

1998.11.27
(No.6, 1998)

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

Newsletter

財団法人国際通貨研究所

「アジアから見た国際通貨問題」

(財) 国際通貨研究所
専務理事 篠原 興

本稿は、「ECO - FORUM 第 17 巻 3 号」に掲載した論考で、(財) 統計研究会の了解を得てここに紹介するものである。

1. はじめに

時が凝縮されたように流れ始めている。ほんの 2 年程前には、米国・欧州・アジアの三極をめぐる国際通貨制度というテーマは、よほどの閑人かさもなくば壮大にして空虚な建前論を振りかざして見得を切る不平家のテーマであって、官・民・学を問わず当たり前の仕事を持っている人達は目の前のより現実的な大小の出来事の個々の処理の方がよっぽど重大関心事であり、この議論に対しては一様に冷淡であったように思う。97 年 7 月にタイで起きたドル連動性からの離脱という、国際通貨制度という大きな視点から考えればほんの些細な出来事が、いくつもの国でコンテージョンといわざるをえないような拡がりを見せ、98 年の

年央からはロシアへ、さらにはラテン・アメリカへと影を落しつつある。この間 G7 を中心とする先進国経済も全く無被害というわけにはいかず、日本では景況の立ち直りは遅々として出口が見えない間、米国経済も調整過程に入りつつあるかに見えるし、欧州においても、種々の矛盾と困難にもかかわらず通貨統合への道は確信犯的に進んではいるものの、各国のこれまでの指導勢力がいくつもの国で交替を余儀なくされつつあるのは、やはり一種の不安と不満を表しているようにも思える。

国際通貨体制のあり方というテーマは、従って今や極めて緊急度と危機感を持って語られ始めようとしており、テーマの大きさから切り口が多様であるだけに議論も十

分に噛み合っているとも考え難い。本稿においていくつかのアジェンダと考え方の整理とが示し得て、今後の論の展開に一部なりとも益することができれば望外の結果と考えている。

2. アジアにおける通貨危機の意味するもの

97年のタイの危機（さらにいえば94～95年のメキシコの危機）が、為替政策、なかんずく為替相場政策の失策がもたらした外貨流動性危機の形で起きたことは紛れもない事実であった。タイの場合、為替相場は通貨バスケットに連動させているという説明も、86年以後の対ドルでの極めて安定的な推移は、この間の技術論的な説明にもかかわらず、タイのリアルセクターおよび金融セクターに当局の黙示的な約束との期待を持たせるのに十分であったわけだ。ここに経常収支の赤字と好調な景況と高目の国内金利と、加うるに ODA や直接投資に代表される長期安定的な資金流入の先細りがあれば、大量の外貨資金が短期取引の形で流入するのは当然のことであって、これがため外貨準備は増え（少なくとも減少せず）、為替相場は強固に安定的であり、国内的には過剰流動性が景況の過熱、すなわちバブルを生んだのである。この流れが、債務総額と外貨準備の比較という極めて単純な推論を背景に急激な資本流出をもたらし、上記の論理は全て逆転し流動性危機となって現れたのがタイであった。韓国やインドネシア・マレーシアを分析して記述すべきとは思いますが紙幅の関係でここでは触れずにおく。

危険を承知で短く記したタイで起きた事の背景に何があったのかといえば、先進国通貨間の相場が予想を越えて乱高下したことにすぐにつき当る。

85年プラザ合意時に米ドルは240円台で

あった（以後議論の単純化のため相場は円・ドル相場を中心に論を進めるが、欧州通貨・ドイツマルクの動きもこの裏にあることを考えつつ読んで頂きたい）。米ドルは以後、時に消長はあったにせよ着実に、かつ安定的に切り下がってきたのである。特にレーガノミックスが双子の赤字を残し、企業業績・体力が整わなかったブッシュ政権およびクリントン政権の第1期においては、黒字国責任論を振りかざし、相手国通貨を自国のドル対比で切り上げさせればさせるだけ通貨政策・通貨外交上高得点であるといわんがばかりの不思議な政策を展開してきたのである。対円相場を見れば、この間のわが国の政治風景の不安定さが「市場に不安心理を拡げ、政治指導力が円高阻止のために有効な手段がとれないのではないかという見方から円は買われ」（一般的なメディアの解説）円高傾向が続くのである。この市場の見方も、またこれを何の疑いもなく流すメディアの論調も考えてみれば極めて不思議なものであったといわざるをえない。

このような流れの中でドルは対主要国通貨比で、徐々にかつ着実に切り下がってきて、遂に95年4月には対円で80円を切るまでに至るわけである。この間多くの途上国通貨は唯一の世界通貨である米ドルに陰に陽に連動しており、いわば対ドル相場の安定度をもって自らの通貨の安定度を語っていた。わが国のアジア向け ODA の大宗は OECF よりの円建ての融資の形を取っているが、ドル切り下げの途次この円借が多くの国で為替リスク議論を呼んだのは記憶に新しい。ただしこの円建てポジションの裏側にはドル連動の実体があり、ドルの切り下げ過程でこれら多くの通貨は、円をはじめとする多くの先進国通貨対比でこれまた安定的に切り下がっていくこととなる。アメリカの黒字国責任論が韓国・台湾・シ

ンガポールといった国々の通貨を対ドル比で大なり小なり切り上げさせた時は、この対象とならなかつたタイをはじめとする国々の通貨比でも切り上がる事となる。このような動きがそれぞれの国の通貨の対外競争力、ひいては財およびサービスの価格競争力を巧まずして強くし続けてきたことは容易に推測でき、事実、外需・輸出に支えられた高度成長を多くの国が遂げるのである。また、この裏側の金融面で同様に多くの国において米ドル偏重の金融慣行があったことも指摘しておくべきであろう。これも、これまで述べてきた為替相場政策から考えれば当然の理であって、貿易金融から始まる民間ベースの外貨金融も米ドルで行われ、その基になっている財およびサービスの輸出入もドル建て・ドル決済がほとんど全てであり続けてきたのである。円建ての金融取引（例えばこれらの国の民間企業のユーロ円債起債などというに及ばず政府間ベースの円借款も多くの場合）が、米ドルに通貨スワップされてドル建て債務の形で最終的に認識され使用されていたことなどが、ドル偏重の1つの典型的な姿であったということができよう。

以上見てきたように、ドル連動の為替相場政策と米ドルに偏った外貨外資政策は、米ドルが着実に切り下がる途次においては（そしてこの傾向そのものは、国内貯蓄・投資バランスを欠いて大幅な経常赤字を基本体質として持っている米国のマクロバランスを考えれば当然の論理帰結でもあるのだが）、多くの国のマクロ政策を支えるものとして有効に機能し続けてきたのである。

3. ドル独歩高

この傾向としてのドル安が転換点を迎えたのが95年年央であった。相手国通貨を切り上げさせればそれだけこちらの得点とい

う形の通貨外交策は、ドル偏重の傾向の1つとして多くの部分の外貨準備を米ドルに置いていたいくつかの国の通貨当局の批判をあげ、それは単純にドル資産の幾許かを円や他の通貨に移し変えるという形で表れた。この動きは為替市場に例えばドル売り・円買いの需要の単純かつ純粋な増加として表れるがゆえに、動員された額に比して相場を誘導する迫力は大きく、ドル相場は売りが売りを呼んで例えば対円では80円を割り込むに至るのである。この急激な動きに先進諸国の通貨当局は驚くとともに、むしろ恐怖さえ抱いたにちがいない。日本は止まるところを知らぬ気の円高の進行状況に、90年代のバブルの処理と景気の正常な軌道への復帰が、このために大幅にシナリオの修正を迫られそうであったし、米国サイドは、競争相手国の通貨を切り上げさせるのは国策とはいいながら、純債務国に総合ポジションを変えてしまつてなお経常収支の好転に目途が立っていない状態でのドル安の進行は、経常赤字のファイナンスとして回ってくる外貨流入の先行きに疑問符が付くとともに、もしかすると既に国内に積み上がっている外貨が流出を始めるかもしれないという恐怖であったろう。つまり行く先はドルのクラッシュ・ダウンといわれる為替相場の大幅かつ急激な下落という説が多少なりとも真実味を帯びはじめたのである。そしてこの辺りで米国は政策の大転換を図る。すなわちドル安政策からドル高政策への転換である。

米国の考え方は以下のようなものであったろう。90年代中頃にきて元気のよい経済体は先進国間では米国のみである。経常収支の赤字とはいっても、その赤字を埋める資金が世界中から米国へ回ってくる。日本をはじめとする黒字国は為替市場の需給調整の形での市場介入の結果（行き過ぎた円高に対抗する市場介入の形で）、彼らの外

貨準備は自動的に米国に回ってくる。途上国の多くはドル連動の為替政策をとっており、その論理的帰結として持つ資産はドル建てとなる。民間ベースの間接投資も同様であり、正常な経済体の持つ体温としての金利は米国だけが正常な水準にあり、十分に投資を惹きつけうる。かくして世界の余資は米国に回ってくるであろう。そうであるならば、為替相場は強い方がよい。強いドルは財・サービスを世界からより安く買えることを意味し、ひいてはインフレ対策にも有効に働くこととなる。つまり、資金が米国に回り企業収益の動向・失業者の動向に大きな影響がない限りドルは高くすべきである。

日本は不冴えな景気の動向と、いつまでたっても根本的解決の方途が見出せない金融界の再生のシナリオ作りに多少の時間的余裕を作るためにも、何とか円安に（少なくともファンダメンタルズを大きく離れていると考えられていた 80 円台からの復帰に）もっていくことが政策課題となっていた。100 円台の相場はリアルセクターの企業収益にプラスの影響があると考えられていたわけだし、これが成長に結びつき、不動産価格の下げ止まりと株価の立ち直りを呼ぶことを目論んでいたものと思われる。

欧州はマーストリヒト条約締結後、92 年の通貨の混乱を経験し、通貨統一に欧州外の方の人々が疑問視していた時期に、何とか当初設定したマクロ経済指標の各国それぞれの達成に向けて戦線を引き締めつつあったわけである。この間、彼らの主要な問題意識はそれぞれの国の国内均衡であり、対外均衡とその結果としての為替相場動向は、実は政策プライオリティとしては第 2 であったのだが（そしてそれははいよいよスタートを目前に控えた今もさして変化はないように思われる）、域内均衡のより容易な展開のためには、スタートの時やや安目

（実力より）の為替相場がその後のスムーズな相場付けを約束するかもしれないとも考えているがごとき印象を他国の人々には与えたような成り行きであった。

以上見てきたように、三極ともほとんど自分達の世界の論理の中でこのドル独歩高の方向を容認したように思え、それは 95 年 8 月に始まるこの方向のための協調介入とその後の為替相場の推移の中に見てとれるのである。そしてこれが以来 3 年間の先進国間の為替相場の骨格を成して現在に至っている。

ただしこのドル独歩高（円安・欧州通貨安）がいわゆる新興諸国に及ぼした影響はまさに甚大であったといえよう。先に例をとってみたタイのケースを考えれば、ドルが他通貨比で切り上がっていく過程で 25 バーツが 1 ドルという極めて実直な連動を守ったがゆえに、米ドル以外の通貨に対するバーツの相対的な為替相場も上がり続けてしまう。これはこの間の例えばバーツの対円相場の動きを考えれば納得がいこう。また、この間忘れてはならないことは、1993-94年にマレーシアではリングの切り上げ投機に見舞われたし、IMF は 96 年初のコンサルテーションでタイに対し対米ドル相場上昇をもたらす可能性の高い連動幅の拡大を奨めていた事実である。切り上げの投機にあたりそれを示唆されたりしている間に、このドル独歩高は定着し進行しそして大きなキズ跡となってこれらの国々を襲う。それは典型的にこの 2 国についてみれば、それまで GDP の 2% 台であった経常収支の赤字幅が 8~9% に急拡大するという形で顕れるのである。

この対外不均衡が以後多くの国で対外債務の急増とその後の急激な資本流出とで急速にバランスを失っていったのが今次の通貨危機のいわば大きく纏めた姿であり、そこにゲネラル・バス（通奏低音）のように

聞こえてくるのが傍若無人な先進国通貨間の極めて身勝手な乱高下といっても言い過ぎでないように思える。

4. 三位一体の不成立

通貨当局による約束という形での為替の安定（それが固定相場であれ、ドル・ペッグであれ目標相場圏であれ）と、資本取引を含む金融市場の自由化と、自らの経済体の必要とする独自の金融政策の実施という3つの命題が同時に成立することがないのは、よく知られた事実である。香港においては（平時については）対ドル安定の為替相場と国際市場としての成り立ちから自国通貨を含む資本取引の自由化を約束している。そしてその結果として金融政策中でも金利体系は独自の政策方向を放棄して米ドルの持つ体系を自らのものとしていた。この方法が1つである。中国では相場の安定を約束し、かつ国内政策展開のための金融政策の自由度を確保するために金融・資本取引の自由は大幅に制限されている。最近マレーシアがとった政策もほぼ中国に近い形であって、何ら責められるべきところのない論理帰結と考えられる。

これに反して先進国は、資本取引を含む金融の自由化と独自の金融政策の展開の自由度を選択する結果として、その通貨の動向は市場に任せるという形で、政策当局の約束という形での安定はどの国も図っていないのである。ヨーロッパでERMの中での安定的な推移がマーストリヒト条約の1つとなった瞬間に、弱いと目された通貨が投機に見舞われ大混乱に陥ったのは92年秋のことであるが、記憶に新しい。これは約束に近い形での為替の相互安定がいかに難しいかを如実に物語っている。95年にブレトンウッズ・コミッションが目標相場圏の構想を打ち出した折に、主要国の通貨責任部局の高官がほとんどそろって冷淡な反

応を示したのは同じ事情に依っていると考えられる。

ところで、市場に任せておけば本当によいかといえばこれまた決してそんなことはない。市場がある均衡から次の均衡を見出すプロセスを追ってみれば明らかな通り、常に必要以上に時間を費やすとともにほとんど必ず何回もの行き過ぎ（オーバー・シュート）を繰り返すこととなる。これは市場を作っている現場のディーラーが多くは単細胞的に付和雷同しつつ“皆で渡れば恐くない”を信条として個々のディールを作っているからであるといえる。つまり、先進三極は約束の形で相互の為替相場を安定させることはいまだ難しいと思われるが、市場に放っておいて暴力的な乱高下の中に相場を委ねてもこれは無責任の誇りをまぬがれえまい。要は完全に自由な相場付けを演出しつつ、あとで振り返ってみれば、ファンダメンタルズを反映した合理的な均衡相場を中心に上下10%位の動きの中に収まっていたと考えられるように市場を運営していくことが要請されることとなる。これを可能とする前提としては、今回の通貨統一に向けての欧州の実験が1つの考え方の基本を示していると思われる。

すなわち、マクロの経済指標の目標のすり合わせと各国の実現への努力である。成長率・インフレ率・金利水準等がある範囲内に三極とも納めることになれば、当然の帰結として為替相場は乱高下するモーメンタムを失い、結果的に安定推移をすであろうことは十分に期待できる。そしてこれらの数値のすり合わせをする前提としては、マネー・サプライや期待インフレ率等、市場の心理形成・期待形成に大きな影響を持つ分野に入ってまでの十分な情報の交換と理解の造成が必要となってくるであろう。当然のことながらこれらに関する三極の情報交換とある種の合意形成のプロセスなら

びに結果は、一定期間ブラック・ボックスに入れておく必要があるとともに、インサイダーの情報リークはあってはならないことである。これを要すれば、為替相場を完全に自由変動に委ねてあるという論理上のアリバイを基に、為替政策を含むマクロ経済経営において日米欧の三極は、一国主義の身勝手はもはや許されないというのが、今次の一連の危機が問いかけている大きな課題といえるように考えられる。

5. 今後の課題

実はこの項で語らねばならぬ点はたくさんあるが、ここでは次の2つだけにコメントをしておくこととする。

(1) 国際的短期資本移動規制

92年の欧州の通貨危機、94年のメキシコ危機、さらにタイに始まる今回の通貨危機の原因の1つが国際的な短期資金の急激な流出入にあったのだから、ある種の規制を考えなければならないというのは今や国際世論となっている。

しかしながら、単純で有効な規制策が考え出されるのは不可能のようにも考えられる。その例を為替取引について見れば、実需取引とヘッジ（カバー）取引と投機取引と3つに区分したとして、実需と他の2つとの間には多分明確な線が引けるだろうが、残る2つの間に線を引くのは不可能であるという古典的な命題が今も生きているからである。これがスワップ、オプション等デリバティブの世界をも考えるとなればなおのことである。従って結論的にいえば、出し手サイドの国では、健全性基準や倫理規程的なものを動員して、出し手である銀行をはじめとする広義の金融機関に対し監視の目を強め、監督・指導を強めることが求められることとなる。同様に取り手（流入国）サイドも外資の流出入にモニターを強

化しつつ、常にマネージ可能な債務か否かを考えることになり、もし手に余る時は規制を発動することとなる。この時の流入規制はチリ方式でも、中国・マレーシア方式でもよいと思うが、要はかかる有事規制を有効に作動させるべく必要なインフラを整えておくことである。管理法・外貨法のこの意味における整備が必要となつてこよう。また、忘れてならないことは、同じ意味で流出入状況を一番注目しなければならない流入国の1つがアメリカであるという点である。

さて、これらの範疇に入つてこない無国籍性で投機目的の私募投資信託（いわゆるヘッジ・ファンド）の動向には、上記出し手国サイドの監視を強めても守備範囲外にいただけに実効性に乏しい。これらのファンドに対抗する手段としては、その投機ポジションを作る糧道を絶たねばならず、その意味で今回マレーシアのとった自国通貨のユーロ化を全面否定する方式は極めて論理的であり、多くの国にとってよい手本となるように思える。

(2) 地域協力機構

昨年夏のタイ向け支援国会議が極めて歴史的な成果を生み出し、各国ともにこれへの手応えを十分に持った結果として、“アジア通貨基金”と一般に呼ばれるような構想が出てきたのは当然の帰結であったといえる。以後、曲折があつてこの構想は一応お蔵に入っているがごときである。しかし、IMFがこの1年アジア地区で展開してきた諸政策を考え、かつIMFの資金的余裕がなくなってきたときにロシアをはじめとする新しい問題国が出てきそうな状況を見ると、この構想は今こそ深刻に検討しておくべきテーマと考える。多分どう急いでもアジア地区の多くの国の現状を考え合わせれば、今の危機脱却のために有効に作動する

ようなタイミングででき上がるとは想定し
難い。しかしながら将来、今回のような状
況を2度と作り出さないために（ラテン・
アメリカの諸国は80年代に引き続き90年
代末にも問題化しつつある）、種々の機能
を持たせたアジア地域の多国籍な枠組みを
整えておかなければならない。資金動員能
力から始まって域内通貨の相互利用・相互
決済のためのインフラ整備、危機回避のた
めのマクロ政策の討議と相互理解の深化、
短資対策、有事規制等々、この機関が提供
すべき場は多彩を極めそうにも考えられる。
この面でのリーダーシップは当然のことな
がら日本に期待されていよう。

以上雑然と書きつらねてきたが、翻って
日本の現状を考えると、状況は寒心に耐え
ない。国をリードすべき政治に危機感が乏
しく、個々の対策をひとつひとつ政争の具
として弄んでいるがごとき印象を国の内外
に与えつつある。輪をかけてひどいのがメ
ディアの節の無さであり、これに悪乗りす
る一部エコノミスト・評論家の群といえよ
う。先に述べた三極でのマクロ政策のスリ
合わせ等も、日本が正常な成長路線に復帰
し金融も期待される役割を果たしてはじめ
て機能するわけであって、わが国の正常化
は本当に多くの意味で全世界的に希求され
ているのである。なかんずくアジアの諸国
は、昨今の為替市場の動きが安値サイドに
おいて円ペッグ（つまり円が安いと一勢に
つれ安を演じてしまう）となっていること
から始まり、円高時にあれほどあった民間
直接投資が彼らの成長を押し上げたことも
あり、わが国経済の正常化とそれをもたら
す円高地合への期待は極めて強い。

一刻も早く正常な成長路線にわが国の経
済全体を復帰させることと、わが国金融界
が負託されている正当な役割を果たしうる
ようになれば、この円高地合は自然と実現

できるものと考えられる。もう一步突っ込
めば、金融取引・資本取引の流れが後押し
をしていたドルの独歩高の地合も、アメリ
カの景況が調整局面に入るにつれ、これま
でのように一方通行的にアメリカに流入し
続けるとは考え難く、彼我の經常収支のバ
ランス、すなわち為替市場における実需が
センチメントを規定する日がそう遠くなく
来るようにも思える。つまり自然に放って
おいても、ドル安・円高の日は遠くないか
もしれない。その時に多分メディアとエコ
ノミストはまたぞろ「大変だ、円高が日本
を崩す」と騒ぐのであろう。このような雑
音に左右されない強さを日本の実物経済
（リアル・セクター）は十分に持っている
とともに、政策のよろしきを得れば96年度
は3.6%という成長を遂げたのだし、そのく
らいの潜在力を持っているという自信を深
めるべきであろう。アジアの国々が日本の
回復を待っているとは先に書いた通りだが、
その回復の途次であっても忘れてならない
ことは、目先の動向にとらわれずにこの地
域への資金・資本の流れを続けることであ
る。公的な資金（輸銀、OECD、貿易保険等）
も、民間の直接投資も、あるいは金融機関
を通ずる流れも、これまで以上にこの地域
に確信犯的に流し続ける努力をしなければ
ならない。さらに、わが国の保有外貨準備
の一部（例えば20%—400億ドル位）をア
ジア通貨保有に切り換え、相手国の外貨準
備積み増しと彼らの国内の金融界の再建の
ための公的資金としての利用といったこと
もとりあげる時にきていよう。

時が凝縮されたように流れ始めているの
は、ことさら日本において然りと覚悟すべ
き時にきていると考える。

（1998年11月4日記）

©1998 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: 1-2-2, 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/>