

1. 円の国際化の経緯

(1) 日本の通貨である「円」の国際的役割につき関心が持たれ始めたのは、1971年8月のニクソンショック、73年3月からの変動相場制移行により戦後のブレトンウッズ体制が崩壊した中で、新たな国際通貨体制のあり方を巡る議論の中であった。

(2) 二度の石油危機を経て、多額のオイルマネーが蓄積され、それによりユーロ市場の拡大、世界的資金移動の大規模化、迅速化等国際金融市場は大きく変貌し始めた。この間、米国経済はその地位を趨勢的に低下させ、ドルへの信認も低下する一方、これらの経済的困難を克服し世界経済に重要な地位を確立した日本やドイツの通貨である円やマルクの国際化への関心が高まってきた。日本は、経済の国際化の動きの中、80年12月の外為法の全面改正等により、内外資金交流の一層の促進を図った。

(3) 83年10月には、大蔵大臣談話、総合経済対策により「円の国際化及び金融・資本市場の自由化」を政策課題として明確化した。更に、同年11月のレーガン大統領の訪日を契機として設置された円ドル委員会では、日本の金融・資本市場の自由化、円の国際化、及び外国金融機関の日本の金融・資本市場への参入等の改善について合意された(84年5月)。また、同時に発表された「金融の自由化、円の国際化についての現状と展望」では、円の国際化に対する具体的考え方や方策等を体系的にまとめている。

このように円の国際化が内外の関心を集める中、外為審に対し蔵相より「円の国際化について」諮問が行われ、85年3月には、円の国際化のための具体的方策として、金融の自由化(特に、金利の一層の自由化や、オープンな短期金融市場の一層の整備・拡充)、非居住者にとっての円の利便性向上の第1ステップとしてのユーロ円市場の自由化、ユーロ円取引を東京においてもできるようにするとの観点からの東京オフショア市場の創設、を盛り込んだ答申が提出された。

(4) こうした動きを受け、80 年代後半から 90 年代にかけて、ユーロ円に係る各種規制の緩和・撤廃を含む金融の自由化が順次行われるとともに、東京オフショア市場も 86 年 12 月に創設され今日に至っている。

(注) 1970 年代、80 年代においては、日欧とも、自国通貨の国際化に対して、各国金融市場のキャパシティーを越えた自国通貨に対する過度の投資やその取り崩しが、為替相場を不安定にし、あるいは通貨供給量のコントロールを困難化し各国金融政策の運営に悪影響を及ぼす虞があるとして、自国通貨の国際化を「自然の進展」としては受け入れつつも、これに伴う弊害を軽減するような経済運営に努めるとの受動的対応であったようである。しかし、今日では、経済のグローバル化の進展、資本移動の自由化・高度化の流れの中で、円の国際化は市場の厚みを増し市場機能を活用した政策運営を行う上でむしろ望ましいと考えられるようになっている

(付) 円の国際化をめぐる主な動き

| | | |
|-------|----|--|
| 1980. | 12 | 外為法の全面改正（原則自由の法体系に転換） |
| 1983. | 11 | 日米円・ドル委員会設置 |
| 1984. | 4 | 実需原則（先物為替取引を輸出入等の実需に基づく場合のみ認める）の撤廃 |
| | 5 | 日米円・ドル委員会報告書、「金融の自由化、円の国際化についての現状と展望」 |
| | 6 | 円転規制（直物外国為替持高規制）の撤廃 |
| | | ユーロ円貸付の自由化（居住者向け、短期） |
| | 12 | ユーロ円債主幹事の外国業者への開放 |
| 1985. | 3 | 外国為替等審議会答申「円の国際化について」 |
| | 4 | 居住者ユーロ円債に対する源泉課税の廃止 |
| | 9 | プラザ合意 |
| 1986. | 4 | 非居住者ユーロ円債発行ガイドラインの緩和（適債基準を格付制度に全面的に移行） |
| | 5 | 外為法の一部改正（オフショア市場の創設） |
| 1987. | 2 | ルール合意 |
| | 6 | 「金融・資本市場の自由化、国際化に関する当面の展望」を発表 |
| | 7 | 居住者ユーロ円債発行ガイドラインの緩和（適債基準に格付制度を導入） |
| | 11 | 非居住者ユーロ円CP解禁 |
| 1989. | 4 | 東京金融先物取引所創設 |
| | 5 | ユーロ円貸付自由化（居住者向け、中長期） |
| | 6 | 非居住者ユーロ円債発行に係る適債基準の一層の緩和（格付けランクを問わない）を実施 非居住者ユーロ円債（4年未満債）解禁 |
| | 7 | 居住者外貨建海外預金の自由化（個人について500万円相当額以下許可不要） |
| 1990. | 7 | 居住者外貨建海外預金の自由化（ポートフォリオ・インベストメント用口座につき法人、個人とも3,000万円相当額以下許可不要） |
| 1993. | 4 | 三局指導の撤廃（5年間の激変緩和措置あり） |
| | 7 | 非居住者ユーロ円債適債基準を廃止 |
| 1994. | 1 | 居住者外債・サムライ債の適債基準緩和 ユーロ円債の還流制限をソブリン物について撤廃 |
| | 7 | 円建外債の適債基準の緩和 |
| 1995. | 4 | 非居住者ユーロ円債・非居住者国内債についての許可・届出手続きの弾力化 |
| | 8 | 非居住者ユーロ円債の還流制限の撤廃 |
| 1996. | 1 | 非居住者国内債の適債基準の撤廃 |
| | 4 | 居住者ユーロ円債の還流制限を90日から40日に短縮、ユーロ円CPの発行ルール廃止（国内持ち込みルールの実質的撤廃） |
| 1997. | 5 | 改正外為法成立 |
| | 6 | 金融制度調査会答申「我が国金融システムの改革について」、証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革」取りまとめ |
| 1998. | 4 | 改正外為法施行 居住者ユーロ円債の還流制限撤廃 |
| | 6 | 金融システム改革法成立 |
| | 12 | 金融システム改革法施行（一部除く） |

2. 国際通貨について

1. 定義

国際通貨とは、一般的には、財・サービスの国際貿易や資産の国際取引の際に、価格の表示・決済に用いられる通貨、または民間の経済主体や各国通貨当局によって国際流動準備として保有される通貨、と理解される。

国際経済取引すなわち国境を越えて行われる経済取引において、あたかも特定国の国内通貨が国内経済取引において果たすのと同じ機能を果たす。通貨は、特定国の法制に基づいて、その国内で強制通用力を与えられ、一般的交換手段、価値の尺度及び貯蔵手段としての役割を果たす。現在、世界全体で共通して通用力を与えられた通貨は存在しないが、歴史的な経験と慣習上そのような機能を果たしうるようなものが、便宜上国際通貨として利用されてきた。

2. 機能

| | 民間部門 | 通貨当局 |
|--------|------|------|
| 価値基準機能 | 表示通貨 | 基準通貨 |
| 支払手段機能 | 取引通貨 | 介入通貨 |
| 価値保蔵機能 | 資産通貨 | 準備通貨 |

- (1) 表示通貨（原油価格の表示等国際的な取引の単位としての機能）
- (2) 基準通貨（金またはある外国通貨に対して固定相場制をとる場合の当該金または外国通貨の機能）
- (3) 取引通貨（国際的取引の支払手段としての機能）
- (4) 介入通貨（通貨当局による為替レートのコントロールの手段としての機能）
- (5) 資産通貨（民間部門による国際的な価値の保蔵手段としての機能）
- (6) 準備通貨（公的当局による国際的な価値の保蔵手段としての機能）

3. 要件

ある通貨が国際通貨として利用される条件としては、以下の点が指摘される。

- (1) 当該通貨発行国が経済的に大きな規模を有していること
- (2) 当該通貨の運用、他通貨への交換が可能であるような自由で発達した金融市場が存在していること
- (3) 当該通貨の価値に対する国際的信認があること 等

（参考）基軸通貨の定義

一番よく使われる国際通貨、中心的な国際通貨に対して基軸通貨ということがあるが、基軸通貨の定義は必ずしもはっきりしていない。

3. 貿易取引における円の国際化の現状 (日本の輸出入における円建て化の現状とその背景)

1. 総論

世界貿易における円建て比率は約5%(92年)で、日本の経済規模等に比べ低い。(97年の世界に占める日本の名目GDPシェアは14%、貿易シェアは約7%。)

日本の輸出の円建て比率は過去10年以上にわたり、35~40%でほぼ横ばい。主要先進国に比しかなり低い。

日本の輸入の円建て比率は、本邦企業の海外投資が増加し開発輸入等による製品輸入が増加したことを受け、徐々に増加しているが、97年においても20%強であり、主要先進国に比しかなり低い。

2. 各論

(1) 現状

輸出

米国向けは圧倒的にドル建てであるのに対し、欧州向けは円建て(35%程度)及び欧州通貨建て(50%超)で太宗を占め、ドル建ては13%と低い。

中国を除いたアジア向けについて見ると、約半分が円建てであるが、ドル建ても同程度ある。

競争力のある商品の輸出については自国通貨建てであることが多いことから、機械機器、特に自動車等の円建て比率が高い。

輸入

米国からの輸入においてはドル建てが圧倒的に多い(70%超)。一方、欧州からの輸入においては円建て比率が44%と高いが、欧州通貨建ての取引も同程度ある。アジアからの輸入においてはドル建てが非常に多い(70%超)。

輸入品の中でも日本の市場支配力の大きい商品は円建てとなっている。

(2) 背景

国際市況商品の輸出入については取引慣行上ドル建てとなっている。例えば、アジアからの輸入においてドル建てが非常に多い背景としては、一次産品の輸入が多いことが考えられる。

日本企業は企業内取引、つまり親会社・子会社間の取引の場合、親会社が為替リスクを負担するためにドル建てとなることが多い。

アジアとの貿易取引でドル建てが多い要因としては、これまで多くのアジア諸国の通貨が実質的にドルにペッグしていたことも指摘される。

先進国間の製品の輸出入においては、当該国どちらかの国の通貨建てとなることが多いと言われる。日本は他の主要先進国に比べて製品輸入比率が低いことが、輸入の円建て比率が低い要因として挙げられる。（逆に、欧州からの輸入における円建て比率が高い背景には、製品輸入比率が高いことが挙げられる。）

3. 主要先進国との比較

米国は輸出入とも圧倒的に自国通貨建て、つまりドル建てが多いが、英・仏・独を見ても日本よりもはるかに自国通貨建ての比率が高い。

このうち、日本とよく比較される独の貿易における自国通貨建て、つまりマルク建て比率が高い点について、その背景として以下が指摘されている。

- (1) 貿易の仕向地に関し、独の場合は圧倒的に欧州域内の取引が多いのに対し、日本の場合はかなり分散している。
- (2) (独の場合、欧州域外との取引は非常に少ないものの、) 対米国、対アジアの取引においても、独の方が日本よりも自国通貨建て比率が高い。その1つの要因としては、独の製品の国際競争力が高く、自国通貨建てを主張しやすいと言われる。
- (3) 貿易の品目を見ると、日・独ともに製品の輸出入が多いが、原料・燃料の輸入のシェアが独の場合、日本に比較して低い。

4. アジア諸国通貨の動きの対ドル、対円相関関係

アジア諸国通貨は、危機が発生するまで米ドルに実質ペッグしていた。その後、国により時期と程度に差はあるが、大幅な変動を伴いながら急速に減価する期間を経て、直近では落ち着きを取り戻している。

この間、アジア諸国通貨の動きと米ドル、日本円の動きとの相関係数の推移を見ると次のとおり。

(注) 過去6か月間の2通貨の週ごとの変動率を母集団として計算。米ドルとの相関係数は対日本円の変動率で、日本円との相関係数は対米ドルの変動率で計算。

1. アジア通貨危機発生以前の状況

いずれの通貨も米ドルとの相関係数が極めて高かった(フィリピン[平均 0.75]を例外として平均 0.94~0.99)。

日本円との関係で見ると、米ドルとの関係と比べて相関係数は低かった。インドネシア、韓国、フィリピン、台湾は概ね無相関(平均 0.08~0.12)。ただし、タイ、シンガポールのように変動しながらも一貫してプラスの相関を保っていた通貨もある(各々平均 0.57、0.45)。マレーシアも一時期を除きプラスであった。

2. 最近の状況

危機以前に見られた米ドルとの強い相関関係が相当程度弱まる一方、日本円との相関関係は強まっている(平均 0.22~0.48)。特にシンガポールや台湾等では 0.8 程度と強い相関を示す局面もあった。

インドネシアは相関の高まりが遅れたが、特に日本円との相関が最近上昇してきた(99年初より 0.4 程度)。

危機以前から日本円とも比較的強い相関を示していたタイやシンガポールの場合、日本円との相関係数の高まりは顕著ではない(タイの場合、0.57 から 0.39 に低下)が、対米ドルの相関係数が大きく低下している。特にタイではインドネシアに次いで対米ドルの相関係数が低い。

(参考) タイ・パーツについて

日本円との相関が危機以前から強かった背景として、タイがパーツをペッグさせていた通貨バスケットに日本円が含まれていたことが挙げられる(構成は非公表だが 1 割程度とも言われる)。

危機後に日本円に対する相関係数が低下するという他通貨にはない特徴を示している。対米ドルの相関係数も相当低下していることと併せ考えれば、バスケット・ペッグという制度からフロート制に移行した結果と思われる。

なお、伊藤部会長ほかによる、円、ドル等を説明変数とするパーツの動きの回帰分析の結果、円がパーツの動きを有意に説明できるのは概ね 97 年 1-6 月と 99 年 1-3 月であった。その係数を比較すると、99 年 1-3 月の方が大きくなっていることから、危機後のパーツの動きは、円の動きとの関係が大きくなっていると見ることができる。

アジア通貨とドル及び円の相関係数の推移

| 区 分 | タイ | | 韓国 | | マレーシア | | フィリピン | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | ドル | 円 | ドル | 円 | ドル | 円 | ドル | 円 |
| アジア危機前 | 0.982 | 0.569 | 0.960 | 0.115 | 0.944 | 0.378 | 0.747 | 0.080 |
| アジア危機中 | 0.300 | 0.142 | 0.189 | 0.118 | 0.203 | 0.322 | 0.359 | 0.166 |
| 安定期 | 0.498 | 0.389 | 0.531 | 0.250 | 0.565 | 0.433 | 0.760 | 0.383 |

| 区 分 | インドネシア | | シンガポール | | 台湾 | |
|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | ドル | 円 | ドル | 円 | ドル | 円 |
| アジア危機前 | 0.985 | 0.099 | 0.940 | 0.451 | 0.954 | 0.102 |
| アジア危機後 | 0.151 | 0.221 | 0.680 | 0.478 | 0.840 | 0.401 |

(注1) 過去6カ月間の2通貨の変動率(週次)の相関係数を平均したもの

(注2) 危機前は97年6月まで(ただし韓国は10月まで)

安定期は過去30日間の対ドルレート変化率(日次)絶対値が、概ね1%を切った月であり、各国について以下の通り

タイ 98年5月～

韓国 98年5月～

マレーシア 98年8月～

フィリピン 98年8月～

ただし、インドネシアについては変動が大きいため、また、シンガポール、台湾は変動が小さいため、危機前と危機後にのみ分けた

(注3) データは、インドネシア、フィリピンについて92年5月から、その他は87年1月から

5 . シニョレヅジについて

1. シニョレヅジとは何か

- (1) シニョレヅジとは、経済学の用語としては、貨幣の発行により発行者（多くの場合、中央銀行）が取得する利益として理解されている。狭義のシニョレヅジとは、流通貨幣の純増加分（発行額 - 回収額 - 発行コスト）を価格水準で割ったもの、つまり（ M / P ）である。これは、貨幣成長率（ M / M ）に実質貨幣残高（ M / P ）を乗じたものに等しい。
- (2) 紙幣の増発は物価上昇を招き、通貨の発行者の実質債務を減少させると考えられるが、国内の財政の観点からは、これを、インフレ課税という。インフレ課税は、インフレ率（ P / P ） \times 実質貨幣残高（ M / P ）である。インフレ率が長期的に貨幣増加率に等しい（ $P / P = M / M$ ）場合には、インフレ課税はシニョレヅジに等しい。途上国政府の歳入としてはインフレ課税は無視できない重要性を有していると言われている。
- (注) シニョレヅジを広義に解釈すれば、政府が民間銀行に対して政府債務（国債）を市場レート以下で保有させる場合等もシニョレヅジが生じることとなる。
- (3) 他方、通貨の国際化の便益の観点からは、国際通貨発行国が世界の銀行として、長期貸し・短期借りをを行う場合に得る、長期貸出収益率と短期借入利子率との差を意味するとされている。したがって、通常、基軸通貨のシニョレヅジとして議論されるのは、このコンテクストである。
- (4) とくに、アメリカの場合には、ドル紙幣が海外で流通したり、米国債が海外の投資家・中央銀行に保有されたりする分は、インフレなしに、貨幣発行額を上昇させることができる。（シニョレヅジは高く、インフレ課税は低い。）ドル紙幣や米国債を、非居住者が保有する場合には、その分、シニョレヅジを高めている、あるいは国際的な発行益を享受することができる、と言えよう。

2. シニョレージを巡る議論について

シニョレージに関する議論は、大きく分けて、国際通貨体制におけるドルの役割、及び開発途上国におけるドルの使用という2つの観点から議論が行われてきているが、その概要は以下のとおりである。

(1) 三極通貨構想(ドルと競争的な通貨を登場させることによって、基軸通貨ドルの減価を抑制できるのではないかとする議論)

基軸通貨国はシニョレージを追求するために基軸通貨を減価させる傾向にある。

しかし、他に競争的な基軸通貨が存在すれば、シニョレージを追求するあまりに減価を進めると、他の基軸通貨の利用が増大し、逆にシニョレージが低下する。

したがって、競争的な基軸通貨が存在すれば、基軸通貨国が通貨を減価させることは得策ではないこととなる。

(2) 開発途上国におけるドル化政策(途上国が自国通貨を流通させるべきか、外貨を流通させるべきかとの議論)

極めて開放的な経済にとって、自国通貨を使用することに伴う取引コストが自国通貨のシニョレージを大幅に上回る場合には、外貨を流通させるという選択はあり得る。また、外貨を流通させることにより外貨発行国の金融政策等のディシプリンを導入することも期待できる。

しかしながら、自国通貨を例えばドルに代替させた場合に失われるシニョレージは相当程度に大きく、自国通貨をドルに移行させる当初コストも極めて大きいと考えられる。

したがって、一般的には外貨よりも自国通貨の流通を選択することが合理的と考えられる。

(注) なお、最近のブラジルの通貨危機を背景に、アルゼンチン等でドル化が検討されるといった動きがあるが、むしろ、自国の金融政策を完全に放棄するかという観点からの議論が行われている。

(参考文献) 伊藤隆敏編「国際金融の現状」

小川英治「国際通貨システムの安定性」

Stanley Fischer「Seigniorage and the Case for a National Money」