

# 米国金融政策の転換と 東アジア通貨への影響

2018/3/15

一橋大学大学院商学研究科  
小川英治

# 目次

- はじめに
- 国際金融上の世界の潮流の変化
- 米国の金融政策正常化
- 米国金利引上げに対するアジア通貨の反応
- トランプ大統領の通貨政策と減税政策の為替相場への影響
- 安全通貨としての円
- 増大するAMROの役割

# はじめに

- 本報告の目的: 国際金融の視点から、「世界の潮流の変化とアジア経済」について考察する。
- 国際金融上の世界の潮流の変化:
  - ① 米国の金利引上げ【QE⇒金融政策の正常化】
  - (② BREXITによる国際金融都市ロンドンへの影響)
- アジア経済については、東アジアを中心に金利と為替相場への影響を分析する。
- どのような政策対応が必要かを考察する。

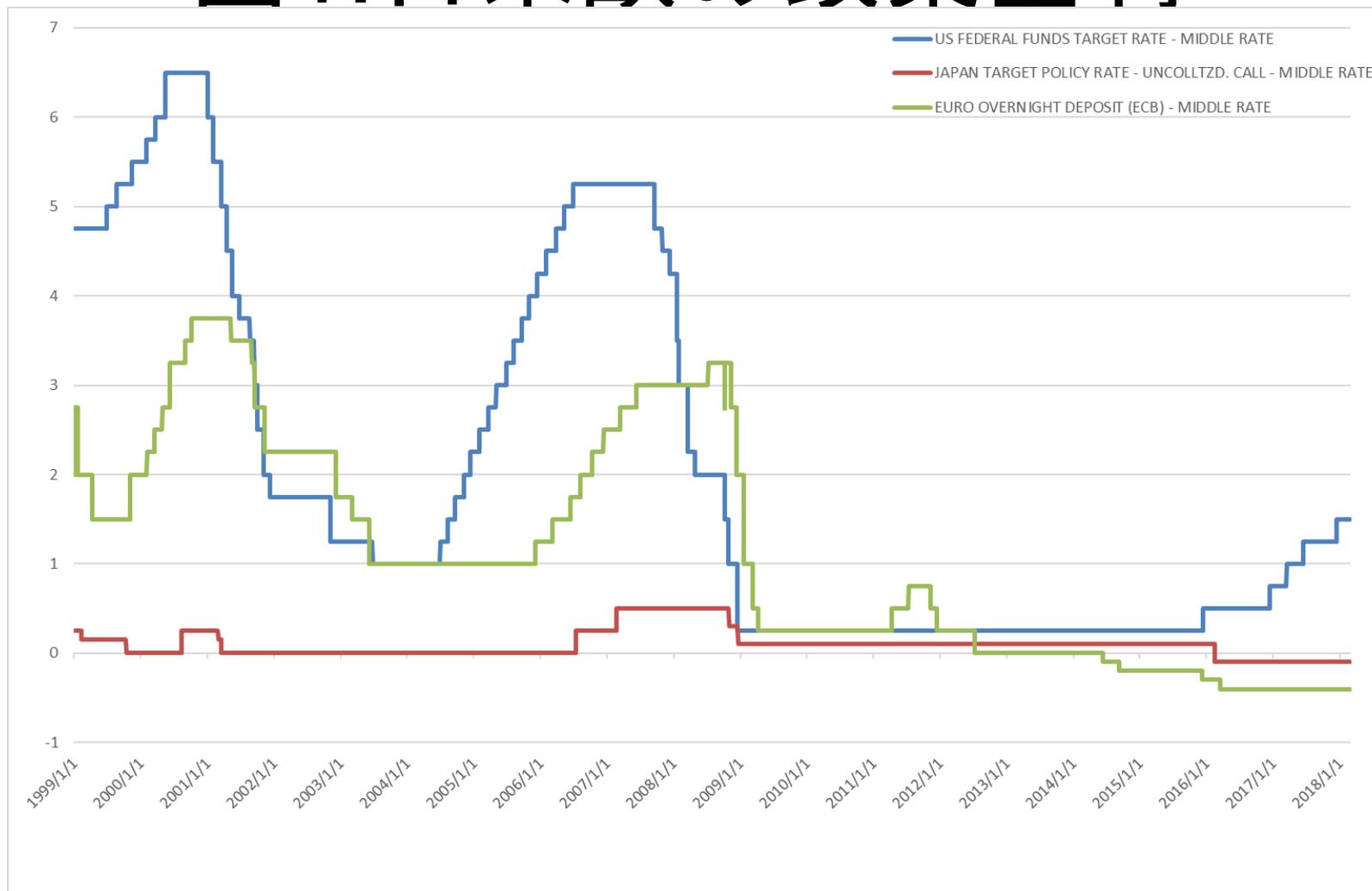
# 国際金融上の世界の潮流の変化

- FRBは、2017年に3度(3月16日、6月15日、12月14日に0.25%ポイントずつ引上げ)にわたって金利を引上げ。FRBの資産圧縮が2017年10月から開始。
- ECB(2014年6月5日)と日銀(2016年1月29日)はマイナス金利を採用。ECBは、2017年4月以降のQE縮小を決定。
- トランプ大統領、ドルの過大評価を指摘(2017年1月18日)。減税政策が為替相場に及ぼす効果は？
- 英国がEUに対してEU単一市場からの離脱を申請(2017年3月29日)。

# 日米欧の金利の動向

- FRBは雇用統計による労働市場の状況を注視し、金利引上げ。2017年に3度(3月16日(FF金利の目標値:0.75%~1.0%)、6月15日(FF金利の目標値:1.0%~1.25%)、12月14日(FF金利の目標値:1.25%~1.5%))にわたって金利を引上げ。2018年に3回のFF金利引上げの可能性。
- 日銀は、2016年2月にマイナス金利を導入、継続。
- ECBは、2014年6月にマイナス金利を導入、持続しながらも、QEを2017年4月以降縮小することを決定(2016年12月)。
- 金利差が拡大することによって、ドル高円安・ユーロ安へ。

# 図1:日米欧の政策金利

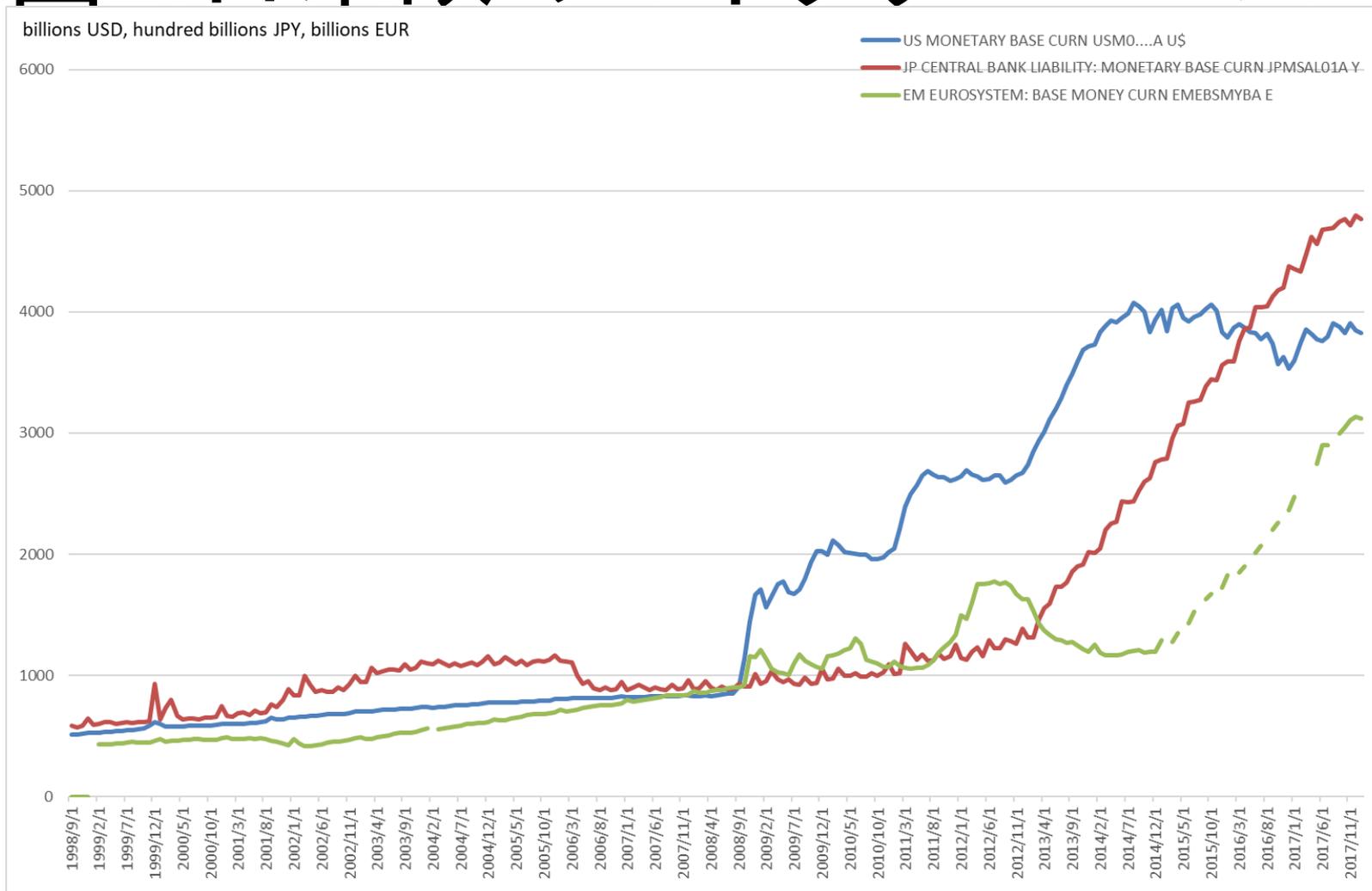


Data: Datastream

# FRBの資産圧縮

- 2014年9月16日、金融政策正常化計画(Policy Normalization Principles and Plans)を公表。⇒漸進的な資産圧縮
- 2017年6月14日、FOMCがFRBの資産圧縮計画の具体的なアプローチを合意。
  - ①米国債:60億ドル/月から開始、12か月にわたって3か月毎に段階的に60億ドル/月ずつ縮小額を300億ドル/月に達するまで増加。
  - ②MBS等:40億ドル/月から開始、12か月にわたって3か月毎に段階的に40億ドル/月ずつ縮小額を200億ドル/月に達するまで増加。
- 2017年9月20日、FOMCがバランスシート正常化プログラムを開始することを決定。

# 図2: 日米欧のマネタリーベース



Data: Datastream

# 図3: 米国の失業率

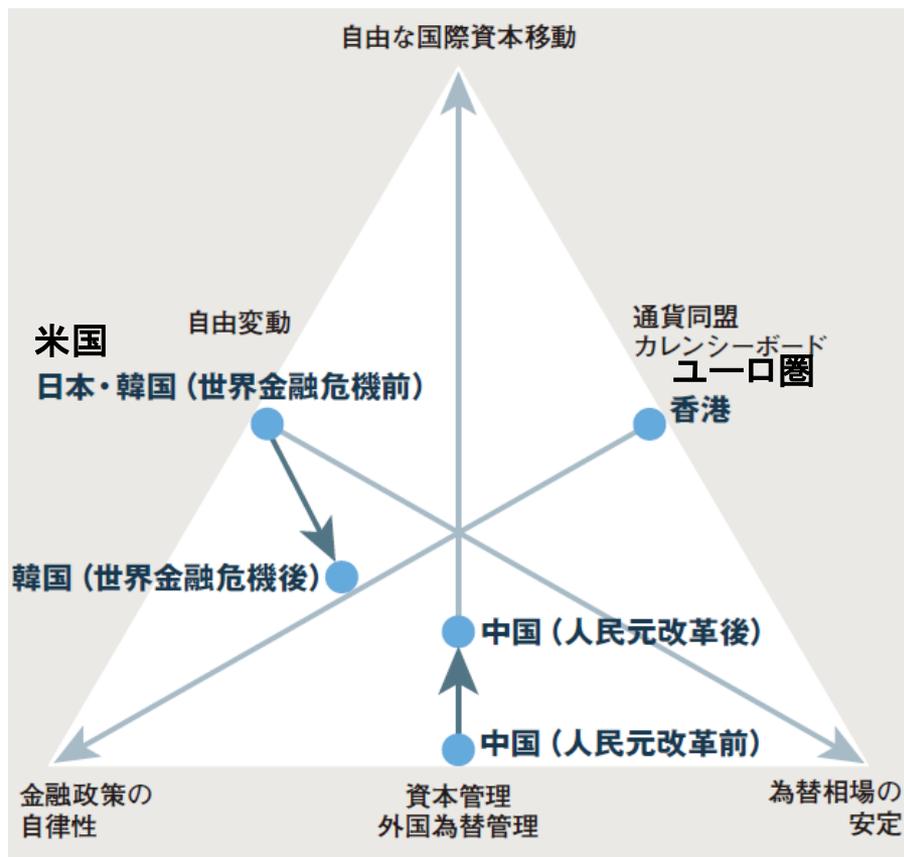


Data: Bureau of Labor Statistics

# 米国金利引上げに対する他国の通貨・金融政策の反応

- ・ 通貨・金融政策の上では、国際金融のトリレンマ【①「自由な国際資本移動」と②「金融政策の自律性」と③「為替相場の安定」は同時達成できない。】を考慮に入れて、考える必要がある。
- ・ 自由な国際資本移動の下では、為替相場の安定（自国通貨の対米ドル減価）と金融政策の自律性（米国金利引上げの追随）はトレードオフ。

# 図4：国際金融のトリレンマ



出典：小川英治「東アジアの通貨事情が見える「国際金融のトリレンマ」入門」『プレジデント』2011.6.13号

# 国際金融のトリレンマから見た 米国金利上げに対する反応

- ①「自由な国際資本移動」の下で、③「為替相場の安定」を実現するために、米国金利上げに追随する必要がある。
- ①「自由な国際資本移動」の下で、②「金融政策の自律性」を実現するためには、為替相場の変動を許す必要がある。
- ②「金融政策の自律性」と③「為替相場の安定」を実現したいならば、資本規制を課す必要がある。

# 米国金利が東アジア諸国の金利や為替相場に及ぼす影響

- 米国の金利引上げが東アジア諸国の金利や為替相場にどのような影響を及ぼすかを考察するために、過去のデータに基づいて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てきたかについて、実証的に分析を行う。
- その実証分析の手法としては、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) による推定を行う。

# 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。域外国としては米国。
- 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為替相場・AMU乖離指標：RIETI
- 分析期間：2000年1月1日～2013年12月31日【日次データ】

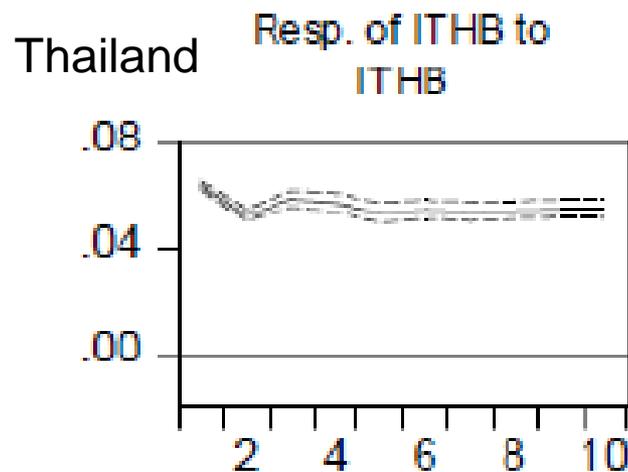
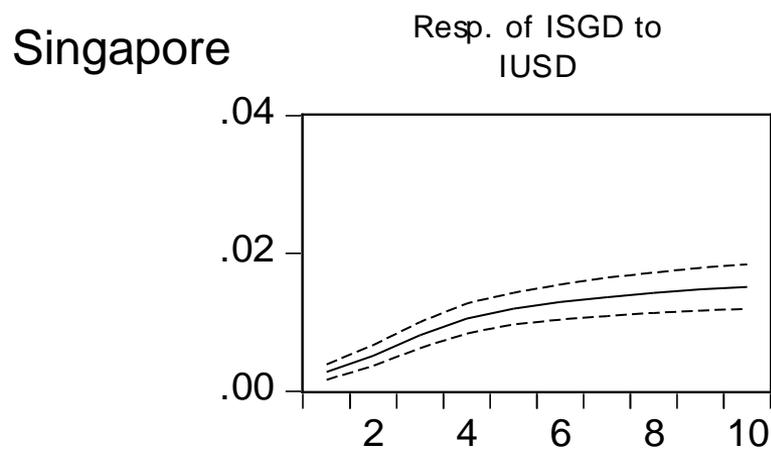
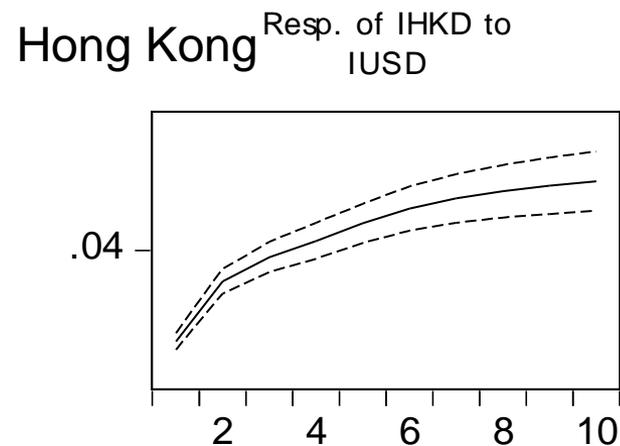
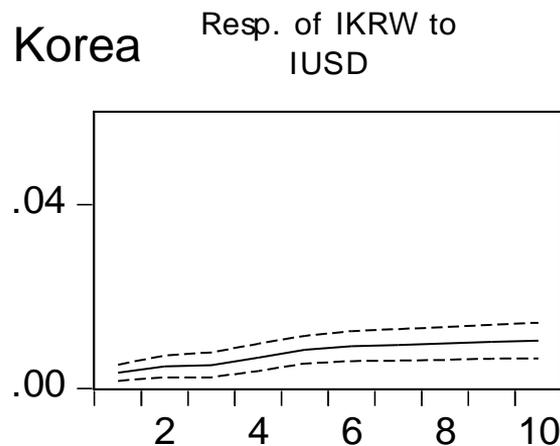
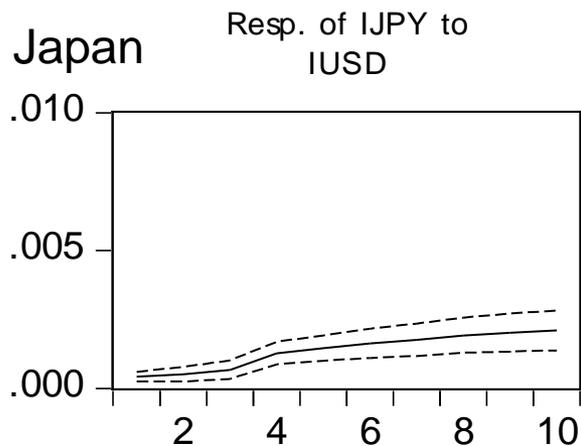
# 実証分析

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？
2. 米国と当該国の金利差が当該国の為替相場にどのような影響を及ぼすか。
3. 日米金利差が他の東アジア諸国通貨にどのような影響を及ぼすか。

実証分析3の前提: 日本は変動為替相場制を採用し、金融政策の自律性を確保していることから、米国金利引上げへの追随は小さい。それに対して、他の東アジア諸国は対米ドルの為替相場の安定化を図っているため、金融政策の自律性は失われ、米国金利引上げへの追随が大きい。これらから、米国金利－日本金利が拡大すると、同時に、他の東アジア諸国金利－日本金利が上昇する。

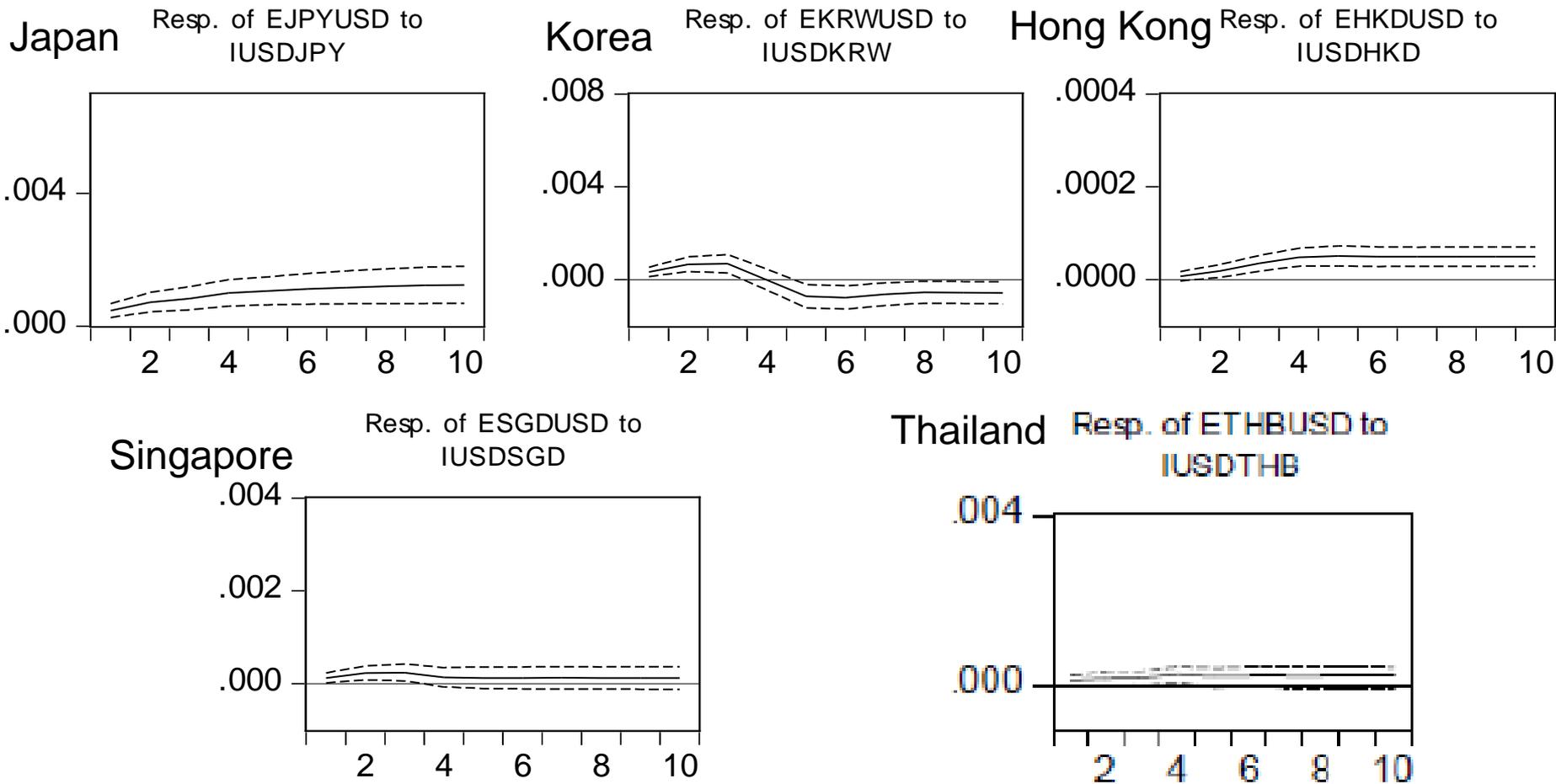
# 図5: 米国金利⇒東アジア諸国金利に関する 累積インパルス応答

米国金利 ↗ → 東アジア諸国金利 ↗

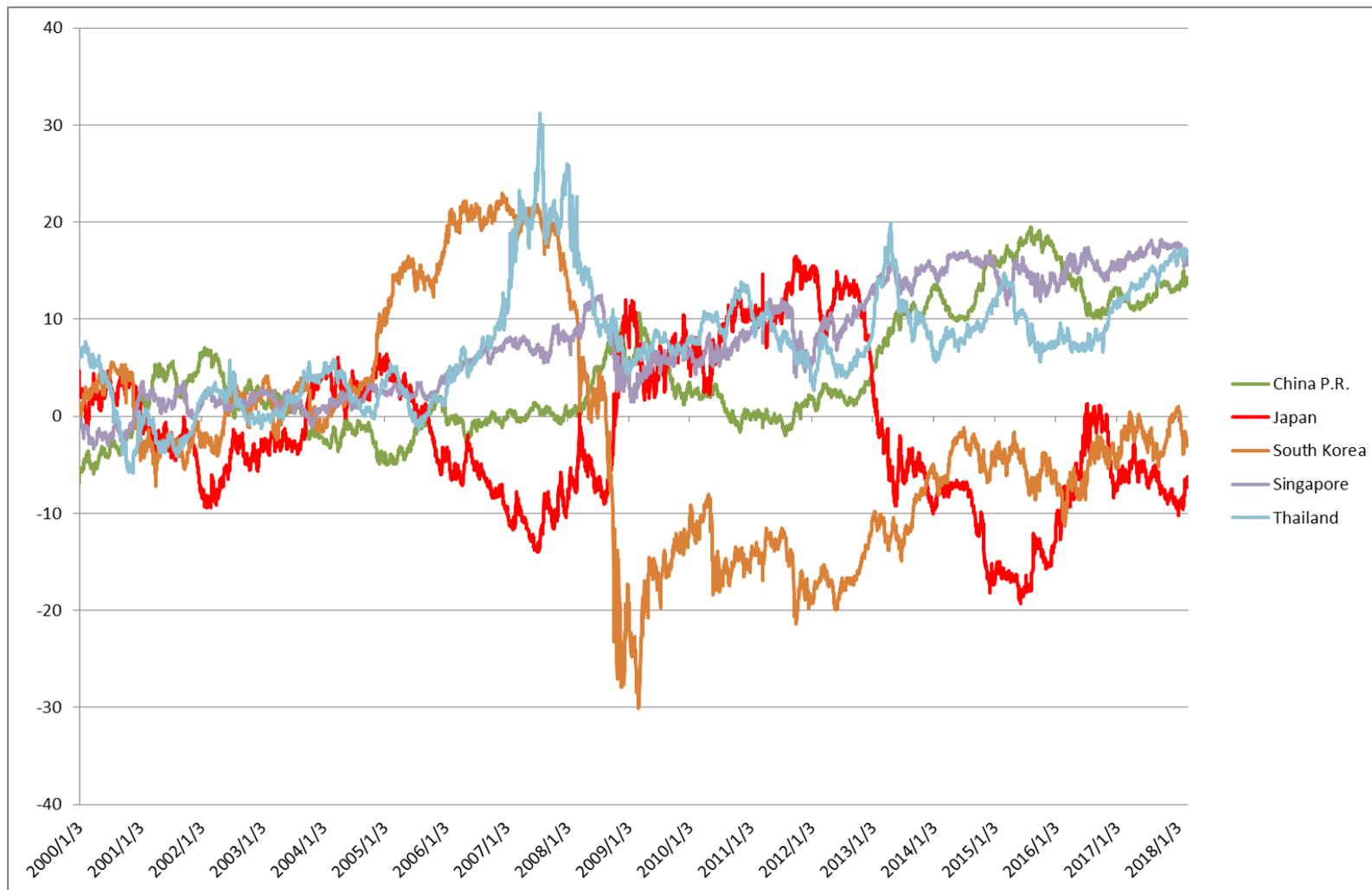


# 図6: 米国との金利差⇒東アジア諸国通貨に関する 累積インパルス応答

**金利差 (米国-東アジア諸国) ↗ → 為替相場 (当該国通貨/US\$) ↗**



# 図7: 主要東アジア諸国通貨のAMU乖離指標

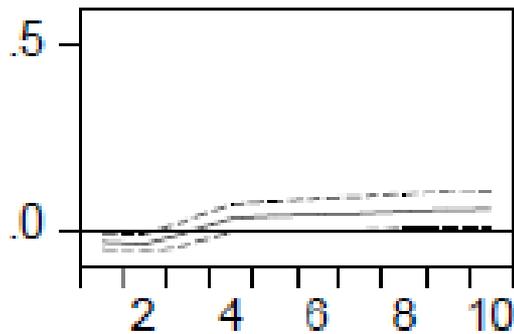


Data: RIETI

# 図8: 日米金利差⇒東アジア諸国通貨に関する 累積インパルス応答

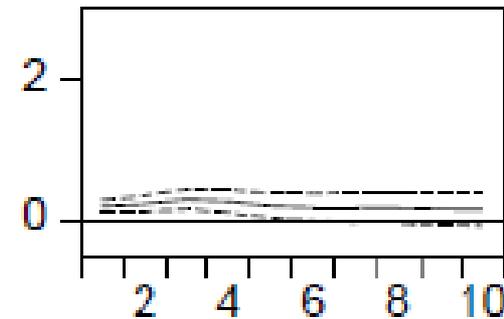
日米金利差 ↗ → 東アジア諸国通貨AMU乖離指標 ↗

Resp. of KRWDI to  
IUSDJPY



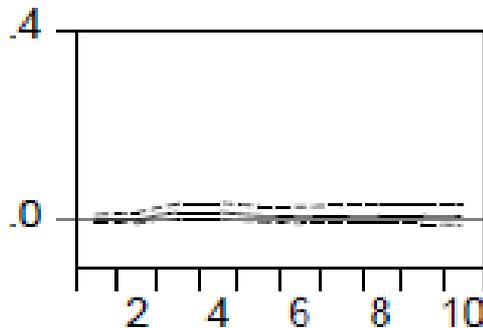
Korea

Resp. of HKDDI to  
IUSDJPY



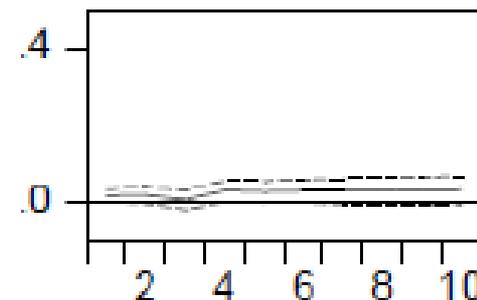
Hong Kong

Resp. of SGDDI to  
IUSDJPY



Singapore

Resp. of THBDI to  
IUSDJPY



Thailand

# 実証分析結果のインプリケーション — 米国金利上げの影響 —

- 米国の金利引上げによって、東アジア諸国の金利がそれを追随するような形で上昇する可能性がある。
- 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可能性がある。
- 米国の金利引上げと日本のマイナス金利の維持が日米金利差を拡大するとともに、米国金利に追随する日本以外の東アジア諸国金利も日本の金利との金利差が拡大し、キャリートレードが活発化し、日本以外の東アジア諸国通貨が日本円に対して増価する可能性がある。

# トランプ大統領の通貨政策と 減税政策の為替相場への影響

- トランプ大統領の発言

トランプ大統領:2017年1月17日「ドルは強すぎる。」

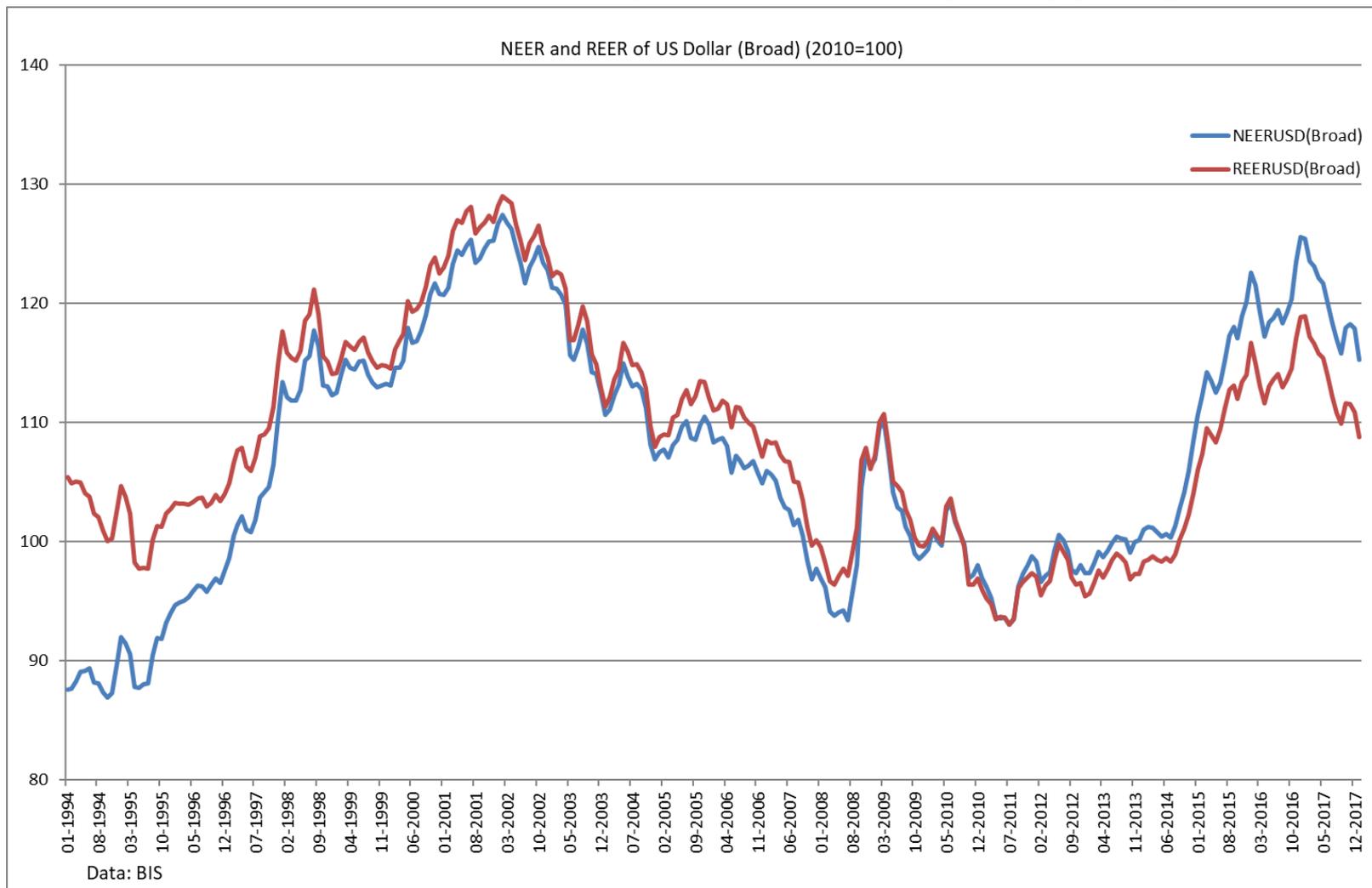
ムニューシン財務長官:2017年1月19日「トランプ氏の発言は、短期的な通貨高が貿易に悪影響をもたらすことを意味したものだ。」「ドルは最も魅力的な通貨として取引されてきた。長期的には『強いドル』が重要だ。」

ムニューシン財務長官:2018年1月24日「貿易面でドル安は米国にとって良い。」

トランプ大統領:2018年1月25日「私は強いドルが見たい。」

- 図9⇒2011年～2016年にドルは増価、2017年にはドルは減価。
- トランプ大統領の減税政策⇒財政赤字拡大⇒
  - ①短期的に金利上昇とともにドル高。
  - ②長期的に米国政府債務の増大によりドル安。

# 図9:ドルの実効為替相場



# 安全通貨としての円

- 円が安全通貨safe heaven currencyとしてみなされ、危機・ショック時(①2008年の世界金融危機、②2010～12年のユーロ圏危機、③2015年8月の中国ショック、④2016年6月のBrexitショック)に円高へ。
- 円が安全通貨として認識されている理由
  - ①円の金融・外為市場の規模(流動性)が大きい
  - ②対外純債権国通貨
  - ③自己実現的期待(投機)[バブル]

# まとめ

- 米国金利引き上げの影響は、自由な国際資本移動の下では、米国金利引き上げへの追随するか、あるいは自国通貨の対米ドル為替相場の減価。
- 日本の金利が低く維持されると、日本円と他の東アジア諸国通貨との間のキャリートレードが活発化し、東アジア域内通貨間為替相場が乱高下。
- 東アジアにおける投機的資金移動を監視する必要がある。サーベイランス機関としてのASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) の役割が大きい。

# 増大するAMROの役割

- 1997年のアジア通貨危機の教訓に基づいて、通貨危機の予防と管理のために、前者の目的のためにAMROを設立し、後者の目的のために通貨スワップ協定が締結。
- 東アジア諸国(ASEAN+3(日中韓))間のチェンマイ・イニシアティブ(CMI)の延長上で、地域経済を監視・分析し、CMIの意思決定をサポートする独立したサーベイランス機関として2011年4月にシンガポールに設立。2016年2月より国際機関に格上げ。
- 東アジア地域のサーベイランス機関として資金移動、為替相場、金利に対する監視を担うべき。