

March 31, 1999
No.4, 1999

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

Newsletter

財団法人国際通貨研究所

“アジア通貨基金”に向けて

(財)国際通貨研究所
専務理事 篠原 興

いわゆるアジア危機が起きてから1年半余りの時間が経過した。この間あたかも時が凝縮したかのように思えるほど多くの事が起きている。全ての動きを細々と述べるつもりも無いが、そのうち“論”とおぼしきものの推移を見ているのは故無しとしないであろう。アジア地域の人々が、外部の力に押され、いわゆる“市場の声”なるものに一喜一憂し、右往左往しながら今日に至る間、彼らの中に生まれつつあり徐々に大きく育ちつつあるかに思える感慨が、この論の動きを見ることによって透けて浮かんで来るかもしれない。そしてそれは、市場なるものの機能、世界化の流れなるものの真意、資本なるものの実像とい

うような事項に迫りつつ、それぞれが持っている“胡散臭さ”を嗅ぎ取り、世界基準（グローバル・スタンダード）なるものの胡散臭さに思いが至るというように形を為そうとしているかに思える。基本的な市場の機能そのものや、世界に開かれた経済社会体制が、彼等の国々のより高く安定的な成長の為に必要不可欠な事項である事に関しては少しの疑いも持っていなくともである。

1. 危機の進展と論の動き

(1) ドル・ペッグとドル中心主義

97年7月にタイがいわゆるドル・ペッグを離れ、為替相場を市場に任せる変動相場た。つまり同国が10年余に亘って対ドル相場を半固定と言えるような状態に保って来た事に今次危機の原因があると説くのであり、その原因は大きく言えば2つに分かれる。

(イ)米ドルが他の主要通貨に対して切り下げを余儀なくされた85年から95年にかけての10年間は、タイのパーツもこの米ドルに寄り添うように他の多くの第三国通貨比切り下がり、それが輸出の価格競争力を生んで輸出主導の経済成長路線を走り得た。(主要国間の勝手な都合で)95年度からこのドルの独歩安の相場付きが、介入その他を通じて水準訂正となり、むしろドルの独歩高の時代となった時、パーツも実力以上に切り上がって輸出競争力を無くし、貿易、経常、両収支の大幅な赤字を呼ぶ事となった。

(ロ)この赤字を埋めたのが海外からの借入れであったのだが、その大宗はタイの国内企業によって短期借入れの形で為された。国内企業は、米ドル金利の方がパーツ金利よりも安かった事、海外からの借入れを許す資本取引の自由化のステップが取られていた事、そして米ドル・ペッグの為替相場政策が続いていて、かかる取引の為替リスクを無視し得た事、以上の三つを主たる動機として海外からの資金を導入し続けた。

流入した外貨が、早くは同国の資産バブ

制に移り、対ドルの相場が大幅に切り下がり始めた頃、盛んに解説された論点であるを生むのに力を貸したかもしれないし、バブル後経営状況が取り沙汰されたノンバンクを始めとするいくつもの企業の赤字運転資金として使われたかもしれない。要は、バブル崩壊と共に多くの企業の経営状態に目が集まった時に、この国の外貨準備は取入短期資金の総額よりもかなり小さいという点に注目した海外からの資金の供給者(多くは主要国の商業銀行)が、一斉に資金の引き上げ、取り付けに走って危機となった訳である。このドル・ペッグ悪者論は、資本の行動のダイナミズムの一面を良く分析して居り、1994~95年のメキシコ危機も同様の解析で姿は良く見えたものだし、98年夏以降のロシアやブラジルの状況も説明が出来るように思える。

ドル・ペッグの為替相場政策が、一般的に言って自国の為替の安定度を説明する際に対ドル相場を以て語る事が多い為に、安定度をより鮮明に示す為に取りられたであろう事は、想像に難くないが、タイが米ドルを重視したのは為替相場政策だけではない。貿易の値決めも、可能な限りドル建である事を輸出入業者は取引の相手方に要求したし、これ等輸出入に伴う貿易関連金融も、外貨建の場合は当然に米ドルが使用された。

ここには覇権通貨である米ドルの覇権性を十分に認識した上での小国の現実的な身の処し方が痛いように分かるのであ

り、ともかく 95 年の夏迄は極めて順調に作用し続けたと言ってよい。95 年夏以降のドル独歩高がもたらしたものは前述の通りだが、ドル・ペッグが悪かったのだと言う論に対しても同国の知識層は深刻にこれを受け止めており、来世紀に向けての国造りの一つの根幹を為す為替政策と為替相場政策を真剣に考え始めている。勿論、99 年からの欧州統一通貨であるユーロの誕生という新しい刺激もある。日本に於ける円の国際化の新展開もある。かかる中で、新政策の検討はバスケット連動とバスケットの構成を中心に行われており、いわば通貨主権の主體的確立の動きでもある。今後の展開を云々するのは尚早とも思われるが、上記の検討の結果として使用通貨の多様化が図られる事となる。歩みはさして早くないかもしれないが、従来以上に円やユーロが使われるだろうし、そして農業関連輸出品の様に強い輸出競争力を有する品目については、パーツ建の対外取引も増加する事が予想される。これに伴い、必要とする貿易関連の金融も多様化する事になるだろうし、外貨準備も、その大宗が米ドルの中にある状況に大きな訂正が加えられる事となる。そして為替市場が語ると報道される“市場の声”も当然に変わる事が要求される。これ迄はドル・ペッグを根幹とした為に、それは過度に米ドルで計ったものとなっていた。つまり、対米ドルで切り下がる事は悪いことであり、それは市場が種々の批判を政府や経済や社会に対

して行っていることを意味し、結果として切り下げざるを得なくなったのは、これ等市場の声に負けたからであるとする一連のジャーナリズムやエコノミストの説明や解説は、もはやその基盤を失うということである。有識者はこのような解説が如何に馬鹿げているかは十分に承知してはいるものの、ニュースの度に一日中かかる説明を聴かされ続ける事が、如何に人々の自信を喪失させ、自ら悪い方向への階段を下りさせてしまうかは、実は由々しい問題なのである。日本政府の当事者能力の無さが 95 年春には円高の主因とされ、98 年の春には円安の主因とされる様な市場の声とは何なのだろう。マレーシアが迎えた困難の理由は、この項で語られたことに依る部分が大きいのであるが(紙数の関係で詳述は避ける)、一語だけ加えるとすれば、同国が 98 年 9 月に採った対ドル固定の為替相場政策の狙いも、一つの本音はこの市場の声を閉め出すという点にあったのだと理解している。

(2) アジア的社会とクローニー資本主義

97 年夏に対タイ支援会議が東京で開催されていた頃、金融界で言われていたことは、韓国やインドネシアはタイやマレーシアの様にドル・ペッグを取っておらずインフレ率等を勘案の上実質的に為替相場を調整して来たから、例えばドル独歩高の中でマグマが溜まり圧力が昂まる様な形での不均衡は無い筈である、従ってこの二つ

の国への伝播は無いだろう、ということであった。ところが秋も深くなり、この二国が相次いで IMF に支援を求める事となるのだが、その頃、論壇を賑わしたのは、一言で言えばこれ等の国は余りにアジア的であったから危機を迎えたという論であった。開発独裁、クローニズム（身内主義）、汚職利権構造等々ありとあらゆる価値語が動員され、これ等をアジア的と決めつけた上で、アジアはアジア的であったが故に危機を迎えたという風に論はなだれ込んで行く。確かにこの二国が、IMF に支援を求めなければならなくなった理由を考えると、どうやら 94 年メキシコや 97 年タイのケースとは異なり、経済学、金融論を越えた所で何かが起きていた印象が強い。韓国はここ 20 年程の産業構造の高度化を高い経済成長の中で実現して来て、先進国クラブである OECD に加盟したばかりであった。インドネシアは、永年世銀をメイン・バンクにして来たとも言えるような中で、常に国際的な資本・資金の出入が自由な、即ち国際市場のテストに耐え得るような開放経済体を上手に運営して来ており、為替相場政策も米ドルを当面の計算対象にしながら介入相場を小刻みに変更して来ており、ドルが独歩高となっても実質的につられて切り上がってしまうと言うことは無かった。ただ 93 年のスハルトの 6 選後、インドネシアの企業が近隣の国際市場で資金を調達する額が大幅に増え、タイの場合はこれが為替リスクをフリー・ライ

ドして国内に流れたのであるが、この国内で過剰流動性を起こす動きも起きていなかったことに注意を向けた識者も居た。これが実はインドネシア風の資本逃避の一形態であって、借りた資金はそのまま海外で種々の名義の外貨（ルピア以外の）の預金となっていたことは、実は危機の後で明らかになったことではあったが。さてこの二カ国に共通していた事は指導者の持つ強大な権力と、その権力の保持者が少しづつレーム・ダックの状況に入りつつあったという点であろうか。一方は政治的に、もう一方は（少なくとも危機の当初に於いては）肉体的な健康状態によって。強大な権力者がレーム・ダック化すれば、その度合いも又大きいのは当然であり、これに敏感に反応したのがお金（マネー）であったと言える。韓国の場合、大財閥は破綻させないという暗黙の了解事項が壊れるや、連想ゲームはノンバンクや金融機関の経営状況に及び、彼等の在外営業拠点が資金の市場調達が出来なくなるという形で流動性不足を招来する。インドネシアの場合は、国内の一般の人々（華僑系・プリプミ系を不問）迄自国通貨を売りドルに換える、ある程度貯まればこれをホンコンやシンガポールに送金するという形で大規模な資本逃避が国中に拡がり、当局は限られた外貨準備では応接し切れなくなり流動性危機となる。

IMF はタイ向けに書いた処方箋から、いわゆる構造改革問題と言われるいくつかも

の事項を盛り込み、それこれの対応を資金の出動の条件としたのだが、この時既にIMFは短期的問題と中長期的課題を一緒にしてタイに問いかけているとの批判は強かった。然し乍らインドネシア・韓国が次々とIMFの門をたたいた時、彼等の危機の依って来たる所以が政治・社会・大衆心理等々の分野をも巻き込んだ複合的な危機の姿をなしていたことから、アジアはアジア的であったが故に必然的に危機を招来したと言う論に押されたこともあって、構造問題改革の方向へ突き進んで行った。例えばタイやインドネシアには、企業の破綻とこれへの対処を対象とした破産法や破産手続法の制定が遅れていた。今次の危機への対応の中で両国とも法整備を図るのだが、この様に従来手が付かずにいた所に急遽手を回さざるを得なくなり、結果的に近代化とも言える進展があった局面もある。その他それぞれの国に産業化を伴う高度成長の結果としての社会的あるいは政治的な歪みがいくつも存在していた事は否定できない。然し乍ら流動性の危機に対する対応策としてここまで拡げるべきであったかという点に関しては批判の声は強い。そもそもIMFの伝統的な処方にしてから、当該国の生産レベル・生活レベルを劇的に落として外貨を獲得させ、海外の債権者への支払いを最優先させる方途と考えられなくも無い所から、従来より批判の声は高かった。今次のアジア危機に関しては、三ヶ国に対し伝統的なマクロ緊縮策

に加え(このマクロ緊縮策そのものも三ヶ国の状況に上手く合致していたとは思えない上に)、構造問題に先ず手を染め“アジア的”なものの摘出を試みようとした。これに対してはIMFの依って立つ賦託事項でないという指摘すらある。韓国はこの中で国民に新しく選出された大統領が、自国内で自らの信認を確立する政治的な手段としてIMFとの協調を政治的に選択した事もあり、表面的には為政者とIMFの関係は悪くない。但し外貨準備も増え始め資金も回る様になった今、1年余りのあまりに大きな社会的な動揺に呆然たる知識人の数もまた多いのである。インドネシアに於いては、そもそも金融的には開放体制下にあっただけに、海外へ流出してしまった国内資金は巨額に上っており、抜け殻の様な企業に対して有する、これまた巨額の外国債権の取り扱いは混迷を極める中、スハルトを継いだ新大統領は己が信認の確立もままならぬまま迷走を続けている。事態の進展と共に“アジア的なもの”の危機原因説は次第に激しさを落としてきているのである。

(3) 短期資金性悪説

98年に入って、特に年央辺りからの展開にはまた目を剥くものがあった。5月頃から種々な噂が市場を廻っていたロシアに対しては、年央IMFに依り、為替相場を変更させない事を前提としたパッケージが作られ、アジアの一部には二重基準ではな

いかとの声も出ていたのであるが、8月に至り為替相場が維持出来なくなると共に、期限の来た国債の償還も停止となった。この時の連想ゲームは南アメリカに飛び、ブラジルから大量の民間資金が流出を始めた。ブラジルは80年代IMFの患者であった事から、90年代の国造りは極めて改革的と評される指導者の下で進められて来た。G7を初めとする諸国は、従って、ブラジルには危機を起こさせたくないと考えていたようである。IMFは、いはば威信にかけてという形で緊急支援を決めるのである。米国の高名な経済学者が市場（を形成している金融機関）に向かって、“諸君の持っている短期債権の期日書き替え（ロール・オーバー）が最大のポイントであることを良くわきまえて、ブラジルからの資金引き上げは止めるべきである”と発言したのは、正に噴飯物であった。アジア危機の個々のケースでも全く同じことであつたし、その時は“アジア的”な物が批判されるのは当然と言っていたからで、吾人はこういう所に彼等の間のクローニズムを嗅ぎ取ることとなる。これ等の動きの中でほとんど全ての先進市場で起きたことが、低リスク商品への逃避であり、各国の国債価格の上昇と、民間リスクに対するプレミアムの高騰であった。この中で世界を驚かしたのが多くのヘッジ・ファンドの破綻であり、米国連銀のヘッジ・ファンド救済策を纏めた指導力であった。ヘッジ・ファンドは上記の出来事の全てに逆に投

機ポジションを作っていたようで、裏目に出た結果、現金担保不足となり、かなりの額の現金注入が不可欠となった瞬間に、連銀は商業銀行を集めて説得の上、資金を回させる事により破綻はまぬがれて今日に至っている。マハティール首相が99年度予算教書の中で“こういう事をクローニズムと言うのでは無かろうか、万一我々の国で起きたら彼等は一体何と言っただろうか”と皮肉を發したのは正に正鵠を射ており、見識と賞すべきものとする。

ともかく、かかる変動の中で新たに形を為してきたのが、短期資金性悪説とでも言うべき論であった。論旨は簡単で、国際間を行き来する無責任で投機的な短期資金（資本）が多くの国で危機を生む元凶となって居り、何らかの規制が考えられなければならない、と言うものである。一時はご丁寧にも「その規制は世界規模（グローバル）で明快（シンプル）で効果的（エフェクティブ）である事が望ましい」などと説明されたのである。98年に開催されたこの種の事項を議題とする国際会議で前述の如き結論が出なかったためしは無かったほどであった。

総論としての規制必要論はわかるとして、やや各論的に、それでは誰が具体的にどう規制をすれば良いのかという点をこれ等の国際会議の議事録や報道の中に跡付けようとする、突然視界が不透明になり焦点が合わなくなる事がわかる。つまり、規制必要論を唱えている論者達も具体案

は持ち合わせていないことに気付く。金融界の常識を持った者であれば、例えば銀行の決済機能の所に網を張っておいて、自動的に経常取引と投機取引とを篩にかけて投機取引の決済を止めるといったことが全く不可能である事は、良く知っている。となれば資金の出る国で制限を加えるか、入る国で制限を加えるかが現実論として考えられる。出る側で、例えば金融監督の責任ある部局が対象の金融機関(機関投資家等を含む広義の)に対し、健全性の観点や倫理規程等から、一定のモニターを踏まえて制限を加える事は考え得る一つの方法である。しかしながら実効性については明確でなく、又ヘッジ・ファンドの様に監督規制のない便宜国籍を探して設立される様な場合には、手が届かぬ事となる。これらヘッジ・ファンドの行動を監視し全くの勝手気ままを許すべきでないのは当然であり、これは彼等の実質的な国籍の監督部局の責任であり、我々はこの動きを今後共注目して行くことが求められている。

出し手側での制限策に限界があるとすれば、受入国が自国の経済市場を守るという当然の観点から流入をモニターし、必要に応じて流出入に制限を加えることが必要となってくる。流出入のモニターを十全に行い、且つ必要と判断された時に効果的に規制を加えるためには、それだけの国内的金融のインフラと法整備とを整えておらねばならず、どこの国でもできる訳では無い。この意味で、98年9月にマレーシア

の採ったパッケージは、首尾一貫した政策目標と政策手段等々注目に値するものと考えられる。当初はほとんど感情的な迄に批判をくり返した“市場の声”も1~2ヶ月の間に姿を消し、必要とされる短期資本の規制の一つの姿として認識されるに至って来ている。

以上見て来たようにアジア危機を巡る論の展開を跡付けてみると、行動の自由と利益追求の自由、並びにその極大化を求めて市場原理主義的要求と世界化とを要求し続けて来たのが、広い意味での資本そのものであったこと、並びにこの資本の要求することが、時にIMFの処方という形で、時に先進国間会議の共同声明のような形で、又時にはジャーナリズムやアカデミズムの声としてメディアを通じ流れていたという事態に遭遇することとなるのである。

2. アジアに於ける新しい枠組みについて

(1) アジア通貨基金構想をめぐる動き

97年8月に東京で開催されたタイ支援の為の会議と成果は、アジアの国々にとって歴史的な意味を持つこととなった。IMFを始めとする国際機関の約束額66億ドルの上に、二国間協力の形で支援額が積み上がって行き、最終的にはIMFの認定した必要額140億ドルを大幅に上回る総額172億ドルの支援策が、先進諸国(支援国会議に

は出席していた)の参加無く、基本的にはアジア地域の国々の参加によって仕上がったのである。この時の盛り上がりと手応えを基に、日本を始めアセアンのいくつかの国が、秋のASEM(アジア欧州会議)から続く一連の国際会議に於いて“アジア通貨基金”構想を語ったのは、全く正しい現状認識の上になされたと理解できる。ただ細部に亘るデザインの相互確認が為される前に、危機対応とその為に必要とされるかも知れない資金動員力とに力点を置きすぎた呈示の仕方であったかもしれない。これに驚愕した米国とIMFは、「モラルハザード」と「既存機関との多重性」という二つのキーワードを使って水をかけて廻ったのである。中には「アジアは既存の先進国からの債務を全て返済してから立論すべきだ」と感情的意見を述べる銀行家もいた。この構想がAPECの場でマニラ合意という形で一時棚上げとなったのは識者全員承知するところである。98年に入ってこの構想をめぐる論はどのような展開を見せたのであろうか。

一つは域内国での動きである。

前説に述べた各様の論に振り回された国々に於いては、それまで嘗々と続けてきた国造りの前提を覆させられて、市場化・自由化・解放・改革と言った言葉で語られる数多くの新しい事象にやや呆然たる感じを持っている。

加うるに、98年予算についてあれ程歳出削減を要求したIMFが、99年度予算につ

ては180度転回したような主張をしたことに対する戸惑いも小さくない。その上で、来世紀を展望したマクロ政策の一つの根幹である為替政策と為替相場政策については、論理の整理と政策の立論とを急がされている。かかる状況下、いわば肝に命じた形で持った覚悟が、二度と再びこのような危機を起こさないということである。98年後半のロシア及びラテン・アメリカのいくつかの国々の不穏な動きに対しての米国とIMFの動きを遠望しながら、94~95年のメキシコ危機とそれへの彼等の対応の姿を二重写しにしつつ、棚上げになった“アジア通貨基金”構想を静かに、然しながら確固たる意志を持って胸の中で検討を再開しているのである。新宮澤構想が勇気付けた事も見逃せない。もう一度机の上に乗せて真剣な議論を再開する時に来ていると言えよう。

二つ目はアメリカ等の動きである。

98年夏の日米首脳会談後の共同声明が、読みようによっては“米国は(ラ米の動きもあって)これ以上アジアに約束する(コミット)事は出来ないから、アジアは日本に任せたい”と読める下りがあった。これを受けた具体策として新宮澤構想が打ち出されたのである。実はこれに先立つ何ヶ月か前から、前述の二つのキーワード(「モラルハザード」と「既存機関との多重性」)が聞かれなくなった事に気付いていた識者もいたと思う。秋深くなるにつれ、97年にアメリカがアジア通貨基金構想をつ

ぶしたのは明らかに失敗であったという声さえ出始めたのである。同国一流の御都合主義とも見られなくもないが、我々はこの言葉の裏にロシア・ラ米問題の持つかもしれない(米国にとっての)意味の大きさと、アジアは米国から見て遠い存在なのだという当たり前の認識を新たにすることとなる。

欧州は新通貨発足に興奮しており、アジアは米国にとって以上に遠い存在と彼等には写っているかのようである。以上を勘案するに、日本を始めとするアジアの国々が、アジア通貨基金を再検討しながら、中期的政策としてその実現に向けての努力を開始し直す絶好の時を迎えていると思われるのである。一時的に底をつきそうになった各国の外貨準備も、その嵩上げを唯一の政策目標とするが如き IMF の指導もあって、着実に積み上がっていると共に、その様な状態をベースに新しい成長過程の模索が少しずつなされようとしている。そして各種の論の展開は、それぞれに自分達の国毎に、地域毎に対応を考えるべきだという点を、その論理帰結として指し示しているからである。

(2) アジア通貨基金について

それではアジア通貨基金として語られている構想の具体的な姿を、項目を拾い上げてその解説を加えることで、浮かび上がらせてみようと考え。当然のことながら今後の検討の中で変わって行く点多

いと思われるが、議論の出発点として整理をしてみるものである。

(イ) 組織

常駐の職員を有する独自の機関として法人化をされるべきと考える。事務局職員は参加国の国籍を有するものから構成され、主として二つの重要な機能を分担管掌する。一つは各国の経済金融情勢の把握・研究分析・技術協力の実施等に係る事項、もう一つは次項に説明する各種レベルでの国際会議の為の事務局機能である。但し他の既存国際機関との重複や不効率な経営を避ける為に、可能なものは民間企業や他の国際機関に委託する。

(ロ) 参加国と日本のコミットメント

アジア通貨基金の参加国は、当事者間の合意で決まることとなる。ただ賦託される機能から考えると、ある程度発達した金融市場を有するアジアの経済体、例えば日本、中国、アジア NIEs、アセアン諸国、大洋州諸国等が当然に想定される。また、政策対話の促進、金融危機予防の為に技術協力の供与といった機能をも持つ事を考えれば、さらに多くのアジア諸国の参加が期待できる。日本は、これ等の国々の中で唯一の G7 参加国としての、また想定参加国の国内総生産合計の半分以上を占める経済体としての貢献が義務付けられている。更に、アジア経済及び金融全体の安定と発展の為に、この構想の創設と運営の為に最大限の努力と協力を行っていく決意をすべきであり、その決意を進んで繰り返しアジア

の友人達に語りかけ続けなければならない。
い。

(八) 機能

この機構が持つことを期待されている機能は実は多岐に亘るのであるが、ここでは次の三つを挙げておきたい。

(A) 政策対話の促進

マニラ合意をそのまま受け継ぐと言ってよい。参加国が定期的にアジアのマクロ経済情勢及び為替・金融資本市場の動向について意見交換を行い、それぞれのマクロ経済政策及び為替、資本移動に関して対話をする場を提供する。対話のレベルは首脳レベルから、蔵相・中銀総裁レベル、次官レベルと多層の展開が予想される。この対話促進の為に、独自のマクロ経済の分析能力と会議主催の為に事務局機能とが常駐職員の職分となるのは既述の通りである。

そしてここで加えておきたいのは、意見交換と相互理解の促進の上で、時に相互に紳士の進言（ピア・プレッシャー）をするという点である。一国のある破綻が思いもかけず他国へ伝播しうる事が今回の危機の教訓の一つであるとすれば、他国のあまりに冒険的な試みを各国が自分の問題と受け取るであろうことは明らかで、政策強調の意味する所は大変に大きいと考えられる。

(B) 緊急支援の為にメカニズム

緊急支援のメカニズムは二つの点から語られねばならない。一つは資金動員（調達）能力であり、もう一つはモラル・ハザ

ードを起こさぬ処方箋の作成である。

資金調達能力はいくつか用意されるべきと思われるが、実現可能な手段として例えば次の三つが考えられる。

メンバー国からの借入形態によるもの

IMFに於けるGAB(NAB)の如きメカニズムと考えてよい。但しその実行はGABに比してはるかに迅速である事が要求されるので、取決めは一種のクレジット・ライン的性格を持つものが望ましい。参加国は資金の拠出を要請される訳ではないので、発足当初から現金（キャッシュ）を用意する必要は無いが、要請された場合にはこれに応える義務がある事から、外貨準備の相当額を常にこの為に用意（イヤ・マーク）しておく事が必要となる。当然のことながら、同基金への貸付けは正当な外貨準備の運用の一形態として認知されるべきものと考えられる。この形での資金動員力は200億ドルから500億ドルの規模が予想される。

市場調達

既存の国際機関のうち、世界銀行・アジア開発銀行等開発機関はそれぞれに市場調達を行っている。これに対してIMFはこれ迄市場調達は行ってこなかった。97年7月以降流動性危機を迎える国が続出して、IMFに期待される資金量も大きくなり、これに増資等で対応しようとしているのは良く知られた事実である。また市場調達の道を探す研究もIMFの内外で行われていると聞いている。市場性の資金は金利が高く、それを必要とする国々に援助的な金利水

準では届けられないと言う議論もある。しかし、危機に陥った時やその直前は流動性の量の確保が第一に求められる。ジャパン・プレミアムが市場で取り沙汰されるようになって久しいが、同じ様な意味でのプレミアムとして、危機直前には各国共6~8%を要求されていたことから考えれば、流動性の量が問題の時には市場性資金の金利水準は問題にするに足らぬものと思われる。従って、前述のメンバー国から供与される借入取決めを超えて資金が必要となる時の為に、第二線の資金動員能力として市場調達の手配を整えておくことが肝要と考えられるのである。アジア通貨基金がその名だけで十分に高い格付けとその格付けに見合った借入金利が市場から与えられれば問題は無いが、現実的にはそうはいくまい。そこでこの機構の市場調達に当たっては、何らかの形の信用の補強が必要となる。信用の補強はメンバー国がそれぞれに行うこととなるが、その形態は次の二つが考えられる。いずれのケースも信用の最後の裏付けはメンバー国保有の外貨準備ということになる。外貨準備の役目の第一義は財及びサービスの輸入等、経常的外貨支払いの為に準備であり、輸入の何ヶ月分に当たるという計算や、借入短期資金の総計より大きい小さいかといった見方で注目される。ということは、各国共支払い準備として必要と考えられる金額以上に積み上げておくことが要請されている訳で、実は底積みの純粋投資的な機能

しか持っていない部分も非常に大きくなっているのが現実である。

この外貨準備を最終の担保としてメンバー国が供与することは十分に可能と思われる、その形態は次の二通りが考えられよう。一つは、保証ないし保証の予約的内容を取決めで定めておくやり方であり、もう一つは次項に述べる出資証券での拠出である。この二つの方式は共に、機構が不払いを起こし、保証ないし出資証券の履行が必要となった時は、メンバー国が手持ち外貨準備の中から資金を回す事を明確に示すこととなるだろう。当然のことながら、各国共責任を負っている金額を公表の上、外貨準備高の発表時にはこれを併せ公表することとなる。

ここで考えておかねばならぬことは、一時に大量の借入を行うと市場にクラウディング・アウトを起こさせる危険があることであり、より具体的には短期間に大量の調達が可能な事前の取決めを市場参加者と予め作っておく必要があるだろう。より機動的な調達方途として、例えばBISや主要先進国の通貨当局ともこの市場ベース借入の取決めを予め作っておくことも選択肢の一つとして検討に値すると思われる。この形の調達能力も、当面は500億ドル位を目途に検討したら良いのではないかと思われる。

保証機能

機構そのものが動員する資金に加え、メンバー国が危機的状況に陥る前や、ある種

の緊急支援が効を奏して一段落した後にそれぞれの国が国際市場で直接に資金調達を行う時に、必要な信用の補強をするのがこの機能の目的である。

今回の危機の処理として大量の不良資産の処理や金融を含む民間部門の資本不足を補う為等の理由で、各国が大量の公的資金を必要としたことは周知の事実である。この時に国内貯蓄ベースに負担させる考えや税金から回す考え方等いくつかの手法が試みられた。中でも、各国が国際市場で所要資金を調達する方法は当然にあり得る考え方であり、公的部門の対外債務の比較的少ない域内各国では正しい選択と考えられた。その際、ヒステリックに格下げをする格付会社の反応によっては、市場発行がしたくとも出来なくなる事態も考えられる。また、平常時に於ける、例えば構造調整の為の資金調達等、さして巨額ではないが中・長期の資金を市場から調達する必要に迫られるメンバー国も出て来よう。こういう時にこの機構が保証を付けて格付けを上げ、より有利な条件での調達を可能とする事も有意義なことと考えられる。この保証の為の機構そのものの信用の裏付けは、前項と同様の考え方で良い訳であるが、一定の保証の為の枠を作り、それをカバーする出資証券をメンバー国から供与してもらうことにより信用の土台を確保するということが、一番性格的に合致した姿として考えられる。

以上極めて大雑把ながら、資金動員能力として三つ可能性を挙げてみた。重要なことは、この機構に期待されるこれらの能力はかなり大きいということである。97年のタイ支援パッケージの様に二国間協力が積み上がり得る状況にあれば、例えば必要総額の1/3~1/4の金額が用意出来れば、それで役割は済むのであるが、危機が伝播伝染する状態となり、規模の大きな国もそれに巻き込まれる得る現状では、それへの対処の為の必要金額も大きくなるざるを得ず、21世紀のアジア地域の発展成長を考慮に入れば、必要とされる資金動員能力は、少なくとも1000億米ドルのオーダーとなるだろう。

(C) 金融危機の防止

アジア通貨基金の持つ第三の機能は、金融危機の防止の為の機能である。今回の危機の中で明らかになったことの中に、日本を含む域内諸国の“金融部門の脆弱性”と、“金融当局の不適切な監理監督”とがあった。また、各国がそれぞれにドル・ペッグの為替相場政策を取って自国通貨の安定を図り、ドル中心の諸慣行を作り上げて来た事から来る危うさもあった。アジア地域の来世紀に於ける持続的成長の実現の為に、決してくり返してはならぬことが、今次のような同時多発的な経済危機の再燃であることは自明であり、危機予防の為の手段は、幅広く肌理細かに用意されなければならない。アジア通貨基金なる構想の実現も、広く見ればこの為の手段なのである

が、ここではもう少し細部に亘って考えられる諸点を数え挙げてみたい。

メンバー国金融当局の協調

先ず第一に考えられるのが、参加国の金融責任当局がこの機構を通して、リスクの判定とそのリスクの低減、技術協力等の分野で協力を行っていくことである。数年前にアジア版BIS構想がオーストラリアのフレーザー中銀総裁によって唱えられたが、この構想の持つ主要且つ重要な諸機能をアジア通貨基金の活動範囲の中に包摂することは可能なのである。参加国の金融当局の持つ情報と経験の共有、銀行を始めとする金融機関や金融システムの監督に関する協調が必要なのである。但し、バーゼル銀行監督委員会等で策定されつつある先進国の考え方や基準の一方的な押しつけの為の機関であってはならない。アジア的視点を加味した自主的ガイドラインが考えられねばならず、またこのガイドラインに沿ったモニターも、この機構が中心となって作られるネット・ワークによって為されることとなる。

決済リスクへの対応

ドル中心主義の為替政策の自主的否定は数多くのインプリケーションを含むが、その重要な一つが各国域内通貨の相互利用の促進である。

この動きが拡まるにつれ、各国の為替市場においてアジア通貨間の直接の為替取引が徐々に増えてくることが予想される。それは、これ迄の米ドルを介在させたクロ

ス取引としてのみ成立していた状況からの前進を意味する。そしてその決済リスクを低減させるものとして、アジア通貨間のネットィング機関をこの機構の下部組織として有することも考えられよう。いわばアジア版 ECHO である。また今後、よりダイナミックな発展が考えられるのは各国に於ける長短債券市場である。この市場の機能を十分に発揮させる為には、証券類の集中保管決済機構の存在が重要である。この機構は、無国籍性匿名性を前提とするユーロ市場に於ける証券類の為の国際的機構（ユーロ・クリアーやセデル）よりは、国籍を明確に認識した主要国の国内機構、中でもフランスのSICOVAMが一つの手本となると考えられる。域内でも既に実現している国もあるが、日本を含め多くの国にとっては今後の課題となっている。先の為替の集中決済機構が、アジア諸国の証券決済システムを結ぶアジア証券決済システムを実現させる手掛かりとなっていくことが期待されるのである。

アジア通貨基金研究所

アジア開発銀行がアジア開発銀行研究所を創ったことは誠に心強いものがある。本機構も当然の論理的欲求として、研究機関を、それも早いうちから持つことが望まれる。

研究課題はいくつも考えられる。東アジアの奇跡を演出したと言われ、また一方で今回のアジア危機の連鎖の中で全てに駄目と言うレットルが貼られたかに見える

“アジア的”と呼ばれる諸点を解析すること、更にはマクロ経済政策から始まっておよそ一国の運営にかかわる諸政策の中に、如何にこの“アジア的”と呼ばれる方式・方法を組み込んでいくかということの研究するのが、この研究所に課せられた使命の第一と考えられる。

かかる意味では、アジア通貨基金は鶏と卵をそう遠くないうちに同時に産む事を運命付けられているとも言えよう。

一つの大きな研究分野として最適為替政策論・最適為替相場論があるが、これについての研究の論理的な延長線上に最適バスケットの導入と共用というアイデアがある。その最適バスケットを梃子にしたアジア地域共通計算単位の決済も、先の通貨決済機能が引き受けることは可能な訳で、そうなれば商行為への計算単位の援用

も視野に入って来ることとなる。

以上見て来た通り、アジア通貨基金構想を再び机上に載せ真剣に検討をしなおす好機に今あると思う。日本はこの地域の総生産の半分以上を占める経済体として、期待される責務も大きければ、為さねばならぬ役割も大きい。世界史的視野から見た世の動きは、日本に一国安寧主義的行動を許さぬところまで来ていることは明らかであり、新宮澤構想に窺える如く、我が国の政府にもある種の覚悟が出来ていることは心強い事実である。このような流れを無駄にすること無く、アジアにある特有の方法論である“小異を弁まえた上で大同を探す”と言う大乘的見地からの絶え間無い問いかけと努力の積み上げが、今我が国に求められていると痛切に考える次第である。

©1997 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: 2-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku. Tokyo
103-0021, Japan
Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <http://www.iima.or.jp/>

