

Newsletter



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

地域協力の通貨政策(2)¹

(財)国際通貨研究所
顧問 篠原 興

前稿で、地域協力を目指す為替相場政策の基本として、バスケット連動を前提とした管理フロート制を提唱した。その前提となる幾つかの事柄に付いても触れた積りであるが、今一度簡単に振り返って見よう。

先ず、域内の諸国にとって大きな意味を持つ先進通貨間、特に米ドル(以下\$)、日本円(Y)及びユーロ(E)相互間の長期的な安定は望めないであろうという現実がある。この間、特に問題なのは、現在から将来に亘っての安定的な推移を市場に期待せしめる事は不可能な事であるという事実である。

翻って、各国の通貨当局にとって重要な事は、自国通貨の価値の安定的な維持である。この自国通貨の安定的な維持とは、経済的な鎖国状況にある国に置いては国内均衡を考えれば良い事になるが、貿易の受払・貿易外収支の受払、及び資本勘定に計上される種類の資金の受払等が大きな意味を持つ国々にとっては、やや話が複雑になるのである。国内的には、自国通貨で計ってみた時の外国通貨の価値(即ち為替相場)が安定的に推移する事を意味しよう。この安定的な推移は、国内的には自国内の経済活動のスムーズな展開や発展の基盤となろうし、対外的には自国通貨の安定を誇示する事となる。東アジアの奇跡と呼ばれた時代を通じて、域内各国に依って採用されたこの安定の為の努力は結果的には“ドル・ペッグ”と呼ばれる為替相場政策であったし、この基本政策が大きく寄与して、成長の軌跡を描いた。しかしながら、同時にこの“ドル・ペッグ”が、不要不急の資金取引を誘引して(為替リスク只乗りの資金取引)、97年から始まった所謂アジア金融危機を誘発した事も、これまた疑いの無い事実であった。

つまり、アジア危機から学ぶべき最大の教訓の一つが、単一通貨(例えば米ドル)へのペッグ政策は自国通貨の価値の安定的な維持の為といっても危険が大き過ぎるという点である。この事は、域内各国の通貨当局は骨身に染みて悟った事柄と言える。そして、この単一通貨へのペッグ政策に取って変わるべく提唱されたのが、バスケット・ペッグ(あるいは連動)策と言える。このバスケットは、上記より見れば、長期に亘って自国通貨の安定を計り、これを自国の社会や経済に対して理解し易い形で提示出

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1165 号(2006.6.1)に掲載されたものである。

来るもので無ければならない。同時に、国際社会に対しても、またより重要には国際市場に向かって、これまた分りやすく提示出来なければならない。だから現在多くの域内諸国の通貨当局が説明する如く、バスケットを作りこれをメルクマールにして管理フロートをしています、バスケットの中味は秘密事項です、では説明になっていないのである。また、このバスケットは、言わば自国通貨の価値を映し出す鏡であれば、可能ならば域内各国が歩調を合わせて同じ“鏡”を使用する事が望ましく、その為の工夫も必要なのである。

以上の諸点を考慮に入れて、前稿で主要 3 通貨を等量含むバスケットの創製とこれに依る自国通貨の為替相場管理を提唱した次第である。

1. バスケットの創製

バスケットの内容を主要 3 通貨とし、これを等量含むバスケットとは、実は簡単に作り得るのであるが、以下その作り方とそれに依る管理の考え方の基本を整理して見よう。

今、X 国の通貨単位を X としよう。(例えば、タイ国のバーツ)

この X に関しては、主要 3 通貨に対するスポット為替相場が市場で建っていて、基準時 T0 の時のそれぞれの相場が以下の如くであったとする。

$$1 \$ = A0X, \quad 1 E = B0X, \quad 1 Y = C0X$$

これを、通貨建てを変えると

$$1 X = [1 \$ / A0, \quad 1 E / B0, \quad 1 Y / C0] \quad \text{と計算される。}$$

我々のバスケットは、主要 3 通貨を等量づつ含むバスケットであるので、上記で計算される、1 X のドル、ユーロ、円を足しあげて 3 で割れば良い。

つまり、この基準時の通貨 X にとってのバスケットは以下の如く示される。(バスケットを B として表示)

$$BX = 1/3 \times [1 \$ / A0 \quad + \quad 1 E / B0 \quad + \quad 1 Y / C0] \quad \dots$$

何の事は無い、上記で計算されるのが、基準時を T0 とした時に導き出される等量バスケットの内容となる。

さて、時点が進んで T1 の時の市場における 3 通貨の相場がそれぞれ、A1、B1、C1、となったでしょう。その時上記 のバスケットの重みは以下の様な計算の積み上がりの結果、次の様な答が出る。

即ち、T1の時の市場相場がそれぞれ、

$$1 \$ = A1X, \quad 1 E = B1X, \quad 1 Y = C1X$$

であったとする。この時の市場値を の式に代入すると、 はこう書き替えられる。

$$BX = 1/3 \times [A1X/A0 + B1X/B0 + C1X/C0]$$

共通項の X を括り出すと次の結果が得られる。

$$BX = 1/3 \times [A 1/A0 + B 1/B0 + C 1/C0] \times X \quad \dots$$

この上記二本の式を使いながらバスケットの使用方法について解き明かして行こう。

先ず、バスケットに依る為替相場管理を決めたら、その基準日を決め、その日の市場値を採用しての式の係数を定める。当然の事ながら、係数の採択に当っては、近くの切りの良い数字に丸める形でも良い。そして、 の式が決まったら、これを内外の市場関係者に公表することが第一歩となる。つまり、バスケットに依る管理とする場合のバスケットの内容を、知る必要のある人々に知らしめる訳である。

次に、管理フロートの管理幅を市場に公開する事になる。つまり、ドル・ペッグの場合の、基準時に決めた中心相場からの乖離幅を、上下どの位にするかという政策目標の公示に当る作業である。この管理幅は、その時の種々の状況から決めれば良く、一概に何%が妥当とは言えない事柄である。当然の事ながら国によっても状況は異なり、同じ様な仕組みを導入するに当って、他の採用国とは違った乖離幅の管理をする事は有り得る訳である。

後は、時々々の為替市場での値動きを、上記 の式で計算して、その結果が約束した乖離幅の中にあることを確かめれば良い事となる。上記の の式の括弧内の係数は、それぞれ先進3通貨の市場取引値であり、よっぽどの事が無い限り、各項目（例えば $A1/A0$ 等）は、略々1である事が期待され、それを3項目足して3で割った数字も1に近い事が予想される。つまり、主要3通貨の内のどれか一つに対しての市場の建値が、基準時に比べて大きく乖離をしても、バスケットの重量計算では、その動きが1/3となり、バスケットそのものへの影響は小さく現れて来る。これが、安定化の為の自動装置となる。

と共に、当該の国とは関係の無い処で起きるこれら先進3通貨間の動きは、この各個別項目に現れて、ドルが安くなればユーロがその分高くなる等の動きは、この三項目の足し算の中で消化されるであろう事が予想されるのである。この、先進通貨間の勝手な動きから、切り離されて自国の為替相場管理が行える指針としては、3通貨間の動きを一番良くその構成の中で消化し得るのが、等量のバスケットという事になる。

さて、にも拘わらず上記の BX の数字が、約束の乖離幅を突き抜けそうになる事態も考えられる。つまり、 で計算されるバスケットの重量（ の式の係数部分の計算結果として現れる ）が、基準時の重

量比で、管理幅を超えそうになる事態として認識される。この場合の対応は、幾つかに分かれよう。

まずその様な霍乱が短期的な事態と思われる時には、介入により乖離幅の中に押し込む努力をすれば良く、これはドル・ペッグ（そう言明していなくても実質ドル・ペッグ制を含む）の管理の折の市場介入と考え方に置いてさして違う事では無い。

また、何かの理由に依って、自国の通貨の価値を決め直す必要のあるという判断に至った場合には、その時の相場から導き出される新しいバスケットの構成、つまり上記の の仕切り直しと、乖離幅の見直しが必要となるであろう。これも、ドル・ペッグ管理にあたって、介入の中心相場の変更をした国（乃至通貨）があったが、言わばそれに擬えられる対応策と考えれば良い。

主要3通貨を等量ずつ含むバスケットの作成と、それに依る管理フロートの実行の手続きは、極めて概説的ではあるが、上記で尽されていると思われる。この場合の重要な手続きは、 の構成比及び で計算される結果の基準時からの乖離に関する管理の幅、即ち介入点の二つを、自国及び国際的に明らかにするという事である。この手続きの持つ重要な意義は、次節以下で触れる。

2. バスケットの共同利用

自国通貨の価値を見極める鏡としてのバスケットを、同一の構成で域内の複数の国が採用する事のメリットは大きい。これは、これまでの為替政策の論者達も一様に指摘する処となっている。そのバスケットの構成に関して、細々とした事項に神経質に対応して、ある国にとって最適のバスケットを考え出したとしても、実はそのバスケットが他の域内国にとっても最適であるか否かは沙汰の限りでない事は容易に推測が付く。小論の推奨する等量のバスケットは、これらの細々とした国毎の差異を捨象して、頼りにすべき鏡としての役目に注目しつつ、バスケット自体の持つ自動安定化装置としての安定の蓋然性から、等量バスケットを提唱する訳であるが、これは多くの国が、同じ様な問題意識に立った時、大乗的な感覚から、採用が容易なシステムであろうとも思われる。当然の事ながら、同一バスケット導入に当っては、基準時点を同一にすると効果はより明らかとなる訳である。但し、導入の時点の差異は、基本線である等量の構成が同じであれば、後の調整は単なる技術論にて克服可能と思料される。また、介入幅は、外貨政策の執行に当っての制約条件の大きさから、国毎に区々であっても当然の事と考えられる。（ここに述べる外貨政策とは、貿易における自国通貨建て取引の割合から始まり、外貨の受払の状況や、経常勘定の中期的な安定への見通し等多くの点を総合的に考慮して出来上がる政策と言える。）

さて、同一のバスケット採用の大きなメリットの一つは、域内諸通貨が同じ言葉で、国内に対し、市場に対し、国際的にも、その安定と安定への努力を説明する事が出来る事にある。当面、各国通貨に取って、対米ドル相場が主要な為替相場になるであろう事は疑いも無いが、今までの如く、一方的にドルからのみ見た相場の見方（言わば CNN 意見）のみが、市場の見方として、喧伝され続ける事は無くなるであろう。

また、80年代後半からのドル・ペッグの時代を通じて、生真面目にこの政策を展開したタイとマレーシアの状況を考えると、当然の結果として、両通貨間の為替相場は極めて安定的に推移したのであ

る。この、制度採用国間の通貨の相互価値（つまり為替相場）の安定的な推移展開が予想される事も大きなメリットの一つなのである。

域内の諸国にとって、諸通貨にとって、大きな中期的な目標は、域内通貨の相互の使用の割合を高める事にある。この為には、幾つもの方策が採られなければならない。例えば、域内通貨間の集中的な決済システムの構築もその一つである。（これに関しては域内の協力関係が少しずつ形を為して来つつあるのは極めて望ましい姿と言える。）又、域内諸通貨間の直接の為替取引場の育成も長く望まれているテーマである。現状は、未だ米ドルを仲介させた裁定計算から相互の相場を算出し、決済もその様なルートで行われているのが、太宗を占めているが、論理的に考えれば、市場の建値の売買幅を彼我で二重に払っている訳で、それはニューヨークの受取になっているのである。この様な状況を改善するのは、各国国民経済的にも（同じ言い方で域内経済的にも）望まれるのである。

この域内の諸通貨間の直接の為替取引の振興には、それぞれの通貨同士の相互理解が進む事が不可欠である。現状は、秘密バスケットを参考にした管理フロートなる説明で、ある国はかなりの実質的ドル・ペッグ、他の通貨はそれとは少し異なる動きでは、裁定計算から導き出される相互の為替相場の動きに関して、十全たる理解が進むとは思えない。

むしろ、政治的な判断の下で、主要3通貨を等量含むバスケットを共同で採用し、それを明らかにした上で、それぞれに管理フロートを展開すれば、相互間の座標軸は自動的に明らかになり、相互間の為替相場の計算も遥かに簡単になろうというものである。そして、このことが、通貨間の相互理解を深め、ひいては直接為替取引の展開に大きな展望を与えるものと期待される。

3. 更なる展開

以下は、域内諸通貨が、己が姿を映し出す鏡としてのバスケットを、主要3通貨を等量含む構成のものとして採用し、これをメルクマールに各国が管理フロートの為替相場政策を展開したとして、このバスケットの持つ意味や意義について、思考実験的に論を進めてみる試みである。

(1) アジア通貨基金 (AMF) へのインプリケーション

アジア通貨基金²（以後 AMF）に関しては、その最初の提唱から随分長い時間が経ってしまった。しかしながら、東アジア共同体の議論が、諸所で広まり深まると共に、この構想の重要性が語り継がれており、実現に向けての模索も少しずつ動いて居るかに見える。

AMF の有るべき機能や役割に付いては、本論では詳述を避けるが、本論考の中で触れた幾つもの点に関しても、その参画が予想され期待される処が少なく無い。例えば、バスケット管理を採用した域内

² アジア通貨基金は、当初構想時にはアジア通貨機構 (Asia Monetary Organization) なる呼称で問いかけが為される予定であったが、97年の香港でのIMF総会の場外でロビーイングが行われた際、通称としてAMFの名で広まった経緯がある。本論では、既に人口に膾炙しているという理由だけで、便宜のためにAMFをその呼称として使用する事とする。

の国が、市場の動向で介入を決意したとする。3 通貨のうちどの通貨を対象に介入するか、その時同じ様な状況下にある他の国と共同介入するか等、こと介入一つ取ってみても、初めての事象なるが故に、AMF の解析や方針の策定が何より重要な意味を持ちそうである。若し既に AMF が出来ておれば、バスケットの策定と共通化への注力等恰好のテーマとも言えよう。それもこれも他の機会に譲って、ここでは主要 3 通貨等量含有のバスケットに付いてである。

AMF 作るべし、これは支持する人が少なくないが、さて出来た時の運営に関して語る人は少ない。例えば、使用通貨は何にするか。構想の初期段階では使用通貨は円を考えて居た。しかしながら、危機の極く初期に構想が明らかにされ、その危機は米ドルの流動性危機の形相を呈しそうな事から、使用すべき通貨は米ドルと、問わず語りに決め付けて今に至っている。危機からの脱却も一応なり、米ドルの流動性対策としては、AMF 発足の暁には当然に引き継ぐにせよ、AMF の使用通貨はどうしても米ドルであろうか。

筆者は、これまで展開して来たバスケットを工夫して、AMF 用の計算単位を創出すべきと考えて居る。つまり、主要 3 通貨を等量含む計算単位という事になる。IMF がその計算単位として SDR を創出した如く、AMF の計算単位という事になる。その絶対価値は、3 \$ 相当 (1 \$ 相当のドル・円・ユーロの合算) でも、或いはその 1/3 でも良いと思われる。要すれば、頭に入り易い単位であれば良いのである。この計算単位の呼称も、決めの問題ではあるが、私は、敢えて出来上がり方からアジア・バスケット単位 (Asian Basket Unit、ABU) と名付けておきたい。

AMF の運営に当っては、資本部分の払込も貸し出しの実行もこの ABU 建てで為される事となる。その資金調達に当っては、一義的には ABU 建てでの調達が考えられ、域内メンバー諸国から、或いは外貨準備より直接に或いはその国の市場から借り入れる事が予想される。又、先進市場から借り入れる事も当然にあらうかと思われるが、例えば円市場から円建てでの調達の場合には、調達額の 1/3 ずつをユーロとドルにスワップして、出来上がり ABU 負債と認識出来るようにして置く事になる。

AMF は、ABU の対 3 通貨の為替相場と出来上がりの混合金利とを、都度公表する。また、AMF は傘下に半独立の決済機能を創設して、ABU 建ての為替取引や資金取引の決済の場を提供する事を構想するもの意味の大きい事である。

メンバー諸国はこれらの機会を通じて、己が通貨が連動しているバスケットそのものを建値とした資産や負債を作る事が出来る訳で、一国に取っての為替リスク回避の為には、極めて論理的なオペレーションとなるのである。AMF としても、その大きな役割の一つがメンバー国の所謂サーベイランスであると期待されて居る間、この実質的なコミットを梃子にして、主要 3 通貨の諸国へも、十分な理由を持って、サーベイランスに入れる事となろう。それらの機会に、メンバー諸国の物の考え方を主要 3 通貨の当局者に伝える事も、大きな役割と考えられるのである。

(2) アジア債券市場構想へのインプリケーション

ここまで来れば、読者は筆者が示唆する処は既にお気付きの事と思う。アジア危機の一つの原因が、長期資金市場の欠落にあり、従ってそれぞれの立場で智恵を出し合って、債券市場を育成して行こうと

というのは、実に正しいアプローチであると言える。そして、その試みが国際市場（一昔前の言い方で“ユーロ性”の市場）での手立てと共に、各国の国内市場の拡大とこれの国際化との観点からのアプローチと両建てに進んでいる事も論理的な動きと言えよう。

しかしながら、さて使用する通貨はとなると発想が逆行して、また米ドル建ての取引から始めようかとなりそうである。確かに手短かに成果を喧伝したいなら米ドル建ての取引として、起債者や投資家を域内から招聘し、彼らの為に都合の良いインフラを整備するというのが、手っ取り早い事は疑いも無い。しかし、それが、各国の外貨準備の積み上がりに見られる域内貯蓄を有効に活用する事になるだろうか。

欧州における ECU の様に、域内通貨を構成内容とした計算単位をアジア地域で今作るのは、技術論としても、また各国の置かれた環境からもやや無理があろうかと思われる現在、それに代わり意味を持つ計算単位（つまり債券取引における発行の建値）として、上記の ABU が考えられて良いのである。起債者にとっても又購入者（投資家）に取っても、彼らの母国の通貨が連動をしている ABU 建ての取引は、これまた為替リスク回避の観点から、十分に歓迎されるであろう事は疑いの無い処である。若し AMF が ABU 資金の決済の場を提供して呉れば、その利便性はいよいよ高まる事になる。勿論、それが出来ないうちは、受け渡しについては 3 通貨に分割の上受け渡す事も当然に可能であり、本邦においても SDR 建てのインパクト・ローンの実行や回収に当ってはこの方途が取られた事をご記憶の方も大いに違いない。

論をもう少し進めれば、AMF の出来る前、3 通貨等量含有のバスケットの採用が共通化される前、もっと言えばそのバスケットをどこかの通貨当局が採用を決める前でも、この債券市場での計算単位としての ABU の実体化は、単純にその採用を以って為される訳で、こちらからのアプローチも戦術的には考えられても良いかもしれない。

4. 結びに替えて

自国の通貨の価値を写して見る鏡としてのバスケットから始まって、思わぬ処迄論展開をしてきてしまった。しかしながら、主要 3 通貨を等量含むバスケットは、鏡としての有用性のみならず、域内各国にとっての共同使用の容易さを物語り、さらに AMF の使用通貨単位への変身、或いはアジア債券市場での採用と実体化をも展望できるものである事が明らかになったと言えよう。

次に機会があれば、このバスケット採用がもたらす国内経済経営上のインプリケーションから始まり、アジア通貨を構成内容とする計算単位の構想迄をカバーするものを考えてみたい。

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>