

# 米国の金融政策と東アジア通貨の動向

2016/7/21

一橋大学大学院商学研究科  
小川英治

# 報告内容

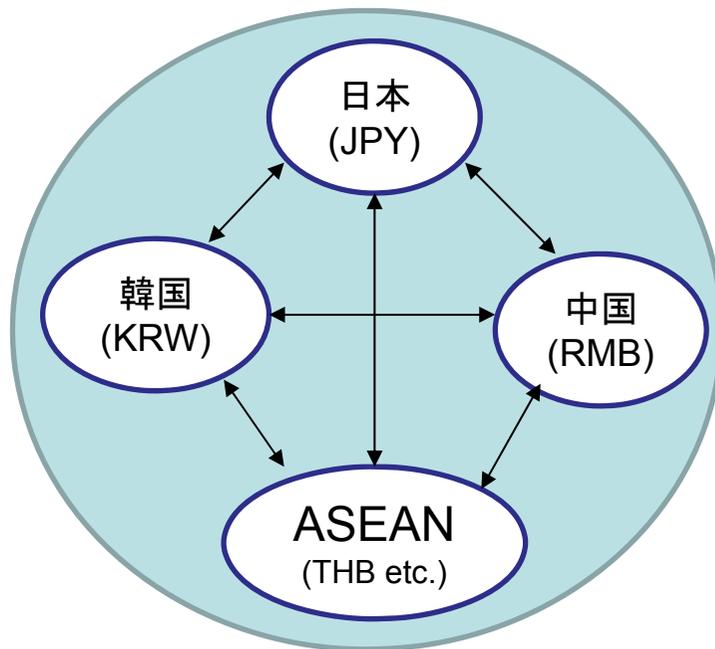
- 東アジアにとっての為替相場安定
- 東アジア通貨間の非対称的変動
- FRB金利上げの東アジア通貨への影響
- 東アジア通貨安定のための地域金融協力
- 高まるAMROの役割

# 東アジアにおける生産ネットワークと 為替リスク

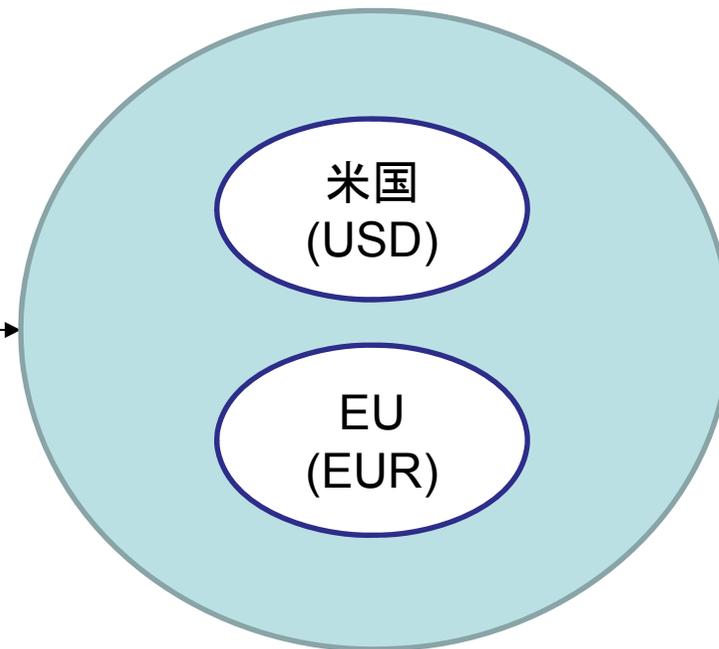
- 民間企業は東アジアにおいて生産ネットワークを構築してきた。比較優位の原理に従って中間財や資本財を各国で生産し、それらの中間財を域内で輸出入し、組み立て最終財を生産する。最終財を最終消費国・地域としての欧米に輸出する。
- 民間企業は、2種類の為替リスクに直面する:
  - (1)生産ネットワークにおける地域通貨間(域内為替相場)の為替リスク
  - (2)最終消費国・地域の域外通貨(米ドルやユーロ)に対する東アジア通貨の為替リスク

# 図1: 東アジアにおける生産ネットワーク と最終消費国

東アジアにおける生産ネットワーク



最終消費国・地域



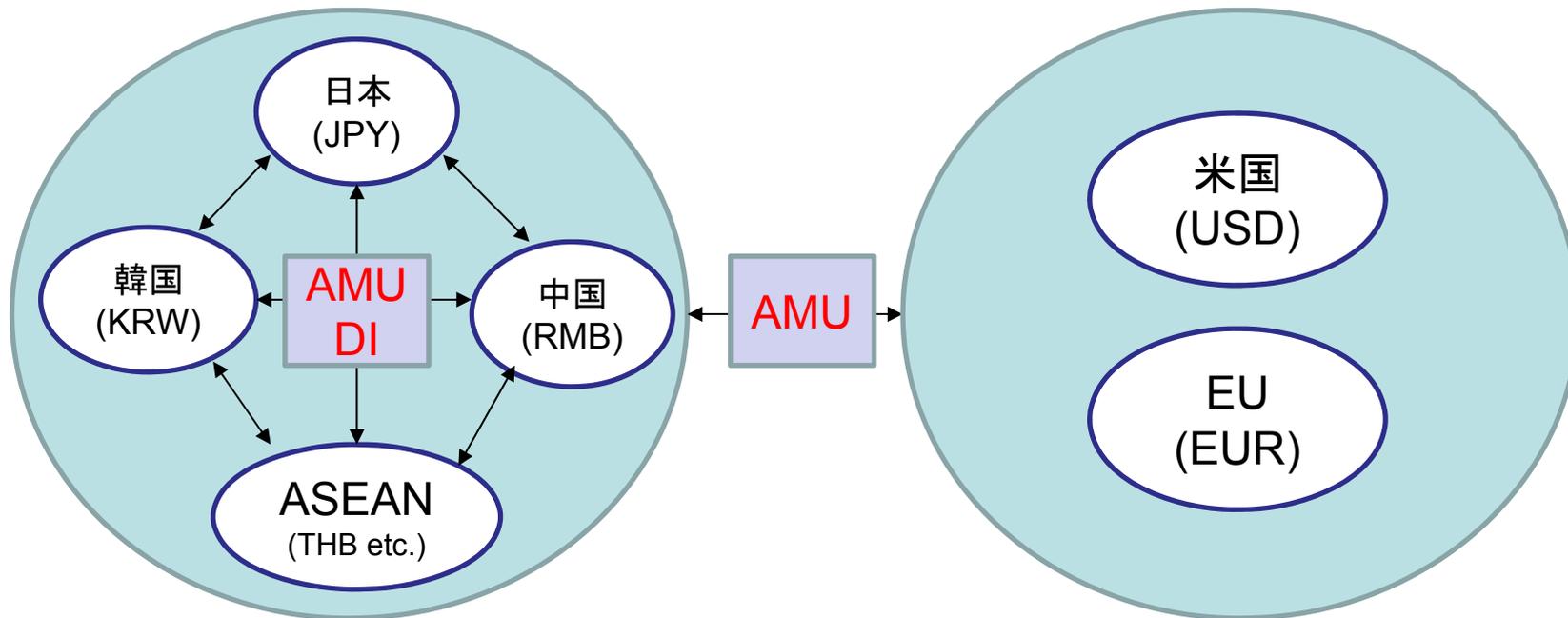
# AMUとAMU乖離指標

- Asian Monetary Unit (AMU): 米ドルとユーロのバスケット(65%:35%)に対する東アジア通貨の加重平均(ASEAN10+4 (中国、香港、日本、韓国)).
- AMU乖離指標(AMU DI): 東アジア通貨がAMUに対して2000-2001年を基準としてどれだけ乖離しているかを表す.
- 日次データが経済産業研究所のウェブサイト (<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>) から利用可能。

# 図2: 東アジアの生産ネットワークと最終消費国 国におけるAMUとAMU

東アジアにおける生産ネットワーク

最終消費国・地域



# 東アジア通貨間の非対称的変動

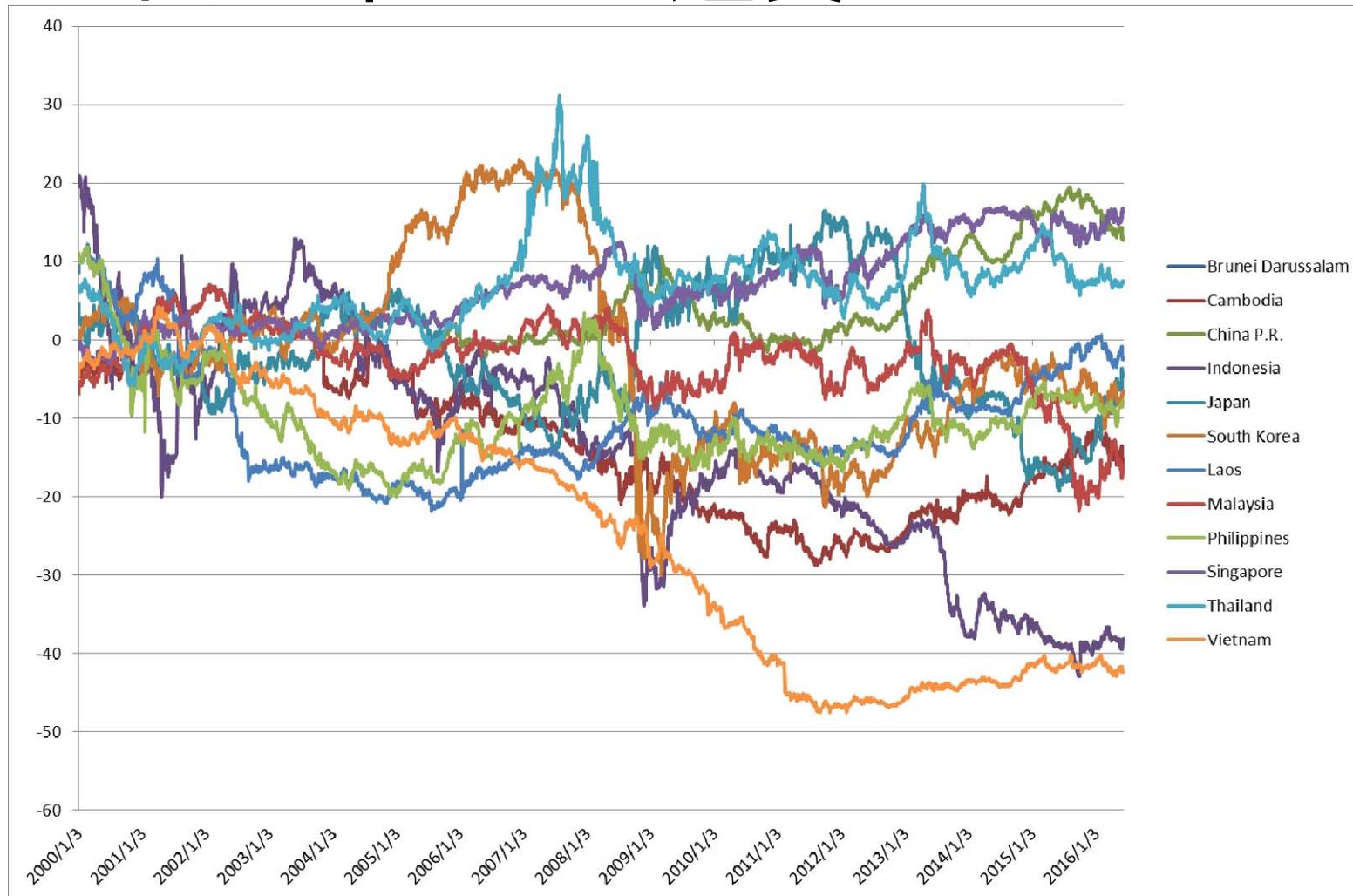
- 2005年以降、東アジア通貨間の域内為替相場の非対称的動向（ミスアライメント）が発生し、世界金融危機以降も続いてきた。
- 域内通貨為替相場のミスアライメントが発生する主な原因の一つは、キャリートレード（名目金利差のみに基づく投機）が東アジア諸国間（相対的に低金利の日本vs.相対的に高金利の韓国等）の資本移動を引き起こしたことである。
- キャリートレードは東アジア地域内の資本移動を活発化し、その結果、東アジア諸国間の域内為替相場の非対称的変動を引き起こした。

## 図3: 米ドルとユーロに対するAMU



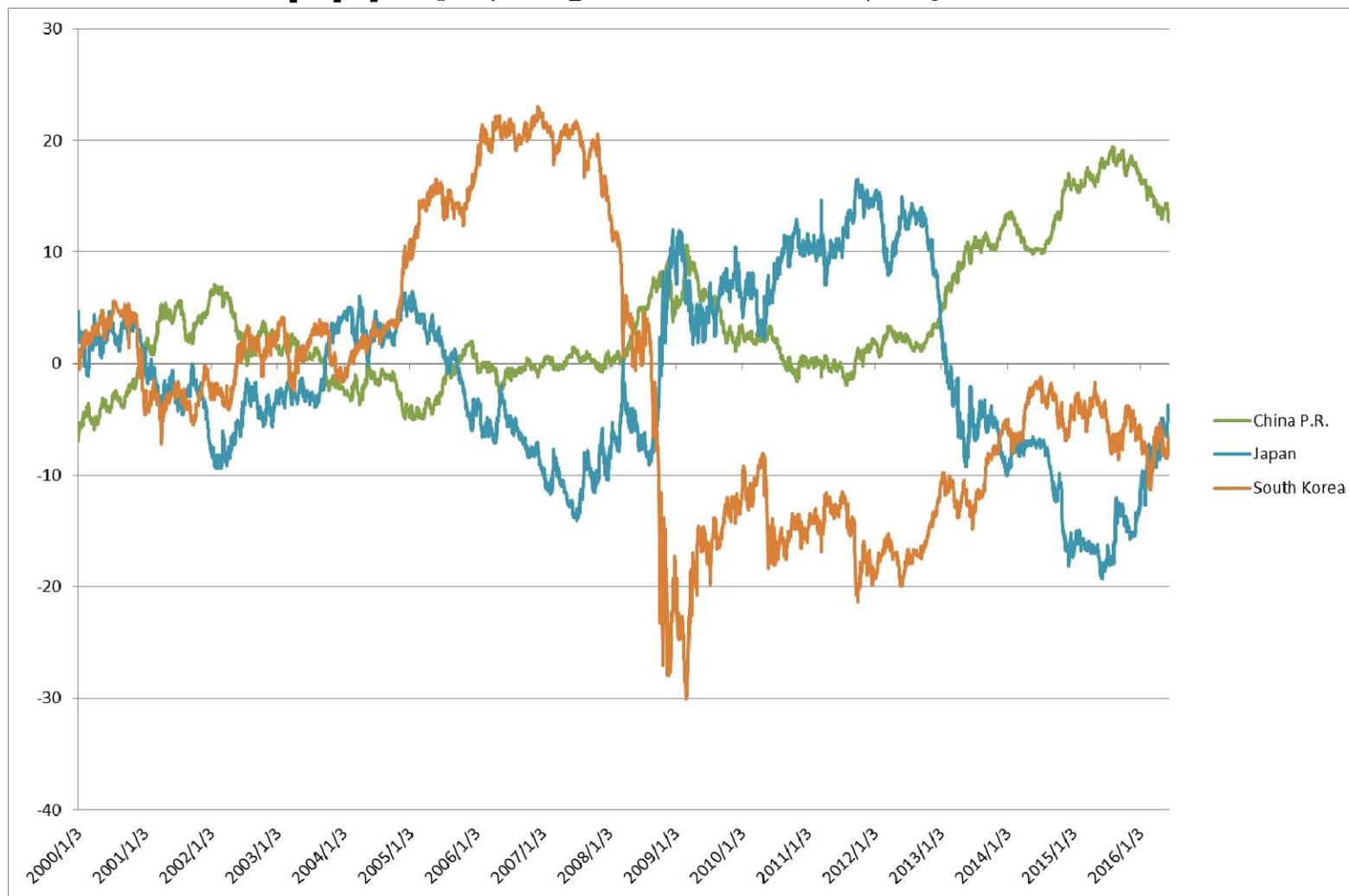
Data: RIETI (<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>)

## 図4: 東アジア通貨のAMU DI



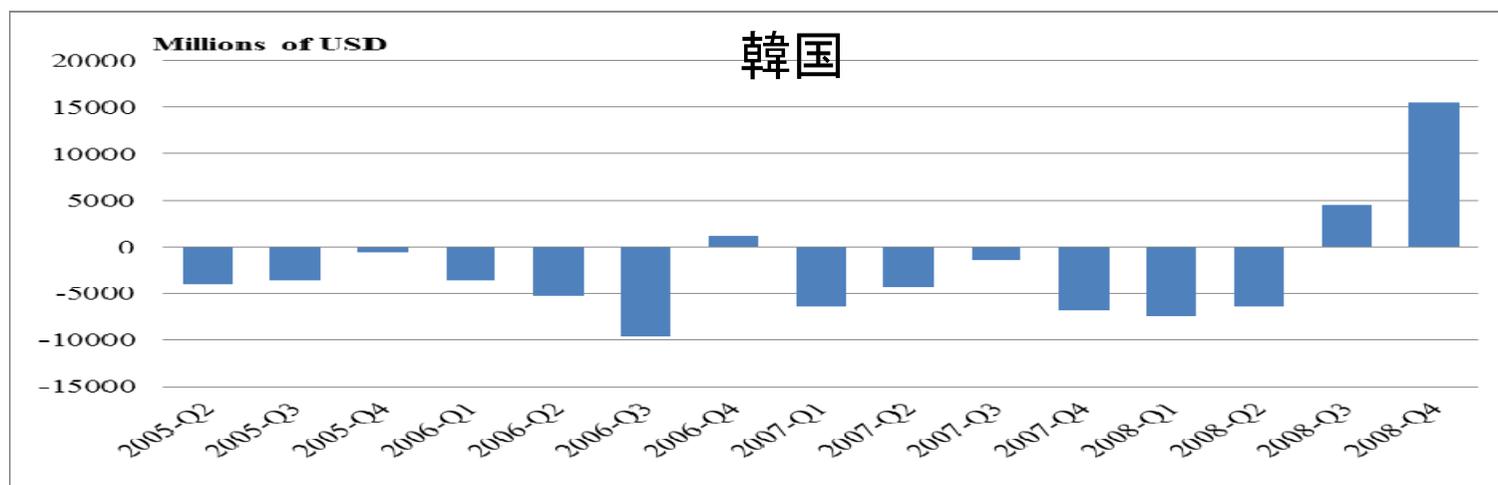
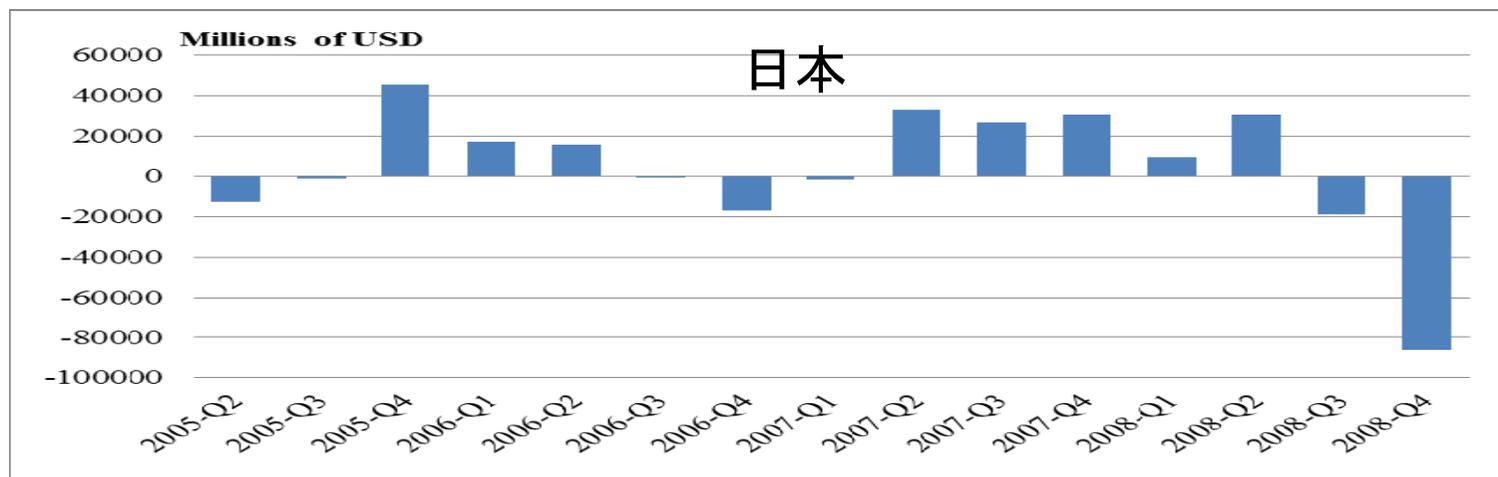
Data: RIETI (<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>)

# 図5: 円と韓国ウォンと人民元のAMU DI



Data: RIETI (<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>)

# 図6：国際銀行の純資産負債残高の変化

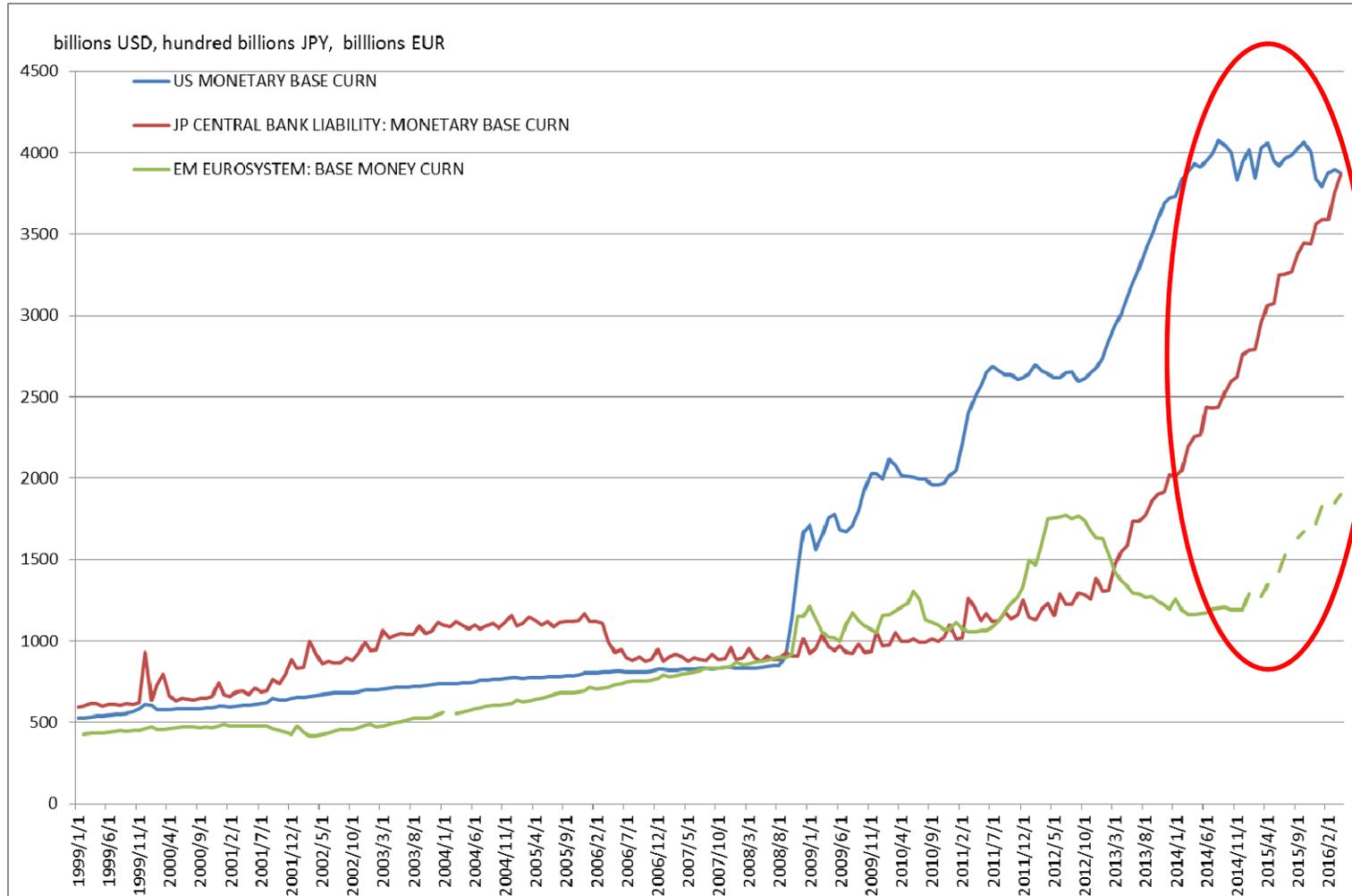


Data: BIS

# 主要国間の非対称的金融政策

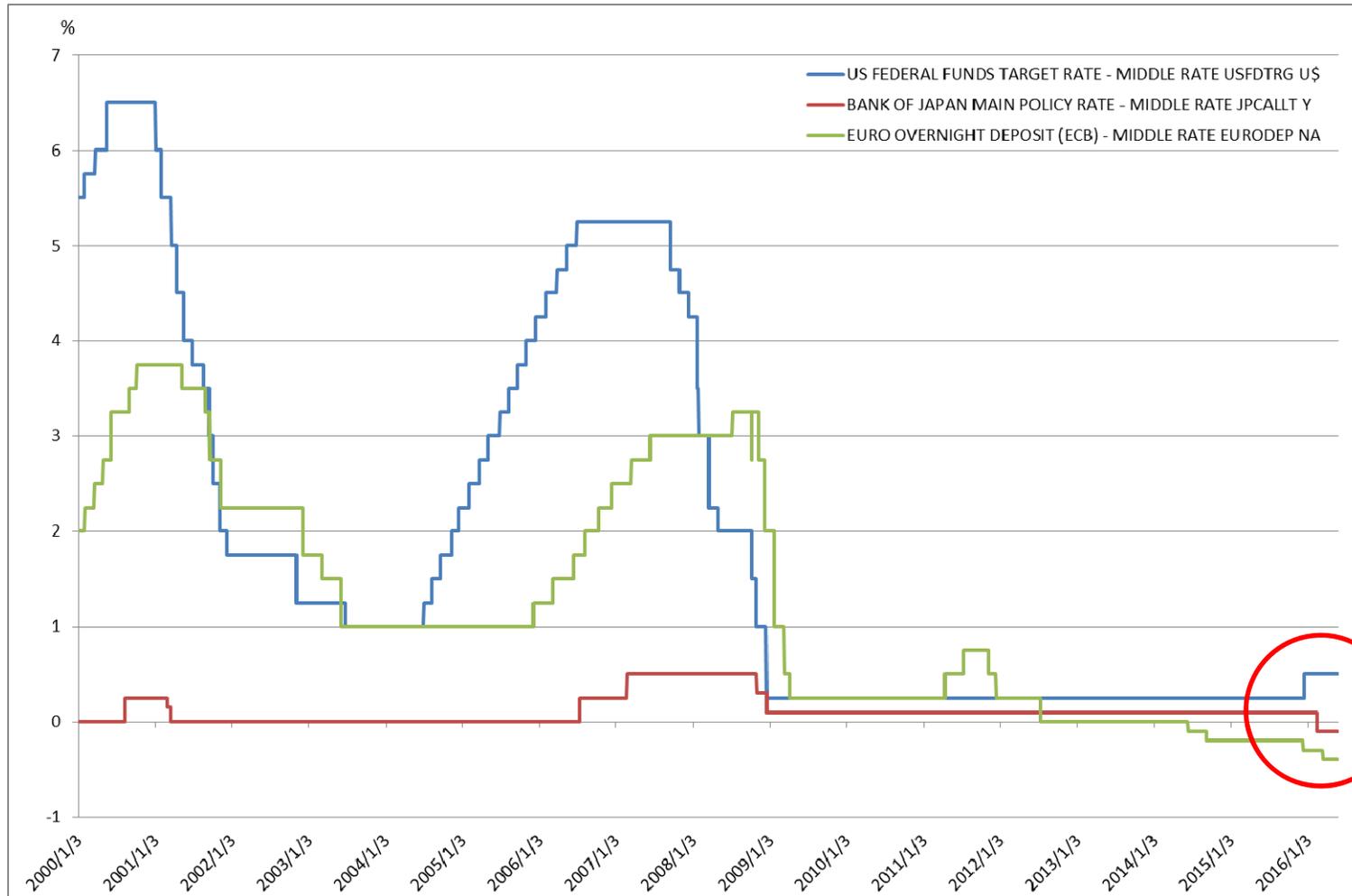
- 主要国の中央銀行による金融政策は異なる方向へ。
- 米国FRBは2014年10月に量的緩和(QE)金融政策を終え、2015年12月16日に政策金利(FF金利)を0 - 0.25%から0.25 - 0.5%へ引き上げ。  
⇒新興市場国からの資金逆流と通貨減価
- 日本銀行と欧州中央銀行(ECB)は、QE金融政策を継続し、政策金利をマイナスとした。

# 図7: FRBと日銀とECBのマネタリーベース



Data: Datastream

## 図8: FRBと日銀とECBの政策金利



Data: Datastream

# 米国金利が東アジア諸国の金利や為替相場や資本フローに及ぼす影響

- Eiji Ogawa and Zhiqian Wang, “Effects of Quantitative Easing Monetary Policy Exit Strategy on East Asian Currencies,” *The Developing Economies*, 54, no. 1, 2016.
- 米国の金利が東アジア諸国の金利と為替相場にどのような影響を及ぼしたかを実証的に分析を行い、米国の金利引き上げの東アジア諸国への影響を考察。
- これらの経済変数の因果関係を実証的に分析することのできる2変数ベクトル自己回帰モデル (Vector Autoregressive Model, VAR) によって推定。

# 分析に用いたデータと分析期間

- 分析の対象国: 日本、中国、韓国、香港、タイ、シンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナムの10カ国。また、東アジア全体の影響を見るために、これら10カ国の加重平均値。
- 金利(日次データ): Datastreamから銀行間取引金利(3か月物)。但し、データの制約から、韓国、中国は無担保コールレート(オーバーナイト物)、フィリピンは財務省証券(TBLレート・364日物)。
- 為替相場(日次データ): Datastream。
- 東アジア諸国通貨の対AMU(CMI)為替相場・AMU(CMI)乖離指標: RIETI
- 投資収支の内の証券投資とその他投資(四半期データ): IMF, Balance of Payments Statistics
- 分析期間: 2000年1月1日~2013年12月31日【日次データ】  
2000年第1四半期から2013年第3四半期etc.【四半期データ】

# 実証分析の仮説

1. 米国金利の変化が当該国の金利にどのような影響を及ぼすか？

仮説1: 資本規制・外為管理がなければ、米国の金利が上昇すれば当該国の金利も上昇する。

2. 米国と当該国との金利差の変化が当該国通貨の対ドル為替相場にどのような影響を及ぼすか？

仮説2: 資本規制・外為管理がなければ、金利差(米国金利－当該国金利)が上昇すれば当該国通貨の対ドル為替相場は減価する。

3. 日米金利差の変化が他の東アジア通貨にどのような影響を及ぼすか？

仮説3: 日米金利差(米国金利－日本金利)がプラスに拡大すれば、キャリートレードを活発化し、他の東アジア通貨が対円(あるいは対AMU)で増価する。

# 表1: 米国金利と東アジア諸国の金利との関係

|   |  | expected relation              | Japan         | Korea         | Hong Kong     | Singapore     | Thailand      | Indonesia | Malaysia    | Vietnam       | Philippines | China  | East Asia     |
|---|--|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------|-------------|---------------|-------------|--------|---------------|
| 1 | A: interest rate in US<br>B: interest rate in East Asian country   | A→C(+)<br>accumulated response | ○<br>0.002*** | ○<br>0.010*** | ○<br>0.055*** | ○<br>0.015*** | ○<br>0.008*** | x<br>-    | x<br>-      | ○<br>0.028*** | △<br>0.008  | x<br>- | N/A           |
| 2 | A: a weighted average of interest rate in US and euro zone<br>B: a weighted average of interest rate of East Asian countries | A→B(+)<br>accumulated response | N/A           | N/A           | N/A           | N/A           | N/A           | N/A       | N/A         | N/A           | N/A         | N/A    | ○<br>0.006*** |
| 3 | A: a weighted average of interest rates in US and euro zone<br>B: interest rate in East Asian country                        | A→B(+)<br>accumulated response | ○<br>0.002*** | ○<br>0.013*** | ○<br>0.056*** | ○<br>0.016*** | ○<br>0.009*** | x<br>-    | ○<br>0.002* | ○<br>0.034*** | △<br>0.011  | x<br>- | N/A           |

## 表2: 米国との金利差と東アジア諸国通貨為替相場との関係

|   |   | expected relation           | Japan         | Korea         | Hong Kong  | Singapore  | Thailand   | Indonesia | Malaysia   | Vietnam | Philippines | China      | East Asia  |
|---|---|-----------------------------|---------------|---------------|------------|------------|------------|-----------|------------|---------|-------------|------------|------------|
| 1 | A: interest differential between US and East Asian country<br>B: N.C./US\$  | A→B(+) accumulated response | ○<br>0.001*** | ○<br>-0.001** | ○<br>0.000 | ○<br>0.000 | ○<br>0.000 | x<br>-    | △<br>0.000 | x<br>-  | x<br>-      | ○<br>0.000 | N/A        |
| 2 | A: differential between a weighted average of interest rates of US and euro zone and a weighted average of interest rates in East Asian countries<br>B: US\$+euro/AMU | A→B(-) accumulated response | N/A           | N/A           | N/A        | N/A        | N/A        | N/A       | N/A        | N/A     | N/A         | N/A        | △<br>0.000 |
| 3 | A: differential between a weighted average of interest rates of US and euro zone and a weighted average of interest rates in East Asian countries<br>B: AMU DI        | A→B(-) accumulated response | N/A           | N/A           | N/A        | N/A        | N/A        | N/A       | N/A        | N/A     | N/A         | N/A        | △<br>0.000 |

## 表3：日米金利差と東アジア諸国通貨為替相場との関係

|   |  | expected relation           | Japan | Korea         | Hong Kong  | Singapore  | Thailand    | Indonesia      | Malaysia   | Vietnam     | Philippines | China      | East Asia |
|---|--|-----------------------------|-------|---------------|------------|------------|-------------|----------------|------------|-------------|-------------|------------|-----------|
| 1 | A: interest differential between US and Japan<br>B: N.C./AMU | A→B(-) accumulated response | N/A   | ○<br>-0.001** | ○<br>0.000 | △<br>0.000 | △<br>0.000  | ○<br>-0.001*** | △<br>0.000 | ○<br>0.000  | △<br>0.000  | ○<br>0.000 | N/A       |
| 2 | A: interest differential between US and Japan<br>B: AMU DI   | A→B(+) accumulated response | N/A   | ○<br>0.053**  | ○<br>0.016 | △<br>0.012 | △<br>0.033* | ○<br>0.065**   | △<br>0.001 | ○<br>0.019* | △<br>0.014  | ○<br>0.014 | N/A       |

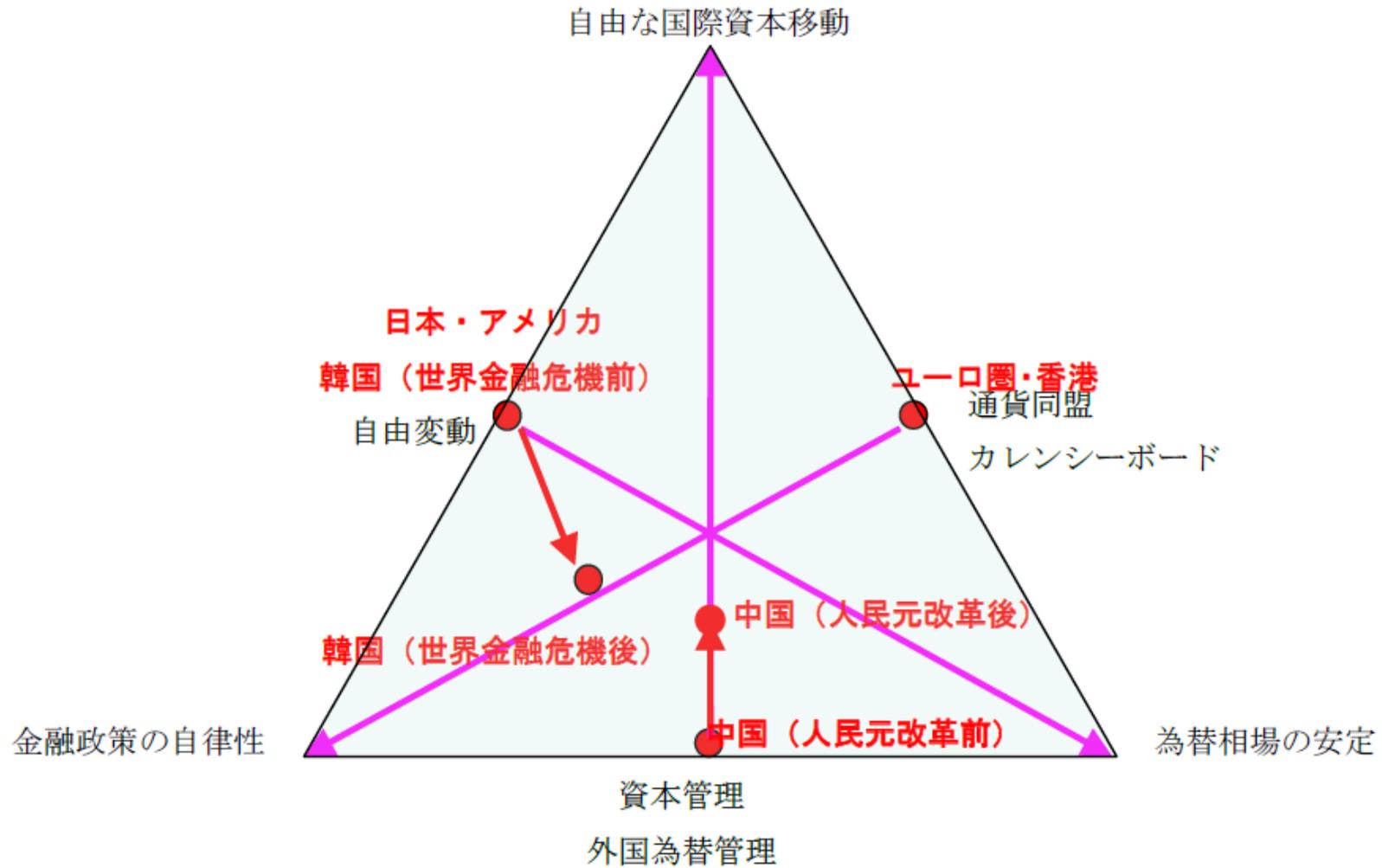
# 実証分析結果のインプリケーション — 米国の金利引き上げの影響 —

- FRBの金利引き上げによって、東アジア諸国の金利がそれを追従するような形で上昇するであろう。
- 東アジア諸国金利の上昇が抑制されたり、後れを取ると、米国に有利な金利差が発生し、東アジア諸国通貨が米ドルに対して減価するであろう。
- FRBの金利引き上げによって、内外金利差や予想収益率格差を東アジア諸国に不利となり、東アジア諸国から証券投資やその他投資において資金逆流や資本流出が発生するであろう。

# 「国際金融のトリレンマ」における 為替相場の安定

- 「国際金融のトリレンマ」⇒為替相場の安定を図ろうとすると、金融政策の自律性あるいは自由な国際資本移動を放棄せざるを得ない。
- 日米欧間で金融政策の出口戦略のタイミングのずれを発生させないために国際政策協調が考えられるが、困難。
- 先進諸国には難しいが、発展途上国には資本管理・外国為替管理が考えられる。

# 図9：国際金融のトリレンマ



# 東アジア通貨安定のために

- 東アジア通貨の安定のために、
  - (1) 国際政策協調に至らないまでも、国際政策対話は欠かせない。
  - (2) 資本管理・外国為替管理については、危機時における資本流出に対してではなく、平時における資本流入に対して課すべき。
  - (3) 資本管理・外国為替管理ができない国であっても、急激な資本流出入の変化をモニターすることは必要。東アジアではAMRO (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office) の役割が増大。

# 東アジアにおける地域金融協力

- ASEAN+3(日中韓)が2000年にチェンマイ・イニシアティブ(CMI)を合意、2010年にCMIのマルチ化(CMIM)に発展。
  - (1) **危機管理**: 二国間通貨スワップ取決めのネットワークから多国間通貨スワップ取極めへ。
  - (2) **危機予防**: マクロ経済と金融部門の健全性に対するサーベイランスが「経済レビュー・政策対話」(ERPD)において行われている。AMROが地域経済を監視・分析し、CMIMの意思決定を支援する独立の地域サーベイランス機関として設立。【2011年4月にシンガポールに株式会社として設立。2016年2月9日にAMROが国際機関へ】

# 高まるAMROの役割

- 東アジア諸国の通貨当局は、域内ショック（China risk 等）及び域外ショック（米国金利引上げ等）による資本移動を注視して、資本移動が金利や為替相場に及ぼす影響を観察すべき。
- AMROは、CMIMの地域通貨協力の下で資本移動と金利と域内為替相場を監視すべき。欧米との間のみならず、域内の資本移動に関するデータと情報を収集すべき。そのために、AMROのキャパシティを強化する必要がある。