

1 ページ～21 ページ 高阪 章 教授 講演資料
22 ページ～38 ページ 小川英治 教授 講演資料

(高阪章教授 講演資料)



Osaka School of
International Public Policy

関西社会経済研究所講演会

マクロ金融リンケージと アジア太平洋の対外調整

高阪 章
大阪大学大学院国際公共政策研究科

2009年3月10日

1



Osaka School of
International Public Policy

目次

1. 金融リンケージと対外調整
グローバル・インバランス、金融リンケージ
2. グローバル金融危機
米国発の金融危機、投資銀行モデルの破綻、「証券化」、古くて新しい金融危機メカニズム
3. 実体経済への影響
資産市場バブル崩壊の歴史、日本のバブル崩壊、米国家計の雲行き
4. グローバル危機はインバランスを解消するか？
5. ポストBW体制の終焉？

2

1. 金融リンケージと対外調整

「グローバルインバランス(経常収支不均衡)」

その背後に、金融リンケージの深化(金融統合化)

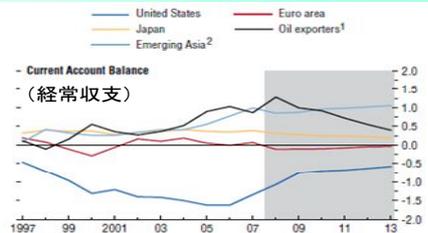
対外調整(インバランス解消)が必要か

1. 1. グローバル・インバランス (対世界GDP比率)

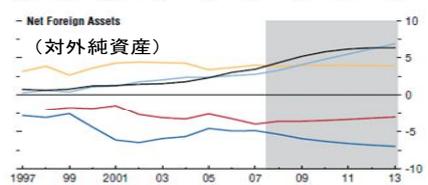
- Global Imbalances
(absolute sum of current account balances in percent of world GDP)
(各国経常収支の絶対値の和)



- Current Account Balance
(経常収支)



- Net Foreign Assets
(対外純資産)



問題の所在

グローバル・インバランス：米国の対外収支赤字と
アジア・産油国の黒字

米国の過剰消費か、アジアの過剰貯蓄か

インバランスは続けられるのか、続けられないとす
れば何が起こるのか

5

問題の見方：内外マクロ経済バランス

$$C(\text{民間消費}) + G(\text{政府支出}) + I(\text{総投資}) + NX(\text{純輸出}) \\ = Y(\text{GDP})$$

$$S(\text{総貯蓄}) = Y + NFIA(\text{海外純要素所得}) - (C + G)$$

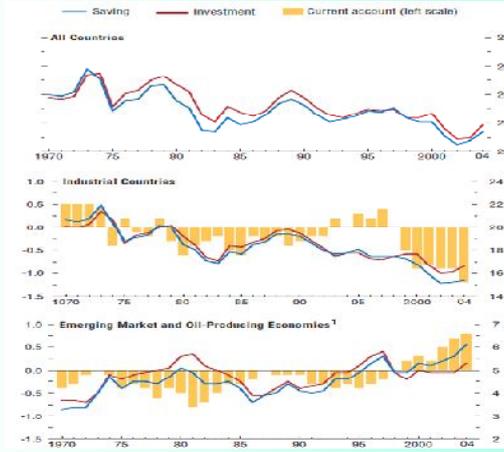
$$\text{経常収支} = \text{財サービス収支}(=NX) + \text{所得収支}(=NFIA) \\ = S - I = \Delta NAF(\text{対外純資産増})$$

$$\text{金融収支} = \text{直接投資} + \text{ポートフォリオ投資} + \text{その他投資}$$

$$\text{経常収支} + \text{金融収支} = \text{総合収支} = \text{外貨準備増}$$

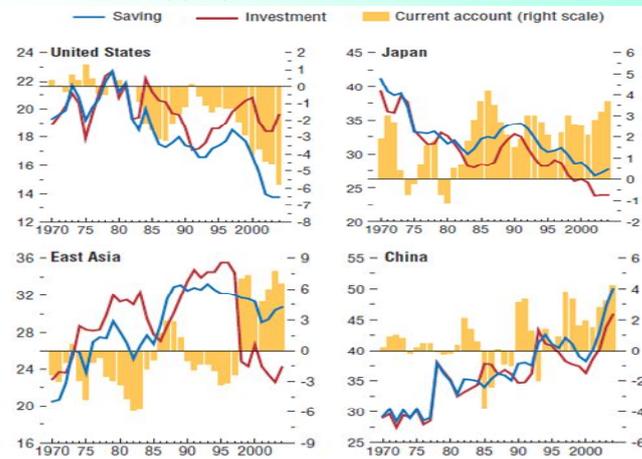
6

世界の貯蓄・投資・経常収支 (右軸: 貯蓄・投資、左軸: 経常収支、対GDP比率)



7

貯蓄・投資・経常収支: 米国・日本・東アジア・中国 (左軸: 貯蓄・投資、右軸: 経常収支、対GDP比率)



8

症状と多様な診断

症状：過小投資による低金利

診断1：金融統合化で対外インバランスは維持可能。対外調整は貯蓄・投資行動の自律的な変化のみによって起こる。

診断2：自律的貯蓄・投資の変化で円滑な調整が起こるか疑問。急激で大幅な為替調整によるマクロ調整コストは大きい。

9

1. 2. グローバル金融統合 (対外資産・債務/GDP、Lane[2007])

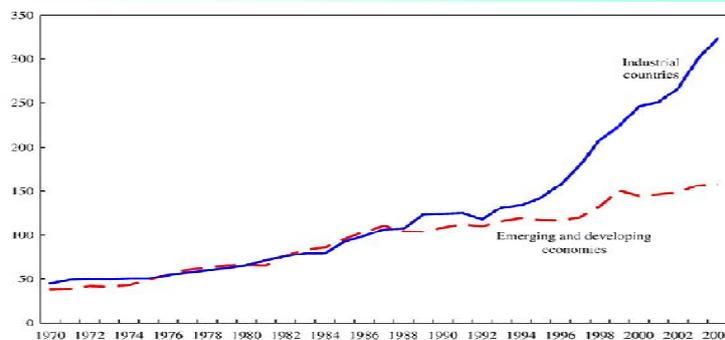


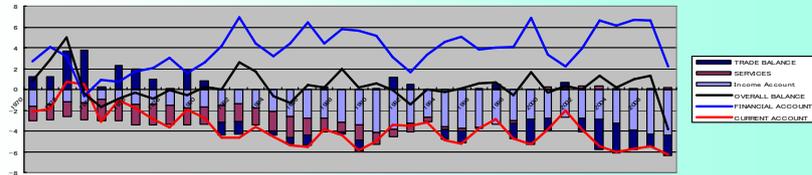
Fig. 3. International financial integration, 1970–2004. Note: Ratio of sum of foreign assets and liabilities to GDP, 1970–2004.

10

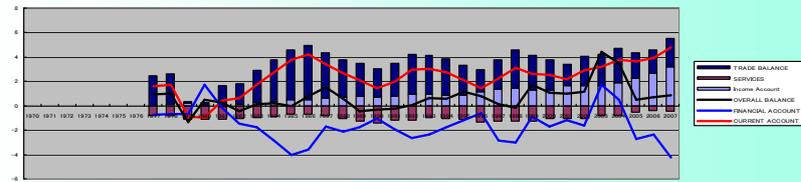
金融リンケージと経常収支構造

経常収支 = 貿易収支 + サービス収支 + 所得収支

AUSTRALIA



JAPAN

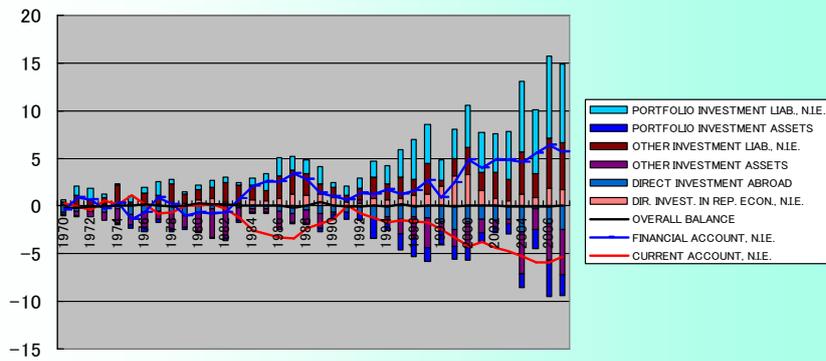


11

金融リンケージと金融収支構造

金融収支 = 直接投資 + ポートフォリオ投資 + その他投資

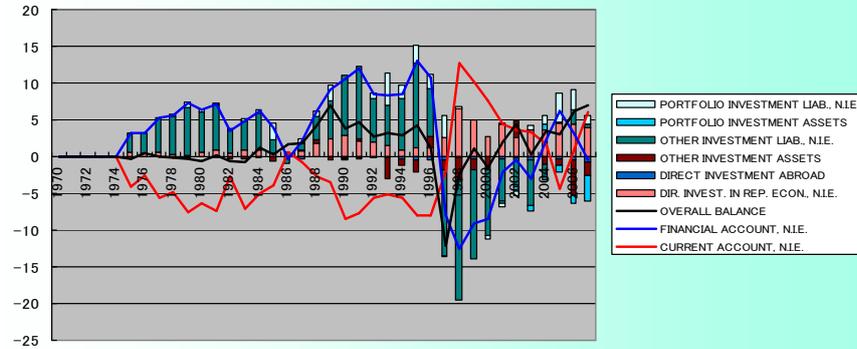
Components of Financial Account: United States
(% of GDP)



12

金融リンケージと金融収支構造

Components of Financial Account: Thailand
(% of GDP)



13

1. 3. 政策処方箋

診断2: 自律的な調整はコストが大きい。従って、各国の政策協調が不可欠。米国は財政再建。日欧は景気刺激策。東アジアも景気刺激策。加えて、為替調整は調整コストを小さくする。

需要管理は有効か。為替調整は可能か、また、有効か。

東アジアは金融危機に懲りており、日本の回復はまだ脆弱。中国の人民元切り上げはインバランス回復に有効か。欧州は？

グローバル金融危機: ドル暴落ではなく、国内資産市場バブル崩壊で始まった。国内要因か対外要因か??

14

2. グローバル金融危機

米国発金融危機がグローバル金融リンケージを通じてグローバル危機に

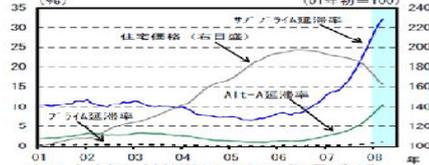
金融危機は貯蓄と投資にどのような影響を与えるのか

实体经济へのインパクトはどのようなものか(3節)

金融危機はインバランスを解消するのか(4節)

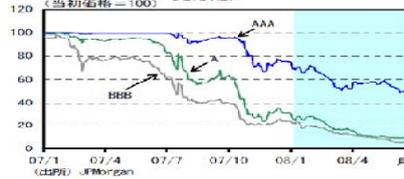
2. 1. 米国発の金融危機 証券化商品・再証券化商品の崩壊

(図表 I-1-1) 米国の住宅ローン延滞率と住宅価格 (01年初=100)



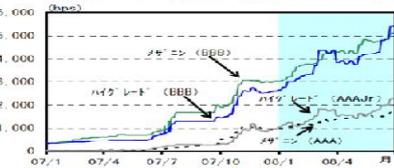
(注) 1. 延滞率は、延滞期間 90 日以上の実勢・満期金利型ローンが対象。
2. 住宅価格は S&P/Case-Shiller 指数 (10 大都市)。
(出所) S&P, Credit Suisse

(図表 I-1-2) サブプライム RMBS 価格指数 (ADK, IIC) (当初価格=100)



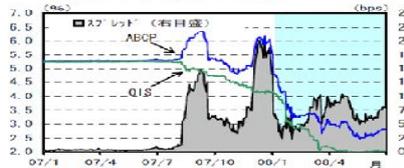
(出所) JPMorgan

(図表 I-1-3) 米国 CDO の対 LIBOR スプレッド



(注) 07/10 月以降のスプレッドは JP モルガンの推計値。
(出所) JPMorgan

(図表 I-1-4) 米国 ABCP の対 OIS スプレッド



(注) 期間 1 か月。
(出所) Bloomberg

サブプライム・ローン

非優良抵当融資：証券化によるリスク分散

住宅市場は2005年末から下降局面、2006年にはサブプライムの破綻増、同年末から住宅価格急落

規制の遅れと失敗

17

米国発の金融危機

緩い貸出基準が引き起こした住宅市場バブルとサブプライム・ローンの破綻

同種の「証券化」による複雑な金融商品、主要金融機関の過剰借入、不十分な規制

短期収益を促す報奨金制度により過剰なリスク負担行動

バブル崩壊による関係主体の財務状況懸念から信用収縮・流動性不足、さらに、支払い能力危機に発展

18

2. 2. 投資銀行モデルの破綻

各投資銀行の総資産・自己資本比率

(単位:百万ドル)	Goldman Sachs (GS)		Morgan Stanley (MS)		Merrill Lynch (ML)		Lehman Brothers (LH)	
	総資産	自己資本比率	総資産	自己資本比率	総資産	自己資本比率	総資産	自己資本比率
1998年度	217,380	4.7%	317,590	4.9%	299,804	4.3%	153,890	3.5%
1999年度	250,491	4.1%	366,967	4.9%	309,850	5.1%	192,244	3.6%
2000年度	289,760	5.7%	426,794	4.6%	407,200	5.2%	224,720	3.8%
2001年度	312,218	5.8%	482,628	4.6%	419,419	5.4%	247,816	3.7%
2002年度	355,574	5.3%	529,499	4.4%	447,928	5.7%	260,336	3.7%
2003年度	403,799	5.4%	602,843	4.6%	496,143	5.8%	312,061	4.6%
2004年度	531,379	4.7%	747,334	3.8%	628,098	5.0%	357,168	4.2%
2005年度	706,804	4.0%	898,523	3.3%	681,015	5.2%	410,063	4.1%
2006年度	838,201	4.3%	1,121,192	3.2%	841,299	4.6%	503,545	3.8%
2007年度	1,119,796	3.8%	1,045,409	3.0%	1,020,050	3.1%	691,063	3.3%

Goldman Sachsの純収入内訳(単位:百万ドル)

	2000年度		2007年度	
投資銀行部門	5,371	34.7%	7,555	16.4%
トレーディング部門及び自己投資部門	5,527	35.7%	31,226	67.9%
資産運用部門及び証券サービス部門	4,592	29.6%	7,206	15.7%
Total	15,490	100.0%	45,987	100.0%

19

ビジネスモデルの破綻と再生

伝統的投資銀行業務: 相談、引き受けなどによる手数料ビジネス

新たなビジネスモデル: ヘッジファンド化した機関投資家に融資(90年代)、またITバブル後、自己勘定で投資(2000年代)

銀行業と証券業の見直し、投資銀行にも銀行規制

機能分化: 預金、引き受け、個人金融、機関投資家など

20

2. 3. 「証券化」と金融危機

90年代日本: 商業銀行が不良資産を抱え、信用リスクを負担。決済システムが機能不全化。銀行救済が解決策。

2000年ITバブル崩壊: IT関連株、債券が不良資産化。分散された投資家がリスク負担。決済システムへの影響なし。証券化のメリット?

今回の米国金融危機: 投資銀行が信用リスク負担。狭義の決済システムへの影響は軽微だが、広義の間接金融システムが機能不全。証券化によるリスク分散は機関投資家を含む市場全体に及び、資本市場全体が機能不全。

21

古くて新しい金融危機のメカニズム

平穏が続くと、リスク認識は低下。群衆行動がそれに拍車。

良好なファンダメンタルと低金利(2003-2007年)で、リスク評価緩み、過度のリスク負担

リスク移転技術などの革新により、組成販売型originate and distribute金融仲介モデルが流行

プラス・スパイラル: リスク投資→資産価格上昇→増益→資本強化→新たなリスク投資→

金融危機は稀だが、一旦発生すると金融システム・実体経済に深い影響

ブーム崩壊時には、情報非対称性・ミスマッチが顕在化して、混乱を増幅

22

3. 実体経済への影響？

資産価格崩壊のマクロ経済効果

金融グローバル化の巻き戻し効果

悪夢のハードランディング・シナリオ？

23

3. 1. 資産市場バブル崩壊の歴史

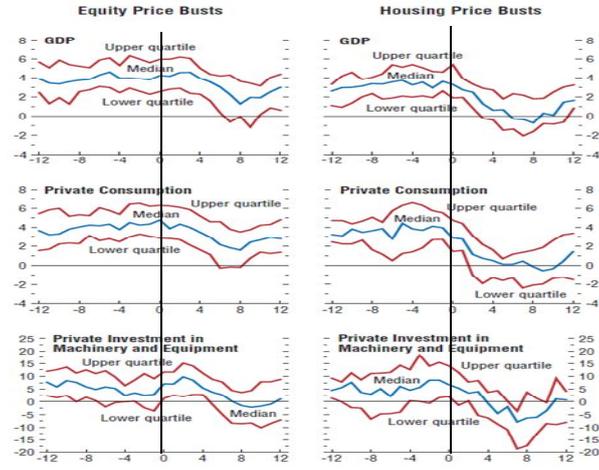
株式市場バブル崩壊：1959-2002年19カ国につき、52件

住宅市場バブル崩壊：1970-2002年15カ国につき、20件
(件数シェア)



24

バブル崩壊前後のマクロ経済変動パターン



25

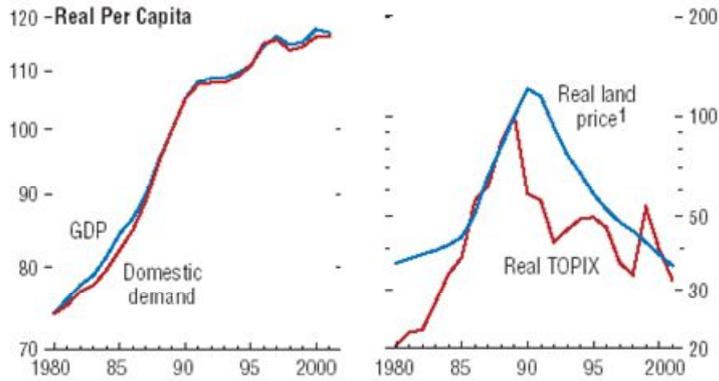
株価・住宅価格低下の持続性

Table 2.1. Equity and Housing Price Bear Markets in Industrial Countries
(Median over all episodes)

	Real Equity Prices		Real Housing Prices	
	Contraction ¹ (percent)	Duration ² (quarters)	Contraction ¹ (percent)	Duration ² (quarters)
Bear markets ³	-24.4	5	-5.7	5
Busts ⁴	-45.5	10	-27.3	16
1960s	-40.5	11	—	—
1970s	-49.5	10	-27.3	19
1980s	-47.6	10	-28.5	16
1973 ⁵	-60.1	10	—	—
2000 ⁶	-43.6	10	—	—

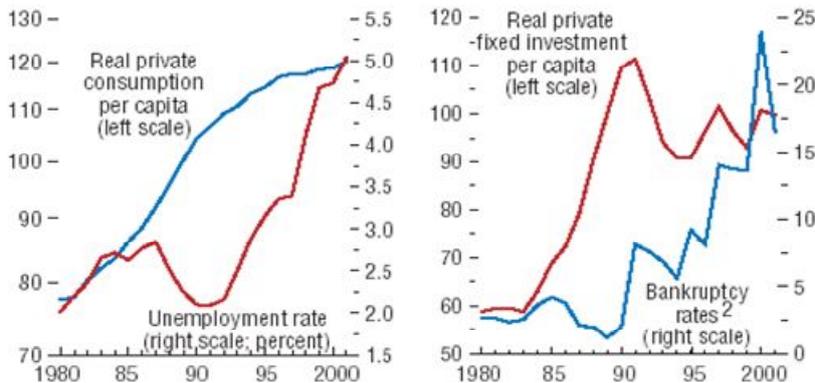
26

3. 2. 日本のバブル崩壊(1)



27

日本のバブル崩壊(2)



28

3. 3. 米国家計の雲行き

2008年9月までは小幅の景気後退予測：純輸出と財政刺激、ドル安で1.5%成長？

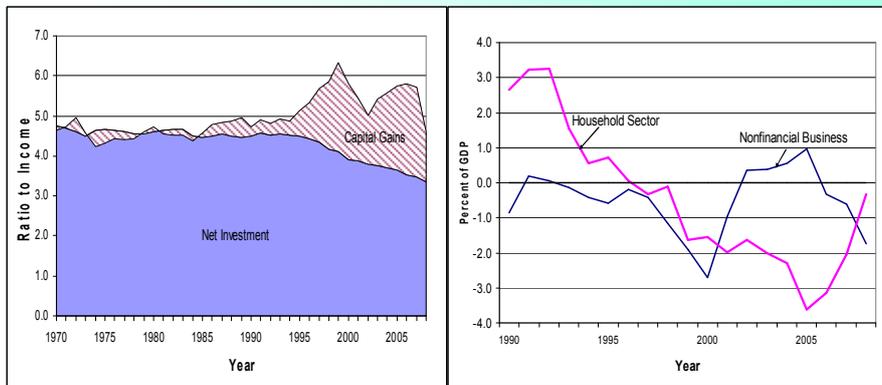
リーマン破綻以後、信用破綻、資産減却により、消費はマイナス成長へ

資金調達：I(投資) + ΔA(金融資産増) = S(貯蓄) + ΔL(金融債務増)

バランスシート：K(実物資産) + A(金融資産) = NW(正味資産) + L(金融債務)

29

米国家計の資産・所得比率と貯蓄・投資バランス(対GDP比率)



30

部門別貯蓄・投資バランス：米国

家計・企業間の貯蓄・投資バランスの変容

家計部門は低貯蓄・高投資で赤字化、他方、企業部門は高貯蓄（留保利潤）で黒字化

危機で予想される大幅バランス修正（資産効果、バランスシート効果）

31

3. 4. 正夢となったハードランディング

Figure 1. GDP Growth (Percent change)

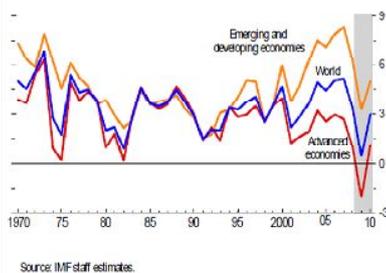


Table 1.1. Overview of the World Economic Outlook Projections

(Percent change, unless otherwise noted)

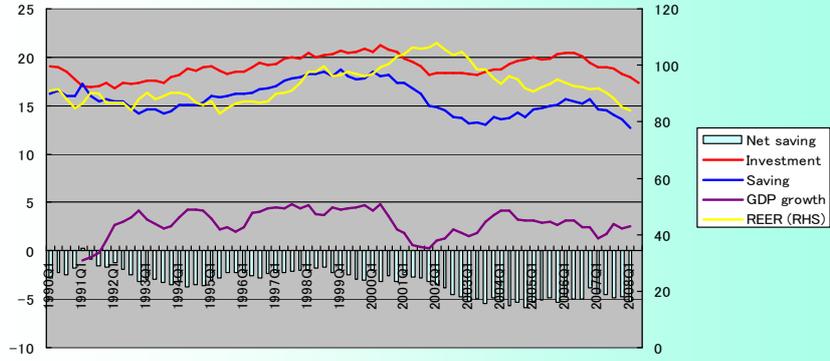
	Year over Year					
			Projections		Difference from November 2008 WEO Projections	
	2007	2008	2009	2010	2009	2010
World output ¹	5.2	3.4	0.5	3.0	-1.7	-0.8
Advanced economies	2.7	1.0	-2.0	1.1	-1.7	-0.5
United States	2.0	1.1	-1.6	1.6	-0.9	0.1
Euro area	1.6	1.0	-2.0	0.2	-1.5	-0.7
Germany	1.5	1.3	-2.5	0.1	-1.7	-0.4
France	1.2	0.8	-1.9	0.7	-1.4	-0.8
Italy	1.5	-0.6	-2.1	-0.1	-1.5	-0.1
Spain	3.7	1.2	-1.7	-0.1	-1.0	-0.9
Japan	2.4	-0.3	-2.6	0.6	-2.4	-0.5
United Kingdom	3.0	0.7	-2.8	0.2	-1.5	-0.9
Canada	2.7	0.6	-1.2	1.6	-1.5	-1.4
Other advanced economies	4.6	1.9	-2.4	2.2	-3.9	-1.0
Newly industrialized Asian economies	5.6	2.1	-3.9	3.1	-6.0	-1.1

(IMF, World Economic Outlook UPDATE, January 2009)

32

4. 危機はインバランスを解消するか？

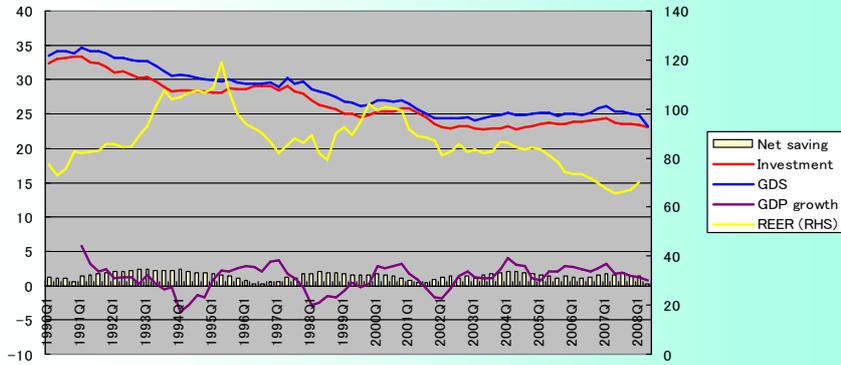
United States



33

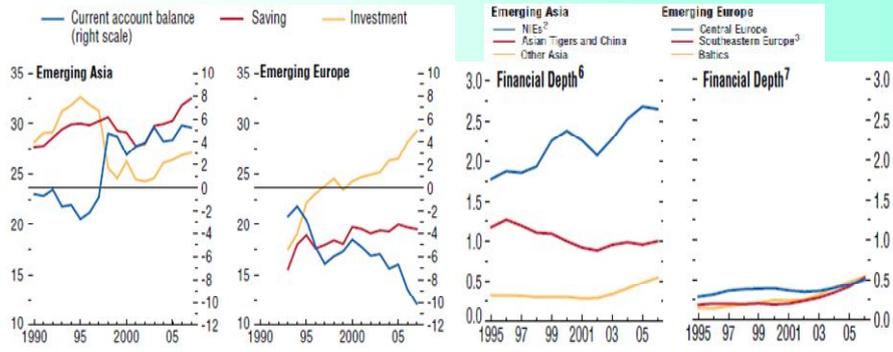
危機はインバランスを解消するか

Japan



34

新興市場の経常収支と金融発展： 東アジアと欧州



35

危機はインバランスを解消するか

貯蓄・投資：金融危機で公的貯蓄と民間投資の低下の相対的大きさに依存？ 米国の場合、インバランス縮小幅は限定的？ 日本の場合、民間消費低下次第？

金融フロー：「質（低リスク）への逃避」がどの通貨に向かうかが為替レートを定める。ただし、為替変化による対外調整は限定的？

東アジアの新興市場に資本フロー逆転は起こりそうにないが、拡大EU周辺国に起こる可能性大。

いずれにせよ、インバランス自体の動向ではなく、世界危機における産出低下を最小限にすることが重要。

36

5. ポスト・ブレトンウッズ(BW)体制 の終焉？

米国ドルの凋落？

グローバル金融フローの再編成？

究極の「デカップリング」はあるのか？

37

非対称な対外資産収益率：米国

1952-73年

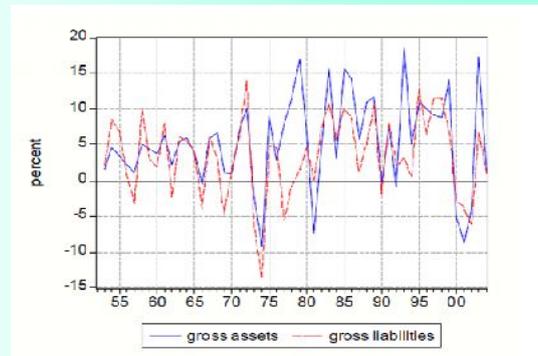
対外資産 4.04%

対外債務 3.78

1973-2004年

対外資産 6.82%

対外債務 3.50

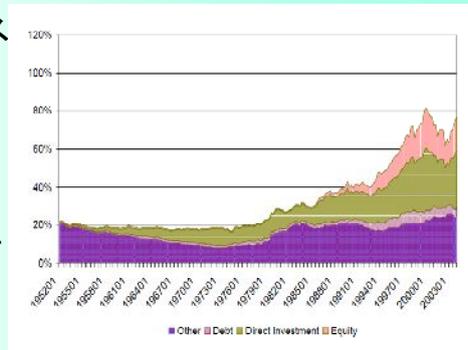


38

米国の対外資産(グロス)

株式、直接投資などリスク資産が過半をしめるに至った

しかも、株式、債券、流動資産の各収益率に内外格差

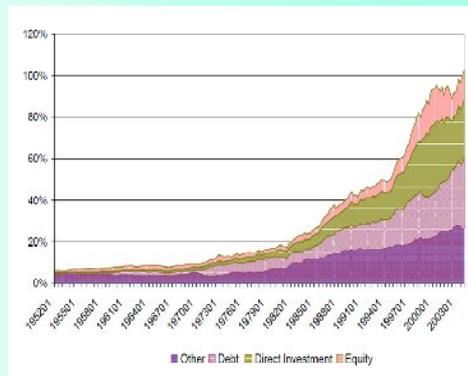


39

米国の対外債務

株式・直接投資が増加したほか、債券・その他流動資産も一定のシェア

対外資産に比べて流動資産が多い

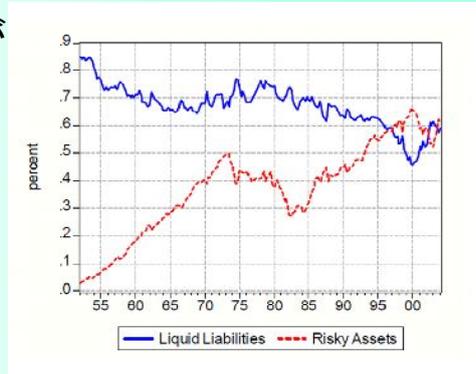


40

世界の「銀行」から 「ベンチャーキャピタル」へ

対外債務は流動債務が
多く、資産はリスク資
産が急増

米国は、世界の銀行と
いうよりは、ベン
チャーキャピタル化し
ていた



(小川教授 講演資料)



MBA
Hitotsubashi MBA Program
Keio University

グローバル・インバランスと国際通貨体制

一橋大学大学院商学研究科
小川英治

1



MBA
Hitotsubashi MBA Program
Keio University

Contents

- グローバル・インバランスから世界金融危機へ
- 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
- 世界金融危機と通貨問題
- 基軸通貨体制問題

2 - 22 -



グローバル・インバランスから世界金融危機

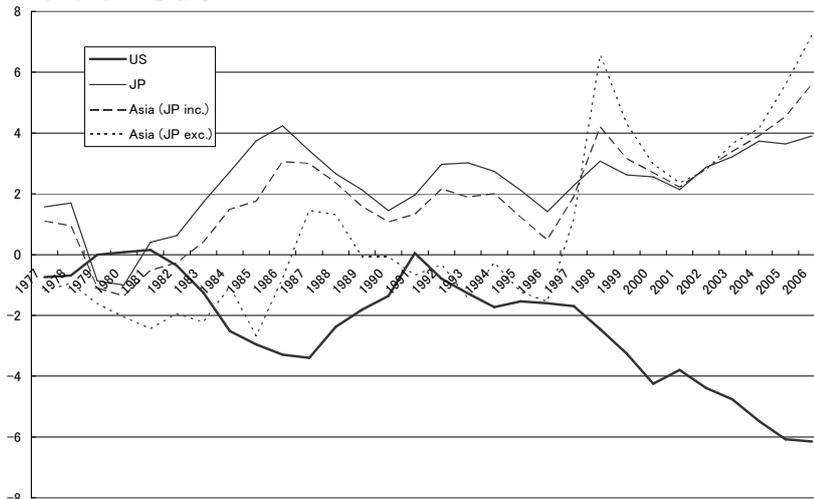
- グローバル・インバランス(世界的な経常収支不均衡)
 - (1) アメリカの経常収支赤字(←ITブームの中の設備投資、財政赤字、住宅投資(その後、サブプライム問題に発展))
 - (2) 日本、中国、東アジアの経常収支黒字(←過剰貯蓄(Bernanke(2005)))
 - (3) 原油産油諸国の経常収支黒字(←原油高、ソブリン・ウェルス・ファンド(SWF))【オイルマネー⇒ロンドン・シティ⇒アメリカ】

3

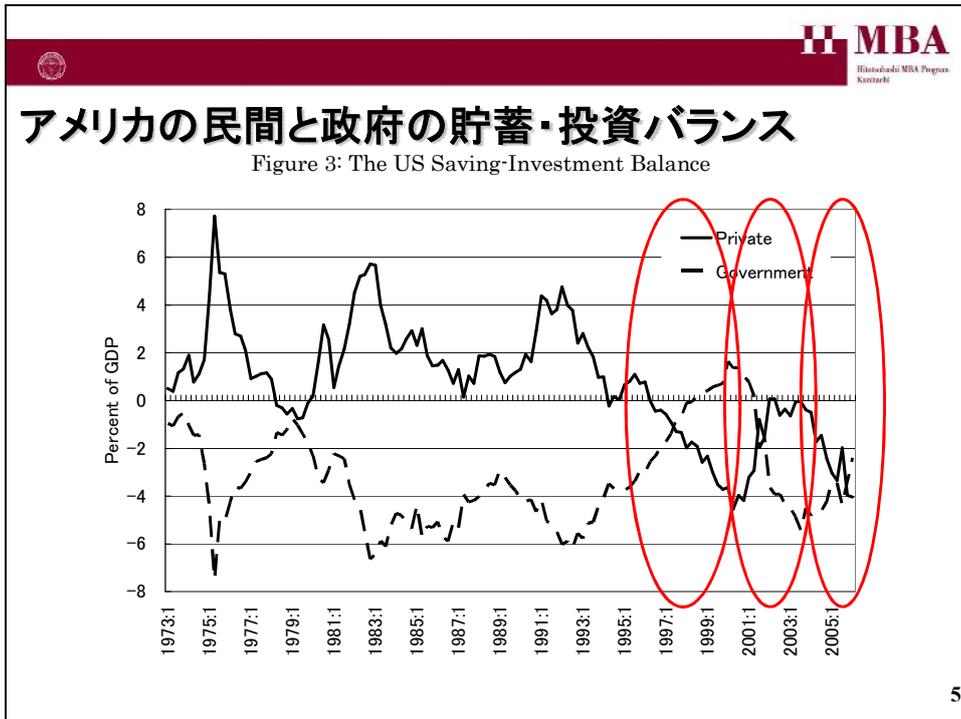


アメリカと日本と東アジア(ASEAN5+3)の経常収支不均衡

Current Account / GDP



4



H MBA
Hitotsubashi MBA Program
Kunitzchi

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？(VARモデル(Ogawa and Iwatsubo (2008))による。サンプル
期間: 1991Q1 to 2006Q4)

Country/region	Japan		East Asia excluding Japan		East Asia including Japan
	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%

6



【参考】VARモデル

- 日本
 - (1) 4変数VARモデル (Model J1): 円の実質実効為替相場、日本の経常収支(対GDP)、日本の実質利子率、日本のGDP成長率。
 - (2) 4変数VARモデル (Model J2): 円の実質実効為替相場、日本の経常収支(対GDP)、日本の国内投資に占める対外直接投資の比率、日本の経常収支に占める所得収支の比率。
- 東アジア(日本を除く)
 - (1) 4変数VARモデル(Model EA1): 東アジア通貨の実質実効為替相場、東アジアの経常収支(対GDP)、東アジアの実質利子率、東アジアのGDP成長率。
 - (2) 4変数VARモデル(Model EA2): 東アジア通貨の実質実効為替相場、東アジアの経常収支(対GDP)、東アジアの国内投資に占める対内直接投資の比率、東アジアの経常収支に占める所得収支の比率。
- 東アジア(日本を含む)
 - (1) 4変数VARモデル(Model EA3): 東アジア通貨の実質実効為替相場、東アジアの経常収支(対GDP)、東アジアの実質利子率、東アジアのGDP成長率。

7



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。

8



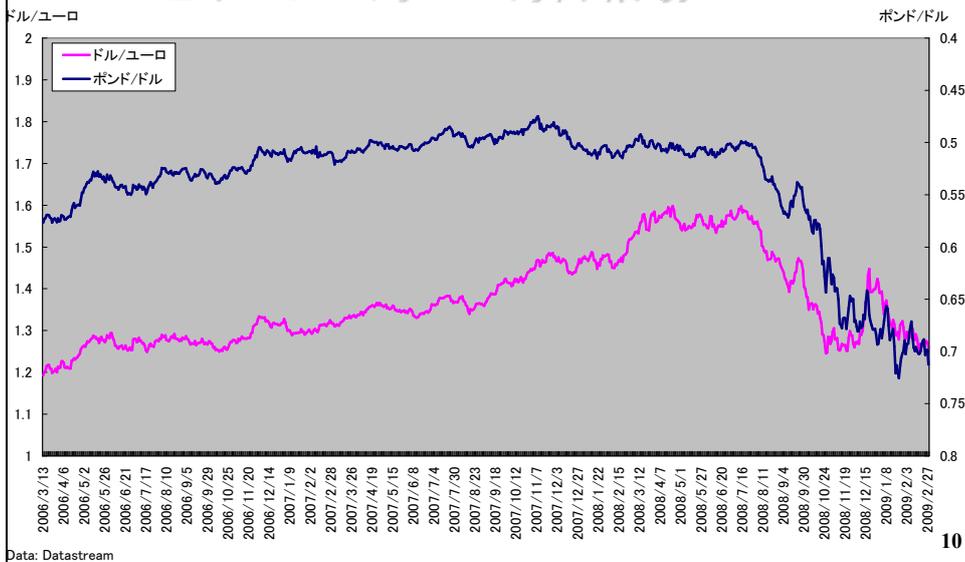
穏やかなドル高とユーロの暴落

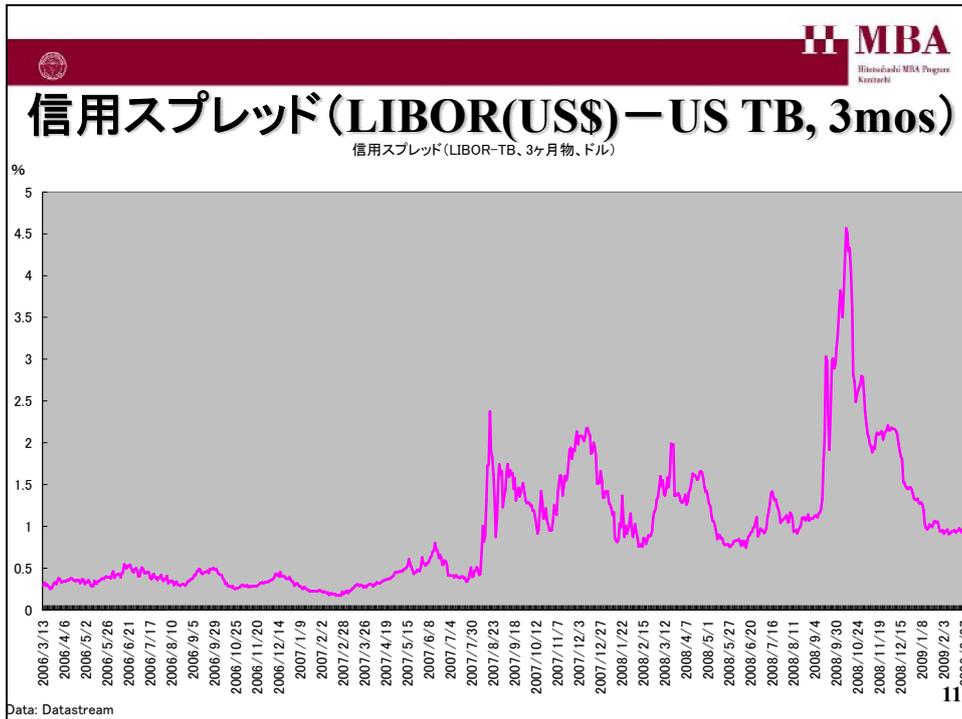
- リーマン・ブラザーズ・ショック(2008年9月)以降、穏やかなドル高とユーロの暴落。
- リーマン・ブラザーズ・ショックがインターバンク市場でカウンターパーティ・リスクを顕在化。
- 特に、サブプライム・ローン関連の証券化商品の損失によってバランスシートの悪化した欧州金融機関がドル資金を調達できない。
- ユーロ圏の域内取引はユーロが利用可能だが、域外取引にはドルが必要。

9



ユーロとポンドの対ドル為替相場





H MBA
Hitotsubashi MBA Program
Kunitachi

アジア通貨の反応

- 一橋大学グローバル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

12

【参考】AMUの東アジア通貨のシェアとウエイト

ト

表2. 東アジア通貨のAMUシェアとAMUウエイト

(2008年9月更新****、ベンチマーク期間=2000/2001)

	貿易額シェア* %	購買力平価で測ったGDPシェア**,%	算術平均シェア,% (a)	ベンチマーク為替レート*** (b)	AMU ウエイト (a)/(b)
Brunei	0.33	0.14	0.24	0.589114	0.0040
Cambodia	0.10	0.16	0.13	0.000270	4.8148
China	25.32	43.18	34.25	0.125109	2.7376
Indonesia	5.10	5.70	5.40	0.000113	477.8761
Japan	24.21	31.19	27.70	0.009065	30.5571
South Korea	12.90	8.30	10.60	0.000859	123.3993
Laos	0.09	0.08	0.09	0.000136	6.2500
Malaysia	7.63	2.42	5.03	0.272534	0.1844
Myanmar	0.32	0.31	0.32	0.159215	0.0198
Philippines	2.53	2.02	2.28	0.021903	1.0387
Singapore	12.79	1.46	7.13	0.589160	0.1209
Thailand	6.54	3.59	5.07	0.024543	2.0637
Vietnam	2.14	1.44	1.79	0.000072	248.6111

*: 貿易額はDOTS(IMF)における2004年、2005年、2006年の輸出・輸入のドル換算合計額の平均値。

**：購買力平価で測ったGDPは、世界銀行の「World Development Report」における2004年、2005年、2006年の平均値。

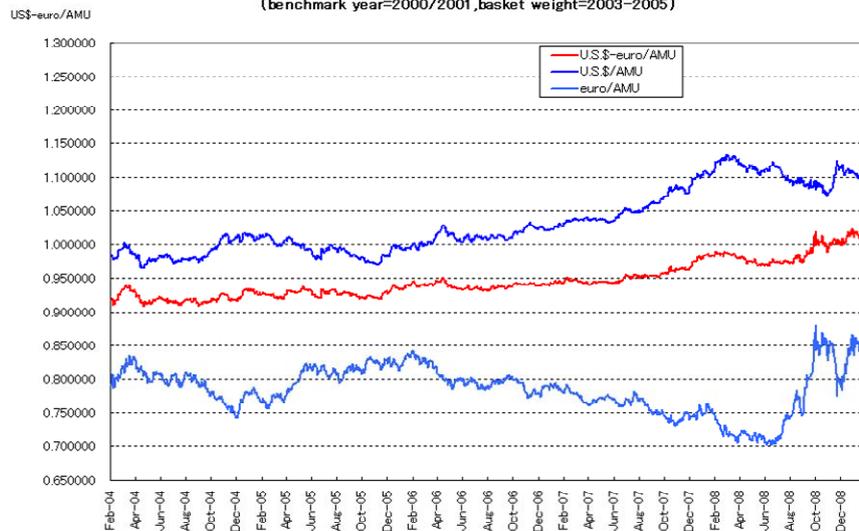
***：ベンチマーク為替レート(米ドル・ユーロ/通貨)は、2000年と2001年における米ドル・ユーロに対する日次為替レートの平均値。

****：AMUシェアおよびウエイトは2008年9月に更新された第4バージョンである。

13

AMUの対外価値

Figure 1. AMU in terms of the US\$-euro
(benchmark year=2000/2001, basket weight=2003-2005)



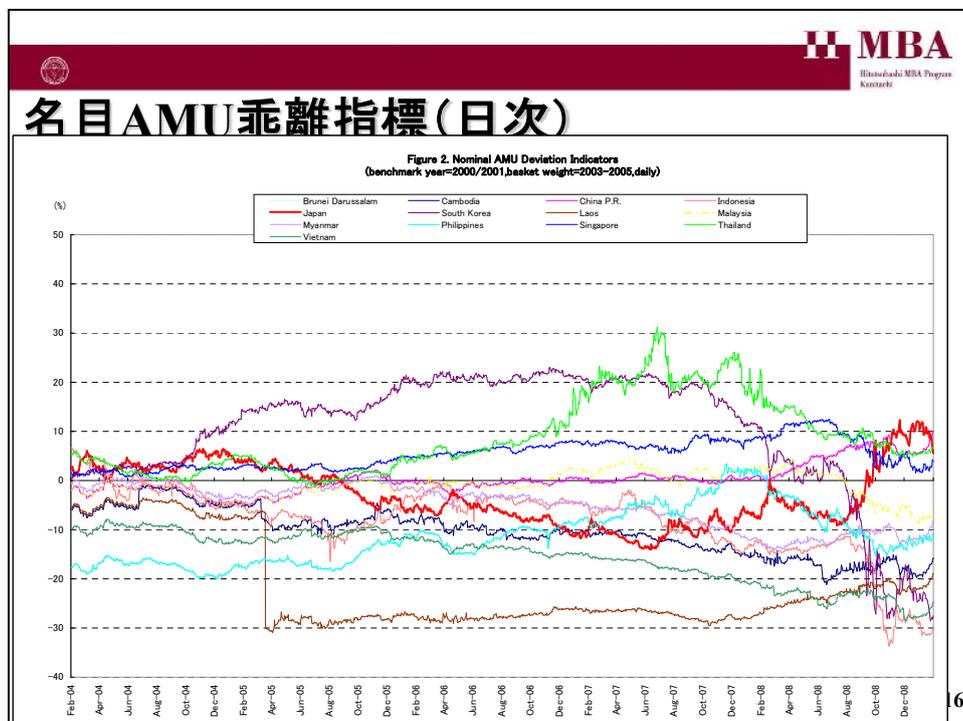
14

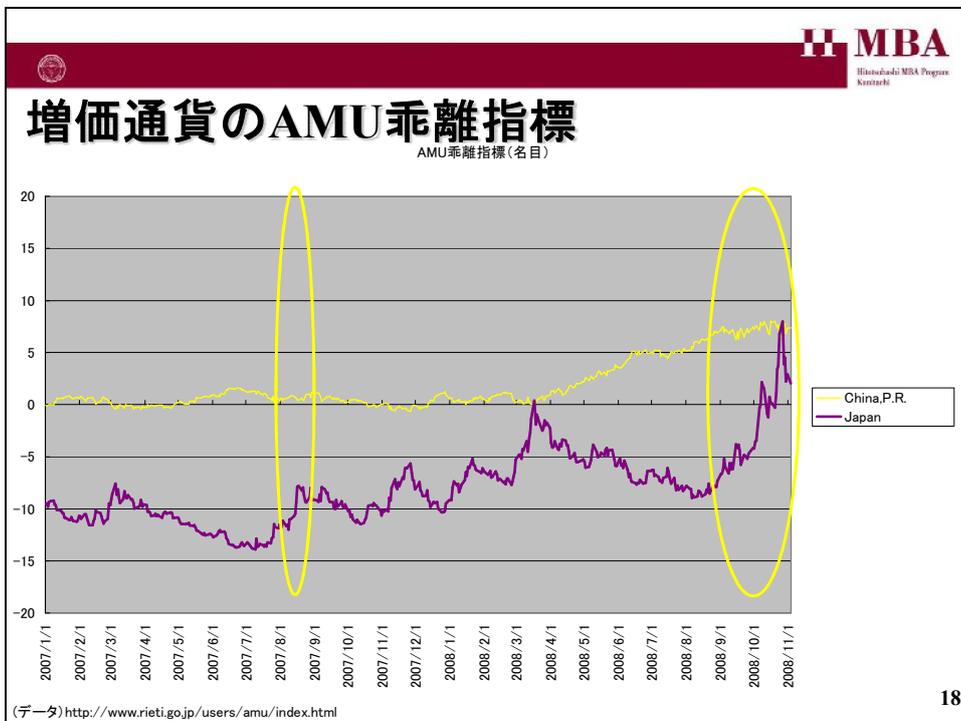
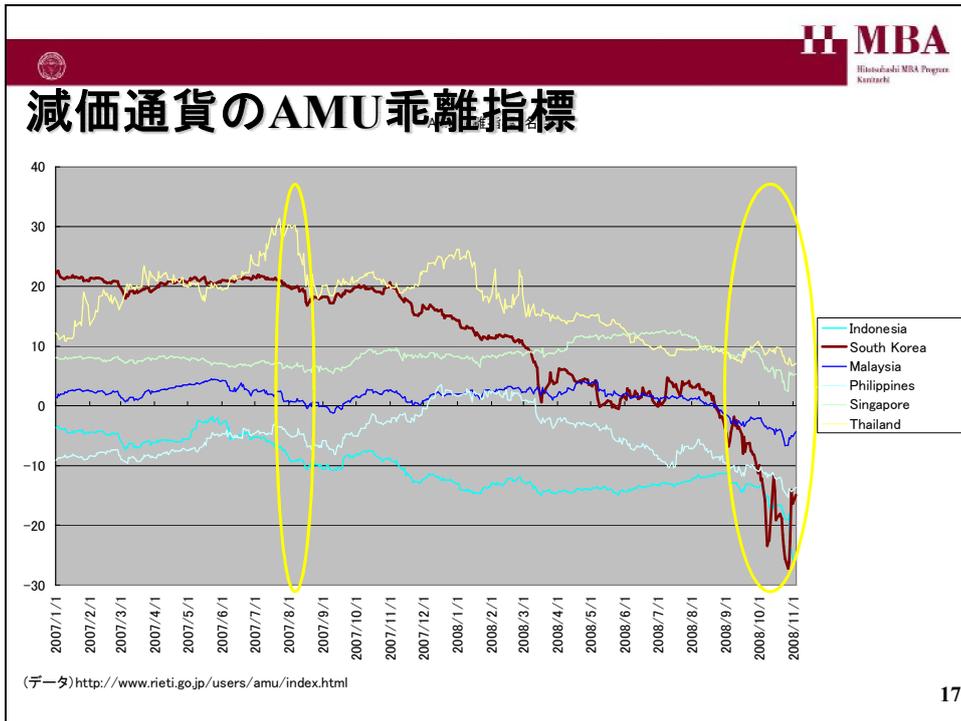
H MBA
Hitotsubashi MBA Program
Kunitzchi

アジア各国通貨の非対称的反応

- アジア通貨の加重平均値 (AMU (Asian Monetary Unit)) は若干、増価
(<http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>)。
- 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。

15







世界金融危機の国際通貨システムへの影響

- 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。)
- ↓
- 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)供給によって対応(米国連邦準備銀行制度と各国中央銀行と通貨スワップ協定)。
 - 今後、上記の長期的な問題が露呈するだろう。

19

ドル供給オペレーションの導入・拡充の動き

日付	内容
07年12月12日	米連邦準備制度は、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9月11日	米連邦準備制度は、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

20



世界金融危機に対する東アジアの対応

- 通貨暴落の通貨危機に直面した東アジアの国に対してチェンマイ・イニシアティブ (CMI) による通貨スワップの実施の準備。【CMIの限界: 総額830億ドル+80%がIMFリンク。】
- ⇒日中韓首脳会議(12月13日)で通貨スワップ額を倍増(日韓:130億ドル⇒300億ドル)
- 東アジアが世界経済のエンジンになることが期待されている。しかし、「失われた10年」の日本と外需依存の中国。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、東アジアは、域内における「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だろう。

21



ガリバー型国際通貨システムにおける 基軸通貨ドルの慣性

- 国際通貨の交換手段としての機能は、一般受容性と関係する。一般受容性においてはネットワーク外部性が作用する。規模の経済が働く。
- 規模の経済が働く市場では、有効な通貨競争が行われにくい。(ガリバー型国際通貨システム)
- 基軸通貨ドルに慣性が作用する。

22



ドル基軸通貨体制vs.複数基軸通貨体制

- **ドル基軸通貨体制:**
交換の効率性が高い。
通貨独占状態のため、アメリカの対外通貨政策(ドルの対外価値の安定)にガバナンスが働かない。
⇒アメリカの対外通貨政策の規律付けが必要。
⇒米国連邦準備制度は、世界各国の中央銀行に対する「最後の貸し手」としての役割を果たす必要がある。
- **複数基軸通貨体制:**
交換の効率性が低い。
通貨競争によって対外通貨政策(通貨の対外価値の安定)に規律が働く。
⇒基軸通貨国間において、世界各国の中央銀行に対する「最後の貸し手」としての役割の協調。

23



ドル基軸通貨体制から複数基軸通貨体制へ

- グローバル経済において、基軸通貨ドルの慣性が働いているので、基軸通貨ドルからの脱却には時間を要する。
- 地域通貨を地域における基軸通貨にすることは可能。(ユーロ導入前のドイツマルク、ユーロ導入後のEU及び周辺国におけるユーロ)
⇒アジアにおける地域通貨による基軸通貨が必要。
【アジア共通通貨単位の創設からアジア共通通貨へ】(ASEAN+3財務大臣会議の下のresearch groupがアジア共通通貨単位を研究)
そのためには、**political will**が必要。

24

H MBA
Hiroshima MBA Program
Kariyoh

ブレトンウッズ体制における基軸通貨ドル(1944年～1971年)

The diagram illustrates the Bretton Woods system. At the center is a large green circle containing a dollar sign (\$). Above it is a smaller green circle containing the Japanese character for gold (金). Below the central dollar circle are three smaller green circles: one on the left with the Japanese character for yen (円), one in the middle with DM, and one on the right with the Japanese character for pound sterling (金). Red arrows point from the yen, DM, and pound sterling circles towards the central dollar circle. A red arrow also points from the central dollar circle towards the gold circle above it.

25

H MBA
Hiroshima MBA Program
Kariyoh

ブレトンウッズ体制崩壊直後(1973年～1978年)

The diagram shows the collapse of the Bretton Woods system. It features the same four green circles as the previous slide: a large central circle with a dollar sign (\$), a smaller circle with the Japanese character for gold (金) above it, and three smaller circles below it with the Japanese character for yen (円), DM, and the Japanese character for pound sterling (金). However, there are no red arrows connecting these circles, indicating the breakdown of the system.

26

H MBA
Hiroshima MBA Program
Kunitachi

共同フロート制(EMS)(1979年～1998年)

The diagram illustrates the EMS system. A large green circle labeled '\$' represents the US Dollar. A smaller green circle labeled '円' (Yen) is positioned above it. To the right, a green box labeled 'EMS' contains a green circle labeled 'ECU' at the top, with the text 'EMS通貨の加重平均値' (Weighted average of EMS currencies) below it. Three red arrows point from three smaller green circles labeled '£' (Pound), 'DM' (DM), and 'F.Fr' (F.Fr) up to the 'ECU' circle.

27

H MBA
Hiroshima MBA Program
Kunitachi

ユーロ導入後の国際通貨制度(1999年～)

The diagram illustrates the international currency system after the Euro's introduction. A large green circle labeled '\$' represents the US Dollar. A smaller green circle labeled '円' (Yen) is positioned above it. To the right, a green box labeled 'EU27' contains a smaller green box labeled 'EU15' which contains a large green circle labeled '€' (Euro). A smaller green circle labeled '£' (Pound) is positioned to the left of the 'EU15' box.

28

H MBA
Hiroshima University MBA Program
Kunitzuchi

近い将来の国際通貨制度

29

H MBA
Hiroshima University MBA Program
Kunitzuchi

遠い将来の国際通貨制度

30



【参考】アジア共通通貨単位への多段階アプローチ Ogawa and Shimizu (2008)

- ・ 第1段階:
 - 為替相場・為替相場政策に関する政策対話を開始
 - ASEAN+3のサーベイランスの場（Economic Review and Policy Dialogue (ERPD)）でアジア共通通貨単位と乖離指標を使って、為替相場に関するサーベイランスを開始。
- ・ 第2段階:
 - 各国が決めたG3通貨バスケットを参照とした管理フロート制度への移行。
 - アジア共通通貨単位と乖離指標を使った、為替相場に関するサーベイランス

31



【参考】アジア共通通貨単位への多段階アプローチ Ogawa and Shimizu (2008)

- ・ 第3段階:
 - 共通のG3通貨バスケットを参照とした管理フロート制度への移行
 - アジア共通通貨単位と乖離指標を使った、為替相場に関するサーベイランス
- ・ 第4段階:
 - コアとなる国（通貨の国際的交換性を有する国）がアジア共通通貨単位へ自国通貨を固定。
 - 金融政策の協調
- ・ 第5段階（1979年～1998年の欧州通貨制度EMS）:
 - アジア共通通貨単位に基づいた二国間グリッド方式
 - 協調介入

32



参考文献

- Ogawa, Eiji and Junko Shimizu, “A role of the Japanese yen in a multi-step process toward a common currency in east Asia,” Fukino DP Series, 3, 2008.
- Ogawa, Eiji and Kentaro Iwatsubo, “External adjustments under increasing integration: Japanese Perspective,” PEO Structure Specialist Meeting, 2008.
- Bernanke, B.S., “The global saving glut and the U.S. current account deficit,” Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005.