

アジア通貨単位と通貨バスケット指数⁽¹⁾

絹 川 直 良

はじめに

民間通貨バスケット単位の検討に際しては、欧州の具体的経験をふまえて東アジア各国のおかれた状況を良く検討することが必要である。この点、アジア地域の複数の通貨を構成通貨とした通貨バスケット指数が、複数の欧米金融機関によって公表されており、この指数は一部顧客との間で売り買いされているのが注目される。これら金融機関が、通貨バスケット指数を作成し公表するにいたった狙いは、基本的に顧客とのビジネス推進にある。東アジアで通貨バスケットの利用を推進しようという立場からは、これら通貨バスケット指数の動向に注意を払う必要がある。また、今後、通貨バスケット単位についての検討が本格化する過程で、日本の金融機関にも積極的な対応が求められる。

1. 民間通貨バスケット単位

民間通貨バスケット単位（AMU⁽²⁾）の創設を現時点で進めるのは容易な作業ではない。そもそも地域統合への合意が基本的に存在し、各国の経済・金融面でも比較的バラツキが小さかった欧州と異なり、アジアでは政治体制、文化、宗教、経済規模、所得水準、金融市場の発展度合い、為替管理など、どれをとっても多種多様で中には大きな隔たりがある。加えて、各国の政治家の間では、地域統合に向けてのコンセンサスはまだ形成されていない。東アジアにおける地域金融協力のモメンタムは、基本的に1997年のアジア通貨危機での痛い経験を出発点としている。これに、21世紀に入って中国の台頭と前後して域内経済の緊密化が大きく進展したことが挙げられる。FTAやEPA締結の機運が高まっていることも金融協力を側面でサポートした。通貨危機より程なく通貨危機再発防止に向けた具体的取り組みも始まった。通貨危機再発防止の枠組み強化（チェンマイイニシアティブ）および債券市場発展への協力（アジア債券市場イニシアティブ）はその中で成果を上げている。経済、金融面での政策協調の試みも始まっている。このような中で、民間主導で、AMU創設に向けた研究、調査が始まっている。

ここでいうAMUは、域内政策調整、協調の前提となり、域内サーベイランス実施に際して用いることが必要と考えられる通貨バスケット指数とは異なる。現在、ASEAN+3財務大臣中央銀行総裁会議の枠組みにおいてもサーベイランスの本格実施に向けた検討が進められているが、通貨バスケット指数はその際のサーベイランスの重要な対象と考える。

AMUを考える際には、以下の諸点に留意すべきである。

第一に、AMUの利用については欧州の経験をふまえながら、東アジアではどのようなことが考えられるか、各国のもつ個別事情を十分留意しながら、検討する必要がある。まず、欧州については、たとえば、ECUの合成分解（bundling and unbundling）が可能になったのは、ECUの合成分解に限って、各国が外国為替管理を緩和したことが大きい。また、民間金融機関についていけば、そこにECU建て預金、融資取引の開始や伸びに商機を見いだしたECUのマーケットメーカーの存在と活動が大きい。即ち、1982年にはECU相互決済勘定（MESA）がKrediet Bank、Lloyd Bank、Credit Lyonnaisなど商業銀行5行により創設された⁽³⁾。東アジア各国の為替管理や金融市場の実態は様々であり、また運用の実態を把握することが必要である。この点、次述の交換性の問題に関係して説明する。

第二に、通貨バスケットを構成する各国通貨について、最低限の交換性が必要である。ここでの「最低限の交換性」とは、非居住者が、直接あるいはその国所在の金融機関を通じて間接的に、その通貨の直物外国為替市場にアクセスし売り買いが出来ることが必要である。できれば、非居住者が、3あるいは6ヶ月程度までの期間の外国為替フォワード・為替スワップ市場もしくはその通貨建ての資金市場にアクセスが可能であることが好ましい。

しかし、東アジアでは、まだ、日本円、香港ドル、シンガポールドルの3通貨を除き、交換性のある通貨がない。日本につぐ規模の金融市場を持つ韓国についてみると、韓国ウォンを韓国国外から自由に米ドルや日本円との間で交換することはまだ出来ない。もっとも、韓国国外からもNDF取引は可能であり為替リスクヘッジは相当程度まで可能にはなっているが、現金ベースでの決済が困難である。東京在の金融機関が直接にソウルの外国為替市場に参加し、あるいは、ソウル在の金融機関との間でウォンと他の通貨との外国為替取引を行い、ウォンの受け取りあるいは支払いを行うことができるようになって、はじめてウォンには最低限の交換性があると言えることができる。

第三に、AMU利用の持つ意味について、ASEAN+3諸国の官民市場関係者の理解を得る必要がある。

この点、域内あるいは域外の単一通貨にペッグした場合と比較して、通貨バスケットは相対的に価値の変動が小さいとの指摘がなされることが多い。しかし、東アジア各国が、通貨バスケット指数を参照する穏やかな通貨政策、金融政策の協調を開始すれば、その結果として各国通貨相場の安定が実現される。各国通貨の動きがvolatileな状況が継続するとの前提で通貨バスケット指数あるいはAMUが持つ安定性を主張するのは、民間企業のリスク管理の実態にはそぐわないと思われる。

各国の民間部門（経済界、産業界）の理解を得るにあたっては、特にリスクヘッジやリスク管理の観点に配慮することが必要である。

この点からも関係各国通貨の交換性を一定限度まで回復させることが必要と考えられる。それによって、企業にとっては、取引金融機関に依頼して、関係通貨の直物為替市場での売り買

いが可能になり、さらに、為替フォワード取引あるいは為替スワップ取引を締結することが可能になる。そういった取引が実行可能になることで、各金融機関や企業は為替リスクヘッジが可能になる。

金融機関に加えて一般企業も、リスク管理を精緻化させ、Value at Riskの手法を取っているところが増えている。複数事業部門を持つ企業の場合は、自己資本に見合ったリスク量をこれから事業部門に配分し、日々のリスク管理を行っていく。通貨バスケット単位建ての取引にどの程度のリスク量を配分することが必要かという点が重要になる。また、アジア通貨建ての商取引や調達、運用を行う場合には、資金や証券の受け渡しといったオペレーションが不安なく行われる必要もある。こういった面を考えると、通貨バスケット単位を作るだけでは民間部門の関心を引きつけることは難しいと思われる。企業が実際にアジア通貨を積極的に利用する際には、少なくとも当初その代償として支払うリスク量を最低限に抑える工夫が必要であり、そのためには最小限の交換性の付与や決済インフラの整備が必要となる。この点からも、非居住者による国内市場へのアクセスは重要である。

公的部門に対しても、様々な要請が考えられる。⁽⁴⁾

2. 通貨バスケット指数

いくつかの欧米系金融機関がアジア通貨より構成される指数をその顧客に提供している。Bloomberg-JP Morgan Asia Currency Index (ADXY)、iBoxx (Asian Bond Fund)、Asian Local Bond Index (ALBI) 及び Deutsche Bank “EARLY” (Emerging Asia Reserves, Liquidity and Yield) Index の4つのアジア通貨インデックスが一般に知られている。

(1) Bloomberg-JP Morgan Asia Currency Index (ADXY) (図1)

ADXYは、中国、香港、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾およびタイの各国通貨より構成されている。JPMorganがこれを開発し、Bloombergと共同でその定期的公表を行っている。

各通貨のバスケット上の比率は、貿易（75%）および流動性（25%）より計算される。貿易については、公式統計を用い、5年間の平均を取っている。流動性については、オフショア投資家がアクセス可能な外国為替市場における出来高を用いており、インターバンク市場に参加する最低5の金

図1 ADXY

Country/Weights	Current Weights		
	Trade(75%)	Liquidity(25%)	Total
China	32.30	6.19	25.77
Hong Kong	10.57	32.08	15.95
India	5.07	3.32	4.63
Indonesia	3.61	2.43	3.32
Korea	14.83	23.23	16.93
Malaysia	6.23	1.88	5.14
Philippines	2.75	2.66	2.73
Singapore	8.59	16.15	10.48
Chinese Taipei	9.91	8.08	9.45
Thailand	6.14	3.98	5.60

Source: Bloomberg

融機関による記述に依っている。このウエイト付けの詳細を見ると以下の通りである。まず各通貨のウエイトを見ると、中国人民元、韓国ウォンおよび香港ドルが他の通貨よりも高いウエイトを持っている。中国人民元は32.30%というもっとも高い貿易ウエイトを持つが、流動性は6.19%と低い。

ADXYはBloombergで、常時リアルタイムで入手することが出来る。アジア通貨指数としては2004年10月から公表されていてもっとも歴史が長い。当初公表時の説明には、新興アジア通貨を合算してみることができること、および、はじめてアジア通貨全体をヘッジする手段を提供することができたこと、等が強調されている。

ADXYは、アジア通貨指数の中ではもっとも歴史が古く、よく知られている。実際に、市況レポートなどに登場している⁽³⁾。

(2) iBoxx (Asian Bond Fund) (図2)

iBoxxはアジア8通貨のソブリンおよび準ソブリン債をカバーする通貨指数である。8通貨とは、中国、香港、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、韓国およびタイの通貨である。International Index Company (IIC) およびEMEAPがこの指数を共同で開発し、ABF 2で活用している。各通貨のウエイトは、12.5%のベースラインウエイトに調整要因 (AFi) を加えて算出するが、この調整要因 (AFi) は以下のように計算する。

調整要因 (AFi) = $0.2 \cdot Si + 0.2 \cdot Ti + 0.2 \cdot Ri + 0.4 \cdot Oi$

Si: 債券市場の規模、Ti: 取引高比率、Ri: ソブリン格付、およびOi: 市場の開放度

この恒等式において、国毎のウエイト付けは、8市場の相対的な市場開放度によって影響される。ここでは市場開放度は、「高度に開放的 (Highly open)」: 香港、シンガポール、「開放されている (Generally open)」: Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines および Thailand、および、「相対的により非開放である (Relatively less open)」: China と分かれる。

図2 PAIF

Country/adjustment factor weight	Size(USD billion) 20%	turnover ratio 20%	local rating 20%	market openness 40%	index weight 100%
China	442.1	0.54	A	RO	11.28
Hong Kong	45.2	4.94	AA+	HO	17.05
Indonesia	48.6	1.13	BB	GO	6.14
Malaysia	101.9	1.15	A+	GO	10.76
Philippines	25.2	0.48	BB+	GO	5.19
Singapore	58.2	5.81	AAA	HO	18.70
Korea	488.1	6.58	AA-	GO	21.26
Thailand	57.2	1.83	A	GO	9.62

Source: IIC

HO: highly open, GO: generally open, RO: relatively less open

(3) ALBI (図3)

ALBIはHSBCが公表している指数である。中国、香港、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾およびタイの合計10のアジア通貨で発行された国内債をカバーしている。

図3 ALBI

Country/Weight	Size(USD billion)	turnover ratio	buying volume in a single day (USD million)	impediments index	overall weighting(%)	weighting as of Nov.2006
China	205.3	0.7	12.1	12	8.2	7.11
Hong Kong	62.7	10.6	192.3	100	12.3	11.62
India	171.5	4.1	133.3	30	10.1	7.92
Indonesia	45.3	1.2	11.6	68	5.9	8.02
Malaysia	48.5	1.6	26.3	65	6.1	6.75
Philippines	15.3	0.5	6.4	54	3.9	6.40
Singapore	72.4	9.5	58.8	97	10.7	11.10
Korea	213.5	7.9	862.1	45	21.4	21.04
Chinese Taipei	78.7	45.4	150.2	38	15.6	13.23
Thailand	37.3	3.2	12.5	66	5.9	6.81

Source: HSBC

それぞれの通貨のウエイトは、地場債券市場の規模・流動性、および、海外投資家が地場債券市場にアクセスする際に、資本規制や外国為替管理等でどの程度これが容易であるか、という点を考えて決定される。特に後者は「障害指数 (Impediments Index)」と呼ばれるが、絶対的な評価を元にした相対的なランク付けに依っている。この中では、香港がもっとも規制が少ないとされていて、上限一杯の100と評価されている。他諸国は香港に対して相対評価される。もっとも高いのは韓国 (21.04%)、次いで台湾 (13.23%) である。⁽⁶⁾ 中国は10カ国の中では7番目にあるが、これは「障害指数」により低評価となったためである。

(4) EARLY

EARLYは中国、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾およびタイの9カ国のアジア通貨よりなる米ドル建ての指数である。ドイツ銀行が2006年9月に導入し公表を始めた。指数構成要素のウエイト付けは、以下の3つの等しくウエイト付けされた基準よりなる順位付けに依っている。第一は、外貨準備蓄積の名目GDPに対する比率で、過去3年間のデータの平均を取る。第二は、外国為替市場の流動性である。第三は、直近1年の6ヶ月物外国為替先物より算出されるイールドである。第一の比率では、中国人民元が第一位でシンガポールドルがこれに続く。第二の外国為替市場の流動性では、シンガポールドル、韓国ウォンが第一、第二位を占める。第三のイールドでは、インドネシアルピア、インドルピーが第一、第二位を占める。以上の3つの基準を総合した順位付けでは、シンガポールドル

図4 EARLY

Country/Weight	reserve accumulation/ nominal GDP*	liquidity of the Region's FX markets**	FX-implied 6- month yield***	basket weights
China	1	4	9	11.29
India	9	8	2	12.16
Indonesia	6	5	1	8.78
Malaysia	3	7	7	9.30
Philippines	8	9	3	7.90
Singapore	2	1	6	17.56
Korea	5	2	5	13.17
Chinese Taipei	4	3	8	10.54
Thailand	7	6	4	9.30

Source: Deutsche Bank

*: The average of the last three full years' data.

** : The liquidity of offshore investors estimated by Deutsche Bank's Asian Currency Handbook 2007

***: The last one year's average 6 month FX implied yield

(17.56%)、韓国ウォン（13.17%）が第一、第二位をそれぞれ占める。

3. 通貨バスケット指数の役割と特徴

(1) これら指数はどのような背景から生まれたものか。関係者にインタビューしてみると、これら金融機関の顧客が持つ潜在的なニーズに応えるものであり、実際に指数を顧客との間で売り買いしているところが多いことがわかる。取引単位は、25百万ドル—10億ドルと幅がある。指数の利用者は、欧米の機関投資家である。ヘッジファンドと明言する金融機関もある。ただ、実際にアジアにキャッシュを投じて投資を行っている投資家は含まれていない様である。

(2) これら通貨指数は、その構造、指数の構成通貨などの点でAMUを今後検討していくにあたって興味深い情報を提供している。特に、各市場の開放度・流動性や外貨準備高は地域通貨単位を検討する際に考慮に入れるべきであろう。

もっともこのうち「流動性」の内容は、非居住者がアクセスする際の金融市場の流動性に重点を置いており、また、市場のストックよりは市場のフローに傾いている。インデックス設計の際の思考パターンとして、海外よりのアクセスあるいは海外市場でのアクセスに比重を置く傾向もある。言い換えれば、これら指数は各通貨の国内のキャッシュの金融市場の規模、厚みを余り考慮に入れていない。これは、これらアジア通貨バスケット指数が、これら金融機関の顧客のニーズに応えるものであり、実際に売り買いを顧客との間で行った場合非居住者の一人としてヘッジ操作を行う必要があることを考えると当然の結果ともいえる。

また、これら顧客が持つ東アジア向けのエクスポージャーは極めて限られており、また指数の残高や取引高も限定的である。

図5 各通過インデックス比較表

	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	台湾	インド	合計
ADXY	25.77	15.95	3.32	16.93	5.14	2.73	10.48	5.60	9.45	4.63	100.00
PAIF	11.28	17.05	6.14	21.26	10.76	5.19	18.70	9.62	N.A.	N.A.	100.00
ALBI	7.11	11.62	8.02	21.04	6.75	6.40	11.10	6.81	15.6	7.92	100.00
EARLY	11.29	N.A.	8.78	13.17	9.30	7.90	17.56	9.30	10.54	12.16	100.00

括弧内はパーセンテージ。

いずれも前出の図1—4より転記。

(3) これら指数の構成通貨からはいずれも日本円が外されている。この点を複数関係者にインタビューすると、概ね次の2点が指摘される。第一は、日本円は、主要な外国為替ポートフォリオに主要通貨として含まれており、新たに作成する指数にこれを含める必要性を感じないというものである。第二は、日本円が、他のアジア通貨とはde-coupleしており、日本円の動き方が異なるという点である。このように、日本円が除外されていることについては合理的な理由があるものの、こういったアジア物の指数から日本円が外される事態が常態化することは、アジア物一般から日本円が除外されるというパターンに結びつく可能性が絶無ではない。

また、PAIF以外の指数ではインドが含まれており、EARLYでは12%強に達している。また、PAIF以外では、台湾が含まれている。地域金融協力の枠組みは現状ASEAN+3が中心であるが、ASEAN+3ではこの2国・地域が外されている。

4. 通貨バスケット指数の示唆するもの

これら通貨バスケット指数は今後どのように変化していくのであろうか。本年1月にインタビューを行ったシンガポール市場での印象を元にする限りは、今後急速にこれが発展すると予想する向きは少ない。しかし、アジア各国通貨の為替相場が変動する一方で、これら通貨やこれら通貨建て商品を売り買いする手段が限られている以上、その利用は一定限度まで今後も期待出来るだろう。とすれば、現在、地位金融協力の分野で議論されている、サーバイランス目的での通貨バスケット指数や、民間部門での利用を想定している将来のAMUとの関係が問題になる。

この点、基本的に、サーバイランス目的の指数との間には直接の関係は生じないと思われる。利用目的が全く異なっているからである。

一方、民間通貨バスケット単位との間では、いずれかの段階で、欧米金融機関が、先に述べたMESAのような相互決済機構のような枠組みの創設に向けて動き出す可能性を見ておく必要がある。

東アジアでは、現在為替管理等もあって取引量も少なく、大手金融機関はその通貨の当該国に置いた支店あるいはコルレス先においた決済口座を使った資金決済に依っている。銀行間の外国為替取引については、日本円、シンガポールドル、香港ドルおよび韓国ウォンについては

CLS銀行においてPvP決済が可能になっているが、それ以外の通貨については、基本的に外国為替決済リスクに晒されている。証券決済については、支店でカストディアン業務を行うかあるいは当該国の地場金融機関をカストディアンとして受け渡しをおこなっている。このような状況が早晩大きく変化するとは思えないが、仮に、通貨バスケット単位の合成・分解を目的としたアジア通貨間の取引が活性化する可能性が高まった場合、取引を活発に行う金融機関同士がお互いに決済勘定を持ち合い、これをスムーズに行うことが考えられる。

現在、東アジアで、存在感を持つ大手金融機関としては、HSBC、Citibank、Standard Chartered Bankを筆頭に、ドイツ銀行、Barclays Bank、Royal Bank of Scotlandなどが目に付く。これを、規模は小さいものの域内でネットワークを拡げるDBS Bankや、日本勢では3メガバンクがコーポレートファイナンスを中心に追っている。最近では中国系の大手金融機関も中国外での存在感を高めている。

終わりに

上記の点に関連して、日本の大手金融機関・証券会社は、通貨バスケット単位に関係する取引に遅れを取ることをないようにする必要があることを強調しておきたい。日本勢は欧米の機関投資家やヘッジファンドとの取引では欧米金融機関に水を空けられているが、特に日本の各メガ金融機関は、日系企業を中心にアジアの事業法人との取引面では優位に立っており、今後ともその優位性を維持していく必要がある。そのためには、これら企業のニーズに応え、必要なサービスを提供していく必要がある。アジア通貨単位建ての取引が今後登場するとすれば、取引先企業のCMSのニーズを取り込むには、アジア通貨単位建ての決済ビジネスの取り込みが必須となる。また、アジア通貨単位と各国通貨の交換やヘッジ取引も重要なビジネスとなる。この点、日本勢には、通貨バスケットの合成・分解といった取引では主導的な役割を果たすことが強く求められる。

参考文献

- Apel, Emanuel (1998) "European Monetary Integration 1958-2002" Routledge
- Institute for International Monetary Affairs (2006) *Regional Coordination of Policy Measures Forward: Financial Market Liberalization and Capital Market Development*
- Institute for International Monetary Affairs (2007) *Toward Greater Financial Stability in the Asia Region: Exploring Steps to Create Regional Monetary Units*
- 伊藤隆敏・小川英治・清水順子編著 (2007) 「東アジア通貨バスケットの経済分析」(東洋経済新報社)
- 村瀬哲司 (2004) 「スネークと欧州通貨制度における市場介入と金融メカニズム」世界経済評論2004年7および8月号
- 村瀬哲司 (2007) 「東アジアの通貨・金融協力」(勁草書房)
- 清水順子 (2007) "On Asian Monetary Unit" (明海大学経済学部紀要掲載予定)

(注)

- (1) 本稿は、2007年9月の日本金融学会秋季大会で、西村陽造国際通貨研究所経済調査部主任研究員による報告「アジア通貨単位（AMU）の経常・資本取引での使用の可能性を探る」（国際通貨研究所リサーチペーパーとして公表見込み）に小職が討論者として行ったコメントの内容を下敷きにしている。通貨バスケット指数については、本年1月に、小川英治一橋大学大学院教授他とともに、シンガポールで関係者に対し行ったインタビューや、これまで通貨バスケット指数を調査、研究して来られた清水順子明海大学准教授に多くを負っている。交換性についての議論は、ASEAN事務局委嘱による地域金融協力研究案件に関係する中で深めることができた。伊藤隆敏、小川英治、村瀬哲司、清水順子先生、篠原興国際通貨研究所専務理事、浅見唯弘BIAC事務局長（前国際通貨研究所専務理事）、および、西村同経済調査部主任研究員に深く感謝したい。
- (2) アジアでの通貨バスケット単位については、Asian Monetary Unit（AMU）、Asian Currency Unit（ACU）、Regional Monetary Unit（RMU）等の呼称が用いられるが、ここではAMUと表記する。
- (3) 但し、まだECU建て取引の件数は商量としては十分ではなかった。ECU Banking Associationが運営するECU Clearing Systemは1985年に稼働を開始したが、その利用は1980年代中は限定的であって、90年代に入りECU建て債券発行が盛んになって様相が一変した。
- (4) 具体的には、アジアの公的機関・制度の会計単位への採用、域内政府間の債権債務契約の建値への導入、外貨準備への組み込み、が挙げられる。この点、Institute for International Monetary Affairs（2007）、Toward Greater Financial Stability in the Asia Region: Exploring Steps to Create Regional Monetary Unitsや日本金融学会での西村陽造氏の発表を参照。
- (5) Schrodersはアジア通貨のパフォーマンスを示すにあたってADXYを利用している。参照 <http://www.schroders.com/StaticFiles/Schroders/Funds/Schroder%20ISF/Asian%20Bond/English/SISF-Asian-Bond-MFU-EN.pdf>
- (6) 2006年11月現在