

東アジア外貨準備の特質と 東アジア金融協力

Regional Financial Cooperation and
Characteristics of Foreign Currency Reserves in East Asia

横 田 綏 子
YOKOTA Yasuko

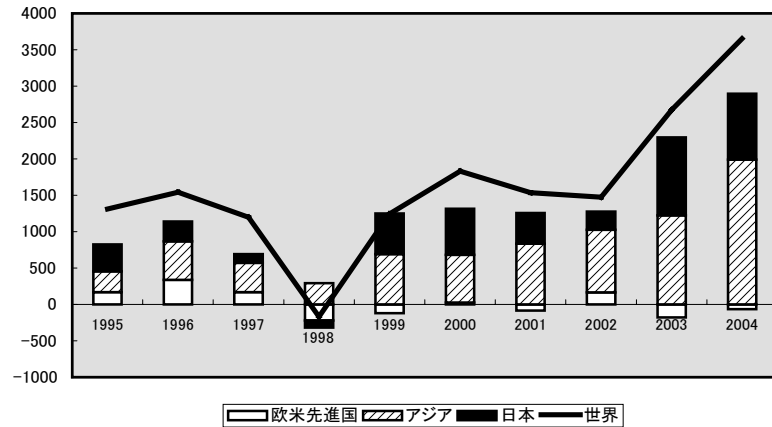
はじめに

世界の外貨準備は、通貨危機後の1998年に一時減少したのを除き、90年代も一貫して増加してきたが、近年になってその増加額はいっそう拡大している。中でも、日本を含むアジア各国の外貨準備の増加は目覚しく、1995年の4144億400万 SDR から2004年の1兆5763億6400万 SDR へと、10年間にその額は3.8倍に膨れ上がり、世界の外貨準備（金を除く）に占める割合も約42%から63%を占めるまでに増大している。統一通貨ユーロ採用による EU 各国の外貨準備減少もあって、毎年の増加額のほとんどは日本を含むアジア各国によるものであり（図1）、1995年から2004年までの間に世界の外貨準備増加総額1兆4745億2800万 SDR の内、欧米は141億700万 SDR の外貨準備を減少したのに対して、アジアの増加額は実に1兆1472億5500万 SDR にのぼり、とりわけ1999年以後この傾向が顕著である。

このアジアの巨額の外貨準備の積み上げについては、1997年のアジア通貨危

キーワード：東アジア、外貨準備、為替政策協調、金融協力、ドル体制
east Asia, foreign currency reserves, exchange policy cooperation,
financial cooperation, dollar system

図1 世界の外貨準備の増加状況（対前年増加額） 単位：億 SDR



出所：IMF: International Financial Statistics Yearbook, 2005より作成

機の苦い経験から緊急時に備えるというアジア各国の動機と、経常収支黒字の拡大なくして実現しないところからアジアの貿易競争力・生産性上昇によってもたらされたと見る見方が一般的である。

小論は、この急増するアジアの外貨準備について、中核的位置を占める東アジアを中心に、ドル体制におけるアジアの役割と、アジアの安定的発展を目指すアジア経済共同体構想とりわけ金融協調との関連という2つの視点から、アジアの外貨準備の特質を明らかにし、併せて日本の外貨準備政策についても考察を加えようとするものである。

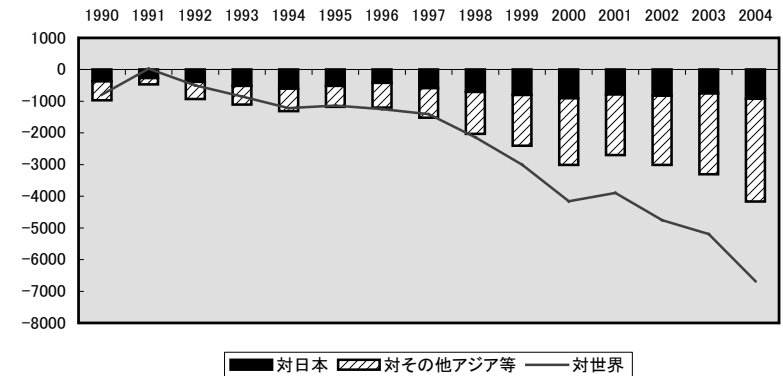
なお、本稿での東アジアとは特に断らない限り、中国・香港・台湾・韓国・シンガポール・マレーシア・タイ・インドネシア・フィリピンの東アジア9カ国である。

第1章 ドル体制下の東アジア——アメリカにとってのアジアの役割

(1) アメリカの対アジア経常収支とアジアの対米経常収支

アメリカの経常収支赤字は、1998年以後急拡大に転じ、2001年にわずかに減少した以外は一貫して増大しつづけており、2004年には史上最大の6680億ドルを越えた。赤字の相手国は日本を含むアジア各国が、赤字総額の6割以上を占めている。

図2 アメリカの経常収支 単位：億ドル

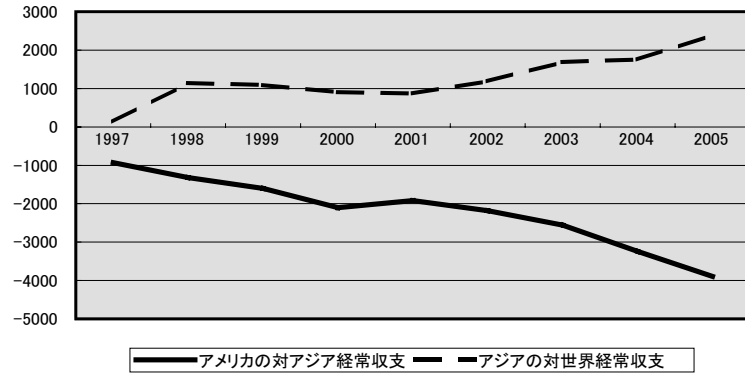


出所：Survey of Current Business, 2006, U.S. International Transactions Tables 1より作成

最大の経常収支赤字相手国は、かつては日本であったが、現在では中国に変わり、その額は年々拡大しつづけている。2006年のアメリカ商務省報告によれば、2005年のアメリカの商品貿易赤字総額7827億4000万ドルの内、対中赤字は2016億7300万ドルにのぼり、全体の約26%を占めているのに対し、対日赤字は847億4400万ドルで11%弱である。アメリカの対アジア経常収支¹⁾とアジアの対世界経常収支を重ねてみるとちょうど対照的な動きをしていて、アジアの経常黒字が対米国際取引から生み出されていることを示している(図3)。しかも図からは、アジアの対米黒字が対世界黒字を上回っていることが読み取れる。アジア諸国は、日本をはじめとする他の諸国に対する経常赤字を対米黒字でカバーしていることになる。

さらにその内訳を見ると、中国・韓国・台湾の3カ国だけで2510億1200万ドル、対アジア・太平洋の経常収支赤字総額の64.5%を占めている。これに対日経常

図3 アジアの対世界経常収支とアメリカの対アジア経常収支 単位：億ドル



出所：B. E. A., U.S. International Transactions Accounts Data, Table 11. U.S. International Transactions, ADB, Asian Development Outlook 各年 より作成

収支赤字986億6800万ドルを加えると、アジア3ヶ国と日本の4ヶ国だけで、2005年のアメリカの全世界に対する経常収支赤字7915億900万ドルの44%を占めていることになる。

次にアジア側から事態を見ておこう。アメリカの対アジア経常収支赤字は、アジアから見れば対米経常黒字であるが、表1は、経常黒字の最大貢献項目で

表1 アジアの貿易相手先

	加盟国	中国	日本	U.S.	EU	その他
中国	31.4	0.0	12.4	21.1	18.1	17.0
香港	9.6	44.0	5.3	17.0	14.0	10.1
韓国	19.0	19.7	8.6	17.0	15.0	20.8
台湾	35.4	19.9	7.7	16.5	13.0	7.5
インドネシア	31.3	6.4	22.3	12.3	12.6	15.0
マレーシア	38.0	6.7	10.1	18.8	12.6	13.9
フィリピン	28.3	6.7	20.1	18.2	17.2	9.5
シンガポール	41.9	8.6	6.4	13.0	14.5	15.6
タイ	31.1	7.4	14.0	16.1	14.9	16.5
アジア9平均	29.6	13.3	11.9	16.7	14.7	14.0
加盟国平均	27.4	12.6	9.7	17.6	16.3	16.4

出所：SCB2005, Table 11. U.S. International Transactions, by Area より作成
注：Asian Development Bank 加盟国は43途上国・地域

ある輸出の相手先構成比を示す。アジア9ヶ国の平均で見ると、アジア域内へ29.6%、中国へ13.3%、日本へ11.9%、アメリカへ16.7%、EUへ14.7%、その他の地域へ14.0%といった構成である。

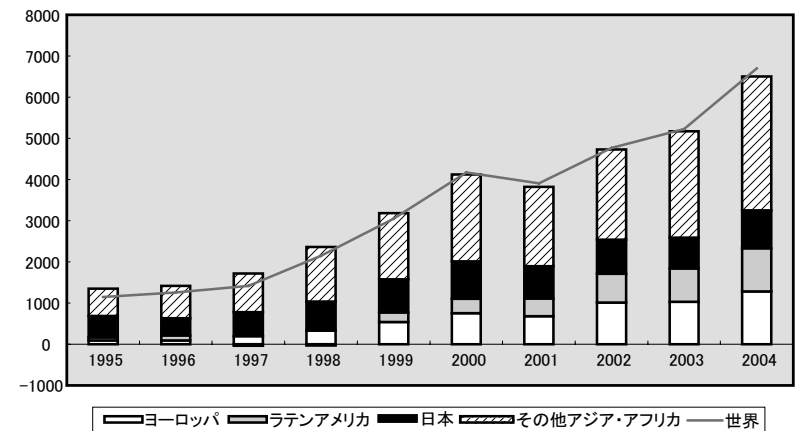
先に見た図3と重ね合わせて考えると、対世界経常収支黒字を上回るほどの経常黒字をアジアにもたらす対米取引なのに、輸出に占める割合はさほど突出しているわけではない。そこからはアジアとアメリカの、貿易を中心とする経常取引がアジアからの一方的輸出という構図になっていることがわかる。

(2) 東アジアの対米投資

こうして稼ぎ出した巨額の経常収支黒字を、アジアはアメリカに還流している。アメリカの金融収支においてもアジアは極めて大きな役割を果たしていることは図4からも明らかである。

アジアと日本からの純対米資金流入は、1997年までは、96年を除き毎年世界からの純対米流入総額を上回るものであった。この時期のアジアからの対米投資は、アメリカ国内の需要を越えて、ヨーロッパやラテンアメリカへのアメリカの対外投資に向ける余裕資金を提供していたといえよう。しかしアジア通貨

図4 アメリカの地域別金融収支 単位：億ドル



出所：SCB, Table 11. U.S. International Transactions, by Area より作成

表2 アメリカの金融収支に占めるアジアの比率 単位：億ドル

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ヨーロッパ	91	92	196	330	541	752	681	1012	1029	1283
ラテンアメリカ	77	122	-34	-29	233	353	431	702	809	1048
日本	517	417	586	709	804	905	785	827	751	921
その他アジア・アフリカ	665	787	938	1324	1605	2112	1924	2192	2583	3251
世界	1146	1255	1419	2148	3049	4169	3907	4766	5229	6697
アジアの比率 (%)										
アジア	58.00	62.70	66.10	61.60	52.60	50.70	49.20	46.00	49.40	48.50
アジア+日本	103.10	95.90	107.40	94.60	79.00	72.40	69.30	63.30	63.80	62.30

出所：表1と同じ

危機後の98年からは、日本を含むアジアからの流入が対米純流入総額に占める比率は、依然として最大であるものの一貫して減少傾向にあり、98年の94.6%から2004年には62.3%にまで下がった。日本をのぞくアジアからの純流入比率は、90年代初頭に総額を上回った後、次第に減少して95年の58%から2004年には48.5%であるが、アジアと日本がアメリカの経常収支赤字をまかなう上で最大の貢献をする構図には変りがない。ただし、純流入の絶対額は、90年からアジア通貨危機前の96年までの7年間に665億ドル（日本を含む額では1038億ドル）から787億ドル（1204億ドル）、1.2倍弱（同）への増加だったのに対し、97年から2003年までの7年間では938億ドル（1524億ドル）から2583億ドル（3334億ドル）、約2.8倍（2.2倍）と増加の速度を速めている²⁾。絶対額のこのような急増にも変わらず全体に占めるアジアの比率が低下したことは、世界全体がアメリカへの資金集中の度合いを高めたことを表している。

以上はすべてネットの資本流入についてのことであり、対米投資額自体は90年代を通じてヨーロッパからのものが最大であったことは表3に示すとおりである。

しかし、表からも明らかなように、主としてそれに匹敵する対欧投資が行われていることにより、さらには統計上の不一致額がアジアに比べ相対的に小さいために、ヨーロッパからの純対米流入額はアジアにはるかに及ばないものとなっている。2004年を例にとれば、ヨーロッパからの対米投資総額は5475億ドル、アメリカからの対欧投資4725.5億ドル、統計上の不一致533億ドルの対米流入で、

表3 アメリカの地域別金融収支（グロス） 単位：100万ドル

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ヨーロッパ	91	92	196	330	541	752	681	1012	1029	1283
米対外資産	-177692	-203442	-216632	-261553	-316760	-327784	-207064	-185264	-188297	-472551
外国在米資産	168594	292224	458207	325474	467120	660295	430977	351612	271813	547509
統計上の不一致	18243	-79613	-221950	-30930	-96280	-257312	-155843	-65164	19335	53303
金融収支（不一致含む）	9145	9169	19625	32991	54080	75199	68070	101184	102851	128261
日本	517	417	586	709	804	905	785	827	751	921
米対外資産	-36234	-1981	-8041	30007	-40543	12611	-21870	-33959	-59080	-57955
外国在米資産	71070	65473	65856	28452	24902	58078	50190	76472	140749	232007
統計上の不一致	16814	-21758	741	12443	96007	19768	50166	40181	-6523	-81977
金融収支（不一致含む）	51650	41734	58556	70902	80366	90457	78486	82694	75146	92075
その他アジア・アフリカ	665	787	938	1324	1605	2112	1924	2192	2583	3251
米対外資産	-25941	-54523	-37714	3042	-5397	-18924	-31041	4143	-35270	-15128
外国在米資産	74113	50748	31525	9606	47425	54234	82015	142299	183705	172134
統計上の不一致	18304	82453	99982	119768	118493	175845	141385	72745	109910	168128
金融収支（不一致含む）	66476	78678	93793	132416	160521	211155	192359	219187	258345	325134
ラテンアメリカ	77	122	-34	-29	233	353	431	702	809	1048
米対外資産	-80848	-101162	-192382	-67492	-109676	-173419	-63017	-22295	6289	-227145
外国在米資産	93511	86149	117706	19876	99246	206131	161240	152273	220101	379197
統計上の不一致	-4949	27186	71320	44756	33771	2569	-55151	-59824	-145458	-47238
金融収支（不一致含む）	7714	12173	-3356	-2860	23341	35281	43072	70154	80932	104814

出所：表1と同じ

注：ゴチック欄の単位は億ドル

ヨーロッパからの純対米流入額は1282.6億ドルであるのに対し、同年のアジアからの対米投資は1721億ドル、アメリカの対アジア投資は151億ドル、統計上の不一致は1681億ドルの対米流入で、アジアからの純対米流入額は3251億ドルとなっている。欧米が強固で巨額の相互投資関係を結んでいるのに対し、アジアはアメリカに対して一方的な資金供給源の役割を果たしており、しかもその中で統計的不一致、即ち捕捉困難な短期的資金が大きな比率を占めている。

また、アジアからの上記の流入額をアジアの対米経常収支と比べてみると、2003年の対米経常黒字2557億ドルに対して純対米投資額は2583億ドル、2004年は経常黒字3241億ドルに対して純対米投資3251億ドルに見られるように、ほぼ毎年対米投資が経常黒字を上回っている。アジアに関する限り、アメリカは貿易収支を中心とする経常収支の赤字を、対米投資の形で完全に還流させることに成

功している。あたかも、戦前の英連邦において旧植民地諸国が貿易黒字をポンド残高として英本国に積み立てたように、現在のアジア各国は、経常収支黒字をドル残高としてアメリカで積み上げているかのようである。本国・植民地関係による強制ではなく、資本の自由な国際的活動と独立国家の政策選択の結果として。この構図が続く限り対アジア赤字が最大の比率を占めるアメリカの経常収支赤字は維持可能となり、基軸通貨としてのドルの信認も保たれるのであり、アジアはまさにドル体制存続の要の役割を果たしているのである。

表4 アメリカの対アジア金融収支内訳（概括） 単位：100万ドル

	90-94計	95-99計	00-04計	90-04計
米国在外資産	-69346	-120533	-96220	-286099
直接投資	-34083	-62736	-56134	-152953
証券投資	-27335	-58904	13930	-72309
非銀行債権	-13608	-5082	-41795	-60485
銀行債権	-775	7410	-14293	-7658
外国在米資産	125284	213417	634387	973088
直接投資	5412	3527	12997	21936
証券投資	31426	10956	209281	251663
非銀行債務	10986	1829	9446	22261
銀行債務	70146	203906	403902	677954
統計上の不一致	216993	439000	668013	1324006
アジアからの資金還流総額	342277	652417	1302400	2297094
経常収支	-262723	-529392	-1200363	-1992478
資金余剰	79554	123025	102037	304616

出所；表1に同じ

注；2004年度の直接投資は非銀行債権に含まれるため、00-04計の直接投資は過小に、非銀行債権は過大に表示されている。

さらに、1990年から5年毎の小計をとってアメリカの対アジア投資とアジアの対米投資の特徴を探ってみると、両者の関係の特徴はまず第1に、相互に投資するグロスの投資額という量に関する格差の大きさである。アジアはアメリカの対アジア投資の数倍の対米投資を行っているが、その格差は90年代を通じて1.8倍であったものが、2000年から2004年の5年間では6.6倍へとますます広がっている。これらのアジアの対米投資は対米経常黒字を上回っており、その差はほぼアメリカの対アジア投資に匹敵する額（90-94年の資金余剰796億ドル、同

期間のアメリカの対アジア投資693億ドル）であり、量的にはアジアは自らへの投資資金をも、アメリカに提供していた格好である。第2に両者の投資の質の違いである。アメリカからの投資の最大項目は各期を通じて直接投資であり、次いで99年までは証券投資、2000年以降は非銀行債権となっている。これに対し、アジアの対米投資最大項目は捕捉困難な短期的資金が大半と見られる統計上の不一致、次いで公的準備ならびに民間の財務省証券投資が大きな割合を占める銀行債権（後述）となっている。アメリカの対アジア投資の主力である直接投資は、リスクは高いが高収益であり、アジアの対米投資の重要項目である米国債は安全性は高いが収益性は低い。しかも、アジアの提供する相対的低利の長期安定資金は、上述のように今度はアジアへの高収益の投資の資金源になっているのである。BISアジア太平洋代表を務める吉國眞一は、この関係を「貿易とのアナロジーで考えると安全資本の流出は、「一次産品の輸出」、リスク資本の流入は「最終財の輸入」に相当するだろう。すなわち、アジアと米国間の双方向の資本フローは、米国の金融市場と金融機関が、両地域の金融仲介の最も重要で付加価値の高い部分を主に担っていること、言い換えれば米国が金融における加工貿易国として（アジアが原材料提供国として——筆者）機能していることを示唆しているとも言えよう」と指摘している³⁾。次に、以上のようなドル体制を支えるアジアの対米資金還流において、アジアの外貨準備が果たしている役割について検討することしよう。

（3）東アジア外貨準備の運用形態

2005年のアメリカの対アジア・太平洋地域国際収支によると、経常収支赤字3892億4300万ドルに対して、同地域からの資本流入は、公的資産が1615億7400万ドル、民間資産が1855億9200万ドルであるが、アメリカからの資本流出が証券投資の585億9400万ドルを筆頭に、銀行債権307億600万ドル、直接投資129億9800万ドルなど民間から932億3500万ドルにのぼるため、純流入項目は直接投資86億8500万ドル、証券投資（財務省証券以外）678億3400万ドル、公的資産1615億6400万ドルとなっており、公的部門の役割が群を抜いている。

表5 アメリカの対アジア・太平洋金融収支（2005年）単位：100万ドル

在外米資産	-92,369
米公的準備・政府資産	866
米民間資産	-93,235
直接投資	-12,998
証券投資	-58,594
非銀行債権	9,063
銀行債権	-30,706
在米外国資産	347,166
外国公的資産	161,574
外国民間資産	185,592
直接投資	21,683
証券投資（除く財務省証券）	126,428
非銀行債務	・・・
銀行債務	-7,008
金融収支（ネット）	254,797
公的資産	161,564
民間資産	92,357
直接投資	8,685
証券投資	67,834
非銀行債権・債務	9,063
銀行債権・債務	-37,714
統計上の不一致	135,239
金融収支＋統計上の不一致	390,036
経常収支	-389,243

出所：SCB2006 Table 11. U.S. International Transactions, by Area Asia and Pacific より作成

その多くはアメリカ財務省証券の購入へ向かったと思われ、米財務省発表の米財務省証券の主要保有国26ヶ国中、2005年9月時点では、第1位の日本をはじめ、2位中国、5位台湾、6位韓国、10位香港、14位シンガポール、21位タイと、アジアは7ヶ国が上がり、7ヶ国計で1兆2042億ドル、総計の62.4%を占める保有高を積み上げている。

近年民間部門による財務省証券保有も増大しているといわれているが、総計に占める公的部門比率は64.5%（2005）となっている。アジア7ヶ国の場合、民間の外国証券投資を厳しく規制している中国や一定の規制を課す台湾が上位に位置することを考えると、公的部門比率は平均を上回るであろう。さらに第三

表6 財務省証券の主要保有国

単位：10億ドル

順位	国名	2006年9月	%	2005年9月	%
1	日本	639.2	29.9%	672.8	34.9%
2	中国本土	342.1	16.0%	305.3	15.8%
5	韓国	69.0		64.1	
6	台湾	65.0		68.9	
10	香港	49.7		44.4	
14	シンガポール	33.3		33.9	
21	タイ	16.3		14.8	
	アジア6ヶ国（日本除く）計	575.4	26.9%	531.4	27.5%
	アジア計	1214.6	56.9%	1204.2	62.4%
	総計	2135.4	100.0%	1929.6	100.0%
	うち公的保有	1301.5		1261.4	
	総計に占める割合		60.9%		64.5%
	T-Bill	181.6		195.4	
	T-Bond&Notes	1119.9		1066.0	
	公的保有に占める割合		86.0%		84.5%

出所：http://www.treas.gov/tic/mfh.txt

国経由での購入がこれに加わると思われる。

外貨準備の運用形態そのものに関する統計はないが、アメリカの外国公的部門に対する負債の内訳がほぼそれを反映しているだろう。外国公的部門に対するアメリカの主な負債項目を見ると、2005年8月現在で、総額2兆1658億5200万ドル、財務省証券は1兆2800億ドルで約59%を占めている。その他の米証券が27%となっているが、その大半は財務省証券以外の政府証券や政府関連機関の証券であると思われ、両者を併せると全体の86%を占める。外国公的資金はアメリカ政府関連の赤字をファイナンスする役割を果たしている（表7）。

中でもアジアは1兆6153億9700万ドル、全体の74.6%を占めており（2005年）、アジアの外貨準備がアメリカの財政赤字を支える外国の主力であることがうかがえる。さらに上述のように、年々の米国経常収支赤字を賄うアメリカへの資金還流の主要な経路の役割を果たしてきたのである。

そして、外貨準備増大の直接の契機は、自国通貨の為替相場の上昇抑制、すなわちドル相場の低落を防ぐための為替市場介入であったから、アジア各国の

表7 外国公的部門に対するアメリカの負債 単位：100万ドル

	2004		2005		2006.8	
総計	1,909,0342		2,165,858		2,289,688	
タイプ別	%		%		%	
銀行債務	207,387	10.9%	296,647	13.7%	318,171	13.9%
財務省証券	1,233,283	64.6%	1,279,719	59.1%	1,300,563	56.8%
短期	245,199	12.8%	201,863	9.3%	192,378	8.4%
中・長期、市場性	986,454	51.7%	1,076,908	49.7%	1,107,186	48.4%
中・長期、非市場性	1,630	0.1%	948	0.0%	999	0.0%
その他の米証券	405,363	21.2%	589,486	27.2%	670,953	29.3%
地域別						
ヨーロッパ	357,322	18.7%	357,322	16.5%	389,581	17.0%
カナダ	7,806	0.4%	7,806	0.4%	7,084	0.3%
LA	112,608	5.9%	128,006	5.9%	158,331	6.9%
アジア	1,388,409	72.7%	1,615,397	74.6%	1,680,425	73.4%
アフリカ	10,843	0.6%	17,214	0.8%	19,455	0.8%
その他	31,866	1.7%	29,502	1.4%	34,806	1.5%

出所；Federal Reserve Bulletin Statistical Supplement 2006, 3.15 Selected
U.S. Liabilities to Foreign Official Institutions より作成

外貨準備増大は、結果として積み上がったドル準備高がドル支持体制の支柱の役割を果たすだけでなく、その過程自体がドル体制支持のための行動であった。

第2章 東アジアの外貨準備の特質と東アジア金融協調

(1) 適正外貨準備高

アジア開発銀行加盟43ヶ国・地域（日本は含まれない）の外貨準備累積総額は、アジア開発銀行によれば2005年には1兆8795億4300万ドルにのぼっている。そして表8に示すように、そのほぼ90%強が、東アジア9ヶ国・地域によって占められている。

中でも中国・香港・台湾・韓国・シンガポールの5ヶ国・地域の比率は高く、全体の約80%強に上っている。さらにその中でも、中国が、外貨準備額8188億7200万ドル（2005年）で、全体の43.6%を1国で占める圧倒的な存在である。中国の外貨準備の積み上げは2001年以降一段と加速し、1997年から2001年までの5年間で約1.3倍の増加に対して、2001年から2005年までの5年間で約3・9倍に

表8 東アジア各国の外貨準備 単位：100万ドル

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
中国本土	139,890	144,960	154,675	165,574	212,165	286,400	403,251	609,932	818,872
香港	92,823	89,625	96,256	107,583	111,159	111,919	118,388	123,569	124,280
台湾	83,502	90,341	106,200	106,742	122,211	161,656	296,632	241,738	253,290
韓国	20,369	51,974	73,987	96,130	102,753	121,343	155,281	198,994	210,317
シンガポール	71,289	75,028	77,176	80,362	75,800	82,276	96,324	112,808	116,646
マレーシア	21,016	25,348	30,859	29,886	30,848	34,583	44,862	66,720	70,497
タイ	26,968	29,536	34,781	32,661	33,048	38,924	42,148	49,832	52,066
インドネシア	17,396	23,762	27,054	29,394	28,016	32,039	36,296	36,321	34,724
フィリピン	8,768	10,806	15,107	15,024	15,692	16,365	17,073	16,228	18,495
Asia 9	482,021	541,380	616,095	663,356	731,692	885,505	1,210,255	1,456,142	1,699,187
Asia 43計	521,949	584,737	666,919	719,470	802,210	982,439	1,265,260	1,635,884	1,879,543
Asia9/Asia43	92.4%	92.6%	92.4%	92.2%	91.2%	90.1%	95.7%	89.0%	90.4%

出所；ADB, ADO Table20各年より作成

急増している。2006年12月末には日本を抜いて外貨準備高世界第1位となり、10月末から11月にかけて1兆ドルを越えたことが報道されている。日本の2006年11月末準備高は、8969億4900万ドルである⁴⁾から、2006年末には日本と中国の2国だけで約1兆9000万ドルに達すると見られる。アジアの外貨準備はその急増振りと量的巨大さが、注目を集めているが、実は国際収支構造の上でも注目すべき特徴をもっている。

「そもそも外貨準備とは、国際収支の不均衡を是正するための直接ファイナンスや為替市場介入等の目的のために、通貨当局が保有している流動性の高い外貨建て資産」をいう。外貨準備をどの程度保有すべきかについての定説といえるものはないが、経常収支が不安定な国や外貨集中制度をとっている国については、①「国際収支が急速に悪化した場合、直ちに輸入規制等を行うのではなく、国内政策等で均衡に向かうまでの間、短期的に経常収支の赤字をファイナンスするのに必要な額」で「一応の目処として当該国の輸入額の3・4ヶ月程度」という説が有力である⁵⁾。しかし、資本市場からの調達が可能なのはそれよりも②対外短期債務残高をベースにすべきという意見もある⁵⁾。さらに東アジア通貨危機のような急激な資本移動に対しては「IMFや地域ぐるみの対応」が必要という意見も強くなっている。最後の意見については改めて論じること

にして、ここでは、IMF 統計によりながら、前の2つの観点からアジアの外貨準備上位4ヶ国（IMF 統計では、国別統計には台湾が示されていない）について見ておこう。

表9 外貨準備・輸入・短期債務

外貨準備高と輸入額 (2003年)									
	中国	香港	韓国	シンガポール	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス	日本
外貨準備高	4032.5	1183.6	1545.1	963.2	397.2	351.5	399.0	290.7	6527.9
輸入額	3936.2	2304.4	1754.8	1285.3	12607.1	3865.1	6045.1	3584.9	3427.2
外貨準備/輸入	102.4%	51.4%	88.0%	74.9%	3.2%	9.1%	6.6%	8.1%	190.5%

外貨準備高と対外債務 (2003年) 度									
	中国	香港	韓国	シンガポール	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス	日本
外貨準備高	4032.5	1183.6	1545.1	963.2	397.2	351.5	399.0	290.7	6527.9
対外短期債務	1936.3	2650.0	1076.2	1436.1	28788.5	38965.1	14456.6	9850.1	10225.0
外貨準備/短期債務	208.3%	44.7%	143.6%	67.1%	1.4%	0.9%	2.8%	3.0%	63.8%

出所；IMF, International Financial Statistics2005

注；対外短期債務は、International Investment Position の Other Investment Liabilities の数値、中国については報告されていないため、ADB External Debt Outstanding を使用。

為替管理を行っている中国の2003年の輸入額は約3936億ドル、同年の外貨準備は4032億5000万ドルで、総輸入額を越える外貨準備を保有している。アジア各国の同比率は、最高の中国をはじめ、最低の香港でも50%以上、韓国88%、シンガポール75%と高い水準を示している。ちなみにアメリカは、2003年の輸入額1兆2607億ドル、外貨準備は397.2億ドルで輸入額の3%強に過ぎない。イギリス、ドイツ、フランスも、各国とも10%に満たない（いずれも概数）。

対外短期債務との比較でも、アジア各国は中国の200%以上を筆頭に、韓国140%超、シンガポール67%、香港45%と高い比率を示し、1~3%の欧米諸国とは対照的である。アジア各国は、アジア通貨危機の苦い経験から急激な資本流出に備え為替市場介入のための資金として、外貨準備を積み増しつづけていると見られている。

(2) 外貨準備の増加要因

次に、外貨準備の増加要因と言う観点から、見ておこう。経常収支の黒字は、基本的には資本収支の赤字という形で海外に還流する。経常収支の黒字に伴う

外貨準備の積み増しとは、経常収支の黒字に見合う海外への資本流出を、民間部門の自由な投資行動によるだけでなく、公的部門によって実現することを意味する。為替管理を行っていない国の場合、外貨準備の増減は、①外国為替市場における通貨当局の介入、②外貨準備資産を外国債券や外貨預金で運用していることに伴う利息等の受け取り、③IMFからの資金の借り入れ等を通じて生じる⁵⁾。日本をはじめとする先進国はこれに該当するが、以上の3要因の内、主要なものは①の市場介入による増減であり、当該国の外国為替政策や通貨当局の政策判断に大きく左右される。中国の場合は、外国為替管理が行われているので、外貨は直接に通貨当局に集中され対外投資としての活用も通貨当局の政策判断に影響される。表10、表11は、各国の経常収支に占める資本流出入および準備資産⁶⁾の割合を比較したものである。

通貨統合以後、ドイツ・フランス・イギリスが、概して毎年のように経常収支を越える資本の流出を行い、準備資産の増減は経常収支の10%台から一桁（経常収支黒字の激減年、赤字転化年は除く）と極めて少ないのに対し、アジア各国は、香港・シンガポールが近年比率を減少させているものの、中国・韓国の経常黒字の2倍前後を筆頭に、タイ・マレーシアが80%前後と高い比率で準備

表10 経常収支に占める金融収支・準備資産の割合（欧米） 経常収支の単位：10億ドル

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	97-04平均
独									
経常収支	-8.66	-11.65	-25.55	-29.6	3.07	45.64	51.45	103.43	
金融収支/経常収支	-56.58%	-128.24%	-45.36%	-61.45%	-267.43%	-103.86%	-102.00%	-102.23%	-107.14%
準備資産/経常収支	-43.30%	34.51%	-55.23%	-17.64%	178.18%	4.34%	1.32%	1.75%	
仏									
経常収支	37.80	37.70	41.51	18.58	28.76	11.00	11.90	-4.83	
金融収支/経常収支	-88.20%	-51.33%	-106.91%	-120.61%	-118.29%	-134.27%	-19.33%	-140.58%	-115.01%
準備資産/経常収支	-15.71%	-52.57%	3.49%	13.08%	19.37%	36.09%	-10.67%	85.09%	
英									
経常収支	-2.95	-6.63	-39.29	-36.68	-31.85	-24.57	-27.50	-41.88	
金融収支/経常収支	86.78%	-83.11%	-94.20%	-108.15%	-80.57%	-92.02%	-82.80%	-92.34%	-90.46%
準備資産/経常収支	-132.20%	-3.92%	-2.65%	14.45%	-14.00%	-2.56%	-9.42%	0.98%	
米									
経常収支	-135.98	-209.53	-296.85	-413.44	-385.70	-473.94	-530.66	-665.94	
金融収支/経常収支	-101.51%	-103.57%	-98.69%	-100.27%	-101.56%	-101.04%	-100.29%	-99.80%	-100.84%
準備資産/経常収支	0.74%	3.21%	-2.94%	0.07%	1.28%	0.78%	-0.29%	-0.42%	

出所；IMF, International Financial statistics Yearbook 2005より作成

注；金融収支には誤差脱漏を含み（-）が流出、準備資産は（-）が増加を表す

最右欄は、経常収支黒字のうち対外投資比率の平均値、ただし流出年のみ平均。

表11 経常収支に占める準備資産・金融収支の割合(アジア) 経常収支の単位:100万ドル

		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	97-04平均
中国	経常収支	36,963	31,472	21,115	20,518	17,401	35,422	45,875	68659	
	金融収支(%)	-2.94%	-80.00%	-58.90%	-47.71%	172.98%	112.49%	154.24%	...	-47.39%
	準備資産(%)	-97.01%	-19.85%	-40.98%	-52.12%	-272.67%	-212.35%	-254.14%	...	
香港	経常収支	...	2,529	10,248	6,993	9,786	12,412	16,470	16,357	
	金融収支(%)	...	-274.30%	15.22%	65.72%	-40.13%	-102.95%	-87.50%	-78.23%	-116.62%
	準備資産(%)	...	268.45%	-97.85%	-143.63%	-47.86%	19.15%	-5.73%	-20.09%	
韓国	経常収支	-8,384	40,371	24,522	12,251	8,033	5,394	12,321	27,613	
	金融収支(%)	166.85%	-36.19%	37.22%	99.21%	74.39%	138.34%	120.70%	46.48%	-36.19%
	準備資産(%)	-274.08%	-64.23%	-135.63%	-194.19%	-165.29%	-218.19%	-209.33%	-140.00%	
シンガポール	経常収支	14,962	18,578	15,291	13,257	16,086	18,909	28,183	...	
	金融収支(%)	-44.51%	-82.69%	-71.36%	-47.85%	-104.39%	-92.13%	-75.73%	...	-74.09%
	外貨準備(%)	-54.23%	-16.09%	-27.39%	-50.92%	5.39%	-7.02%	-23.68%	...	
マレーシア	経常収支	-5,935	9,529	12,604	8,488	7,287	7,190	13,381	...	
	金融収支(%)	-34.73%	5.13%	-62.62%	-111.89%	-86.26%	-49.14%	-23.91%	...	-61.43%
	外貨準備(%)	-65.29%	-105.13%	-37.38%	11.89%	-13.72%	-50.86%	-76.09%	...	
タイ	経常収支	-3,021	14,243	12,428	9,313	6,192	7,014	7,953	7,080	
	金融収支(%)	504.10%	-118.92%	-88.83%	-119.39%	-63.24%	-21.06%	-93.49%	-19.34%	-74.90%
	外貨準備(%)	-604.10%	18.93%	-11.17%	19.39%	-36.76%	-78.94%	-6.51%	-80.65%	

出所：表10に同じ

注：表10に同じ

2004年の数値が不明の場合は2003年までの平均

資産を増加させている。

経常収支黒字がどの程度資本流出によって海外へ還流しているかを概観するために、1997年から2004年の平均比率を計算したものが右端の欄であるが、これによると、金融市場整備を進めている香港を除いて各国とも資本流出が経常収支黒字をはるかに下回っていることが明らかである。アジア各国の対外投資の小ささが多額の外貨準備増加を招いていることが見て取れるだろう。

さらに、中国・韓国の特異な状況に注意する必要がある。他の4ヶ国が、欧米に比べ率は少ないものの、経常収支黒字を対外投資として海外に還流させ、その不足分を準備資産増加即ち公的部門を通じて海外への還流を行っているのに対し、韓国は1998年を除き97年以来一貫して、中国は2001年以来、経常収支も黒字で資本も流入超過という、特異な国際収支構造を示しており、経常収支黒字分だけでなく金融収支黒字分も含め準備資産増大の形で、即ち公的部門を通

じる資本流出を行っている。そこで世界第1位の外貨準備額を持ち、アジア43ヶ国・地域の準備資産の4割強を占める中国について、表12によりながら見てみよう。

表12 中国の経常収支・金融収支・準備資産 単位：100万ドル

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
経常収支	36,963	31,472	21,115	20,518	17,401	35,422	45,875
金融収支(2)	-1,085	-25,177	-12,437	-9,790	30,100	39,845	70,759
直接投資	41,674	41,117	36,978	37,483	37,357	46,790	47,229
証券投資	6,943	-3,732	-11,234	-3,990	-19,405	-10,343	11,427
その他投資	-27,580	-43,660	-20,540	-31,535	16,880	-4,106	-5,882
誤差脱漏	-22,122	-18,902	-17,641	-11,748	-4,732	7,504	17,985
金融収支(1)	21,037	-6,275	5,204	1,958	34,832	32,341	52,774
準備資産	-35,857	-6,248	-8,652	-10,693	-47,447	-75,217	-116,586
経常収支に占める比率							
金融収支(2)	-2.94%	-80.00%	-58.90%	-47.71%	172.98%	112.49%	154.24%
準備資産	-97.01%	-19.85%	-40.98%	-52.12%	-272.67%	-212.35%	-254.14%

出所：IMF, International Financial statistics Yearbook 2005 より作成

注：金融収支(2)には誤差脱漏を含み(-)が流出、準備資産は(-)が増加を表す

2001年から資本が流入超過に転じるとともに、アジア通貨危機時の97年の97%を除きおおむね経常黒字の半分弱であった準備資産増加が一挙に2.7倍にまで増え、その後も2倍以上の水準を維持している。金融収支黒字額は2001年が301億ドル、2002年398億ドル、2003年708億ドルであるが、各年の直接投資収支はそれぞれ374億ドル、468億ドル、472億ドルであるから資本流入の主力が直接投資であることがわかる。先に見たドル体制におけるアジアの外貨準備の役割を重ねれば、中国は外貨準備の形で相対的に低利の長期資金をアメリカに提供し、アメリカはこれらの対米投資を利用して高収益の対中投資を行っていることが上記の数字に含まれている。無論、対中投資はアメリカだけが持っているわけではなく、2005年から公表されるようになったアメリカの対中国際収支によれば、民間投資総額は40億8400万ドルで、うち直接投資は16億ドル強、証券投資54億ドル弱である。これに対し、中国の対米投資は官民合わせて総額1934億5500万ドル、統計上の不一致が37億800万ドル合計2241億6300万ドルとけた違いの額で

あり、アメリカへの強力な資金供給源であることがわかる。その内訳は十分には明らかにされていないが、公的資産を含む銀行債務が1814億9400万ドルと最大項目であることから、中国外貨準備の占める割合が大きいことが推測される。

経常収支黒字が巨額でもそれに見合う対外投資があれば、外貨準備は増加しない。さらに前提としての経常収支黒字は、基本的には国内貯蓄と国内投資のアンバランスから生じるのであるから、国内の貯蓄を国内投資に十分には活用できていないことを意味する。このような視点からは、アジアの外貨準備急増は、アジアの国際貿易における競争力の上昇、経済発展の表れであるとともに、アジアの経済発展段階、金融・資本市場の発達の遅れを表すものでもありえよう。

これに加えて、為替集中を行っていない国の場合は、経常収支黒字に伴う自国通貨の増価を抑制するための為替市場介入を通貨当局が行わなければ、外貨準備の増加は生じない。アジアの外貨準備増加の背景には、巨額の経常収支黒字とそれを対外投資に生かしきれないアジアの投資環境があると共に、アジア各国の外国為替政策、通貨当局の政策的判断がある。外国為替市場介入は、外貨準備増加の目的であると同時に、その原因でもある。アジアの外貨準備上位5ヶ国・地域の外国為替政策を簡単に概括しておこう⁷⁾。

中国が外為取引について経常取引は原則自由だが資本取引は規制、台湾が資本取引規制と経常取引の一部に規制を設けている外は、香港、シンガポール、韓国とも資本取引も含め為替自由化を実行している。為替政策については、中国は2005年7月に人民元の2%切り上げと共に通貨バスケットを参考とする管理変動相場制の実施を発表した。一日の変動幅を上下0.3%以内に収めるとして、中国人民銀行は頻繁な市場介入を行っている。香港はカレンシーボード制をとっており、98年にまず香港ドルから米ドルへの公定相場での交換を保証し、2005年には米ドルから香港ドルへの交換も保証することにより、香港ドル相場の安定を、市中銀行も含めた裁定取引により調整しているとされている。外貨準備はこの場合受動的に増減する。シンガポールは、推定構成がドル45%、円20%、ユーロ15%、その他20%の通貨バスケット制で一定の変動幅を越えた場合市場

介入を行うとしている。韓国も98年以降自由変動相場制を取っているが、インフレ加速が懸念されるとして、頻繁な介入を行っている。台湾は管理変動相場制であり、やはり通貨当局による介入が行われている。外貨準備上位5ヶ国は、香港を除きいずれも自国通貨の相場上昇を抑制する頻繁な介入を行い、その結果として外貨準備を増大させている。

以上見てきたことから、絶対額という量の面でも、経常収支黒字に占める比率という質の面でも「大きな」アジアの外貨準備は、アジア経済の国際貿易競争力により生み出されたものであると共に、国内および域内の金融・資本市場の未発達の原因であり、かつアジア各国の為替政策によって増大させられたものであると言えよう。

第3章 東アジア域内金融協力と外貨準備

上述のように、各国の為替政策に基づく為替相場の安定追求は、外貨準備保有の目的でありその増減の原因でもある。したがって各国の外貨準備のありようはアジアの為替政策協調の動向とも密接にかかわる。為替政策協調およびこれにかかわる域内金融協力が外貨準備に与える影響・変化についてみていこう。

現在アジア域内で検討・推進されている為替政策協調およびこれと密接にかかわる域内金融協力は、大きく分けて3つある。その第1は、通貨危機のような事態に対する予防・対処のための通貨スワップ網・域内緊急支援体制の構築である。第2は、アジアの資金をアジアで活用するためのアジア債券市場の育成である。第3は、各国通貨を現行の事実上のドルベッグ制⁸⁾から通貨バスケットを基準に管理する管理変動相場制へと転換させて、為替相場変動の抑制を図ろうとする通貨バスケット制の提案である。

第1の緊急時の支援体制である通貨スワップ網は、通貨危機時の苦い経験に基づき、2000年5月のASEAN+3財務大臣会議で合意されたいわゆる「チェンマイ・イニシアティブ」で、既に実行に移され、2005年9月末現在総額750億ドルに達している。

通貨スワップ取極めは、為替投機等の動きを牽制し、為替・金融市場の安定を図ることを目的とする東アジア地域の集団的金融支援体制の構築である。当初は、ドル対現地通貨のスワップで、日本からの一方方向のドル資金供与取極めであったが、2002年の中国、2005年の韓国とは双方向かつ自国通貨の提供という新たな段階の取極めに発展している。これにより東アジア各国は緊急時の為替相場圧力への備えを強化すると共に、過大な外貨準備積み上げの必要性も減少することが期待できる⁹⁾。

特に、日中の円・元、日韓の円・ウォンのスワップは、ドルを媒介としないアジア通貨の利用促進という点でも重要である¹⁰⁾。

第2のアジア債券市場の育成は、アジアの資金をドルの仲介を経ることなくアジアで有効活用することを直接目指すものである。それはさらに3つの内容に分かれる。その①は各国の国内資金を活用できる国内債券市場の整備である。これにより、アジアの企業は通貨危機前のような欧米金融機関等からの外貨建て短期借入への依存を低下させ、社債発行により自国通貨建ての長期資金を調達することで、期間と通貨の二重のミス・マッチのリスクを解消することができる。その②はアジア域内における国際債券市場の育成である。域内の資金をアメリカを迂回することなく、相互に国境を越えて投資しあうことにより、域内の金融統合が進み、各国金融市場の発展が促進される。これらを通じて、アジアの資本収益性も向上し、欧米の短期浮動資金への依存を低下させ金融・通貨危機の火種を小さくすることにもなる。①と②は連動し相互促進的に発展することが期待されているが、国内債券市場が自国通貨建てであるのに対し、アジア域内の国際債券市場は各国通貨建て債権への相互投資と共に、通貨バスケット建債券が想定され、債券市場の発展が通貨バスケット制への地ならしの役割を果たす。その③は、各国の国債等に投資するアジア債券ファンド¹¹⁾の試みである。その購入者として各国の中央銀行が想定され、各国の外貨準備の域内での運用に道を開くものとなっている。

2002年 ASEAN+3 非公式セッションにおける日本のアジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) 提案が、翌年 ASEAN+3 財務大臣会議で承認され、具体的

取り組みがスタートしている。2006年5月のASEN+3財務大臣会議は、この間「地域の債券市場は1997年の4.5倍と急成長しており、パーツ建て、ペソ建て、人民元建て、リングット建ての債券の発行と現地通貨建ての証券化が実現。資産担保型アジア通貨バスケット建債券の研究の本格化に合意。将来のアジアにおける国際債券市場の発展に向けた検討（「アジア・ボンド・スタンダード」など）の進展」など多くの具体的進展があったとしている¹²⁾。

経常収支不均衡は基本的には各国の貯蓄・投資バランスの問題であるから、アジア債券市場育成イニシアティブは、まず国内の貯蓄を国内の投資に向けることにより、外貨準備増大の前提である経常黒字そのものの縮小をもたらす。またアジア域内の相互投資拡大は、各国の対外投資を促進してこの面から外貨準備を減少させる。さらに、外貨準備による現地通貨建てアジア債券ファンド (ABF2) の購入は、外貨準備の運用先を米国債からアジア域内の国債対象ファンドに置き換えて、外貨準備の通貨構成中のドル比率を減少させることを意味する。

第3の通貨バスケット制は、日本が1999年、「円の国際化」に関する大蔵省の外国為替等審議会答申で、ドル・円・ユーロ等の通貨バスケット制とその中の円比率の引き上げを提案し、2001年アジア欧州会合 (ASEM) でも3通貨のバスケット制が提唱されている。2006年5月のASEAN+3財務大臣会議では、さらに進んで「アジア地域のいっそうの安定化に向けた地域通貨単位構築の手順の検討」が、リサーチグループの研究テーマとして決定された。通貨バスケットは、現在のところまだ中・長期的課題の段階とされているが、東アジア域内での各国通貨間の為替相場安定を目指す為替政策協調は、言葉を変えればドルの動揺に左右されない東アジア各国通貨間の安定した関係ということであり、たとえ通貨バスケットの中に一定割合のドルを組み込む案であっても、アジア各国の通貨が現状よりもドルから距離を置くことを意味する。したがって、外貨準備中のドル比率の低下、円・ユーロ比率の上昇が進み、円の国際通貨化も進展することになる。

アジア金融協力に関する以上の政策は相互補完的・相互促進的な関係にある。

アジア共通の通貨バスケット制採用は、まだ検討段階だが、動き出したアジア債券市場育成の取り組みも、アジア各国経済の健全性への懸念、現地情報の不十分性、市場インフラ等の整備の遅れなどの問題点が、多くのアジア諸国でまだ払拭しきれていない現状では、自国通貨建債券市場への外国資金の導入は、急速には増加しないと思われる。その点で、アジア債券市場における、円・ドル・ユーロの通貨バスケット建て債券の発行とその保有は、域内における外貨を域内で活用するとともに、各国通貨の交換性や安定性に煩わされることを回避して、域内資本移動を促進し、各国経済の連動性を強化することを可能にする。さらに、アジア諸国における通貨安定策として提起されている為替制度上の通貨バスケット制採用の地ならしの役割を果たすことにもなる。また、資本移動管理等の外国為替・金融取引に関する規制を取り払い、アジア諸国通貨間の交換性が保証されなければ、各国通貨建債券の相互保有は進展しないから、アジア債券市場の育成は、域内の為替政策協調を必要とし、それを促進するであろう。そして、通貨スワップ網の実効性を高めるための、相互監視体制の整備や政策対話は、為替政策強調の前提条件の整備でもある。

現在は、巨額のアジア外貨準備の圧倒的部分がドルで保有され、アメリカの経常収支赤字をファイナンスするばかりかアメリカのアジアをはじめとする対外投資資金をも提供していることは、先に見たとおりである。しかも外貨準備の運用先の主力が米国債や政府関連債であることから、米国財政赤字のファイナンスの役割をも果たしている。収益性の観点からは、低利の長期安定資金をアジアが提供し、それを高収益で相対的に浮動性の高い資金の形でアメリカがアジアに再投資する構図になっており、さながら金融商品におけるアジアが原材料提供国、アメリカが付加価値の高い最終製品提供国のごとくであることについても既に見てきた。またこの逃げ足の速い外資の累積が通貨・金融危機の火種となる可能性もアジア通貨危機で現実化した。さらに、アジアが事実上のドルペッグ制をとってきたことにより、これらの投資の為替リスク軽減コストも、アジアが一方的に負担してきたのである。アジア各国の通貨当局が、ドルの減価を防ぐべく買い支えてきた結果が、ドル外貨準備の増大であった。アジ

ア域内金融協力の進展は、各国の外貨準備におけるドル比率を低下させる質的变化をもたらし、結果としてアジアの公的保有ドルを減少させ資金の対米還流を縮小させて、このようなドル依存体制、見方を変えればドルのアジア依存体制からの解放への一步を意味する。

東アジア各国の事実上のドルペッグ制継続は、アジア域内外の国際貿易における強力な競争相手でありかつ急速に拡大しつつある巨大な市場を擁する中国が事実上のドルペッグ制をとっていることも、要因の一つとされている。この点で最近の中国政府・通貨当局の動きは興味深い。中国政府は2005年7月、人民元2%切り上げと通貨バスケットを参考とする管理変動相場制度の実施を発表した。通貨バスケットの構成通貨は、米ドル、日本円、ユーロ、韓国ウォンの主要4通貨の他、シンガポールドル、英ポンド、マレーシア・リング、ロシア・ルーブル、豪ドル、タイ・バーツ、カナダドルの計11通貨と発表されたが、比率は明らかにされていない。基準値の算定割合も明らかでなく、通貨バスケットに固定するのではなく「参考」にするとされていることから、実際の相場は事実上通貨当局の裁量によると言えよう。その後も人民元相場の上昇は遅々たるもので、2006年9月末でも切り上げ時に比べ3%未満の上げ幅であり、事実上のドルペッグ制に近い厳しい相場管理が行われていることをうかがわせる。しかし他方で、制度として通貨バスケットを参考とする管理変動相場制を採用したことの意義は大きい。マレーシアは直後に管理変動相場制に移行、東アジア諸国も対人民元での安定をいっそう重視するものと見られている。中国の為替動向によっては、対ドル相場からの乖離が進む可能性も出てきた。米政府・議会の対中為替操作国批判への牽制の意味もあると思われるが、2007年1月、中国人民銀行総裁は、「通貨バスケット中の米ドル比率は50%を大きく下回る」と発言している。また、「外貨準備の多様化・運用方法の積極的模索」という首相をはじめとする政府高官の発言も相次いでいる。これまでに、すでに不良債権処理のために国有銀行への資本注入に600億ドルが投じられたと報じられており、海外からの資源購入や途上国支援の基金設立なども議論されていると言う¹³⁾。米財務省証券保有第2位の中国が、その保有高を縮小すれば、ドル相場や米金利

にも影響を及ぼす可能性がある。中国における金融・資本市場、外国為替市場等の今後の整備状況によるが、中国を軸に、アジア通貨のドルからの距離は意外と早く広がる可能性も出てきた。外貨準備の量と構成の変化は、アジア金融協力によって影響されると同時に、逆に通貨バスケットをはじめとするアジア金融協力の進展を促進するとも言えよう。

ただし、アジア各国の事実上のドル・ペッグ制、ドル減価阻止は、これにより対米貿易の減少を防ぐとともに、ドル建てが大半を占める外資の順調な流入を確保するというアジア側の利害に基づくものであった。中国の外国為替政策と共に、アジアへの主要資本提供国であり貿易相手先国である日本のアジア各国との貿易取引における円建て比率の低さ（2006年下期の財務省発表、対アジア輸出；49% 輸入；26%）円建て投資比率の低さも、アジア各国にドル体制からの離脱の必要性を感じさせない要因の一つとなっていることについては、既に多くの論者によって指摘されている。日本のドル建て国際取引の問題には、ここでは直接触れないが、その背景をなす日本の外国為替政策について見ていこう。

第4章 日本の外国為替政策

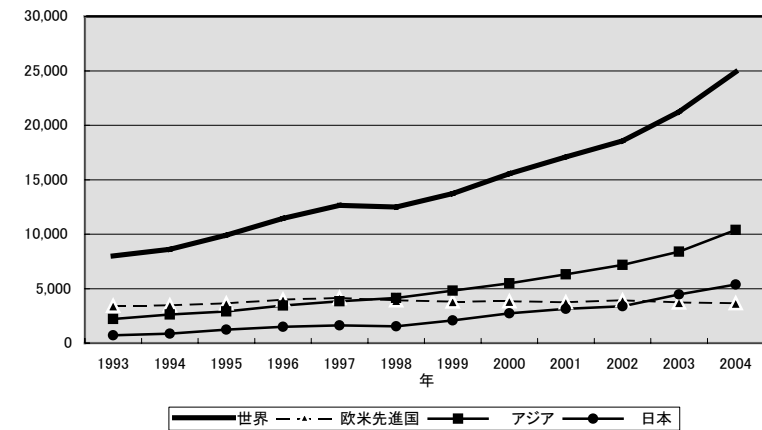
先に見た、アジア各国の外貨準備の特徴は、実は日本にも当てはまる。日本は金融・資本市場が発展を遂げた先進国であるにもかかわらず、外貨準備に関しては欧米先進国とは異なる姿を見せている。図1で明らかのように1999年以後外貨準備高を急増させている点でも、表6に見るように米国債を中心に対米投資としてこれを運用している点でも、アジアの中でも日本は先頭を切っている。外貨準備累積額は、2006年12月末に中国に抜かれるまでは世界第1位8953億ドルの保有額であり、米財務省証券保有国でも2006年9月現在で第1位の6392億ドルである。2001年までは、総額ではヨーロッパに及ばないものの対日投資の相対的な小ささから、結果として純対米投資はヨーロッパをしのいでいた点でも、アジアと同様であった。アジアと同様に、公的部門を通じてアメリカの経

常収支赤字と財政赤字のファイナンスを担ってきたと言えるだろう。ただし2002年以降はアメリカの対日投資が増大したため、純対米投資はヨーロッパよりも少なくなっている。

図5は、世界の外貨準備（累積額）の推移を表すが、アジアと日本が欧米とは異なる軌跡を描いていることは一目瞭然である。とりわけ2003年からは日本一国で、欧米先進国の合計を上回る準備額となっている。そこで、アジアの外貨準備の特徴を見るために用いた表10・11・12と同様の表を日本についても作成して検討してみよう。

図5 世界の外貨準備（累積額）

単位：億 SDR



出所：IMF, IFS 2005 Total Reserves minus Gold より作成

表13と表10・11を比べてみれば、経常収支に占める金融収支と準備資産の比率が、欧米型ではなくアジア型であることは明らかである。日本は、発達した資本主義国でありながら、アジア各国と同じく、経常収支黒字を、国内やアジア域内投資に十分には活用しきれず、公的部門を通じてアメリカに還流させ、ドル体制を支えていると言える。

表14は、2001年から過去にも溯って公表されるようになった、日本の通貨当局による市場介入の実施状況を、外貨準備増減高と重ねてみたものである。日

表13 日本の経常収支・金融収支・準備資産 単位：億ドル

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	97-04平均
経常収支	96.81	118.75	114.60	119.66	87.80	112.45	136.22	172.06	
金融収支	-86.20	-110.46	-21.88	-61.44	-44.44	-62.99	54.93	-6.41	
準備資産	-6.57	6.16	-76.26	-48.95	-40.49	-46.13	-187.15	-160.85	
経常収支に占める比率 %									
金融収支	-89.04%	-93.02%	-19.09%	-51.35%	-50.62%	-56.02%	40.32%	-3.73%	-51.84%
準備資産	-6.79%	5.19%	-66.54%	-40.91%	-46.12%	-41.02%	-137.39%	-93.48%	-61.75%

出所：表12 に同じ
注：表12 に同じ

表14 日本の介入状況 単位：億円

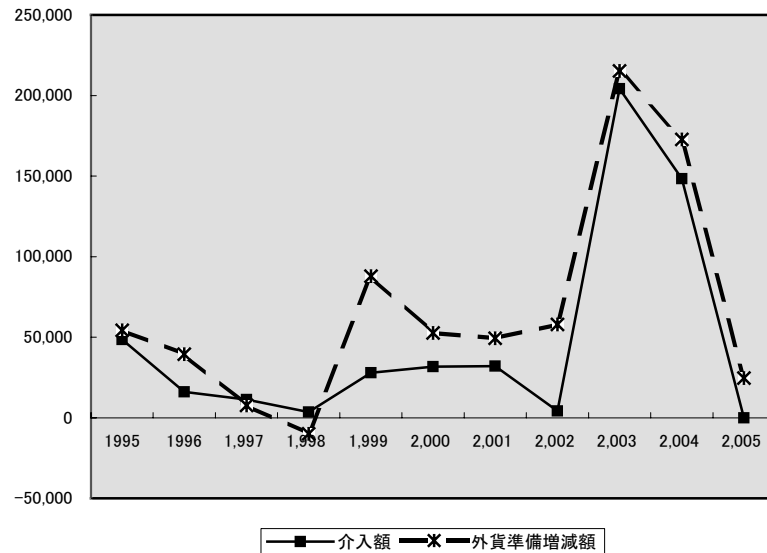
	1995	1996	1,997	1,998	1,999	2,000	2,001	2,002	2,003	2,004	2,005
介入額	48,588	16,036	11,282	3,470	27,921	31,732	32,107	4,162	204,250	148,314	0
外貨準備増減額	54,235	39,424	7,660	-9,986	87,963	52,609	49,364	57,969	215,288	172,675	24,562

出所：表12に同じ

ぶりである。

このような巨額の介入とその結果積み上がる外貨準備累積高について、批判や懸念も聞かれるようになった¹⁴⁾。これらの批判は多岐にわたるが、大きく3点にまとめることができる。その1は、介入資金の調達方法にかかわるものである。この間行われた円売り介入の場合、短期国債の一種である政府短期証券（外国為替資金証券）を発行し、市場からの借金の形で介入資金を調達する仕組みとなっており、その借入限度額も年々増大し2003年度100兆円、2004年度には140兆円に上積みされている。政府債務の累積、税収の低迷という財政事情の下、全体として財政引締め、国債縮小が目指される中、隠れ国債ともいべき外国為替資金証券の巨額の発行と、それにより積み上がった保有ドルが日米金利差により生み出す利益の一般会計への繰り入れは、国内経済運営の整合性を損なうという批判である。その2は、介入の効果と頻度および規模、結果として積み上がった外貨準備高の大きさに関するものである。欧米の外貨準備の少なさおよび介入の頻度・規模が限定的である背景として、基軸通貨国であるアメリカは為替相場変動の自国経済への影響が少ないこと、EU各国はユーロ導入により為替相場変動の影響は域外諸国との取引に限定されると言った事情の他に、通貨当局による市場介入の効果に対する疑問があり、効果は限定的かつその時期にもよるといった認識が指摘されている¹⁵⁾。その3は、累積する外貨準備の抱えるリスクに関するものである。日本の外貨準備は米国債を中心に運用されており、ドル相場の急落があれば為替差損が発生するし、アメリカの赤字拡大が続けば米国債の増発に伴う国債価格の下落も考えられる。先に述べた中国の外貨運用の多様化検討発言に対して、もし中国が米国債の売却を大量に行えば、米国債価格の暴落を招く可能性があるため、実行は容易ではないという見方がある

図6 日本の外貨準備増と市場介入 単位：億円



出所：外貨準備増：日本銀行、国際収支概括表 2005年
介入額：財務省、外国為替平衡操作の実施状況 各年

本の市場介入は円で公表されるため、日本銀行発表の円表示国際収支表を利用した。図から明らかなように、日本の外貨準備の増加は、当局の円高抑制のためのドル買い円売り介入によるものである。特に目立つのが2003年と2004年の巨額介入で、前者は20兆4000億円強、後者は14兆8000億円強というかつてない介入

る。言葉を換えれば、大量に保有する米国債の暴落を阻止するためには、今後とも米国債を買いつづけなければならないという事態が予想される。以上はいずれも、巨額の外貨準備が自国経済の発展にとって持つ問題点を指摘しており、その2、その3はアジア各国にも共通する問題である。これらの指摘を踏まえ、日本の外貨準備政策に関して検討すべき課題について、指摘しておきたい。

第1の課題は、円ドル相場がこれまでのように円高傾向で推移するとすれば、今後も基本的にはドル買い介入が続くと思われるが、増大しつづける外貨準備高をどう抑制するかという問題、即ち総量規制の課題である。これまで述べてきたことからすれば、総量規制は、経常収支黒字の活用先としての公的資金による米国債偏重をただし、民間の多様な対外投資へと資金を振り向けることを意味する。河村小百合は、ユーロ導入前のドイツは、マルク高抑制のマルク売り介入をたびたび行ったが、取得した外貨は、相場が落ち着くと市場で売却するというオペレーションを繰り返して外貨準備高を調整していたという先例を紹介し、日本の外貨準備の残高調整の必要と可能性を説いている¹⁵⁾。介入効果の検証を踏まえた介入の頻度・規模の再検討と共に、介入で獲得した外貨をそのまま積み上げるのではなく、その量的調整について検討する必要がある。それは、介入資金調達のために発行した政府短期証券の償還についての検討でもある。

第2の課題は、外貨準備の多様化、即ち通貨構成の課題である。日本の貿易取引の通貨別比率は、円以外の通貨取引に占める割合ではドルが圧倒的（2006年下半期；輸出の82%、輸入の93%）であり、この点からはドルを基準に管理するのはやむをえず、したがってドル準備が必要ともいえるが、他方で、長期的な円高傾向という点からは、介入は基本的に円売り介入であり、多額のドル準備を保持する必要性は薄いとも言える。為替リスクの回避のためには、通貨構成の見直しが課題となる。それはまた、第3の、リスク分散の観点からの運用の多様化の課題に連動する。米財政赤字が拡大して米国債が増発されその価格が下落すればするほどその価格維持のために買いつづけなければならないというジレンマから抜け出すためにも、ユーロ債なども含め運用の多様化を図る必要がある。

これらは、いずれも先に述べたアジア為替政策協調・金融協力に対する日本の貢献とも密接な関連がある。緊急支援体制の整備・強化に関しては、通貨スワップ網の拡大に加え、外貨準備のプール制も話題に上っているが、これにより各国個別に、危機に備えて巨額の外貨準備を積み上げる必要性は軽減され、全体として外貨準備の節約をもたらすだろう。日本はさしあたり使用の可能性が少ないドル準備の一部を提供することにより、この節約体制の一員に加わると共に、アジアの協調体制推進に貢献することができる。また、通貨構成の多様化、運用先の多様化の一環として、先に述べたアジア債券ファンドの外貨準備による購入に積極的に取り組むことにより、アジア債券市場の育成にも貢献できる。外貨準備増大の直接の契機である自国通貨高抑制のためのドル買い介入の効果や規模・頻度についての検討はアジア各国の課題でもある。さらに介入の前提となる「望ましい為替相場水準」自体についてのアジア域内での検討も必要である。それは、将来のアジア共通通貨体制の中核となる共通認識の形成にもつながる。

世界的にも突出している巨額のアジアの外貨準備を巡る課題は、そのリスク管理の点でも、経常収支黒字を自国経済の発展に生かすという点でも、日本自体の課題でもあり、他のアジア金融協力の課題が、債券市場育成でも通貨バスケット制採用でも、日本以外のアジア各国の課題であるのに対して、アジアと協力しつつ日本が率先して取り組める課題である。日本は、外貨準備政策の検討をアジア金融協力の諸課題の中の柱の一つとして提起し、積極的に取り組むべきではないだろうか。

注

- 1) アメリカの対アジア経常収支は、従来アメリカ商務省報告で、日本を除く「その他アジア・アフリカ」の項目で発表されてきた額によるものであるが、小論では、その他アジア・アフリカの経常収支の大半はアジアによって生み出されてきたものとして、近似的に利用する。2005年の国際取引からは、アメリカは、対アジア国際取引をより正確に捕捉する「アジア・太平洋諸国」の項目を発表するようになり、地域別取引にも新たに、中国・香港・韓国・シンガポール・台湾の項目が加わった。2005年のアメリカの対「その他アジア・アフリカ」経常収支と対「アジア・太平洋」の経常収支を

比べると、前者の4012億4600万ドルの赤字に対して、後者は3892億4300万ドルの赤字であり、前者の97%を占めているので、対その他アジア・アフリカの赤字はほぼ対アジア・太平洋地域により生み出されてきたとする仮定が間違いでないことがわかる。

- 2) Survey of Current Business 2005, Table11 International Transaction by Area
- 3) 吉國眞一「アジアの資金フローとアジア債券ファンド」『国際金融』1110号
- 4) <http://www.mof.go.jp/1c06.htm> 外貨準備等の状況
- 5) 日本銀行『国際収支』東洋経済新報社、2000、p.80
- 6) IMF統計の国際収支表上の準備資産には、IMFのリザーブ・ポジションやSDR、金が含まれるが、外貨準備を近似的に表すものとして利用する。日本の場合、準備資産に占める外貨準備の割合は約98%（2007.12現在）である。
- 7) 以下の概括は、国際通貨研究所「アジアの外為規制とアジア通貨/円の直接取引きの可能性」2001 によるもの。
- 8) 中国、シンガポールをはじめとしてアジア各国は制度としては通貨バスケットに基づく管理変動相場制を採用している国が多いが、その実態はドルペッグ制に限りなく近い。
- 9) 実効性を強化するため、各国の経済状況の相互監視体制やスワップ規模の拡大、スワップ引き出しメカニズムの改善などについても検討が進められている。これはまた、東アジア各国の経済政策協調を促進し、為替政策協調の基盤を形成する。
- 10) アジア通貨間の直接取引きの実績はまだ少ないが、韓国では、2007年の年頭に「年内のソウル外国為替市場での円・ウォン市場開設を積極的に検討する」ことが発表された。
- 11) 日本銀行をはじめとする東アジア・オセアニアの中央銀行役員会議（EMEAP）（メンバーは中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、日本、オーストラリア、ニュージーランドの11中央銀行・通貨当局）が2003年から開始しており、アジア諸国の国債（ソブリン債）および政府機関債（準ソブリン債）を運用対象とする投資信託商品を開発し、それをEMEAP加盟中央銀行が共同で購入するというもので、2003年6月にABF1、2004年12月にABF2の創設が発表された。これによりアジアの債券に対する投資家の認知度を向上させるとともに、ABF組成作業を通じて、市場・規制改革を推進することを目的としている。投資対象は上記11ヶ国から既に発達した国債市場を有する日本・オーストラリア、ニュージーランドを除く8ヶ国の国債・政府系機関債となっている。
ABF1はドル建て債券で投資家もEMEAP中央銀行に限定されているのに対し、ABF2は現地通貨建てで当初は中央銀行で始めるが後には民間投資家にも開放することになっている。アジアの中央銀行が協力して取り組んだこのプロジェクトにより、関係法令やシステム・インフラ整備の進展、アジア現地通貨建て債券を運用対称に組み込んだ投資商品の登場など投資家の関心の高まりが指摘されている。（日本銀行ホームページより）
- 12) 日本銀行ホームページ、アジア債券市場育成に関する国際的取り組み
- 13) 朝日新聞 2006.4.8
- 14) 行天豊雄『週刊東洋経済』2004.4.17
篠原三代平「世界一の対外純資産 vs 先進国一の財政赤字」統計研究会、Occasional Paper 2004.7.
河村小百合「外貨準備政策の見直しを」Japan Research Review 2003.12
- 15) 河村小百合、同上 p.14、p.20