10 年程度についてマレーシア、タイ及びシンガポールの為替市場の出来高推移を見てみよう(「シンガポール、マレーシア、タイの一日平均外国為替市場出来高推移」)。

マレーシアの市場出来高は、リングの固定相場制以降によるドル・リング取引の急減を主に落ち込んだ状況が続き、2002年中も一日平均出来高は181.5百万ドルと1995年のレベルの約6分の一である。しかし、タイについては、2002年の一日あたり出来高は2,193百万ドルとほぼ1998年のレベルに戻しており、為替取引の太宗がバンコックに戻ったことが数字の上でも示されている。

5. 外国為替市場モニタリングにはコスト・リターンと比較の観点が必要

信頼できる地場金融機関、外系金融機関が複数活動し外国為替市場や資金市場に参加していれば、金融、通貨当局にしても、これら金融機関に市場の状況についてのモニタリングを行い生の情報を入手することが可能になる。外系金融機関であってもその地場市場で一定のプレゼンスを持つところであれば、中央銀行のカウンターパーティーとしての機能を十分に果たしうる。

もっとも、市場のモニタリングは、基本的に金融当局が市場参加者に対して一種の強制力を伴いつつ課すものである。日本でも1990年代の前半までは、外国為替市場については関係当局による極めて緻密なモニタリングが行われていた。定期的に求められているものに加え、不定期に求められるものも少なくなかった。

モニタリング実施にあたっての問題点の第一は、情報が confidential なものであれば、情報管理の問題が付随することである。

90年代前半の東京の外国為替市場では、モニタリングによって集められた情報の confidentiality が結果として守られていないとの印象が広がり、当時市場で大きな力を持っていたヘッジファンドがシンガポールなどの海外市場に外国為替ビジネスをシフトさせた。この経験の持つ意味は大きい。

第二に、必要とされる計数を短期間で正確に集め報告するには通常かなりのコストを要する。モニタリング実施にあたっては、民間が支払うコスト対比で当局はどの程度のリターンが得られているのかという観点を持つことが重要である。

韓国では、通貨危機の経験を踏まえて、早期警戒システム(Early Warning System)が開発され実際に稼働している。この中に、決済ベースではなく成約ベースでのリアル・タイムの外国為替取引情報が含まれており、この情報はブローカーによって提供されている。全世界的に電子ブローキングが隆盛を極めているが、韓国でもドル・ウォンの直物取引については2社とも電子ブローキングに移行している。この2社は同国で盛んに取引されているNDF取引と共に、リアル・タイムに近い外国為替取引の成約情報を通貨・金融当局に提供している。

韓国では、情報伝達にできるだけ人手を介さず、しかもモニターする側では情報にアクセスできる権限を持つ者の範囲を厳しく制限していると言われている。そういう意味で、情報の秘匿性を維持するという面では優れた方法と言えよう。しかし、基本的に、モニタリングそのものにはコストがかかり、特に報告を求められる金融機関にはかなりの負担を強いる。現に韓国においても、成約ベースでの外国為替取引の報告は別として、その他、

早期警戒システム運営のために金融機関より定期的に提供される膨大なデータがどの程度活用されているのか、これを疑問視する意見も市場参加者の間から聞こえる⁶。

一方、東アジア各新興国の外国為替市場に電子ブローキングが導入されるだろうか。電子ブローキングがビジネスとして成立するには一定の収益を挙げる必要があるが、それだけの取扱高が個別市場毎に確保されているだろうか。電子ブローキングに依拠したモニタリング実施に頼るのは当面難しいと思われる。

以上の点を考えると、東アジア新興諸国のモニタリングについては、当局は、最小限のデータを収集しつつ、後は主要な市場参加者との非公式な接触とそこから得られる市場情報を大切に、日常のオペレーションに役立てていく方法が望ましいと考えられる。

6. オペレーション向上とリスク管理

外国為替市場のインフラ整備としては、Code of Conduct の制定や、将来の STP 化を展望したオペレーション面でのレベルアップも重要な要素である。9.11 事件以降特に当事者間で成約内容を迅速に確認することの重要性が認識されている⁷がこれは新興国市場でも同様であろう。

また、東アジア諸国では米ドル・東アジア諸国通貨のペアで外国為替取引が行われることが多く、米ドルとの決済時間帯の違いから生じるヘルシュタット・リスクへの対処も引き続き重要な課題である。

この点、2002 年 9 月に稼働を開始した CLS 銀行は、米ドル、カナダドル、英ポンド、ユーロ、スイスフラン、日本円及び豪州ドルを取扱通貨として外国為替取引に伴う通貨ペアの決済を PVP ベースで行っている。しかし、CLS 銀行の対象通貨は先進国通貨が中心であり、東アジアの新興国通貨の多くは、早い時期に取扱通貨に含められる可能性は低い。シンガポールドルについては 2003 年 9 月に取扱通貨に加わる予定であり、香港ドル、ニュージーランドドルに加えて韓国ウォンについては 2004 年中に取り扱い通貨に加える計画である。しかし、タイバーツ等他の東アジア通貨の取扱はまだ俎上に上っていない。また、東アジアの地場金融機関の間に CLS 銀行のサービスがどの程度広まるのかも疑問である。3 月末現在、CLS 銀行には欧米を中心に 65 の大手金融機関・証券会社が株主として参加しているが、東アジアについては邦銀 6、豪銀 4、シンガポールの銀行 3 に留まっている。これらメンバーの中にはサード・パーティー・サービス（CLS のメンバー以外の金融機関等より事務委託を受け、CLS 決済システムへのアクセスを可能にする）を積極的に提供するところもあるが、CLS の対象通貨全てについてサード・パーティー・サービスを提供することが義務とはなっていない。

⁶ この点、マレーシア中銀が 2001 年に Ringgit Operation Monitoring Framework (ROMS) をスタートしたが、モニタリング内容が限定的（一件百万米ドル以上は個別に、同未満は取りまとめて、午前、午後の取引時間終了時に報告）であり、また得られた情報を各企業よりの Balance of Payment Report（週 1 回）上の情報と突き合わせ実際に活用していると説明している。

⁷ Bank of England, A review of the work of the London Foreign Exchange Joint Standing Committee in 2002 など。

CLS 銀行のサービスに代わるものとして、現在、東アジアで実際に具体化しているのは、香港による PvP 決済システムサービスの拡張である⁸。米ドルについては香港上海銀行を（2000年9月開始）また、ユーロについては Standard Chartered Bank を（2003年4月開始）取扱行として、それぞれ稼働を開始した。サービスを利用する金融機関の太宗は在香港の処に限られているが、取扱実績は伸びているとして HKMA はその拡販に熱心である。これをさらに拡大し、米ドルサイドを担当する香港上海銀行と、対象国通貨の決済を任された東アジア諸国の中央銀行あるいは地場大手金融機関を連結し、東アジア新興国の通貨を取扱対象に加えることが考えられる。

しかし、民間金融機関に決済を委託することについては、決済のファイナリティーが完全に確保されるのか、決済のファイナリティーを担保する民間金融機関の信用リスクをどう考えるか、といった問題が残る。米ドルについては香港上海銀行との間で決済を進めることから、どの程度の無担保信用枠を香港上海銀行から確保できるかによってオペレーション環境が大きく異なってくる。

この点、やはり関係当局が中心になって、新しくアジア通貨を中心とした地域的な資金証券決済機構を設置することが必要であろう。即ち、資金及び証券決済について、地域的な決済機構に基本的な機能を持たせ、各国通貨金融当局（含む中央銀行）及び大手地場金融機関がこれを補完する方法を取るべきであろう。

⁸ EMEAP のメンバー中央銀行の銀行間決済システムを直接結ぶアイデアもある。EMEAP の報告書では、域内での貿易が増加しているものの域内通貨対米ドルの取引が多く、米ドルと東アジア各国通貨のペアの決済を考えると、ヘルシュタット・リスクにさらされる度合いは時間帯からいって欧米より遙かに大きいとして、対策の必要性を説いている。EMEAP Working Group on Payment and Settlement Systems (2001), FOREIGN EXCHANGE SETTLEMENT RISK IN THE EAST ASIA-PACIFIC REGION 参照。