

# Newsletter



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

## 地域通貨バスケットへの道<sup>1</sup>

(財)国際通貨研究所  
専務理事 篠原 興

### 1. はじめに

本年が、97年に始まったアジア金融危機の10周年に当たる事は、暫く前から多くの人の問題意識に上っている。だからやや堰を切った様に種々の催しが踵を接するかのようになっている。本年のアジア開発銀行の総会は、京都でゴールデン・ウィーク中に開かれるが、今次総会の統一的なテーマもアジア危機以後10年に焦点が置かれる様である。これらの多くの催しは、過去10年の間に、アジアの諸国は危機から何を学び、何を具体的な成果として積み上げて来たか、その評価を踏まえてのこれからの10年への行動計画、そんな点が共通のテーマの如くに思われる。小論も、同じ問題意識から、サーベイランスの体制の進み具合と、地域通貨バスケットへの道を、やや意図的に繋ぎ合わせて展開を試みようと思う。

先ず、この10年の具体的な成果に付いてであるが、大小極めて多くの試みがなされた中で、将来的な意義や戦略的な意味合いの大きな幾つかに付いて、振り返って見ることにしよう。

特筆すべき第一の点は、東アジア乃至東アジア共同体と言う概念の確立が挙げられよう。メンバーに関しては、インドだのオセアニア諸国だのの議論は引き続きあるものの、アセアン+三カ国(以下APT)がいずれにしてもその中核を担う事で、地域の中での概念規定は出来上がったと言えよう。このAPTは、各種の目的やレベルでの対話が進んでおり、危機以前の状態からは考えも付かなかった展開が、特に今世紀に入ってからなされて来た。その大きな成果と言うべきなのが、自由貿易協定(FTA)とか経済連携協定(EPA)とか呼ばれる取り決めが、域内の各国の間で多く結ばれ始めている事に伺える。危機以前には、

<sup>1</sup> 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第1176号(2007.5.1)に掲載されたものである。

アセアン諸国間で極めて緩い協定が結ばれてはいたものの、その外には皆無であった状況からは、長足の進歩と言う事が出来よう。物と投資の動きを活発にする事を目途にこれ等の協定は作られているのだが、それもあってか域内の貿易の流れは近時愈々盛んになり、総貿易量の半分を超えて来ている。

アジア危機は、域内諸国の金融市場を襲ったのであるが、ラテン・アメリカ諸国等に見られる伝統的な経常勘定危機では無く、21世紀型と言うかアジア型と言うか、資本勘定取引が引き起こした危機であった事に関しては、殆ど理解が一致している処となっている。この資本勘定危機への対応策として、多くの域内諸国は、早すぎた自国金融市場の開放を一時的に中止して、短期外貨資本の流出入規制と自国通貨の非国際化を内容とした、管理法の強化とでひとまず自国内の金融市場の安定を図って来ている。この管理法の再緩和のスピードとタイミング、謂わば危機時に言われた自由化のシークエンシングに関しては、国に依って多少異なったシナリオを描きながら、中期的な課題として今後議論的的になって行く事が予想される。

## 2. 対応策の現状

危機への対応は、一国で可能な事である管理法の強化と自国通貨の非国際化は、夫々の国が夫々の状況に合わせて展開して来た。然しながら、危機の予防策としての相互サーベイランスや危機に順ずる事象が起きた時の対応策等は、97年の東京における対タイ金融支援会議に見られる如く、とても一国では対応が難しい訳で、それまでは殆ど夢物語であった国際協調が一挙に進んだ点もある。論点を三つに絞って見てみよう。

### (1) 危機対応策

資本勘定を通ずる危機とは、殆どの場合に、一国丸ごと取り付けに会って支払い準備の流動性に事欠く状況に陥る事を意味する。この時に、緊急に流動性を何処からか補填してあげれば、危機ないし危機に準じた出来事は回避できる蓋然性もあるのである。かかる問題意識から、APTの諸国は、早くも2000年5月のチェンマイにおける財務大臣会議に於いて重要な決定をしている。この今ではチェンマイ・イニシアティブ(CMI)と呼び習わされている仕組みは、基本的には二国間のスワップ協定を、メンバー国間で多く結び、出来上がりで蜘蛛の巣状のネットワークを作り上げる事を目指したもので、現在その総額は750億ドルに上っている。使い勝手も順次工夫され、万が一の場合にも何とか実効力を示す事が十分に予想される迄になっている。昨年5月のハイデラバードに於ける財務大臣会議に於いては、これまでの発展を評価すると共に、より一層の展開、例えばCMIのマルチ化等、ポストCMIとも言うべき進展の為の特別チームの作成等が決められている。こ

の危機対応のための多国的な制度の創設は、一定の評価が得られる発展をしたと言えよう。今後の中期的課題としては、97年以来棚上げになっている「アジア通貨基金（AMF、仮称）の実現に向けての取り組みが、このCMIの一層の拡大や有効な使用方法の確立の議論の線上に現れるべきものと考えて居る。

## （２）為替政策・為替相場政策

80年代から危機直前迄のやや長い期間、東アジアの諸国は安定した経済環境の中で持続的な成長が図れたのであるが、それを支えた一つの柱が、ドルペッグの為替相場政策とドル中心の外貨政策であった事は疑えない事実である。ところで、危機を通じて域内諸国は“ドルペッグの為替相場政策”が間違いであったとの非難を受けたのである。実は先に述べた国内金融市場の開放の諸手段の手順前後と、ドルペッグを悪用した為替リスク只乗り取引の横行が真の理由であったと考えられ、ドルペッグそのものに罪は無かったと思われる。この事は、98年9月のマレーシアの採った対応策の中心に、ドルペッグが置かれて居た事からも推測がつこうと言うものである。当然の事乍らこの政策には、為替管理法の強化と自国通貨の非国際化とがパッケージでなければならない。

さて、地域諸国の為替相場政策としては、兎も角ドルペッグの為替相場政策からの脱皮を内外に鮮明に説明したのである。この時の説明は、多くの場合「バスケットを作りそれとの比較を重要視しながら慎重に相場管理を行う」と言う、いわば管理フロート体制への転換の説明であった。バスケットの中身は、「無用の投機の誘因となりかねないので公表せず」と言う事で今に至っている。これを受けた形で、国際金融界からは本当に多くの意見が出された。中には「バスケットを作って通貨の価値の安定を図らなければならない」とのみ誦い、あたかもバスケットが出来れば自国通貨の価値安定は約束されるかの如き無責任な論も散見されたし、貿易相手国の米ドルと貿易競争国の中国の人民元のウェイトを高めよとの主張も聞かれた。つい最近まで対ドル固定相場であった人民元のウェイトを高めるとは、即ちその分米ドルのウェイトを高める事になり、バスケットの意義を逸脱する論であった事にはお気づきで無かったらしい。

この様な、多くの試行錯誤の後に、バスケット論として二つの流れが残ったと総括出来よう。ひとつは、先進主要三通貨を構成通貨とするバスケット論である。バスケットの内容、つまり構成各通貨の割合に関しては、甲論乙駁のままであるが、主要通貨のバスケット論として括ったものが一つである。（筆者のバスケット論もこの範疇に属する事は言う迄もない）。もう一つが、域内諸通貨をその構成とするバスケット論である。主要三通貨のバスケットを使用する事は、如何にその構想にサンセット・クローズ的な発想が付随していても、例えばヨーロッパにおける統一通貨の如きものの創設を将来的に考える時、迂

遠な感じは免れ得ない。従って、この段階を飛ばして、域内諸通貨を構成内容とするバスケットを構想するのが、早手回しである、との論構築に沿って立論されているかの如き印象を受ける。この地域通貨バスケットが二つ目の流れである。さて、こうしてやや俯瞰的に見てみると、為替制度や為替相場政策としては、議論は百出しているものの、船は山に登りかけているが如き印象さえあって、アメリカの赤字対策だの域内通貨間の直接為替取引の育成と言った戦略的な目標への足がかりとしての論展開は、未だ十分とは言い切れない状況と考えられる。

### (3) サーベイランスを巡る諸問題

危機以前には、東アジアには地域サーベイランスの体制も慣行も無かった。何が在ったかと言えば、IMFに依るメンバー国相手の4条コンサルテーションがあっただけで、このサーベイランスが如何に失敗であったかは、危機の予測も出来ず、危機に際してIMFの扉をノックした幾つかの国に示した彼らの処方箋上の根源的な誤りと、この二つを取ってみても明らかである。危機以後の域内諸国の関心は、危機の再発の防止と、何処か一国が危機乃至危機に順ずる状況に陥った場合の、域内他国への波及の防止とにあった。

CMIは、ある意味では危機的状況を一国に留めた上で、他国への波及を防止する、その意味でも域内諸国の流動性補填の協力体制を固めたとも言えよう。これに比して域内サーベイランス体制の整備の為の努力は、謂わば危機再発防止及び一度事が起きた場合の域内諸国への波及防止に重点の置かれた対応策と言える。危機の最中とも言える98年の10月にアセアン諸国は財務大臣会議に於いて、早くもアセアン・サーベイランス・プロセス(ASP)の設置に合意している。同年の9月に発表されたマレーシアの緊急対策(マハティール・パッケージ)が、先進諸国から“自閉症に陥ったマハティール”なる批判を受けた事への共通の危機意識が在ったとも考えられる。この時のサーベイランスの主要項目は、加盟国の経済金融動向の情報交換から、世界の経済金融動向のモニターと、対策が必要と考えられた時には集団にての行動も考えると言う内容のものであった。この枠組みがAPTの場に拡大されたのが、議論のベースでは2000年5月、合意の形成と制度化は2002年4月のヤンゴン会議からと理解されている。このAPTのサーベイランス制度は、経済レビューと政策対話(Economic Review and Policy Dialogue, ERPD)と呼ばれる事になっている。このERPDはかなり広範囲な情報交換の項目を整備していると共に、夫々の項目の内容のすり合わせが徐々に進んで居る。この一連の動きに関しては、ADBの協力も特筆すべき点であろう。ERPDは、当然の事ながら情報の交換や世界経済金融動向のモニター結果の共有に留まらず、必要な場合には仲間内で厳しい目で見つめるピア・レビューと時には圧力を掛けるピア・プレッシャーとが想定されており、地域サーベイランス体制としては、その整備が整いつつあると考えて良い。

今後の展開は、このサーベイランスの為の質の高い常設事務局の設置が一つの大きなテーマとなって進む事になるだろう。この事務局は、見易い例示をするならば、98年のマハティール・パッケージにポジティブな理解を示す事が出来、危機以来多くの国の取っている自国通貨の非国際化を“国際化のシーケンシングの為に必要なステップ”と評価できる、謂わば一昔前の「アジアの価値、アジアの方法」的な発想を何処かに秘めた論展開や統計の整備をも心掛けるかも知れない。そうした上で、CMIとの有機的な結びつきを模索しなければならない。現状でも、地域諸国だけの意思決定で発動出来るのは、用意できる総額の20%であり、残る80%はIMFとの共同作業となっている。CMIの一層の拡大や実効性の付与の観点からは、このIMFとの繋がり切り離しを語る論者は多いのであって、政治の場でも“可能ならば”の留保条件付で賛成の政治家は多く居るものと考えられる。さて、この質の高い常設の事務局がサーベイランスを担当し、彼らが発動を提起できる装置がCMIであるとする、これはもう何処から見ても、先に触れたAMFそのものと言う事が出来よう。

### 3. 地域通貨バスケットへの道

前項の為替政策の処でも触れた通り、この地域通貨を内容物としたバスケット論は、やや現実的な観点を無視した形で前のめりの姿勢で進んでいるが如き印象を免れ得ない。それは略々次の様な論点を展開する。域内諸通貨を内容物とするアジア通貨バスケットを早急に組成する。各国の為替相場は、このバスケットに連動させる形で、値付と管理が行われる。このバスケット通貨を使用した債券を発行して域内での流通を図る、これはアジア債券市場育成プログラム(ABMI)の意図にも上手く合致する。その場合に何より重大なのは、民間の工夫と努力であり、民間活力の有効な利用が成功の秘密となろう。ヨーロッパに於いても、債券に始まりその後種々の取引にECUが使われて行き最後に統一通貨に行き着いた訳であるが、この時も民間のECUの使用がその成功の鍵であった、云々。

欧州の経験とアジア地域への教訓に付いては、京都大学の村瀬教授の綿密な論考に譲るとしても、このアジア通貨バスケット論は、かなり粗い議論と言えよう。一つだけポイントを指摘すると、アジア通貨バスケット(Asia Monetary Basket - AMB、と此処では呼ぶことにしよう)建の例えば債券の償還に当たって、発行者は自国通貨で償還に十分な資金を用意するだろう。何かの理由で、発行者がバスケット通りの構成諸通貨に依る償還を余儀なくされた様な場合、彼は用意した自国通貨を売って必要な域内通貨の必要額を購入する事になる。この時当該の国の通貨の対外交換性が約束されていないと、この操作は全く不能と言う事になる。ところで、APTの通貨の中で、かかる意味においての交換性が完

全に約束されているのは、円のみなのである。これでは、如何にその活力に期待を寄せられても、民間の創意工夫の出番は無いではないか。

ところで、実は APT の枠組みの下に組成されたシンクタンクのネットワークに依る本問題の取り組みが、極めて興味深い形で進行中なのである。調査作業そのものは多分本年も引き続き継続調査と言う事になるものと期待される。従って、ここで行われている調査や議論の細部に亘っての、今の時点での開陳は、陰に陽にその調査活動そのものに影響を与える恐れもあるので、興味深い論議の主要な論点のご紹介を以下に試みしてみる事とする。

#### サーベイランスの為の AMB の組成

この調査の主要な論点は二つあるかと思われる。一つは、先に触れた実際的な使い勝手は当面期待出来ない事を十分に弁えた上で、APT の全構成国の通貨を網羅した AMB を組成しようとする点。第二の点は、その AMB をそのまま実際の商行為に使う事は出来ないが、これを地域サーベイランスの一つの重要な指標として使用することは、十分に可能であるとするとする点、この二つである。

先ず、AMB の組成の方法論から見て行こう。APT の構成国 13 ケ国の通貨のブレンド体の作り方であるが、どの通貨をどの位の比率で参入するかが、先ず大きなポイントとなる。GDP の大きさを貿易量の大きさを種々の参考指標を睨みながら、各項目の重要度を認定して最終的にある通貨のバスケットに占める割合を導き出さねばならない。この点は、政治家や評論家等にとっても口の出せるテーマであり、決定までには多くの紆余曲折が予想される。また、計算上出てくる割合を真っ直ぐにそのまま使えるかどうかの検証も必要である。ECU の場合には、一つの通貨の占める割合の上限を 30% に制限していたと記憶している。また、小国の場合、真に小さな割合しか計算上出てこない場合の最低参加割合も予め決めて置くべきかも知れない。こうした経緯を経て兎も角バスケットの重量構成比の合意は達成出来るであろう。ところで、バスケットの重量構成比が計算出来て、例えば円が 30%、元が 28%、パーツが 10% 等と決まってもそれだけでは、余り意味を為さない。次に計算しなければならないのが、各通貨のある時点での具体的な重さである。

ここで思い出して欲しいのが、小論の前の号（国際金融、平成 18 年 9 月 1 日 No. 1168 号の「地域協力の通貨政策 (3)」）において展開した、アジア・バスケット・ユニットの計算方法である。各国が自己の通貨の価値を映す鏡を、これまでの米ドル一辺倒から、先進三通貨を夫々等量含むバスケットへ転換するべきであると言うのが、小論の趣旨であった。アジアの各国が同じ構成のバスケットを鏡とするメリットは大きい。その副産物として、ある時点で、構成比は変えずに、バスケットの絶対的な重さ（価値）を例えば US\$1.00 としたバスケットを創出して、これを ABU (Asian Basket Unit) と呼び、この計

算単位の利用を実際的に考える事が十分可能であると述べた。この時の計算方法を逆に応用すれば、ある時点での各通貨の例えば米ドルとの対比の数字（つまりドルの何倍か、何%か等）は、実は簡単に演算が可能である。この同じメルクマールに対しての比率が計算出来れば、それが言わば各通貨のその時点での絶対的な重さになる訳で、これを各通貨のベンチマークの重さと呼ぶ事にしよう。このベンチマークと先の各通貨間の重量構成比の割合とがあれば、AMB は計算可能と言う事になる。後は、参加各通貨の対主要三通貨の為替レートを代入して行けば、AMB の数値は日々でも刻々でも計算が可能と言う次第となる。一言蛇足的に加えるが、ここに言う“ある時点”とは、正にピンポイントの時点を確認しての計算も可能ならば、ある時期の平均の数値を使っても計測可能な事は、言うまでも無い。

さて、こうして出来上がった AMB の性格とその動きは如何に考えられるのであろうか。先進主要三通貨の間での為替の動きは、今後かなり長い期間に亘って予測不能な動きをそれらかなり大きく示すであろう事が考えられる。この動きは、東アジア諸国の経済状況や環境とは無関係に動いて行くものと思われる。APT の ERPD においては、為替相場の動きも重要な討議事項に上げられている間、例えばドル・円が不安定な動きを示す時期に、ある通貨の対ドル相場は安定した動きを示したとすると、当然、コインの裏側は対円相場の不安定な動きであろう。これまでのサーベイランスの方法論としては、この様な場合には二つの動きを示す数値を前に、やや印象論的な話し合いに終始したと思われる。例えば「対ドル相場の安定は評価出来るが、対円相場にも意を用いるべきであろう」と言った具合である。ABU にて計れば、このドル・円の不安定さから来る事象はそのバスケットの構成の中で上手く吸収されるであろう事が十分に期待出来る。

さらにこの APT の全構成国の通貨を構成物として作り上げた AMB は、地域内の通貨の総平均的な性格を持ち、従って総平均的な動きを示す事がこれまた論理帰結である。先に触れた様にこの総平均としての AMB の数値並びにその動きは、取ろうと思えば日々のベースにての入手も可能な訳である。メンバー国は、日々の為替相場の動きをモニターして、己が ABU にこの数値を入れて日々の自分の ABU の動きをモニターすると共に、AMB の動きの中で自国通貨の動きを把握することが可能となるのである。ABU の説明の折にも申し上げた通り、基準時とその後の他時点との比較は、基準時点との指数で把握される（つまり、基準時の何倍と言う形、ただし多くの場合にはこの数値は、1.1~0.9 の間となる）この指数が、その時点での自国通貨の価値の対基準時との乖離巾となる。

さて、AMB の方であるが、ある時点での接待的な価値も計算しようとすれば出来る。また、基準時との指数の形で計算しようとすれば、これまた簡単に可能である。この指数化した AMB の数値で以って、各通貨の基準時からの乖離指数を割り算すると、AMB と

の乖離指数として認識できる数値が出て来る。この AMB との乖離指数を、APT のサーベ  
イランスの折の分析資料の一つとする、これがシンクタンク仲間が期待するものである。

小論はこの発想と論展開に賛意を示すものである。域内の小国が、己が通貨の価値を映  
す鏡としての ABU の組成とそれに連動させた己が為替相場の管理をし、AMB を地域の  
通貨の総平均として捉え、その語る乖離指数に依り己が通貨の域内での相互的な座標を  
確認する、これも大変に意義の深い事であると思料される。そして何より、自国通貨が構  
成通貨の一つとなった複合バスケットなるものへの慣れが中期的には大きな意味を持って  
来そうに思える。資本取引の再解放（所謂非国際化の巻き戻し）も、その内に域内での共  
通の話題になるかも知れない。その場合、いきなり 100% の自由化も剣呑な事であるが、  
と言って何時までも知らぬ顔の半兵衛を決め込む訳にも行かぬであろう。AMB の使い勝  
手が徐々に広まって来るならば、この AMB へのコミット分から自国通貨の国際化を始め  
るもの立派な考え方と言えるであろう。

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](mailto:admin@iima.or.jp)  
URL: <http://www.iima.or.jp>