

## 国際資金フローからみた東アジアの 経済成長の持続可能性について

—テーパー・タントラムで東アジア地域に  
国際収支型危機は発生するのか—

福 居 信 幸

東アジアの経済成長の持続可能性を検証するにあたり、1997年に発生したアジア通貨危機のような国際収支の不均衡を契機として発生する「国際収支型危機」が、今後同地域で発生する可能性があるかどうかは重要な視点である。

2008年に発生した世界金融危機時には、アジア通貨危機以降の各国の危機再発防止策の取り組み、特に、各国の外貨準備の蓄積や、チェンマイ・イニシアティブ及びアジア債券市場育成イニシアティブ (Asian Bond Markets Initiative: ABMI) などの地域金融協力の進展によって、同地域の資金流出を契機とした深刻な危機は発生しなかった。しかし、その後、2013年5月には、同地域のみならず、中南米地域や、ロシア、トルコ、南アフリカを含めた新興国地域全体に、バーナンキ前FRB議長の量的緩和の縮小発言を契機にパニック的な資金の海外流出が発生した。さらに、2015年夏、米国利上げ懸念と中国の景気停滞懸念から生じた中国株の急落 (チャイナ・ショック) が重なった際や、2016年11月のトランプの米国大統領選勝利や、12月のFRBの1年振りの利上げの際にも、同様な資金流出に見舞われた。これらは、基本的には、米国の量的緩和縮小やその懸念を契機として、ときどきのリスク要因が複合して起きるものであり、緩和縮小を意味するテーパーリング (tapering) と、癇癩を意味するタントラム (tantrum) を組み合わせたテーパー・タントラム (taper tantrum) と呼ばれる。

以下では、こうしたテーパー・タントラム発生時の東アジア地域の資金流出が、アジア通貨危機のような大きな危機につながる可能性について、アジア通貨危機や世界金融危機の当時の状況と比較しつつ検証してみたい。

## 1. アジア通貨危機経験国の国際収支の動向

まず、アジア通貨危機の経験国であった、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、韓国の5か国の国際収支の動向について、各国の状況を比較しながら考察する。

### 1.1 経常収支

各国の経常収支は、インドネシアを除き危機以降は各国とも概ね黒字を続けている。ただし、タイは、2012年、2013年と続けて赤字になった。また、マレーシアは、2012年以降黒字幅が減少しており、黒字国にもかかわらず通貨安が続いている。フィリピンも、経常収支は黒字だが、貿易収支は構造的に赤字である。このように、必ずしも各国の経常収支の構造は盤石とは言えない状況であるが、以下国別に順にみていく。

タイの経常収支が2012年に赤字に転落した要因は、中国の景気減速やタイ・バーツ安による燃料輸入の高止まりなどで貿易黒字が縮小したこと、政情不安による観光客の減少などでサービス収支が悪化したこと、さらには、配当金の支払い増加などにより第一次所得収支の赤字幅が拡大したことによる。また、輸入増加の背景には、リーマン・ショック後の景気刺激策として実施された多額のインフラ整備や、2011年に発生した洪水被害の復興需要による設備投資の増加などにより資本財輸入が増大したこともある。さらに、インラック前政権によって実施された物品税還付による自動車購入促進策が、ガソリン需要を増大させ、燃料輸入をさらに押し上げた可能性もある。しかし、こうした特殊要因による影響は徐々に縮小してきており、2014年以降は、米国景気の回復など循環的要因がプラスに寄与して黒字が続いている。もっとも、構造的にみると、人件費の上昇にとりま

い労働集約的な産業はカンボジア、ラオスなど周辺国に生産拠点がシフトし、いわゆる「産業の空洞化」が始まっており、かつてほど輸出による貿易黒字の拡大は期待できない状況にある。また、政情不安は小康化したものの軍政が長期化するなかで、国内の消費需要の大きな回復な望みにくく、このまま低成長時代に突入する可能性もある。こうした縮小均衡的な経済状況の下では、経常収支の赤字再転落までは考えにくいものの、外生的なショックに対して脆弱な状況が続くことは否めない。

インドネシアの経常収支は、2012年に赤字に転落して以降、構造的に赤字が続いている。この原因は、貿易黒字が大幅に減少する一方で、第一次所得収支の赤字幅が拡大したことによる。前者の要因には、主要輸出品である天然ガス・原油の生産量の減少と、これらエネルギー資源に対するインドネシア国内消費量の増加が挙げられるほか、中間所得層の拡大にともない全般的に輸入が拡大したことなどが背景にある。また、後者の要因には、対内直接投資の累増により外資企業の利益送金が増えたことなどがある。しかし、2014年10月のジョコ大統領の就任以降、ガソリン補助金の廃止など不平等で非効率なエネルギー補助金制度の縮小によって改善傾向にある。また、商品価格の急落の影響で落ち込んでいた、石炭、天然ゴム、パーム油など資源関連の輸出や、電機・化学金属製品の輸出が持ち直しつつある。一方、インドネシア・ルピア相場は、一時、経常赤字が嫌気され下落傾向にあったが、ジョコ政権の構造改革に対する期待から堅調な個人消費が景気を牽引するなか、外貨準備も比較的潤沢なこともあって、現在は落ち着きを取り戻している。今後の動向については、全般的に同国の外需依存度は相対的に低く、特に、今後、動揺が懸念される欧米経済への依存度が低いので、景気の安定にはプラスに働くものと考えられる。もっとも、輸出に占める鉱物資源の割合が高く、世界的な保護主義の動きが強まると、資源価格の低迷を通じて景気にマイナスの影響を与えることは十分に考えられる。

マレーシアの経常収支は、電気・電子製品とパーム油・LNG・原油の

一次産品の輸出に支えられ、アジア通貨危機以降、恒常的に黒字を維持してきた。しかし、2013年以降は、構造的に黒字幅が縮小している。これは、価格競争力の低下による電気・電子製品の輸出停滞や、一次産品価格の低迷により輸出が減少する一方、燃料輸入が、補助金による需要増や、資源の枯渇懸念から生じる国内生産の停滞にともなう代替輸入で増加したことによる。一方、所得収支とサービス収支は恒常的に赤字が続いており、今後、経常収支も赤字に陥るリスクは拭えない。また、マレーシア・リングットの為替相場は、2014年夏から軟調に推移しはじめ、2015年には、中国経済の減速懸念の深刻化や資源価格低迷の継続に加え、同国の政府系投資会社ワン・マレーシア・デベロップメント（1MDB）を巡るナジフ首相の不正資金疑惑など政権運営の不透明感が嫌気されたことで、他の経常赤字国に比べても大幅に下落した。2017年に入っても、通貨安は続いており、アジアの新興国通貨のなかで最も売られている。その要因には、国債の40%以上を外国人投資家が保有するなか、外貨準備高が減少し経済成長が鈍化していることに加えて、同国固有の政治問題もある。今後の動向をみると、同国は経済の輸出依存度が極めて高く外需の動向が景気を左右するだけに、TPP（Trans-Pacific Partnership、環太平洋パートナーシップ）の空中分解は、これを梃子に外資誘致を図ろうとしてきた同国にとり大きなマイナス要因である。また、米国トランプ政権による保護主義的な動きや、米中関係の悪化にともなう対中輸出の減少も懸念材料といえる。

フィリピンの経常収支は、2003年に黒字に転化して以来12年間黒字が続いているが、貿易収支は恒常的に赤字である。貿易赤字から抜け出せないのは、製造業の裾野が未成熟であり、典型的な加工貿易型であるため、輸出が増大しても同時に輸入も増大するので、なかなか黒字化に結びつかない弱点がある。また、タイやマレーシアに比べ輸出向け製造業の外資企業進出が少ないため、貿易黒字を稼げるほど輸出額が大きくない。しかし、この貿易赤字は、GDPの1割に相当する海外就労者送金などによる第一次所得収支の黒字や、IT関連等のビジネス・プロセス・アウトソーシン

グ（BPO）によるサービス輸出の黒字で補填されているので、経常収支では、インドネシアやマレーシアに比べ安定しているといえる。したがって、しばしば利上げ観測による米ドル高の進展によってアジア通貨が軟調になるなかにあって、フィリピン・ペソは相対的に堅調に推移してきた。ただし、2016年は、資本財輸入が急増する一方、海外就労者送金の伸びが減速したことで、経常黒字は前年比9割減と大幅に落ち込んだ。もっとも同年のGDP成長率は、ドゥテルテ政権の下で雇用環境の改善などを追い風に個人消費が牽引役となり、2年振りに6%を上回る伸びとなっており、マクロ経済環境は概ね良好といえる。今後の動向をみると、インドネシアと同様に輸出依存度は相対的に低いものの、海外就労者送金の4割強が米国からであることや、主力のBPOやIT関連輸出の米国依存度が高いことを考えると、米国トランプ政権の保護主義的な政策姿勢は大きな懸念材料といえる。

最後に、韓国の経常収支であるが、アジア通貨危機以降黒字を継続しており、特に、2012年以降は、黒字の拡大が顕著になっていて一見問題がなさそうに見える。しかし、2015年以降、輸出と輸入がともに減少したことで生じる「不況型黒字」の状況にある。日本では、「失われた20年」の長期不況に差し掛かる直前の1990年代前半、これと同様の不況型黒字が発生し、その後デフレに陥った。この点を考慮すると決して良い状況とはいえない。特に、最近では、他のアジア新興国で景気の底入れを示す動きがみられるだけに、韓国経済が「一人負け」に近い様相を呈している。輸出の減少は、最大の輸出相手先である中国向けの減少が大きい。この背景には、中国の成長減速と米軍の最新鋭迎撃システム「高高度防衛ミサイル（THAAD）」の配備決定による両国の関係悪化に加えて、韓国からの中国向け中間財輸出が、中国国内生産の急拡大による輸入代替で減少していることがある。また、経常黒字の拡大によって外貨流入が増えたことで、通貨安もままならないことも影響している。今後は、朴大統領の政治スキャンダルに端を発する弾劾訴追による罷免で生じた政権移行により、財閥解体などドラス

ティックな改革が進む可能性もある一方で、対米・対中関係の不安定化も懸念され、経済環境はますます厳しくなる可能性もある。

## 1.2 投資収支の推移

次に、各国の「投資収支」の動向についてみてみる。ここでいう「投資収支」とは、IMFが1993年に定めた「国際収支マニュアル第5版」で規定した「投資収支」から「金融派生商品」を除いたものであり、「直接投資」、「証券投資」、そして、国際間の融資など主として金融機関の取引が反映される「その他投資」で構成される。敢えて、本論文で「金融派生商品」を除いた理由は、相対的に金額も小さく、その統計上の動きの含意も複雑と判断したためである。なお、現在、日本など先進国は、IMFが2008年に定めた「国際収支マニュアル第6版」に基づいて統計を作成しており、これによれば、「直接投資」、「証券投資」、「金融派生商品」、「その他投資」に「外貨準備（「第5版」では「外貨準備増減）」を加えたものを「金融収支」とし、従来の「投資収支」という呼称は廃止されている。本論文では、東アジア諸国のうち数か国が、旧来の「国際収支マニュアル第5版」に基づき統計を作成していることや、資金の流出入を表す場合は、金融資産・負債の増減をプラス・マイナスで表示する「第6版」より、金融資産・負債のいずれかに拘わらず資金の対外流出をマイナス、資金の対内流入をプラスで表示する「第5版」の方が各国からの資金の流出入する考察する場合には分かりやすいと判断し、「第5版」の呼称で統一して整理することとした。以下では、投資収支の項目別に各国の状況を横断的に分析する。

### 1.2.1 直接投資

直接投資の収支尻をみると、インドネシアでは純流入が続く一方、韓国では純流出が続いている。また、マレーシアやフィリピンは、近年、純流出から純流入に転じており、逆に、タイは、純流出に転じている。一般的に、純流入には、海外資本を呼び込み成長を拡大させようというプラスの

面と、国内資本の蓄積が不十分なため海外資本に頼らざるを得なくなった結果というマイナスの面もある。逆に、純流出には、国内資本が蓄積してきたことにともない成長余力を海外に求めようというプラスの面と、国内市場に対する魅力が薄れ対内投資の流入に陰りがみえ始めた結果というマイナスの面がある。以下、国別に順にみていく。

インドネシアでは、2010年以降、飛躍的に対内投資が拡大している。当初、コモディティーブームを背景とする鉱山開発投資の比率が大きかったが、最近では、2.5億を超える世界第4位の人口を抱え、しかも今後2070年まで人口増加が期待される潜在力の大きい国内消費の取り込みを狙った投資が増えてきている。投資国別では、シンガポールと日本が第1位、第2位を占めるが、シンガポールからの投資の多くは華僑系を含めたインドネシア資本の資金還流と考えられており、実質的には、日本からの投資が最大となっている。日本からの投資額の4割以上は輸送機器分野が占めており、自動車産業が牽引役となっている。タイのように完成車メーカーから部品メーカーへ進出の局面が移行し産業集積が進展すれば、さらなる拡大も期待できる。しかし、最近になって、中国や香港からの投資も急拡大してきており、2016年10-12月期には中国が日本を抜いて第2位に浮上するなど、中国の影響力も増してきている。これらの投資は、インドネシア政府が禁輸政策を実施している未加工鉱石の加工産業（精錬業）や、発電部門に集中している。しかし、2016年（速報ベース）は、通年でみると金額的には、化学・医薬品工業の急減速や、運輸・倉庫・通信の大幅な落ち込みなどで増勢は一服している。

韓国は、2005年以降一貫して純流出となっている。特に、2007年以降は、電子部品、自動車を中心に対外投資が急拡大し、投資先も中国やASAENのみならず欧米先進国向けも多い。これは、韓国では、財閥企業が発展し、早い段階から初期コストが高い直接投資による事業展開が可能な成長企業が出て来たことが背景にある。一方、対内投資は、2014年以降、経常黒字によるウォン高と深刻化する内需の不振や、円安や日韓関係悪化による日

本からの投資の減少が響いて低調であったが、2016年は、EUや中国からの投資を主因に増加している。

タイでは、リーマン・ショック後、大洪水の影響で減少した2011年を除いて2013年まで対内投資の増勢が続いたが、2014年以降は政情不安もあり陰りがみえている。人件費の上昇や労働者不足などに加えて、周辺国のインフラ整備が進んだこともあり、今後は、周辺国へのシフトが拡大する可能性もある。一方、対外投資は、2016年に入り拡大の兆しも伺え、金融仲介業、鉱業、小売・卸売業などの非製造業を中心にした増勢により、今後は、純投資国に転換する可能性もある。

マレーシアは、2007年から2014年まで一貫して純流出が続いたものの、2015年以降は、対外投資の増勢が減速して純流入となっている。2014年までの対外投資の増加の背景は、経済成長や株価上昇などにもなう企業規模の拡大によって直接投資による事業展開も可能となった成長企業が増えてきたことがある。また、対外投資の中身をみると、周辺国の資金需要獲得が狙いの金融業や、国内資源の枯渇を見据えた鉱業など非製造業が中心となっている。その背景には、厳しい外資規制を実施してきた非製造業の方が、技術導入に向け開放的な政策を採ってきた製造業に比べて地場大企業の育成が容易であったことが挙げられる。こうした状況はタイでもみられるが、マレーシアの場合は、それらの多くに政府や政府関連投資ファンドからの投資が絡んでおり、2015年以降は、先述の政府系投資会社のスキャンダルなどから、対外投資の増勢が減速したものと推測される。一方、対内投資は、2010年以降、米国や日本からを中心に電機機械、基礎金属、化学製品などの分野で堅調であったが、2016年は、日本からの投資が急減する一方、香港、シンガポール、中国からの投資が増え、対内投資が対外投資を上回った。

フィリピンの対内投資は、従来、①政情不安や汚職など政府の脆弱な統治能力、②高速道路網の未整備など不十分なインフラ、③高い参入障壁、④不合理な法規制やその運用などの要因で低調であったが、2014年下期以

降、増加傾向にある。ASEANでインドネシアに次ぐ約1億の人口を擁するフィリピンは、一大消費市場としても注目され、従来の電気産業や輸送機械に加えて、食料品や卸・小売など内需拡大に期待する投資も拡大している。ただし、米国トランプ大統領の就任以降、複数の米BPO大手企業が同国での拡張投資を凍結する動きもみられるのが懸念材料といえる。

### 1.2.2 証券投資

証券投資の収支尻をみると、インドネシアを除けば、概ね各国ともリーマン・ショック以降は流出超となっている。特徴的な動きとしては、タイで2013年から2015年まで、マレーシアで2014年から2016年まで、3年間、対内投資の負債サイドが異例の流出のポジションにあり、海外投資家がこの間、ネットベースで証券市場から資金を引き揚げたことが分かる。なお、タイは、2016年は、通常通りの流入超のポジションに戻った。また、韓国やフィリピンも、2015年、2016年と2年間流出超が続いている。以下、国別に順に考察する。

インドネシアは、2011年まで、経常赤字は、主に対内直接投資でファイナンスされており、対内証券投資の割合は小さかったが、2012年以降は、対内直接投資金額に匹敵するほど大きくなってきた。株式市場の外国人投資家の売買比率は40%を超え、また、上場企業の多くがインドネシア華僑の大財閥上位コングロマリットである。こうした点から、今後も、華僑系のファンド資金の流入が期待できる。債券市場は、ほとんどが国債であり、外国人投資家の保有比率は40%近くあるが、市場規模は株式市場の1/4程度で、株式投資に比べ資金フローは少額である。一方、対外証券投資は、国内貯蓄の蓄積が不十分で金額も少額であるが、2016年（速報）でみると負債サイドが流出のポジションにあり、ネットベースで資金の引き上げがみられた。

タイの株式市場は、内外投資家によって分断された投資構造になっており、外国人投資家の売買比率は20%と相対的に低い。また、債券市場の市場規模は、株式市場の4割近くあるが、そのほとんどが国債で、外国人保

有比率も15%に満たず、株式投資に比べ資金フローは少額である。にもかかわらず、2013年以降は、先述の通り、対内投資がネットベースで流出に転じている。このことから、外国人投資家の株式投資は、短期売買中心であり市場環境に敏感であると推察できる。一方、対外投資は、国内貯蓄の増勢とともに、増加してきている。

マレーシアの株式市場は、東アジア諸国の中では相対的に整備が進み、制度面、市場規模の両面から発展を遂げてきた。上場会社数もASEANでは最大で900社以上ある。業種別構成も、新興国に多くみられる金融、建設、インフラ関連などの特定業種に偏ることなく、早くから電気機器類製造分野で外資を受け入れてきたこともあって、製造業、テクノロジー関連、消費財、サービス分野などバランスのとれた構成となっている。外国人投資家の売買比率については、2009年以降大きく低下して25%程度である。また、債券市場の市場規模は、株式市場の4割程度である。そのうち、国債市場が6割程度で、外国人の国債保有比率は50%近い。社債市場は、比較的早く1980年代に育成の取組みを始めたため、ASEANでは最高水準である。加えて、イスラム金融の国際ハブ化の一環で「スクーク（イスラム債）」も相応の割合を占めているのが特徴的である。同国が発表している国際収支統計では、証券投資の内訳が示されていないので推測の域を出ないが、以上のことから、特に、対内債券投資が市場環境の影響を受け易く、2013年からの対内投資の純流出に繋がったものと推測される。一方、対外投資は、被雇用者退職積立基金（Employees Provident Fund: EPF）を含めた政府系ファンドを中心に伸びていたが、2015年以降は、政府系投資会社のスキャンダル等もあり、先述の対外投資同様に停滞している。

韓国の株式市場は、時価総額で1.2兆ドルを超え世界15位の規模（2015年）を誇り、外国人投資家の保有比率は約35%である。債券市場では、特に社債市場が発達していて、国債市場の1.5倍の規模があるが、うち公営企業発行の社債比率が2割強あることから、これを除くと民間債の比率は公共債とほぼ同じレベルといえる。国債の外国人投資家の保有比率は、10%と

低い。リーマン・ショックにより2008年に対内投資が純流出のポジションに転じたが、それ以降は2014年までは順調に流入していた。しかし、2015年以降は、国内景気の低迷や中国株の停滞などが影響し再び純流出に転じている。一方、対外投資は、2012年以降増勢が拡大しており、国内市場の低迷から海外に投資機会を求める動きが強まっている。

フィリピンの株式市場は、緩やかながら拡大しており、外国人投資家の売買比率は50%近くある。債券市場の市場規模は小さく、ほとんどが国債市場であり、外国人保有率も10%程度と小さい。対内投資では、2014年以降、純流出のポジションにあるが、ドゥテルテ大統領の過激な発言や政策の不安定性を嫌気して外国人投資家が資金を引き揚げているものと推測される。対外投資は、国内貯蓄が不十分なため、未だ少額であるが増加傾向にある。

### 1.2.3 その他投資

その他投資には、経常取引の決済にともなう金融部門の資金取引の増減が含まれる。すなわち、自国の銀行の対外投資（資産）は、輸出取引決済では増加（資金は流出）し、輸入取引決済では減少（資金は流入）する。これらは、言わば経常取引の裏側の取引となっており、その他投資の取引に占める比率も大きいので、対外資産については、経常黒字国は増加、経常赤字国は減少となる傾向にある。しかし、対外投資には、自国の銀行のクロスボーダー融資の実行・回収も含まれる一方、対内投資（負債）の動きには、外国の銀行のクロスボーダー融資の実行・回収が大きく影響するので、収支全体でその含意を読み取ることはなかなか難しい。

各国の状況を概観すると、対外投資の資産サイドについては、概ね、各国とも経常黒字の場合は流出増、経常赤字の場合は流入超となっている。しかし、フィリピンのように、経常黒字時でも流入増となっていたり、逆に、インドネシアのように、経常赤字時でも流出増となっていたりしている。こうした時期には、自国の銀行のクロスボーダー融資が、前者ではネットベースで回収増となり、後者ではネットベースで実行増となっていた可能性がある。一方、対内投資（負債）については、各国とも概ね純流

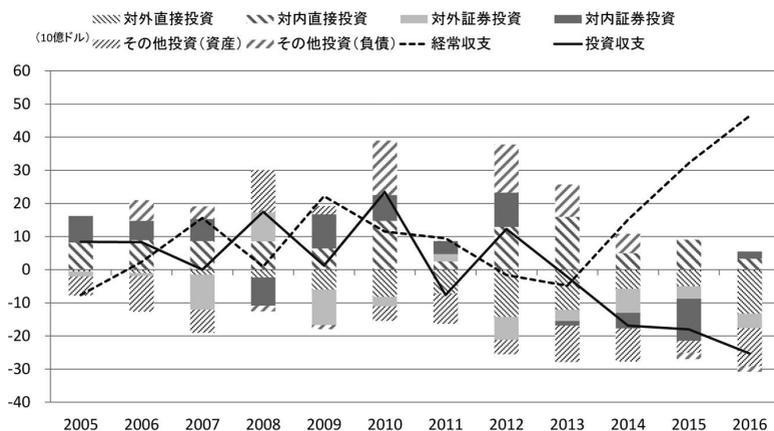
入となっていることが多いが、韓国では、2012、2013、2015年は純流出になっており、また、タイは2015年、2016年に、インドネシアは2016年に、それぞれ純流出になっている。これらの動きは、リスクの高まりにより、海外の金融機関が融資を引き揚げた証とみることでもでき、懸念材料と言えるかもしれない。なお、マレーシアは、リーマン・ショック以降、2010年から、その他投資の資産・負債の内訳を公表しておらず収支尻だけが明らかになっているだけであり、統計からはこの点は不明である。

#### 1.2.4 総括

投資収支の動向をもとにリスクの高まりを検証する際は、平時はネットで流出超となっている資産サイドが純流入に転じていないか、また、逆に、平時はネットで流入超となっている負債サイドが流出超になっていないかをみることは重要である。長期的な投資である直接投資では、資産サイドの純流入や負債サイドの純流出がみられることはほとんどない。特に、東アジア地域の対内直接投資は、各国とも安定的に流入している。しかし、証券投資やその他投資については、リーマン・ショック時には、ともに負債サイドが純流出となっていることがみてとれるので、同様な状況が大規模で長く続けば危険な状態と判断できる。

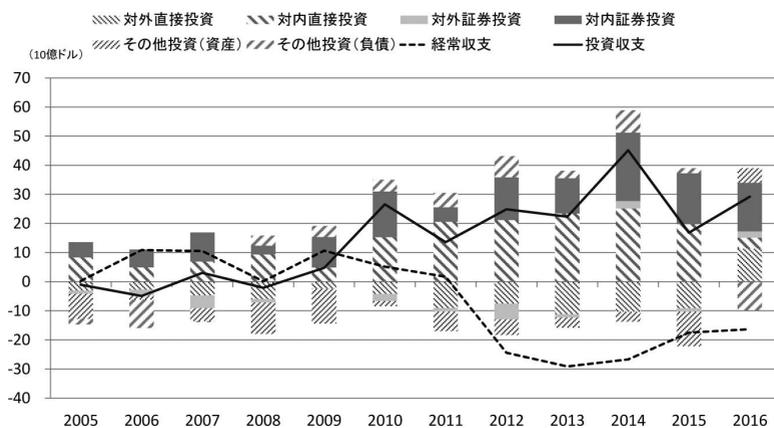
近年の動きを総括すると、「投資収支」全体では、韓国が2011年以降、タイが2013年以降、赤字が拡大しており、これが、経常黒字の増加にともなう対外資産の増加を反映していれば大きな問題はない。しかし、韓国では、2015年、2016年、タイでは、2014年、2015年に、対内証券投資が純流出になっていることに加え、その他投資の対内投資（負債）でも流出超がみられるのは懸念材料である。両国のリスクの高まりによって、海外投資家の資金引き揚げや、海外金融機関が融資の回収を図ってきているかを見究める必要がある。また、マレーシア、フィリピンでも、対内証券投資が純流出になっている点は注意する必要があるだろう。もっとも、リーマン・ショックが発生した2008年のように、対内証券投資とその他投資の対内投資（負債）でともに大きな流出超が発生している状況にはないので、

現時点では、アジア危機時のような海外資金の急激で大量の引き揚げが起きるような深刻な状況にはないと判断される。特に、対内証券投資では、この時期、利益確定の売りも出たと推測されるので、これが一巡して、再び純流入になってくるのかどうか今後が注目される。



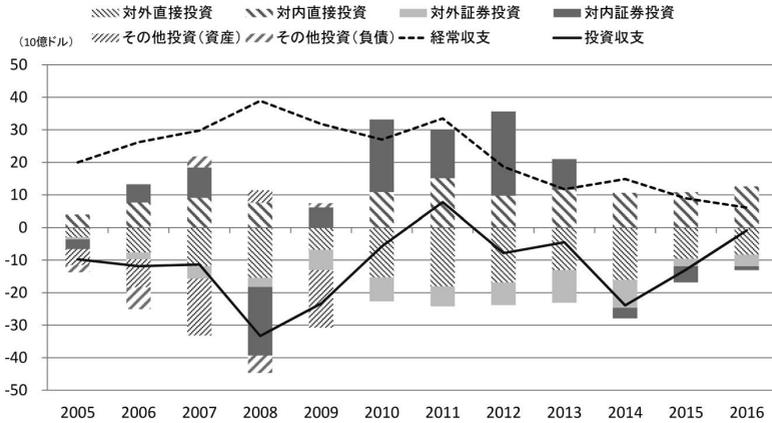
(出所) IMF, Bank of Thailand

図1-1 タイの国際収支推移



(出所) IMF, Bank Indonesia

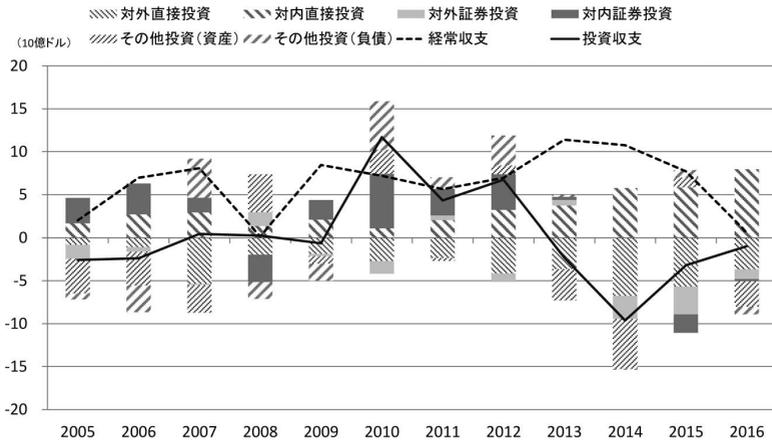
図1-2 インドネシアの国際収支推移



(注) 2010年以降、「その他投資」の資産・負債の内訳は公表されていないため、「投資収支」においては「その他投資」の収支尻のみ加算されている。

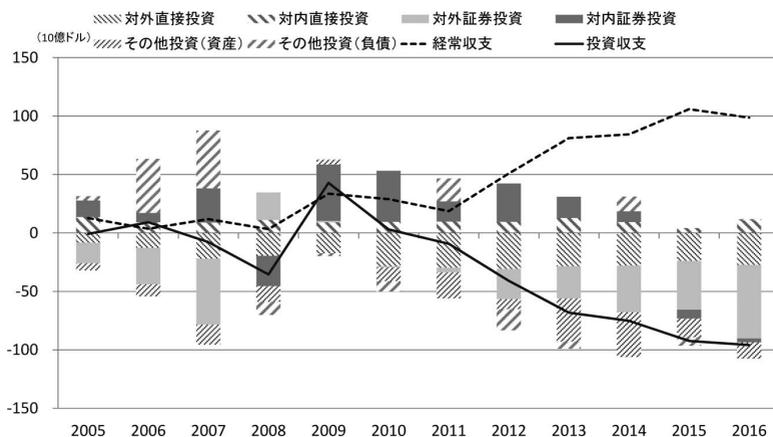
(出所) IMF, Bank Negara Malaysia, Department of Statistics Malaysia

図1-3 マレーシアの国際収支推移



(出所) IMF, Bangko Sentral ng Pilipinas

図1-4 フィリピンの国際収支推移



(出所) IMF, 韓国統計庁

図1-5 韓国の国際收支推移

## 2. アジア通貨危機未経験国の国際收支動向

次に、アジア通貨危機を免れた、中国、台湾、香港、シンガポールや、通貨危機以降著しい経済成長を遂げた、ベトナム、インドの国際收支動向について概観する。

### 2.1 総括

經常収支は、インドを除き各国とも黒字基調である。しかし、ベトナムは、2010年まで經常赤字国であった。また、香港の黒字幅は、通貨発行量を外貨準備の水準に連動させ対ドルレートを固定する「カレンシー・ボード制」を採用しているので相対的に小さい。投資収支は、經常黒字の裏返しとして各国とも赤字基調であるが、中国は、2011年まで、經常収支と投資収支がともに黒字を維持する「双子の黒字」という、他国では余りみられない特異な状況が続いた。第1章では、各国の国際收支を横断的に項目ごとにみてきたが、第2章では、第1章と違い、各国の国際收支構造が基本的に大きく違うため、国別に、經常収支と投資収支について、それぞれ項目ごとにまとめて考察する。

## 2.2 中国

中国は、アジア通貨危機以前は、経常収支はほぼ均衡水準にあった。危機以降は、2008年まで経常黒字を拡大させた後、その後、黒字幅は相対的に小さくなったが、引き続き巨額の黒字を維持している。この背景には、人民元の元高介入により人民元が均衡レートより低く抑えられて輸出の増加が続いていたことがある。しかし、リーマン・ショック以降は、経常黒字の対 GDP 比は、ピーク時の10%から1.5～3%まで大幅に縮小している。

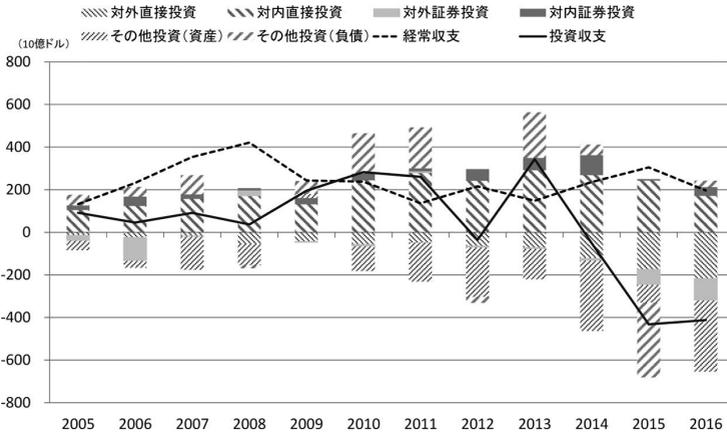
一方、投資収支は、2011年までは、大規模な元高介入が実施され外貨準備が増大するなか、黒字が続いた。2012年には、黒字は一旦解消したが、翌2013年には、前年の人民元の一日の変動幅拡大の影響もあって元高が進み黒字となった。しかし、2014年1月をピークに、人民元の対ドルレートは緩やかな元安に反転する一方、資本自由化の影響により、その他投資の対外投資（資産）の流出が増え、2014年には、赤字に転じた。さらに、2015年8月の対ドルの為替レート「基準値」の計4.4%の切り下げ以降は、元の低下傾向が目立つようになり、以降、元安が進む場面では、逆に、ドル売り・人民元買い介入による外貨準備の減少もみられる。また、2015年は、その他投資の対外投資（資産）の流出は縮小したものの、対内投資（負債）が純流出に転じ、投資収支の赤字幅は拡大した。なお、2016年は、対内投資（負債）は純流入に戻っており赤字幅は縮小している。

2014年以降の動きは、資本自由化の動きと密接な関係がある。すなわち、資本自由化の進展で、中国の輸出企業は、将来の人民元安を見越して輸出代金を外貨建て資金のまま保有できるようになり、その結果、「その他投資」の資産の増加につながったといえる。すなわち、外貨の保有は、今までの政府による外貨準備での保有から、企業の外貨建て資産保有にシフトしたことになる。また、人民元レートの形成に際し、それまでの元高介入を極力控え、市場メカニズムをより働かせる形にしたことも関係がある。元高介入を抑えることは、一見、将来の元安・ドル高要因が減って中国企業の外貨（ドル）保有を抑制する動きのようにもみえるが、

一方で、長年にわたった人民元安の修正過程が終わりに近づいてきたことを当局が認め、ほぼ一本調子できた人民元高が終焉したとの思惑が拡がれば、中国企業の外貨保有の増加も肯ける。こうした動きの背景には、習近平政権が目指す「新常态」への経済のシフトダウンがある。「新常态」とは、中国の潜在成長率が低下するなかで「高速成長」から「中高速成長」へ転換する一方、経済の質の面では、①産業構造（資源浪費型産業からサービス業へ）、②需要構造（設備投資から個人消費中心へ）、③地域構造、④所得分配構造が改善してゆく状態を指すものとされる。資本自由化は、金利自由化とともに「新常态」への動きと密接に結びついているといえる。もっとも、このシフトダウンは、中国经济の変調をもたらし始め、2015年夏に実施された景気の浮揚策として復活させた元高介入は、皮肉にも、将来の人民元安を連想させ、逆に、資本自由化による資金流出の増大を招いてしまった。その結果、中国の景気停滞懸念が深刻化し、米国の利上げリスクと相俟って世界同時株安をもたらした。

また、中国の場合は、同国の国際収支の特徴である巨額の「誤差脱漏」の動向も見ておく必要がある。2009年以降、流出が続いており、2015年、2016年は、続けて2,000億ドル以上の巨額の流出を記録した。これは、中国内からのアングラマネーの純流出とみなすことができ、大きな懸念材料となりかねない。

中国经济の現状は、景気減速が一服したかにみえ、2017年秋の党大会までは、公共投資が引き続き景気を下支えする見方が有力であるが、大きな対米黒字が、今後、米中貿易摩擦の火種になる可能性もありも注視が必要である。また、米国の利上げが予想されるなか、対ドルでの元安傾向が続くと、さらなる資本流出圧力が加わるが、これを防ぐための外貨準備も、現在は3兆ドルを割り込み必ずしも十分な水準と言えないレベルになったとみる向きもある、残された外貨管理強化の手段でどれだけ資金流出に歯止めがかけられるかが鍵となろう。



(出所) State Administration of Foreign Exchange

図2-1 中国の国際収支推移

### 2.3 香港・シンガポール

香港・シンガポールは、アジア危機以前から経常黒字が続いており、シンガポールは、特に、安定して大きな黒字幅を維持している。香港の為替制度は、対米ドルレートを1米ドル=7.8香港ドルに固定したうえで、法律などに定められる厳格なルールに従って、通貨発行量を外貨準備の水準に連動させる「カレンシー・ボード制」を採用している。この制度に支えられ、経常収支は、投資収支もともに均衡に近い状態が続いており、ブレが少なく非常に安定している。しかし、一方で、この制度は、為替相場安定のためには一定の効力があるものの、独自の金融政策が実施できず、ベッグの通貨相手国である米国の金融政策に追随しなければならないデメリットもある。今後、予想される米中貿易摩擦の影響とともに、米利上げによる影響は懸念材料となり得る。一方、シンガポールは、主要な貿易相手国（地域）の通貨との交換レートを、その国（地域）との貿易量で加重平均して得られる「バスケット」を1つの通貨と見立てて算出し、その変動幅が一定の変動幅内に収まるように運営する「通貨バスケット制度」を採用している。同制度は、厳格な固定相場制の一形態であり、貿易依存度

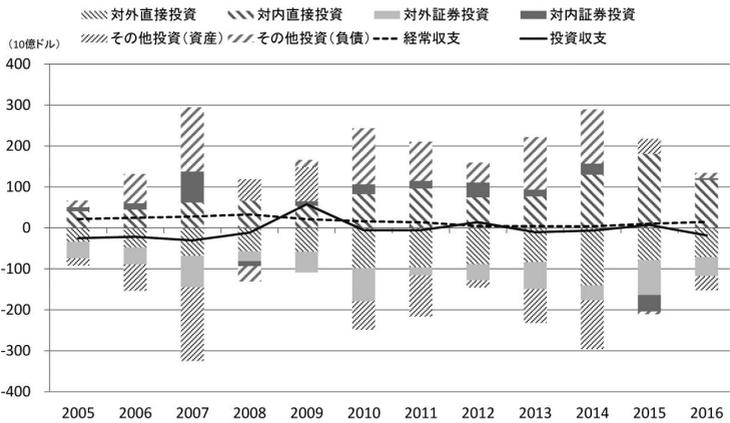
が高く小国の同国にとってはメリットも大きいですが、計算方法や市場介入が複雑になることや透明性が損なわれるなどのデメリットもある。今のところ、バスケット制はうまく機能し、安定した経常黒字を支えているが、外国人労働者の厳しい採用規制などによるコストの上昇で輸出競争力が低下していることは否めず、また、米国のTPP離脱も懸念材料である。

香港の投資収支をみると、対内直接投資では、世界有数の受け入れ先となっており、2015年は米国に次いで第2位である。なかには、タックスヘイブンのペーパーカンパニーから香港を経由地として投資されているものもあり、そのまま対外直接投資として出ていくものも多い。したがって、収支戻は、年によって異なるが、2015年以降は黒字を維持している。証券投資は、収支戻は構造的に赤字であるが、対内証券投資でみると、2015年は、2008年と同様に純流出に陥った。中国の景気停滞懸念から、資本流出があったといえるが、2016年には持ち直しの兆しもうかがえる。その他投資は、収支戻では、近年は2011年を除いて黒字が続いているが、2015年は、対内投資（負債）が純流出になっており、海外金融機関からの資金が引き上げられたことがうかがえる。ただし、2016年には、対内証券投資と同様に持ち直しの動きがみられる。

シンガポールの投資収支をみると、直接投資では、政府系投資ファンドによる投資を中心にASEAN最大の対外直接投資国であるが、一方、法人税の実効税率が他のアジア諸国と比較して低いことから対内直接投資も大きく、収支戻は純流入が続いている。しかし、証券投資をみると、対外投資は積極的であるものの、それに比べ対内投資は相対的に大きくないので、全体では流出超となっている。その他投資でも、基本的に流出超となっており、その結果、投資収支全体でも純流出が続いている。なお、2015年は、香港と同様に、僅かではあるが、証券投資もその他投資も、対内投資（負債）は純流出となったが、2016年は純流入に転じている。

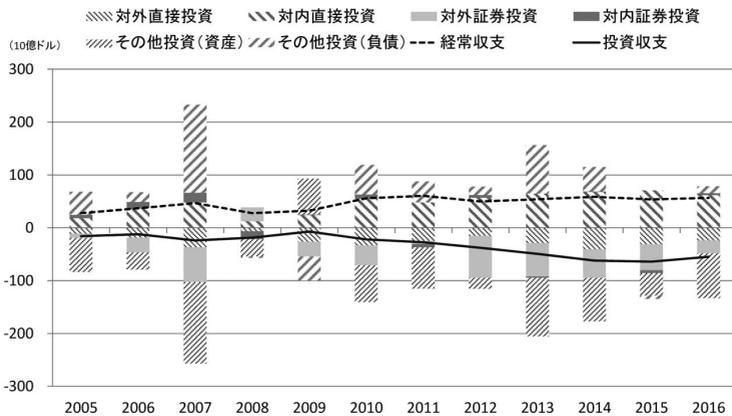
以上をまとめると、香港とシンガポールは、旺盛な対外投資需要を、有数の国際金融市場であることを背景に、香港は「その他投資」の対内投資

資金で、シンガポールは直接投資の対内投資資金で賄っているとみることができ、外的ショックによってそれぞれの国際金融市場が不安定になると、短期の海外資金が急激に引き上げていく可能性は残っている。特に、香港は、海外金融機関の資金への依存度が高く、運用・調達の期間のミスマッチには留意する必要がある。



(出所) IMF, Census of Statistics of HK Government

図2-2 香港の国際收支推移



(出所) IMF, Department of Statistics of Singapore Government

図2-3 シンガポールの国際收支推移

## 2.4 台湾

台湾は、リーマン・ショック以降、経常黒字が拡大している。ただし、2013年以降は、輸出入ともに前年比を下回るなかで生じる「不況型黒字」といえ、対中輸出依存度が大きい台湾にとって、中国の景気停滞は大きな懸念要因である。投資収支をみると、直接投資は、中国向けなど対外直接投資が対内直接投資を上回り収支戻は流出超である。証券投資も、対外証券投資が対内証券投資を上回り収支戻は流出超である。2015年は、中国の景気低迷懸念などから、2008年や2011年と同様、僅かではあるが対内証券投資が純流出になり、外国人投資家の資金の引き揚げが目立った。また、その他投資も、2015年には、対内投資（負債）が純流出になり、証券投資と同様に資金が引き揚げられたことがわかる。しかし、2016年は、こうした傾向に歯止めがかかっており、特に、対内証券投資が拡大している。投資収支全体をみると、大規模な台湾ドル買い介入を行った2009年以外は流出超となっている。

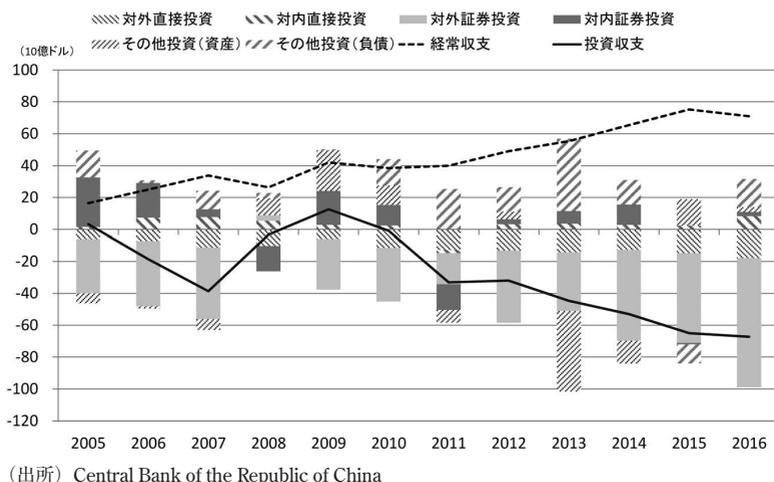


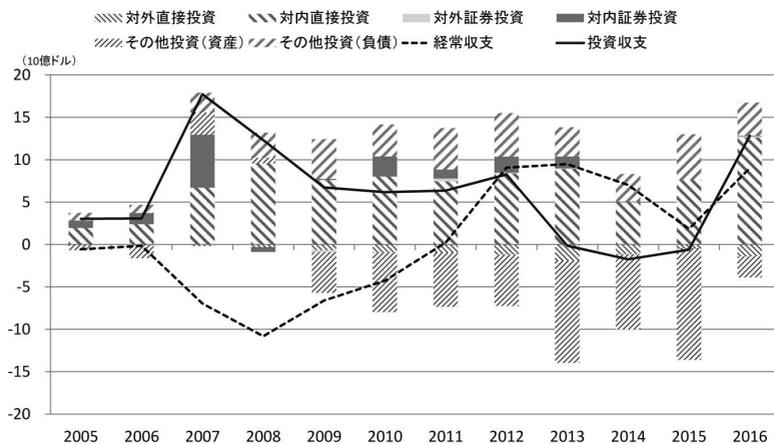
図2-4 台湾の国際収支推移

## 2.5 ベトナム

ベトナムの経常収支は、2007、8年は大幅な赤字を計上したが、外資主導による輸出の急拡大により慢性的な赤字だった貿易収支が黒字に転じた結果、2011年以降黒字に転じ、その後も黒字を維持している。また、これにより、それまで一方的な下落を続けてきたベトナム・ドン相場は下げ止まり、為替相場の安定が物価の安定にも寄与する形となった。輸出の主役は、従来の一次産品・軽工業品から携帯電話や半導体などのエレクトロニクス製品に変わりつつある。2014年以降は、金融緩和にともなう内需拡大により輸入が増加し、黒字幅が大きく縮小した。2016年は、前半は、サムスン電子製の「ギャラクシーノート7」の発火問題が響いて貿易収支は赤字が続いたが、その後回復し、経常収支（速報）では、通年で前年を上回った模様である。今後は、中国の景気が停滞すると輸出の加速が見込みにくくなる一方、底堅い内需を背景にした輸入増加も見込まれることから、赤字転化の可能性はある。

一方、投資収支は、日韓の製造業を中心とした堅調な対内直接投資の資金を中心に黒字を続けており、この黒字が2010年までの経常赤字をファイナンスしていたといえる。証券投資は、資本規制があるため、対内・対外ともにその動きは極めて少額であるが、2015年は、原油安を背景にエネルギー関連株が軟調に推移したので対外投資が純流出となった。その他投資は、2013年に、金の地金を預けることで金利を得ることができる「金預金」という同国の特異な制度が廃止されて以降、国内の投資資金が流出して対外投資（資産）の流出が拡大していたが、2016年には歯止めがかかったものと推測される。その結果、2016年は、投資収支が経常収支とともに黒字に転じた。しかし、同国では、こうした国内個人投資家の資金流出の動向には十分留意する必要がある。

外貨準備をみると、経常黒字を背景に、2011年初の100億ドルから2014年末には340億ドルまで積み上がった。しかし、2015年前半に経常赤字に陥ったため、ドンの対米ドルレートの切下げ圧力が増大し、ドルペッグを



(出所) IMF, The State Bank of Vietnam

図2-5 ベトナムの国際収支推移

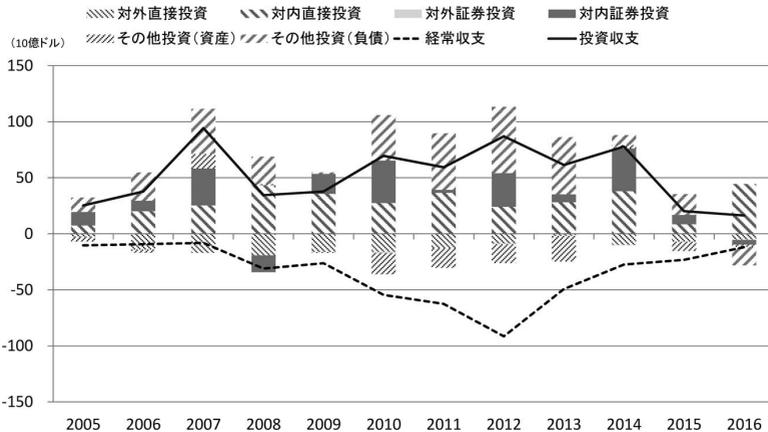
維持するために米ドル売り・ドン買い介入が行われた結果、280億ドルまで減少した。しかし、その後、ドンを機動的に切下げたことや対内直接投資資金の流入拡大によって、最終的に減少は比較的軽微で済み、2016年には400億ドルを超え史上最高となった。もっとも、適正基準から判断すると（詳細は後述）、それでも十分とはいえず、経常収支の動向如何で資金ポジションが脆弱になるリスクがある。

## 2.6 インド

インドの経常収支は、2008年以降、貿易赤字の急拡大を背景に、経常赤字幅が年々拡大していたが、2012年をピークに、現在は減少傾向にある。2012年までの赤字幅急拡大の背景には、国内消費の増加や対外直接投資にともなう資本財輸入の増加などにより輸入が急増したことに加え、原油価格が上昇したこと、さらには、世界最大の金輸入国として金銀輸入が貿易赤字の相応分を占めていたことがある。しかし、2013年以降は、ITサービスを中心としたサービス収支の増加や、在外インド人労働者の労働者送金の受取を中心とする第一次所得収支の増加に加えて、関税率の引き上げ

などの金の輸入抑制措置による金の輸入額の減少や、原油価格の下落による貿易赤字の縮小によって、経常赤字は改善に向かっている。また、2014年5月に10年振りに政権が交代し、経済改革派のモディ新政権への期待からルピー高となったことも背景にある。

同国の経常赤字は、その他投資の資金流入でファイナンスされている部分が多い。2008年頃から対内直接投資の割合も増えてきているが、投資収支の黒字の半分以上は、概ね、その他投資が占めている。また、年によってバラツキがあるものの証券投資の流入分も相応にある。このように、経常赤字が、主に、その他投資や証券投資の資金流入によってファイナンスされていると、2008年の対内証券投資の純流出にみられるように、短期的に海外資金が大量に流出すれば支障が出てくる可能性はある。しかし、その他投資に限れば、対内投資には非居住者の個人預金も含まれるので、在外インド人からの資金流入が下支えする構造になっており、2015年まで純流入が続いていた。ただし、2016年は、速報ベースでは純流出に転じている。この背景には、3年前に導入された、期間3年の在外インド人向け外貨預金が満期を迎えたことや、不正蓄財の温床となっていた高額紙幣の



(出所) IMF, Reserve Bank of India

図2-6 インドの国際収支推移

廃止の特殊要因が影響していると考えられる。もっとも、経常赤字の縮小傾向は続いている一方、対内直接投資もインフラ整備による外国資本の呼び込みや規制緩和の効果もあって好調であったことから、国際資金フローの面では特段の問題は発生しておらず、それゆえに、インド・ルピー相場も概ね安定していたといえる。

### 3. 東アジアの国際収支動向の総括と課題

東アジア全体をみると、経常収支については、アジア通貨危機以降、全ての国・地域で黒字となった。その後、タイ、インドネシアで赤字に転落したが、近年は回復している。インドは、引き続き赤字が続いているが、改善傾向が顕著になってきている。投資収支では、危機以前は、ほぼ全ての国・地域が基調的には純流入であったのに対し、危機以後は、純流出の国がほとんどである。これらの国々の純流出は、多くは経常収支の改善や黒字拡大を背景にしており、国内に蓄積された資金をもとにした対外直接投資や対外証券投資の増加も一因といえるので、必ずしも純流出自体が問題であるとはいえない。また、こうした対外直接投資や対外証券投資の定着により、将来的には、対外投資からの配当金や金利収入など第一次所得収支の増加が期待できるため、経常収支の安定に寄与する面もある。もっとも、2015年や2016年には、中国景気停滞の深刻化や米国の利上げを契機とした市場マインドの変化から、タイ、マレーシア、フィリピン、韓国で対内証券投資の純流出がみられ、また、タイ、インドネシア、中国、インドでは、その他投資の対内投資（負債）の純流出もみられており、短期的な外国人投資家・金融機関の資金引き揚げも観測された。こうした動きが、自国の投資家や金融機関の海外への資金逃避まで及ぶと、経常赤字国においては、そのファイナンスに支障が出てくる可能性もある。ただし、今のところ、こうした海外資金の引き揚げは一過性のものであり、特に、対内証券投資については利益確定のための動きもあることを考慮すれば、アジア通貨危機時のような大量な資金の引き揚げが連続して観測されている状

況ではない。また、同地域の対内直接投資の流入に著変なく、こうした長期資金の流入が下支えしているのに加え、ベトナムを除き外貨準備のバッファが相当積み上がっていることを考慮すれば、アジア通貨危機のような国際収支型の危機は起こりにくくなっているものと判断できる。

#### 4. 東アジアの外貨準備高や対外債務残高の状況

本章では、各国の外貨準備の蓄積について、外貨準備高の適正水準という観点から確認する。外貨準備の一定程度の蓄積は、その国の通貨安定のために必要であると考えられる。特に、東アジア諸国・地域においては、通貨危機という大きなショックを経験しているため、その再発防止の観点から外貨準備の蓄積が進められてきた。そこで、以下では、近年急増している東アジア諸国・地域における外貨準備高の規模や、その適正水準について考察する。

表4-1 外貨準備の輸入額及び短期対外債務に対する比率

	外貨準備高 (百万ドル)			外貨準備高／ 輸入額 (何ヵ月分)			外貨準備高／ 短期対外債務残高 (何倍)		
	1996年	2003年	2015年	1996年	2003年	2015年	1996年	2003年	2015年
アジア通貨危機経験国									
韓国	34,037	155,284	367,962	2.7	10.4	10.1	0.46	2.74	3.53
タイ	37,731	41,077	151,266	6.3	6.6	9.7	0.76	3.55	2.88
マレーシア	27,009	44,515	104,795	4.1	6.4	7.1	2.03	3.74	1.37
フィリピン	10,030	13,457	80,666	3.7	4.3	9.9	1.11	1.12	5.34
インドネシア	18,251	34,962	105,931	5.1	12.9	9.4	0.49	2.23	2.76
その他の東アジア諸国・地域									
中国	107,039	408,151	3,345,194	9.3	11.9	17.0	3.34	10.16	4.07
台湾	88,038	206,632	449,811	10.3	19.5	18.3	4.32	7.42	3.11
香港	63,808	118,360	386,240	3.9	6.1	8.9	0.36	1.64	0.43
シンガポール	76,847	95,746	251,058	7.0	9.0	10.8	0.43	1.58	0.26
ベトナム			28,250			2.0			2.68
インド			334,311			10.2			4.10

(注) 1. 1996, 2003年の計数(ベトナム, インドを除く)は経済産業省「通商白書2005年」より抜粋。

2. 2015年の外貨準備高及び輸入額比率はJETRO ホームページ各国「基礎的経済指標」及び各国中央銀行資料より算出。

3. 2015年の短期債務残高は、台湾, ベトナムを除きJoint BIS-IMF-OECD-WBの「Gross External Debt Position by Sector」より算出。

台湾は「台湾中央銀行統計」より、また、ベトナムは「International Debt Statistics (2017)」より2015年の短期債務残高を同年の外貨準備高で除して算出。

(出所) 経済産業省「通商白書2005年」、Joint BIS-IMF-OECD-WB「Statistics on External Debt」、各国中央銀行統計、JETRO 各国「基礎的経済指標」

外貨準備高の適正水準については、様々な見解があり、必ずしも統一的な指標は確立されていないが、実務的な観点からの外貨準備高の評価指標として、輸入額や短期債務残高比率がある。「外貨準備高／輸入額」は、外貨準備でどの程度の期間の輸入代金を賄うことが出来るのかを表わしており、目安として輸入の3か月分以上が必要とされる。また、「外貨準備高／短期債務残高」は、対外ファイナンスが困難になった場合のその年に支払期限が来る債務に対する外貨準備での支払能力を表わし、1年分相当(100%)がベンチマークとされる。

まず、アジア危機経験国の外貨準備の動向をみる。各国の外貨準備高は、アジア通貨危機直前の1996年と比べると、現在は、韓国の11倍を筆頭に、4～8倍に飛躍的に拡大している。また、輸入額との対比でも、危機発生前に比べて各国とも数値が改善しており、その水準は、貿易取引との関係では適正とされる3か月分を大きく上回っている。ただし、2003年と比べると、韓国、インドネシアでは、若干ではあるが減少している。短期債務残高比でみると、1996年では、外貨準備高が短期債務残高を大きく下回っている国が多くみられたのに対し、2003年では、フィリピンを除き2倍以上になり、フィリピンも2015年は5倍以上になって大きく改善している。しかし、2003年と2015年を比べると、タイ、マレーシアで数値が低下している。特に、マレーシアでは、2015年の短期債務残高比率では1倍を超えてはいるものの、IMFの推計では、2016年の外貨準備高は1,000億ドルを割り込む一方、短期債務残高は1,282億ドルと1を大きく割り込んでいるとの報道もある。マレーシア・リングットの対ドルレートが、他の新興国通貨に比べて下落幅が顕著であるだけに、大きな懸念材料である。また、インドネシアは、短期債務残高比率では2倍を超えてはいるものの、国債の外国人保有比率が40%近くあるので、米国の利上げによって資金流出圧力がかかる可能性もある。

アジア危機未経験国・地域では、各国・地域の外貨準備高は、アジア通貨危機直前の1996年と比べると、中国の30倍以上の飛躍的増大は別格とし

ても、他の国でも3～6倍に積み上がっている。また、輸入額との対比でも、危機発生前に比べて各国とも改善している。しかし、短期対外債務残高比では、2003年では改善がうかがえたものの、2015年では、各国とも1996年とほぼ同程度に逆戻りした感がある。特に、中国の外貨準備高は、2017年1月には6年振りに3兆ドルを下回り、資金逃避が懸念されている。もっとも、翌2月には、規制強化の影響もあり3兆ドルの大台を回復しており、IMFの試算でも適正残高は2.6～2.8兆ドルと未だ2,000～4,000億ドルの余裕がある。さらには、中国には未だ資本取引規制が存在するので、1.7兆ドルでも十分との試算もある。中国の過剰債務問題は深刻ではあるが、対外債務に限ると、外貨準備の短期対外債務残高比は4倍もあるので、この点から見る限り、今すぐ中国発の通貨危機が起きるといった状況にはないものと思われる。なお、香港、シンガポールにおいても、2015年の短期対外債務残高比が2003年に比べ大きく減少しているが、これは、アジアの国際金融センターとして成長した結果とも考えられるので、これらの地域の特殊性も考慮に入れて評価する必要があるだろう。福田慎一（2008）の分析によれば、こうした短期債務残高比が一時期に比べ小さくなるのは、外貨準備の蓄積により流動性危機のリスクが軽減された結果であり、低金利の短期債務残高が増加したためであるとの指摘もあるので、一概に問題とはいえない。しかし、一方で、福田慎一（2008）は、外貨準備の増大は、外貨準備の利回りが総じて低いために短期債務の増大と併せて恒常所得の減少をもたらし、牽いては、国内消費の減少というコストをもたらしているとも指摘している。そうだとすると、外貨準備の増大の弊害についても留意する必要があると考えられる。また、外貨準備の増大は、同時に当局の通貨介入があったことを示すものであり、介入による通貨安誘導の悪影響も考慮する必要がある。確かに、通貨安は、中国に典型的にみられるように、輸出増による貿易財産業の拡大をもたらし、貿易財産業が資本集約的である場合においては、この拡大が国内投資の拡大を通じて経済成長にプラスの影響を及ぼす傾向がある。しかし、外貨準備の増大は、中国では国内投

資の大幅な拡大をもたらしたが、他の東アジア諸国では、逆に、国内投資を低迷させる傾向もうかがえる。すなわち、外貨準備の増大は、非貿易財産業の縮小を通じて、中長期的な経済成長を低迷させるリスクを高めている点にも留意する必要がある。実際、最近は、中国の貿易財産業での設備投資に端を発する投資主導の経済成長は、過剰設備を生じさせ、中長期的な安定成長の弊害となることも指摘されており、経済成長の持続可能性という観点でみれば、介入による通貨安に基づく経済成長自体にも問題が多いといえよう。

## 5. 危機に対する金融セーフティネットの整備

本章では、金融セーフティネットを、ある国が危機に陥り、他国からの債務返済に窮した際に支援を受ける仕組みと定義する。代表的なものには、IMFの融資制度がある。IMFには、様々な融資制度があるが、急激な資本流出など短期的な国際収支上の問題が起きた加盟国を支援するものに「スタンド・バイ取極（Stand-By Arrangement: SBA）」がある。SBAの適用期間は通常12～24ヶ月で、返済期間は3.25～5年となっている。また、中・長期的な国際収支上の問題解決に取り組む加盟国への支援を目的とした「拡大信用供与措置（Extended Fund Facility: EFF）」もある。EFFの適用期間は最長4年で、返済期限は4.5～10年となっている。こうした旧来の融資制度に加え、自国が適切な政策を講じているにもかかわらず他国の危機からの伝播に備えるための予防的融資メカニズムとして、「予防的流動性枠（Flexible Credit Line: FCL）」と「Precautionary and Liquidity Line (PLL)」がリーマン・ショック後に創設され、メキシコ、コロンビア、ポーランドが前者による支援を受けている。

一方、東アジア諸国では、前章でみてきたように、域内外の危機の影響を防ぐために外貨準備を増やすと同時に、2国間の通貨スワップ取極（Bilateral Swap Arrangements: BSA）を締結することで金融セーフティネットを準備し危機に備えてきた。すなわち、IMFなどの国際的枠組とは別に、

ASAEN10か国と日本、中国、韓国の計13か国（ASEAN + 3）は、域内の取組みとして、2000年に「チェンマイイニチアティブ（CMI）」を創設した。CMIは、危機の生じた国から要請があった場合に、当該国の通貨と要請を受けた国が保有する外貨準備（米ドル）を交換する2国間通貨スワップ取極のネットワークであり、その目的は、域内の国際収支上の問題発生や短期流動性への対応とIMFなど既存の国際的枠組みの補完である。

2003年末までに、日本、中国、韓国、インドネシア、マレーシア、シンガポール、フィリピン、タイの間で2国間通貨スワップ取極が締結された。ただし、取極の発動に際しては、総額の80%はIMFプログラムの発動が要件であった。逆に言うと、総額の20%までは、IMFプログラムの発動の有無にかかわらず、当事者間の合意で自由に発動が可能となった。このIMFプログラムなしで発動可能な割合を「IMFデリンク割合」という。

また、CMIは、あくまで2国間の通貨スワップ取極のネットワークであったため、発動するには取極を結ぶ国とそれぞれ交渉が必要で、発動までに時間がかかる仕組みであった。そこで、支援の迅速化・円滑化を図る観点から、2010年3月、一本の契約の下で通貨スワップ発動のための当局間の意思決定手続きを共通化したCMIM（Chiang Mai Multilateralization: CMIの「マルチ化」）に改組された。

このマルチ化後、これまでCMIのネットワークに参加していなかったブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナムを含め、全てのASEAN加盟国と日中韓が参加することとなり、各国の引出可能額合計は当初1,200億ドルに及んだ。また、資金の引出しには、当該国の経済や金融状況に関するレビューの完了等の条件を満たす必要があるとされた。

その後、2012年5月のマニラで開催された第15回ASEAN + 3財務大臣・中央銀行総裁会議で、欧州債務危機の伝播を防いで域内金融市場の安定を図るために、CMIMが強化された。具体的には、①資金規模の1,200億ドルから2,400億ドルへの倍増、②IMFデリンク割合の20%から30%への引き上げ（一定の条件のレビューを前提とし2014年に40%への引き上げ）、

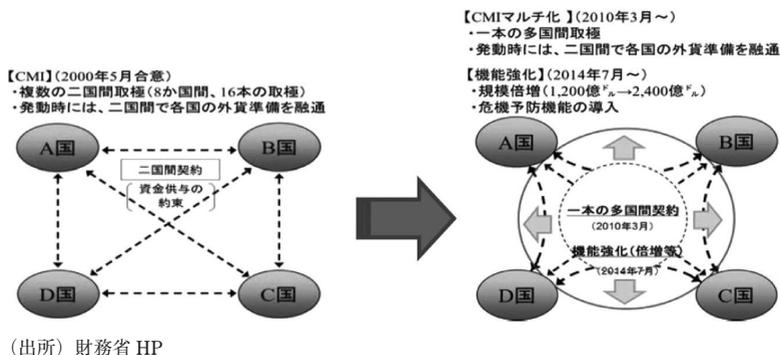


図5-1 CMI と CMIM の対比イメージ図

③「危機予防機能 (CMIM Precautionary Function: CPF)」の導入などが合意された。③の危機予防機能 (CPF) とは、既存の CMIM (以降「CMIM 安定ファシリティ (CMIM-SF)」と呼ぶ) が危機発生後に資金供与する危機対応メカニズムであるのに対し、危機発生前に予防目的の資金供与を可能にする危機予防メカニズムであり、新たに「CMIM 予防ライン (CMIM-PL)」として創設された。

この危機予防機能は、2008年秋、リーマン・ショックの直後に、韓国とシンガポールが、既存の CMI ではなく米連邦準備制度理事会 (FRB) に対して緊急通貨スワップ・ラインの発動を求めたことで明らかになった CMI の不備を改善しようとするものである。当時、韓国は、同国の経済運営の失敗というより寧ろ世界市場の混乱から生じたドルの流動性問題に直面していた。CMI の引出に際しては IMF の関与が必要であるが、韓国政府は、アジア通貨危機時の苦い経験から、その申し入れは政治的に受け入れがたく、CMI の活用を意識的に回避した。この問題は、IMF のリンケージがある限り存在するが、CMIM-PL では、事前のコンディショナリティ (モニタリング) に基づき、厳格な事後条件なしに資金が提供されることになっているので、CMIM-SF よりは幾分かは引出し易くなったといえる。

しかし、CMIM-PLの事前の適格要件と事後のコンディショナリティは、規定では、①対外ポジション及び市場へのアクセス、②財政政策、③金融政策、④金融セクターの健全性とその監督、⑤統計データの妥当性からなる5つの適格分野を柔軟に適用することとされているだけで、その責任はASEAN+3が担うのか、それともIMFなのか、公式ステートメントを見る限り明確にされていない。なお、CMIM-SFとの関係については、ア)メンバーの引出額(危機予防または危機対応)は当該メンバーの引出可能総額の範囲内とする、イ)CMIM-SF及びCMIM-PLからの二重引出しの禁止、ウ)CMIM-PL適用国が危機に陥り追加的支援が必要な場合はCMIM-PLからCMIM-SFへの移行を認めることが定められている。

一方、こうしたCMIMの意思決定を効果的にし、その有効性をより強固なものにするために、2011年7月、独立した地域経済のサーベイラン

表5-2 CMIM参加各国の貢献額、借入乗数、引出可能総額、投票権率

	貢献額 (億ドル)	貢献割合 (%)	買入 乗数	引出可 能総額	投票権合計			投票権率 (%)	
					基本票	貢献額票			
日中韓	1,920	80		1,173	9.60	192	201.6	71.59	
日本	768	32	0.5	384	3.20	76.8	80	28.41	
中国	768	32	28.5	0.5	342	3.20	68.4	71.6	25.43
香港を除く中国			84	3.5	2.5	63	0.00	8.4	8.4
韓国	384	16	1	384	3.20	38.4	41.6	14.77	
ASEAN	480	20		1,262	32.00	48	80	28.41	
インドネシア	91.04	3.793	2.5	227.6	3.20	9.104	12.304	4.369	
タイ	91.04	3.793	2.5	227.6	3.20	9.104	12.304	4.369	
マレーシア	91.04	3.793	2.5	227.6	3.20	9.104	12.304	4.369	
シンガポール	91.04	3.793	2.5	227.6	3.20	9.104	12.304	4.369	
フィリピン	91.04	3.793	2.5	227.6	3.20	9.104	12.304	4.369	
ベトナム	20.0	0.833	5	100.0	3.20	2	5.2	1.847	
カンボジア	2.4	0.100	5	12	3.20	0.24	3.44	1.222	
ミャンマー	1.2	0.05	5	6	3.20	0.12	3.32	1.179	
ブルネイ	0.6	0.025	5	3	3.20	0.06	3.26	1.158	
ラオス	0.6	0.025	5	3	3.20	0.06	3.26	1.158	
合計	2,400	100		2,435.0	41.60	240	281.6	100	

(注) 引出可能総額 = 貢献額 × 買入乗数、基本票は各国一律3.20で、貢献額票は貢献額に比例。

(出所) 財務省 HP

ス・ユニット（監視機関）として、「ASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office: AMRO）」が、シンガポールに設立された。AMROは、地域経済の効果的な監視・分析を行い、リスクを早期に発見し、適切な政策を提案する機関として期待されている。

この他、CMIに基づくスワップ取極以外に、日本は、インドネシア、フィリピン、シンガポール、インドとの間で二国間の通貨スワップを締結し、中国も、経常取引等の決済にそれぞれの自国通貨を利用し輸出・投資促進を図る目的で、韓国、マレーシア、タイ、インドネシアなどと同様の通貨スワップ取極を結んでいる。CMIのような緊急時の流動性支援とは性格が異なるものの、広い意味で危機再発防止の一助にはなるものと考えられる。

こうした金融セーフティネットは、金額面では、アジア通貨危機時やリーマン・ショック時の資本流出額の規模から考えれば、既に十分と評価できるが、危機が起きた時に実際に発動できなくては意味がない。ここで問題となるのがCMIMのIMFデリンク割合（現行30%）である。先述の通り、リーマン・ショック時に、韓国は、CMIを使用せずFRBとの二国間通貨スワップ取極によるドル資金供給を受けた。背景には、アジア通貨危機時のIMFプログラムのコンディショナリティの厳しさの記憶から生じるIMFに対する嫌悪がある。その後のCMIMの強化によりこの問題は改善されてはいるが、デリンク割合が100%にならない限り完全には解消しない。同様な地域単位の金融セーフティネットには、欧州安定メカニズム（European Stability Mechanism: ESM）、ラテン・アメリカ準備基金（Fondo Latinoamericano de Reservas: FLAR）、アラブ通貨基金（Arab Monetary Fund: AMF）などがあるが、これらは、いずれも支援要請国に対する融資実施に際し必ずしもIMFプログラムの発動を条件としていない。

そもそも、CMIMにおけるIMFプログラムとのリンクの意義は、東アジアでのIMFの影響力低下の懸念を払拭すると同時に国際社会でのCMIM導入を容易にすることであり、また、大きな危機時にはIMF支援

が必要となるという考え方がある。しかし、後者については、一つか二つの小さな国で発生する小規模な危機の場合、IMFの関与なしに地域の金融セーフティネットで緊急融資をした方が危機回避には優れているとの見解もある。

なお、2017年1月5日付き「日本経済新聞」朝刊に、「2017年中にも各国の合意で貸し借りできるドルの融通枠を現在の720億ドル（約8兆円）から960億ドル（約11兆円）へ約3兆円増やす」との報道があった。これは、前述の2012年5月の第15回ASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議で検討された「デリンク割合40%引き上げ」の3年越しの実現に向けた動きと推測されるが、本件については、その後、政府・財務省からの正式発表はない。溝が深まるばかりの日中韓の関係や、不安定なトランプ政権下の米国やIMFとの複雑な関係のなかで、その実現は困難が予想されるが、アジア発の通貨危機を再発防止のためには、いち早くデリンク割合を増やしCMIMを一層充実したものにすることが肝要であり、各国首脳・閣僚を含む政策当局者には粘り強い交渉が望まれる。

## 参 考 文 献

- 秋山文子（2016）「インドネシア経済の現状と注意点」『Newsletter』国際通貨研究所（2016年1月22日）
- 菊池しのぶ（2014）「インドネシアの経常収支悪化に歯止めはかかったのか」『みずほインサイト』（2014年1月29日）みずほ総合研究所
- 熊谷章太郎（2014）「直接投資受入国から投資国へ転換するタイ、マレーシア」『アジア・マンスリー 2014年5月号』日本総合研究所
- 公益財団法人アジア成長研究所『東アジア12か国・地域経済動向』各号
- 中村正（2017）「インド経済の現状と注意点」『Newsletter』国際通貨研究所（2017年1月23日）
- 西濱徹（2017）「アジア・新興国～人民元安のマグマは収束するか～」『内外経済ウォッチ』第一生命経済研究所（2017年2月号）
- 西濱徹（2017）「アジア（中国・インド・NIES・ASEAN5）経済見通し」『Asia Trends・マクロ経済分析レポート』第一生命経済研究所（2017年2月28日）

- 福田慎一（2008）「世界金融危機と流動性供給：日本の経験との比較」『（平成20年度内閣府経済総合研究所委託調査）日本経済の主要な対外リスクに関する研究報告書』慶應義塾大学
- 堀江正人（2015）「ベトナム経済の現状と今後の展望」『経済レポート』三菱UFJリサーチコンサルティング（2015年2月20日）
- 堀江正人（2015）「フィリピン経済の現状と今後の展望」『調査レポート』三菱UFJリサーチコンサルティング（2015年3月17日）
- 堀江正人（2016）「タイ経済の現状と今後の展望」『経済レポート』三菱UFJリサーチコンサルティング（2016年5月30日）
- 堀江正人（2016）「インド経済の現状と今後の展望」『経済レポート』三菱UFJリサーチコンサルティング（2016年6月23日）
- みずほ総合研究所『みずほアジア・オセアニア情報（月報）』各号
- 三尾幸吉郎（2017）「図表でみる中国経済（国際収支編）～資金流出を分析した上で人民元の行方を探る」『基礎研レポート』ニッセイ基礎研究所（2017年1月24日）
- 三菱東京UFJ銀行『ASAEN・インド月報』各号
- 矢作大祐（2013）「資産構成から見るアジア新興国の外貨準備」『大和総研金融資本市場レポート』（2013年8月8日）
- 各国中央銀行ホームページ
- 各国証券取引所ホームページ
- 財務省ホームページ
- 日本貿易振興機構（ジェトロ）ホームページ
- International Monetary Fund ホームページ
- World Federation of Exchanges ホームページ