

ポスト危機の東アジア通貨体制 —複数通貨バスケット・ペッグ方式に対する批判的考察—

尹 春 志

I はじめに：回復に向かう東アジア経済

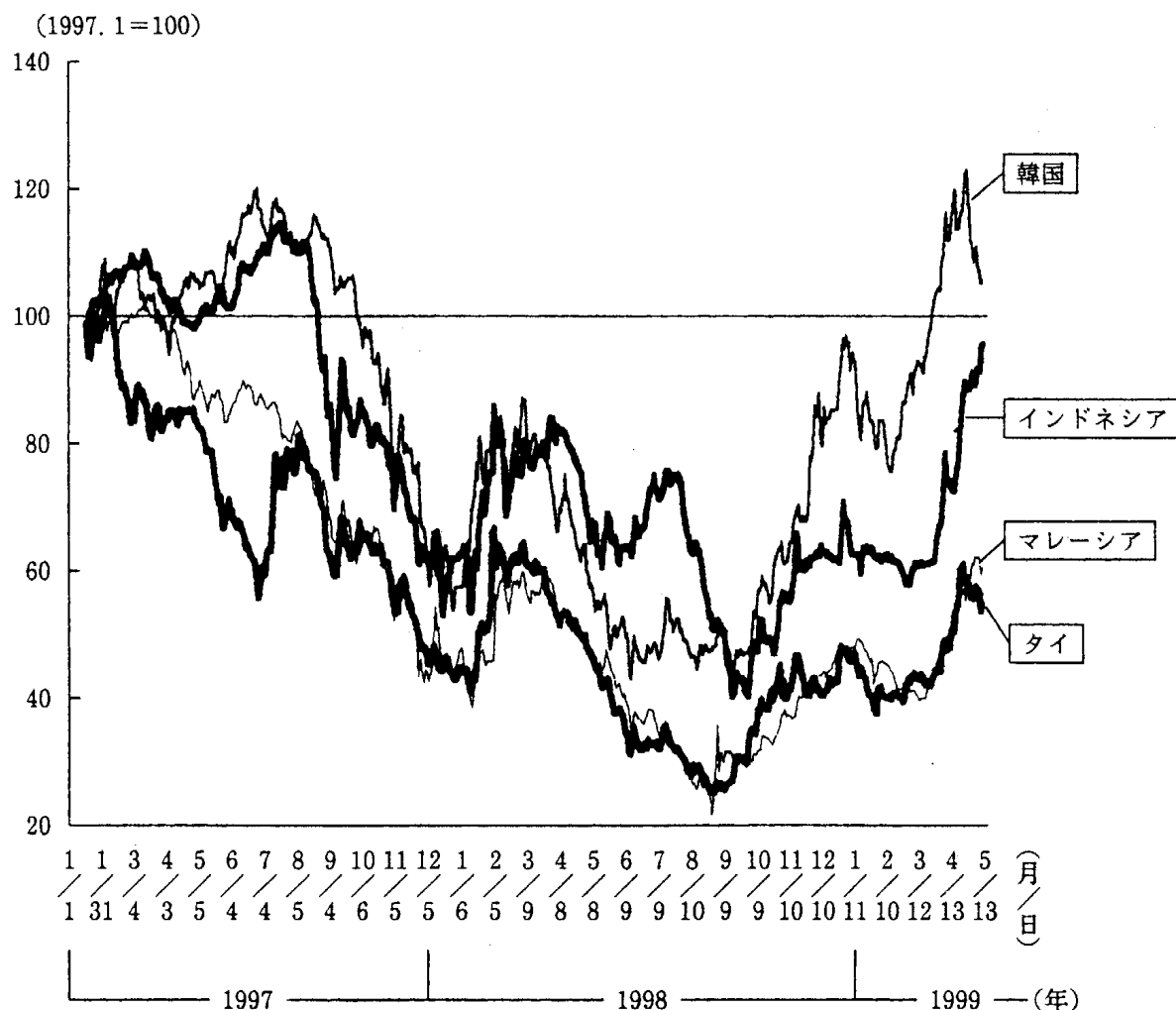
タイ、韓国、マレーシア、インドネシア4カ国を深刻な経済停滞へと追い込んだ通貨・金融危機の発生からすでに2年以上の時間が経過した現在、金融システム改革、経済構造改革の面では未だ多くの課題と問題を残しつつも、東アジア経済は徐々に回復の兆しを見せ始めている。

まず、危機の最中極端にまで下落したこれら諸国の株価は、1998年9月から上昇へと転じ、99年4月以降、韓国ですでに危機発生以前の水準にまで回復するなど、その傾向は加速している(図1参照)。こうしたなか、主要格付け3機関(Moody's, S&P, fitch IBCA)も韓国とマレーシアを投資適格へと格上げし、タイやインドネシアについては格付け改善の方向を検討するなど、国際金融市場における信頼も高まってきている(小林, 1999b)。その結果、この地域への資本流入も徐々に復活し始め国際金融協会(Institute of Internatinal Finance, IIF)の予測によれば、1999年の韓国+ASEAN4カ国に対する民間資本フローは、98年の-276億ドルから2億ドルものネットの流入に転じる見通しである(表1参照)。

一方、通貨危機の発生とその後の資本流出によって大幅に下落した為替レートも安定化の方向に向い、98年末頃から強含みで推移している。為替レートの安定・上昇は、外貨建て債務の履行義務を軽減するだけでなく、今後本格的な経済回復に向けて金融緩和など金融財政政策を発動する余地をさらに広げるであろう(図2参照)。

また、経常収支についても、1999年は446億ドルの黒字が見込まれている。確かに98年も692億ドルの黒字であったが、これは、この地域の内需縮小=生

図1 各国の株価推移 (指数)



(資料) Datastream
 (出所) 小林 (1999b)。

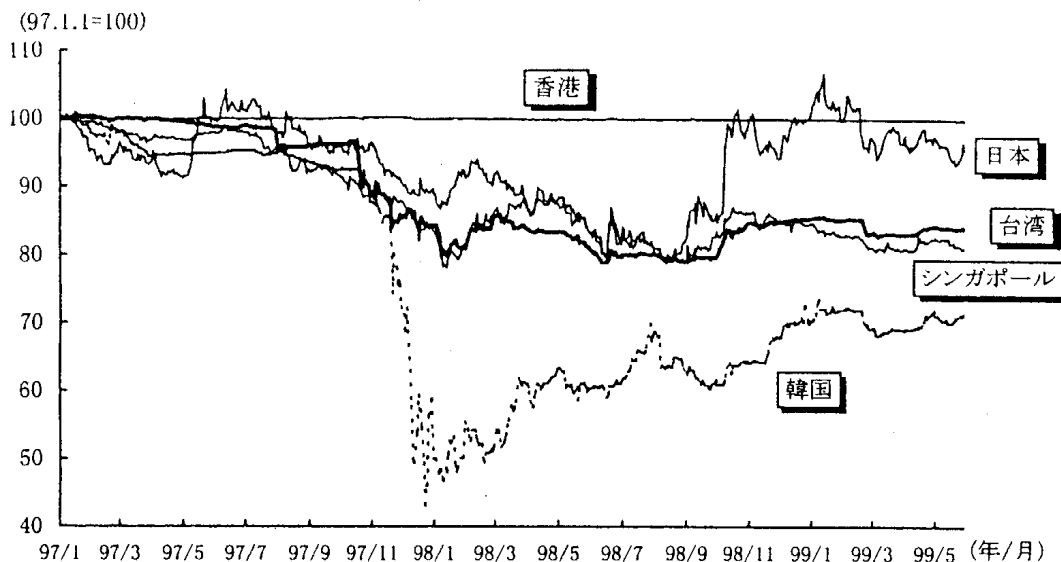
産縮小からくる輸入の減少を主要な要因としていたのに対して、99年の経常収支黒字は、輸出の堅調な伸びを反映しているという点で本質的に内容が異なっている。実際、鉱工業生産指数をみても、99年3月時点の前年同期比で韓国が18%、タイが8.1%、マレーシアが2月時点で3.9%、インドネシアが99年第一四半期で0.1%と実質的な生産の回復を示しており (小林, 1999b), こうした状況を受けて IMF, ADB といった国際機関も、軒並みこれら諸国の成長率予測を上方修正している (表2 参照)。

そして、通貨金融危機の影響が最も大きかった国の一つである韓国では、外貨準備の累積、金利・物価の安定、失業率の低下を背景に、11月19日、「通

図 2

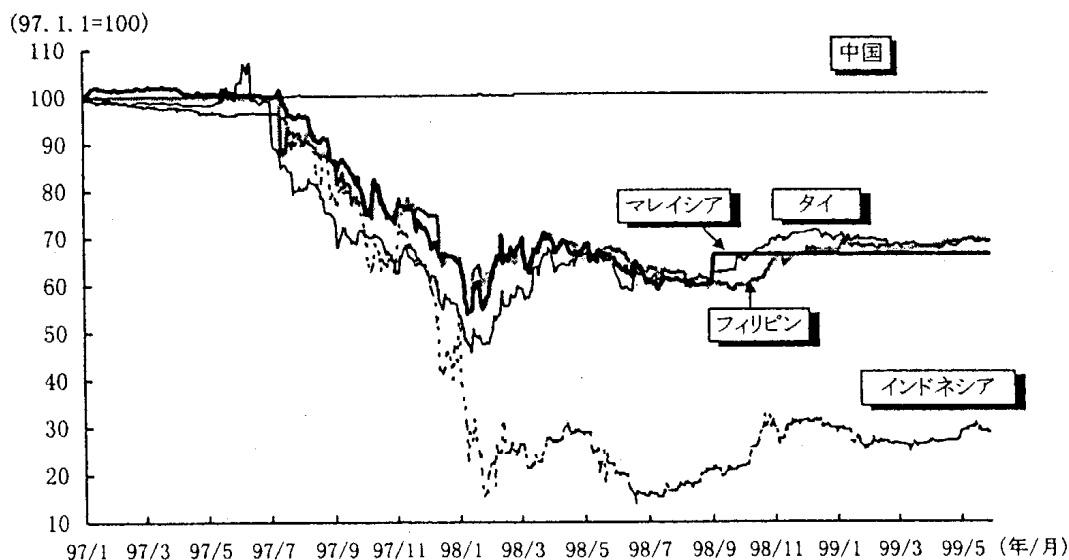
東アジア主要国通貨の動向

①日本及びアジアNIEs通貨の動向(対ドルレート)



(出所) Datastreamより作成。

②中国及びASEAN通貨の動向(対ドルレート)



(原価) Datastreamより作成。

(出所) 経済企画庁編, 『アジア経済1999』, 大蔵省印刷局。

貨危機に完全に打ち勝った」と、金大中大統領自身が宣言するまでに至っているのである (『日本経済新聞』1999年11月20日付)。

このように東アジア経済が回復軌道に乗り始める一方で、通貨危機の教訓を踏まえて、この地域の今後の成長戦略をどこに設定すべきかをめぐる議論

表1 韓国及びASEAN4に対する資金流入の見通し

| | 1995年 | 1996年 | 1997年 | 1998年 | 1999年 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 経常収支 | -406 | -548 | -261 | 692 | 446 |
| 資金流入合計 | 831 | 990 | 284 | -42 | 78 |
| 民間資金流入 | 804 | 1023 | 3 | -276 | 2 |
| 直接投資 | 42 | 47 | 59 | 95 | 125 |
| 株式投資 | 110 | 139 | -15 | 43 | 60 |
| 銀行貸出 | 532 | 627 | -212 | -361 | -160 |
| その他 | 120 | 210 | 171 | -53 | -23 |
| 公的資金流入 | 27 | -33 | 281 | 234 | 76 |
| 多国間 | -3 | -20 | 224 | 193 | -17 |
| 2国間 | 30 | -13 | 57 | 41 | 93 |

注) 1998年は見込み、1999年は予測を示す。

出所) Institute of International Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, April 1999.

表2 IMF・ADBによる東アジアの経済成長率予測 (単位: %)

| | 1998年 | 1999年 | | 2000年 | |
|--------|-------|-------|------|-------|-----|
| | | ADB | IMF | ADB | IMF |
| 韓国 | -5.8 | 9.0 | 6.5 | 6.0 | 5.5 |
| タイ | -8.0 | 4.0 | 4.0 | 5.0 | 4.0 |
| インドネシア | -13.7 | 2.0 | -0.8 | 4.0 | 2.6 |
| マレーシア | -6.7 | 2.0 | 2.4 | 3.9 | 6.5 |
| フィリピン | -0.5 | 3.0 | 2.2 | 4.5 | 3.5 |
| 中国 | 7.8 | 7.2 | 6.6 | 6.5 | 6.0 |
| 香港 | -5.1 | 0.7 | 1.2 | 1.5 | 3.6 |
| 台湾 | 4.8 | 5.2 | 5.0 | 6.3 | 5.1 |
| シンガポール | 1.5 | 5.0 | 4.5 | 6.0 | 5.0 |

出所) IMFについてはIMF, *Economic Outlook*, September, 1999.

ADBは、『日本経済新聞』、1999年11月25日付より引用。

も活発化してきている。その一つとして、外資依存型輸出志向の高成長という従来の構造そのものを改善し、内需主導型の持続的開発戦略への移行を促すものもある(柯, 1999)。だが、こうした方向性は長期的に追求すべき課題であっても、短中期的に東アジアが達成しうるものではない。したがって、東アジアが現在の経済的苦境を脱しさらに本格的な回復軌道へと向かうためには、崩壊した金融システムを出来る限り早期に再建するとともに、依然として輸出志向型の成長経路に依存しなければならないというのが実情である

う。

東アジア諸国が輸出志向型開発戦略を追求する上で、最も重要な構成要件の一つとなるのが為替レートの安定確保である。東アジア諸国は、上述のように為替レートが今のところ強含みで推移しているとはいえ、マレーシア(資本規制型対ドル・ペッグ)と香港(カレンシー・ボード制)を除けば、すべて管理フロートないしは完全フロート制を採用しており、為替レート面での不安定要因が存在することは否定できない。¹⁾

そこで現在、東アジア諸国通貨の安定を確保する新しい制度として注目を集めているのが、円の比重を高めた複数通貨バスケット・ペッグ方式である。とりわけ、日本のエコノミストの間では、東アジア危機の分析に際しては実質的ドル・ペッグ制という従来の硬直的な通貨体制の弊害を指摘し、今後、採用すべき為替制度としてこの方式を提唱することが常套句のようになっていく。²⁾

本稿の目的は、この新しく提唱されている通貨制度が果たして期待に添うものであるのかを検証することにある。以下では、次の順序で議論を進めたい。

まず次節で、実質的ドル・ペッグ制が持っていたといわれる弊害について簡潔に整理した後、第三節において複数通貨バスケット・ペッグ方式の効果を若干の数値例を示しつつ詳細に検討する。そして第四節では、現在までのところほとんど語られていないこの方式の持つ限界および欠陥を指摘する。

1) 山下(1999)は、香港でも従来のドル・ペッグのカレンシー・ボード制から円・ドル・ユーロの「3極通貨バスケットベース」への転換を求め、そのウェイトを「40:30:30」とするのが望ましいとしている。

2) この点、大野健一は例外である。大野は『世界』1999年4月号における対談(大場智満・大野健一・関志雄・田中素香「ユーロ発足で三極主要通貨体制はどうなる」)において、「タイについては、ドル固定下で内外金利差があったために借り過ぎたと言えるでしょうが、その後危機が韓国やインドネシアに波及した原因がペッグ制にあるとはいえない」とドル・ペッグ制悪説を排し「各国毎にインフレ格差を調整するタイミングさえ逸しなれば、別にドル・ペッグのままでも運用できる」と論じて異彩を放っている。大野のこうした見解を詳細に論じたものに大野(1999)がある。

II 東アジア危機の教訓と複数通貨バスケット・ペッグ方式

1 東アジア危機の制度的要因としての実質的ドル・ペッグ制

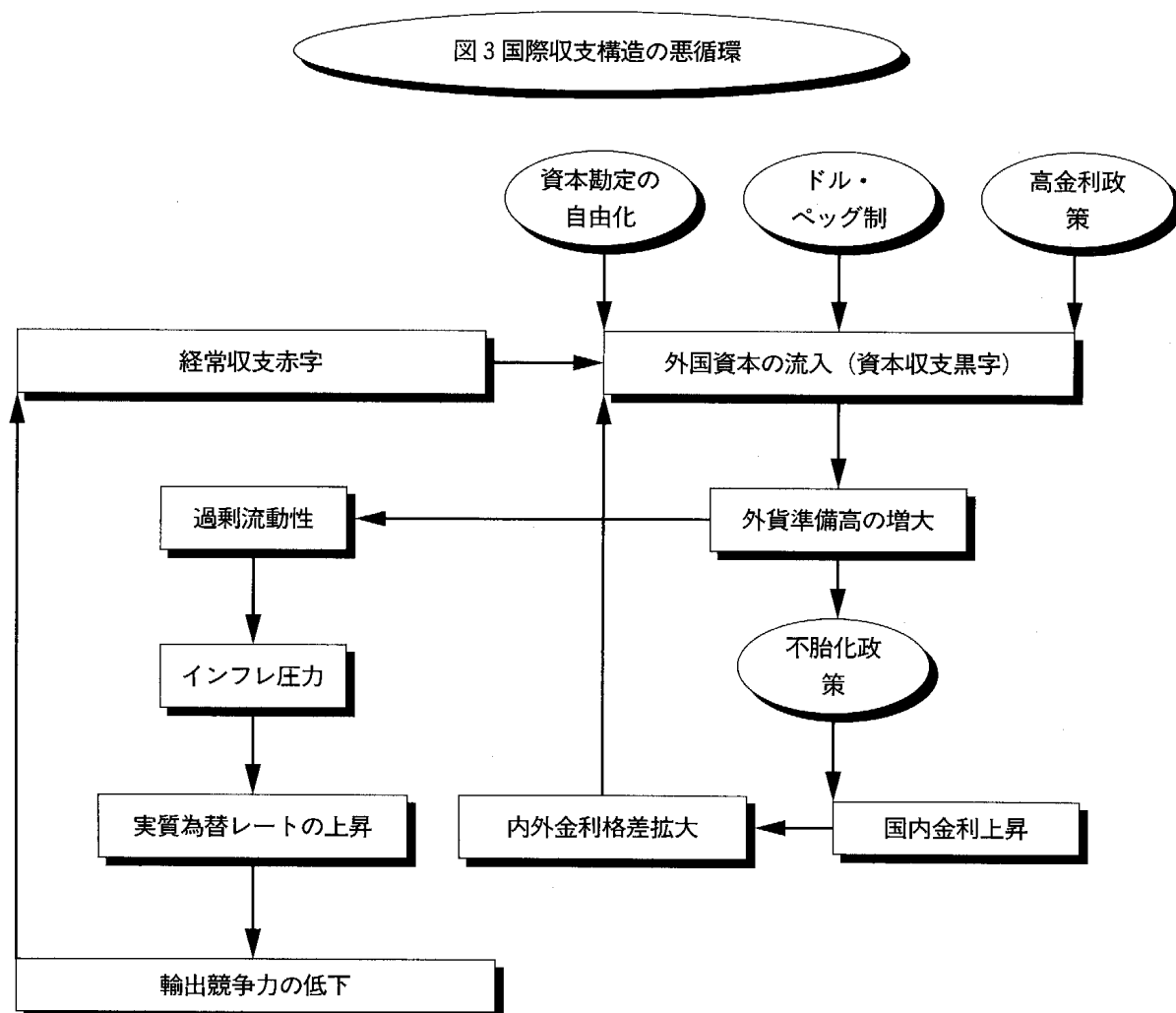
従来、この地域の外資依存輸出志向工業化路線を支えてきた通貨体制は、実質的なドルペッグ制と呼ばれるものであった。

輸出と資本取引の大部分をドル・ベースで行っている東アジア各国は、1985年から90年代半ばにかけて趨勢的に切り下げ傾向にあるドルに自国通貨を実質的に連動させることによって、急速に輸出を拡大すると同時に為替リスクを軽減して安定的な資本流入を確保しつつ高成長を達成してきた。また、ほとんどがドル建てで取り引きされる消費財・石油の輸入依存度が高いこれらの諸国には、輸入インフレを回避するという意味でも対ドル安定政策が求められていた。そして、急激なドル安＝円高を主要因とした日本からの巨額の直接投資、つまり日本国内からの輸出が困難となった日本企業によるこの地域への生産拠点移転が急速な輸出主導型成長の基本的原動力となったことも今や周知の事実であろう (Ito, 1999, 上川, 1998, 山澤, 1998, 山本, 1998)。

だが、現在、この制度は、今回の東アジア通貨危機を引き起こした根本原因の一つとしてその問題点が指摘されている。そうした論調には次の二つのものがある。

第一に、1994年の人民元の大幅切り下げと95年春以降のドル高局面への突入という対外的ショックによって、東アジア諸国は、ドルに連動させているがゆえに自国通貨が切り上がり、輸出競争力の低下＝輸出減退→経常収支赤字の悪化に直面したという議論である。すなわち、人民元の切り下げによって ASEAN 諸国が中国との輸出競争に敗れ、ドル高＝円安によって韓国が日本との輸出競争に敗れたことがこれら諸国の輸出成長を鈍化させ、その影響が最も大きかったタイに対する大規模な通貨投機と変動相場制への移行を契機に競争的通貨切り下げの連鎖が東アジア諸国に生み出されたと考えるのである (Ito, Ogawa & Nagasaki Sasaki, 1998, Hughes, 1999, pp.32-33, McKinnon, 1998)。

図 3



他方、対外環境の変化→輸出競争力の減退→競争的通貨切り下げとい
うこの単純な議論に加えて、東アジア危機の原因を膨大な資本流入とその流
出に求める立場からは、ドル・ペッグ制が引き起こす国際金融上の困難を論
じるものもある。これがドル・ペッグ制のもつ第二の難点である(図 3 参照)。

自国通貨を国際金融取引の圧倒的部分を占めるドルに固定することは、為
替リスクを著しく軽減するものとなる。そのため資本取引が大幅に自由化さ
れ、高成長を継続している東アジアには海外から巨額のドル資金が流入した。
そのことは外国為替市場におけるドル売り自国通貨買い増大することを意味
し、為替レート上昇圧力を緩和するためには、通貨当局がドル買い自国通貨
売り介入を行わなければならない。その結果、外貨準備は増加するものの、

その一方で自国通貨が大量に供給されることになり、インフレ圧力が高まる。通常、こうしたインフレ圧力は、債券の売りオペによって沈静化する政策がとられるが(不胎化介入)、それは金利上昇圧力を生み出す。だが、国内金利の上昇は、ドル金利との格差を広げ、さらなる資本流入を招くことになる。

ところが、東アジア、とりわけ ASEAN 諸国のように債券市場が未成熟な諸国では、不胎化介入の効果は限定的なものとならざるをえない。厚みのない債券市場で売りオペを行っても流通通貨を十分に吸収することは困難であり、米国とのインフレ格差の拡大とともにドルにペッグするこうした諸国の通貨の実質為替レートは増価していった。翻って、それは東アジア諸国の輸出競争力を低下させ、貿易収支の悪化→経常収支の悪化を招き、投資家の期待の変化とともに大規模投機が発生、ドル・ペッグ制の放棄を契機とした巨額の資本流出によって急激な為替暴落が引き起こされたのである(伊藤, 1999 a, 小林, 1999a, 益田, 1998, Ito, 1999, pp.15-16, Wyplosz, 1998)。

東アジア危機の要因をこうした点に求める論者からしてみれば、ドル・ペッグ制の問題点を克服しながら、為替レートの安定を維持し輸出競争力に影響を及ぼすような可能性や投機の機会を排除する為替政策を確立することが、危機後の東アジア経済を再建し再び成長軌道に乗せる上で最重要の課題となってくる。そうした中で現在、最も注目を集めている新たな通貨体制が複数通貨バスケット・ペッグ (multi-currency pegged system) 方式である。とりわけ、こうした主張は日本のエコノミストに多く見受けられる³⁾ (Ito, Ogawa & Nagasaki Sasaki, 1998, 大野, 1998, 外国為替審議会, 1998, 河合, 1998, 関, 1998, 高橋他, 1998)。

2 複数通貨バスケット・ペッグ方式とはいかなる制度か?

複数通貨バスケット方式自体は、別に目新しいものではない。通貨危機発生以前のタイ及びマレーシアでもこの種の通貨体制が採用されていた。だが、これら諸国の通貨バスケットはドルに圧倒的な比重を置くものであり、形式的にはバスケット・ペッグを採用しているとはいえ、実質的にはドル・ペッ

グ制と呼べるものであった。

これに対して今回提唱されている複数通貨バスケット・ペッグ方式は、このタイやマレーシアの事例の反省から、ドルの比重を下げ、対ドル安定に偏重したこの地域の為替レートを貿易構造上密接な関係にある主要通貨、さしあたっては東アジア諸国と貿易面で関係が最も深いドル、円、ユーロの3通貨、ないしは人民元を「貿易シェアに応じた」もしくは「貿易面での競合性に対応した」ウェイトを付して加重平均したバスケット通貨に自国通貨を連動させるというものである。

ここで複数通貨バスケット・ペッグというとき、各国が独自に通貨バスケットを構成しそれに自国通貨を連動させる場合と、東アジア諸国で共通の通貨バスケットを創出する場合とが考えらる。だが、多くの論者は、経済発展水準の違う東アジアでは、共通のバスケットを構成することは不適切かつ時期尚早であるとして、個別での対応を提唱している(大野, 1999, 奥田, 1999,

3) たとえば、日本政府の今回の危機に対する公式的見ともいうべき報告書、大蔵省外国為替審議会がまとめた『アジア通貨危機に学ぶ』では、危機発生の要因には各国の特殊事情が大きく左右したとしながら、共通の特徴として①為替制度の硬直性、②短期資本の急激な流出、③民間部門の債務が中心、④民間金融セクターの脆弱性、⑤調整政策の内容と社会的弱者への対応の5点を指摘している。なかでも特徴的なのは、危機を引き起こした原因の第一に為替制度の硬直性を挙げていることである。報告書ではこの点について次のように述べている。

「通貨・金融市場の混乱に見舞われたアジア、特に東南アジアの多くの国では、程度の差はあれ、実質ドル・リンクの下で為替の安定を図ってきた。しかし、各国の貿易相手先の実態にもかかわらず通貨をドルへリンクすることのリスクが今回の危機において顕在化したものと見ることができる。すなわち、95年以降のドル高推移の中で各国の実質実効為替レートが上昇し、各国の輸出品の競争力が減退する懸念が生じていたのである。…また、このように各国通貨が実質的にドルにリンクする制度の下で、貿易面のみならず金融面でもドルに過度に依存する経済体質(債務がドル建てになる)となり、いったんドル・リンクが崩れ自国通貨が減価すると実体経済にも多大の影響を与えることになった」(外国為替審議会, 1998)。

こうしたアジア通貨危機の教訓を踏まえた「提言」として、弾力的な為替制度の採用を提唱し、「アジアの途上国にとって望ましい弾力的な為替制度とは、通貨の過大評価や過小評価を防ぐような伸縮性を保ちつつ、過度の変動を防ぐものである。例えば、インフレ率や貿易シェアを加重平均した『実質実効為替レート』を共通の指標として為替レートの安定を図ること、具体的には貿易等の経済関係の強さを考慮したウェイトで構成された通貨バスケットへのリンクなどが考えられる」と論じている。

上川, 1999)。その場合でも通貨バスケット構成の方法は必ずしも論者によって明示されているわけではない。⁴⁾

そこで、以下では各国が個別に通貨バスケットを構成しそれに連動させるケースを想定し、バスケット通貨の先行事例である欧州通貨単位 (ECU) や特別引出権 (SDR) の例にならって数値例を示しつつ、若干詳細に、その効果を見ておこう。⁵⁾

ペッグ対象となるバスケット通貨を、アジア通貨単位 (Asian Currency Unit, ACU) とし、ドル、円、ユーロ…で構成されるものとする、ACU は次の簡単な定義式で与えられる。

$$1 \text{ ACU} = a_1 \cdot \text{ドル} + a_2 \cdot \text{円} + a_3 \cdot \text{ユーロ} + \dots$$

a_i ($i=1, 2, 3, \dots$) は各通貨のウェイトである。⁶⁾

4) たとえば、益田他 (1998) では、ドル、円、ユーロの3通貨だけで構成される通貨の共通尺度をSDRとして、次のような式を提示している。

$$\text{対象通貨の対SDR変化率} = a + b_1 (\text{ドルの対SDR変化率}) + b_2 (\text{円の対SDR変化率}) + b_3 (\text{ユーロの対SDR変化率})$$

(a は定数項, b_1, b_2, b_3 はそれぞれドル, 円, ユーロの構成比率)

ここでは、通貨バスケットに対する変化率だけが明記されているが、通貨バスケットそのものの算定式が示されているわけではない。一方、砂村 (1998b) においてドル・円・ドイツマルク (構成比率5 : 3 : 2)、1972年と1985年の為替レートを基準にして通貨バスケットの対ドルレートを算定しているが、算定方法そのものは明示していない。

5) EMS出発時点でのECUバスケットはECの9通貨によって次のように構成されていた。

$$1 \text{ ECU} = 0.828 \text{ DM} + 0.0885 \text{ UKL} + 1.15 \text{ FF} + 109 \text{ LIT} + 0.286 \text{ DFL} + 3.66 \text{ BF} + 0.14 \text{ LF} + 0.217 \text{ DKR} + 0.0075 \text{ IP}$$

ここでDKはドイツ・マルク, UKLはイギリス・ポンド, FF…フランス・フラン, LITはリラ, DFLはオランダ・ギルダー, BFはベルギー・フラン, LFはルクセンブルグ・フラン, DKRはデンマーク・クローネ, IPはアイルランド・ポンドである。各通貨に対するウェイトは各国のGDPがEC全体で占める比重と短期通貨支援の各国拠出枠を参考に決定されている。上式では、単位が異なるためこのままでは計算不可能である。そこで、まず各通貨のドル相場をドルに換算しECUのドル相場を算出する。次に各通貨のドル相手を媒介にして各国通貨のECU換算を行うという手順で各通貨のECU相場が決定される。詳しくは、田中編 (1996) 参照。

ここで右辺の各項は、通貨単位が異なり単純に合計することはできないため、いったんドル・レートに換算しなければ ACU の通貨価値は決定されない。各通貨のドル換算した値（対ドル・レートの逆数）をそれぞれ x_i ($i=1, 2, 3, \dots$) とすると

$$1 \text{ ACU} = a_1 \cdot x_1 + a_2 \cdot x_2 + a_3 \cdot x_3 = a_1 + a_2 \cdot x_2 + a_3 \cdot x_3 \dots$$

$$\delta \text{ACU} = a_1 \cdot \delta x_1 + a_2 \times \delta x_2 + a_3 \times \delta x_3 + \dots \quad (\delta x_i : x_i \text{ の変化率})$$

となる。

この算定式を基に、単純化のために ACU が世界の主要 3 通貨（ドル、円、ユーロ）で構成される場合を想定し、ACU レートを決定する基準年の為替レートをそれぞれ 1 ドル=100円、1 ユーロ=1.035ドルとして、ドル・円レートが 1 ドル=120円へと変動しとき（約17%の円安）、（ケース 1） $a_1 : a_2 : a_3 = 8 : 1 : 1$ の場合と、（ケース 2） $a_1 : a_2 : a_3 = 4 : 4 : 2$ の場合で ACU レートがどのように変動するかみておこう（ここで x_2 は、円の対ドル・レートであるが、通貨価値の比較から100円単位でドル換算するものとする）。

（ケース 1） 1 ドル=100円… 1 ACU = $8 + 1 + 1.035 = 10.035$ (ドル)

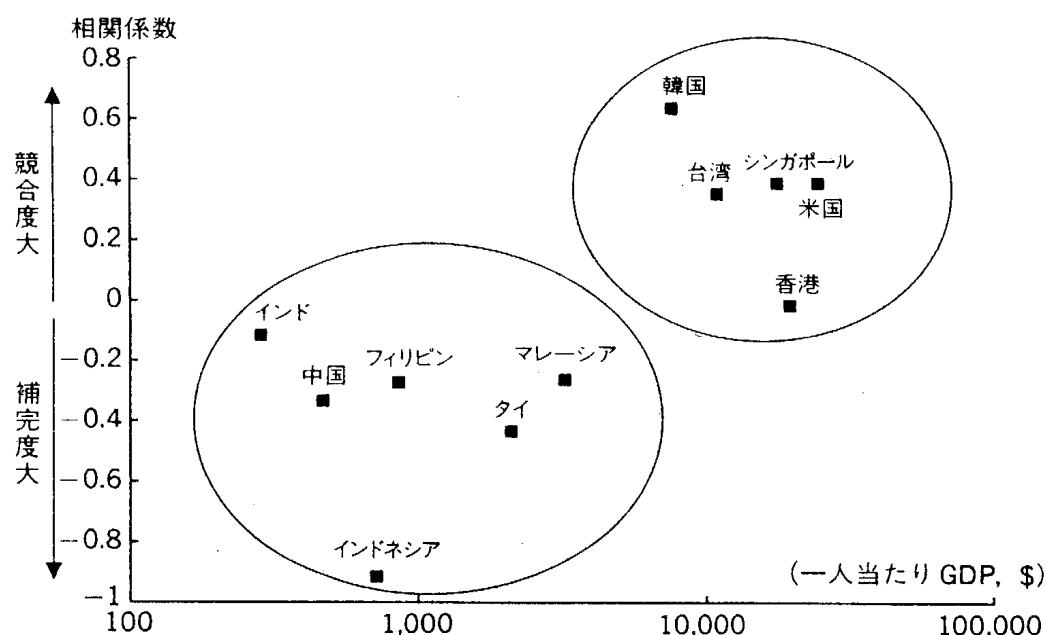
1 ドル=120円… 1 ACU = $8 + 1 \times 0.83 + 1.035 = 9.865$ (ドル)

1 ACU のドル換算価値変化率…約1.7%の切り下げ

（ケース 2） 1 ドル=100円… 1 ACU = $4 + 4 + 2 \times 1.035 = 10.07$ (ドル)

6) ここで通貨バスケットを構成する通貨のウェイトに関しては若干の誤解がある。通常、通貨バスケットのウェイトという場合(たとえば ECU や SDR), ウェイトとは通貨バスケットにどの程度当該通貨が換算されるかというものである。それは、 $a_i \cdot x_i / \text{ACU}$ で示される。この意味でウェイトを固定するとすれば、ここでの通貨バスケットにベッグする意義は全く失われてしまう。すなわち、ドル：円：ユーロ = $b_1 : b_2 : b_3$ とすると、 $\text{ACU} = (b_1 + b_2 + b_3 / b_i) \cdot a_i \cdot x_i$ (b_i 及び a_i は定数) となり、 x_i の変化率はそのまま ACU の変化率となるからである。したがって、現在、論じられている通貨バスケットでは本文中のように加重平均を行う際のウェイトとするのが適切であろう。

図4 東アジアと日本の貿易構造の競合度



注) 輸出入はそれぞれ「一次産品」「機械類」「その他の製品」の3分類(計6分類)による。
 原価) 野村総合研究所作成。
 出所) 関 (1998)。

$$1 \text{ ドル} = 120 \text{ 円} \cdots 1 \text{ ACU} = 4 + 4 \times 0.83 + 2 \times 1.035 = 9.39 \text{ (ドル)}$$

$$1 \text{ ACU のドル換算価値変化率} \cdots \text{約} 6.8\% \text{ の切り下げ}$$

このように、約17%の円の切り下げが行われた場合、ドルのウェイトが80%であるケース1では、ACU及びそれに連動する対象通貨は約1.7%という極めて低い切り下げ幅しか許容されないのに対して、ケース2では、切り下げ許容幅は約6.8%となり、相対的に弾力的な為替政策運営が可能となる。

とりわけ、この円の比重を高めた通貨バスケットに自国通貨を連動させる方式は、韓国⁷⁾をはじめとしたアジア NIES 諸国には有効であると考えられている。すなわち、従来の実質的ドル・ペッグの場合、日本と類似の産業構造と貿易構造を有する韓国のような国は(図4参照)、円安による日本企業の輸出競争力の上昇はそのまま韓国企業の世界市場での輸出競争力低下に直結したが、上記のような通貨バスケット・ペッグ方式の場合には円安に連動して、ある程度の自国通貨切り下げが許容されることになり、日本企業に対す

る輸出競争力は相対的に確保されるのである（関，1998，高橋他，1998，38ページ，益田他，1998，161ページ）。

他方，日本とは貿易構造において競合性よりも補完性のほうが強く，世界市場ではむしろ中国と直接競合関係に立つ ASEAN 諸国の場合には，通貨バスケット中の人民元の比重を高めることで同様の効果を期待することができる。この他，東アジア通貨危機を中国人民元の切り下げに始まる「競争的通貨切り下げ」とみなす議論からは，東アジア各国が単独で独自の通貨バスケットにペッグする方式では，同様の事態を回避することは不可能であるとして，ASEAN⁸⁾や APEC レベルで共通通貨単位を創出するという方式⁹⁾や，その構成通貨を輸出市場での競合関係によってウェイトを付した域内通貨とする方式なども検討されている（関，1998，高橋他，40ページ，Williamson，

-
- 7) 通貨危機発生以前の韓国をはじめとした他の東アジア諸国の通貨体制は，厳密な意味でのドル・ペッグ制ではなかった。だが，Frankel & Wei (1994) では，独自の方法で東アジア各国通貨とドルないしは円との連動性を測定し，次のような推計結果を出している。それによると，韓国ウォンで95%，香港ドル，新台湾ドル，フィリピン・ペソ，インドネシア・ルピアでそれぞれ90%以上ドルにウェイトを付したバスケット通貨に連動することになり，シンガポールとマレーシアがそれぞれ75%と80%となっている，尚，東アジア各国の為替政策については，Williamson (1998) 及び Ito, Ogawa & Ngataki Sasaki (1998) で簡潔に整理されている。
- 8) 1997年9月18日，通貨危機後に開かれた ASEAN 蔵相会議ではタイのタノン蔵相は ASEAN 単一通貨構想を提唱し，9月30日にはマハティール・マレーシア首相も，域内各通貨の価値評価のために，各通貨間の変動を相殺する通貨バスケット方式を提案している（『日本経済新聞』，1997年9月21日付，*International Herald Tribune*，October 2 1997）。また，ASEAN 諸国からは，域内貿易の決済に域内諸国通貨を使用するという提案や域内各国が外貨準備の不足を相互に補ったり為替市場介入資金を拠出し合う ASEAN 共通基金構想なども持ち出されている（『特集 ASEAN 新通貨構想』，『世界週報』，1998年4月7日）。
- 9) Williamson (1998) は，アジア NIES 4 カ国と ASEAN 4 及び中国の 9 カ国の貿易構造の類似性，競合性を検討し，インドネシア，シンガポール，フィリピンを除く 6 カ国による共通バスケット方式を提唱している。また近藤 (1998) は，APEC 共通通貨単位を提唱し，そのコンセプトを次のように特徴付けている。①ドル，円，人民元，ウォン，バーツなど APEC 域内主要国通貨のバスケットとする。②各構成通貨のウェイトは APEC 蔵相会議で決定する。③ APEC 事務局は，毎日の対ドル，対円レートを計算し公表する。④当面は純粋計算単位として価値表示機能だけを持たせ，資産としての実体をもたせない。⑤ APEC 域内の貿易・直接投資の表示単位として使用し，通貨当局は APEC 共通通貨単位の使用を懲罰するが強制はしない。民間の当事者が貿易や直接投資の表示単位として使うかどうかは契約の自由に委ねる。

1998, 近藤他, 1998, 第6章)。

いずれにせよ、通貨バスケット・ペッグ方式は、それを構成する通貨間の為替レートの変動に応じてバスケット通貨の価値に一定限度の変動を許容することで、第3国間の為替変動が当該国の輸出競争力に及ぼす影響を相対的に軽微に止めることを可能にする通貨体制であると考えられているのである。

果たして、本当にこのような効果が期待できるのであろうか。

III 複数通貨バスケット・ペッグ方式の限界

1 複数通貨バスケット・ペッグのジレンマ

上述のごとく通貨バスケット・ペッグ方式は、たしかにその構成通貨のウェイトを変更することによって、1997年東アジアに通貨混乱をもたらしたと考えられている対外環境の変化、すなわち、円・ドルレートの乱高下や人民元切り下げが当該国の輸出競争力に与える効果をドル・ペッグ制下よりも軽微に止める効果を有するかのように見える。しかしながら、合理的かつ有効性の高いと評価されているこの通貨体制も、今後、東アジアが再び高成長を達成したり、為替レートの安定を確保する（突発的な通貨危機を防止する）上で、それだけでは十全なものとはいえない側面がある。

まず問題となるのは、東アジア諸国の経済成長戦略の両輪ともいべき貿易と投資の対外依存構造をこの制度が維持できるのか、つまり輸出競争力と安定的な資金流入を複数通貨バスケット・ペッグ方式が同時に達成できるのかという点である。

上の数値例では、ドル：円：ユーロの構成比を8：1：1と4：4：2の二つのケースについて、急激なドル高局面で対象通貨の為替レート変動にどのような違いが生じるのかを示したが、このことを考えるために、さらに通貨構成比を1：8：1する実質的な円ペッグ制となるケース（ケース3）を設定し、円安局面の場合も含めて検討してみよう¹⁰⁾（表3参照）。

まず、ドル高局面についてである。既述のように、1990年代半ば以降、ド

表3 通貨バスケット・ペッグ制下で円ドルレートの変動が貿易と投資に及ぼす効果

ACUのドル換算価値

| ACUの構成比率 | ドル高(17%の円安) | 日本に対する輸出 | 円高(17%の円高) | 日本に対する輸出競争力 |
|-------------|-------------|----------|------------|-------------|
| ケース1; 8:1:1 | 1.7%の減価 | 15.3%低下 | 1.7%の増価 | 15.3%上昇 |
| ケース2; 4:4:2 | 6.8%の減価 | 10.2%低下 | 6.8%の増価 | 10.2%上昇 |
| ケース3; 1:8:1 | 13.6%の減価 | 3.4%低下 | 13.6%の増価 | 3.4%上昇 |

注; (1)ドル高は1ドル=100円から120円に変化した場合、ドル安はその逆

(2)構成比率はドル:円:ユーロ

| ACUの構成比率 | ドル高 | | ドル安 | |
|-------------|---------|-------------|--------|-------------|
| | 対日輸出競争力 | ドル建て投資の為替差損 | 対日輸出競争 | ドル建て投資の為替差益 |
| ケース1; 8:1:1 | 大幅に低下 | わずかに増大 | 大幅に上昇 | わずかに増大 |
| ケース2; 4:4:2 | 大幅に低下 | 増大 | 大幅に上昇 | 増大 |
| ケース3; 1:8:1 | 若干低下 | かなり増大 | 若干上昇 | かなり増大 |

ル・ペッグ制が東アジア諸国にとって問題となったのは、ドルの他通貨に対する全面高という状況変化のためであった。ドル高局面への突入は、ドル安(=円安局面)でこの通貨体制が持っていたプラスの効果を全く逆転させてしまったのである。複数通貨バスケット・ペッグ方式は、果たしてこのことに十全に対応できるものなのであろうか。

ケース2の場合、円が17%の減価であるのに対して対象国通貨の減価率は6.8%であった。問題は、この6.8%という数値をどのように評価するかということにある。

たしかに、6.8%の減価率に止めることは、投資面での為替リスクを相対的に軽減するものとなり、とりわけドル建ての借入や投資の為替リスクは相対

10) Ito, Ogawa & Nagasaki Sasaki (1998) は、日米、二つの市場を設定し、ASEAN企業が両市場において日系企業と競合関係にある場合(モデルA)と日米市場においてASEAN企業がそれぞれ現地企業と競合関係にある場合(モデルB)に分けるとともに、資本財・中間財を大部分日米両国からの輸入に依存しているというASEANの生産構造の特徴を加味したモデルを作り、実質的ドル・ペッグ制のもとで円に価値変動が生じたときの効果を分析している。また、同論文では、モデルA及びモデルBに対応する形で最適通貨バスケット・ウェイトを導出し、各国の貿易依存度からそれぞれの最適ウェイトを算出している。しかし、このモデルで想定されている、ASEAN企業と米日企業との間に競合関係が存在するという仮定自体は、非現実的であらう。

的に抑えられる。しかしながら、韓国のような当該国の産業＝貿易構造が日本と類似したものであり日本との競合が価格競争力のみ依存するとすれば、依然として減価率10.2%の違いは決定的なものといえるだろう。また、日本よりは中国と直接競合関係に立つ ASEAN 諸国がこの種の複数通貨バスケットにペッグする場合、その効果は、人民元の動向如何にかかわっている。

それでは円のウェイトをさらに高め、実質的な円ペッグへと移行した場合はどうなるのか。ケース3の場合、なるほどバスケット通貨の対ドル価値の減価率は13.6%となり、日本企業との関係でいえば輸出競争力はかなり確保されるが、一方で ACU の対ドル・レートが大幅に切り下げられることはドル建て資本取引が大部分を占める現状では投資にマイナスのインセンティブをもたらすことになる。こうした点は、ASEAN 諸国の場合も同様である。

これに対して、急激な円高局面(17%の増価)では、ケース2の場合、ACU の増価率は6.8%となり、投資面での問題は発生せずケース1ほどではないが日本に対する輸出競争力も大きく向上する¹¹⁾。他方、ケース3の場合には、投資面で大きなプラス効果が働くが日本に対する輸出競争力の大幅な上昇はみられなくなる。ただし、日系企業と直接競合関係に立たない ASEAN 諸国の場合には、両方のケースとも輸出競争力の大幅な低下は否めない。

以上を要約すれば、次のようになるだろう。

日本と直接的な競合関係にある韓国のような国の場合、円の比重を相対的に高めた複数通貨バスケット方式は、ドル安＝円高局面では効果を発揮するが、急激なドル高局面での輸出競争力維持の効果は限定的なものであるといわざるをえない。他方、円の構成比率を極端に高め実質的な円ペッグ制へと

11) しかし、輸出面での競争力は確保できても、東アジア諸国のように資本財・原材料の多くを日本に依存する生産構造を有し、そのかなりの部分が円建て輸入されている現状を鑑みれば、円高でも輸入数量そのものが減少しないのにドル・ベースでみた輸入価格は上昇するため、貿易収支自体が悪化するという問題は残る。東アジアの貿易・生産構造のこうした問題については尹(1998)及び(1999a)を参照されたい。

移行した場合、ドル高局面でも輸出競争力はある程度確保できるものの、その反面、投資の為替リスクが高まることになり、さらに円高に転換しても85年以降のような高成長経路への復帰は期待することができなくなる。つまり、たとえ複数通貨バスケット・ペッグ制を採用したとしても、資本取引と貿易決済の大部分がドル・ベースで行われている現状では、ドル・円レートが乱高下するかぎり、資本流入を考慮した対ドル安定か、輸出競争力確保を目的とした対円安定かというジレンマに立たされることになるのである¹²⁾。

こうした問題を解決する一つの方法として、ドル高局面では円の比重を高め、ドル安局面では円の比重を低めるという通貨構成比そのものに弾力性をもたせるという「調整可能な合成バスケット通貨 (adjustable basket System)」が考えられる (砂村, 1998b)。しかし、技術的にこのような運用が可能かどうかという問題は別にしても、ドル・円レートの変動によってドル・円の構成比率そのものを頻繁に変更するということが自体がバスケット通貨の価値変動を意味し、ドル・円レートの変動を吸収するというこの制度がもつ本来の目的が損なわれることにもなりかねない。

このように見ると、ドル・ペッグ制から円や人民元の比重を高めた複数通貨バスケット・ペッグ方式への転換を図ることは、必ずしも1990年代後半に東アジア諸国が直面した為替問題を抜本的に解決するものとはいえない。むしろ円・ドルレートが激しく変動する現在の状況では、複数通貨バスケットにペッグする東アジア通貨は、ドルの変動と円の変動の二つの外的ショック

12) この意味でタイの通貨バスケット・ペッグ方式が実質的なドル・ペッグへと移行した経緯は興味深い。1984年にタイがこの通貨制度を採用したとき、通貨バスケットを構成する各通貨のウェイトは貿易シェアに対応して決定していた (trade-weighted basis)。しかし、1985年プラザ合意以降、急速なドル安局面に突入すると、パーツはドルに対して相対的に増加することとなり、ドル建てが大部分を占めるタイの輸出競争力は減退してしまった。そこでタイ当局はパーツの対ドル・レート上昇を抑制するために、通貨構成比を貿易シェアから決済通貨別シェアによって決定する方式 (currency-weighted basis) へと転換した。その結果、通貨バスケットを構成する通貨の比重は、ドル80%、日本円10%、ドイツ・マルク等その他通貨10%となり、パーツの実質的なドル・ペッグ制への移行が図られることとなったのである (Williamson, 1998, 小林, 1999a, 益田他, 1999, 147-48ページ)。

にさらされることになり、為替管理がさらに困難になる可能性が高いのである。したがって、複数通貨バスケットペッグが安定的な為替制度となるためには、まずもって円・ドルレートの安定こそが志向されなければならない¹³⁾。

それが不可能なとき、ドル・ペッグに変わる次善 (second best) の方策として円の比重を高めた複数通貨・バスケットペッグを採用するならば、それに対する補完的な措置が必要となる。すなわち、韓国のような国が、あくまでも外資依存・輸出志向の経済成長戦略を維持しつつ、複数通貨バスケット・ペッグ方式を通じて急成長を再び達成するためには、かなりの程度円の比重を高め日本に対する輸出競争力を確保するだけでなく、ドル高局面で発生する為替リスクをある程度相殺するように円建ての外資調達比率を上げることが必要条件となるだろう (小林, 1999a)。

また、ASEAN の場合、ドル・ペッグ制下とは逆に円高局面において輸出競争力の低下を引きこすことになり、ドル高局面でも人民元の動向如何に左右されるという事態は、ASEAN 諸国にとって中国が依然として攪乱要因となる可能性が高いことを示している。そのため中国と輸出面で直接競合関係にある ASEAN 諸国の場合には、上述のように複数通貨バスケットに占める人民元の比重を高めることによって、対中輸出競争力を確保すべきであるということになる。しかし、この場合でも、実質的な人民元ペッグ制とはいわ

13) Mckinnon & Ohno (1997) 及び大野 (1999) は、途上国・移行国の実質実効為替レートを不安定にし、経済運営を困難なものとしている根本原因を円・ドルレートの不安定さに求め、これを「円高シンドローム」と名付けている。したがってまず志向されるべきは、円・ドルレートの安定であり、そのためには、日本の包括的かつ具体的な規制緩和を条件に米国は為替政策を通商目的に発動しないことを約束する「日米通商合意」を結ぶと共に、円・ドルレートを工業製品で図った貿易財購買力平価の水準に安定させる「日米通貨協定」の締結が必要であるとする。また、複数バスケット通貨ペッグ制と円の国際化を提唱する日本の論者からも、円レートの安定が必要条件であると指摘されている (益田, 1998)。一方, McKinnon (1998) は、東アジア諸国の為替制度としては依然としてドルへの連動がふさわしく、その前提として円の高値安定が必要であるとしている。また, 山澤 (1998) は、東アジア諸国通貨に対して一気に安定的な対ドル相場を設定し、それを上下10~15%の変動幅で推移させる東アジア安定相場圏構想を提唱している。

はないまでも、ASEAN 各国の対ドル・レートは人民元の価値に応じて変動するものとなり、ASEAN・中国の政治的関係や通貨主権の問題もさることながら、そうした対ドル・レートの変動が投資主導型といわれるこの地域の発展経路の変更を伴わずに実現可能かどうかは疑わしい。ここでも資金調達面でのドル離れが人民元主導の複数通貨バスケット・ペッグの前提条件とならざるをえないのである。

要するに、複数通貨バスケット・ペッグ方式の採用は、東アジア諸国のドル圏離脱、すなわち円の経済圏へと移行するインセンティブを高めることになる。複数通貨バスケット方式は円の経済圏構想と表裏一体の関係にあるのである¹⁴⁾ (関, 1998, 山本, 1999)。

2 複数通貨バスケットは通貨・金融危機の再発を防止できるのか？

前項では、東アジア諸国の対外依存型の経済発展構造という観点から、複数通貨バスケット・ペッグ制の持つ限界ないしは問題点を指摘したが、ここでは通貨・金融面の問題に焦点を当ててみよう。

まず取り上げるべきは、構成通貨国間のインフレ格差の問題である。前節で、通常語られるドル・ペッグ制問題に触れた際、それが問題となるのは1990年代半ばの人民元切り下げ、円安という対外環境変化の直接的影響だけでなく、より重要な点は資本流入とインフレ率、すなわち実質為替レートの悪循環の形成であった。果たして、複数通貨バスケット・ペッグ方式はこの問題に対処しうるものとなるであろうか？

14) 山本 (1999) は、円経済圏への移行を次の2段階で構想している。第一段階として、各国が対外取引の比重を反映した多通貨分散型の通貨制度＝複数通貨バスケット・ペッグへと移行すると同時に、貿易契約・資本取引・外貨準備といった取引においてもドル集中型から多通貨分散型に変更する。この段階において、日本は東アジアにおける「国際的な最後の貸し手」としての役割を果たし、円建て輸入の拡大、ドル建て債務の円建て債務への転換、アジア通貨基金や中央銀行間スワップ取引を通じた円借款供与など、円資金を供給することで、アジア域内の円取引の自己増殖的循環を形成する。そして次に、円をアジアの基軸通貨としてアジア域内の国際資金循環を形成する、の2段階である。この構想の正否は、別稿で詳細に検討する。

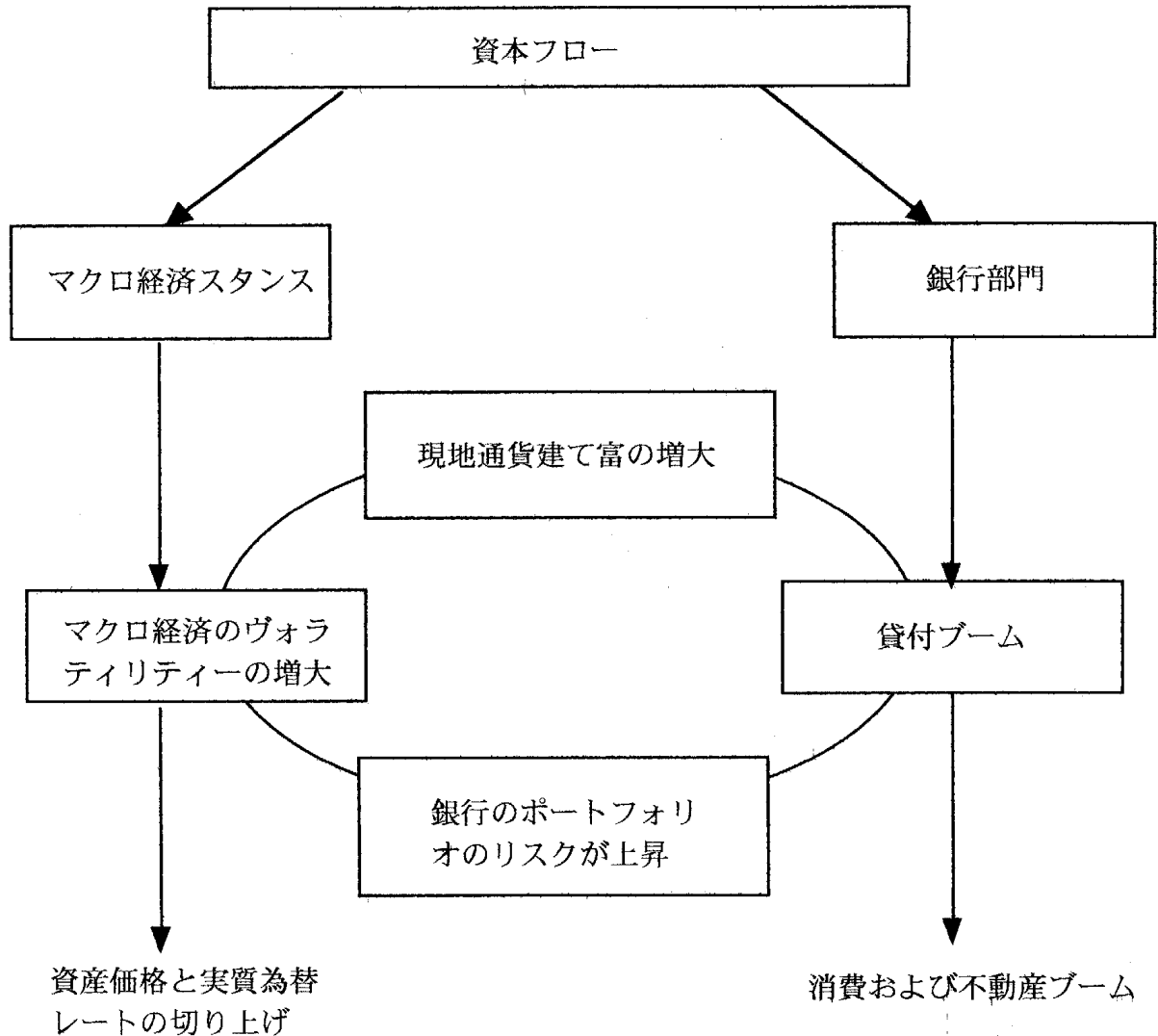
一般的に、新興諸国は先進国に比べてインフレ率は高くなる傾向があり、そのことは東アジアでも例外ではない。このインフレ格差を調整せずに複数通貨バスケットの名目価値のみに自国通貨を連動させるとすれば、資本取引が自由化されている状況下では、資本流入の増大とともに実質為替レートの上昇圧力を生み出すことになる(輸出競争力の持続的な低下)。他方、外資流入による過剰流動性発生を抑制するための不胎化政策は、国内金利水準を引き上げ、内外金利格差をいっそう拡大させ、さらなる資本流入を呼び込むという、程度の違いはあれドル・ペッグ制下と変わらない悪循環が形成されることになる(小林, 1999a)。

こうした困難を回避するものとして、インフレ格差を調整するバスケット方式によって当該国の実質実効為替レートを安定させ輸出競争力を確保する方式がある(益田, 1998, 外国為替審議会, 1998)。だが、この名目為替レートの変動を容認する制度は、逆にインフレ率の昂進とともに名目為替レートを継続的に減価させ、それは翻ってインフレ圧力をもたらし、さらなる名目為替レートの切り下げを強制されるという下方へのスパイラル現象を発生させる。

このことは、外資依存型ないしは投資主導型成長路線を採る東アジア諸国にとって為替リスクの発生から海外資本流入の著しい減少ないしは先細りが起こるということを意味する。そうした事態を回避し安定的な資本流入を確保するためには、為替減価分に相当する金利プレミアムを付して海外投資家に相応のインセンティブを提供しなければならない。だが、その結果、国内金利は上昇し、金利上昇は国内経済に対してマイナス効果を及ぼす可能性が高いだろう(益田他, 1998)。

このように複数通貨バスケット・ペッグといえども、自由な資本移動を容認する限り、対外競争力の維持(伸縮性の追求)と国内物価安定(安定性の追求)にはそれぞれの問題があり、しかもこれらを同時に達成することは不可能である(大野, 1999, 76ページ)。しかも、この一連の悪循環の形成は、流入する資本がドル建てであろうと円建てであるとかかわらず、また通貨

図5 資本フロー・貸付ブーム・潜在的ヴォラティリティ



出所) World Bank (1997), p.49.

バスケットのウェイトを円・ドル・ユーロでどのように構成しようと、発動することに注意する必要がある。つまり東アジアが円の経済圏に編入されようとも、資本移動の自由、為替レートの安定、金融政策の独立性を同時達成することが不可能であるという「政策トリレンマ」からは逃れようがないのである。

しかしながら、より根本的な問題は、この複数通貨バスケット・ペッグ方式が1997年から98年にかけて東アジア各国を襲った通貨危機の再発を防止するものとなりうるのかという点である。このことは東アジア通貨危機の発

生・深化の要因を何にみるかということとも密接に関連している。

複数通貨バスケット・ペッグ方式が、危機後の東アジア地域の安定的通貨体制として有効であるとの主張の背後に、危機発生の原因をドル・ペッグという硬直的な為替制度に起因する域内輸出競争の激化が、この地域の経済的ファンダメンタルズを大きく悪化させたことに求めるという立場があることはすでに指摘した¹⁵⁾。

だが、東アジア危機の核心は、むしろ短期的資本の急激な流出入現象にある (Radelet & Sachs., 1999)。つまり、①危機に先行する時期に巨額の資本流入とりわけ短期資本の流入が生じ、②それが過剰流動性となって各国経済にバブル経済ないしは過剰設備投資を生み出し¹⁶⁾、③バブル崩壊や過剰投資による経営破綻をシグナルとした資本流出とともに大規模な通貨投機が発生し、④投機攻撃の結果、ドル・ペッグ制が放棄されたことによって通貨価値下落→資本引き上げ→通貨価値のさらなる下落→ドル建て債務の膨張→資本引き上げ→…という下方スパイラルが引き起こされたことが危機の内実であった¹⁷⁾。

実質的ドル・ペッグ制は、このプロセスにおいて為替リスクを大幅に削減し巨額の資本流入を発生させ¹⁸⁾、特定通貨に固定するという制度そのものに

15) 1990年代半ば以降、通貨・金融危機に見舞われた諸国が急速な輸出減退という事態に直面した背景には、たしかに人民元切り下げとドル高＝円安局面への移行による域内輸出競争の激化という側面は否定し得ないが、より根本的には中国の世界市場への参入が先進国不況とも相まって過剰生産状態を生みだしたことにある。この論点については尹 (1999a) を参照されたい。

16) こうした現象をKwan (1998) は、「金融上のオランダ病 (financial Dutch disease)」と名付け、簡単な定式化を行っている。世界銀行もまた、東アジア危機発生直前に、過剰な資本流入が銀行貸付ブームを引き起こし、資産バブルや実質為替レートの上昇とともに、潜在的なボラティリティを高めるとの警告を発していた (図5参照)。詳細は、World Bank (1997)。

17) さらに、東アジア危機は、バブル崩壊による不良債権の累増と通貨価値下落による外貨建債務の膨張が銀行のバランス・シートを悪化させ、国内金融機関の破綻を招くという金融危機がほぼ同時に発生する国際収支と銀行危機の双子の危機ないしは複合危機であると認識すべきである。そして、それは翻って国内でクレジット・クラッシュを誘発し深刻な経済危機にまで発展した。東アジア危機が、経済的ファンダメンタルズの悪化を起因とする単なる為替調整とみる伝統的通貨危機と区別して「21世紀型危機」と呼ばれる所以である。

よって通貨投機を呼び込む要因として作用しただけである。さらにいえば、複数通貨バスケット・ペッグを提唱する論者が危機発生の原因と見なしている実質為替レートの過大評価と経常収支赤字の累積という経済的ファンダメンタルズの悪化は、巨額の資本流入の結果生じた問題の1現象形態にすぎず¹⁹⁾、通貨・金融危機との関連は限定的なものでしかなかったのである（尹，1999a/1999b，吉富，1998）。

事実，大野（1999）によれば，危機直前までの東アジア諸国の為替レートを実質実効為替レートで測定すると，次のような結論が導き出される。①90年代を通じて東アジア諸国の実質実効為替レートは安定しており顕著な増価は見いだせない，②対アジア域内でみた場合，タイとインドネシアは平均指数よりもさらに安定的であり，韓国は長期減価傾向を持っていた，③90年1月から97年6月までの累積増価率が大きかった国は，ベトナム（70%），香港（51%），フィリピン（29%），シンガポール（17%）であり，実質実効レートと投機攻撃の強度には逆の相関が見いだされる。こうしたことから判断すると，一般に流布されているドル・ペッグ性悪説は印象に基づく批判であり，むしろ東アジア諸国の通貨が過大評価されているとする市場のパーセプション

18) 為替リスクに対する認識の欠如から，危機発生直前まで日系進出企業も現地企業もリスクをヘッジしていなかった。たとえば，バンコク日本人商工会議所が行った調査（製造業144社＋非製造業64社＝208社）によれば，現地日系企業の借入通貨構成比が米ドル57.7%，円10.3%，パーツ31.9%その他0.1%であったのに対して，ヘッジ比率は米ドル14.4%，円0.9%，その他0%とほとんどの借入がアンカバーの状態であった。また現地企業もドル・ペッグ政策ゆえに為替リスクに対する危機感は弱く，ヘッジしないことで，スワップ・コストを節約し，低利の資金調達を享受していた（上川，1999，29ページ）。一方，通貨当局の側からすれば，実質為替レートの割高感について認識されていたが，こうしたアンカバーの債権が巨額に上る現地企業（とりわけ韓国の財閥企業）が為替レート切り下げによる外貨建て債務負担の膨張を嫌悪して政治的に圧力をかけたことが，為替調整を遅らせた原因となっていた。

19) 吉富（1998）は，東アジア危機を伝統的な「経常収支危機」とは区別できる「国際収支危機」と特徴づけ，その因果連鎖を，国際資本の膨大な流入→外貨の累増→国内信用・通貨供給の増大→内需が国内生産より増大→輸出停滞・輸入増大→経常収支赤字の膨張と定式化している。だが，東アジア危機を国際収支危機と特徴付けるのであれば，これに加えて資本流入の結果生じる投資収益の流出（所得収支の赤字）が経常収支赤字の膨張に寄与した点が付け加えられるべきである。

シの広がりや危機を加速させた一因となったと結論付けることができるだろう。

東アジア危機の構造をこのように捉えるとき、危機再発防止の如何は、短期浮動資金の流入をいかに抑制するか、そして大規模な通貨投機を未然に防止する方法は何かという2点にかかっていると見てよい。この点、複数通貨バスケット・ペッグ方式は全く無力であるだけでなく、事態を悪化させる可能性すらある。

複数通貨バスケット・ペッグ方式は、実質的ドル・ペッグ制とは異なり、為替レートに一定の弾力性をもたせることで（一定程度のはたきリスクの発生）、過剰資本流入を抑制しかつ安定的な資本流入を確保することを目的の一つに据えた通貨体制である。しかし、流入資本が外貨建てであるかぎり、はたきリスクは借り手が一方的に引き受けることになり、国際投資家にとってリスク・フリーの投資であることにはかわりはない。また、流入してくる資本の長短を区別し短期資本のみを排除するという機能も、この制度には備わっていない。そのためこの制度を採用しようと、情報の非対称性の支配する国際金融の世界では、容易に過剰資本流入、過剰借入状態が発生する可能性が高いのである²⁰⁾ (McKinnon & Pill, 1996, Mishkin, 1998/1999)

他方、当該国通貨に対する投機という面でも大きな問題点がある。複数通貨バスケット・ペッグの提唱者によれば、第三国通貨の価値変動によって輸出競争力が大幅に変化することを回避することで投機のはたきインセンティブを低下させることができるとされるが、これもまた的外れな指摘といわざるをえ

20) McKinnon & Pill(1996)は、金融自由化によって途上国は容易に「過剰借入シンドローム (Overborrowing Syndrom)」に陥る傾向があるとしてその論理を定式化すると同時に、その対策として資本管理の有効性を説いている。また、Mishkin(1998)は、貸し手は常に借り手の状況を正確に知ることはできず、そのことがブーム期に安易な貸付を過剰に増大させる要因となっているとする。この金融市場における情報の非対称性が金融不安定性を高めるとの議論は、東アジア危機に対して借り手の不健全な金融体質に焦点が当てられる昨今の議論の中で、貸し手の安易な貸付行動の問題を追求する「貸し手責任」論の基礎をなすものである。またMishkin(1999)では、情報の非対称性分析から東アジア危機の教訓を引き出している。

ない。

そもそも複数通貨バスケット・ペッグとは、貿易関係からみて、どの程度の水準で為替を安定させるのが「より合理的であるか」を定める基準＝「通貨当局の介入目標」を設定するにすぎない。言い換えれば、複数通貨バスケットのドル換算価値の変動が計算上比較的小幅に止まるからといって、それに連動させる当該国通貨の変動幅が自動的にその水準で維持されるわけではなく、当該国通貨の為替レートが外国為替市場で決定されることについては変わらないのである。

たとえば、バーツを $1 \text{ バーツ} = 0.0035 \text{ ACU}$ にペッグする場合を考えてみよう。上記ケース 2 のようにバスケット通貨の構成比率が決定されていたとすれば、 $1 \text{ ドル} = 100 \text{ 円}$ のとき $1 \text{ ACU} = 10.07 \text{ ドル}$ で、 $1 \text{ バーツ} = 0.035245$ ($1 \text{ ドル} = \text{約} 28.4 \text{ バーツ}$) となる。だが、これはタイ通貨当局が複数通貨バスケット・ペッグ制の下で維持すべきバーツ・ドルレートを示しているだけで、現実の為替レートではない点に注意する必要がある。市場におけるバーツの対ドル・レートがこの水準から乖離すれば、通貨当局はドル売りバーツ買いあるいはドル買いバーツ売りでもってレートを引き戻さなければならない。

同様に、 $1 \text{ ドル} = 120 \text{ 円}$ にまでドル高に振れた場合も、ACU のドル換算価値は $1 \text{ ACU} = 9.36 \text{ ドル}$ で、 $1 \text{ バーツ} = 0.03276 \text{ ドル}$ ($1 \text{ ドル} = \text{約} 30.5 \text{ バーツ}$) へと下落するが、この数値が意味するのは、この水準にまでバーツの対ドル・レートの切り下げが許容される、あるいは切り下げねばならないということであり、それは通貨当局の介入目標でしかない。したがって、仮にこれ以上にバーツのドル相場に下落圧力が加かった場合には、従来通り通貨当局は外為市場への無制限介入で買い支えなければならないのである。

ここで複数通貨バスケット・ペッグ方式の重大な欠陥が浮かび上がってくる。それはヨーロッパ通貨制度 (European Monetary System, EMS) と比較するとき、より鮮明になるだろう。

第一に、こうした介入義務は非対称な構造を持つということである。EMS

の場合、その上下限に達した通貨に対しては、少なくとも制度的には切り上げ国、切り下げ国双方に介入義務を課すことになっており、さらには ECU という複数通貨バスケットを構成し、それを中心レートとして最大乖離幅を設定することで強い通貨と弱い通貨双方に平等・互恵的な政策是正義務を課していた²¹⁾。だが、提唱される複数通貨バスケット・ペッグの場合、為替レート安定のための介入負担は一方的かつ片務的に東アジア諸国が負担しなければならない。つまり、円・ドルレートは十全通り自由変動に委ねられ、それに応じて各国通貨が変動し、通貨圧力が変動限度を超える場合には、東アジア諸国が一方的にこれに対応するだけで、日本に何らの為替安定化義務は課されないのである。このことは仮に東アジアが円の経済圏へと漸次移行し、日本がこの地域の投資資金を円建てで供給しようとかわりはない。

複数通貨バスケット・ペッグにしろ、その先に円の経済圏を展望するにせよ、それが提唱される背景としてドルを基軸通貨とする現在の国際金融システムの不安定性が指摘されるが(山本, 1999)、むしろ特記すべきはここで対象となる円が先進国中もっとも不安定な通貨であるという事実である。この点を看過し、日本に円の対ドルレート安定化義務を課さないまま円との連動性を高める制度は、東アジアに日本を頂点とする階層的国際金融秩序を構築せよというのと同系の議論といわざるをえない。

21) EMS発足当初のパリティー・グリッド方式では、形式的には介入義務は上下の介入点(2.25%)に達した通貨で対照的に生じるが、強い通貨国は自国通貨で弱い通貨を買えば済むのに対して、弱い通貨は介入によって外貨準備を取り崩さなければならず、場合によっては金融引き締め政策や為替切り下げを強制されるという非対称なシステムであった。これを是正するために導入されたのが、ECU乖離指標方式である。この方式によれば、ECUに占めるウェイトの大きな国ほど最大乖離幅が狭まるため、強い通貨ほど早期介入義務が課されることになり、上記のような非対称性が解消される。たとえば、ヨーロッパ最強通貨であるマルクがドル不信から通貨投機にあった場合、EMS通貨は容易に2.25%の介入限度に達するが、このことは自国経済に問題がない弱小通貨国がドル・マルク枢軸の巻き添えを食うことを意味した。これに対しても ECU乖離指標方式の場合、ドイツ・マルク独歩高が生じた時には、ドイツだけが、介入・金融緩和・平価切り下げなどの取らなければならず、弱小国が地域大国ドイツに振り回されることを回避することができる。詳しくは田中編(1996)第4章参照。

さらに、複数通貨バスケットを媒介にしているとはいえ、現実の国際通貨取引においては市場レートが存在し、そうしたレートが存在する限り、東アジア通貨に対する投機を何ら防止するものとはなっていないという点も無視することはできない。むしろ自己実現的予言ないしは投機が支配する現在の国際金融市場においては、自国通貨を特定の通貨にペッグないしは一定の変動幅をもって連動させる通貨体制は投機を防止するというよりも逆にそれを誘発する温床となる可能性が高い²²⁾ (Eichengreen, 1995/1998, Radelet & Sachs, 1999)。そのことは域内資本移動の自由化、資本取引制限の撤廃とともに EMS ですら、1992年から93年にかけて大規模な通貨投機攻撃を受け容易に崩壊したという歴史的事例が如実に物語っている。しかも、それは、EMS の場合、強い通貨国による弱い通貨国に対する超短期ファイナンス資金の無制限供給や欧州通貨協力基金 (EMCF, European Monetary Cooperation Fund) といった制度的枠組みを備えた上での事態であったことが銘記されねばならない²³⁾ (田中, 1996)。

また、ドル・ペッグ制の場合には、当該通貨に対する投機だけが問題であったのに対して、この制度の場合、円に対する投機、もしくはその対ドル・レートの変動が、そのまま東アジア諸国の通貨投機を呼び込む可能性がある。

22) B. アイケングリーン (1995)/ (1998) は、1980年代以降、進展する資本自由化、技術革新、デリヴァティブ取引によって、安定性と伸縮性の両方を適度に達成しようとする中間的な通貨体制は早晚崩壊する運命にあるとして、金融のグローバル化が不可逆の事態である以上、実現可能な通貨体制は為替レートを定義上消滅させてしまう通貨統合か、もしくは完全なフロート制への移行しかありえないと論じている。これに対して大野 (1999) は、アイケングリーンの議論はフロート制擁護論の新しいバージョンであり、期待が支配する資産市場においては理論が政策を決定しそれが市場に影響を及ぼすという因果関係が存在することを認識しない謬見であると厳しく批判している。さらに大野は「世界経済において安定の核を提供する国がなく、その結果として主要通貨や資本移動がかなり荒れている現在こそ、周辺国にとってはバスケットペッグやアジャスタブルペッグなどの中間オプションの重要性がむしろ増すのではなかろうか」と主張している。

23) EMSの介入方式や制度的枠組みの詳細、そして「資本移動規制のEMS: EMS with capital controls」から「資本移動規制のないEMS: EMS without capital controls」への移行が1990年代初頭のEMS崩壊へと導いた課についても田中編 (1996) を参照されたい。

たとえば、円が切り下がった時、それに連動して東アジア通貨は切り下がる。ここで東アジア通貨の切り下げは、投機家の「期待」として存在しているのではなく、現実にかかるということが重要である。とすれば、円安に振れたとき、東アジア通貨に対する空売り (short-sellig) が、確実に巨額の利益を投機家にもたらすことは言うまでもない。また、円自体が投機対象となっている最近の状況を勘案すれば、円と東アジア通貨に対する同時投機という事態も非現実的なものとはいえない。そして、それは東アジア諸国の経済及び金融状態とは全く無関係に起こるのである。

言い換えれば、東アジア諸国が健全な経済運営を行っていたとしても、自国通貨を円に連動させるかぎり、円に対する投機圧力や日本経済に何らかの問題が発生して円レートが変動すれば、これら諸国の通貨は投機対象となるということである。確かに、制度上・形式上は、円の切り下げ幅よりも、そのウェイトに応じて東アジア諸国の変動は狭い範囲に止まることになるが、現実には投機が発生したときに、東アジアのような「小国」経済が単独ではそれに対処不可能であるということは、すでに東アジア危機が証明したところである。つまり、円連動型の投機が発生すれば、東アジア諸国の通貨は、複数通貨バスケット・ペッグ制度が設定する変動幅を容易に突破し、仮に大量の円建て資金調達を受けていたとしても(円経済圏の成立)、それが外貨建てであるかぎり国内の借り手に巨額の為替リスクが発生し、経営破綻の連鎖と信用収縮を通じて深刻な経済危機へと向かう可能性を生み出すことになるのである。これもまた、東アジア危機が実証してみせたことである。

したがって、この意味においても複数通貨バスケット・ペッグはそれだけでは十全に機能するものではなく、大規模通貨投機を防止し、短期資本の巨額の流入を抑制していく何らかの方途(為替制限や資本規制など)が危機再発を回避するためには必要なだけでなく、日本を含む東アジア諸国が地域的な通貨安定に向けて対等な義務を負担する地域的枠組みの構築が求められているといえるだろう²⁴⁾。

IV 小括

本稿では、危機後の東アジア諸国が採用すべき通貨体制として注目されている複数通貨バスケット・ペッグ制を取り上げ、それがもつ機構上の限界と問題点を検討した。

そこで得られた結論は、円や人民元の比重を高めた複数通貨バスケットへのペッグ制への転換だけでは、東アジアの経済発展の両輪ともいべき輸出促進と外部依存構造を安定的に確保するものとはなりえないだけでなく、実質的ドル・ペッグ制が持っていたと考えられている通貨・金融上の難点（過剰資本流入と実質為替レートの過大評価及び通貨投機の誘発）を十分に克服するものではないということであった。また、この方式を無前提に採用することは、不安定な円の動きに左右されながら為替安定化の負担を片務的に東アジア諸国が担い、当の日本は何らの義務を課されないという東アジア域内通貨協力としては極めて不平等かつ非対称な制度となることを指摘した。

したがって、東アジアの通貨体制が、今後、安定的に推移していくためには、円との連動性の高い複数バスケット通貨を採用するだけでなく、何らかの補完的措置が必要となることは明らかであろう。

その一つとして、現在、多くの論者が主張しているのが、東アジア諸国の円建て貿易決済と資金調達の比率を高めるなかでこの地域を円圏に再編するという円経済圏構想である。実際、多くの日本のエコノミストが、円の比重を高めたこの制度を提唱するとき、その背後には明示的あるいは暗黙の内に危機後の東アジアを円経済圏として再編するということが前提にされている。むしろ東アジアの円経済圏への移行の手段として複数バスケット通貨ペッグ方式が構想されているといったほうが適切かもしれない。

本稿で若干指摘したそれが持つ非対称の構造、不平等性とは別に、こうした円経済圏構想が果たして現実性を持ちうるものなのかについては、東アジ

24) 小林 (1999a) 及び益田 (1998)、日下他 (1999) では、複数通貨バスケット・ペッグの採用の前提条件として短期資本移動の制限や地域的な監視機能を拡充することの必要性を説いている。

アの資金調達と貿易決済の実体及びその基盤となる地域的な生産構造に照らして検討する必要がある。

他方、後者の通貨・金融上の難点に注目するならば、それを補完する措置は短期資本移動の管理強化、再規制ということになるだろう。実際、マレーシアを始め、香港、台湾、中国など幾つかの東アジア諸国でこうした動きは現実のものとなってきている。だが、東アジア危機を含む近年のエマージング・マーケット危機が地域的現象として発生していることを考えれば、こうした各国の個別的対応を超えた地域的な通貨・金融協力の枠組み形成も必要不可欠である。東アジアにおける地域主義が、こうした要請に応えることができるのかが、現在、問われているといえるであろう。

円経済圏構想の実現可能性と東アジア地域主義の可能性、この二つのテーマを今後の課題としたい。

欧文文献

Collignon, Stefan et. al. eds. (1998), *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, Routledge.

Eichengreen, Barry (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Brookings Institute (藤井良広訳、『21世紀の国際通貨制度—二つの選択』, 岩波書店, 1997年).

————— (1998), *Globalizing Capital* (update version), Princeton U.P. (高屋定美訳、『グローバル資本と国際通貨システム』, ミネルヴァ書房, 1998年).

————— (1999), “Kicking the Habit : Moving from Pegged Rates to Greater Exchange Rate Flexibility”, *The Economic Journal*, 109.

Frankel, Jeffrey A. & S. J. Wie (1994), “Yen Block or Dollar Block ? Exchange Rate Policies in the East Asian Economies”, in Ito & Krueger eds., (1994).

Ito, Takatoshi & A. O. Krueger eds., (1994), *Macroeconomic Linkage : Savings, Exchange Rates and Capital Flows*, University of Chicago Press.

—————(1996), *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, University Chicago Press.

Ito, Takatoshi, Ogawa Eiji & Nagasaki Sasaki Yuri (1998), “ How Did Dollar Peg Fall in Asia ?”, NBER Working Paper No,6729.

Ito, Takatoshi (1999), “Capital Flows in Asia”, NBER Working Paper No.7134.

Kwan et.al. eds. (1998), *Coping With Capital Flows in East Asia*, NRI & ISEAS.

Kwan, C.H. (1998), “Coping With Capital Flows in the Asian Countries” in Kwan et.al. eds. (1998).

McKinnon, Donald I. (1998), “Exchange Rate Cordination for Surmounting the East Asian Currency Crises”, paper prepared for Conference on “Financial Crises : Facts, Theories and Policies” Panel on Crisis Management, IMF.

McKinnon, D.I. & Ohno Kenichi (1997), *Dollar and Yen : Resoluwing Economic Conflict between the United States and Japan*, MIT Press (邦訳『ドルと円—日米通商摩擦と為替レートの政治経済学—』日本経済新聞社, 1998年).

McKinnon, R.I. & Huw Pill (1996), “Credible Liberalizations and International Capital Flows : The ‘Overborrowing Syndrome’”, in Ito & Krueger eds. (1996).

Mishkin, Frederic S. (1998), “International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability”, NBER Worling Paper No.6390.

—————(1999), “Lesson From the Asian Crisis”,

NBER Working Paper No.7102.

Radelet, Steven & Jeffrey Sachs (1998), “Asia’s Reemergence”, *Foreign Affairs*, November/December (邦訳, 「それでもアジア経済は甦る」, 『中央公論』, 1998年2月号).

————— (1999), “What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?”, mimeo.

Williamson, John (1998), “The Case for Common Basket Peg for East Asian Currencies”, in Stefan Collignon et.al.eds. (1998).

World Bank (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries : The Road to Financial Integration*, World Bank.

[和文文献]

伊藤隆敏(1999a), 「アジア通貨危機とIMF」, 『経済研究』, Vol.50, No. 1。

————— (1999b), 「アジア通貨危機の背景」, 『開発援助研究』Vol. 5, No. 4。

大蔵省外国為替審議会 (1998), 『アジア通貨危機に学ぶ—短期資金移動のリスクと21世紀型通貨危機』, <http://www.mof.go.jp/singikai/gaitame/tosin/1a703.htm>。

————— (1999), 『21世紀に向けた円の国際化—世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応』, <http://www.mof.go.jp/singikai/tosin/1a704b.htm>。

大野健一 (1999), 「経済安定の為替政策ビジョン—国際システムの階層性に基づく提案」, 『フィナンシャル・レビュー』 January。

奥田宏司 (1999), 「円の国際化と国際通貨化について—通産省と大蔵省の中間報告への論評と展望」, 『立命館国際研究』 第11巻3号。

柯 隆 (1999), 「ポスト通貨危機のアジア再興戦略(上)・(下)」, 『国際金融』, 1026号・1027号。

上川孝夫 (1999), 「アジア通貨危機と為替相場システム」, 山本編 (1999) 所収。

河合正弘 (1999), 「国際通貨システムの現状と展望」, 『経済研究』Vol.50, No. 4。

関志雄 (1995), 『円圏の経済学—アジアにおける通貨統合の展望—』, 日本経済新聞社。

—— (1998), 『円と元から見るアジア通貨危機』, 岩波書店。

吉川元忠 (1999), 『経済覇権—ドル—極体制との訣別—』, PHP 研究所。

日下部元雄・堀本善雄 (1999), 『アジアの金融危機は終わったか—経済再生への道—』, 日本評論社。

経済企画庁編 (1999), 『アジア経済1999』, 大蔵省印刷局。

小林俊之 (1999a), 「タイ通貨危機からの教訓」, 『国際金融』, 1023号。

—— (1999b), 「アジアの経済回復をどうみるか」, 『国際金融』, 1029号。

近藤建彦他 (1998), 『アジア通貨危機の経済学』, 東洋経済新報社。

砂村賢 (1998a), 「アジアの成長目的と為替金融安定化政策 (1)」, 『経済論叢』, 第162巻第2号。

—— (1998b), 「アジアの成長目的と為替金融安定化政策 (2)」, 『経済論叢』, 第162巻第3号。

高橋琢磨他 (1998), 『アジア金融危機』, 東洋経済新報社。

田中素香編 (1996), 『EMS: 欧州通貨制度—欧州通貨統合の焦点—』, 有斐閣。

益田安良編著 (1998), 『ユーロと円—円の国際化のシナリオ』, 日本評論社。

山澤逸平 (1998), 「“東アジア安定相場圏”の提案」, 『週刊東洋経済』4月4日号。

山下英次 (1999), 「カレンシー・ボード制導入方法と通貨危機に対する抵抗力—香港に対する「3極通貨バスケット CBA」の提案」, 『証券経済研究』, 第21号。

山本栄治 (1994), 『「ドル本位制」下のマルクと円』, 日本経済評論社。

—— (1997), 『国際通貨システム』, 岩波書店。

山本栄治編著 (1999), 『アジア経済再生—通貨危機後の新たなシステム構築に向けて—』, 日本貿易振興会。

尹春志 (1998), 「市場主導型経済統合論を超えて—APEC と東アジア地域主義 (1) —」, 『東亜経済研究』第56巻第4号。

—— (1999a), 「幻想としての雁行形態的發展—東アジア通貨・金融危機と構造的脆弱性 (2) —」, 『東亜経済研究』第57巻第4号。

—— (1999b), 「金融パニックと日本問題としての東アジア危機—東アジア通貨・金融危機と構造的脆弱性 (II) - (1)」, 『東亜経済研究』第58巻第1号。

—— (1999c), 「金融パニックと日本問題としての東アジア危機—東アジア通貨・金融危機と構造的脆弱性 (II) - (2)」, 『東亜経済研究』第58巻第2号