

円の国際化

——ユーロ誕生とアジア通貨危機を踏まえて——

沈 徹

1. はじめに

EU (ヨーロッパ連合) 加盟各国は、1999年1月1日、EUの単一通貨であるユーロを導入(ただし通貨統合に参加しない4カ国を除く)し、EU加盟各国の通貨とユーロとの交換比率を不可逆的に固定化した。単一の通貨を導入し市場統合をより推進することにより「欧州の復権」に向けた第一歩が踏み出されたわけである¹⁾。また同時にフランクフルトにヨーロッパ中央銀行(ECB)が設立され、通貨統合参加各国の中央銀行はその傘下に収まることになった。ECBと各国中央銀行との関係は、米国における連邦準備制度理事会と各連邦準備銀行との関係に比すべきものとなったのである。

各国が独自の通貨を発行することと独自の金融政策を遂行することは、従来、国家としてすべき当然のこと、あるいは国家主権の一部と見なされてきたわけであるから、これはまさに壮大な実験である²⁾。

ところで、ユーロの出現により日本では円の国際化に関する議論がにわかに盛んとなってきている。その背景には、米ドルのみがほぼ唯一の基軸通貨³⁾である現状にユーロが加わることにより、米ドル一極体制から米ドルとユーロの二極体制となり、相対的に円の役割が弱小化してしまうのではないかと、Bergsten(1997)が指摘するように円は“junior currency”となってしまうのではないかという不安感が存在するからである。

ユーロの出現以外にも円の国際化議論を活性化させている要因がある。それは1997年のアジア通貨危機の発生と現在進行中の日本版金融ビッグバンである。

まずアジアの通貨危機に関しては、通貨危機に陥った諸国の米ドルに過度に依存した為替制度が通貨危機の原因の一つであると言われている。もし円の国際化が進んでいけば通貨危機の発生を防ぐことができたのではないかと、あるいは、域内で資金融通できる協力体制があれば危機の後遺症をもっと小さくできたのではないかと認識が高まっており、そういった反省から円の国際化を推進し、日本との経済的結びつきの強いこれら諸国の通貨・経済安定に対して円が大きな役割を果たすべきだというわけである。

また、日本版金融ビッグバンに関しては、free(自由で)、fair(公平で)、global(世界に通用する)という三つのキーワードでその内容が表現されているように、外国人投資家が円建て金融商品に魅力を感じるようになるためには円の国際化は不可欠であると言われている。

ところで、円の国際化がホットトピックになるのは今回がはじめてではない。国内外から外国為替取引の簡素化を求められた結果1980年12月に新外為法が施行され、円の国際化が盛んに議論されたが、その当時の目的はあくまで制度の見直しにすぎなかった。しかし今回の円の国際化に関する議論では、円を米ドルと並ぶ基軸通貨として位置づけるという明確な目的がある。

このような状況を踏まえ本稿では、ユーロ誕生やアジアの通貨危機からの反省によりにわかに議論沸騰となった円の国際化について、その現状を概観するとともに将来展望を試みる。

本稿の構成は以下の通りである。次節では円の国際化の現状を概観し、ここ数年円の国際化のペースが鈍化していることを指摘する。3節では基軸通貨の機能を概説する。4節ではなぜ円の国際化が要請されるようになったのかを、アジア通貨危機発生当時のアセアン諸国の為替制度を題材として考察し、さらに円の国際化推進のための具体策に触れる。5節では

円の国際化によりもたらされる便益に関する大蔵省の見解を紹介する。6節では結びにかえて円の国際化の将来展望を試みるが、結論を先取りしていえば、サンクコストの存在のため円の国際化の推進はきわめて困難であるばかりでなく、それに伴う追加的コストも無視できないということを指摘する。

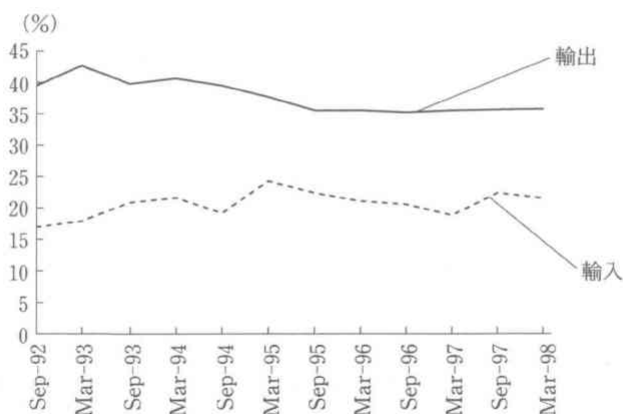
2. 円の国際化の現状

まず円の国際化の現状をいくつかの指標を用いて概観しておこう。図表1は円の国際化の指標として利用されることの多い日本の企業の輸出入決済に占める円建て比率の推移を示したものである。これにより、輸出の円建て比率については1993年3月をピークにしてそれ以降低下する傾向にあり、輸入の円建て比率については少なくとも上昇の兆しは無いことがわかる⁴⁾。

次に資本取引面における円の国際化については数多くの見方が存在しようが、国際金融市場における資金調達手段の大半を占めるのは債券であるということから、ここでは図表2のようにユーロ債の通貨別発行状況の推移で資本取引面での円の国際化を把握しておこう。ユーロ債市場での円建て債発行額は1994年の673億ドル(シェア18%)をピークとしてその後減少傾向にあり、1997年には284億ドル(シェア3.9%)まで低下した⁵⁾。これには日本の資本市場における規制緩和(居住者ユーロ円債の国内シフト)の影響があるかと思われるが、いずれにしても資本面での円の国際化に頭打ちの傾向があるのが現状である。

公的準備面での円の国際化は図表3に示してある。これより円の構成比に関してはここ数年減少傾向にあるのが見て取れる。このように円の国際化の現状については、貿易取引面、資本取引面、公的準備面のいずれにおいても、1990年代半ばをピークとして現状では円の国際化が若干後退しているという傾向がうかがわれる。とりわけ公的準備面に関しては、米ドル、

図表1 輸出入円建て比率の推移



資料) 通産省「輸出入決済通貨建動向調査」

注) 横軸の Mar は3月, Sep は9月の略

図表2 ユーロ債の通貨別発行状況

(単位:億ドル, () 内は%)

	1994	1995	1996	1997
円 建	673(18)	645(17)	412(7)	284(4)
米ドル 建	1,494(41)	1,444(39)	2,687(46)	3,617(49)
独マルク 建	316(9)	727(20)	1,001(17)	1,302(18)
英ポンド 建	304(8)	216(6)	518(9)	686(9)
ユーロ債発行総額	3,684	3,713	5,898	7,351

資料) OECD, *Financial Markets Trends*

独マルクに次ぐ第3位の地位にあるとはいえ、独マルク、仏フラン、ECUを一つの通貨として考えればその構成比は1996年時点で21.1%になるので、円との差は無視できないほどに開いてしまう。したがって、円の国際化をもくろむ日本の通貨当局者あるいはそれを望む日本の企業、金融機関等にとって、米ドルに次ぐ地位をはじめから確保しているユーロの誕生は脅威となるのである。

円の国際化

図表3 各国通貨当局保有外貨の通貨別構成比

(単位：%)

	1992	1993	1994	1995	1996
円	7.7	7.7	7.9	6.5	6.0
米ドル	54.7	56.1	56.0	56.6	58.9
独マルク	13.8	14.2	14.3	13.7	13.6
英ポンド	3.2	3.1	3.3	3.2	3.4
仏フラン	2.5	2.2	2.1	2.0	1.6
ECU	10.1	8.6	8.1	7.0	5.9
その他	8.1	8.1	8.3	11.0	10.6

資料) IMF, *Annual Report*

図表4 外国為替市場の取引通貨

(%)

通貨	1989	1992	1995	1998
米ドル	90	82	83	87
独マルク	27	40	37	30
円	27	23	24	21
英ポンド	15	14	10	11
仏フラン	2	4	8	5
スイスフラン	10	9	7	7
ECU・その他EMS通貨	4	12	15	17
その他通貨	22	11	10	15
全通貨合計	200	200	200	200

資料) BIS (1998)

注) 各年4月の数値

さらに、BIS(国際決済銀行)が3年ごとに行う外国為替市場における取引通貨の状況調査(図表4)を見ても、円の国際化の後退傾向は明白である。最新の調査はユーロ誕生前の1998年のものであるが、それによれば外

国為替市場では米ドルの取引量が圧倒的に多く、そのシェアは87%にも達しており、これに独マルク(30%)、円(21%)が続いている(一つの通貨取引には二つの通貨が関わるため各通貨のシェア合計は200%になる)。また、円のシェアは1989年の27%をピークとして1998年には21%にまで低下している。

外国為替市場で円を米ドル以外の通貨(たとえば独マルク)と交換する場合、一種の「迂回取引」を行うのが通例である。すなわち、まず円で米ドルを購入し、その後米ドルで独マルクを購入するのである。このように異なる二つの通貨の取引を「媒介」する通貨を媒介通貨というが、外国為替市場では米ドルが媒介通貨として利用されている⁶⁾。

3. 基軸通貨の機能

基軸通貨である米ドルは媒介通貨として機能しているのであるが、その理論的根拠は何であろうか。また、媒介通貨としての機能以外に、どのような機能を基軸通貨である米ドルは持っているのだろうか。

一般に通貨を媒介とした間接取引は、物々交換のような直接取引に比べてきわめて効率的である。物々交換の場合、売り手は買い手の所望する財貨を保有していると同時に、売り手の保有している財貨を買い手が所望していることが取引成立のためには必要である。いわゆる「欲望の二重の一致」が必要となるのである。それに対して通貨を媒介とした間接取引では、財貨の売り買いのタイミングをずらすことが可能となり、それにより欲望の二重の一致を回避できると同時に取引がきわめて容易になる。この点をサーチ理論を用いて考えれば、間接取引の利点はサーチコストの低減につながる点にあるということになる。

サーチコストは一般に取引量に反比例すると考えられるので、なるべく取引量が多いものが媒介する取引ほどサーチコストが低くなる。これを前節の外国為替市場での取引にあてはめれば、例えば、円と独マルクを交換

する場合、マルクを売って円を買う人を探すよりも、マルクを売って米ドルを買う人及び米ドルを売って円を買う人を見つける方がより効率的に取引を実行することができる（サーチコストを低く抑えることができる）ということになる。

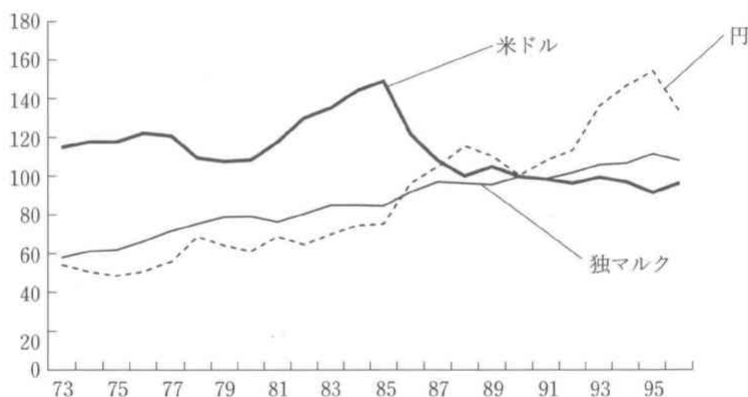
この結果、取引量の多い通貨が媒介通貨となるが、ひとたび媒介通貨になるとさらに取引量が増えるのである。

このような基軸通貨の媒介通貨としての機能は、国内通貨が国内経済取引において果たしている支払い（交換）手段としての機能と同様な機能であるが、国内通貨が有するその他の機能、すなわち、計算単位としての機能をも基軸通貨は合わせ持っている点に関しては説明するまでもないであろう。ではもう一つの機能、価値貯蔵手段としての機能についてはどうであろうか。媒介通貨としての機能を果たしている場合、それは必然的に売買にタイムラグが生じることを認めるということになる。もし、このタイムラグの間に交換に介在する通貨の価値が減少するならば、物々交換の場合に得られたであろう財貨の量に比べて、通貨を介在とした取引で得られる財貨の量が減少してしまう。したがって、支払いの手段として機能する通貨は併せて価値貯蔵機能を持っていることが望ましい⁷⁾。

しかし、米ドルの価値貯蔵手段としての機能は明らかに円や独マルクのそれよりも見劣りしている。この点は円、米ドル、独マルクの名目実効為替レートを示した図表5により確認することができる。1973年の変動相場制への移行後、趨勢的に米ドルは減価している一方、円や独マルクは増価している。このように基軸通貨である米ドルが価値貯蔵機能に関して劣的であるにもかかわらず基軸通貨として利用、保有されているのは、もう一つの機能である媒介手段としての機能に優位性があるからであろう。

したがって循環論法的ではあるが、なぜ米ドルが基軸通貨なのかという問いに対するもっとも端的な答えは、各経済主体がそう思って利用、保有しているからという答えとなるのである。そういう意味では現状のところ、円を米ドルに匹敵するような基軸通貨の一つとしてその地位を高めていく

図表5 名目実効為替レート（円，米ドル，独マルク）



資料) IMF, *International Financial Statistics*, 1998

注) いずれも 1990 年=100

ということは政策上の目標とはなり得ない。なぜなら、各経済主体の通貨選好に直接的な影響を与え得るような政策など存在し得ないからである。しかしながら、制度的制約などにより円の使い勝手が悪いという状況が存在しているとすれば、その是正を目指すことはいうまでもなく政策目標となる得る。そしてその是正により、結果的に円が国際化したという現象が現れる可能性はあるかもしれない。

4. アジアの通貨危機

4-1 為替制度の問題点

1997年7月、タイが実質上のドルペッグ制から管理フロートへと移行したのを契機に、その後の世界経済を震撼させることになるアジアの通貨危機が始まった。世界銀行から「世界の成長センター」として賞賛されていた東・東南アジアでなぜ通貨危機が発生したのか、また四匹の龍と讃えら

れた韓国、台湾、シンガポール、香港にまでその危機がなぜ拡大していったのか（ただし台湾を除く）に関しては、これまでに数多くの研究成果が公表され、複数個の要因が積み重なることにより危機が発生、拡大したとされている⁸⁾。ここではそれら複数の要因の中で円の国際化議論と関連の強いものを取り上げていきたい。すなわち、危機に陥った国々の為替制度である。

通貨危機に見舞われた諸国、特にアセアン諸国は程度の差こそあるものの、事実上自国の通貨を米ドルとリンクさせるという為替制度を採用していた。しかし、アセアン4カ国（タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン）全体で見ると最大の貿易相手国は日本であり、もし各国が通貨価値を貿易取引先実態と整合的になるように（例えば米ドルと円に対して同じウェイトでリンクするというような形に）していれば、1995年以降の米ドル高期（逆に言えばこれは円安期）に端を発する各国の実質実効為替レートの増価をかなりの程度避けることができたのではないかと思われる。

4-2 使い勝手の悪い円

ではなぜ、これらアセアン諸国は円とのリンクを強めようとしなかったのであろうか。結論から言えば、そうしようと思ってもできなかった、あるいはそうすることで不利益を被る（機会費用が高くなる）可能性があったためである。

国際金融論の教科書を見れば必ず、固定相場制には外国為替市場への介入義務が伴うという記述がある。アセアン諸国の為替制度も自国通貨の価値をある国の通貨（ここでは米ドル）で規定しようというわけであるから、言うまでもなくそれには介入義務が伴う。ここで、自国の通貨が増価しそうな場合の介入はさほど問題がない。なぜなら（国内で供給可能な）自国通貨を売って米ドルを購入すれば済むからである。しかし、自国通貨の減価を防御するための介入はどうであろうか。この場合には米ドルを売却し

て自国通貨を買い支えることになる。したがって、自国通貨買いの介入の場合、手元に潤沢な米ドル資金がなければ自ずと介入規模は限定的とならざるを得ない。

しかし通貨当局は通常、米ドルを現金や要求払い預金の形で保有するのではなく利子産み短期資産の形で保有する（そうでないと資金保有の機会費用が高くなってしまうからである）。この場合、もっとも望ましい利子産み短期資産とは言うまでもなく短期の国債である。

もしアセアン諸国が貿易取引先実態と整合的になるように自国通貨を円ともリンクさせようとした場合、当然アセアン諸国の通貨当局は円を短期の国債（日本の場合はFB（政府短期証券））で運用する必要がある。ただ、日本のFBは市場実勢とはかけ離れた低利回りで発行されていたため、アセアン諸国の通貨当局にとっては投資対象とならなかった（ちなみに発行されたFBのほぼ全額を日本銀行が引き受けていた）。流動性が高く安全なFBがこのような状況であったから、外国の通貨当局にとっては外貨準備として円の比率を高める誘因は存在せず、アセアン諸国にとってみれば貿易実態では日本のプレゼンスが大きいにもかかわらず、事実上米ドルのみとリンクするという為替制度を採らざるを得なかったのである⁹⁾。

4-3 日本の対応

このような状況を受けて大蔵省では数々の対策を打ち出し、1999年4月より実施している。その詳細は大蔵省（1999）に譲るとして主なものを列挙しておく、①FBの発行方式を現在の定率公募残額日銀引受方式から、原則として公募入札方式に改めたこと、②TB（割引短期国債）やFBの償還差益についてはその発行時の源泉徴収を免除し、外国法人がTBやFBにつき支払いを受ける償還差益については、原則として法人税を課さないこと等である。

この結果、アセアン諸国の通貨当局が外貨準備として円建てFBの保有

を増加させたのかはまだ統計資料が発表されていないので何とも言えない。しかし、少なくとも従前よりは円建資産保有の使い勝手が良くなったことは間違いないであろう。

こういったFBやTBについての改革ばかりでなく、1998年秋に日本政府は「新宮沢構想」を発表した¹⁰⁾。それによれば、通貨危機に見舞われたアジア諸国では実体経済回復のため、

1. 民間企業債務削減等のリストラ策及び金融システム安定化・健全化対策
2. 社会的弱者対策（ソーシャル・セーフティー・ネットの拡充，強化）
3. 景気対策（雇用促進的な公共事業の推進等）
4. 貸し渋り対策（貿易金融の円滑化支援，中小企業支援）

という四つの中長期資金需要があるとし、それに応えるための直接的な公的資金協力による支援として、

- ① アジア諸国への輸銀融資の供与
- ② アジア諸国の発行するソブリン債の輸銀による取得
- ③ アジア諸国への円借款の供与

を実行する準備のあることが言明された¹¹⁾。

新宮沢構想は、アジアにおいて傑出した経済力を持つ日本がその経済力に見合った責任を果たすため、アジア地域での経済危機に対しては日本が真っ先に援助の手を差しのべるというのが本来の主旨であるが、上記の①から③のような支援策が実行されれば、結果的に円の取引量が増え円の国際化にもつながる可能性がある。

5. 円の国際化の便益

これまで述べてきたように、ユーロの誕生やアジア通貨危機における為替制度上の問題点への反省などから円の国際化を推進しようという機運が高まり、FBやTBに関する制度改革、新宮沢構想のような援助対策等、少

図表6 円が国際化した場合の便益

国際的必要性	日本にとっての必要性
1. 国際通貨体制安定化への貢献 2. アジア諸国の経済安定化への貢献	1. 東京金融・資本市場の活性化 2. 金融機関の競争力強化 3. 企業等の為替リスク軽減

しでも円の取引量を増やし、円の国際化を招来させるような対応策がとられてきたのであるが、果たして円が国際化した場合どのような便益が生じるのであろうか。円の国際化推進の旗振り役である大蔵省はこの問いに対して、円の国際化はアジア地域の通貨・経済の安定、さらに世界の通貨・経済の安定に貢献し、これがひいては日本経済の安定に寄与し日本の国益にも資するものであるとの見解を示している（大蔵省 [1999]）。以下ではその見解の根拠を概観しておこう（図表6参照）。

5-1 国際的側面における必要性

(1) 国際通貨体制の安定化への貢献

米ドルが唯一の基軸通貨として利用されている背景には、米国が国際政治経済面のリーダーとしての地位に基づく一般的な米ドルへの信認と、国際通貨としての米ドルの利便性による慣性が強く働いてきたと考えられる¹²⁾。

一方このような事情のため、米国は為替レートの動きに対して「ピナイン・ネグレクト」と言われるような姿勢をとることが多い。しかし米国は、巨額の経常収支赤字を計上し続けており、その結果世界最大の純債務国でもあるので、現在の事実上の米ドル一極体制は危うさを内包していることになる。もしユーロと円が米ドルを補完し、米国、EU諸国、日本が為替レートの安定化などを目的として節度ある経済運営を行えば、より安定した国際通貨システムの構築に貢献することになるであろう。いわば、国際公共

財の提供として円の国際化を捉えようとするのである。

(2) アジア諸国の経済安定への貢献

アジアの通貨危機における為替制度の問題点を踏まえアジア諸国からも円の役割を見直し、その一層の拡大を望む声がある。この背景にはアジアにおける日本の経済力が突出した規模となっているという事実がある（図表7参照）。また、国際的な取引における決済通貨としての円の使用が高まれば、欧米諸国間に比べて時差の少ないアジア域内でのクロスボーダーの為替取引の決済において、決済時間のずれから生じるヘルシュタット・リスク¹³⁾の低減にもつながる。

図表7 アジア諸国の経済規模

	GDP			一人当たりGDP	
	実質値 (億ドル)	世界に占め るシェア	日本を100 とした場合	実質値 (ドル)	日本を100 とした場合
日 本	45,997	16.2	100	36,575	100
韓 国	4,846	1.7	10.5	10,641	29.1
台 湾	2,719	1.0	5.9	12,676	34.7
シンガポール	941	0.3	2.0	30,942	84.6
香 港	1,541	0.5	3.4	24,425	66.8
タ イ	1,814	0.6	3.9	3,055	8.4
インドネシア	2,274	0.8	4.9	1,174	3.2
マレーシア	993	0.3	2.2	4,799	13.1
フィリピン	838	0.3	1.8	1,165	3.2
中 国	8,250	2.9	17.9	674	1.8
日本を除く合計	24,216	8.5	52.6	—	—

資料) IMF, *International Financial Statistics*, 1998

5-2 日本にとっての必要性

(1) 東京金融・資本市場の国際金融センターとしての活性化

国際取引における取引通貨の多様化は、取引者(居住者、非居住者双方)に為替リスク回避の幅広い手段を提供することになる。この結果、金融サービスの新しい業務展開が可能となり、円のマザーマーケットである東京市場も活性化するであろう。

(2) 本邦金融機関の国際競争力の強化

東京市場の活性化に伴い円を使った国際金融ビジネスが行えることは、日本の金融機関が円取引に関して資金量、知識、経験、情報などの面で比較優位を持っているため、日本の金融機関の国際競争力強化につながる。また、対外資産に比べて円資産の比率が相対的に増えれば、BIS基準の自己資本比率を算定する上で為替レートの影響を受けにくくするとともに、外貨建て調達リスクを軽減させる。

(3) 日本の企業等の為替リスクの軽減

日本の企業等は円建てで貿易・資本取引を行いやすくなるので、その分、為替リスクを軽減できる。

6. 結びにかえて——円の国際化の将来展望

以上のように、大蔵省の見解は円の国際化が将来の世界経済や日本にとってきわめて重要であるというものである¹⁴⁾。しかし、大蔵省が示している見解ほどの重要性が円の国際化にはあるのであろうか。あるいは、円の国際化による便益はそれほど大きいのであろうか。

サーチ理論の教えるところによれば、ある通貨が基軸通貨として利用されるためにはその取引量が増えなければならない。そして取引量が増えれ

ば増えるほど慣性が働き、その通貨は基軸通貨としての地位を保てるようになる。

したがって、円の国際化を推進していく上でもっとも基本となるのは、円の取引量をいかに増やしていくのかということに尽きる。この意味では先述した①FB・TBの改革、②日本版金融ビッグバンの進展、③アジア諸国の経済安定化のための「新宮沢構想」に代表されるような資金援助スキームなどにより、円の取引量を増大させるという試みはある程度の成果をもたらすかもしれない。

しかし、円の取引量が増え円が基軸通貨の一つとしての地位を築くことができるかどうかに関しては悲観的にならざるを得ない。ここでは貿易取引を題材としてその理由を示していきたい¹⁵⁾。

まず第一の理由はサンクコストの存在である。日本との経済的結びつきの強い東・東南アジア諸国でさえ、米ドルが長く唯一の基軸通貨の地位を占めているため、米ドル建てで貿易取引を行う場合が多い（この他、原油等の一次産品は伝統的にドルによる取引が慣行となっているという事情もある）。これまで米国を輸出の主市場の一つと位置づけてきたこれら諸国の企業はドル建てでの輸出比率を高めざるを得なかったわけである。この場合、輸入におけるドル建て比率を同様に高めることにより米ドルの為替リスクを相殺しヘッジコストを引き下げることが可能である。つまり、輸出入ともに米ドル建てとすることがもっとも望ましい選択となるのである。その結果、東・東南アジア諸国の輸出企業は米ドル中心の貿易取引を通じて米ドルの為替リスクヘッジの知識をこれまでに蓄積し、社内の財務体制の整備などに多大なコストをかけてきたと考えられる。そのようなコストは、たとえ当該企業が米ドル建て取引を取りやめたとしても回収不能な固定費用としての性格を持つ。すなわち、サンクコスト（埋没費用）となるのである。

サンクコストが存在すると米ドル建ての取引の継続がもっとも望ましい選択となり、また逆に、新たに円建て取引を実行していくためには追加的

なサンクコストを長期間にわたり支払い続けねばならない。したがって、円建て取引が東・東南アジア諸国で増えていくためにはサンクコストを相殺するような便益が円建て取引により発生する必要があるが、恐らくそのような便益が発生することは、米ドルやユーロと違って独自の通貨圏を持たない円に関しては当面考えられない。

上記サンクコストの問題は実は日本企業にもそのままあてはまる。日本の企業も長きにわたりその主輸出市場を米国としていた。そのため、米ドルの為替リスクヘッジの知識をこれまでに蓄積し、多大なサンクコストを投じてきたと思われる。しかも、情報通信技術や金融工学的手法が洗練されるにつれ、リスクヘッジ手段が多様化し為替リスク回避の方策も拡大してきている。国際資金取引は米ドルが中心であるという現状を考えると、例えば円の国際化の便益として挙げられている為替リスクの削減にせよ、円建ての取引の増大がかえってコストの増加要因にさえなりうる可能性もある。

第二に、これは日本の企業、東・東南アジアの企業のいずれにも言えることであるが、企業の価格戦略の一貫として米ドル建ての輸出が選択される場合も多いことである。なぜ米ドル建ての輸出が選択されるのかというと、そうすることにより販売数量の不確実性が低くなるためである。かりに日本の企業が円建てで米国への輸出を行っているとすると、米ドル建ての価格は為替レートの変動により変化することになるが、米国の取引相手の需要の価格弾力性が高ければ高いほど、日本の企業の販売数量は大きく増減してしまう¹⁶⁾。したがって、こういう不確実性を避けるため米ドル建ての輸出という戦略が採用されるのである。

第三に海外現地法人の存在である。米国への輸出を行う企業は米国での窓口として海外現地法人を設立することも多々あるであろう。この場合、海外現地法人と国内の本社間との取引を米ドル建てにすることにより、現地法人には為替リスクを負わず、本社にリスクを集中し効率的にリスクヘッジを行うことが可能となる。

このように、貿易取引に携わる企業の利潤最大化行動の結果、米ドルが基軸通貨である限り米ドルを使い続けることが望ましいということになる。まさに基軸通貨には慣性が働くのであり、慣性があることにより基軸通貨としての地位を保ち続けるのである。したがって、円の国際化は現実問題としてはその実現が相当困難であると思われる。

最後に、ユーロへの過大評価の問題に触れておきたい。ユーロの誕生が円の国際化議論再燃の契機となったことはすでに述べた。しかし、そのユーロにしても確かに現時点で米ドルに次ぐ地位を得ているとはいえ、所詮EU域内及びその周辺地域での取引のみが活発で、グローバルな視点から言えば、大いなるローカルカレンシーにとどまってしまう可能性すら否定できない¹⁷⁾。日本では、円だけが取り残されてしまう、あるいは日米欧の中で経済圏や通貨圏を持っていないのは日本だけであるという不安から円の国際化議論に火がついたわけであるが、2002年以降、ユーロの実物が市場に出回ってから数年もたてば、このような不安は消えてしまうのではないだろうか。

参考文献

- BIS (1998), Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 1998. BISのホームページ：<http://www.bis.org>
- Bergsten, C. F. (1997), "The Dollar and the Euro," *Foreign Affairs*, Vol. 76, No. 4, pp. 83-95.
- Krugman, P. R. (1984), "The International Role of the Dollar: Theory and Prospect," J. F. O. Bilson and R. C. Marston, eds., *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 261-78.
- Krugman, P. R. (1998), "Who's afraid of the Euro?," *Fortune*, April.
- Ogawa, E. and Y. Sasaki (1998), "Inertia in the key currency," *Japan and the World Economy*, Vol. 10, No. 4, pp. 421-40.
- Sachs, J. (1998), "IMF is a power unto itself," *Financial Times*, December 11.

- 大蔵省(1999)『円の国際化——外為審提出資料を含む——』大蔵省のホームページ：<http://www.mof.go.jp>
- 小川英治(1998)『国際通貨システムの安定性』東洋経済新報社
- 外国為替等審議会(1998)『アジア通貨危機に学ぶ』大蔵省のホームページ：<http://www.mof.go.jp> よりダウンロード
- 佐々木百合(1999)「再考・円の国際化」日本経済新聞『やさしい経済学』1999年12月1日から3日及び6日から8日
- 関志雄(1998)『円と元から見るアジア通貨危機』岩波書店
- 藤原洋二(1998)「EU 通貨統合のマクロ経済的限界」『外交時報』No. 1346, pp. 68-78
- 藤原洋二(1999)「単一通貨ユーロ導入後の諸局面—通貨価値の乖離と統一金融政策の限界」『景気観測』870号, pp. 8-11

注

- 1) もっとも今回はあくまで「計算単位」としてのユーロの導入であり、2002年になってはじめて実物のユーロが登場するまで日常的な経済取引にユーロが使用されることはないのであるが、銀行間取引、あるいは企業と金融機関間のホールセル的取引に関しては決済通貨としてのユーロ使用が現状でも認められており、ユーロは一定程度とはいえ「支払い手段」としての機能も果たしていることになる。
- 2) 壮大な実験であるが故にユーロ及び市場統合に関する悲観論も存在する。例えば藤原(1998)、(1999)参照。
- 3) 本稿では、ある通貨の国際化とある通貨が基軸通貨であるということを同義的に用いる。
- 4) 図表1から明らかのように、円建て輸出の比率は絶えず円建て輸入の比率を上回っている。一般に貿易取引においては輸入国の通貨よりも輸出国の通貨を利用する場合が多い。これをグラスマンの法則と言う。
- 5) 図表には載っていないが、1985年の発行額は66億ドル(シェア5%)、1990年は232億ドル(シェア13%)となっていた。
- 6) したがって、もしすべての為替取引で米ドルが媒介通貨として利用されているのであれば米ドルのシェアは100%となるが、実際にはごくわずかであるものの米ドルを介さない取引(先の例でいうと円と独マルクを直接交換す

円の国際化

る取引。これをクロス取引という)があるため、米ドルのシェアは100%とはならない。この点については佐々木(1999)参照。

- 7) Krugman(1984)は、これら三つの機能と基軸通貨を保有する経済主体(民間経済主体と公的当局)の二つの視点から、基軸通貨の機能を次の表のように分類している。

基軸通貨の機能

	民間経済主体	公的当局
計算単位	契約通貨	固定通貨
支払い手段	媒介通貨	介入通貨
価値貯蔵手段	銀行取引通貨(資産通貨)	準備通貨

- 8) 詳しくは外国為替等審議会(1998)、関(1998)等を参照せよ。その他 Sachs(1998)はIMFの対応のまずさを指摘し、適切な対応策を採っていれば韓国には危機が伝播しなかった可能性が高いとしている。
- 9) ここでは価値貯蔵面のみを記述したが、円に比べて米ドルの方が支払い(媒介)の手段として格段に優れているためアセアン諸国はその外貨準備を米ドルで保有していたのであろう。
- 10) 詳細については大蔵省のホームページ(<http://www.mof.go.jp>)参照。
- 11) この他、アジア諸国が国際金融資本市場から円滑に資金調達できるようにするための支援として、輸銀の保証機能の活用や「アジア通貨危機支援資金」を設立して利子補給を行うためのファンドとする等の方針が盛り込まれている。さらに、国際開発金融機関との協調による資金支援についても言及している。

短期の資金支援としては、貿易金融円滑化等の短期の資金需要が生じた場合に備えてスワップ等を用いた総額150億ドルの短期資金を用意し、これらの施策の実現に向けて国際開発金融機関及び関係諸国、特にアジア太平洋諸国及びG7各国と緊密に協調していくことが言明されている。

- 12) 小川(1998)、Ogawa and Sasaki(1998)は米ドルの基軸通貨としての地位にどれほどの慣性が働いているかを実証的に分析している。
- 13) 1974年6月、西ドイツの大手商業銀行の一つであったヘルシュタット銀行は為替投機の失敗により巨額の損失を計上、破産し、国際的金融不安を引き

- 起こした。そのため、決済時間のズレから生じるリスクをこのように言う。
- 14) 同時に大蔵省は、通貨を国際化することによるメリットとして指摘されることが多いシニョレッジ（通貨発行益）の獲得は国際化に伴う副次的利益であり、これを円の国際化の目的とすることは適当ではないという判断を示している。まさに正鵠を得た判断であろう。
 - 15) 佐々木（1999）はインボイス・カレンシーという概念を用いて同様な議論を展開している。
 - 16) 簡単な事例を挙げておこう。今、日本のメーカーが100万円相当の商品を米国へ輸出するとしよう。為替レートが1ドル100円であればこの商品の米国での価格は1万ドルである。もし為替レートが円高方向に変化し1ドル80円になったとすると、同じ商品の米国での価格は12,500ドルとなる。このドル表示での価格上昇がどれだけ当該商品の販売数量に影響を与えるかは需要の価格弾力性次第であるが、いずれにせよ、販売数量は減少するであろう。
 - 17) この点に関してはKrugman（1998）を参照せよ。Krugmanはある国の通貨が基軸通貨になったとして、そこから得られる利益はほとんどないと主張している。

Internationalization of the Yen **— against the Background of the Introduction of the** **Euro and the Asian Currency Crises —**

Chul SHIM

Summary

The promotion of the internationalization of the yen has re-emerged as a vital issue against the background of the introduction of the euro, the Asian Currency Crises and progress of the Big Bang. According to the Ministry of Finance, it is most realistic to begin with efforts aimed at boosting the use of the yen in Asia which shares very strong economic ties with Japan. One of the options for Asian countries would be to establish a system which stabilizes Asian currency exchange rates against a currency basket containing the dollar, yen, euro, and other currencies, each being assigned a weight in light of trade and other economic factors. In this system, it would be desirable that the correlation between the Asian currencies and the yen be strengthened.

The purpose of the paper is to examine the current international status of the yen and to provide the future perspective on the internationalization of the yen. In the paper, contrary to the views expressed by the Ministry of Finance, we conclude, by showing how sunk cost matters to avoid the risks and costs associated with the choice of currency, that the need to internationalize the yen is not so big as the Ministry of Finance insists.

