

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

東アジアにおける金融協力の一考察¹

預金保険機構

理事 篠原 興

1. はじめに

第一回の東アジア・コンGRESSがクアラルンプールにて開催されたのは2003年8月のことであり、東アジア共同体への夢が大々的に語られ、筆者は小論を本欄へ報告として書いた次第である(2004年5月1日付第1125号)。その後の東アジア関連の動きを見てみると、ある意味では着実に動きは進行していることが分かる。まず、2003年12月に東京で開催されたアセアン・日本の首脳会談が挙げられよう。この会議においては、「政治的意思」が確認され、内外に大きく声を上げた会議として永く記憶されることになるだろう。2004年の夏には、第二回の東アジア・コンGRESSが再びクアラルンプールにおいて開催され、議論は一層の盛り上がりを見せたと聞き及んでいる。二国間の自由貿易協定が、域内諸国の間で次々と結ばれつつあり、いわゆるFTAの網の目が次第に東アジアの地において張り巡らされようとしている。この動きも、域内経済の一体化への試みという見地からは、大変に意義の大きいものと言える。

反面、金融の面においては、一時期あれだけ批判的となった為替相場のドル連動が、域内各国の実体経済の安定化と共に、また、ここ一兩年のドルの為替相場(対主要通貨)が安定的に推移したことも相俟って、域内各国の為替相場の動きの主要な論理として復活しつつある様に見える。筆者が本欄において、度々指摘した通り、主要国通貨間の為替の安定化は当面望めない以上、主要国間の相場が大きく動く危険は常にあるわけで、ドル中心の外貨政策やドル・ペッグの為替相場政策が、次の危機を生み出すかも知れない危険性を再び孕んでいるとさえ言えるかも知れない。

ところで、域内の国際金融に関する議論の中には、この点に注目した提言が改めてなされている。例えば、域内貿易の域内国通貨建て化の提言などがそれである。この問題はこ

¹ 本稿は、アジア親善交流協会「AFA論集」(2004年10月)に執筆したものに手を加え、外国為替貿易研究会 国際金融第1139号(2005.2.1)に掲載されたものである。

れで長い歴史を持つテーマであり、出ては消えるのがこれまでの経験なのであるが、実は緩慢そうに見えて、生まれれば実態経済に大きなインパクトを与え、依ってもって改革を一気に進める力を持っている論であることに、誰も疑問はない。だから何回も出るわけである。しからば、何故に何回も消えるのであろうか。

それは、次の様な“無い無い尽くし”の悪循環論の中で、現実的でないとされるからである。まず、域内国通貨間の為替市場が十分に発達してい“無い”。だから、域内通貨間の為替は、先ず対ドル相場がそれぞれにあって、この相場を使って間接的に計算するいわゆる裁定相場しか“無い”。裁定相場は、売買幅を対ドル為替で二回支払う形になり、経済的で“無い”。各国の金融市場が未発達で、表示通貨での貿易金融の道が確立されてい“無い”。各国の金融市場や金融インフラの未整備から、各国通貨での決済がスムーズに行われるとは期待出来“無い”。各国通貨間の為替相場の動きが、(それぞれの通貨の対ドル相場から第二義的に導かれるが故に)読め“無い”。従って実行にあたっては、相手国通貨での取引を余儀無くされるサイドでの為替リスクは、これまでの対ドルの為替リスクに比べて小さいとはとても言え“無い”。等々と続くのである。

この無い無い尽くしの循環を断ち切る工夫がなされなければならない。筆者は、これまで本欄において、その一助にでもなればと種々の政策提言をしてきた。例えば、地場通貨間の決済をスムーズにかつ信頼度高く遂行する機関としての、「アジア通貨集中決済機構」(国際通貨研究所「Newsletter」1999年第1号)等がその一つである。本小論においては、悪循環を断ち切る方策の一つとして、域内の国際金融・外貨政策・為替及び為替相場政策として中期的なヴィジョンを提示し、域内の諸取引における地場通貨の相互利用の動機付けとなし、そして、これを基点として域内の諸改革の望ましい方向での発展を促す、そんな目的意識からの論展開を試みてみたい。

2. バスケット・ペッグについて

アジア危機の後、その危機の原因がドル・ペッグの為替相場政策にあったとされた。つまり、ドル・ペッグの為替相場政策が、ドル中心の外貨政策を生み、このドル中心の外貨政策がドル・ペッグの為替相場(つまり対ドルでの安定的推移)と相俟って、為替リスク只乗りの資金取引の温床となり短期資金の跳梁跋扈を許した。

ならばとばかり、バスケット・ペッグ論が隆盛を極め、多くの提言がなされてきた。中には、ドルと共に中国元を入れた案もあるが、将来はともかく、当面はドルに固定化されている中国元をドルと共に入れる論理的な理由は無い。それやこれや、言うことに意義があるが如き状況なのであるが、一様に欠けているのは、何を狙い何を戦略として持ったバスケットであるか、と言う明確かつ長期的な問題意識の開陳である。為替相場が語るもの、為替相場政策が要求することは、複雑にして多岐にわたり、長期的な国内経済運営の基本を規定するわけで、明確な戦略がその裏にキッチリと描かれていなければならないことは当然なのである。

筆者の推奨するバスケット、東アジア諸国が採用するバスケットとは、下記の様なものである。

- ・ バスケットの構成は、ドルとユーロと円の三通貨とし、その構成比（内重量比）は、それぞれ 1/3 ずつとする。
- ・ この構成内容と、基準日の対自国通貨での価値、即ち基準日における対バスケットの相場の公表と、当面の操作目標としての許容乖離幅を公表する。
- ・ 日々の自国為替市場での取引の結果計算されてくる対バスケットの相場と、上述の基準日のそれとの差、すなわち乖離幅を一定の約束に従い日々公表する。
- ・ 東アジア諸国は、上記のバスケット及び公示等の手続きを同一に採用する。乖離幅については、各国の国内事情を反映して、大きな幅で運用をする国があるかも知れないがこれは当然認められる。

つまり、単純にして明確なバスケットとし、これを各国の通貨を測る共通の物差しとすると言う極めて単純な案である。この単純さが、バスケット・ペッグの当然に要求する為替政策や為替相場政策の策定とその施行を可能とするわけであり、複雑なバスケットは、この過程が複雑になり過ぎ、施行は無理と言う破目に陥り兼ねない。外貨政策やこれを重要な構成要因とする国内経済運営に関して何の意味も持たないバスケットは、例えそれがどんな高邁な理想に基づいて構想されたにせよ、意味の無いものと言わざるを得まい。

次項においては、今概略を述べたバスケットがどんな含意を持つか、そして、それが次に如何なる展開を約束しているかを見てみることにする。

3. バスケット・ペッグの持つ含意

前項で、現実論としてのバスケット・ペッグの考え方を述べたが、上述のようにそのバスケット・ペッグには幾つか新しい工夫を加えた。まず第一に、バスケットの内容は極めて直感的かつ腰だめではあるが、円とドルとユーロをそれぞれ 1/3 ずつとすべきとした。第二に、このことと相場維持の目標としての変動幅を公表すべきものとした。第三として、ある基準時のバスケットの価値（いわばその重さ）に対しての乖離幅を常に公表すべきものとした。第四として、アジア各国は同じ構成のバスケットにそれぞれペッグすべきものとした。

その上で、このような構成のバスケットに己が通貨を連動させることの当然の論理帰結として、第一に外貨準備も通商貿易における使用通貨も決済通貨も、そして貿易金融から始まる種々の外貨金融もそれぞれ三通貨に分けられなければならない。先進諸国の内のある一国の恣意的な行動から自国を守る為の新しい為替政策としてバスケット・ペッグを採用する時に、この政策が採用した国にとって真に意味のある政策となるためには、当然に政

策目標と政策上の努力が必要なのであり、1/3 ずつの外貨政策はその為の政策目標なのである。その上でこのバスケット・ペッグの持つ含意を考えて見たい。

まず考えられるのは、“為替あるいは為替相場の安定”の概念の大転換である。これまで“安定した為替相場を長期に維持出来るのが良い通貨である”と言う命題を考えるときに、誰もが考えもせず頭に浮かべたのは対ドルの為替相場であり、他の相場は入りこむ余地は無かった（一部ヨーロッパの国には前からマルク・ペッグを為替政策としてきた国があるが、ここでは論の外としたい）。しかしながら、上に述べたような構成のバスケットに連動させる為替政策を採った時に、そのバスケットの重さに比してある日の相場は決めた中心相場比で何%、あるいはある基準日に比して何%高いとか低いとかが発表されることになり、この乖離幅が政策上の乖離幅（上下に何%と言ったもの）内にあれば、たとえ対ドルで大きく切り下がってもその通貨の価値としては安定していることとなる（つまり、この様な時はドルが他の二通貨に対して独歩高の状況にあるわけである）。

為替相場は異なる二つの通貨間の相対的な関係である交換率である。これは例えて言えば、自分を写す鏡を変えらると言うこととなる。すなわち、為替の安定の概念が大きく変わることとなるのである。

このバスケットに連動してある一定の変動幅の中に維持することは、例えば三通貨間の相対関係が動いた時には、介入を通じて達成させることになる。それ以外でも、自分の通貨が何らかのきっかけで投機の対象となったような場合も考えられ、この時にも同様に介入による沈静化が必要となつてこよう。この介入の仕方は対象が三つとなりかつある一通貨対象の介入の効果は 1/3 となるわけで、かなりの技術とそれを支える介入政策とが必要となってくる。ただし、すでに発達した長・短期のスワップ市場が三通貨間に出来ており、これに対するある種の対応策は想定が可能な状況とも言える。

いずれにしても、このあたりの解析と説明は、来るべきアジア通貨基金²自体ないし、この機構が持つであろうアジア通貨基金研究所の大きな取り組み課題となることが想定される。

三つの通貨の混合価値に連動させ、混合価値に己が通貨の価値を映し、その価値をこの混合物対比で安定を図っていくことは、その三通貨のどれか一つが自国の国内的理由から身勝手な為替相場政策を採ったような場合に、その身勝手な為替相場から直接に影響を受けなくなることを意味する。また、外貨準備から始まり外貨金融に至る外貨政策も三通貨に分けられることになり、ある一通貨の特殊事情に左右されないですむことが蓋然性として考えられるのである。

当然のことながら、自国通貨の対三通貨の為替相場については十分な流動性を持った取引

² アジア通貨基金（AMF）に付いては、その名称に関しても議論があるが、ここでは人口に膾炙しているという理由のみからこの名称を使ったが、固執するものでないことは言うまでも無い。

が行われる市場を維持していくことが必須となる。つまり、これまでのように対ドルの為替市場は十分に機能しているが、他の二通貨に対する為替相場はドルを仲介として計算される裁定取引の結果として得られるのではなくるのである。ここにおいて、広義の裁定取引は極めて多彩なものとなることが考えられる。この辺りの市場育成・市場機能の活発化も採用後の大きな応用問題としての課題と言える。

アジア諸国がこのバスケット制を採用し、その維持の為の幾つもの手段や方策を身につけたら、その後はどんな姿が論理的に想定出来るのであろうか。まず考えて見る必要があるのが、アジア通貨間の相互の価値の確認の作業である。これまでは対ドルで基本の相場が立っていたのであるから、相互間の確認は単純に割り算をすれば答えが出てきた。バスケット連動後は簡単にそう行くのであろうか。ここに本論が主張する“同一の内容のバスケット”が意味を持つこととなる。同じ構成比で同じ内容（重量）のバスケットを想定してこれに連動させることが出来れば、上述の割り算の操作はここでも可能となる。もちろん、連動維持の前提の変動幅は各国の置かれた状況からして必ずしも同一である必要はない。従って現象面では、アジア各国通貨の相互間の動きはこれまでよりも複雑になることが予想される。しかしながら、同一バスケットに同様に連動しているのであるから、三極通貨間の（もしかするとこれまでと同様に大きいかも知れない）相互の動きからは、ある程度距離をおいた動きとなることが想定される。つまり、アジア通貨相互間においてはかなりの安定が自然ともたらされ、それが相互に確認できるようになるまでにさして時間はかからないとも考えられる。

連動性維持の為の介入が必要になったときの操作は従来比複雑化することが考えられるのは既に述べたが、多くの場合（個別の変動幅の違いから常にとはいえないが）アジア諸国が同一の方向で介入を余儀なくされることが考えられる。このとき協調して介入に当たることも当然に考えられる。この辺りの理論的な解明と実際的な方策についての確立にあたって、アジア通貨基金に期待される役割は大変に大きいと言えよう。

こうして同一バスケットに連動させることを為替政策として採用したアジア諸国の通貨は、ほぼ同一に動くことが想定される。当然のことながら、他の国内的事情からインフレが昂進したような時には連動の中心相場を変更することもあるわけで、インドネシアが一時期採ってきた様な介入点の小幅かつ断続的な変更も想定される。しかしながら、その上でアジア通貨間の相互の位置の確認及び維持の努力の方向等については、これまで以上に相互の理解が進むことが予想される。その結果、アジア通貨間の相互の安定が図られていくことも同様に予想される。そして、その論理的帰結として、次のステップが考えられるのである。

4. 次のステップとしての通貨同盟

次のステップとして考えるべきはアジア通貨間の緩やかな通貨同盟（currency union）である。ここで考える通貨同盟は、ヨーロッパが持っていたスネイクを思い起こして頂けば

良い。ヨーロッパのスネイクは、大きく変動する諸通貨の動きの中で、幾つかの欧州通貨がある一定の変動幅の中に相互間の動きを抑え、全体として見渡すと主要通貨の大きな変動の中で、この欧州通貨は細い帯の中にいつもいると言うもので、図式すると、この細い帯が時の流れと共に蛇の動きを思わせることから名づけられたものである。

つまり、アジアの諸通貨の中で幾つかの通貨が同様な取決めを結び、相互の関係を意図的に安定化しようと言うものである。このとき同盟関係に入る国は、経済の発展段階から見た状況が似通っている方が、同盟として且つ一度決めた基準の無理の無い維持から見て安定的であろうと言う推測は自然である。しかしながら、為替政策・為替相場政策および為替管理の実施の方策のよろしきを得れば、かなり発展段階の異なる国同士の同盟も可能であると考えられる。また、次のステップとして考えるべき項目にこの通貨同盟の設立を挙げたが、これは何もバスケット連動の為替政策を実施してその採用が強制する諸政策（つまり外貨準備の三分化から始まる外貨政策）が、政治的意図としてかつ経済自体の持つ意図として実施に移され、そして、それが一定の結果と効果を表した後でなければならないわけでもない。為替相場政策として論理的に考えた時、バスケットを作りそれを己が通貨の価値を測る鏡として採用することと、相互に通貨同盟を結び各国の通貨間の動きを小さな幅の中に維持していく努力をすると言うことは、全く別の政策と言え、同時並行的に追及していき得る二つの異なったテーマなのである。

ただ、一つ言えることは、通貨同盟はバスケット連動の為替相場政策の実施が無ければ、その意義の大きな部分を失うだろうと言うことである。これまでと同じドル中心の為替政策や外貨政策を採ったまま為替同盟を結ぶことも可能であるが、出来上がりはどこまでも対ドルの為替同盟と言うことになってしまう。つまり、97、98年の危機が過度なドル中心の為替政策・外貨政策がもたらしたと言う多大なコストを払って得た教訓がそこには全く反映されず、今後ともドルの動きに一喜一憂し、その度に通貨同盟諸国の通貨間の相対位置（即ち相互間の為替相場）を調整していたのでは、通貨同盟とならない道理なのである。つまり、アジア通貨間の通貨同盟を長期的にかつかなり安定的に維持して行く前提条件として、出来る限り身勝手な主要通貨間の相互の動きから距離を置く形で、自分たちの為替相場政策が展開できることが挙げられる。

このアジア通貨間の通貨同盟は、最初は緩やかな形となることが予想される。つまり、ある基準時の相互の為替相場に対し、上下2%とか3%とかの狭いレンジの変動幅を決めると、直ぐに上下の限度に突き当たりかねない。したがって、10%とか15%とかのやや広い変動幅が考えられる。ただ、こうした形であれアジアの諸通貨が相互に相手を認識しながら相互の安定を図っていくことの持つ意味は決して小さくない。何より、アジア通貨間の為替取引が自然発生的に盛んになってくることが考えられる。域内の貿易はどちらかの当事国の通貨建てになってくるであろうし、小口送金から始まる経常的な資金の動きも域内通貨建てになってくることが考えられる。つまり、アジア通貨間の直接取引としての為替取引

が市場取引として発展していくことになるだろう。

これを可能にするインフラとして各国通貨の決済システムが、中でも対外取引の決済が自動的にかつ大量に行われることを前提としたシステムに近代化されなければならない。各国においてそれぞれに RTGS 決済の為のシステム改良がなされつつあるが、それを一層効率的に推し進め、そして相互に橋（ブリッジ）を架ける必要が出てくる。その間、筆者が常々提案しているアジア通貨間の資金の集中決済機構を先に作り、これに域内国際取引の決済に当らせることも十分に検討に値しよう。このアジア通貨集中決済機構はアジア通貨基金の一部として私は構想し提案しているのであるが、このようなインフラ的機能も含め、この通貨同盟の成立とその維持に関しても、アジア通貨基金の果たすべき役割は甚だ大きいものがあるといえるのである。

我が国の円がこの為替同盟に参加するか否かはやや理論的に考えると応用問題である。バスケット連動のところでも指摘した通り、今ここで想定している構成比がそれぞれ 1/3 ずつ三極通貨を含んだバスケットに円が連動することを考えると、我が国の円のみが目標相場圏を約束することになるという論理がここでも適用されてしまうからである。ただし、アジア諸国の中にはそんな複雑な為替政策は採用せず、むしろ直裁に円ペッグを為替政策とするという国が出てくるかも知れない。その場合、勝手にそちらで円ペッグをおやんなさいと言うか、あるいは我が国と通貨同盟的關係を結びその通貨の対円の為替取引市場取引を育成し、必要な場合にはこちらから介入の手を差し伸べる必要を認識する關係を作るか、これは我が国の選択ということになるのである。

アジアの諸通貨がこれ迄述べてきたようなバスケットに連動を始め、それぞれの通貨の価値を確認する鏡をドルからこのバスケットに変更し、この新しい為替政策・為替相場政策が実効あるものとなる為に必要な諸政策 - 外貨準備から始まり經常取引・資本取引に至る外貨政策 - の三分化が進み、結果としてこれ迄の過度のドル依存の経済体が主要国三通貨を等しく使用する経済体になり、アジア各国間におけるアジア通貨の相互使用が格段に進む - 、このようなシナリオがアジア諸国にとって望ましくかつ必要なものとして、政治経済社会の総合的な意志として実現されなければならないのである。ここまで進んだ時、アジア諸国はバスケットの抜本の見直しをしつつ、我が国に通貨同盟の参加を要請してくることが考えられる。つまり、これ迄述べてきた三通貨均分のバスケットとこれへの各国通貨の連動政策は、次のステップまでの言わば繋ぎの政策と言うことも出来る。つまり、バスケット方式は実はサンセット条項的性格を持ったものなのである。

この様な時には何が起きているかと言えば、アジアの諸国の対外取引は經常取引・資本取引を問わず、域内取引については域内通貨建てが大きく進展していよう。その上で主要三通貨の使用割合は、自然な形で（当初は何回も述べた通り意志的に実現を図る必要があるがその上での動きとして）円建ての占める割合が増えてきている筈である。ここに至る過程までの調整は実は極めて大きな問題を含んでいる。例えば、米国の対外債務問題の処

理である。外貨準備を始めとする各国の対外資産がほとんどドル建ての現状から、その姿を大幅に変えて行くことが当然に考えられる。これに伴い、米国の対外債務はその有り様を抜本的に変更する必要があるわけである。また我が国も、一つ例示すれば証券類の総合的な集中保管決済機構の立ち上げ等、国内的な整備や構造改革に真剣に取り組まなければならない。その上で円をも含む通貨同盟は、我が国にあたかも一時期の欧州通貨体制の中での DM（ドイツマルク）の果たした役割を果たすことが要請されるのである。

5. 結び

これまで、東アジアを念頭に置いて、将来の為替政策・為替相場政策とそれを含む外貨政策の策定に当って、最初に必要となる地域全体を包含した戦略としてのバスケットとバスケット・ペッグ、次にこのシステムの持つ意味と要求する経済政策について考え、これらの論理帰結としての通貨同盟について多少の提言を含め、小論を展開してきた。ここに書かれた政策が、中期的な地域のヴィジョンとして認定されれば、その実体経済に与える影響は実は大きなものがあると予想される。つまり、主要三通貨 1/3 ずつのバスケットと知り、東アジア諸国が共通に同一のバスケットを採用すると知り、その上、中期目標として地域の通貨同盟があると知ったら、実体経済を支えているリアル・セクターの主人公達は何とするであろうか。筆者は、一面では為替リスク回避の当然の帰結として、主要三通貨への分散を外貨政策の柱とするのに躊躇は無いだろうと考える。その上、域内通貨相互の動きが直接的にわかるようになり、かつその相互の関係においてある種の安定が期待できるとなれば、これまた為替リスク回避と共に利便性の追求から、貿易や通商においてまず輸出の自国通貨建てから始まり、その他の域内諸取引においてアジア通貨を次第に使用するのに時間はかからないものと考えている。

日本を含む域内諸国は、かかる中期的政策をそれぞれ最重要政策として認識し、それに合わせた国内の諸改革を進めて行かなければならない。金融市場や為替市場の育成も一つであり、これを支える金融インフラの整備も大きなテーマである。多岐にわたる金融裁定取引を可能とする諸規制の緩和も考えられなければならないかも知れない。もっと重要な点としては、これらの諸市場におけるプレーヤーの健全性の監視と突発事故的な破綻の防止、万一破綻が起きた時の緊急対策の確立等も備えておかなければならないであろう。かかる国内的な対処策も、中期的な骨太の政策が確立していれば、それへの論理整合性の観点から、その策定も容易に描き得るようになることが期待されるのである。

終わりに、2003 年の第一回の東アジア・ कांग्रेसにおいても、その重要性が再確認されたアジア通貨基金（いわゆる AMF）の設立は、喫緊の課題としてダイナミックな展開を期待したい。小論においても随所で触れた様に、地域の共通の政策策定頭脳として、また地域の IMF として、各国の国内経済運営に対し監視と助言をなしうる国際機関として、AMF に想定される役割は大変に大きく多岐にわたる。そして、何よりその実現は早ければ早い程

良い。同時に設立が構想されている附設の研究所の担う役割も大変に大きい。筆者は、本欄において、この研究所の創設を基金自体に先立って構想すべきとの論を展開しているが、これまたそれほど緊急度の高いテーマなのである。

Copyright 2004 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>