

Roles of Regional Currency in Bond Markets in East Asia

一橋大学 小川 英 治
一橋大学大学院 清 水 順 子

東アジア諸国の新興金融市場は、この10年間で新たな収益機会を生み出す投資対象として発展してきた。しかし一方で、東アジア諸国のローカル市場で債権を発行する際にローカルカレンシー建てにするか、またドル建てにするかという選択によって、債権者、債務者双方とも、大きな為替リスクに直面していることも事実である。

本稿では、ASEAN プラス韓国、台湾の東アジア 7 カ国をサンプルとして、国際投資対象国となる際にローカルカレンシー建て、主要 3 通貨(ドル、円、及びユーロ)建て、及び主要 3 通貨によるバスケット・カレンシー建ての 3 通りで資金の貸借を行う場合のリスクをそれぞれ計算する。その際に採用されるバスケットの比率については、各アジア通貨の日次の相場変動が主要 3 通貨に連動している割合と東アジア 7 カ国の米、日本、及びユーロ諸国に対する貿易ウエイトを反映した割合の 2 種類について計算し、国ごとにその有効性を比較検討することを目的とする。

分析期間はアジア通貨危機後の 1998 年末から 2002 年 3 月末までし、国ごとに金利、及び為替の日次データを用いてそれぞれの日次収益率を算出した。そして、債券発行における債権者、及び債務者のリスクを代理するものとして、アジア諸国から主要 3 カ国に対する海外借入れ収益率のボラティリティ、及び主要 3 カ国からアジア諸国への海外投資の収益率のボラティリティを計算し、それぞれ比較する。また、アジア諸国通貨建て債権の市場流動性の程度を代理するものとして、通貨ごとの為替スワップのビッドアスク・スプレッドのコストを算出し、主要 3 通貨に対する比較検討を行った。

結論としては、国ごとに多少の差異はあるものの、ドルペッグ制をとるマレーシアと台湾を除く東アジア 5 カ国において、カレンシーバスケット建ての債権は為替リスクを軽減する効果があることが示された。一方、市場流動性については、ドルが東アジア 7 カ国すべてに対して高い流動性をもつことが示されたが、この傾向は1ヶ月の短期に限って顕著であり、3ヶ月、6ヶ月と期間が長くなるにつれて、カレンシーバスケット通貨建てによる流動性との差が小さくなることも検証された。

このように、東アジア諸国に対する国際投資家、東アジア諸国の債権発行者どちらも為替リスクと流動性のトレードオフ問題に直面している。流動性の問題を重視する立場からは、東アジア諸国の金融市場における国際資金の貸借としてドルが選択される、という傾向は変わらないが、それではドル建ての短期資金借入れの逼迫がアジア通貨危機発生の一因となった事実を改善していないことになる。アジアの金融市場を改良する上で、債券市場の早急な整備とともに、カレンシーバスケット制度活用の有効性が問われている。