

アジア経済との関係

一橋大学大学院商学研究科

小川 英治

アジア経済との関係

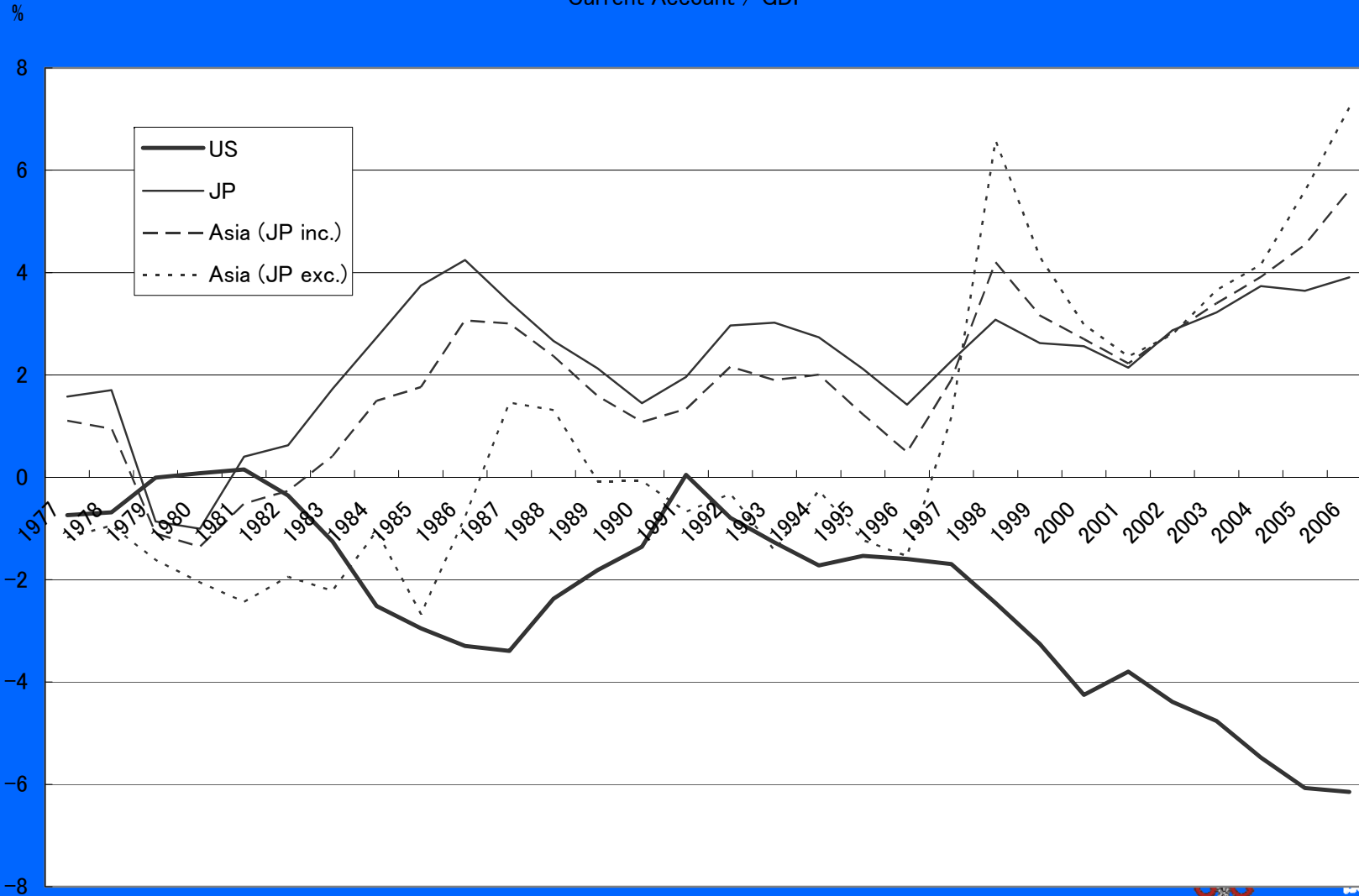
- グローバル・インバランスと金融危機とドル安
- 金融危機に対するアジア通貨の非対称的な反応
- 基軸通貨ドル体制の維持が救済策となるのか？
- 金融危機のアジアへの影響を最小限とするために

グローバル・インバランス

- グローバル・インバランス(世界的な経常収支不均衡)
 - (1) アメリカの経常収支赤字(←ITブームの中の設備投資、財政赤字、住宅投資(その後、サブプライム問題に発展))
 - (2) 日本、中国、東アジアの経常収支黒字(←過剰貯蓄(Bernanke(2005)))
 - (3) 原油産油諸国の経常収支黒字(←原油高、ソブリン・ウェルス・ファンド(SWF))

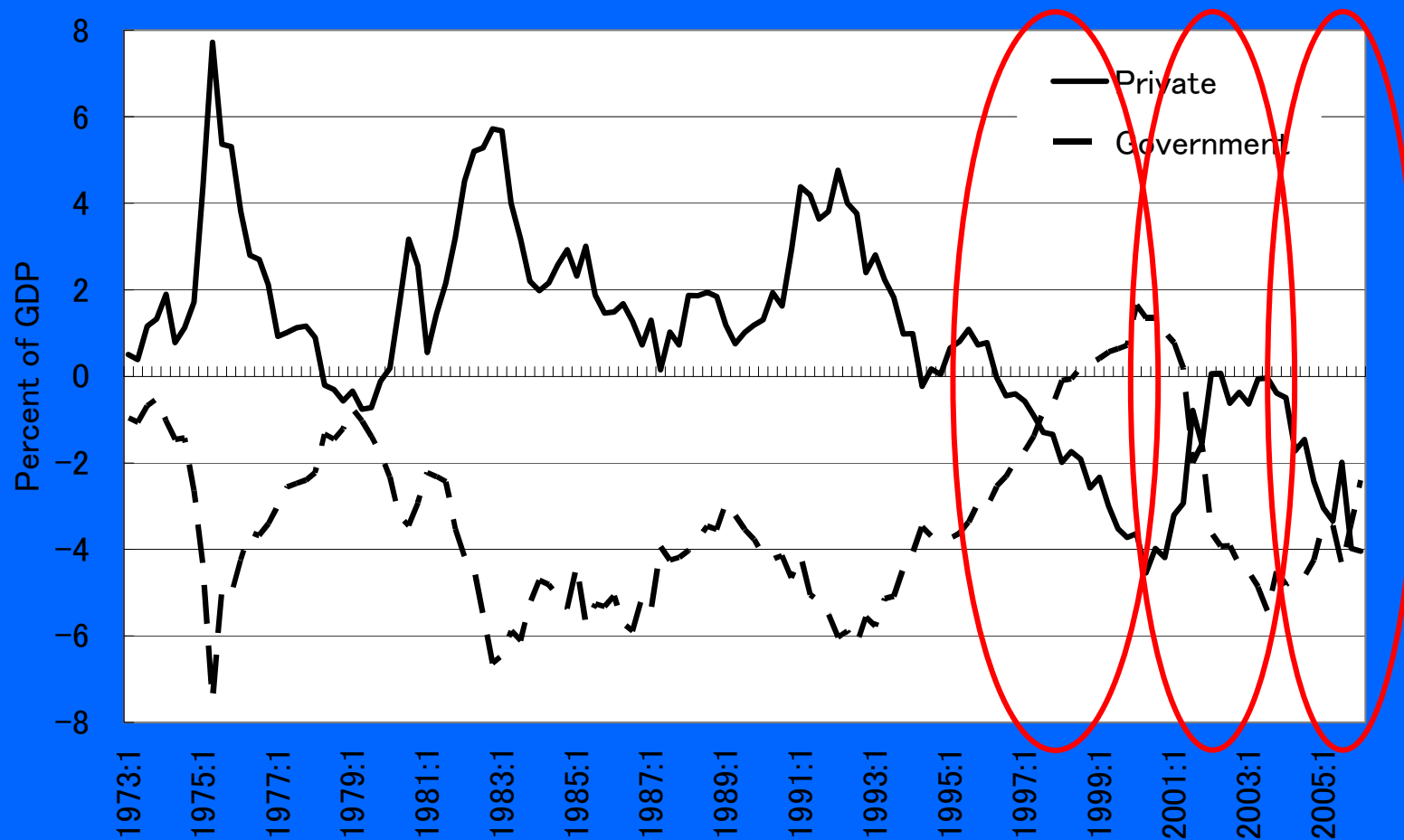
アメリカと日本と東アジア (ASEAN5+3)の経常収支不均衡

Current Account / GDP



アメリカの民間と政府の貯蓄・投資バランス

Figure 3: The US Saving-Investment Balance



経常収支黒字縮小のための為替相場調整

- ・経常収支黒字/GDPを2%ポイント(50四半期)縮小するためには？(Ogawa and Iwatsubo (2008))

Country/region	Japan		East Asia excluding Japan		East Asia including Japan
Models	Model J1	Model J2	Model EA1	Model EA2	Model EA3
Necessary appreciation during 50Q for 2%point reduced CA surplus					
	22.3%	28.7%	24.2%	17.4%	15.6%

グローバル・インバランス解消のための ドル減価シナリオ

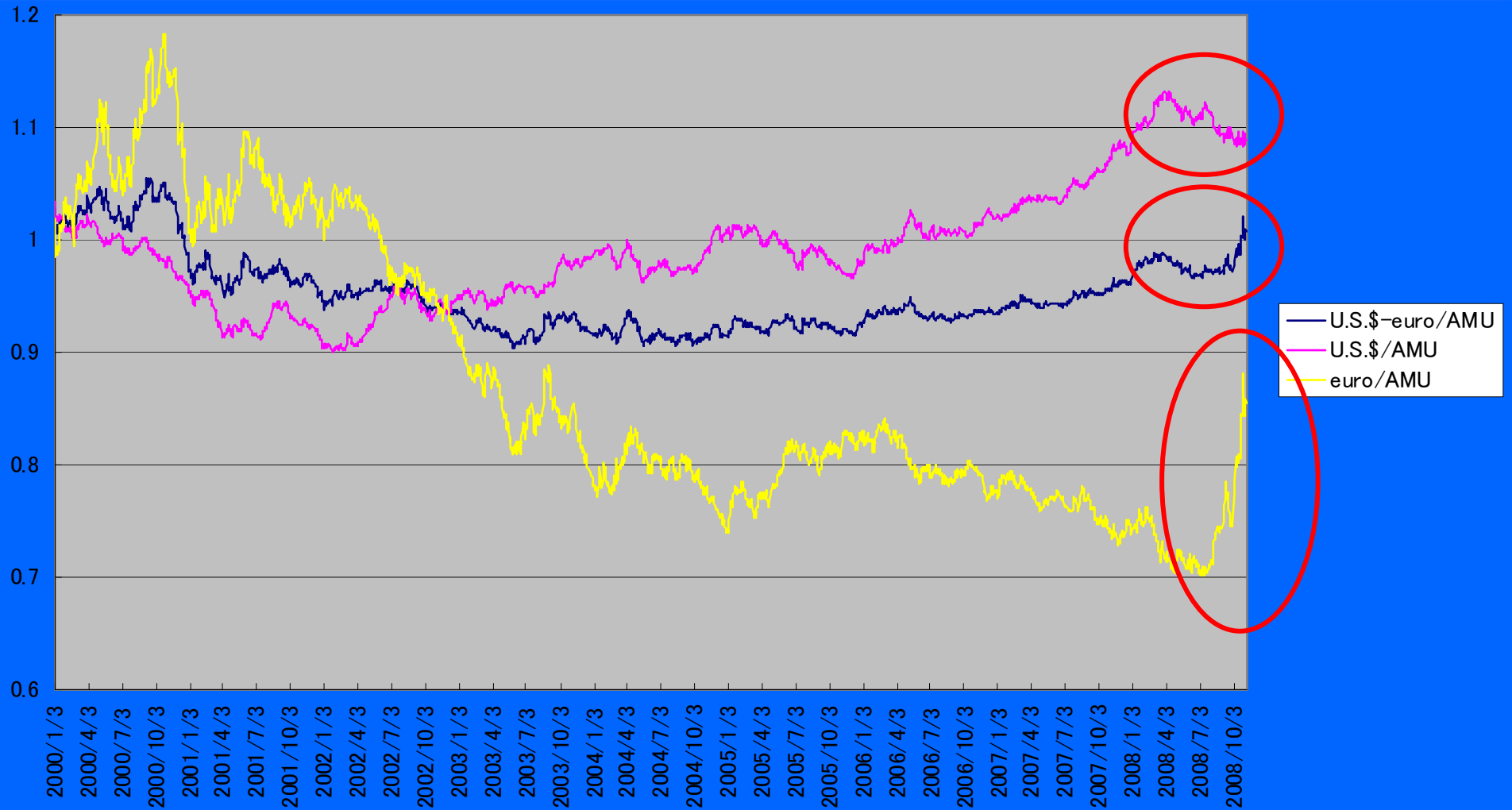
- **ハードランディング・シナリオ**: 金融危機前の状況を所与とし、アメリカの財政赤字が不変として、日本単独で20%台の一層の円高。東アジア全体で為替相場協調して16%の通貨高。
- **ソフトランディング・シナリオ**: サブプライム問題の影響を受けて、アメリカ経済の住宅投資、消費、設備投資の縮小が、経常収支赤字の原因を緩和する。ドル減価は小さい。
- **クライシス・シナリオ**: アメリカ発の金融危機がドルの信認を失墜させて、ドルが大暴落。
- **最も現実的なシナリオ**: 短期的にドル維持。長期的にアメリカの財政赤字増大により、より厳しいハードランディング。

アジア通貨の反応

- グローバルCOEと経済産業研究所との共同プロジェクト: AMUとAMU乖離指標
(<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>)
 - (1) AMU (Asian Monetary Unit) : アジア通貨 (ASEAN+3 (日中韓)) の加重平均値
 - (2) AMU乖離指標 : 基準時 (2000-2001年) に比較した各国通貨のアジア通貨における地位
- 2008年8月以降、アジア通貨はドル・ユーロに対して増価
- 2008年4月以降、アジア通貨はドルに対して減価
- 2008年7月以降、アジア通貨はユーロに対して増価

AMUの対外価値

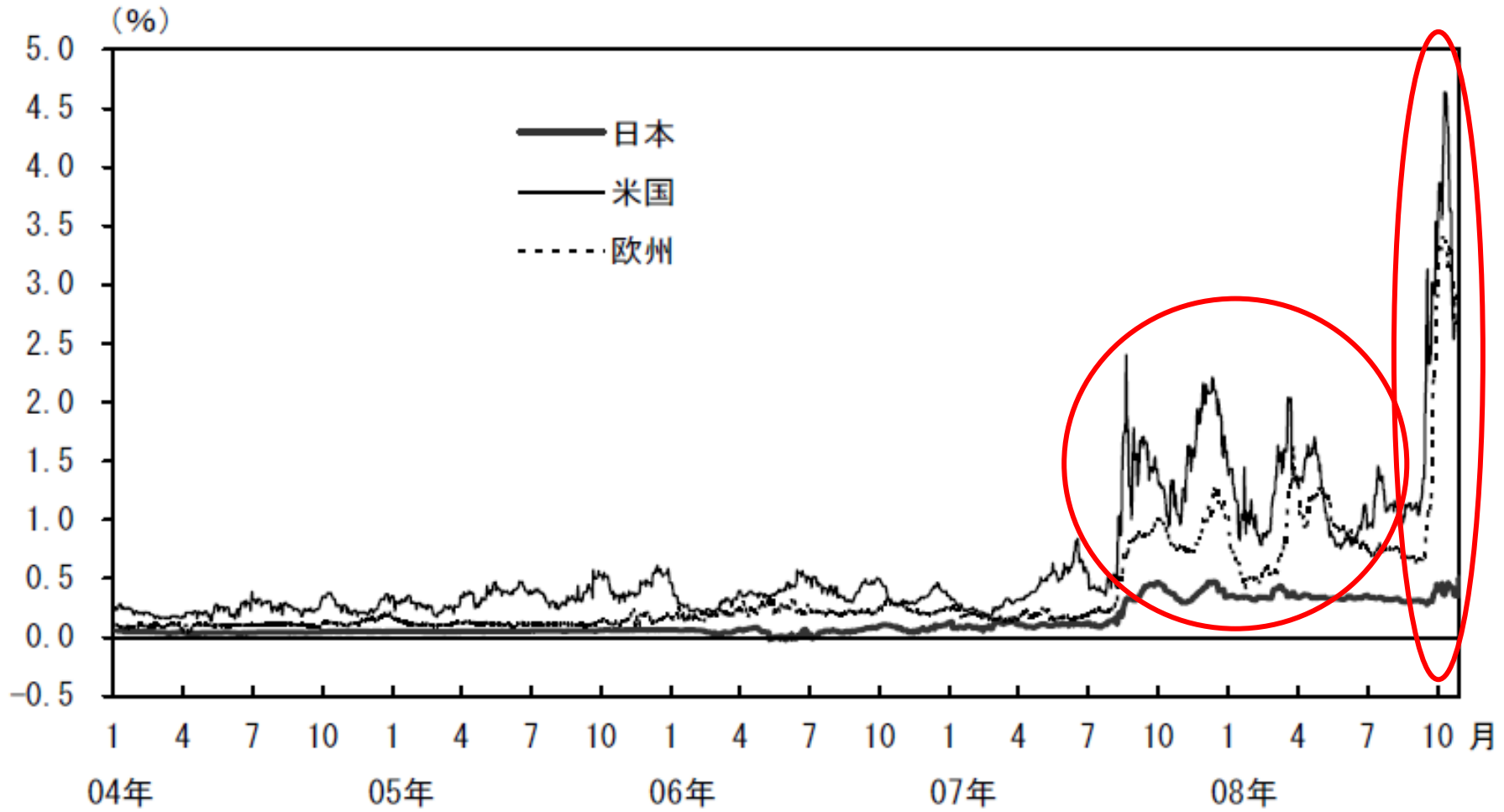
AMUの対外価値



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

AMUの対外価値

(1) 主要国のターム物の信用スプレッド (LIBOR-TB/FB、3か月物)



穏やかなドル高・アジア通貨安と ユーロの暴落

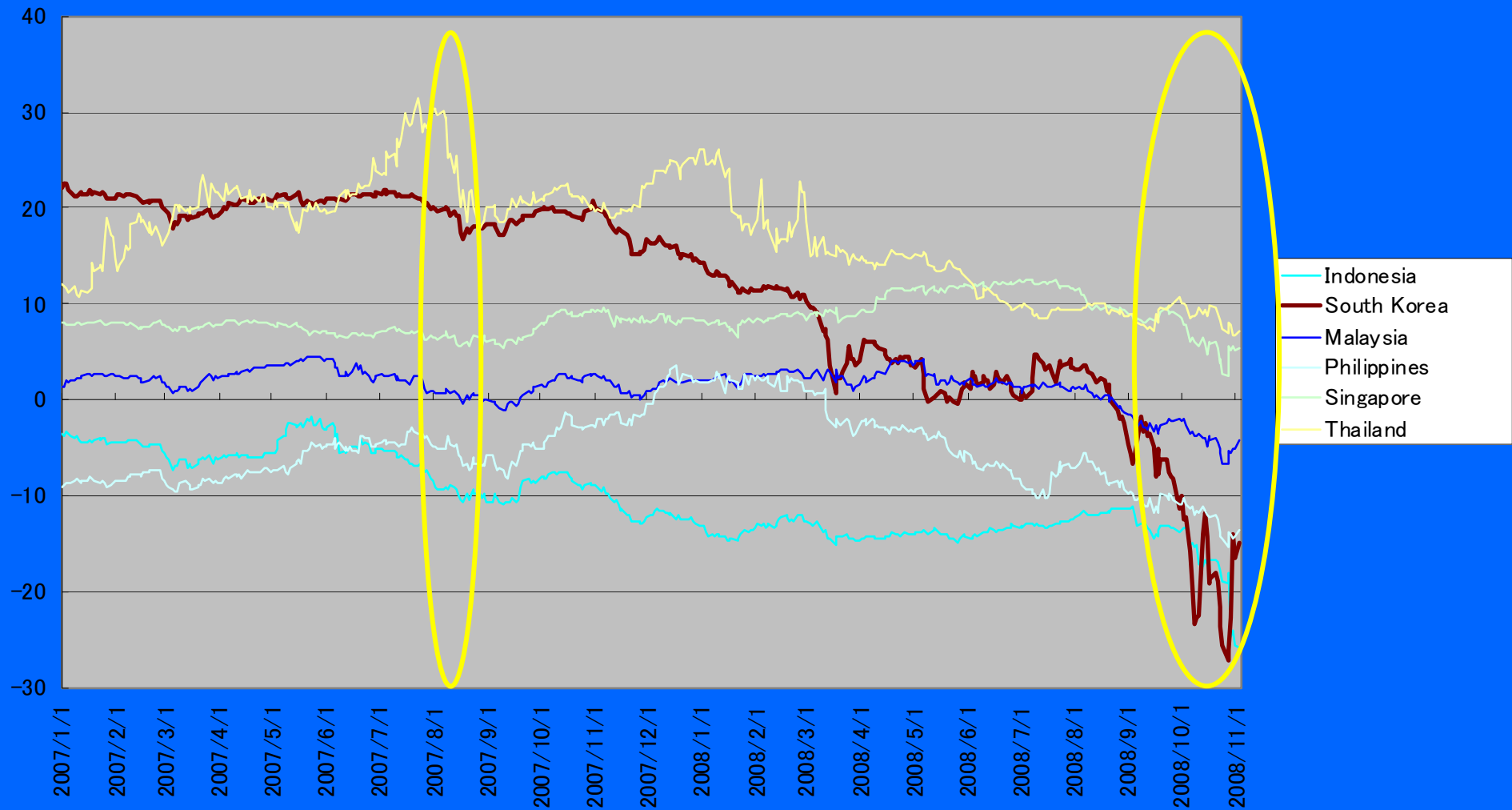
- リーマン・ブラザーズ・ショック(2008年9月)以降、穏やかなドル高と穏やかなアジア通貨安とユーロの暴落が発生。
- リーマン・ブラザーズ・ショックがインターバンク市場でカウンターパート・リスクを顕在化。
- 特に、サブプライム・ローン関連の証券化商品の損失によってバランスシートの悪化した欧州金融機関がドル資金を調達できない。
- ユーロ圏の域内取引はユーロが利用可能だが、域外取引にはドルが必要。

アジア各国通貨の非対称的反応

- アジア各国通貨のAMU乖離指標が非対称的反応を示している。
- 韓国ウォン: 2007年10月末の20%の過大評価から2008年10月末の27%の過小評価へ。この1年間にアジア通貨の中で、47%ポイントの減価。
- ASEAN5通貨も減価。
- 円: 2007年8月より乱高下しながら増価傾向。
- 人民元: 2008年3月より増価。
- 2007年8月: 多少の減価←サブプライム危機(円キャリートレードの手仕舞い)
- 2008年9月: 大きな減価←リーマン・ブラザーズ・ショック

減価通貨のAMU乖離指標

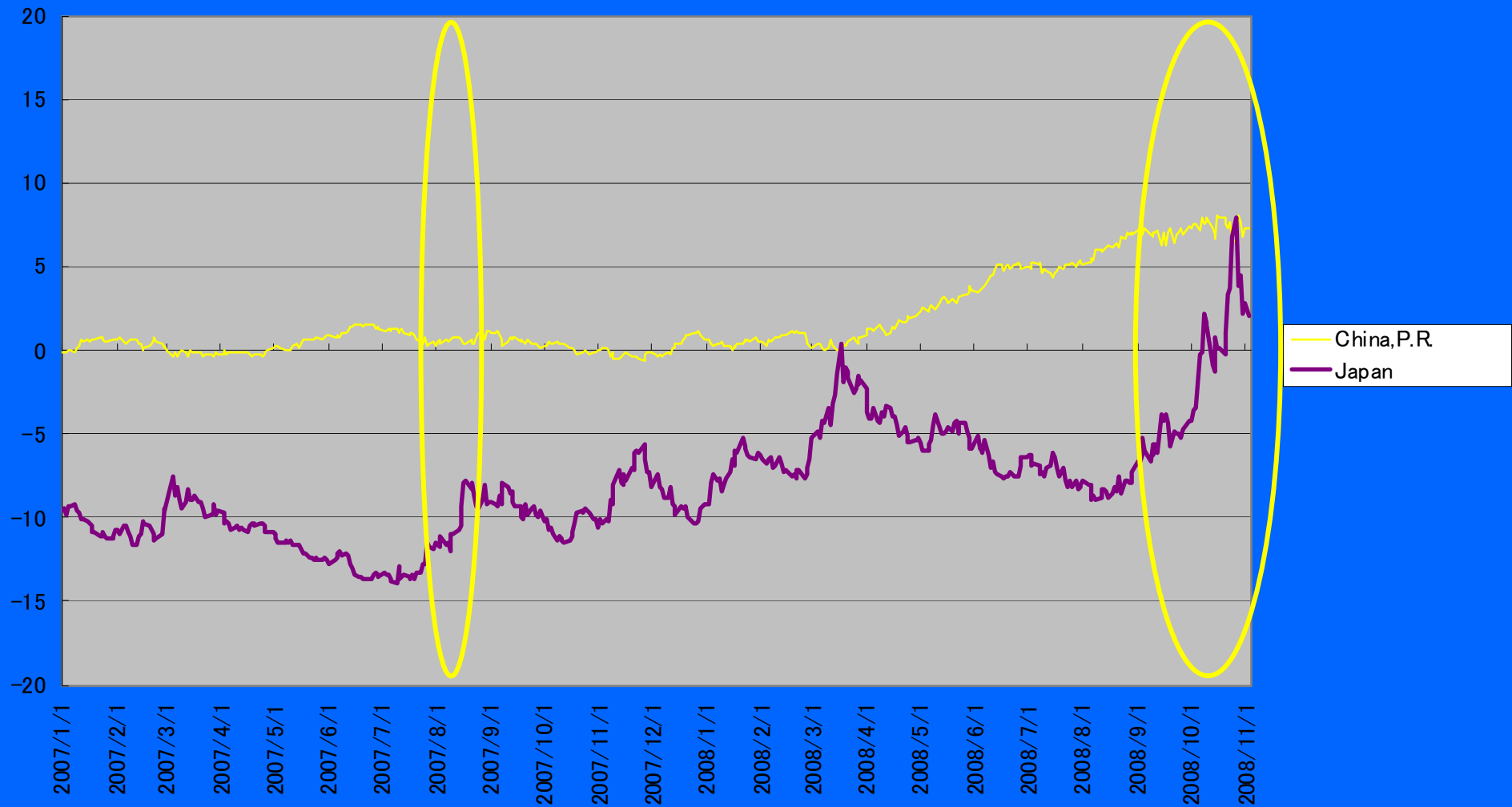
AMU乖離指標(名目)



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



増価通貨のAMU乖離指標



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



金融危機の国際通貨システムへの影響を最小限とするために

- 短期的には、ドルの信認失墜よりもドル流動性不足（インターバンク市場におけるドル資金取引の欠如）が深刻。⇒ユーロに対してドル高
- 長期的には、アメリカ政府の金融機関への資本注入が財政赤字を深刻化。⇒アメリカの経常収支赤字を拡大⇒ドルの全面安（但し、欧州も同様の状況にあり、依然として、ユーロ安が続く。）



- 麻生首相提案「ドル基軸通貨体制の維持」: NO !
- 短期的には、金融機関への資本注入によるバランスシート健全化とともに、中央銀行によるインターバンク市場へのドル資金の（無限の）供給

ドル供給オペレーションの導入・拡充の動き

07年12月12日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間で新たにスワップ協定を締結。各中央銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを導入。
08年3月11日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充。
08年5月2日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充。各中央銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを拡充。
08年7月30日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行との間でスワップ協定を拡充。欧州中央銀行、スイス国民銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを拡充。
08年9月18日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充するとともに、新たに日本銀行、イングランド銀行、カナダ銀行とスワップ協定を締結。各中央銀行は、スワップ協定を原資に、ドル供給オペを導入または拡充。
08年9月24日	米国連邦準備制度は、オーストラリア準備銀行、スウェーデン中央銀行、デンマーク国民銀行、ノルウェー銀行との間でスワップ協定を締結。
08年9月26日	米国連邦準備制度は、欧州中央銀行、スイス国民銀行との間でスワップ協定を拡充。欧州中央銀行、スイス国民銀行、イングランド銀行は、スワップ協定を原資に、ドル資金供給オペを拡充。
08年9月29日	米国連邦準備制度は、各中央銀行とのスワップ協定を大幅に拡充するとともに、スワップ協定の期間を、従来の09年1月末から09年4月末まで延長。
08年10月13日	欧州中央銀行、スイス国民銀行、イングランド銀行は、固定金利を提示して担保の範囲内で供給総額に制限を設けずにドル資金を供給するオペを導入。これに伴い、米国連邦準備制度は、これら中央銀行との間のスワップ協定の限度額を撤廃。日本銀行も、同様の措置の導入に向けて検討を行うと公表。
08年10月14日	日本銀行は、固定金利を提示して担保の範囲内で供給総額に制限を設けずにドル資金を供給するオペを導入。これに伴い、米国連邦準備制度は、日本銀行との間でスワップ協定の限度額を撤廃。
08年10月28日	米国連邦準備制度は、ニュージーランド準備銀行との間で新たにスワップ協定を締結。
08年10月29日	米国連邦準備制度は、ブラジル中央銀行、メキシコ中央銀行、韓国銀行、シンガポール通貨庁との間で新たにスワップ協定を締結。

日本銀行
『経済・物価情勢の動向』
2008年10月

金融危機のアジア経済への影響 を最小限とするために

- 通貨暴落の通貨危機に直面したアジアの国に対してチェンマイ・イニシアティブによる通貨スワップの実施の準備。【チェンマイ・イニシアティブの限界：総額830億ドル＋80%がIMFリンク。】
- アジアが世界経済のエンジンに。短期的には、財政刺激。長期的には、外需依存経済から内需依存経済へ。
- 長期的には、(少なくとも域内において)「ドル基軸通貨体制」からの脱却。域内取引の決済通貨がユーロである欧州においても深刻な影響。域内取引の決済通貨がドルに依存しているアジアにおいて、欧州と同じことが起こっていたら、欧州・ユーロ以上に深刻化したたろう。