

日米金利差拡大と東アジア域内為替相場の不安定化

信金中金月報掲載論文編集委員長

小川 英治

(一橋大学大学院 商学研究科教授)

米国連邦準備制度理事会（FRB）は、2014年10月に量的金融緩和政策をやめる一方、2015年12月16日から政策金利（FF金利）を引上げ始めた。2016年に1度、2017年に3度、そして2018年3月に0.25%ポイントずつ政策金利を引上げ、FF金利の目標値を1.5%～1.75%とした。さらに、FRBは2017年10月から金融政策正常化計画に則って資産圧縮を開始した。一方、欧州中央銀行（ECB）は2014年6月5日より、日本銀行は2016年1月29日よりマイナス金利を採用した。ECBは、2017年4月以降の量的金融緩和政策を縮小することを決定した一方、日本銀行は依然として金融緩和を続けるスタンスを取り続けている。このように、現時点では、日米欧の間で金融政策のスタンスは三者三様となり、とりわけ、日米欧の金利は異なる方向に進んでいる。

米国で金利が上昇すると、新興市場国から資金が米国に逆流して、新興市場国の金利や株価、そして為替相場に影響を及ぼすことが懸念されている。これらの経済変数にどのような影響を及ぼすかについて、「国際金融のトリレンマ」に基づいて類型化してみよう。

まず、「国際金融のトリレンマ」とは、3つの望ましい状況（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」）を同時達成することができないというものである。為替相場決定の基本的な考え方である金利平価式を使って、このことを説明する。自由な国際資本移動の下では金利裁定が働いている。自国の投資家が自国で資金運用・資金調達する場合の自国通貨建て金利と自国の投資家が外国で資金運用・資金調達する場合の予想リターン、すなわち、外国通貨建て金利＋予想為替相場変化率を比較して、金利裁定取引が行われる。リスク中立的な投資家を想定すれば、金利裁定取引の結果、両者は均等化する。すなわち、自国通貨建て金利＝外国通貨建て金利＋予想為替相場変化率となる。

この金利平価式に従えば、為替相場の安定は予想為替相場変化率がゼロであることを意味するので、自国通貨建て金利＝外国通貨建て金利、すなわち、自国通貨建て金利は為替相場を安定化する対象の外国通貨建て金利と等しくせざるを得ない。一方、自国通貨建て金利を外国通貨建て金利と異なる水準にすると、その外国通貨に対する自国通貨の為替相場の予想変化率がゼロとはならず、為替相場の安定を達成することができない。

日本のように自由な国際資本移動を前提とすると、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)はトレードオフにあり、どちらか一方しか選択することができない。すなわち、①「自由な国際資本移動」の下で、③「為替相場の安定」を実現するためには、米国金利引上げに追随する必要がある。一方、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。そして、もし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。

この国際金融のトリレンマの中で、米国の金利上昇に対して各国が「自由な国際資本移動」の下で「金融政策の自律性」と「為替相場の安定」のどちらを重視し、どのような金融政策対応を行うかに依存して、金利が変化するのか、あるいは、為替相場が変化するのかが決まる。Ogawa and Wang(2016)の実証分析の結果を見ると、日本は、米国の金利上昇に対して金利がそれほど反応しないものの、為替相場が反応することを示している。一方、韓国などの資本管理のないその他の東アジア諸国では、米国の金利上昇に対して金利が反応するものの、為替相場がそれほど反応しないことを示している。さらに、中国などのいくつかの資本管理のある国では、米国の金利上昇に対して金利も為替相場もそれほど反応しないことを示している。

これは、日本が「為替相場の安定」よりも「金融政策の自律性」を重視していること、韓国などのその他の東アジア諸国は「金融政策の自律性」よりも「為替相場の安定」を重視していること、そして、中国は、「金融政策の自律性」と「為替相場の安定」の両方を重視するために、資本規制を課して、「自由な国際資本移動」を放棄していることを意味する。

資本管理のない東アジア諸国のなかで、日本のように米国の金利上昇に対して金利があまり反応しない国と韓国のように米国の金利上昇に対して金利が反応する国が存在すると、米国の金利上昇によって、日本と韓国等の東アジア諸国との間で金利差が広がることを意味する。この拡大した金利差に反応して、投機家がキャリートレードを行い、金利の相対的に低い日本円で資金調達し、それを日本円から韓国ウォンなどのその他の東アジア諸国通貨に外国為替市場で交換し、金利の相対的に高い韓国ウォンなどに資金運用する。これは、外国為替市場で日本円売り・その他の東アジア諸国通貨買いの取引が増大することによって、日本円とその他の東アジア諸国通貨の為替相場が変化することになる。

このように、米国で金利が上昇すると、東アジアの新興市場国から資金が米国に逆流することに加えて、東アジア諸国間の米国金利上昇に対する政策対応の相違から東アジア域内為替相場が不安定化することが懸念される。

〈参考文献〉

Ogawa, E., and Z. Wang (2016), "Effects of Quantitative Easing Monetary Policy Exit Strategy on East Asian Currencies," *The Developing Economies*, 54, no. 1, 103-129.