

第5 章

東アジア統合と金融・通貨統合

小川英治

川崎健太郎

要約：

本章は東アジア経済統合の中の、金融および通貨統合について議論する。まず東アジアにおいて通貨および金融面における経済統合がクローズアップされてきた背景について説明する。次に、通貨統合を行う際にどのような条件が必要であるのか、また欧州で進められた通貨統合は東アジアにおいて想定される通貨統合にどのような教訓を与えるのか、また今後どのような施策が必要になるか、また日本経済にどのような影響を与えるのかについて考察する。

キーワード：

通貨統合、トリレンマ問題、最適通貨圏、為替管理・資本規制、通貨危機

1. はじめに

1999年1月1日、EU加盟の11カ国を中心に共通通貨ユーロが導入された。ヨーロッパ経済統合においてはEU域内のヒト・モノ・カネの自由な流れを実現すべく、第二次世界大戦後様々な施策によって域内経済の統合が進められてきたが、経済統合の最終局面ともいえる通貨統合が果たされた。

ユーロが導入されると、国際通貨としてのユーロの地位は早くも大きな存在感を示すことになる。その最たる出来事は基軸通貨ドルの信認が揺らぐなか、東欧の旧社会主義国の移行経済が、相次いでユーロ導入をめざしEU加盟を果たし、2011年までにEU加盟国は27カ国、ユーロ導入国は17カ国にまで増加したことである。これを契機として、今後のヨーロッパ統合の潮流は、経済的な側面から、EU憲法の制定といった政治面にその焦点が移るように思われた。

ヨーロッパに巨大な統一市場が誕生するとともに、2001年1月1日から実際にユーロ紙幣等が各国で流通するようになり、名実ともにユーロ圏がその存在感を示すようになると、ヨーロッパ以外の国々や経済においても関税同盟や自由貿易圏、そして共通通貨に対する関心が高まるようになり、それはアジアにおいても例外ではなかった。

2000年代中頃になると、グローバル化の進展によってアジア域内にサプライチェーンが構築されるようになり、またアジア地域の内需拡大が顕著になったことで、アジア域内各国通貨間の為替相場の安定化は、アジア経済成長にとって重要な要素であることが認識されるようになったが、アジア諸国の多くは輸出主導型経済であるため、それまではむしろ政策的に輸出促進を意図して、特定の通貨である対ドル為替相場に対してのみ、為替相場の安定化が図られてきた経緯がある。しかしながら、1997年から98年にかけて発生したアジア通貨危機によって、為替相場制度や金融システムに大きな問題を抱えていることが露呈したアジア各国は、これまでのドルや米国経済に依存した経済運営からの脱却が急務となり、最適為替相場制度の選択や、実効為替相場の安定化の観点から、アジアにおける共通通貨制度や共通通貨同盟に対する関心が持たれるようになった。

そもそもヨーロッパがヒト・モノの統合とともにカネの統合を進めてきた背景は、ヨーロッパ域内経済の安定こそがヨーロッパの平和に資するとの考えに依るところが大きいと言われている。後にEU加盟・ユーロ導入を果たした国々を除き、ヨーロッパの通貨統合が各国経済の経済厚生に対する費用・便益の大きさによってのみ、共通通貨ユーロ導入が検討されたというよりはむしろ、文化的背景や公共の福祉、または政治的な背景によって、通貨統合がその他の経済統合とともに進められてきた点は否めない。一方、現在アジア地域において進展している経済統合は、文化的背景や政治的背景よりもむしろ、経済的誘因に根ざした動きが先行しているといえる。

本章においては、今後アジア地域において意識されるであろう、将来の共通通貨制度や通貨同盟について、それらが議論される際には、欧州通貨統合とどのように異なっているのか、またアジアにおいてはどのような制度設計が望ましいのか、それが実現するためには、どのようなプロセスが必要なのかについて考えていく。

2. 経済理論・実証分析の解説

2.1. 国際通貨体制の歩みと為替相場制度選択、基軸通貨の慣性（国際通貨の機能）

そもそも貨幣には3つの機能(貨幣の三大機能)があると考えられおり、通貨とは通常、各経済におけるその流通形態を指すことから、国際通貨とは国際的に流通する貨幣といえる。国際通貨は国内で流通する貨幣と同様に 1)価値保蔵機能、2)価値交換機能、3)価

値尺度機能を持っており、また通貨を用いる経済主体(民間部門・公的部門)に応じて、国際通貨の利用形態も異なる。

国際通貨の重要な特徴は、全世界においてその価値が信任されるような、高い一般受容性が必要となることである。自国通貨は国内で流通するためには、国内取引で受容されることが法律で定められるが(法貨)、国際通貨はその受容を規定する法律が存在しない。したがって、国際取引において相互に受容可能な通貨の存在と、それを定める国際的な枠組みとその枠組みに対する明示的・暗黙的合意が必要となる。

第2次世界大戦後米国が中心となって金・ドル本位制度が構築され、制度の円滑な機能を保障する為の国際金融取引に関わる機関として国際通貨基金(IMF)と世界銀行(WB)が創設された。この制度はブレトンウッズ体制あるいはIMF体制とも呼ばれ、金・ドル本位制度は各国通貨が米国ドルと固定レートで結ばれ、米国はドル価値を金価値とリンクさせることで国際通貨としての一般受容性を担保してきた。しかしながら1971年8月、米国の対外赤字の増加と金保有量の減少から一方的金とドルとの兌換が停止されると、各国は変動相場制に移行せざるを得なくなった。

金・ドル本位制度は崩壊後、世界各国経済は混乱の時期を迎える。これまでのような特定通貨を基軸通貨として、国際通貨制度の枠組みを維持してゆくことがもはや不可能であることが露呈したため、基軸通貨ドルだけに依存しない国際的な枠組みを速やかに作り出す必要があったものの、ドル価値が趨勢的に低下し続け、他方、ドイツマルクや日本円といった他の国際通貨が一般受容性を高めてきたにもかかわらず、これらの通貨が基軸通貨ドルの役割を取って代わることができないという状況に陥っていたことが背景にあげられる。

米国ドルが基軸通貨であり続ける一つの理由は、基軸通貨には慣性が働いているからである。その理由は、取引において財貨の交換相手である経済主体がどの通貨を利用しているのか、またその通貨を利用する経済主体がどのくらいいるのかという規模の経済が働いており、一旦基軸通貨としての一般受容性が高まると、より大きな価値交換機能を保持し続けるからである(＝ネットワーク外部性)。

したがって、各国は依然としてドルに依存した為替相場制度を運営するのか、あるいは自国経済にとって最適な為替相場政策を選択し、自らその枠組みを構築するか、選択をしなければならないノンシステム時代に突入した。

2.2. 国際金融のトリレンマ

2.2.1. 国際金融のトリレンマ問題とは何か

ポストブレトンウッズ時代においては、政府・中央銀行の為替市場への関与の程度に応じ、世界には様々な為替相場制度が存在した。その一方で、曖昧な為替制度・為替政策は為替投機や通貨危機の誘因になりやすいと考えられてきた。特に1997年のアジア危機以降、IMFを中心とし、とりわけ通貨攻撃の標的になりやすい新興国や移行経済は、為替制度の選択において、中間的なシステムより完全な変動相場制か完全な固定相場制度の採用が望ましいとみなされていた。通貨危機の防止や回避を目的とすると、通貨危機に耐えうる為替相場制度として「自由変動為替相場制度」か、「カレンシーボード制」の2つの両極端な為替相場制度の選択が推奨された。「完全な自由変動相場」か、あるいは「完全な固定相場」かという、いわば二極端の為替制度選択は「両極の解」と呼ばれている。

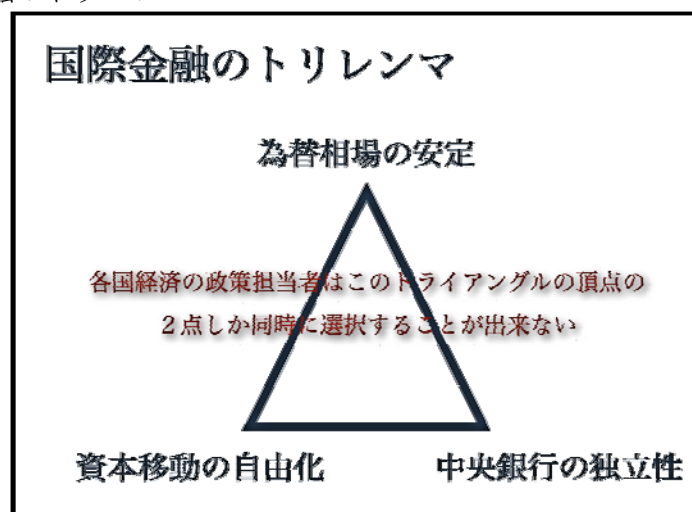
例えば、通貨危機の防止や回避を目的として完全な変動相場制を採用することの一つの意義は、投機家が為替差益を目論んで投機を行っても、市場で為替相場が経済の基礎的条件(ファンダメンタルズ)に従う限り、超過収益を得るようには相場は変化しない。

従って為替相場を正しく予見できない市場参加者が淘汰され、市場が安定する「安定的投機」と呼ばれる状態が現出する。

また一方で、完全な固定為替相場制度としてのカレンシーボードを採用する事の意義は、貨幣量の増加は為替相場を下落させる圧力になる為に、自国は裁量的に貨幣供給量を変化させるような金融政策は放棄する。そのため、外貨準備残高と国内信用残高とのリンクが厳格に維持される限り、為替相場が変動する余地がなくなる。また自国の為替相場をインフレ率の低い国の通貨に固定することにより、自国のインフレ率が外国の低いインフレ率と高い通貨の信認の便益を享受する事ができる。特にインフレが深刻な悪影響を及ぼしている経済が固定相場制度を採用することにより、インフレ率が抑制され、金融システムに対する信頼が回復し、経済が安定する効果を持つとされる。

為替相場を固定するか、自由に変動させるか、その選択の他にも、資本移動を自由にするか、規制するか、自国経済のインフレ率を中央銀行が管理するよう“中央銀行の独立性”を取るか、金融政策の余地を諦めるか、各国の通貨当局にとっては、これらの目標をどう組み合わせるのかは重要な政策課題である。しかしながら、もしある政府・通貨当局が為替相場、資本移動、金融政策の3つの政策目標について、その安定や自由度、独立性の同時達成を試みようとする場合、いずれか一つを放棄せざるを得ない状態が発生する。これが国際金融のトリレンマである。【図1参照】

図1：国際金融のトリレンマ



例えば、ある経済が各国との景気循環のギャップを吸収し、かつ資本の自由な移動によって国内の貯蓄・投資バランスの最適化によって効率的な資源配分を意図するとき、その経済は為替相場の変動を許容しなければならないだろう。また、輸出志向型経済であれば、輸出競争力の維持や輸出産業の発展を意図して、為替相場の安定化を必要とする一方で、過度の資本の流出入によって為替相場の急激な減価や、通貨危機を回避するために、資本移動に関して規制を設けなければならないかもしれない。とりわけ短期金融市場、資本市場が十分に発達していなければ、資本移動を規制し、金融政策によって裁量的な経済運営を好むだろう。また、自国経済が外部の経済に大きく依存する一方で、世界経済に与える影響が大きい場合や、国際金融センターとして金融サービスの提供や資本取引の誘致を目論む場合、金融政策の独立性は無視しても、為替相場の安定と資本移動の自由化を選択することになるだろう。

このように、採用すべき為替相場制度、および資本移動に関する政策や国内金融政策の独立性については、当該経済が経済厚生を高める上で、何を命題としているかによって、選択すべき政策目標は自ずと明らかになると考えられている。しかしながら、国際金融のトリレンマにおいて、経済発展の度合いと選択すべき2つの政策目標との間に明確な理論は存在していない。すなわちこのような「極解=corner solution」での為替相場選択が、自国経済にとって本当に寄与するのかは、まだ多く議論の余地が残されている。¹

2.2.2. 【コラム】危機後にひろがった通貨の非国際化の動き（資本規制）

1997-98年のアジア通貨危機後、マレーシアや中国のような厳格な為替管理は行わず、外国為替相場制度を、米ドルを中心としたバスケット制から管理変動相場制(実質的には変動相場制)へ移行させた経済であっても、通貨当局の為替相場の変動と通貨攻撃に対する危機意識は極めて高い。しかしながら近年では、それら経済の通貨当局は、実際の為替相場を為替相場政策として想定するレンジやターゲットに抑え込み、それを管理する折衷的な変動相場制（中間的為替相場制度）を維持しつつも、危機以降急激に積み上がった潤沢な外貨準備残高によって、通貨攻撃には十分対処可能との見方が一般的となったため、通貨当局の規制の焦点は為替相場への介入から、内外との資本取引に当てられることになった。

例えば、タイの資本規制（為替管理）は為替予約の実需原則と、居住者に対する為替主義外貨集中義務が課せられている。法人の外貨預金の残高は1000万米ドル以内と定められ、タイ国内企業の輸出代金回収は輸出後直ちに行うことや回収後も受取後7日以内にバーツ転、あるいは外貨預金口座へ入金し、入金日より3ヵ月以内に非居住者への支払いへの充当が規定されている。また資金貸借に関しては、通貨攻撃の潜在的な脅威から為替相場および金融市場を守るため、タイ中央銀行はタイ国内金融機関が非居住者に供与可能なバーツ建て信用に対する供与枠上限を課している。

しかし2002年以降、好調なアジア経済と恒常的なドル安の流れをうけ、アジアへの資本流入は急激に加速しており、とりわけ、バーツ高の傾向は顕著となり、タイバーツは1ドル=45バーツで底値を打った2001年8月以降、為替相場は増価基調に転じて、2006年末には1ドル=35バーツを伺うまで増価した。タイバーツの急騰はドルだけに留まらず、他のアジア域内の通貨に対しても大幅な上昇を見せたため、2006年12月18日、タイ中央銀行は短期外資流入に関する規制策を発表し、資本取引規制が導入された。

実需（但し、財・サービス取引の実需取引は対象外）・ヘッジに関わらず、2006年12月19日(火)以降に約定するタイバーツの売為替について、現地金融機関によってTHB為替取引の為替実行日に対価となる外貨の30%相当額が準備金として徴収される。準備金は1年間の据え置く必要があり、タイ中央銀行に無利息で預金される。据え置き期間満了後準備金の還付請求が可能であるが、1年未満での還付請求に際して当初の無利子預金の3分の2のみが還付される、事実上の資本流出規制が課せられた。規制発表によってSET指数は前日比約16%下落、タイ証券市場は大混乱となった。翌19日には急遽

¹ 例えばJ.Williamsonが提唱した、為替バンド、為替バスケット、クローリングを採用しながら、金融政策の独立性の余地を模索するBBCルールは「極解=corner solution」に対して、中間的為替相場制度とよばれる。BBCルールでは、ある程度為替相場の弾力性を認めて、為替相場をペッグすることによるミスマラインメントを除去し、一方で、完全な変動為替相場のようなボラティリティの回避を計るというものである。とりわけ為替バスケット（バスケット通貨）を中心とした中間的為替相場制度によってマクロ経済の安定性や経済発展に寄与するかどうか研究が進められている。

株式投資目的のパーツ買為替については規制対象外とする緩和措置がとられ、2007年1月29日には大幅な緩和策が発表された。

2.3. 通貨統合と最適通貨圏理論とは

2.3.1. 通貨統合の便益

地域に共通通貨を導入することは、域内の通貨の数が減少する。すなわち共通通貨の導入は、域内にそれまで存在していた各国通貨間の為替相場の変動が無くなり、それまで経済主体が国境を越える取引において常に直面していた為替相場の変動リスクそのものに晒される機会が、減少する事を意味する。

共通通貨を導入する上で最も大きな便益は外国為替市場における外国通貨を取得するための取引費用が節約されることによって、国境を越える様々な取引が円滑(効率的)におこなわれるようになることである。国境を越える取引が活発になることで、域内の全ての経済のさらなる発展が期待される。取引費用がなくなる事はさらに、各国の物価や賃金の格差が収斂することが予想され、域内の企業間の競争がさらに促進される。また為替相場が変動する場合には、時として自国通貨の減価に見舞われると(あるいは増価によっても)、価格競争力が急激に高まることもある。通貨統合が行われることで、為替相場変動による価格競争力が不意に高まるような機会は無くなる代わりに、企業が域内のライバル企業に対して、価格競争力を維持するために常に品質を高め、生産効率をあげ、商品の差別化を図るなど、企業努力を行わなければならない。したがって、域内の企業間の競争が激化する事は、家計の消費者余剰を増大させる。

さらに、企業間の競争の激化は、為替変動に関する不確実性が無くなったことと相まって、資本移動が活発になり、域内外からの直接投資や証券投資が誘発される。長期・短期の資本取引の増加によって、金融市場は効率性を高めてゆき、やがて域内には統合された金融市場が誕生する。ゆえに導入された共通通貨は、国際通貨としての高い信認を得る事が出来る。

このように、共通通貨を導入する事は、実体経済や金融市場、経済政策に至るまで、様々な便益を享受する事が出来る。

2.3.2. 通貨統合の費用

域内の通貨間の為替相場を永遠に固定し、自国が発行してきた紙幣の流通を廃し、地域に共通通貨を導入する事は、例えば紙幣の印刷や価格メニューの書き換えから、域内全体の金融システムの再編に至るまで、様々な初期費用を支払わなければならないが、共通通貨制度維持にも支払わなければならない費用が存在していることもまた事実である。

経済が負担する最も大きな費用は、「金融政策の独立性」を失うことである。つまり、域内に共通通貨制度を導入する事は、言ってみれば、唯一の金融政策が域内各国で一律に実行されることによって、共通通貨の価値が保証されなければならないことである。共通通貨の導入によって域内経済には便益がもたらされる一方で、潜在的には金融システムのシステミックリスクが、域内金融市場全体を覆うことにもなる。例えば、金融危機(信用不安)が発生し、域内のいくつかの銀行が流動性問題に直面するとする。これまでは各国の中央銀行は、流動性不足に陥った金融機関に向けて「最後の貸し手」の役割果たすことによって「銀行取り付け」が波及することを回避することが出来た。しかし、通貨統合がなされ共通通貨が導入されると、各国の中央銀行が個別に「最後の貸し手」機能を提供することは出来なくなる。各国が個別に通貨供給量を変化させてしまえば、域内唯一の域内中央銀行が域内全体に対して、一意で最適な金融政策を保障することが出来なくなるからである。統合された域内金融システムに組み込まれた各国の

金融機関は、たとえ国境を隔てていても、常に他国で発生した銀行取付騒ぎの影響から免れることはできない。

また、域内に発生した経済ショックに対して、参加国間でショックへの反応に違いが生じるのであれば、経済的な不均衡が生じる。地域に共通通貨を導入する以前であれば、各国間に経済ショックや景気循環の差が生じた場合には、為替相場が変動することによって調整されてきた。また政府や通貨当局が為替相場を管理・変動させることが出来れば、時として自国通貨を減価させたり、増価させたりすることで、自国の貿易黒字を増加させることも可能であった。こうした為替相場政策は「近隣窮乏化政策」とも呼ばれるが、一旦通貨統合に参加した国は、自国経済だけを優先させ、景気対策として金融政策を採ることはもはやできなくなる。

したがって、域内各国は金融政策に代わり、財政政策によって域内に生じた不均衡を調整しなければならない。しかしながら、各国の歳入を財源として行われる財政政策による不均衡の調整は、各国が個別に金融政策を用いた調整費用よりも、支払うべき費用が相対的に大きくなる可能性がある。

第一に、徴収された自国民の税金が自国経済のために使われるのではなく、他国の失業や財政赤字を埋め合わせるために使われることに対して、国民の合意を得られるかどうかである。各国が合意に達するには、極めて困難なプロセスを伴い、政治決断と多くの機会費用が求められよう。

第二に、不景気や危機といった緊急的な状況においてのみ調整費用の支払いが発生するのではない。各国は、通貨統合参加国全ての財政赤字の状況によって、金利やリスクプレミアムの高騰、国債格付け引き下げといった様々な影響を被る。こうした影響を極力小さくするため、通貨統合参加国には常々財政赤字の増大を極力抑制することが求められる。各国それぞれに適切な財政規律に基づいた財政運営が行われると、結果的に域内経済全体に良い影響がもたらされるかもしれないが、一方で共通通貨制度の参加国は日常的に「緊縮的な財政運営」が求められる。社会保障制度や年金制度の充実を求める各国国民にとって、参加各国に財政運営一律に求められる厳しい縛りは、政治的に受け入れられないかもしれない。

共通通貨を導入することにはトレードオフが存在する。政策担当者が共通通貨制度を導入しようと画策する場合には、共通通貨を導入によって取引費用の節約でもたらされる便益と、共通通貨導入によって為替相場政策と金融政策の独立性という政策手段を失い、それに代わる有効な政策手段の執行費用や制度維持の為に支払うべき費用とが、すくなくとも同じであるか、便益が費用を上回っているかを見極めなければならない。

共通通貨制度導入か否かについて、各国が抱く最も大きな懸念は、共通通貨制度導入に伴う初期費用と、制度の維持の為に結果的に支払わなくてはならない維持費用との費用合計が、当初想定されていたような将来にわたる便益の割引現在価値の総計をはるかに超える可能性が存在することである。そのような事態が例え一時的であったとしても、費用が便益を上回る不確実性は、制度に参加する事前には誰にも解らないことが、最大の問題点となる。

2.3.3. 最適通貨圏の条件：Mundel (1961), Mckinon(1963), Frankel (1999)

各経済が通貨統合に対しどれだけ費用を支払わなければならないかは、共通通貨の導入に際してその経済がどの程度の「適応性」を持っているかに依存する。ここで共通通貨導入の最も適応性が高い状態とは、そもそも域内全ての国々の景気循環が常に同期しており、各国間の不均衡がそもそも発生しないために、調整の必要性がなく、制度維持に追加費用が不要となる場合である。

一方、仮に共通通貨制度を導入した国々の間で、景気変動のわずかな違いや、経済ショックの発生に対し、ごく短い期間、非対称的な反応（域内の偏った経済だけに高い失業率やデフレなどの発生）が見られるかもしれない。しかしこのような各国経済の景気の差違は、それぞれの政府が自国通貨を廃止した後でも、自然に相殺されるのであれば、各国政府は調整に費用をかけずにすみ、共通通貨制度の維持可能性は極めて高くなる。すなわち、各国の共通通貨導入の適応性とは、為替相場による調整に代わり、国際収支やマクロ経済を自動的に調整する機能を有しているか、かつその調整プロセスがうまく機能するかどうかである。

したがって、自国の通貨を廃止し、新たに共通通貨の導入が可能となるような共通通貨の適応性が高い国々は、為替相場を固定為替相場によって結びつけることが可能である最小単位の通貨圏として定義することができる。Mundell (1961)はこの経済圏を「最適通貨圏」と呼んだ。

Mundell の「最適通貨圏理論」によれば、域内に「要素移動性」が存在する経済圏は、為替相場を固定為替相場によって結びつけ、共通通貨を導入することが可能となる「共通通貨圏」となる。一方この通貨圏は、この経済圏と要素移動性を共有しない他の国や地域とは異なる通貨によって分け隔てられるべきとされている。

Mundell 自身はこの「共通通貨圏」の維持可能性の必要条件として「要素移動性」を掲げており、主に労働者の自由な移動によって実現されると考えていた。しかし、労働者の自由な移動の他にも、例えば生産要素の自由な移動などもまた、域内各国経済の経済ショックへの反応が対称的となるよう作用する要因である。したがって、地域が「最適通貨圏」であるかは、さまざまな指標で測ることが出来る。

例えば、McKinnon (1963)は、最適通貨圏の条件として「経済の開放度」をあげており、貿易が自由に行われることによって物価や失業が調整されるとした。また Frankel (1999)は資本移動が活発であることが、為替相場に代わり 2 国間の非対称な経済ショックの反応を調整する役割を果たすと指摘している。したがって今日では、「要素移動性」には、労働、資本、技術スピルオーバーや貿易といった、国境を越える財・サービス・カネのすべての移動が含まれる。

例えば Mundell の「最適通貨圏理論」において要素移動性とは、それらを有する経済圏が、共通通貨制度を維持するための追加的な調整費用を必要しないという意味において「最適な通貨圏」であるため、共通通貨を導入する際には、必要十分条件であると考えられてきた。しかし、Mundell らが指摘した最適通貨圏を満たすための条件は、市場均衡が即座に達成されるマネタリスト・新古典派経済モデルが暗に仮定されている為に、通貨圏の国々の均衡への調整スピードがどの程度であるべきなのかについて、全く議論の余地がない。

上記のような要素移動性や経済の開放度、資本移動性が高まり、調整がうまく働くことによって、長期的に域内の均衡は実現され、域内経済が最適通貨圏の条件を満たすかもしれないが、均衡に至る過渡期において、各国は調整費用を必要とするかもしれない。とりわけ経済統合の深化の初期段階では、多くの経済は、域内の要素移動性は将来的に高まり、やがてうまく機能することを期待している。共通通貨の導入当初は、要素移動性はそれほど高くはなく、非対称な経済ショックの反応に対し、多くの国々は他国からの財政支援を必要とするかもしれない。したがって共通通貨が導入された当初は、地域が「最適通貨圏」であるかどうかより、「共通通貨制度」を創設・維持していく上で、不均衡を是正するための参加各国間での財政移転の可能性がより重要となる。他の参加国を支援するために自国財政から移転支出が比較的容易に認められれば、政治的な調整経路（チャンネル）もまた為替相場に代わる不均衡是正の有効な手段となり、将来的に「最適通貨圏」の条件を満たすようになるかもしれない。

実際にユーロを導入した「欧州の共通通貨制度」においては、「共通通貨制度の維持可能性」に対して「要素移動性の有無」は十分条件に過ぎず、「ユーロ圏存続」の必要条件はむしろ「財政移転の支出可能性」と「各国公的債務の維持可能性」であるといえよう。

2.3.4. 経済ショックの対称性：

2.3.4.1. Bayoumi and Eichengreen (1993), Bayoumi and Eichengreen (1997), Bayoumi, Eichengreen, and Mauro (2000),

前述のとおり、地域が共通通貨制度を維持するための追加的な調整費用を必要としないという意味において「最適な通貨圏」であるためには、各国間に不均衡がそもそも発生しないことであり、域内全ての国々の景気循環が常に同期し、貿易や資本移動を通じて高い経済連関によって、域内各国の経済構造が同質であるか、類似していることである。

Bayoumi and Eichengreen (1993)は共通通貨圏の維持可能性は、経済ショックに対する域内各国の反応が対称であるかどうか依存するとして、Blanchard and Quah (1989)によって開発された構造ベクトル自己回帰アプローチ（以下、S-VARアプローチ）によって各国の供給ショックを識別し、域内各国のショックの反応の相関係数を計算した。ヨーロッパにおいてはドイツとデンマークとのショックの相関係数が 0.68 ともっとも高く、次いでドイツとベルギーとの間のショックの相関係数が 0.62 であった。【表 1 参照】

表1：欧州の総供給ショックの相関(1969～89年)

	ドイツ	フランス	オランダ	ベルギー	デンマーク	オーストリア	スイス	イタリア	イギリス	スペイン	ポルトガル	アイルランド	スウェーデン	ノルウェー	フィンランド
ドイツ	1.00														
フランス	0.52	1.00													
オランダ	0.54	0.36	1.00												
ベルギー	0.62	0.40	0.56	1.00											
デンマーク	0.68	0.54	0.56	0.37	1.00										
オーストリア	0.41	0.28	0.38	0.47	0.49	1.00									
スイス	0.38	0.25	0.58	0.47	0.36	0.39	1.00								
イタリア	0.21	0.28	0.39	0.00	0.15	0.06	-0.04	1.00							
イギリス	0.12	0.12	0.13	0.12	-0.05	-0.25	0.16	0.28	1.00						
スペイン	0.33	0.21	0.17	0.23	0.22	0.25	0.07	0.20	0.01	1.00					
ポルトガル	0.21	0.33	0.11	0.40	-0.04	-0.03	0.13	0.22	0.27	0.51	1.00				
アイルランド	0.00	-0.21	0.11	-0.02	-0.32	0.08	0.08	0.14	0.05	-0.15	0.01	1.00			
スウェーデン	0.31	0.30	0.43	0.06	0.35	0.01	0.44	0.46	0.41	0.20	0.39	0.10	1.00		
ノルウェー	-0.27	-0.11	-0.39	-0.26	-0.37	-0.21	-0.18	0.01	0.27	-0.09	0.26	0.08	0.10	1.00	
フィンランド	0.22	0.12	-0.25	0.06	0.30	0.11	0.06	-0.32	-0.04	0.07	-0.13	-0.23	-0.10	-0.08	1.00

(出所) Bayoumi, Eichengreen, and Mauro (2000)

Bayoumi and Eichengreen (1997)では、各国の産出パターンの対称性、貿易リンケージ、共通通貨導入による便益の大きさに焦点を当て、21 先進工業国データによる名目為替相場の変動要因に基づいて為替相場方程式を推定している。得られた為替相場の決定式から、OCA 指数と呼ばれる指数を算出した。OCA 指数は、産出のパターンがホスト国と対称的であればあるほど数値が低くなり、変動パターンが非対称的であるほど数値が高くなる。1987、1991、1995 年の 3 時点でプロットし、収束度合いを比較すると、EU 諸国は 3 つのグループに分解され、通貨圏参加に適当な国と不適当な国とが如実に分離する結果が得られている。

Bayoumi, Eichengreen and Mauro (2000)では同じアプローチを用いて東アジア地域について検証を行っている。彼らの研究結果ではマレーシア、インドネシアとシンガポールの間には高い相関がある事が示されている。【表 2 参照】

表2: 東アジアの総供給ショックの相関(1969年～96年)

	マレーシア	インドネシア	シンガポール	フィリピン	タイ	香港	日本	台湾	韓国	オーストラリア	ニュージーランド
マレーシア	1.00										
インドネシア	0.49	1.00									
シンガポール	0.40	0.32	1.00								
フィリピン	0.05	0.16	0.01	1.00							
タイ	0.02	0.16	0.33	0.14	1.00						
香港	0.12	0.40	0.42	0.00	0.33	1.00					
日本	-0.02	0.03	0.02	0.03	0.32	-0.23	1.00				
台湾	0.00	0.32	0.42	0.15	0.54	0.40	0.23	1.00			
韓国	0.17	0.11	0.21	0.07	0.21	0.18	0.17	0.01	1.00		
オーストラリア	0.00	0.14	0.08	-0.16	0.25	0.13	0.36	0.27	0.04	1.00	
ニュージーランド	0.04	0.22	0.19	-0.01	0.21	0.00	0.22	0.07	0.01	0.07	1.00

(出所) Bayoumi, Enchengreen, and Mauro (2000)

Bayoumi らはこれらの結果から ASEAN のマレーシアとインドネシアとシンガポールにおいては、相関が 0.32~0.49 と比較的高い値となっている。また、シンガポールとタイの間の相関も 0.33 という値である。したがって、供給ショックの相関を見るがぎりにおいて、これらの ASEAN 諸国は共通通貨を形成可能であると結論づけているか。一方、日本の供給ショックは、タイ以外の ASEAN 諸国とは相関が低く、ほぼゼロである。台湾、韓国、さらにはオーストラリア、ニュージーランドとは正相関となっていることがわかる。

Zhang, Sato, and McAleer (2004) らも同様に構造 VAR アプローチによってより新しいデータを用いて東アジア諸国間の景気循環が同期しているかどうかに焦点をあてて検証をおこなっている。

S-VAR アプローチは、各国の産出パターンの変動を同時点間で相関があるかどうか比較する事によって検証がなされるが、最適通貨圏理論においては、域内各国の供給ショックの反応の対称性は条件の一つに過ぎない。非対称的なショックの発生は通貨同盟を形成し固定為替相場システムを維持する上では障害となるが、Mundell らが指摘したように、要素移動性や、経済の開放度、資本移動など調整要因が十分機能するのであれば、経済ショックの非対称な反応によって引き起こされた様々な不均衡を是正することが出来よう。

2.3.4.2. G-PPP アプローチ : Enders and Hurn (1994)

経済ショックの非対称な反応は、要素移動性や、経済の開放度、資本移動など調整要因によって、やがて不均衡が是正されることによって地域は最適通貨圏の条件を満たしていると考えられる。このように長期的に均衡へと収束する過程に着目した検証モデルに Enders and Hurn (1994) らによる一般化購買力平価アプローチ（以下、G-PPP アプローチ）がある。G-PPP アプローチは、自国と強い経済関係を持つ国々との 2 国間為替相場それぞれに共通要素が含まれると考え、このような共通要素は長期的に実質為替相場を安定的な均衡点へと導く。ここで長期とは、要素移動性や貿易による調整などの他に物価の伸縮性が保証される状態を指している。したがって、実質為替相場の線形結合が長期均衡関係(共和分関係)を持つのであれば、購買力平価 (PPP) が成立し、それらの国々は最適通貨圏を形成しようとするのである。

G-PPP アプローチのもう一つの特徴は、通貨圏を定義するのにアンカー通貨を選択する事ができる点である。Kawasaki and Ogawa(2006)では共通通貨に通貨バスケットを用いて、アジアにおける最適通貨圏の検証を行っており、アンカー通貨にドルを用いて通

貨圏を定義するよりも、バスケット通貨を用いて通貨圏を定義するほうがより汎用性が高いことを示している。これは、東アジアにおいてはアジア通貨危機以前まで、事実上のドルペッグ制度が維持されてきたが、東アジア域内の経済の安定化にはドルへの傾倒が必ずしも貢献していた訳ではないことを裏付けている。

2.3.4.3. 【コラム】欧州通貨統合

地域経済の統合は、第一段階として自由貿易協定の締結や自由貿易地域の創設に始まり、第二段階において関税同盟が結成され、第三段階に共同市場や経済同盟の創設といったヒト・モノ・サービスの流れにおける様々な障壁が取り外されていく。そして第四段階にはマネーの国境の撤廃が目指される。

そもそも欧州における通貨・金融面での統合は、1960年代後半、米ドルに対する国際的な信任が低下した頃にまで遡る。長期的な基軸通貨ドルの実質価値の下落傾向や、ドル相場の急激な変動によってもたらされる、欧州域内各国の非対称な経済ショックの発生によって、当時のEC各国通貨は幾度となく通貨投機の脅威にさらされることになった。欧州域外からの圧力は、1958年のEEC発足以降進められてきた欧州域内の農業価格政策や関税政策による一体化政策を維持不可能なものにし、経済統合そのものの実現を脅かしかねなかったと。1971年のニクソンショック以降、多くの国々が変動相場制度に移行した一方、欧州各国は1979年3月、欧州統合における通貨・金融面の統合を目論んで、欧州各国の為替相場の安定化を目的とした通貨制度:EMS(European Monetary System:欧州通貨制度)を発足させた。ブレトンウッズ体制の崩壊によって急激な変動に見舞われたEC各国間の為替相場を、再度固定的な枠組みの中に戻し、将来の通貨統合の礎を築き上げておくことが狙いであった。

1992年には大規模な投機攻撃をうけたイギリスとイタリアは、EMSからの離脱を余儀なくされたが、1993年11月マーストリヒト条約が発効し、政治的・経済的統合をさらに強めた欧州連合(EU)へと生まれ変わることとなった。その際、「通貨統合」の参加条件²および、そのスケジュールが定められ、強力な政治的リーダーシップと、具体的なシーケンシングパスに伴われて、1999年1月には念願の1つの通貨ユーロと1つの中央銀行(ECB:欧州中央銀行)を中心とした、ユーロ通貨圏が発足した。³

欧州における「通貨統合」は、欧州大陸におけるコスモポリタニズムの潮流を象徴する歴史的出来事である一方で、戦後世界における国際通貨制度の不安定性から、いわば必然的に発展してきた地域為替制度の最終形態である。経済学的には、為替相場制度としては、究極の固定為替相場制度として認知される。

² 安定した通貨同盟を実現するために、通貨同盟に参加するための収斂条件が設定された。その収斂条件は、①過去1年間、消費者物価上昇率が最も低い3か国の平均値+1.5%以内であること、②為替相場は、少なくとも2年間、為替相場メカニズム(ERM)の許容変動幅内にあって、切り下げがないこと、③金利については、過去1年間、インフレ率が最も低い3か国の長期金利の平均値+2%以内であること、④国内総生産(GDP)に対して財政赤字が3%以内であり、GDPに対して政府債務が60%以内とされた。

³ 1999年1月1日に「ユーロ圏」が誕生し、オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイスランド、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、ポルトガル、スペインの11ヶ国が参加。一方で、経済大国イギリスと欧州統合の優等生であったデンマークは参加しなかった。その後、ギリシャ(2001年)、スロベニア(2007年)、キプロス・マルタ(2008年)、スロバキア(2009年)、エストニア(2011年)が参加し、2011年現在、欧州連合の17ヶ国が共通通貨ユーロを導入している。

3. 東アジアにおける通貨・金融統合の進展

3.1. アジア通貨危機：その特徴と教訓

80年代後半から90年代にかけ、NIES・ASEAN諸国においては急速な経済発展を遂げ、その著しい経済成長は「アジアの奇跡」と評された。しかしながら、1997年5月、外国為替市場における大規模なタイ・バーツ売りを切掛けに、翌98年に掛けてタイ・インドネシア・韓国などの東アジア諸国は、為替相場の急激な下落による対外債務の急拡大と共に、自国金融システムの崩壊を招きかねない「金融危機」を併発する、厳しい経済危機に見舞われた。いわゆる「アジア通貨危機」である。これまで経験してきた通貨危機の発生メカニズムやその原因が「経常収支危機」にのみ焦点が当てられてきたのに対し、巨額の資本流入と急激な資本逃避によって危機が発生するという「資本収支危機」⁴が発生していたという点から、「21世紀型通貨危機」とも称される。

とりわけ、これらの国々に共通していた要因に、事実上のドルペッグ為替相場制度の採用があげられる。東アジア諸国の通貨当局が自国通貨を対米ドル為替相場のみを安定化させる為替相場政策を採用している場合、一方で東アジア諸国の貿易相手国通貨に対する実効為替相場の変動が大きくなってしまふ。実効為替相場の変動は時として自国製品の価格競争力を弱め、貿易収支を悪化させるため、従来の危機同様に「経常収支危機」の発生するリスクが存在する。

しかしながら、アジア通貨危機においてその特徴である「資本収支危機」を発生させたメカニズムは、地場金融機関のバランスシート上の二つのミスマッチ：通貨のミスマッチと満期のミスマッチであると指摘されている。

本来、新興経済国や開発途上国において、安定した経済成長が実現される為には、不足した国内貯蓄を補うための潤沢な資金が海外から安定供給され、かつその国の「長期成長産業」に投資されることが必要である。この際、海外からの資本流入については、資本調達を行う事業主体および金融機関と、資金運用を行う投資家との間で考慮されるべきリスク：（1）信用リスク、（2）為替リスク、（3）市場リスク、（4）決済リスク、が、相互且つ適切に負担される、リスクシェアが重要となる。1990年代急速な経済成長を遂げていたタイやインドネシア、韓国といった東アジア諸国においては、事実上のドルペッグ制度が採用されていたこと、銀行システムを通じた間接金融方式に偏重した資金融資構造を有していたことにより、これらの国々の金融機関は、必要な資金を外国通貨建てで調達し、融資を自国通貨建てで行うために生じる「通貨のミスマッチ」と、海外市場から短期資金を調達し、国内へは長期貸出を行うために生じる「満期のミスマッチ」の二つのミスマッチ（＝ダブルミスマッチ）を抱えていた。しかしながら、未曾有の経済成長と固定為替相場に立脚した当該諸国の資金フローは、資金仲介をおこなう金融機関や投資家の（1）および（2）に対するリスク・マネージメント意識を完全に麻痺させていたことが考えられる。こうした金融機関のバランスシート上のダブルミスマッチは、危機を起こしたアジア諸国に広く蔓延していた。

3.2. 金融危機：金融市場統合の試み

アジア通貨危機の教訓から、金融市場が十分に発展し金融機関の持つリスク管理技術の蓄積が十分でない場合には、金融機関がバランスシートにダブルミスマッチ問題を抱える事は望ましい事ではない。また、アジア通貨危機以降の資本フローに関するもう一つの側面は、東アジア域内の貯蓄を、域内のさらなる経済発展を主眼として、如何に活用すべきか、という点である。危機後、東アジア各国通貨の対ドル為替相場は大幅に下落し、好調な米国経済の消費・購買意欲に支えられ、各国経常収支は大幅な黒字とな

⁴ 吉富（2003）参照

った。通貨危機によって疲弊しきっていた経済にとって、危機からの回復の主な原動力となった一方で、急速に積み上がった経常収支黒字や、東アジア諸国の通貨当局が保有する外貨準備残高は、米国や欧州の金融市場へと流出し、欧米系金融機関や投資ファンドによって再びアジアへの金融投資として還流されるという、歪な資金フロー実態が伺える。その背景には、アジアの投資家に対して、域内金融市場に投資意欲をかき立てる十分な投資機会が提供されないこと、投資機会があってもそれらの情報が投資家に伝わらないといった、情報の非対称性などの問題があげられる。結果として、アジア域内の貯蓄はアジア域外へと逃避してしまうのである。欧米市場へ迂回して還流される資金は、ダブルミスマッチの根本解消を阻むばかりでなく、巨額のホットマネーとして短期間で流出入する性質を持つため、潜在的な危機の可能性を回避する目的で、各国金融当局が様々な資本取引規制を導入する理由を与えている。資本規制の存在は、健全かつ効率的な自由な個別金融市場の育成・発展を妨げるばかりでなく、アジア域内の貯蓄がアジア域内の投資機会に直接供給されるような資金伝達経路をも遮断してしまう。

こうした問題の根本解決を目指した一施策が、ASEANプラス3財務大臣プロセスで掲げられている「アジア債券市場育成イニシアティブ（Asia Bond Market Initiative、以下ABMI）」に基づいた、アジア各国の債券市場整備である。これは、債券の取引・決済システム、債券格付けや発行通貨を含め、アジアにおける債券発行や債券市場のインフラ整備支援を積極的におこなう枠組みである。とりわけ発行通貨に関してはアジア通貨バスケット建て債券の発行を目指して、様々な取り組みがおこなわれている。⁵

もう一つの施策は、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP: Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks）は2003年6月アジアボンドファンド（ABF）を創設である。ファンドは当初アジア域内で発行されている米ドル建て債券に積極的投資をおこなうことを目的としていたが（ABF1）、2004年12月には、現地通貨建てのアジアの債券を投資対象とするアジア・ボンド・ファンド2が創設された。⁶

前者は債券市場における供給サイドに焦点をあて、アジア域内で、アジア通貨建て債券発行や流通量の増加を目論んだ取り組みであるのに対して、後者はアジア域内の債券の取引を活発化させるために、需要サイドに焦点を当てており、両者はアジアの債券市場の発展整備のための相互補完関係にあるといえる。

⁵ ABMI はアジア地域内において多様な通貨・期間の債券を可能な限り大量に発行し、アジア地域内の債券市場に厚みを持たせること（発行主体の拡大・現地通貨建て債券の発行促進）、発行体および投資家の双方にとって流動性の高い市場を育成すること（保証・格付機関・決済システムといった環境整備）が掲げられている。これらの目的の実行に際して、具体的な検討項目を設け、6つのワーキンググループ：1）債務担保証券の開発（議長国：タイ）、2）信用保証および投資メカニズム（議長国：韓国、中国）、3）外国為替取引と決済システム（議長国：マレーシア）、4）国際開発金融機関・政府系金融機関・多国籍企業による現地通貨建て債券発行（議長国：中国）、5）地域格付機関と情報発信（議長国：日本、シンガポール）、6）技術支援（議長国：インドネシア）による研究が進められている。日本政府のABMIにおける具体的な取り組みでは、ASEAN10域内での金融技術支援等をはじめ、経済産業省や国際協力銀行等を通じた、海外進出日系企業の現地通貨建て債券の発行支援等がなされた。

⁶ ABF1の参加者はEMEAPメンバーの中央銀行のみに限定されていたが、ABF2では公的セクターおよび民間セクターの投資家へ拡大された。

3.3. 通貨危機・流動性危機に対する備え：通貨スワップ協定とその発展

チェンマイ・イニシアティブ（以下、CMI）は、2000年5月にタイのチェンマイで開催された ASEAN+3 財務大臣会議で合意された ASEAN 諸国と日本、中国、韓国との間の通貨協調である。チェンマイ・イニシアティブでは、通貨危機に見舞われた国に対する迅速な流動性供給を目的に、各国の外貨準備を用いて、短期的な外貨資金の融通を行う二国間の通貨スワップ取極のネットワークの構築が合意された。2003年末までに、日本、中国、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの8カ国の間で二国間通貨スワップ取極のネットワークが構築されたが、これらが通貨危機管理のために迅速に効率的に機能するためには、構成する二国間通貨スワップ取極における適用条件などの共通化・ハーモナイゼーションが必要とされた。

2005年5月第8回 ASEAN+3 財務大臣会議（トルコ・イスタンブール）からは、CMI 仕組みの改善・拡充について引き続き議論がなされ、より効果的かつより規律ある枠組みにする方策として、域内経済サーベイランスの CMI の枠組みへの統合と強化、スワップ発動プロセスの明確化と集団的意思決定手続の確立、規模の大幅な拡大、スワップ引出しメカニズムの改善を行うことが合意された。

2006年5月第9回 ASEAN+3 財務大臣会議（インド・ハイデラバード）では CMI の強化のためより発展した枠組みとして「CMI のマルチ化」に向けた具体的な作業が始められることとなり、続く 2007年5月第10回 ASEAN+3 財務大臣会議（日本・京都）において、CMI のマルチ化（CMIM）が各国間で原則一致をみることとなり、CMIM は ASEAN と中国、日本、韓国の財務大臣および中央銀行総裁と香港通貨庁によって 2010年3月24日発効することが合意された。

一方で、CMI 拡充の過程でスワップ取極の幾つかの弱点も露呈した。2008年のいわゆるリーマンショックに端を発する世界金融危機の発生後、日・中・韓の通貨当局は、日本-韓国の二国間通貨スワップ取極については、210億ドルか300億ドルへの拡充に合意していたものの、危機的な状況に見舞われていた韓国は、中央銀行である韓国銀行が米連邦準備銀行との新たなスワップ協定を締結しそれを履行することを選択した。韓国政府が CMI の通貨スワップ取極を利用しなかった背景には、CMI には「国際通貨基金（IMF）リンク」とよばれる発動条件が存在したからである。通貨スワップ取極が実際に発動されるためには、危機に見舞われた政府が IMF から金融支援を受けて初めて、通貨スワップ取極が発動されることとなっており、スワップ取極の総額の8割が発動されるためには、この IMF リンクが課せられており、危機に見舞われた政府の判断によって引き出す事が出来る通貨スワップ取極額の2割に過ぎない。

CMI が有効な流動性供給手段として機能するためには、CMI の IMF リンクの縮小・撤廃が必要である。しかしながら IMF リンクの撤廃は、CMIM ネットワークに参加する国々の判断によって迅速に流動性が供給できる環境を構築しなければならないことを意味する。

4. 政策対話と東アジアリージョナリズムの醸成

4.1. ASEAN+3 経済レビューと政策対話

チェンマイ・イニシアティブは危機発生への対処という観点からは効果を持つものの、流動性不足に陥った国を支援するためにスワップ協定によって流動性の供給すること自体は危機の事後対策であるため、危機を未然に防ぐという意味においては、その機能を果たし得ない。危機防止には、モニタリングやペナルティを含む事前対策が必要不可欠である。

現在、ASEAN+3 がチェンマイ・イニシアティブにおける通貨スワップ協定を円滑に実行するために、万が一通貨危機が発生した時にも即座に的確な通貨危機管理を行え

るよう ASEAN+3 の通貨当局は相互にマクロ経済の状況に関するサーベイランスを行っている。サーベイランス・プロセスを実施することによって、相互のピア・プレッシャーによって各国のマクロ経済政策を健全に維持することも可能となる。サーベイランスを通じ、チェンマイ・イニシアティブは、通貨スワップ協定による迅速な通貨危機管理のみならず、通貨危機防止の役割の一部を果たしているといえる。今後、通貨スワップ取極とともに実効的なサーベイランス・プロセスを組み合わせることによって、チェンマイ・イニシアティブは通貨危機管理と通貨危機防止に役立つことであろう。換言すれば、通貨スワップ取極とサーベイランス・プロセスは車の両輪のように不可分である。

ASEAN+3 財務大臣代理会合において、「ASEAN+3 経済レビューと政策対話 (Economic Review and Policy Dialogue : ERPD)」と呼ばれるサーベイランス・プロセスと政策対話が ASEAN+3 諸国の通貨当局間において行われている。これは、強制力やペナルティを備えた厳格なサーベイランス・プロセスというよりはむしろ、ピア・プレッシャーに基づいたサーベイランス・プロセスとみなされている。そこでは、アジア開発銀行の地域経済モニタリング・ユニット (Regional Economic Monitoring Unit : REMU) が各国経済・地域経済についてマクロ経済や構造問題について報告し、各国がマクロ経済、経済政策、構造改革について説明・質疑応答がおこなわれている。

4.2. AMRO : IMFサーベイランスから域内サーベイランスへ

2010 年 3 月 24 日発効することとなった CMIM と同時に、ASEAN と中国、日本、韓国の財務大臣および中央銀行総裁と香港通貨庁によって ASEAN+3 マクロ経済リサーチ室 (AMRO : ASEAN plus three Macroeconomic Research Office) をシンガポールに設置することも合意された。AMRO は ASEAN+3 各国のマクロ経済状況および金融システムの健全性を監視・分析する役目を負っている。AMRO により構成国のマクロ経済状況の監視とともに、通貨危機発生リスクの大きさを随時把握しながら、危機の発生に際しては必要であれば、迅速な対応策を実行することが期待されている。

東アジア地域において地域サーベイランスをうまく機能させるためには、いまだ複数のアジア諸国において未解決となっている様々な問題、たとえば事実上の複数(二重)為替相場制度、高いインフレ率、ドル化経済等の問題が是正されることが必要である。また従来 IMF が行っているサーベイランスと AMRO が行う地域サーベイランスとの関係については、IMF が行う金融セクター評価プログラム (FSAP : Financial Sector Assessment Program) を含む各国に対するサーベイランスは ASEAN+3 経済レビューと政策対話

(Economic Review and Policy Dialogue : ERPD) とともに引き続きなされることが望ましい。ここで重要な点は、各国ごとになされる IMF サーベイランスの枠組みだけでは把握できない事態があり、ASEAN+3 によってなされる域内サーベイランスによって把握できる事態が存在しうることである。例えばそれは、域内のマクロ経済に潜在するリスクが国境を越えてどう伝播していくかを監視したり、為替相場政策の協調の失敗の問題を解決していくことであつたり、あるいは IMF 融資枠を超えて資金融通や流動性供給を話し合う事態に備えた分析を行う場合などが想定されよう。したがって、従来 IMF が各国ごとの経済サーベイランスを行う際に対ドル為替相場が利用されるように、東アジアにおける地域サーベイランスが行われる際には、監視される為替相場として RMU がきわめて重要な役割を果たすことが期待される。⁷

⁷ IIMA (2008)

4.3. マクロ経済サーベイランス強化と域内為替相場安定化

サーベイランス・プロセスにおける対象項目は、現行の ASEAN+3 の財務大臣代理会合の ERPD においては、国内のマクロ経済変数（例えば、GDP 成長率やインフレ率）が中心となっている。地域通貨協調の視点からは、通貨危機を未然に防止するためには、ASEAN+3 諸国の通貨価値の安定にも注視する必要がある。この場合には、対米ドル及び対ユーロに対する各国通貨の為替相場の動向に注目することとなろう。一方、ASEAN+3 諸国間の域内為替相場のミスアライメントは、各国の貿易収支や資本収支、ひいては国内経済にバイアスのかかった影響をもたらす可能性があることから、対米ドル及び対ユーロの各国通貨の為替相場と同時に、域内為替相場にも注視することが必要である。

東アジアにおいては、様々な為替相場制度が存在するなか、ドルの全面安が域内為替相場のミスアライメントを発生させている（Ogawa(2004)）。日本や韓国は変動為替相場制度を採用し、タイやシンガポールは管理フロート制度を採用し、特に、シンガポールは貿易相手国通貨から構成される貿易ウェイト付けした通貨バスケットをターゲットとしている。一方、中国とマレーシアは米ドルに対して自国通貨を固定する固定為替相場制度（ドル・ペッグ制度）を採用している。さらに、香港は米ドルの外貨準備と同額のマネタリー・ベースしか供給しないカレンシー・ボード制度を採用していた。

このように東アジアにおいて多様な為替相場制度が存在している原因としては、為替相場制度及び為替相場政策の選択における東アジア諸国の通貨当局間の協調の失敗（Ogawa and Ito(2002)）が考えられる。歴史的に、ブレトンウッズ体制の下において米ドルが基軸通貨の地位にあり続けたために、1973 年に世界の主要通貨が総フロート制に移行しても、慣性の法則が働き、米ドルは基軸通貨の地位を維持し続けている（小川(1998)）。日本を除く東アジア諸国も 1997 年のアジア通貨危機以前は公式にドル・ペッグ制度を採用したり、あるいは、事実上のドル・ペッグ制度の状態にあった。東アジア各国がドル・ペッグ制度を採用し続けることによって、域内為替相場は安定的に推移した。しかし、ドル・ペッグ制度の採用は 1997 年にアジア通貨危機をもたらした。このような状況において、自国だけが現行のドル・ペッグ制度を放棄して、他の為替相場制度へ移行した際には、東アジアの隣国に対する自国の為替相場のミスアライメント、特に、隣国に対する国際価格競争力の悪化が懸念される。ここに、協調の失敗が発生する背景がある。

4.4. AMU・ACU の定義、サーベイランス、将来への展望

このような為替相場政策選択における協調の失敗を解消するためには、為替相場政策の協調が必要である。域内各国の通貨当局すべてが共通通貨バスケット制度、あるいは各国が為替相場政策を行う際に参照となる共通通貨バスケット単位を創設することが役立つ。共通通貨を用いた最も厳格な制度を適用する場合には、域内すべての通貨当局が自国通貨を共通通貨バスケット単位に固定することが考えられる。一方、柔軟な制度を採用する場合では、各国通貨と共通通貨バスケット単位との為替相場の中心相場にバンドを設定し、域内各通貨当局は自国通貨との為替相場ターゲットを行うものである。いずれの場合でも、域内通貨当局によって共通通貨バスケット単位を参照とする協調した為替相場政策を行う地域為替相場制度は、近隣各国の為替切り下げ競争の可能性を回避が期待できるだろう。また、このような通貨単位の導入は東アジア各国間で為替相場の協調政策を行う際に役立つばかりでなく、各国の通貨当局がマクロ経済のサーベイランスの実効性を高めるであろう。

地域通貨単位（RMU: Regional Monetary Unit, 以下 RMU）および地域通貨単位乖離指標（RMU DI: Regional Monetary Unit Deviation Indicators, 以下 RMU DI）は、Ogawa and Shimizu (2006)において、東アジア通貨のサーベイランス基準の創設を目的に提起され

たアジア通貨単位（AMU: Asian Monetary Unit, 以下 AMU）およびアジア通貨単位乖離指標（AMU DI: Asian Monetary Unit Deviation Indicators, 以下 AMU DI）に基づいた共通通貨バスケット単位である。

AMU は、ユーロ導入以前の欧州通貨制度（EMS: European Monetary Unit）のもと、欧州域内で導入された欧州通貨単位（ECU: European Currency Unit）に倣って、東アジア通貨の加重平均として計算される。

AMU DI は、ベンチマークとされる AMU から各国通貨との為替相場がどの程度乖離しているかを表示する指標である。AMU DI には、日次データとして公表される名目 AMU DI と、インフレ率調整済みの月次データとして公表される実質 AMU DI があり、名目 AMU DI が日々の各国通貨価値の AMU からの乖離を監視する上で有用な指標となり、一方、実質 AMU DI は為替相場の変化が実質（実態）経済に及ぼす影響についてサーベイランスを行う際に利用されることが適している。

AMU では ASEAN10+3 諸国（ブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム、日本、韓国、中国）の通貨がその構成通貨として含まれており、バスケット内の各通貨に付されるウェイトは購買力平価を用いて計算された各国 GDP 規模および貿易規模（各国の輸出・輸入の合計値の域内割合）を勘案した割合が用いられている（現在のデータは 2004-2006 年を基準値としている）。AMU のウェイトの算出では、できる限り新しい貿易関係や経済状況をデータに反映させるために、入手可能な直近 3 年の平均値が利用されている。また AMU の表示には米ドルとユーロの加重平均値が使われており、これは東アジア諸国の貿易において米国と欧州は重要な貿易相手国であることが考慮されている。従って、ドルとユーロの加重平均値は、東アジア諸国の対米・対欧州地域の貿易額に基づいて計算されており、基準年の貿易の取引実績に照らしてそれぞれ 65% と 35% と設定されている。

AMU DI を算定するためにはベンチマーク年の設定が必要であり、ベンチマーク年は、構成通貨として含まれる域内各国の貿易収支の総計、日本を除く域内構成国の貿易収支の総計、および域内構成国の域外との貿易収支の総計が、おおよそゼロに近い期間、すなわちこれらの域内全体の貿易収支が均衡していた時期が選ばれる。東アジア 13 カ国の貿易額は、1990 年から 2006 年までの期間で、2001 年に最も均衡していたと考えられ、為替相場の動きが貿易収支に影響を与えることを考慮して、ベンチマーク年を 2000—2001 年としている。したがってベンチマーク年においては AMU のドル・ユーロバスケット通貨に対する為替相場は 1 に設定され、東アジア各国通貨の AMU に対するベンチマーク為替相場を定義する。名目 AMU DI が日次データであるために、為替相場の動きをリアルタイムで把握できるのに対して、実質 AMU DI は物価データを用いているため月次データとなっている。しかしながら、実質 AMU DI は為替相場が貿易や生産といったものにどのような影響を及ぼしているかを示す重要な指標となるため、通貨当局は自国通貨に対するサーベイランスにおいてはその両方のデータを利用することが必要である。

8

5. おわりに

グローバル化の進展する世界経済においては、各国間の景気循環の同期や相互依存関係の深まりなどによって、地域経済の統合に関する合理性は高く、近年ではモノ・サ

⁸ AMU は、経済産業研究所のウェブサイト (<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>) に毎月曜日にデータが更新され、発表されている。

ービス取引に関して、地域自由貿易協定や2国間自由貿易協定といった経済統合にむけた具体的な動きが加速している。カネの取引における地域経済の統合の可能性についても、1999年に初めてヨーロッパにおいて通貨統合が実現して以来、世界各所で話し合われるようになってきている。

一方、通貨統合への参加を最適通貨圏理論に照らして考えるならば、参加各国が、最適通貨圏の条件を満たさない限りは、為替相場を廃止することによって生じる様々な不均衡や非対称性を解消するための経済的費用が発生する。通貨統合を行う際には、各国が最適通貨圏の条件を満たすよう、経済構造の改革や経済政策を行うのか、またその移行過程で発生する費用をどのような形で参加各国が負担するのか、大きな問題があることを認識しなければならない。

これまでアジアにおける通貨統合の動きは、むしろグローバル化による実質経済の発展によって、いわばアジア域内為替相場の安定化に対する需要と、為替相場制度選択にまつわるいわゆる「協調の失敗」を回避のための一解決策として、政策的要請の二つの柱によって成り立っている。しかしながら、この二つの柱のうち、アジア地域における共通通貨に対する経済的ニーズは、各国経済厚生にもたらす費用・便益が最低限バランスしていることが必要不可欠であり、共通通貨導入に対する政策的要請によりも優先されるべきかもしれない。なぜならば、まだ東アジア地域において、経済統合を深化させる制度的枠組みそのものがまだ構築されていないからである。

こうした点を踏まえると、欧州連合がユーロ導入やその拡大を急速にすすめたことは対照的に、アジアにおける通貨・金融統合の進展の速度はより緩やかとならざるを得ない。アジア地域は文化的・宗教的に欧州統合以上に多種多様に渡っていることを踏まえると、今後より長い時間をかけながら、アジアにおけるリージョナリズムの醸成が望まれ、またそのリージョナリズムは経済・社会構成を高めるグローバリズムの進展と、整合的に機能する非排他的精神に基づくものでなくては、アジア経済のより一層の発展は望めないであろう。

参考文献

- Bayoumi, T. and B. Eichengreen (1993) "Shocking aspects of European monetary Integration," in Francisco Torres and Francesco Givavazzi eds., *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, 193-229.
- Bayoumi, T. and B. Eichengreen (1997) "Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries," *European Economic Review*, 41, 3-5, 761-770
- Bayoumi, T., B. Eichengreen, and P. Mauro (2000) "On regional monetary arrangements for ASEAN," *CEPR Discussion Paper*, 2411.
- Blanchard, O. and D. Quah (1989), "The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances," *American Economic Review*, 79, 655-73.
- Enders, W. and S. Hurn (1994) "Theory and tests of generalized purchasing-power parity: Common trends and real exchange rates in the Pacific Rim," *Review of International Economics* 2 (2), 179-190.
- Frankel, J. A., (1999) "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times," *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 7338.

- IIMA (Institute for International Monetary Affairs) (2008), Research Papers and Policy Recommendations on 'Toward greater financial stability in the Asian region: measures for possible use of regional monetary units for surveillance and transaction'.
- Kawasaki, K and E. Ogawa, 2006. 'What should the weights of the three major currencies be in a common currency basket in East Asia?' *Asian Economic Journal* 20(1): 75–94.
- McKinnon, R. I., (1963) "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 53, 717-724.
- Mundell, R. A. (1961) "A Theory of Optimum Currency Areas," *American Economic Review*, 51, 657-665.
- Ogawa, E. (2004) "Regional Monetary Cooperation in East Asia against Asymmetric Responses to the US Dollar Depreciation," *Journal of the Korean Economy*, 5, 2, 43-72.
- Ogawa, E., and J. Shimizu. (2006) "RMU deviation indicators for coordinated exchange rate policies in East Asia and their relationships with effective exchange rates," *World Economy*, 29, 1691-1708.
- Ogawa, E. and T. Ito (2002), 'On the desirability of a regional basket currency arrangement', *Journal of the Japanese and International Economies*, **16(3)**, 317–34.
- Williamson, J., (2000). Exchange Rate Regimes for East Asia: Reviving the Intermediate Option, Institute for International Economics, Washington, DC.
- Zhang Z., Sato K., and McAleer M., (2004) "Is a monetary union feasible for East Asia?" *Applied Economics*, 36, 10, 1031-1043.
- 小川英治 [1998] 『国際通貨システムの安定性』、東洋経済新報社
吉富勝 [2003] 『アジア経済の真実』、東洋経済新報社