

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

地域協力の通貨政策(4)¹

(財)国際通貨研究所

専務理事 篠原 興

2007 年は、アジア危機後 10 年になるな等と考えていた昨年の暮れもクリスマス近くになって、又バンコック発の衝撃がこの地域一帯を覆った。タイ中央銀行が資本取引に新規制を導入し、これを嫌気した外資が一斉に投資先の株式市場から逃げ出し、結果株式市場がほぼ 15%、為替相場が 2%、前日比で暴落したと言うのである。慌てた記者が電話を掛けてきて「大変じゃ無いですか、アジア危機の再発でしょうか、チェンマイ・イニシアティブのスワップ取極を発動すべきでは無いでしょうか」と聞いて来た。先ずはこの記者を落ち着かせる事と思い次の様な解説をした。「10 年前のタイ発のアジア危機は、現象的には外貨の流動性枯渇が原因でした。いわばタイが国のベースで取り付けに会ったと言えます。ところで今回は、タイの通貨であるバーツの切り上げを期待した短期資金が流入を続け、バーツ転の後に主として株式投資に回っていた様なのです。その結果、バーツの為替相場は一年で 15% 近く切り上がり、株式市場もややオーバーシュート気味の水準にあったとの状況があります。通貨当局は、バーツ売り・米ドル買いの市場介入を断続的に続けましたが、効果が無いとの判断とこれ以上のバーツ高は实体经济にとって攪乱的であるとの考えから、資本の流入規制に踏み切った訳です。これを嫌気して出てゆく外資がドル買いに市場に出ても、先の介入時に買ったドルが有る筈でこれを使えば良く、直接に外貨の流動性の危機には到底結び付か無いでしょう。と言う事は、スワップの出番は無いと言う事です」意気込んで電話してきた記者は、何と無く肩透かしを食らった感じできえて行った。処で、解説をした当人の方は、自分の言った事を反芻しながらかなり長い連想ゲームを続けたものである。記者が指摘した資本規制・外貨の流出・株安・為替相場安の組み合わせは、よく見れば前回の危機の時の現象と全く良く似ている。今回は流入が多すぎてもうこれ以上来ないで欲しいと言わんがばかりの規制で有ってみれば、多分筆者の解説の方向で短期的に収束するものとは考えられる。事実市場の反応に驚いた当局は規制の一部手直しを翌日には発表したし、株式の相場も、翌日には落ち幅の 2/3 を戻したと言う事である。し

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1173 号(2007.2.1)に掲載されたものである。

かし、株式市場は又違った連想ゲームの中で不安定な動きをして年を越した様であるし、パーツ高を狙って入り込んだ外資が全て出て行ったとも思われない。そして今回の騒ぎの過程で、前回危機の引き金を引いたノンバンクの信用不安に匹敵する様な突発的な事件が起きると、又壮大な取り付けが始ら無いとも限らない。今回のパーツ買いの短期的な投機目的の資金の動きも本来的には中国の人民元を買いたいのが、規制で出来ず且つ為替の切り上げの動きも想像よりも遅い事が予想される事から、いわば身代わりで狙われた感が無くも無い。その限りに於いては多分動いた外資の量も管理可能な範囲の中だと思われる。加えるに、ここ数年の同国の経常収支や貿易収支の動きを見れば、外貨の資金繰りが急激に逼迫するとは想像し難い。然し乍ら、あの記者の指摘も実は的を射ていたとも言えるのは、確かに危機の切っ掛けの折の現象と今回の現象は、実に良く似ているのである。先に述べた様に 07 年はアジア危機 10 年の年である。そしてこの 10 年の間に、危機再発防止・その為の地域を上げての金融協力の取り組みは、一体本当に進んだと言えるのであろうか。連想ゲームの果てに、この様なやや忸怩たる思いに逢着してしまった訳である。

やはり、ここは前提を確かめ目的を明確にして公理系を明示した上で、首尾一貫した論理の展開を試みて、地域協力の筋道を確認しあう必要が、まだまだ必要であると思われるのである。

本稿も回を重ねて第四回目となった。これまでお読み下さった読者諸兄には、既に明らかな事とは思われるが、本論考を此处まで続けて来た問題意識の原点、即ち“地域協力の為の為替政策”が語り且つ求めて居る政策目標とは何であるかの整理から、今回は始める事としよう。

1. 政策目標の再確認

危機後 10 年と言う現在、これまでの米国の長い好景気と中国の活況に支えられた形で、特に今世紀に入ってからには域内諸国は、夫々に成長過程を辿り、外貨準備も積み上がりを見せている。従って、先の危機を引き起こした外貨流動性の逼迫と言った状況が、今後易々と再発するとは思わない。しかし乍ら、危機の最中や直後に聞かれた、「再発防止の為の方策、その切り札的な物としての地域協力」の現状を見ると、10 年経っても実はさして進んで居ない事が見て取れる。比較的安定している今こそ、危機再発はおろか、域内諸国の通貨の安定的な価値の維持のために取られるべき為替政策・為替相場政策を考える恰好の時期に来ていると思われる。そして、その政策は、唯一つの国が確信犯的に展開するのも当然の事乍ら大きな意義はある。しかし、域内の諸国が一緒に展開すれば、その意義も効果も遥かに大きな事が期待され、それこそ正に地域協力と言えよう。かかる為替政策を考えるに当り、先に述べた通り、先ずは政策の目標とする処の確認からしてみたい。筆者は、

目標は下記に述べる二つの点であると考えて居る。

(1) ドル中心の外貨政策からの脱却

危機以前の時代の地域の国々の外貨政策は、言わば世界中がそうであったのであるが、米ドル中心の政策でありそれに沿った運営が為されて来た。通商の表示通貨も決済通貨も、貿易外の受払い、貿易金融、経常的な資本勘定取引（長期の延払い貿易や直接投資）等、そしてこれらの取引の総合的な性格を持つ外貨準備の積み上げとその運用に至るまで、凡そ外貨を扱う取引はその殆どが米ドル建てで為されていたのである。この事の論理帰結である“ドル・ペッグ”と呼ばれる為替相場政策は、従って当然の経済合理性を持っていた。特に80年代のラ米諸国における金融危機後に先進市場から寄せられた“安定的な相場を維持出来る通貨が良い通貨である”とのメッセージを考え合わせる時に、この感は一層強い。一定の経済合理性を持っていたからこそ、「東アジアの奇跡」と呼ばれた持続的な成長が可能であったと言うことが出来る。

ところでアジア危機の後、この域内諸国が陰に陽に取っていた米ドル中心の外貨政策の要であった“ドル・ペッグ”が悪かったとの指摘がなされたのである。つまり為替相場政策の根本的な建て直しが示唆された訳である。幾つかの国では、（中には危機以前から変わっていないと説明しつつ）、複数の通貨のバスケットを作りこれを鏡として使いながら管理する管理フロートを採用した、との発表や説明を行ったのである。このバスケットの中味は通例公表されないが、貿易決済等で使用される外貨や外貨政策そのものの内容に応じて加重平均して作られるとの説明は往々にしてなされる。つまり従来からの外貨政策そのものに大幅な変更を加えないで、市場や実物経済の実態に合わせて使用外貨を認定して鏡であるバスケットを構成すると言う訳である。従前からの外貨政策が変わらない限り、多分米ドルの使用頻度は全体の80~90%に上り、バスケットの中にこれだけ多量の米ドルを含むとそのバスケットの指し示す処は、米ドルそのものと余り変わらなくなるのは、危機以前から統計的に実証出来ていた事実である。つまり、アジア危機の原因として数えられた“ドル・ペッグ”が、どうやら危機の後10年になろうとしている今もさして変わらずに生き残って居る様に想像されるのである。

今回のタイにおける事件も見方によってはそう理解されなくも無い。対米ドル・ペッグの為替相場政策と臨機応変の管理法の適用と言う方法論が若しかすると大方の支持を得てしまうかも知れない。筆者は、望むべき事態が出現するまでの過渡期の対応策としてこの方法の有効性を頭から否定する訳では無い。しかし乍ら、一国の通貨の価値を計り且つ維持する鏡が米ドルのみと言う状態の齎す危険も無視し得ないのである。米ドルが米国の通貨である以上、米国のその時その時の国内事情によって彼らの為替相場政策が左右に振れる事は、これまでも嫌と言う程経験したことであり、それが対先進通貨に対して向けられて居る間は、域内諸国の通貨は言わば安全地帯に居る（喩えれば米ドルの影に入っている）

と言う事は出来よう。しかし、ここ1~2年の米国の対外政策を考えると、彼らの目標に域内諸国の通貨がされないと言う保証は無いのであって、その度に一喜一憂するのは決して好ましい事では無いと共に、今回のタイの事件が示す如く、国内市場への大仰な影響の可能性を考えると決して得策では有り得ないのである。

特にここ1~2年世界の注目を集めるに至った米国の経常収支の赤字問題、対外債務の積み上がりの問題を考え合わせると、この事はより一層その重大さと喫緊性を考え無ければならないのである。この世界的不均衡問題（と米国は呼ぶが実は根源では米国の不均衡問題そのものである）は、大きく関係する幾つかの国がIMFの場でその解決策を探す事となっているが、結局有り様は米ドルのかなり大幅な切下げがその答となるのであろう。これにどの位の時間を掛けるかで、ソフトランディングともクラッシュとも呼ばれるのであろうが、その方向性は何れにせよ変わりえないものと考えられる。小論が主張するバスケットとそのバスケットが要請する外貨政策の国策としての展開は、このドルも持つ危うさとその危うさが齎す地域諸国へのリスクを、理想的には1/3に軽減するものと言えよう。もし先進三通貨を等量含むバスケットを夫々の域内通貨の鏡として採用し、そのバスケットに沿った外貨政策を無理やりにでも国を挙げて展開すれば、言わばその通貨の米ドルからの乳離れがそれだけ進み、その通貨の独自性の確保が為されると考えて良いのである。勿論、その展開に当っては、域内諸国間である種の相互確認が行われるべきと思うし、強い政治的な意思に支えられなければならない。また、その展開に当っては、支払いサイドは米ドル建てで、受取は出来る限り円若しくはユーロで受け取ると言った、長期に亘るであろう米ドルの弱含みの趨勢を器用に使った政策の展開も、当然に考えられて良い。

（2）域内通貨の安定と相互使用

この目標に関しては、理解を共有する事の出来る域内の通貨当局の指導者や実体経済を担っている経済人は誠に多い。そして、もう本当に長い間議論だけはして来た議題なのである。多くの場合、議論は“無い・無い尽し”の確認で終わってしまう。詰まり、域内通貨間の為替市場が発達してい無い、だから相互の為替取引は米ドルを仲介させた裁定取引しか無い、この相場は対ドルで売買幅を二度払う事になり経済的で無い、各国の金融市場は未発達で域内通貨での貿易金融の方途が確立されて居無い、金融インフラの未整備で決済がスムーズに行われることは期待でき無い、為替リスクを回避する方法が市場に無い、等等、これは数えれば幾らでも続くのである。ところで、そうは言っても域内の貿易取引を初めとする諸取引の使用通貨が米ドルである事の不都合は誰よりも域内の経済人が良く弁えている点である。決済が一日遅れる事に始まり、支払いの側と受取の側とで夫々対米ドルの為替が起きる事から、売買幅を二重に支払う点は大きな不満となっている。各国の為替市場の取引の成り立ちを追って見れば、その売買幅は究極的にはドルに対して、つまり米国に対して支払っている事が知られる訳で、常に米銀の建てる売買値の高い方で買

わされ低い方で売られるフラストもそろそろおしまいにしたい処なのである。

ここで、一つ面白い例を紹介する事にしよう。アジアの主要な都市に行くと沢山の両替商が目につく。多くはインド系の商人が取引に当たっているが、実は彼らの実力は大変なものなのである。旅行者として、多少の小遣いをドルや円の現金から地場通貨に替えるのは、為替相場が幾らであってもさしたる影響は無い。相場が一番悪いと判っていても便利さからホテルの窓口で両替したりする。しかし乍ら、多少纏まった金額の両替を必要とする時には、彼ら両替商のネット・ワークを利用すると、思いがけなく良い相場に出くわす事が良くある。シンガポールの邦銀の支店に勤務していた折、店のあるビルの地下商店街の一角の雑貨屋が両替を営んでいたが、店の主人は筆者を邦銀の男と知ってか知らずかこう豪語したものである。「リングでもパーツでもルピアでも、幾らでも両替に応ずるよ、そして相場を上回る邦銀のカウンターの表示相場と比べて呉れ、絶対に負けていないから」。かなり大口のシンガポール・ドルとリングの両替の手伝いをこの両替商を通してやった経験があるが、彼が出した相場は、筆者の店の為替のディーリング・ルームではどう計算しても出せない良い相場であった事もある。これは扱う商品が現金であると言う特殊性もある。しかし乍ら、需要が存在する処には市場があると言う極めて当たり前の出来事でもあるのである。

つまり、“無い・無い尽し”を断ち切るのは、需要を作れば良いのである。処で、域内通貨の需要等待着いても天から降っては来ないのも真実であって、これはどうしても意思的に作って行く事が必要なのである。域内取引が多くなって来ている現状が片方にある。これら域内の通商の真の担い手が、日本を始めとする外資に依る製造業のネット・ワークである場合も多いと思われる。その場合には、これら外資の母国通貨ないし彼らの世界ネットとの関係から必ずしも地場通貨建ての取引と馴染まない事もあるであろう。ただ、域内通商の全てがこれら外資に依ってなされている訳では毛頭無い訳で、勇気をもって取り組めば少しずつではあれ、地場通貨建て取引は増えるものと予想されるのである。

これ以外にも政策目標はあると考えている。例えば域内通貨の集中決済機構の創設であるとか、アジア通貨基金の創設とかは、大変に大きな地域の政策目標である。しかし、域内諸国の通貨の安定的な価値の維持と言う見地からのものとして、各国が取らなければならない通貨政策の目標は、この二つに集約されるものと考えて、挙げて見たのである。

2. 目標に向かって取るべき通貨政策

その方策が、バスケットの採用であり、そのバスケットの共用な訳で、これまで何回かに亘り述べて来たので、本論考に置いては詳述しない事とする。以下大雑把にその概略を記述するに止める。

(1) バスケットの組成と採用

これまで（と共に唯今現在の）各国の通貨の価値を計り、諸通貨間との相互の位置を知る鏡としての通貨は、一人米ドルのみであった。この米ドル中心の外貨政策からの脱皮が政策目標の第一なのである。従って出来上がりが米ドル・ペッグに後戻りをしそうなバスケットでは全く論理矛盾な訳である。むしろ米ドルの影響を最小化する様な工夫さえ必要と思われる。従って、バスケットの組成と採用は以下の如き事となる。

- ・ バスケットの内容は先進三通貨（円・米ドル・ユーロ）を等量含む構成とする。
- ・ このバスケットの構成並びに採用の時点での割合を公表する
- ・ この公表されたバスケットと日々計算されるその時点でのバスケットの重さと基準時との対比も公表する。
- ・ 基準時点からの乖離をどの位認めるか、つまり日々のバスケットの重さを如何にコントロールするか、この介入幅も公表する。
- ・ 各国は、出来得る限り同様内容のバスケットを採用する。この場合介入点の幅に関しては、各国の事情を反映させた現実的な乖離幅を夫々採用する事が望ましい。
- ・ 各国は、国策として使用外貨の多様化（むしろ明確に三分化）を採用し、直接間接に社会や経済をその方向へ向かしめる。

純粋に通貨政策として挙げられるのは、上記の諸点なのである。次にこの政策が先にあげた目標にどう働く事が期待出来るかを考えてみよう。

(2) 政策目標との整合性

先ず現実としての米ドル中心からの離脱に関しての効果を考えて見る。外貨政策の展開が現状のドル中心のままなされていて、為替相場のみを三極通貨を等量含んだバスケットに連動させると、米ドル取引が持つ為替リスクが増大するであろう事は簡単に想像が付く。外貨取引の太宗が米ドル取引で、為替政策がドル・ペッグ（ないしドルのみを対象とした管理フロート）であれば、そのシステム全体にはある種の整合性があり、経済合理性があることは既に指摘した通りである。然しながら米ドル一極集中の持つ危険性と、このシステムに内包されている他への展開の余地の無さを考えると、今後長く取るべきシステムでは在り得ず、だからこそ政策の目標に外貨政策の分散化を挙げた訳である。自国の通貨の価値を映す鏡としてのバスケットを、三通貨を等量含むものとする事の意味する処は、だから使用通貨の分散化を強制される事にある。これは言うは易いが実現は大変な困難を伴う事が予想される。一国のベースでは、官民挙げての取り組みが必須となろう。外貨準備の三極化に始まり、チェンマイ合意のスワップの網の目を早急に円及びユーロに広げるべ

く努力が為されなければ為らない。実取引における使用通貨のシフトは、相手があるだけにこちらの勝手の希望が常に通ると考えられない。つまり、外貨の三分化には多大の抵抗と予期しえない時間とが掛かる可能性が大きい。加えて、一国でこの政策を無理やりに展開しようとする、米国からどんなしっぺ返しを受けるかも分からない。従ってこの政策は域内諸国がほぼ同じ時にほぼ一致して展開を始める事に、その有効で効果的な実現の可能性のあるものと考えられる。こうして無理やりにでも米ドル以外の主要通貨の使用頻度と使用量が増えれば、先の両替商の喩え話では無いが、米ドル以外の円やユーロ対価の自国通貨の為替市場が育ってくる事が当然に期待出来る。実は、この為替市場が有効に働いている事が三極通貨バスケット連動の為替相場政策を有効に働かせる条件なのである。各国とも米ドル市場しか持っていない現状から、円市場やユーロ市場を育成し、然る後に三極通貨バスケットと言うのは、論理かも知れないが、100年河清を待つ事にしかなりそうも無い。為替政策の根本を変更する事から始めて、この政策の強制する三分化を次に呼び込む方が、現実的とも思われる次第である。

次の域内通貨間の安定と一層の相互利用と言う点には如何に働く事が考えられるであろうか。この観点からの一つの示唆的な事象は、危機の前の十数年間、お互いにかなりきついドル・ペッグを為替政策の基本としていたタイとマレーシアの例が上げられる。つまり、両国とも対ドルの為替相場の安定的な維持を第一義として運営して来た結果、その結果としてのリング・パーツの関係は極めて安定的に推移していたのである。処で、その結果この両国の間では、經常取引等にパーツやリングの相互使用がこの間大いに進んだかと言えば、残念ながらそんな形跡は明確では無い。これは、相互間の為替相場の安定的な推移があれば、自然とそれらの通貨の使用は進むと言った簡単な話では無く、むしろ細々した技術的な制約もあって進まなかったのである。この技術的な制約は、域内諸国の間に未だ残っている問題も多々あるが、これらのインフラ面での手当てはそう時間を費やさずに少しずつ改善して行くであろう事が予想されている。その期待と予想の上で、三極通貨等量バスケットへの各国通貨の連動は、何を齎す事になるだろうか。先ず考えられるのは、域内通貨間の相互の計算が極めて簡単になる事である。各国とも同じバスケットに連動しているから、相互の関係は割り算一つで終わる。実は現状の対米ドル相場の場合にも、計算は割り算一本で終わるのは同じであるが、その相場付けの基本（つまり当該通貨と米ドルとの関係）が各国区々であるが故に、今日の関係が明日どうなるか、或いはやや長い過去からの経緯を如何に読むかと言った点においては、計算程は簡単な関係とは言いがたい。処で同一のバスケットへ連動させて居ると言う関係は、この点極めて明々白々な訳なのである。加えるに、先に指摘した通り、夫々の通貨が対三極通貨の為替市場が有効に動き始めた暁には、今の域内通貨間の為替相場を計算する裁定取引の仲介通貨は米ドルであろうか。当然の事乍ら、当面はそれが一番簡便な方法であるので、ドルを仲介した計算が続くであろう事は予想される。しかし、三通貨の為替市場が機能し始めたら、仲介には円を使

っても或いはユーロを使っても可能となるのである。と共に、現状はそれしか無いからドル仲介の裁定取引が唯一の計算方法として使われているが、この様に三通りの裁定取引が有効となると、どの通貨を使っても良いとなると、一つは同一時間帯にある円の使用頻度が増す事が考えられる。それ以上に、ここまで来れば、各国間でお互いの通貨を対象とした為替取引が出来て来る状態が当然に予想されるのである。つまり、米ドルからの乳離れは、今度こそ自然な状態での、域内通貨の相互利用を誘発し、その結果として各国通貨間の為替の直接取引が出来て来るであろう事が予想されるのである。

十全たる立論のためには、もっと言葉を使いたいのであるが、そろそろ紙数も尽きてきたので、我が国の取らなければならない協力の諸方策を考えて今回の思考実験を終えようと思う。

上記の為替政策をアジアの域内諸国に取って貰う事は、当然の事ながら一義的には当該国の通貨主権のより明確な確立と長期に亘るその価値の維持が目的となる。しかし乍ら、この政策を共通政策として地域の諸国が取上げる事は、アジア地域における金融安定の見地からも大きな意義があると思料される以上に、日本に取っても極めて大きな意味を有する事となる。従ってその実現のためには我が国には挙げて協力を惜しまない事が求められる。

例えば本文中にも触れたチェンマイ合意の拡大と円の本格的組み入れである。三通貨バスケットを使用するとして、その安定的な維持のためには時に介入をせざる得ない局面も考えられる。この介入を対米ドルと同じ程度に対円で行う事も当然に考えられるのであって、スムーズな実行のために必要な円資金の供与の道の確保が為されなければならない。事が為替介入であるので、秘密保持が要求される事も想定され、従ってチェンマイ合意を質量両面で充実させる必要がある。次のテーマとしては、域内諸国の通貨を我が国の外貨準備に組み込む事が必要となる。これは幾つもの利点が挙げられる方策なのであるが、同じ船に乗っていると言う我が国の基本姿勢を何より力強く指し示す事になろう。チェンマイ合意の拡大で、円を使ったスワップ協定を結んで呉れた国々の通貨を、わが外準で保有するのは、礼儀であると共に彼らの介入操作のスムーズな展開にも資する点が多々あろう。勿論、我が国の余剰貯蓄の域内における有効な活用と言う性格も見逃す訳には行かない。これらの政策が通貨当局の手で進められる事になるが、民間の実経済部門でもなすべき事に事欠かない。まずは、貿易の円建て化を国策として長期に亘り且つ確信犯的に進める事が要求されよう。特に、我が国にとっての輸入サイド（つまり貿易相手国の受け取りになる取引）の円建て化が何より必要となる。勿論輸出側でも同様で、これまでの慣行から何と無く米ドル建てとなっている取引を総論的に見直して出来得る限り円建て化を進める努力を惜しんではならない。こうして、域内に円の買い需要（日本の輸出への支払い）のみならず、売り需要（彼らの受取）を創出して、長期的に提供を続ける努力をする事である。その結果、対円の為替市場が各国において自然に出来て来よう。この円為替市場の創

出と育成が本邦金融機関に期待される大きな使命と言えるのである。

Copyright 2007 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>