



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

アジア通貨単位から通貨同盟までは遠い道か

渡辺真吾*

shingo.watanabe@boj.or.jp

小倉将信*

masanobu.ogura@boj.or.jp

No.06-J-21
2006年11月

日本銀行
〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30号

* 国際局

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局までご相談ください。転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

アジア通貨単位から通貨同盟までは遠い道か

渡辺真吾・小倉将信

2006年11月

【要旨】

本稿では、アジア通貨単位（ACU）の設定・公表や将来の共通通貨導入を展望したアジア為替制度に関する一連の構想について、伝統的な最適通貨圏の議論だけでなく、幅広い観点から評価するほか、欧州通貨単位（ECU）の経験から得られる含意を整理する。共通通貨の導入に関し、最適通貨圏条件に基づく先行研究の多くが、少なくともアジアの一部地域については妥当としているが、歴史や政治・制度環境の他、各国の経済発展段階やマクロ経済政策のトラックレコードにおける相違を勘案すると、実現上解決すべき課題は多いとみられる。また、共通通貨導入の移行過程における管理相場制についても、アジアでは通貨アタックを受けるリスクを無視できない。さらに、ECUの経験をACU普及上の含意という観点から振り返ると、当局の取り組みのみならず、市場における通貨統合に向けた期待の醸成や国際的な関連決済制度・金融商品市場の整備が重要であると分かる。また、現金通貨を持たないECUでの商取引が限界的であったことや、ECU決済上安全性・利便性において改善すべき点があったこと、対域内通貨で変動範囲が設定されていたECUでさえ乖離指標として注目されなかったことなど、ECU普及上みられた問題への対処も課題である。

本稿作成にあたり、長井滋人氏からは、内容への丁寧なコメントだけでなく、論文作成のきっかけや進め方に関するアドバイスを頂いた。本文中のADXYに関する記述については、日本銀行金融市場局外国為替平衡操作担当から情報を頂いた。また、井上哲也、大澤祐次、大橋千夏子、川添敬、白神猛、曾我野秀彦、藤木裕、堀井昭成、松下顕、山寺智、渡辺賢一郎の各氏からは非常に有益なコメントを頂いた。記して感謝したい。ただし、あり得る誤りは筆者に属する。また、本稿に記された内容・意見は、筆者個人のものであり、日本銀行および国際局の公式見解を示すものではない。

1. はじめに

アジアの為替制度を巡る議論が活発化している。議論が最初に本格化したのは、1990年代末、アジア通貨危機の一因がアジア各国の対ドル固定相場制にあったとの理解のもと、危機予防の観点でどのような制度を構築すべきか、という問題意識が形成されてからのことである。そこで、まず議論され始めたのが円・米ドル・ユーロを中心とした通貨バスケットを参照する管理相場制の導入である¹。次に、主として2000年代入り後、1990年代後半以降におけるアジア各国間の水平・垂直分業関係の発展や、同時期に導入されたユーロの成功により、共通通貨導入もアジアにおける為替制度の将来像として提唱されるようになってきた²。

最近では、将来の共通通貨化も展望しつつ、アジア通貨単位（ACU、アキュ〈Asian Currency Unit〉）の創設を具体化しようとする動きがみられており、2006年入り後、アジア開発銀行（ADB〈Asian Development Bank〉）関係者がACU公表に対する意欲を明らかにしたほか³、2006年5月のASEAN+3（日本、中国、韓国）財務相会合では、傘下のリサーチグループで「アジア地域の一層の金融の安定に向けた『地域通貨単位』構築の手順を研究」することがコミュニケに盛り込まれた。

こうした中、学界においても、アジア共通通貨の成立可能性を検討する研究が蓄積されてきており、例えば、主に最適通貨圏の議論に基づいた実証研究は、本稿でレビューするものだけでも14を数える。

本稿は、こうしたアジア為替制度を巡る動きの活発化や研究の蓄積を踏まえ、ACU設定・公表や共通通貨導入など、様々な論者によって議論されているアジア為替制度構想を概観するとともに、同構想に関する理論上・実証上の論点整理を行い、議論に貢献することを目的としている。

検討にあたって本稿が採るアプローチの特徴は、以下の2点である。第1に、伝統的な最適通貨圏の議論や、政治・制度環境など他の諸条件に基づく議論については、新たな実証分析を行なうことよりも、既存の研究をより多く、丹念にサーベイし、そこからなるべく頑健な含意を得ることに焦点を置く。第2に、実証研究として、これまでACUの設定・公表を中心に検討が進む一方で、その普及可能性が真剣に議論されていないことに鑑み、通貨単位の natural experiment である欧州通貨単位（ECU、エキュ〈European Currency Unit〉）の経験を精査し、ACU普及上の課題に関する含意を得ることとする。

¹ 例えば、外国為替等審議会（1999）。

² 例えば、円の国際化推進研究会（2003）。

³ 例えば、2006年2月11日付日本経済新聞朝刊「アジアの経済統合—進化するか、アジア開発銀行総裁黒田東彦氏に聞く」。

予め主たる結論を整理すると以下の通りである。

- (1) アジア為替制度構想は、論者によって展望する最終的な制度の違いはあるが、①各国が円・米ドル・ユーロから成る通貨バスケットを参照する管理相場制を導入、②同バスケットのウェイトを統一して共通バスケットを採用、③ACUに基づくアジア共通通貨を導入、といった3段階プロセスを想定している。ACUの設定・公表は、こうしたプロセスを促すものとして位置付けられる。
- (2) 共通通貨導入の経済的効果を最適通貨圏の議論により整理すると、まず、開放度と域内貿易・投資が大きい場合、為替レート安定・取引コスト低下のベネフィットも大きい。一方、マクロ経済ショックの各国間の相関・類似性が低かったり、要素移動や財政政策の柔軟性が低かったりする場合などは、各国毎の為替レート調整と金融政策の放棄に伴い、マクロ経済の安定を損なう可能性もある。こうした観点に基づいてアジア共通通貨を評価した先行研究ではその大半が、アジアの一部地域に関し、開放度・域内貿易が大きいことや、各国ショックの相関・類似性も欧州にさほど劣らないことなどを理由に、共通通貨の導入に肯定的である。
- (3) もっとも、より広い観点として、歴史や政治・制度環境の他、各国の経済発展段階やマクロ経済政策のトラックレコードにおける相違を勘案すると、アジアにおける共通通貨の導入上、解決すべき課題は多いとみられる。
- (4) また、バスケット参照管理相場制を採用している段階では、欧州通貨統合時同様、通貨アタックを受けるリスクが存在する。こうしたリスクは、歴史・政治・制度面で統合に向けたモメンタムに乏しいアジアでは無視できない。
- (5) さらに、ACUが共通通貨導入を促進する可能性を検討するため、ECUの経験をACU普及上の含意という観点から振り返ると、当局の取り組みのみならず、市場における通貨統合に向けた期待の醸成や国際的な関連決済制度・金融商品市場の整備が重要であると分かる。また、現金通貨を持たないECUでの商取引が限界的事であったことや、ECU決済上安全性・利便性において改善すべき点があったこと、対域内通貨で変動範囲が設定されていたECUでさえ乖離指標として注目されなかったことなど、ECU普及上みられた問題への対処も課題である。

以下、まず次節で、アジア為替制度構想とACUに期待されている役割について整理する。3節では、最適通貨圏の議論に沿ってアジアにおける共通通貨の成立可能性を検討した先行研究をサーベイする。4節では、政治・制度環境

等、共通通貨の実現可能性を巡るより広い観点からの論点整理を行なう。5 節では、共通通貨への移行過程における通貨アタックのリスクを指摘する。6 節では、ECU の経験を整理する。最後に 7 節で結論を述べる。

2. アジア為替制度構想と ACU

(1) アジア為替制度構想

アジアにおける為替制度に関し、最近積極的に提唱されているのは、域内通貨間の安定を図る制度の構築である。その構想は、論者によって進む段階の差はあるが、共通通貨導入を最終目標とした以下のプロセスとして整理できる（図表 1）。特徴は、まず、各国が主要貿易相手国通貨である円・米ドル・ユーロのバスケットに対する通貨安定を図ることを通じて、域内通貨間の安定を目指すことにある。

第 1 段階 各国によるバスケット参照管理相場制（BBC〈バンド、バスケット、クロール〉制）の採用⁴

各国が主要貿易相手国通貨である円・米ドル・ユーロのバスケット（G3 通貨バスケット）にペッグしつつ、中心レートから一定幅での変動を許容し（バンド）、中心レート自体も適宜見直す（クロール）。この制度により、アジア各国は、名目実効レートの変動を抑制することができる。域内レート
の安定を重視する論者は、このとき、バスケット中の通貨ウエイトは各国間でなるべく近いものとし、域内レートの変動幅を抑えるようにすることを主張。なお、現時点の代表的な BBC 制導入国はシンガポール。中国・マレーシアも 2005 年、バスケットを参照する旨発表している。

第 2 段階 各国バスケット内の構成通貨にかかるウエイトの統一⁵

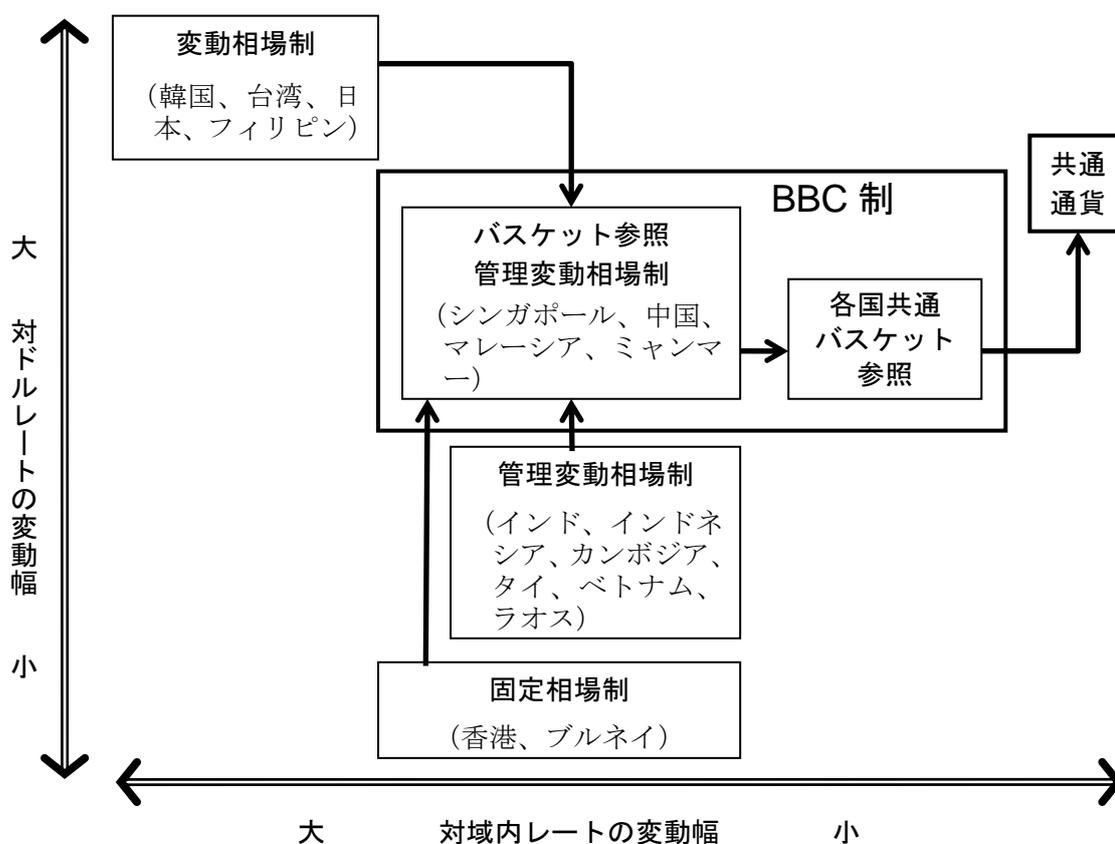
各国がバスケットの構成通貨にかかるウエイトを統一することにより、域内レートの変動は一層限定され、共通通貨の採用と非常に近い効果が得ら

⁴ Dornbusch and Park (1999)やWilliamson (2000)、Mussa, Masson, Swoboda, Jadresic, Mauro, and Berg (2000)はこの第 1 段階のみ主張。

⁵ Mori, Kinukawa, Nukaya, and Hashimoto (2002)や伊藤 (2005) は第 1~2 段階を主張。Kawai and Takagi (2000)やWilliamson (2005) は特に第 1 段階に言及することなく第 2 段階を提唱している。なお、Hefeker and Nabor (2005)やOgawa and Shimizu (2006)は各国通貨をアジア通貨単位にペッグすることを提唱している。前者はその理由として、G3 通貨バスケットに対するペッグのもとでは、ペッグされる側である G3 による介入が期待できないことなどを挙げている。また、特に中国元が将来的にウエイトを増し、中心通貨化すると予想している。後者は、複数の国にとっては、G3 通貨バスケットよりもアジア通貨単位ペッグのほうが実効レートの安定効果が高いことを理由に挙げている。

れる。参照するバスケットの構成通貨は、第 1 段階と同じ、主に円・米ドル・ユーロ。なお、河合（2005）は、この制度のメリットとして、現在のグローバルインバランス解消時に発生するドル下落の際、アジア各国通貨が一体となって増価し、調整コストをアジア全域で薄く広く負担することができる」と主張している。

（図表 1）アジアの現行為替制度と共通通貨への流れ



（資料・注）

1. () 内が現行採用国。矢印が、現在のアジア為替制度構想で想定されている流れ。
2. IMF “Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks” (04年12月31日時点、05年3月公表) を基に、IMF4条協議報告書・各国公表資料等を勘案し作成。
3. IMF の分類は実際の運用ベースであり、各国公表ベースと相違する可能性がある。
4. 固定相場制は単一通貨・バスケットで定義される中心レートに対するペッグ。管理変動相場制は中心レートが定期的に見直されたり、中心レートは存在しないが当局が積極的に介入したりする場合を意味。

第3段階 共通通貨の導入⁶

アジア域内の通貨を共通通貨に統合する。具体的なプロセスは、ユーロ創設に準じるならば、参加国通貨間の変動幅設定、財政政策を含む政策協調の強化、統一中央銀行の創設（ユーロ創設の歴史は補論1参照）。その際には、経済的・制度的収斂が進み、政治的決断のできた国・地域から順次共通通貨に参加していくことが想定されている（マルチトラック、マルチスピードアプローチ）。

(2) ACU

ACUは、アジア各国通貨（ASEAN・日中韓通貨）を加重平均したものであり、上記プロセスの最終段階において共通通貨として機能することが期待されている（ACUの計算を巡る議論については補論2参照）。しかしながら、共通通貨の実現には相当程度長い年月を要するとみられることから、取り敢えず、最終的に共通通貨としても機能し得るACUを設定・公表してその普及を促し、共通通貨導入の環境を整えていくことが提唱されている⁷。Eichengreen（2006）は、これを並行通貨（parallel currency）アプローチと呼んでいる。

ACUの具体的な使われ方としては、域内貿易や外貨準備の計算単位、各国為替レートがアジアの平均からどの程度乖離しているかを測る基準、ACU建て債券の発行、などが考えられている。その普及上は、市場がどの程度ACUを有用と考えるかが重要であり、また、公的部門における積極的な使用も必要と認識されている。

このうち、乖離指標としてのACUの活用可能性については、既に公表されているアジア通貨指数の1つである一橋大学・経済産業研究所公表のAMU（アミュ〈Asian Monetary Unit〉）を用いて類推することができる（図表2）⁸。

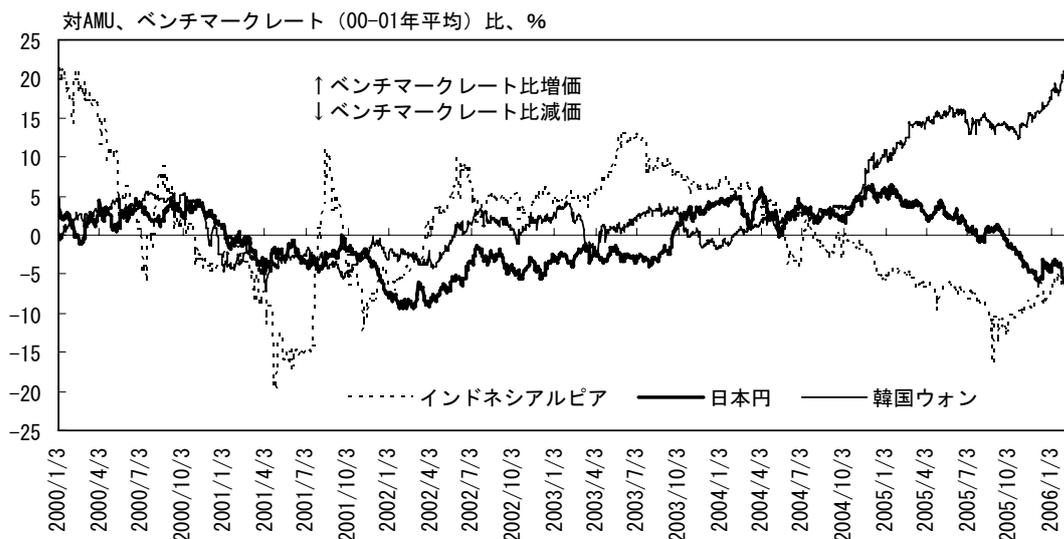
⁶ 河合（2005、2006）、黒田（2005）、Kuroda（2006）は第1~3段階を主張。Kwan（2001）は、アジア各国が実効為替レートの安定を図るうえでは、円に大きなウエイトを与えるバスケットが適当と述べたうえで、最終的に日本銀行がアジアの金融政策を運営する姿を示唆している。一方、McKinnon（2000）は、アジアにおけるインボイス通貨としてのドルの優位性や米国の物価安定を理由に、ドルペッグを主張。また、Mundell（2002）も、低金利を背景とした円の増価傾向などを理由に、円は他通貨にとってのアンカーに適当でないとして、ドルペッグから長期的に共通通貨を実現するプロセスを提唱している。

⁷ Agarwala（2003）、Eichengreen（2006）、Plummer and Click（2005）、河合（2005、2006）。2006年2月11日付日本経済新聞朝刊「アジアの経済統合—進化するか、アジア開発銀行総裁黒田東彦氏に聞く」でもACU構想が提唱されている。また、Mori, Kinukawa, Nukaya, and Hashimoto（2002）は、アジアの貿易業者が為替リスクをヘッジする手段として、円・米ドル・ユーロで構成されるバスケット通貨を提唱している。

⁸ 伊藤隆敏経済産業研究所ファカルティフェロー（東京大学教授）のプロジェクト「アジアの最適為替制度」のもとで小川英治同ファカルティフェロー（一橋大学教授）が作成。

AMUを乖離指標として用いると、対アジア通貨で円が相対的に安定していることや、インドネシアルピアが非常に不安定な動きとなっていること、また、近年では、韓国ウォンの上昇が目立ち、東アジア域内で価格競争力の低下に直面していることなどが分かる。

(図表2) AMU 乖離指標



(注) ベンチマークは2000～01年平均レート。これは、1990～2003年のうち、ASEAN+3が最小の貿易黒字を記録した01年を「最も均衡に近付いた」と考えたもの。

3. 最適通貨圏の議論からみた共通通貨の評価

前節でみたように、ACU 設定・公表を含むアジア為替制度構想の最終目標は共通通貨の導入であることから、同構想を評価するうえでは、アジアにおける共通通貨導入の是非が1つの基準となりうる。

共通通貨の経済合理性を評価するうえでの伝統的な試みは、最適通貨圏の議論に基づくベネフィットとコストの定量的な把握である⁹。この議論に則れば、開放度と域内貿易・投資が大きい場合、為替レート安定・取引コスト低下のベネフィットも大きいと評価される一方、マクロ経済ショックの各国間の相関・類似性が低かったり、要素移動や財政政策の柔軟性が低かったりする場合などは、各国毎の為替レート調整と金融政策の放棄に伴い、マクロ経済の安定を損

なお、補論2で紹介するように、アジア通貨指数については、JPモルガン・ブルームバーグ公表のADXY (エイディキシー) も存在する。

⁹ 最適通貨圏の議論に関するサーベイとしては、例えばMongelli (2002) を参照。

なう可能性がある」と評価される¹⁰。

アジアについて各基準を評価してみると、開放度・域内貿易は大きく、各国ショックの相関・類似性についても欧州にさほど劣らない（図表 3）。また、他の基準をみても、財政収支については日本のみが非常に悪化した状況にあるほか、インフレ率についてもインドネシアとフィリピンが例外的に高いなど、未達成国は限定されている（図表 4、5）。これらを踏まえると、アジアの一部地域は、少なくとも通貨統合前の欧州と同程度には最適通貨圏の条件を満たしているようにみえる。

（図表 3）最適通貨圏の評価基準とアジアに関するデータ・既存研究の整理

評価基準とその意味	データ・既存研究
<p>① 開放度・域内貿易の大きさ</p> <p>開放度・域内貿易が大きいほど、為替レート安定・取引コスト低下のベネフィットが大きくなるほか、財市場の統合も進んでいるため、為替レート調整の必要性が小さい。</p>	<p>2002 年のアジアの開放度（輸出入の GDP 比）は、21.1%（日本）～273.7%（シンガポール）、中央値 87.7%。2003 年のアジアの域内貿易比率（域内貿易 /（輸出入計/2））は 54.0%。</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>通貨統合前年（1998 年）の EU の開放度は 32.9%（ギリシャ）～135.5%（ベルギー）、中央値 58.2%。1995 年の EU の域内貿易比率は 56.8%。</p>
<p>② 各国ショック間の相関</p> <p>相関が大きいほど、金融政策対応も同様でよいため、各国独自の金融政策を放棄するコストは小さい。</p>	<p>供給ショックについて、アジア 10 か国における全ての 2 か国間の関係のうち 22% で有意な正の相関。</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>欧州 14 か国の同数値は 27%。</p>
<p>③ ショックに対する調整速度の類似性</p> <p>調整速度が似ているほど、金融政策対応も同様でよく、各国独自の金融政策を放棄するコストは小さい。</p>	<p>供給ショックについて、日本を除くアジア 9 か国では、5 年分の影響のうち 96% 以上が 1 年間で発生（日本は 87%）。</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>スペインを除く欧州 13 か国の同数値は 90% 以上（スペインは 44.5%）。</p>

¹⁰ 最適通貨圏の実証研究では、長期制約を用いた構造 VAR でマクロ経済ショックを推計することが多い。

<p>④ ショックの波及の大きさの類似性</p> <p>ショックの波及の大きさが似ているほど、金融政策対応も同様でよく、各国独自の金融政策を放棄するコストは小さい。</p>	<p>1%の供給ショックについて、アジア 10 か国では、GDP を 5 年間で 0.009～0.030% 引上げる。</p> <p style="text-align: center;">↑↓</p> <p>欧州 14 か国の同数値は 0.008～0.019%。</p>
<p>⑤ 財政政策の柔軟性</p> <p>財政赤字・債務残高が小さいほど、財政発動余地が高く、各国独自の金融政策を放棄するコストは小さい。</p>	<p>総じて財政状況は良好ながら、日本▲6.5% (2005 年)、ラオス▲3.5% (2005 年)、ベトナム▲3.8% (2005 年) が直近まで持続的に赤字を計上 (図表 4)。</p>
<p>⑥ インフレ率の類似性</p> <p>インフレ率が類似するほど為替調整の必要性が小さい。</p>	<p>総じて低インフレを実現していながらも、インドネシアとフィリピンが一貫して高インフレ。この 2 か国を除けば、ユーロ導入前の欧州並み (図表 5)。</p>
<p>⑦ 要素移動の柔軟性</p> <p>要素移動が柔軟であるほど、ショック発生時における各国間の要素価格の乖離が小さくなり、為替レート調整の必要性も小さい。</p>	<p>2000 年の労働力に占める外国人労働者のシェアは、日本 1.3%、韓国 1.3%、台湾 2.4%、香港 8.0%、シンガポール 26.0%、マレーシア 13.5%、タイ 1.5%。</p> <p style="text-align: center;">↑↓</p> <p>1986 年における欧州の同数値は、オーストリア 4.31%、フランス 7.12%、ドイツ 6.77%、オランダ 2.91%、スウェーデン 4.88%、スイス 17.48%。</p>

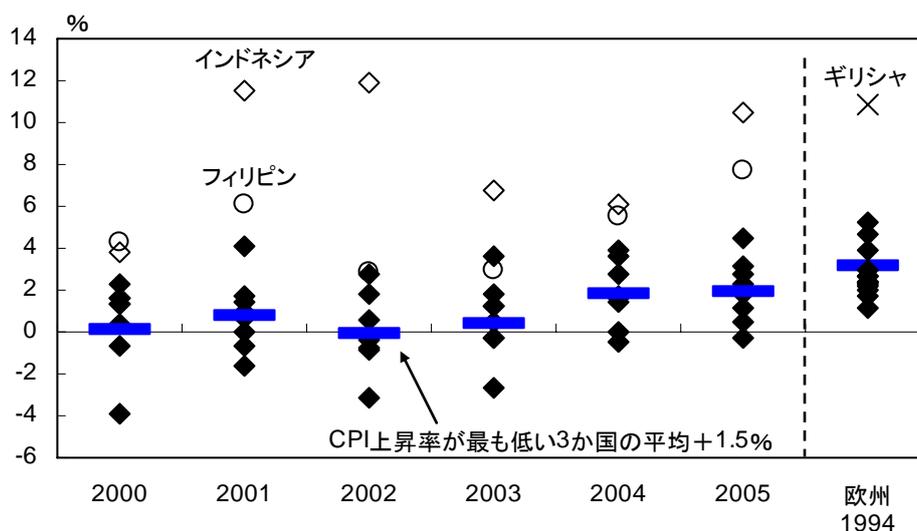
(資料・注)

- ① : Kawai and Motonishi (2004)。東アジアは、域内貿易比率が ASEAN・NIES・中国・日本の 15 か国、開放度はブルネイとミャンマーを除く 13 か国が対象。
- ②、③、④ : 例として Zhang, Sato, and McAleer (2004) を紹介。サンプルはアジアが 1980～2000 年、欧州が 1980～2000 年 (四半期データ)。アジア 10 か国は日本、中国、NIES、ASEAN4。欧州はギリシャ・アイルランド・ルクセンブルグを除くユーロエリア、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、スイス、英国。
- ⑤ : 日本・韓国が OECD “Economic Outlook” (2005 年 12 月)、他国が IMF4 条協議資料。一部推計・見込。シンガポール・インドネシアが中央政府、他国は一般政府。
- ⑥ : アジアは、日本、中国、NIES、ASEAN4。欧州は、ユーロエリア、デンマーク、スウェーデン、英国。比較対象の欧州は EMI 発足年 (1994 年)。資料は日本銀行国際局「統計台帳」、European Monetary Institute “Annual Report 1995”
- ⑦ : アジアは Athukorala (2004)、欧州は Goto and Hamada (1994)。

(図表 4) アジアの財政収支 (シャドー部は▲3%を超える赤字)

名目 GDP 比、%	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
日本	▲7.5	▲6.1	▲7.9	▲7.7	▲6.5	▲6.5	▲6.0
中国		▲3.1	▲3.4	▲2.8	▲1.7	▲2.1	0.0
韓国	5.4	4.6	5.4	0.4	0.0	▲0.2	
シンガポール		3.5	4.2	6.3	3.1	3.0	
香港	▲0.6	▲5.0	▲4.9	▲3.2	▲1.7	▲0.2	
タイ	▲1.8	▲1.1	▲1.2	1.8	0.7	0.1	
マレーシア	0.7	▲0.3	▲0.9	▲1.2	▲0.5	1.0	
インドネシア		▲3.2	▲1.5	▲1.9	▲1.4	▲1.0	
フィリピン			▲5.6	▲5.0	▲4.2	▲3.1	▲2.5
ブルネイ		4.3	▲6.9	10.8	16.1	19.5	
ベトナム	▲5.0	▲5.0	▲4.5	▲7.2	▲4.5	▲3.8	
ラオス		▲4.4	▲3.3	▲5.7	▲3.4	▲3.5	▲4.0
カンボジア	▲2.1	▲2.8	▲3.8	▲4.5			

(図表 5) アジアの CPI (総合) 上昇率



そこで、こうした結論の頑健性を評価するため、最適通貨圏の議論に基づいてアジア共通通貨の是非を評価した 14 研究をサーベイしたのが (図表 6) である。各研究は、計量分析の手法やショックを計測する際の定式化などで主な違いがあることから、それぞれを頑健性の確認とみることが可能である。

これによれば、共通通貨の導入を適当とする国の範囲には研究によって差があるものの、2 研究を除く全ての研究が、アジアの一部地域について最適通貨圏の成立を肯定している¹¹。より仔細にみると、少なくとも 14 研究中 10 以上

¹¹ Sánchez (2005)は、通貨同盟に属する各国がマクロ経済の安定を達成するうえで類似すべきパラメーターをモデルで表現し、そのパラメーターに影響を与えるような特性として各国経済における部門別シェアなどを各国比較している。

の研究で検討されている組み合わせの中では、以下のような特徴が窺える¹²。

(図表 6) 最適通貨圏が成立するとされた範囲¹³

	中国	香港	台湾	日本	韓国	シンガポール	マレーシア	インドネシア	タイ	フィリピン	他のアジア	豪、NZ	インド
Bayoumi et al. (2000)													
Loayza et al. (2001)													
Yuen (2001)													
Baek et al. (2002)													
Chow et al. (2003)													
Lee et al. (2003)													
Kawai et al. (2004)													
Kwak (2004)													
Zhang et al. (2004)													
Girardin (2005)													
Sánchez (2006)													
Tang (2006)													
Ogawa and Kawasaki (2006)													
Huang et al. (2006)													

(注) シャド一部は最適通貨圏が成立するとされた範囲。太枠部は当該範囲のみで成立。斜線部は当該研究において検討対象外の国。

- ① 最適通貨圏が成立しているとされる割合が高いのはマレーシア・シンガポール間（79%〈11/14 研究〉）¹⁴。
- ② 日本は韓国との間で上記の割合が高く（67%〈8/12 研究〉）、中国は日本・韓国・シンガポール・マレーシアとの間で（50%〈5/10 研究〉）、また、韓国はシンガポール（69%〈9/13 研究〉）との間で、それぞれ上記の割合が高

¹² 最適通貨圏から除外される場合は、推計されたショックの他国との相関が低いことが主たる理由となっている。

¹³ 他にAlesina, Barro, and Tenreyro (2003)が円・ドル・ユーロ圏をそれぞれ検討し、円圏について否定的見解を提示している。

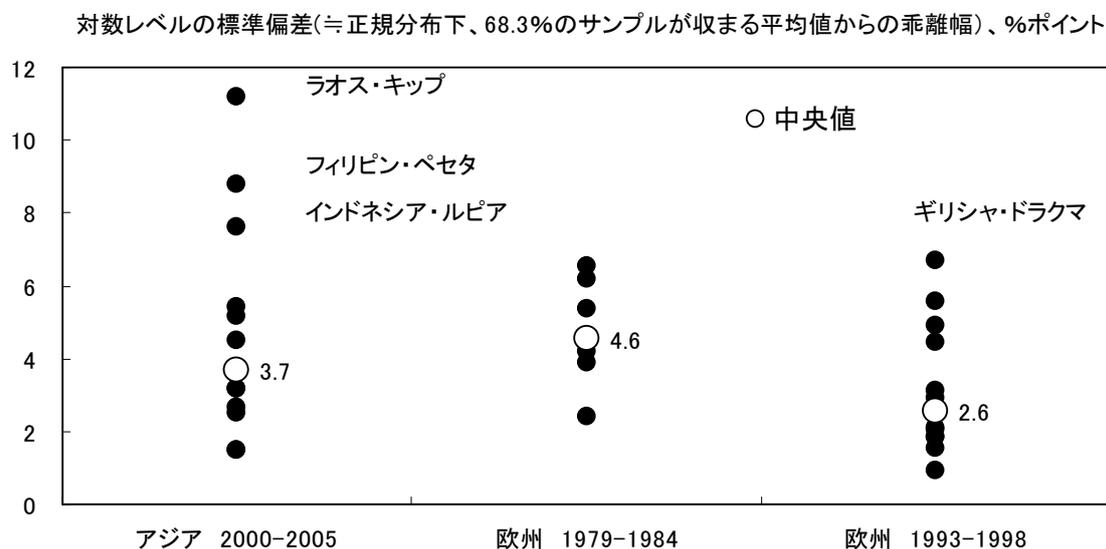
¹⁴ マレーシアリングは、実際の制度上も、1967年6月以降1973年3月まで、シンガポールドル・ブルネイドルの2通貨と等価交換が可能であった。シンガポールドルとブルネイドルについては、現在も等価交換が可能である。詳しくは、Ngian and Yuen (2002)。

い。

- ③ ASEAN では、上述のマレーシア・シンガポール間に次いで、マレーシア・タイ・インドネシアの間で上記の割合が高い（69%〈9/13 研究〉）。
- ④ 上記の割合が最も低い国はフィリピン（タイとの間における 42%〈5/12 研究〉が最高）。

なお、こうした評価は、全体として、通貨統合前の欧州に比したアジア通貨の収斂状況とも整合的である（図表 7）。

（図表 7）アジア・欧州各国通貨の対域内名目実効レートの変動



（注）アジアは、ASEAN+3 各国通貨の対 AMU レート。欧州は 1979 年 3 月-84 年 2 月がフランスフラン、ベルギーフラン、ドイツマルク、イタリアリラ、オランダギルダー、デンマーククローネ、アイルランドポンドの ERM 当初参加 7 通貨（アイルランドポンドのデータは 82 年 1 月）。1993-98 年は、同 7 通貨のほか、ギリシャドラクマ、スペインペセタ、ルクセンブルグフラン、オーストリアシリング、ポルトガルエスクード、フィンランドマルカの現ユーロ参加 6 通貨を加えたもの。なお、デンマークは現在ユーロには参加していないものの、ERM II に加盟。

すなわち、アジア各国通貨について、対AMUレートを用い、対域内名目実効レートの変動をみると、±3.7%に概ね納まっており、欧州通貨の対ECUレートの変動と比べれば、ユーロ誕生前（1993-98 年、2.6%）よりは大きい、EMS発足後（1979-84 年、4.6%）よりも小さい。これは、為替レートによるマクロ経済調整の必要性が、最終的に通貨統合を実現し得た当時の欧州とさほ

ど変わらない程度に小さいことを示唆している¹⁵。また、個別国についても、フィリピンの通貨変動が他国比極端に大きいことは、先行研究の多くにおいて、同国を含む最適通貨圏が成立していないとされていることと整合的である¹⁶。

4. より広範な論点に基づく共通通貨の評価

こうした最適通貨圏の議論に基づく評価は伝統的なものであるが、共通通貨の導入はより広範な論点からも評価されるべきである。例えば、通貨の発行が国家主権の根幹の1つとされてきたことを考えれば、経済合理性以外の要因にも大きく左右されるであろうことは容易に想像が付く。実際、アジアについては、既存研究の多くが寧ろ、経済統合に向けた歴史や政治・制度的基盤、経済発展段階・マクロ経済運営のトラックレコードの差、域内基軸通貨の有無といった点において、共通通貨導入上の課題を指摘している。また、そもそも事前的な最適通貨圏条件の成立を重視しない説も存在する。以下、それらの指摘を具体的に整理する。

① 経済統合に向けた歴史や政治・制度的基盤の乏しさ

アジアは、共通通貨導入に繋がるような歴史に浅く、政治・制度的基盤も未発達との指摘がある¹⁷。すなわち、アジアボンドファンド (ABF (Asian Bond Fund)) やチェンマイイニシアティブ (CMI (Chiang Mai Initiative)) などの金融協力はあるが¹⁸、前者は運用開始が2003年であり、後者も2000年のASEAN+3 財務大臣会合合意に基づく取り組みであるなど、その歴史は浅い。また、アジア広域に亘る首脳レベルでの政治的対話をみると、その開始はASEAN+3 首脳会議が1997年、インド・オーストラリア・ニュージーランドを含む東アジア首脳会議が2005年と、比較的最近であるほか、経済統合に向けた意欲も、第2次世界大戦後の欧州ほどの高まりには至っ

¹⁵ 当然のことながら、これはアジア各国による有形無形のドルペッグを反映したものとみられるが、仮に為替レートによるマクロ経済調整の必要が生じたならば、変動相場制への移行を余儀なくされ、結局域内レートの変動も大きくなっていたはずである。

¹⁶ インドネシアについては、通貨変動はフィリピン同様大きい一方、最適通貨圏は、マレーシア・タイとの間において69%の研究で成立している。これは、インドネシアルピアの変動において、経済のファンダメンタルズ以外の要因が大きく作用している可能性や、検討の十分でない最適通貨圏条件が存在している可能性があることを示唆している。

¹⁷ Bayoumi, Eichengreen, and Mauro (2000)、Wyplosz (2001)、Kawai and Motonishi (2004)、Eichengreen (2005)、Glick (2005)、Kwack (2005)、黒田 (2005)、Kenen and Meade (2006)が指摘。

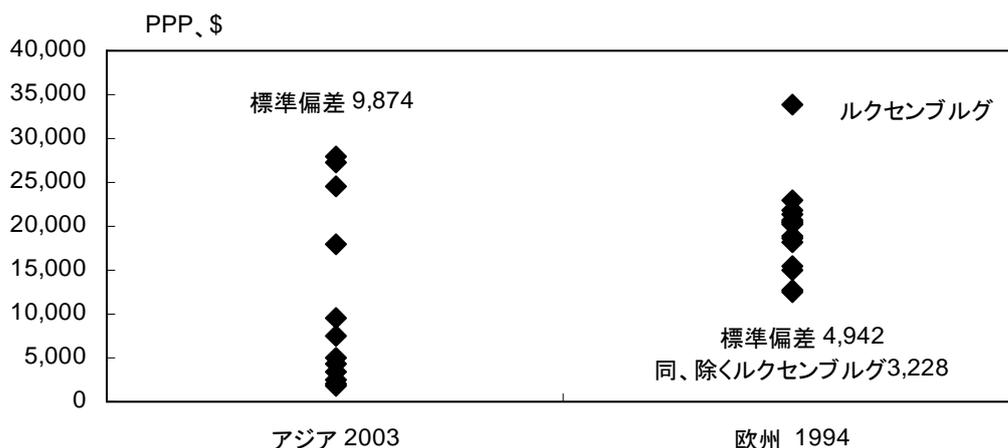
¹⁸ ABFは、アジアにおける債券市場育成を目的としてEMEAP (Executives' Meeting of East-Asia and Pacific Central Banks) が創設したアジアの債券を投資対象とするファンド。CMIは、アジアにおける通貨協力体制強化を目的として、各国間で通貨スワップ取引ネットワークを構築する取り組み。

ていないように見える¹⁹。同時期の欧州でみられたような、域内を業務区分とする様々な分野の機関についても、アジアではADBを例外として、見当たらない。

② 経済発展段階におけるばらつきの大きさ

アジアでは各国間の経済発展段階の差が大きく、例えば 1 人当たり GDP のばらつきはユーロ発足前の欧州比約 3 倍である（図表 8）。これは、経済構造の大きな違いや、社会的課題としての共通通貨導入に対する優先順位の大きなばらつきを示唆するとみられ、共通通貨導入上の障害となりうる²⁰。また、資本蓄積が不足気味の途上国の金利は先進国比高くなるのが自然であり、共通通貨とそれに伴う域内単一金利の導入が各国経済の不安定化に繋がる可能性も否定できない。

（図表 8）国民 1 人当たり GDP（PPP ベース）



（資料・注）アジアは日本、中国、韓国、香港、ASEAN（ミャンマー・ブルネイを除く）。欧州は、ユーロエリア、デンマーク、スウェーデン、英国。比較対象としている欧州は EMI 発足年（1994 年）。資料は World Bank “World Development Indicators”。

③ マクロ経済運営におけるトラックレコードのばらつきの大きさ

通貨危機後における各国マクロ経済運営のトラックレコードをみると、インドネシアとフィリピンを例外として、総じて低インフレを実現している。このように、通貨危機後、より柔軟な為替制度と物価安定重視の金融政策

¹⁹ ASEANについては、2006年5月の経済相会合において、ヒト・モノ・カネの域内移動を自由化する経済共同体を2015年に実現することで実質合意するという進展があった。

²⁰ 例えば、貧困国は通貨統合よりも経済成長を選好するかもしれない。類似した議論を Bayoumi, Eichengreen, and Mauro (2000)やWyplosz (2001)が展開。

の確立によって良いトラックレコードを作ってきた国には、独自の金融・為替政策を放棄し共通通貨を導入するインセンティブが小さい²¹。

④ 域内基軸通貨の不明確さ

ユーロ導入成功の一要因として、背後に大きな経済規模を備えた低インフレ通貨であるドイツマルクが存在したため、各国通貨がマルクに連動するかたちで収斂することができた点も挙げられる。これを踏まえ、アジアにおいてこうした役割を果たす通貨が不明確であることを、共通通貨導入上の課題とする指摘がある²²。

⑤ 最適通貨圏条件の内生性

「最適通貨圏条件の内生性」の議論も念頭に置くべきである。この議論では、共通通貨の導入こそが為替変動の除去を伴う強固なコミットメントであり、各国間の貿易・投資を促し、経済の共変性を高めると考えられている²³。この議論に従えば、最適通貨圏条件が成立しない国でも共通通貨の導入により事後的に最適通貨圏を満たし得るため、事前の同条件への適合性のみに基づき共通通貨導入の是非を議論することはあまり意味が無いことになる。

5. 移行プロセスにおけるリスク

前述したように、アジア為替制度構想の論者は多くの場合、共通通貨導入は長期的な課題としても、短・中期的には、各国が共通バスケットへのペッグに移行することを通じて域内為替レート of 安定を図るべきとの意見を表明している。こうした漸進策は現実的な解にみえる一方で、通貨アタックを受けるリスクを考慮する必要がある²⁴。

まず、欧州が共通通貨導入に向けて域内通貨に中心相場を設定していた時代には内外の強い資本規制が存在していたが、今日のアジアでは、既に資本移動

²¹ 共通通貨導入に対する各国のインセンティブが、マクロ経済運営のトラックレコードによって異なり得ることは Bayoumi, Eichengreen, and Mauro (2000) や Alesina, Barro, and Tenreyro (2003) が指摘している。

²² Glick (2005)。Wyplosz (2001) は中心国の存在も重要であるが、それ以上に各国間の信頼を醸成する段階を踏むことが重要と述べている。

²³ Frankel and Rose (1998) 参照。

²⁴ また、域内為替レートの変動抑制の効果は共通通貨導入に近い場合、その実現にあたっては、上述のような共通通貨導入を巡る論点を吟味する必要がある。このほか、de Brouwer (2004) は、共通バスケットに対するペッグの下では、貿易ウエイトに基づく実効為替レートの変動が各国で非対称になるため、円・ドル・ユーロの変動によって競争力を失う国が存在することを、共通バスケット採用上の困難として指摘している。

の自由化が進んでおり、民間資本フローに対してより脆弱な可能性がある。また、上述のように、アジアは、欧州が有していた経済統合に向けた歴史と政治・制度的基盤に乏しいことから、共通バスケットへのペッグにより域内通貨間の安定を図っても、市場の信認を得られずに、通貨アタックを受ける可能性がある（図表 9）²⁵。

（図表 9）欧州経済統合を巡る 1970 年代初頭までの動き

1693	イギリス貴族ウィリアム・ペン（1644～1718） ²⁶ が欧州議会の設立を提案。
1849	フランスの文豪ヴィクトル・ユゴーが、国際平和会議において、欧州合衆国の創設を呼びかけ
1923	パン・ヨーロッパ運動開始
1946	チャーチルが欧州合衆国創設を提唱
1948	統合運動のためのハーグ会議開催 欧州経済協力機構（OECE〈Organization for European Economic Cooperation〉）発足
1949	欧州評議会設立 — 経済・社会・文化各領域における協力を協議
1950	欧州決済同盟（EPU〈European Payments Union〉）設立 — 欧州域内の為替取引自由化を推進
1951	欧州石炭鉄鋼共同体（ECSC〈European Coal and Steel Community〉）発足 — 欧州の石炭と鉄鋼生産を管理
1957	ローマ条約調印 — 58 年の欧州経済共同体（EEC〈European Economic Community〉）発足に合意、為替レートが加盟国における共通の関心事であることも明記
1962	EC 委員会が通貨同盟の計画に言及
1965	共通農業政策の採用
1968	関税同盟の設立
1970	ウェルナー委員会が 80 年を目標に通貨同盟への移行を推奨
1972	スネーク制導入

²⁵ Wyplosz (2001)、de Brouwer (2004)、Eichengreen (2006)、Glick (2005) が指摘。もっとも、歴史等の前提条件に優れないアジアが将来的に共通バスケットの採用に移行できたとすれば、それは相当程度、政策当局の強固な意志が働いたと理解される可能性もある。

²⁶ ウィリアム・ペンは、イギリス貴族・ペンシルヴァニア領主。海軍提督である父のチャールズ 2 世に対する与信の見返りとして、ペンシルヴァニアの領主権を与えられた。クエーカー教徒であるにもかかわらず、ヨーロッパ諸国における少数宗派の弾圧を踏まえ、ペンシルバニアを全ての宗派に開放したことなどで評価されている。

この点、現在のアジアに比べ、通貨統合上有利であったとみられる欧州でさえ通貨危機に陥った点は示唆的である。同危機の要因としては、イタリアの失業率上昇等に伴う緊縮政策の困難化といった実体経済面での問題のほか、speculative attackが指摘されている²⁷。

speculative attack のメカニズムは以下の通りである。市場参加者が、ある国の為替協定への参加継続に対し何らかの疑念をもち、通貨アタックを仕掛け、当該国を協定から離脱させたとする。通貨協定から離脱した国にとっては、緊縮型の政策を採り続けても協定への復帰が容易ではない場合、当面、緩和型の政策を採ったまま協定から離脱し続けることが合理的になり、実際にそうした行動を採る。その結果、市場参加者の期待は自己実現してしまう。

こうしたリスクは、最終的な共通通貨導入への強いコミットメントが確立していない下では、特に大きくなると思われる。また、多くのアジア諸国がより柔軟な為替制度に移行している背景に、固定的な為替制度の資本フローに対する脆弱性を通貨危機で痛感した経験があることも念頭に置くべきであろう²⁸。

6. ECU の経験からみた ACU 普及上の課題

ここまでは、アジア為替制度構想について、その最終的な目標である共通通貨導入及びその前段階としてのバスケットへのペッグの妥当性という観点から論じてきた。本節では、アジア為替制度構想におけるもう 1 つの重要な要素である並行通貨アプローチ、すなわち、ACU の設定・公表により共通通貨実現に向けたプロセスを進展させるという提案について論点整理を行なう。

これまでの ACU 構想において欠けているのは、その普及可能性に関する考察である。例えば、ACU の普及自体が共通通貨導入の環境整備になるといつても、先行きの共通通貨導入に対する展望が乏しい状況下で、ACU が普及し得るのかどうか明らかではない。

これを踏まえ、以下では、バスケット通貨導入の先例である ECU の経験を、ACU 普及上の課題を明らかにするための natural experiment として捉え、通貨の 3 つの機能(価値尺度機能、価値保蔵機能、交換機能)の観点から、詳しく検討することとする。

(1) ECU の概要

ECU は EC (European Community) 加盟国通貨を、主に GDP・EC 域内貿易・EMS 短期通貨支援拠出に占めるシェアで加重平均したバスケット通貨

²⁷ 例えば、Eichengreen and Wyplosz (1993)。

²⁸ 関連して、de Brouwer (2004)は、経済主体が柔軟かつ変動しうる為替レートへの対処を学び始めた時に、ペッグ制に移行する必要は小さいと述べている。

であり、1979年の欧州通貨制度（EMS〈European Monetary System〉）設立とともに誕生し、1999年のユーロ導入まで通貨として利用された。

構成通貨は、EC加盟国通貨とされ、5年毎（1984年、1989年）に見直されていたが、1993年11月発効のマーストリヒト条約によって、その後の構成通貨の変更は認められなくなった²⁹。これによって、構成通貨の変更に伴うECU金利の変動懸念が無くなることから、ECU取引の増加が期待された³⁰。

また、ウエイトについては、上の3要素で決められるだけでなく、ECUの計算式上、増価した通貨がECUへの影響度を増す効果を調整するため、1984年と1989年には、強い通貨のウエイトを落とす調整も行なわれた³¹。

ECUには公的ECUと民間ECUの2種類が存在していた。公的ECUは、EMSの下、各国中銀が、保有する金とドルの各20%を欧州通貨協力基金（EMCF〈European Monetary Cooperation Fund〉）に預託するかわりにEMCFより供与され、為替介入のため各国が資金を融通し合う際の決済手段として用いられることが想定された³²。

一方、民間ECUは、取引のため民間銀行が創出したECU建ての預金である。1988年11月までは、民間銀行が、公的ECUと同価値の通貨による交換に応じていたため、結果的に民間ECUと公的ECUは同価値であったが、それ以降は両者の間に乖離が生じ得るようになった。もっとも、先行き民間ECUと公的ECUが同価値で交換されるとの市場の期待等を背景として、両者の動きは、通貨統合期待が揺らいだ通貨危機時などを除き類似したものとなった³³。

²⁹ ECUの構成通貨は、EC加盟国の増加に伴い、1984年にギリシャドラクマが、また、1989年には、スペインペセタとポルトガルエスクードが、それぞれ追加された。もっとも、マーストリヒト条約発効に伴い、その後EUに加盟したオーストリアなどの通貨は、ECUに追加されなかった。なお、1989年変更時の各構成通貨のウエイトは、ドイツマルク30.1%、フランスフラン19.0%、英国ポンド13.0%、イタリアリラ10.15%、オランダギルダー9.4%、ベルギーフラン7.6%、スペインペセタ5.3%、デンマーククローネ2.45%、アイルランドポンド1.1%、ギリシャドラクマ0.8%、ポルトガルエスクード0.8%、ルクセンブルグフラン0.3%。

³⁰ 例えば、Plath (1994)。

³¹ ECU構成通貨における高金利国通貨の追加のほか、こうしたウエイト調整も、高金利を伴いがちな弱い通貨のウエイトを増すため、ECU金利の上昇を招き、ECU資産保有者にキャピタルロスを与えかねない。Allen (1987) は、1984年の構成通貨・ウエイト見直しに関し、ECが事前に市場参加者と対話を重ねたことによって見直しの意外感が減り、ECU市場に悪影響を与えなかったようにみえると述べている。

³² EMSに参加している弱通貨国は、EMCFのVery Short Term Facility (VSTF)の下、他のERM参加国通貨を介入のため限度無しで借りることができた。EMCFは、実際に介入が行なわれるにあたっては、介入に使用される通貨を同通貨発行中央銀行から借りた。そうした貸し借りのポジションはECU建てで記帳され、弱通貨国はその一部を公的ECUで返済することが可能であった。例えば、Fratianni and von Hagen (1992)参照。

³³ 民間ECUレートの決まり方についてはFolkerts-Landau and Garber (1992)が詳しい。

(2) 価値尺度機能

公的ECUは、各国通貨の価値を測る手段や公的機関における会計単位として用いるほか、ECUからの乖離をもって **divergence indicator** として利用することが期待された³⁴。

しかしながら実際は、通貨当局が、対ドイツマルクを中心とした2か国間レートの安定を優先させ、介入もそれに基づいて行なっていたため、各国通貨の対ECUレートは注目されなかったとの指摘がある³⁵。

また、乖離指標としてのECUは時として誤った**signal**を出すこともあった。すなわち、EMSの参加国に許された為替変動幅は平価の上下 **2.25%**であったのに対し、イタリアリラや途中参加した英国ポンド、スペインペセタは、上下**6%**の為替変動が認められていたため、ECUレートを大きく動かすことができた³⁶。その結果、他の通貨は自身が安定していてもECUから乖離してしまうことがしばしば発生した。

(3) 価値保蔵機能

民間ECUによる金融取引、特にECU債は広く普及した。具体的には、1981年にイタリアの通信公社SOFTEによって初めて発行された後、1989年のドロール報告書などによる通貨統合に向けた政治的コミットメントの強まりもあって、1990年代初頭にかけてECU建てによる起債が件数・額ともに順調に増加した。特に、1991年には**325億ドル**相当額、国際債券発行額のうち**10%強**に達するまでに成長した（図表10）³⁷。しかしながら、1992年のERM危機を境に起債が急減、ユーロ移行直前の1998年に著増するまで低迷が続いた。

ECU債のベンチマークとしては、各構成通貨の公債利回りを構成ウエイトによって加重平均した、理論的なECU公債利回りが一般的に用いられた。ECU債は、投資家に各国債券を合成させる手間を省かせたり、ユーロ債としての税制面での優遇があったりする分、理論値を下回る利回りとなるのが通常であった。もっとも、両者のスプレッドには、ECU債の発行計画などECU債市場固有の需給環境のほか、後述するように先行きの域内為替安定化に対する期待も

³⁴ EMS関係機関（EMCF・域内中央銀行）とEC（European Community）は会計単位として利用した。

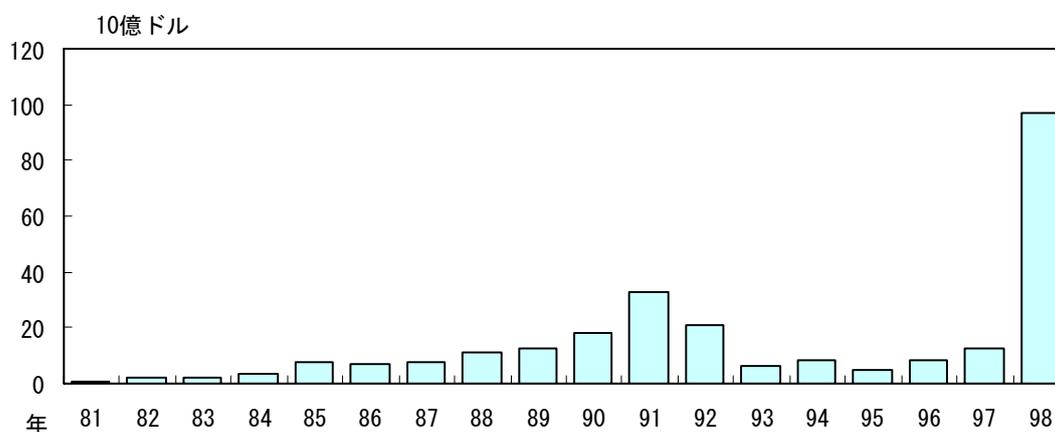
³⁵ Steinherr (1989)、Gros (1991)、Jaillet and Vissol (1991)。

³⁶ 1990年1月以降、イタリアリラの変動幅は**2.25%**になった。

³⁷ Dammers and McCauley (2006)。

影響することから、しばしば実際の利回りが理論値を上回ることもあった³⁸。

(図表 10) ECU 債の発行額



(資料) Dammers and McCauley (2005)

ECU 債市場拡大の要因としては以下の点が指摘されている。

① コンバージェンス取引

通貨統合に向けた政治的コミットメントを背景として域内通貨の安定期待が強まるもとの、投資家には、域内で相対的に低いドイツマルク金利と ECU 債利回りの間の利鞘を抜く取引に対する意欲が高まった³⁹。実際、80 年代末から順調に増加していた ECU 債の起債額は、92 年の通貨危機後、投資家の通貨統合に対する期待が揺らぐ下で、大きく落ち込んだ。

② 低金利での資金調達ニーズ

上述の為替安定期待の下で、政府を含む高金利国の資金不足主体は、ECU 債の発行により低金利での資金調達を図っていた⁴⁰。

③ 通貨統合に向けた政治的推進力

EC機関のほか、将来の通貨統合を後押しするため英仏も積極的に起債したほか⁴¹、上述のように、通貨統合に向けた強力な政治的コミットメントが通貨安定期待を高め、コンバージェンス取引を促した。

④ 外国為替規制への対応

³⁸ Schofield (1991)。

³⁹ Dammers and McCauley (2006)。

⁴⁰ Schofield (1991)。

⁴¹ Schofield (1991)。

外債と位置付けられるECU債は、政府を含む発行体と投資家双方にとって各種規制への対応手段としてニーズがあった。例えば、規制上、非居住者による起債が困難であったドイツマルク債の代用として、マルクを30%程度含むECU債を発行する動きがあったことや⁴²、イタリアやフランスなど弱通貨国が、厳格な為替管理の一方、部分的な外国為替投資手段を国内投資家に与えるため、ECU債の積極的な発行を行ったこと⁴³、などが指摘されている。

⑤ 分散投資効果

各国通貨の変動の分散が、為替リスク抑制を図る投資家・発行者にとって魅力的だったとの見方もある。実際、富裕な個人投資家は、金融市場が未成熟な下、自ら各国に分散投資するには多額の取引コストがかかったため、擬似efficient portfolioとしてECU債を利用していた⁴⁴。

⑥ 関連決済制度・金融商品の整備

ECU債の保管・決済業務はICSD (International Central Securities Depository) であるEuroclearとCedel (現Clearstream) によって執り行われたほか、FINEX・LIFFE・MATIFを通じたデリバティブ取引の拡大がECU債の取引を促進した。

(4) 交換機能

準備通貨としての公的ECUは、市場介入の際に為替市場で売買できず、常にEMCFを通じて他の介入通貨と交換して使用する必要があるなど外貨準備としての利便性に欠けたため、各国が当初供与額以上に持とうとせず、機能しなかったとの指摘がある⁴⁵。

民間ECUによる商取引も、①現金通貨がない、②ECU建ての小切手や送金を利用すると決済に追加的なコストや時間がかかる、③ECU建て取引に関する情報・技術的な支援の不足、④税金や賃金の支払いは国内通貨建てである必要、などの理由によりなかなか普及しなかった⁴⁶。例えば、1986年上半期において、イタリアの貿易のインボイス通貨に占めるECUのウエイトは、輸出で0.85%、輸入で0.41%と非常に小さかった (図表11)。

⁴² Dammers and McCauley (2006)。

⁴³ Hasse (1990)。

⁴⁴ Schofield (1991)、Dammers and McCauley (2006)。

⁴⁵ Steinherr (1989)。

⁴⁶ Jozzo (1989)、Cahen (1991)、Lomax (1991)。

(図表 11) イタリアの貿易におけるインボイス通貨の割合 (1986 年上半期)

%

	イタリアリラ	米ドル	ドイツマルク	ECU
輸出	34.65	27.98	14.86	0.85
輸入	23.45	35.50	16.35	0.41

(資料・注)Jozzo (1989)。イタリア貿易額の概ね 70%中の内訳。

さらに、民間金融機関のイニシアティブにより構築された国際的な民間 ECU の資金決済システムは、一定程度の ECU の普及に貢献したが、決済上の安全性や利便性については改善すべき点もあった。

すなわち、1986 年以降、ECU による決済は、BIS 内に ECU 口座を持つ ECU 決済銀行の同口座間における資金振替により実行されていたが、その大きな特徴は、日々、最終的に、決済上のネット負け先銀行からネット勝ち先銀行にローンを組むことにより、各行のネット勝ち負けをゼロにする点にあった^{47・48}。BIS は、一定額の範囲内でこうした銀行間のローンを組む機能は持ったものの、自身が民間 ECU を貸し出す「最後の貸し手機能」を持たなかったため、一定額以上の決済が最終的に必要となっても銀行間でローンに合意しない場合、決済が完了しない怖れがあった⁴⁹。

また、利便性という点でも、非 ECU 決済銀行による ECU 決済は、ECU 決済銀行を通じる必要があったため時間がかかるといった問題があった⁵⁰。

⁴⁷ Rambure (1987) や Levitt (1991) 参照。ECU 決済銀行は、9 構成通貨を BIS に送金することにより BIS 内の口座に ECU を積むことも可能ではあったが、そのためには BIS 内の 9 中央銀行の口座からそれぞれ振替を実行する必要があり、時間・コストがかかることから、例外的な手段とされていた。

⁴⁸ 国を跨る銀行間の ECU 決済が始まったのは 1983 年である。欧州の 7 銀行 (MESA 〈Mutual Ecu Settlement Account〉銀行) が、相互に ECU 勘定を開き、月々持ち回りで各行のネットポジションを計算して ECU 構成通貨による決済を行なった。非 MESA 銀行も MESA 銀行に開いた口座を用いて銀行間の ECU 決済に参加した。この制度は MESA 銀行間の決済が最終的に ECU ではなく構成通貨で行なわれるという煩雑さを抱えていたほか、より多くの銀行が参加する、機械化されたシステムの必要性に対する認識もあり、1986 年に、BIS を代理人とする決済制度が始まった。Rambure (1987) や Levitt (1991) 参照。

⁴⁹ こうしたリスクを軽減するため、決済システムの改良が進められた。まず、1991 年に、各 ECU 決済銀行がネット負け先に対し最大 5 百万 ECU を転貸する Intermediation Facility が整備された。1993 年には、1 行を除く全行のネットポジションが収まるべき限度額が設定され、その範囲で決済の履行が保障された。さらに、1996 年には、仕向け銀行から被仕向け銀行への支払を制限する日中限度額システムが導入された。また、英国・イタリア・フランスの中央銀行は有担保の流動性供給手段を導入していた。European Monetary Institute (1996) 参照。

⁵⁰ Cahen (1991)。

(5) ACU への含意

こうした ECU の経験に照らし、第 2 節で紹介したような、現在考えられている ACU の用途を評価すると、まず、乖離指標としての役割については、共通通貨の実現に向け対域内通貨で変動範囲が設定されていた ECU でさえ乖離指標として注目されなかったことから、そうした機能を持たない ACU が当局によるモニタリング対象になるとは考え難い。

ACU 債についても、アジア各国の金融市場が十分に発達し、各国に対し個別に投資を行なう際の取引コストが低下するまでの間、擬似 *efficient portfolio* として利用される可能性はあるほか、高金利国の資金調達に利用される可能性もある。しかしながら、ECU 債普及の要因であった当局の取り組みや将来の通貨統合に向けた国民や投資家の期待が存在しない下では、広範な普及を期待するのは難しいとみられる。

さらに、商取引での使用についても、ECU 同様、現金通貨が存在しない点が障害となる可能性がある。

なお、ECU の一定程度の普及には国際的な決済制度や金融商品市場の整備も貢献した。今後、ACU の普及のみならず、共通通貨の実現を展望するのであれば、そうした課題への対応を検討することも求められる。その際には、ECU 決済上みられた安全性・利便性に関する問題への対処も課題となる。

7. おわりに

以上みたように、アジアにおける共通通貨の導入にあたり、最適通貨圏条件が満たされているとする先行研究は多いものの、歴史・政治・制度環境のほか、各国の経済発展段階・マクロ経済政策のトラックレコードにおける相違や移行過程における通貨アタックのリスクなど検討すべき点は多い。また、ACU についても、その普及には数々の実際的な課題があることを ECU の経験は示唆している。

最後に、本稿では扱わなかったが、アジアにおける共通通貨導入の是非は欧州におけるユーロ導入の効果に関する評価とも密接に関わってくる。例えば、ユーロ圏における域内為替レートの安定や取引コストの低下が貿易や投資にどのような影響を与えたのか、財政政策健全化や構造調整の進捗の違いから各国の経済格差が広がっている状況をどう考えるかなど、ユーロ導入の経済的効果に関する評価については、今後一層の検討が求められる⁵¹。

以 上

⁵¹ 現時点で纏まった評価を行う試みとして、例えば ECB (European Central Bank) における 2005 年 6 月のコンファランス “What effects is EMU having on the euro area and its member countries?” における提出論文・議論が挙げられる (ECB のホームページ参照)。

補論 1 ユーロ創設の歴史

1. 欧州通貨制度（EMS〈European Monetary System〉）の創設

1979年3月に創設されたEMSは、①EMS参加国通貨のバスケットである欧州通貨単位（ECU〈European Currency Unit〉）の導入、②参加国通貨間の変動幅を一定範囲内に抑えるメカニズムであるERM（Exchange Rate Mechanism）の導入、などから成っていた。ERM下では、各参加国通貨につき、対ECUの中心相場を定めるとともに、全ての通貨間に中心相場を設定。中心相場からの変動幅は基本的に上下2.25%⁵²。2通貨間で変動幅の限界に達した場合は、両国に無制限の介入義務が発生した。

2. EMU第1段階：各国間の政策協調の強化

1989年4月に公表されたドロール報告書により、経済・通貨統合（EMU〈Economic and Monetary Union〉）に向け、①政策協調の強化、②欧州中央銀行制度の導入、③統一金融政策・単一通貨への移行、という3段階のアプローチが提案され、実際に第1段階が1990年7月に開始した。すなわち、将来の欧州中央銀行制度（ESCB〈European System of Central Banks〉）の下での一元的な金融政策を展望し、EC中央銀行総裁会議が年次報告を欧州議会、閣僚理事会、欧州理事会に提出することとされたほか、閣僚理事会が各国から「コンバージェンスプログラム（経済パフォーマンスの収斂計画）」の提出を受け、これを評価する枠組みも設けられた。

3. EMU第2段階とEMIの設立

1993年11月発効（1991年12月合意）の「欧州連合条約（マーストリヒト条約）」では、EMUのスケジュールを法制化した。これを受け、1994年1月よりEMU第2段階に入り、EC中央銀行総裁会議や欧州通貨協力基金（EMCF〈European Monetary Cooperation Fund〉）を吸収するかたちで欧州通貨機構（EMI〈European Monetary Institute〉）を設立。ECB（欧州中央銀行〈European Central Bank〉）の前身として、統一金融政策・単一通貨の導入に向けて準備。

4. 単一通貨の導入時期・名称の決定

1995年12月のマドリッド欧州理事会において、①第3段階（統一金融政策・

⁵² 1993年8月以降は上下15%。

単一通貨) への移行を 99 年 1 月 1 日とすること、②単一通貨の名称をユーロ (euro) とすること、を決定した。

補論 2 ACU の計算

ACU はアジア各国通貨の加重平均値であり、例えば、2000 年 1 月を $1\$=1ACU$ とした ACU の計算式は、ECU に倣えば以下のようなになる。

$$ACU_t = 1 \cdot \sum_{i=1}^n (w_i \cdot FX_{i,Jan-2000}) / FX_{i,t}$$

w_i はウェイト、 FX は各国通貨の対ドルレートである。ここからも明らかなように、ACU の計算にあたっては、構成通貨とウェイトの選択が必要になる。

まず、構成通貨の選択は、誰が、どのような目的で、どのような環境において ACU を計算するかによって異なる⁵³。本文中で述べたように、ECU の場合も、当初 10 年間は EC 新規加盟国の通貨が 2 度に亘って追加されたが、その後、市場の混乱を避けるため、通貨の追加が中止されるというルールの変更がみられた⁵⁴。

また、ウェイトの選択についても、外国為替取引の自由化が不十分な国の存在を背景として、ACU 内の各国通貨にかかるウェイトの計算に各国の流動性を加味する必要の有無がしばしば議論されている⁵⁵。

実際、現在、公表されているアジア通貨指数については、上述した AMU のほか、JP モルガン・ブルームバーグ公表の ADXY (エイディキシー) があるが、両者の間には、構成通貨のほか、ウェイトにおいても、前者が GDP・貿易シェアを用いているのに対し、後者は貿易シェアと流動性を用いているという違いがある (図表 1)⁵⁶。

⁵³ 例えば、民間の経済主体がアジアの平均的な為替レート把握を目的に構築するのであれば、アジア全域の通貨が選択されるであろうが、欧州経済・通貨統合時のように、アジア経済統合の促進を使命とする公的機関が共通通貨化も視野に構築するのであれば、統合参加国通貨が選択されるであろう。

⁵⁴ Allen (1987) は、ECU 構成通貨の前提が EC 参加国であったことを踏まえ、構成通貨の選択は経済的以上に政治的であると述べている。

⁵⁵ 例えば、2006 年 5 月 5 日付日本経済新聞朝刊では、上述の ASEAN+3 財務相会合における『『地域通貨単位』構築の手順を研究』という合意に関する記事の中で、市場関係者の「政府による規制が強い中国・人民元の比重が大きすぎる」との声が紹介されている。なお、2006 年 7 月 4 日付日本経済新聞朝刊は、河合正弘 ADB 総裁特別顧問の「ACU を算出する基準は、各国の国内総生産 (GDP)、貿易額、資本取引の開放度の 3 つが軸となるだろう」とのコメンタリーを紹介している。なお、本文中で述べた通り、ECU のウェイトは、GDP・EC 域内貿易・EMS 短期通貨支援拠出に占めるシェアによって計算されていた。

⁵⁶ ADXY は、実際に顧客との取引に用いられている点も特徴的である。

(図表 1) AMU と ADXY の特徴

	AMU	ADXY
公表主体	一橋大学・経済産業研究所	JP モルガン・ブルームバーグ
公表媒体	ホームページ	ホームページ・ブルームバーグ
公表開始時期	2005 年 9 月	2004 年 10 月
構成通貨	ASEAN+3 の通貨 (13 通貨)	中国人民元、韓国ウォン、香港ドル、台湾ドル、シンガポールドル、タイバーツ、インドネシアルピア、インドルピー、フィリピンペソ、マレーシアリング (10 通貨)
ウエイト	2001-03 年における GDP シェアと貿易 (輸出+輸入) シェアの算術平均。	対域外貿易シェア (輸出+輸入、過去 5 年平均) と流動性シェアの加重平均 (0.75 : 0.25) ⁵⁷ 。貿易シェアは年 1 回、流動性シェアは四半期に 1 回見直し。
計算単位	対ドル・ユーロ ⁵⁸ 、対ドル	対ドル

そこで、共通する構成通貨について、AMU と ADXY (2006 年 6 月時点) におけるウエイトを再計算すると、流動性を加味した ADXY ウエイトでは、中国のウエイトが 16%ポイント下がる一方で、韓国とシンガポールのウエイトが各々12%ポイント・5%ポイント上昇するという大きな違いが現れる(図表 2)。また、2005 年 2 月時点における ADXY では、流動性不足により、マレーシアリングのウエイトはゼロとされていた。こうしたウエイトの違いが ACU の変動に与える影響をみるため、(図表 2) のウエイトと ECU の計算式を用いて ACU を計算したものが (図表 3) である。

⁵⁷ 流動性シェアは海外投資家が現地市場において取引可能な金額により計算。具体的にはサンプル調査と推計に基づく 1 日平均出来高の 3 か月平均。1 日平均 5 千万ドル以下の通貨のウエイトは貿易シェアに関わらずゼロ。

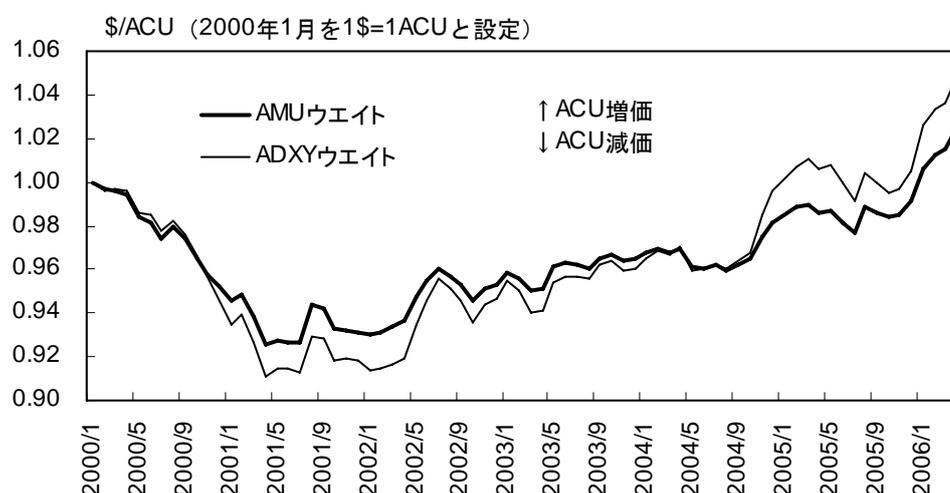
⁵⁸ 各国通貨について対ドルレートと対ユーロレートは 0.65 : 0.35 (ASEAN+3 の対米・ユーロエリア貿易量比) で加重平均されている。

(図表 2) AMU と ADXY の共通構成通貨のウエイト

表中の通貨のウエイト全体を 100 として再計算、%、%ポイント

	AMU (a)	ADXY (b)	(b)-(a)
中国	50	34	▲16
インドネシア	7	5	▲2
韓国	14	26	12
マレーシア	8	8	0
フィリピン	4	4	0
シンガポール	9	14	5
タイ	7	9	1

(図表 3) AMU ウエイトと ADXY ウエイトによる ACU



結果をみると、少なくとも 2000 年から 2006 年 4 月までの期間においては、全体としてみれば両者の変動に大きな差は無く、最大 2 セントの乖離幅に留まっている。もっとも、仔細にみると、ADXY ウエイトの ACU の上昇が目立ち始める 2004 年 10 月頃は、韓国ウォンが他のアジア通貨比高くなり始めた時期である。韓国ウォンが ADXY において AMU 比 12%ポイント大きいウエイトを持つことから分かるように、ウエイト差の大きい通貨が独歩的な動きを示す場合に、ウエイト差が ACU の変動に影響を及ぼすことになる⁵⁹。この点は、ACU の構築にあたって考慮されるべき要素である。

⁵⁹ Edison (1987)は、ウエイトの異なる様々な仮想 ECU を計算し、各通貨が中心相場から大きく乖離するときに、ウエイト差が ECU レートの変動に影響することを示している。

参考文献

- 伊藤隆敏 (2005) 「中国人民元改革と東アジア」、経済教室、7月29日付日本経済新聞朝刊。
- 円の国際化推進研究会 (2003) 「円の国際化の推進—『円の国際化推進研究会』座長とりまとめ—」。
- 外国為替等審議会 (1999) 「21世紀に向けた円の国際化」。
- 河合正弘 (2005) 「東アジア通貨統合と通貨体制」、経済教室、7月15日付日本経済新聞朝刊。
- 河合正弘 (2006) 「東アジアサミット後のアジア経済統合の課題」、国際金融 1163号。
- 黒田東彦 (2005) 「通貨の興亡—円、ドル、ユーロ、人民元の行方」中央公論社。
- Agarwala, R. (2003), “Road to a Single Currency for South Asia,” *RIS Policy Briefs*, No.9.
- Alesina, A., R.J. Barro, and S. Tenreyro (2003), “Optimal Currency Areas,” *NBER Macroeconomics Annual 2002*, 301-349.
- Allen, P. R. (1987), “Discussion to Chapter 11,” R. M. Levich and A. Sommariva, eds., *The ECU Market: Current Developments and Future Prospects of the European Currency Unit*, pp.191-209, Lexington Books.
- Athukorala, P. (2004), “Patterns, Economic Implications and Policy Issues in International Labour Migration,” G. de Brouwer and M. Kawai, eds., *Exchange Rate Regimes in East Asia*, Routledge Curzon.
- Baek, S.G. and C.Y. Song (2002), “Is Currency Union a Feasible Option in East Asia?,” in H.G. Choo and Y. Wang eds, *Currency Union in East Asia*, pp.107-146, Korea Institute for International Economic Policy.
- Bayoumi, T., B. Eichengreen, and P. Mauro (2000), “On Regional Monetary Arrangements for ASEAN,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 14, 121-148.
- Cahen, D., (1991), “The ECU and the Consumer,” C. Johnson, eds., *ECU: The Currency of Europe*, pp.145-151, Euromoney Publications PLC.
- Chow, H. K. and Y. Kim (2003), “A Common Currency Peg in East Asia? Perspectives from Western Europe,” *Journal of Macroeconomics*, 25, pp.331-350.
- Dammers, C. R. and R. N. McCauley (2005), “Basket Weaving: the Eurobond Market Experience with Currency Baskets,” Manuscript.
- Dammers, C. R. and R. N. McCauley (2006), “Basket Weaving: the Euromarket Experience with Basket Currency Bonds” *BIS Quarterly Review*, March, 2006.
- de Brouwer, G. (2004), “Does a Formal Common-Basket Peg in East Asia Make Economic Sense?,” in G. de Brouwer, eds., *Financial Markets and Policies in East Asia*, pp.286-314, Routledge.
- Dornbusch, R. and Y. C. Park (1999), “Flexibility or Nominal Anchors?,” S. Collington, J. Pisani-Ferry, and Y.C. Park, eds., *Exchange Rate Policies in Emerging Asia Countries*, pp.3-34, Routledge.
- Edison, H. J., (1987), “Is the ECU an Optimal Currency Basket?,” R. M. Levich and A. Sommariva, eds., *The ECU Market: Current Developments and Future Prospects of the European Currency Unit*, pp.191-209, Lexington Books.
- Eichengreen, B. (2006), “The Parallel-Currency Approach to Asian Monetary Integration,” *American Economic Review*, 96, pp.432-436.
- Eichengreen, B. and C. Wyplosz (1993), “The Unstable EMS,” *Brookings Paper on Economic Activity*, 1 pp.51-143.

- European Monetary Institute (1996), "Payment Systems in the European Union."
- Folkerts-Landau, D. and P. M. Garber (1992), "The Private ECU: A Currency Floating on Gossamer Wings," NBER Working Paper No. 4017.
- Frankel, J. A. and A. K. Rose (1998), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria," *Economic Journal*, 108, pp.1009-1025.
- Fratianni, M. and J. von Hagen (1992), "The European Monetary System and European Monetary Union," Westview Press.
- Girardin, E. (2005), "Regime-Dependent Synchronization of Growth Cycles between Japan and East Asia," *Asian Economic Papers*, 3, pp.147-176.
- Glick, R. (2005), "Does Europe's Path to Monetary Union Provide Lessons for East Asia?," *FRBSF Economic Letter*, November 2005-19.
- Goto, J. and K. Hamada (1994), "Economic Preconditions for Asian Regional Integration," T. Ito and A. O. Krueger, eds., *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, pp.359-385, University of Chicago Press.
- Gros, D. (1991), "The Development of the Ecu," C. Johnson, eds., *ECU: The Currency of Europe*, pp.13-24, Euromoney Publications PLC.
- Hasse, R. H., (1990), "The European Central Bank: Perspectives for a Further Development of the European Monetary System," Bertelsmann Foundation.
- Hefeker, C. and A. Nabor (2005), "China's Role in East-Asian Monetary Integration," *International Journal of Finance and Economics*, 10, pp.157-166.
- Huang, Y. and F. Guo (2006), "Is Currency Union a Feasible Option in East Asia? A Multivariate Structural VAR Approach," *Research in International Business and Finance*, 20, pp.77-94.
- Jaillet, P. and T. Vissol (1991), "The ECU and European Economic and Monetary Union," C. Johnson, eds., *ECU: The Currency of Europe*, pp.25-36, Euromoney Publications PLC.
- Jozzo, A. (1989), "The Use of the ECU as an Invoicing Currency," De Grauwe and Peeters, eds., *The ECU and European Monetary Integration*, pp.148-190, Macmillan.
- Kawai, M. and T. Motonishi (2004), "Is East Asia an Optimum Currency Area?" Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan.
- Kawai, M. and S. Takagi (2000), "Proposed Strategy for a Regional Exchange Rate Arrangement in Post-Crisis East Asia," Policy Research Working Paper, World Bank.
- Kenen, P. B. and E. E. Meade (2006), "Monetary Integration in East Asia," Manuscript.
- Kuroda, H. (2006), "New Visions and Models for Economic Cooperation," Speech at the Plenary Session II of the Annual Conference of the Boao Forum for Asia.
- Kose, M.A., C. Otrok, and C.H. Whiteman (2003), "International Business Cycles: World, Region, and Country-Specific Factors," *American Economic Review*, 93, 4, pp.1216-1239.
- Kwack, S.Y. (2004), "An Optimum Currency Area in East Asia: Feasibility, Coordination, and Leadership Role," *Journal of Asian Economics*, 15, 153-169.
- Kwack, S. Y. (2005), "Exchange Rate and Monetary Regime Options for Regional Cooperation in East Asia," *Journal of Asian Economics*, 16, pp.57-75.
- Kwan, C. H. (2001), "Yen Bloc: Toward Economic Integration in Asia," Brookings Institution Press.
- Lee, J.W., Y.C. Park, and K. Shin (2003), "A Currency Union in East Asia" The Institute of Social and Economic Research, Osaka University, Discussion Paper, No. 571.
- Levitt, M. (1991), "The ECU Clearing System," C. Johnson, eds., *ECU: The Currency of*

- Europe*, pp.152-159, Euromoney Publications PLC.
- Loayza, N., H. Lopez, and A. Ubide (2001), "Comovements and Sectoral Interdependence: Evidence for Latin America, East Asia, and Europe," *IMF Staff Papers*, 48, pp.367-396.
- Lomax, R. (1991), "Commercial Applications," C. Johnson, eds., *ECU: The Currency of Europe*, pp.138-144, Euromoney Publications PLC.
- Mckinnon, R. (2000), "The East Asian Dollar Standard, Life after Death," *Economic Notes*, 29, pp.31-82.
- Mongelli, F. P. (2002), "'New' Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?," European Central Bank Working Paper Series, No138.
- Mori, J., N. Kinukawa, H. Nukaya, and M. Hashimoto (2002), "Integration of the East Asian Economies and a Step by Step Approach towards a Currency Basket Regime," IIMA Research Report, No.2.
- Mundell, R. (2002), "Does Asia Need a Common Currency?," *Pacific Economic Review*, 7, pp.3-12.
- Mussa, M., P. Masson, A. Swoboda, E. Jadresic, P. Mauro, and A. Berg (2000), "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy," Occasional Papers, 193.
- Ngian, K.J. and H. Yuen (2002), "Monetary Cooperation in East Asia: a Way Forward," presented at international seminar "Promoting Growth and Welfare: Structural Changes and the Role of Institutions in Asia."
- Ogawa, E. and K. Kawasaki (2006), "Adopting a Common Currency Basket Arrangement into the "ASEAN Plus Three"," RIETI Discussion Paper Series, 06-E-028.
- Ogawa, E. and J. Shimizu (2006), "Stabilization of Effective Exchange Rates under Common Currency Basket Systems," NBER Working Paper No. 12198.
- Plath, C. R. (1994), "The ECU on Its Way to Stage III of the EMU," *ECU*, 28.
- Plummer, M. G. and R. W. Click (2005), "Bond Market Development and Integration in ASEAN," *International Journal of Finance and Economics*, 10, pp.133-142.
- Christa Randzio Plath (1994), "The ECU on Its Way to Stage III of the ECU," *ECU*, 28.
- Rambure, D. (1987), "The Ecu Clearing and Payments System," R. M. Levich, eds., *ECU: European Currency Unit*, pp.35-36, Euromoney Publications PLC.
- Sánchez, M. (2005), "Is Time Ripe for a Currency Union in Emerging East Asia: The Role of Monetary Stabilization," European Central Bank Working Paper Series, No.567.
- Schofield, J. (1991), "ECU Bond Markets and their Operations," C. Johnson, eds., *ECU: The Currency of Europe*, pp.37-51, Euromoney Publications PLC.
- Steinherr, A. (1989), "EMS and ECU: Proposals for Developing their Synergy," De Grauwe and Peeters, eds., *The ECU and European Monetary Integration*, pp.59-88, Macmillan.
- Tang, H.C. (2006), "An Asian Monetary Union?," CAMA Working Paper, 13/2006.
- Williamson, J. (2000), "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option," Institute for International Economics.
- Williamson, J. (2005), "A Currency Basket for East Asia, Not Just China," *Policy Briefs in International Economics*, PB05-1, Institute for International Economics.
- Wyplosz, C. (2001), "A Monetary Union in Asia? Some European Lessons," in Gruen, D. and J. Simon, eds., "Proceedings of the Reserve Bank of Australia's 2001 Conference: Futures Directions for Monetary Policy in East Asia," pp.124-155, Reserve Bank of

Austraria.

Yuen, H. (2001), "Optimum Currency Areas in East Asia," *ASEAN Economic Bulletin*, 18, 2, pp.206-217.

Zhang, Z., K. Sato, and M. McAleer (2004), "Is a Monetary Union Feasible for East Asia?," *Applied Economics*, 2004,36, 1031-1043.