

討論：小川報告 米国の金融政策と 東アジア通貨の動向

平成28年度第1回一橋大学政策フォーラム

『世界金融危機と金利・為替』

平成28年7月21日

学習院大学 清水順子

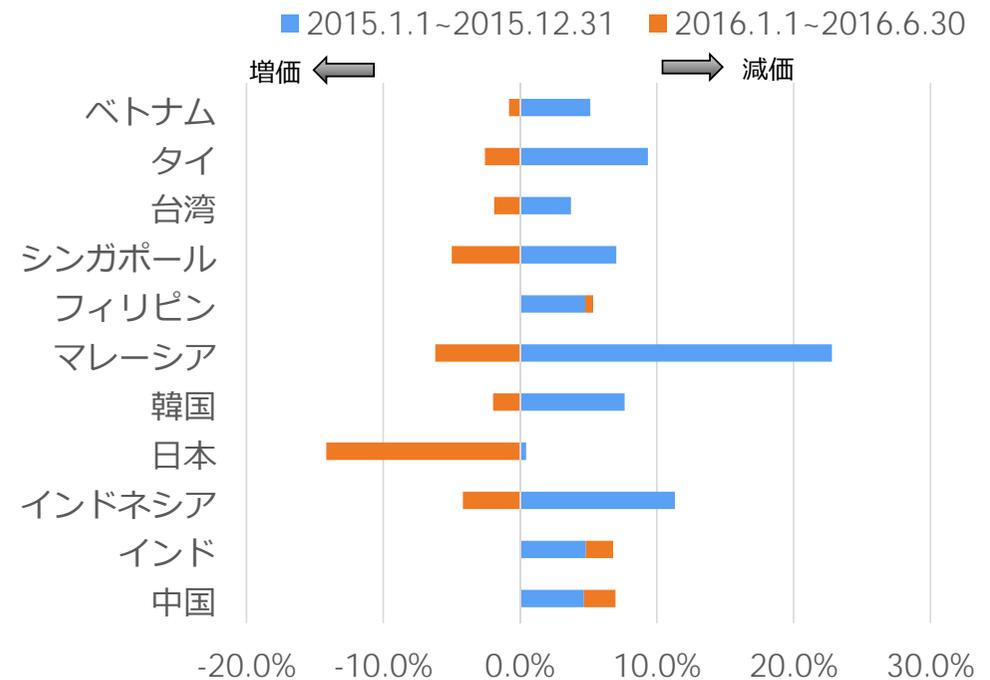
小川報告のサマリー

- ▶ 東アジアに展開する生産ネットワークは、生産ネットワークにおける地域通貨間（域内為替相場）と最終消費国である域外通貨（米ドルやユーロ）と地域通貨の間、という2つの為替リスクに直面している。
- ▶ 米国の金融政策の変更がアジア諸国の金利と為替相場に与える影響として、以下が指摘される。
 - ▶ 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
 - ▶ 東アジア諸国の金利上昇のタイミングがずれると金利差が発生し、東アジア諸国通貨が米ドルに対して減価する
 - ▶ その結果、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
- ▶ 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（米国金利引き上げ等）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る必要がある。
 - ▶ 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。
 - ▶ 特に、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の収集・モニタリングが重要であり、そのために、AMROのキャパシティを強化する必要がある。

コメント1： 米利上げ前後でのアジア通貨の変化率について

- ▶ 2015年は8月のチャイナショック以降、原油価格の下落、米利上げ観測に伴って、多くのアジア通貨が減価した。
- ▶ しかし、2016年1月から6月末までの為替の動きを見ると、中国、インドを除くアジア通貨では増価に転じており、アジア通貨間の間でも非対称な動きが見られるようになった。
- ▶ これは、各国のマクロ経済指標や財政状況などが個別に判断されるようになったことを示している。
 - ▶ 例えば、マレーシアやインドネシアが増価に転じたのは、2016年以降ASEAN諸国における積極的な公共投資による内需の下支えがあげられる。
- ▶ こうした観点からは、アジア各国の金融政策のみならずマクロ経済政策、財政政策についてもモニタリングすることも重要ではないか？

アジア通貨の対ドル相場の変化率(%)



データの出所：Datastreamの日次為替データより作成。

コメント2： アジアにおける資本流入規制について

- ◆ 「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」という提言について：
- ◆ 資本流入を制限する手段には、規制による直接的方法と、課税などによる間接的方法がある、具体的にどのような規制が効果的であると考えているのか？
 - ◆ チリでとられている政策手段をみると、直接的方法としては、①海外投資家による国内への短期証券投資、②国内企業による海外からの借入れ、③非居住者の預金預け入れなどに対する総量規制
 - ◆ 間接的な方法としては、①海外からの短期資金の借入れに対する課税、②銀行が受け入れる非居住者からの預金に対しで高い必要準備を課すること
- ◆ アジア各国の多くは、為替介入を行って通貨の更なる下落を食い止めているが、不透明な介入が続くよりは、一時的にせよ包括的な資本規制を実施する方が金融市場の安定に資するという見方があるが、一方で、アジア各国には日本の金融機関や企業が数多く進出している。
 - ◆ 日本企業にとっては、アジアの金融市場がより安定的であるとともに、より規制が緩和されることを望んでいる。アジアで資本流入規制が導入されることにより、企業活動が阻害されることにならないか？

コメント3： アジアからの資本流出について

- ▶ 2015年のアジア各国からの資本流出については、投資資金の引き上げだけでなく、アジア各国から近年積極的に行われるようになった海外投資のための資本流出もあった。
 - ▶ 中国では、クロスボーダー証券投資の段階的な規制緩和により2014年にはこれまでで最大の対外証券投資が行われ、証券投資収支は赤字に転じている。
 - ▶ マレーシアでは、国内企業や大手銀行による海外投資が近年急増していることが資本流出の背景となっている。証券投資もこれまで流入していた資本の引き上げとともに国内の機関投資家による海外証券投資が活発化し、資本流出が増加している。
 - ▶ タイでは、2014年以降国内企業による対外投資が増加し、直接投資収支は赤字化した。さらに2015年8月には、タイ中央銀行が個人投資家による海外証券投資を解禁する方針を公表したことから国内投資家による対外証券投資が拡大した上に、証券投資の資本流入がマイナス（流出）に転じ、証券投資収支赤字は拡大傾向にある。
- ▶ 新興アジア諸国が成長とともに、企業や個人が海外投資を行うようになるのは自然の成り行きである。こうした資本流出に対応するためにも、海外からの資本流入は必要となるが、その資本流入を規制してしまってもよいのか？

コメント4：AMROではどのような情報をモニタリングすべきか？

- ▶ 小川報告では、「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」とあるが、他にどのような情報をモニタリングする必要があるだろうか？
- ▶ 短期の資金決済需要が高まる中、より効率的な域内資金決済システムの構築が重要であり、そのためには域内取引がどの通貨建てで行われているのかを把握する必要がある。
 - ▶ アジア域内の生産ネットワークで取引されている貿易決済は、これまでドル建てに依存してきたが、近年の元の国際化政策に伴い、元建てのクロスボーダー取引が増加している。
 - ▶ さらに、タイを中心とする周辺諸国でのバーツ建て取引シェアも高まってきている。
 - ▶ 各国の貿易建値通貨選択について、ドル建て偏重から元建て、現地通貨建て取引に移行していく可能性があるのかどうかをデータ収集して解明することも必要。
- ▶ 2015年末に始動したASEAN経済共同体（AEC）では、ASEANの金融統合として銀行セクターの自由化・統合の取組み（各国の規制の緩和・調和化等）が計画・実施されている。
 - ▶ ASEAN各国は、経済の発展度合いや産業構造が多様であるため、金融セクターの発展度合いも一様ではない。
 - ▶ 金融規制などの制度インフラの成熟度やプルーデンス政策の寄与度などをモニタリングすることも重要な課題。