

# 新興国に向かう資本フローの現状と展望

## —ASEAN諸国の金融リスクと中国の影響、求められる政策対応—

調査部 主任研究員 清水 聡

### 目 次

1. はじめに
2. 新興国に向かう資本フローを巡る議論
  - (1) 資本流入の拡大がもたらすリスク
  - (2) 資本流出と新興国の金融危機
  - (3) 各国の金融リスクを示す指標
  - (4) 資本フローの決定要因
3. 新興国に向かう資本フローの近年の動向
  - (1) 近年の資本フローの動向とその背景
  - (2) 2018年の資本フローの動向
  - (3) 資本フローに関連した問題
  - (4) アルゼンチンおよびトルコで生じた混乱とその原因
4. ASEAN諸国の動向
  - (1) 資本フローの変動とその影響
  - (2) 対外的脆弱性
  - (3) 金融的脆弱性
5. 中国の経済動向や金融ショックの波及
  - (1) 中国とASEAN諸国の関係の深化
  - (2) 中国から世界への金融面の波及
  - (3) 中国の当面の金融情勢
6. ASEAN諸国に求められる政策対応
  - (1) 政策の全体像
  - (2) 資本フローの変動を制御するための諸政策
  - (3) 域内金融協力の強化
7. おわりに

## 要 約

1. 2008年に発生した世界金融危機以降、先進国の大規模な金融緩和によって新興国に向かう資本フローの拡大が加速し、先進国と新興国の経済・金融の連動性が高まった。また、新興国において債務の増加が発生している。このような状況の下、新興国が抱える金融リスクを評価するに当たっては、マクロ経済の運営状況、対外的脆弱性、金融的脆弱性から判断することが重要である。
2. 近年、新興国に向かう資本フローは減少傾向となっている。資本フローの決定要因としては、①アメリカの金融政策、②先進国と新興国の成長率格差、③新興国におけるマクロ政策・マクロプルーデンス政策・資本取引規制などの運営状況とその結果としての対外的・金融的脆弱性、④新興国の金融資本市場の深化の程度、などがあげられる。新興国では、政府・企業・家計の債務の増加や金融資本市場における海外投資家比率の上昇が、金融リスクを高める要因となっている。2018年にはアルゼンチンやトルコで通貨の暴落が発生したが、これらの国では、経常収支赤字の対GDP比率が5%を超えるなど対外的脆弱性が高かったこと、経済政策の運営体制に問題があったことなどが混乱をもたらす原因となった。
3. ASEAN諸国においても、近年、資本流入の減少傾向がみられ、とくにテーパー・タントラム以降、その傾向が顕著になっている。ASEAN諸国の対外的・金融的脆弱性に問題は少ないが、2018年にはアルゼンチン・トルコの混乱や米中貿易摩擦の深刻化などを受けてASEAN諸国からも資本が流出し、為替レート・株価・債券価格が下落した。また、ASEAN諸国の金融システムにも全く問題がないわけではなく、各国において企業・家計債務の対GDP比率が高止まりしているほか、国内金融システムの規模が小さいインドネシアやフィリピンを中心に企業の外貨建て借り入れへの依存度が高くなっている。これらのリスク要因は各国金融当局の規制監督によってコントロールされているが、万一、資本流出が深刻化した場合には、金融不安定化を加速させることもありうる。
4. ASEAN諸国の金融リスクが小さいことから資本フローが不安定化する可能性は低いといえるが、海外で発生する様々な問題の影響がある程度及ぶことは避けられない。この点に関しては、中国経済の大幅な減速が最大の懸念材料といえる。仮にこれが現実化すれば、経済的に密接な関係にあるASEAN諸国の成長に影響が及び、投資対象としての魅力が低下して資本流入が減少する可能性がある。また、人民元の対ドルレートや中国の株価の下落が、ASEAN諸国の為替レートや株価の下落に波及することも懸念される。現状、中国において資本流出は大幅に減少しているが、これは資本流出規制が奏功していることが大きな要因であるとみられる。今後、人民元の減価と資本流出の悪循環が再発する可能性もないとはいえず、十分注意する必要がある。
5. 資本フローの変動をもたらす実体経済への悪影響を避けるためにASEAN諸国に求められることは、第1に、資本流入を監視し過剰な流入ならびにそれがもたらす経済の過熱を防ぐこと、第2に、急激な資本流出に備えるとともに、それが実際に起こった場合には迅速かつ適切に対処すること、第3に、対外的・金融的脆弱性を改善して様々な問題が発生する可能性を引き下げること、となる。具体的

---

な対策としてあげられるのは、①マクロ政策（財政・金融・為替政策）、マクロプルーデンシャル政策、資本取引規制を適切に実施して資本フローの安定を維持するとともに対外的・金融的脆弱性の改善を図ること、②緊急時の流動性供給のための通貨スワップや経済の相互監視などの域内協力体制を強化すること、③金融面の海外依存度を引き下げるため、債券市場の整備や機関投資家の育成などの国内金融システム整備に注力すること、などである。

6. 2019年に入り、アメリカの金融引き締めスタンスが修正されつつあり、新興国に向かう資本フローも回復傾向となっている。今後も、しばらくは現在の傾向が続く可能性がある。しかし、一方では、世界的に政治・経済の不透明感が強まっており、ASEAN諸国にとっては金融安定や経済成長の引き上げに注力することがますます重要になると考えられる。国内のリスク要因は今のところコントロールされており、大きな問題は発生していないが、アメリカとの摩擦が長引く中国の動向から深刻な影響を受ける可能性はあり、十分注意しておかなければならない。また、蓄積した債務の状況を監視することや、資金調達の海外依存度の引き下げに努めることも不可欠である。1997年のアジア通貨危機以来、日本は域内金融協力の枠組みの下でASEAN諸国に対する支援を継続し、多くの成果をあげてきたが、一方でASEAN諸国の金融システムは依然として銀行中心であり、ドルに依存する状況も大きくは変化していない。金融システム整備への取り組みは、金融安定の観点から極めて重要である。今後の日本の支援のあり方について、十分に議論すべきであろう。

## 1. はじめに

アメリカの金融政策が正常化に向かう一方、世界的に政治・経済の不透明感が強まるなかで、新興国に向かう資本フローの変動が拡大している。2018年には、経済ファンダメンタルズに問題があるアルゼンチンやトルコにおいて大規模な資本流出や為替レートの下落が発生し、ASEAN諸国を含む他の新興国も一定の影響を受けた。

1997年のアジア通貨危機以来、資本フローの変動がもたらす新興国の混乱はたびたび発生しているが、今後もこのような状況は続くであろう。米中貿易摩擦などもあって中国経済の一段の減速が懸念されていること、イギリスのEUからの離脱の行方が混とんとしていることなど、世界経済がますます不確実性を強めていることから、投資家のリスク・テイクの意欲は今後も大きく変動することが予想される。

そこで本稿では、最近の新興国に向かう資本フローの動きについて幅広く検証しつつ、とくにASEAN諸国の金融リスクに注目する。ASEAN諸国は1997年のアジア通貨危機を経験して全面的な金融・企業改革を行ったため、金融リスクを示す対外的脆弱性および金融的脆弱性は大きく改善した。金融システムも新興国のなかでは最も健全な部類であり、金融面で混乱が起こる可能性は小さいと考えられる。とはいえ、2008年の世界金融危機以降、急激な資本流入を受けて民間部門債務の対GDP比率が大幅に上昇するなど、脆弱性が高まっている面もあり、金融リスクが全くないわけではない。このような状況を踏まえ、今後、ASEAN諸国においてどのような政策対応が求められるかを検討したい。なお、本稿で扱うASEAN諸国は、原加盟5カ国（インドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイ）である。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、新興国に向かう資本フローについて議論するための基本的な考え方を説明する。第3節では、世界金融危機以降の新興国に向かう資本フローの動向とその背景を述べるとともに、新興国における債務の増加や金融資本市場の海外投資家比率の上昇に触れる。アルゼンチンやトルコの状況にも言及する。第4節では、ASEAN諸国における近年の資本フローの変動とその影響についてみた上で、これらの諸国の対外的・金融的脆弱性を検証する。第5節では、中国の経済・金融動向がどのように世界に波及するかをみるとともに、中国の金融情勢を確認する。第6節では、ASEAN諸国に求められる政策対応について多角的に分析する。第7節はまとめである。

先進国から新興国に向かう資本フローを決定している要因としては、アメリカの金融政策などの先進国側の要因に加えて、新興国の成長率（先進国との格差）、経済の健全性やそれを維持するための政策、国内金融資本市場の深化の程度、などがあげられる。これらの新興国側の要因も十分検討しなければならない。

2019年に入り、アメリカの金融引き締めスタンスが修正されつつあり、新興国に向かう資本フローも回復傾向となっている。今後も、しばらくは現在の傾向が続く可能性がある。2018年に通貨の暴落に見舞われたアルゼンチンやトルコに比較すればASEAN諸国のマクロ経済運営状況は良好であり、対外的・金融的脆弱性も総じて低く、その意味でも資本フローが不安定化する可能性は低い。ただし、各国において企業・家計債務の対GDP比率が高止まりしていること、国内金融システムの規模が小さいインドネシアやフィリピンを中心に企業の外貨建て借り入れへの依存度が高くなっていることなどがリスク要因となっており、注意が必要である。また、現在の環境の下では、海外で発生する様々な問題の影

---

響が新興国に及ぶことは避けられない。ASEAN諸国にとっては、中国の動向が最大の懸念材料である。中国の景気後退や金融ショックがASEAN諸国の成長の減速、資本流出、通貨・株価の下落などをもたらす可能性を考慮し、備えておかなければならない。

資本フローの変動がもたらす実体経済への悪影響を避けるためには、マクロ政策（財政・金融・為替政策）、マクロブルーデンシヤル政策、資本取引規制などを適切に実施して、資本フローの安定を維持するとともに対外的・金融的脆弱性の改善を図ることが求められる。また、緊急時の流動性供給のための通貨スワップや経済の相互監視などの域内協力体制の強化、金融面の海外依存度を引き下げるための国内金融システム整備なども重要である。こうした観点から、1997年のアジア通貨危機以来行われている域内金融協力の取り組みを継続・強化することが望ましいと考えられ、今後の日本の支援のあり方について十分に議論すべきである。

## 2. 新興国に向かう資本フローを巡る議論

### (1) 資本流入の拡大がもたらすリスク

新興国に対する資本流入の拡大は、新興国通貨の増価や株式・債券価格の上昇をもたらすとともに、経済成長を促進するメリットを有する。さらに、新興国の金融資本市場の拡大をもたらす効果もあると考えられる。

その一方で、資本流入は新興国に多くのリスクをもたらす。とくに、世界金融危機以降の動きに注目して、以下の点が指摘されている（注1）。

第1のリスクは、先進国経済・金融情勢との連動性の高まりである。先進国の金融緩和が資本フローの拡大を加速させた結果、先進国と新興国の金融面の連動性が高まっている。現地通貨建ての投資も増加しているが、これは為替リスクが投資家側に移転することを意味し、そのことが資本フローのボラティリティの上昇を招いていると考えられる。

連動性が高まれば攪乱要因が増え、新興国の経済運営は難しくなる。例えば、先進国の金融政策に新興国が追随することが多くなっている。もちろん、固定相場制を採用している場合には、金融政策の独立性が失われているため、対ドルレートを固定していればドル金利の動きに必ず追随する必要がある。しかし、とくに世界金融危機以降は、変動相場制の場合でも追随がみられることが多い。すなわち、変動相場制でありながら金融政策の独立性が限定されていることになる（注2）。

また、先進国の長期金利の変動は投資家のリスク・テイクの意欲を左右するため、国内債券市場において海外投資家比率が高まっている新興国の長期金利に影響を及ぼす。こうして生じる長期金利の連動性は、明らかに強まっている。

このような資産価格の連動性により、資本フローが拡大する局面では、新興国の為替レート・株価・債券価格・不動産価格などが急上昇しがちになる。新興国の株式市場や不動産市場は一般に狭隘であり、価格が合理的な水準を超えて変動しやすい構造となっている。

第2のリスクは、新興国における債務の増加である。資本流入は流動性を増加させるため、インフレやそれに伴う実質為替レートの増価に結びつくとともに、銀行融資や債券発行の形で国内信用の伸びが高まり、民間部門債務（企業・家計債務）が拡大する。また、外貨建て債務も増加することが多い。

これらにより、企業や家計部門の信用リスクが高まり、場合によっては銀行などの金融機関の健全性にも影響が波及する。また、資本流入が拡大する局面では、自国通貨の増価を抑制する為替市場介入によって外貨準備が増加するが、同時に外貨建て債務が拡大すれば対外的脆弱性は高まる可能性がある。

## (2) 資本流出と新興国の金融危機

以上のように拡大した資本フローが反転して起こる新興国の金融危機は、1980年代からたびたび発生している。アジアでも、1997年の通貨危機を初めとして、2008年の世界金融危機、2013年のテーパー・タントラム（米バーナンキFRB議長（当時）による金融政策変更の示唆をきっかけとした混乱）など、危機あるいはそれに準ずる混乱が繰り返されている。

新興国において発生する金融危機の構成要素は以下の通りであり、実際の危機はこれらの組み合わせとなる（注3）。第1に、資本流入の急激な減少を意味する「突然の停止」（sudden stops、注4）である。資本取引をある程度自由化している新興国では、金融危機も対外的な要因で発生するケースが多い。金融危機とは、金融システムが機能不全を起こし、円滑に行われなくなることであり、新興国の場合には資本流入の急激な減少が危機の引き金となる。何らかの要因で資本が流出に転じれば、為替レート・株価・債券価格・不動産価格等の低下、信用（流動性）の縮小、経済成長率の低下などがもたらされる。

為替レートの減価は輸出増・輸入減による経常収支の改善をもたらす可能性もあるが、一方で輸入インフレをもたらし、個人消費の抑制や経済成長率の低下につながる側面を有している。

第2に、通貨危機である。自国通貨の減価を食い止めるために為替介入が実施される場合、外貨準備が減少する。最悪の場合には外貨準備が枯渇し、通貨は歯止めを失って急速に減価する。これを通貨危機という。

第3に、債務危機である。上記のように危機が進行する場合、外貨建て債務が内包するリスクは大きい。これは、借り換えのリスクが大きい（とくに短期債務の場合）うえに、調達金利の上昇や自国通貨の減価によって返済負担が急増するリスクが伴うためである。また、国内債務に関しても、資本流入の過程で債務が過剰となる可能性が大きく、その状況で危機を迎えると国内金利水準の上昇や経済成長の減速が企業の経営状態を悪化させ、債務返済が難しくなる。デフォルトが拡大し、最終的には債務危機が引き起こされる。

第4に、銀行危機である。銀行も外貨建て債務を負っており、為替レートが減価すれば返済負担が拡大する。さらに、融資先の倒産が増加して不良債権比率が上昇すれば、銀行経営が大幅に悪化する。このようにして、全面的な金融危機が発生する。1997年のアジア通貨・金融危機は、まさにこのようなものであった。

第5に、経済危機である。上記の一連の危機の過程で、経済成長率は大幅に低下する可能性がある。アジア通貨危機や世界金融危機をみても、アジア諸国の成長率は一時的に大きく低下し、マイナスに陥った国もある。このように危機のコストは大きく、これを避けるための努力は大変重要である。

このような危機の本質は、例えば日本で1980年代以降に発生した「バブルとその崩壊」と基本的には同じである。ただし、資金源が海外にあることが大きな違いであり、そのために以下のような問題が生じる。

---

第1に、資金源の規模が非常に大きい。したがって、小規模な新興国においては影響が大きく、政策的に対応できることも限られてくる。第2に、為替レートが介在している。その下落が輸出入を介して实体经济を左右するとともに、外貨建ての資金調達への依存度が高い場合には大きなリスク要因が顕在化することになる。これらの要因から、新興国における金融危機は非常に深刻なものとなる可能性がある。

### (3) 各国の金融リスクを示す指標

次に、資本の流入・流出がもたらす経済・金融の変動に対して各国がどの程度脆弱かを評価するための指標について、IMFの枠組みをもとに述べる。

金融リスク（対外的脆弱性、金融的脆弱性）を総合的に分析する枠組みとして、IMFはGlobal Financial Stability Map（以下GFSM）およびCountry Financial Stability Map（以下CFSM）を考案している（注5）。GFSMは、グローバルな金融安定にリスクをもたらす可能性がある要因を、①マクロ経済リスク、②新興国市場リスク、③信用リスク、④市場・流動性リスク、⑤金融政策および金融市場の状況、⑥（投資家の）リスク意欲、に分け、それぞれのリスクの高さを評価してレーダーチャートに示す形をとっている（リスクが高いほど外側に膨らむ）。

一方、各国ベースでは、これを応用してCFSMがつくられている。この場合、上記の②は「国内への波及リスク」（対外的脆弱性とほぼ同義）に置き換えられている（注6）。

CFSMの枠組みに従えば、新興国における金融リスクを考える場合、(a) 国内のマクロ経済の状況がもたらす様々な影響（①マクロ経済リスク）、(b) 海外からの金融面の影響（②国内への波及リスク、⑥海外投資家のリスク意欲）、(c) 国内金融システムに内在するリスク（③信用リスク、④市場・流動性リスク、⑤金融政策および金融市場の状況）、を考慮すべきと理解される。(b) が対外的脆弱性、(c) が金融的脆弱性に対応するといえる。

この枠組みに基づいて金融リスク指標についてまとめると、第1に、マクロ経済面のリスクに関連して目指すべきことは、資本流入によるバブルを防ぎ、景気の過熱を招くことなく安定的に維持することであろう。リスク指標としては、インフレ率、財政収支、経済成長率（およびその見通し）が基本的なものであり、信用の伸びや資産価格の上昇率も含まれる。

第2に、対外的脆弱性に関しては、外貨を枯渇させないことが目標となる。リスク指標としては、経常収支の対GDP比率、外貨準備の対短期対外債務比率、対外債務残高などが基本的なものである。金融資本市場における海外投資家比率も関連する。対外的脆弱性の判断基準は、国際収支統計に集約されているといえよう。

第3に、金融的脆弱性に関しては、危機的な状況においても国内金融システムの健全性を維持することが目標となる。リスク指標としては、銀行のバランスシート指標（不良債権比率、自己資本比率、外貨建て資産、市場からの資金調達等）、ノンバンク融資の関連指標、企業・家計債務等があげられる。さらに、銀行や株式・債券流通市場の流動性も含まれる。

金融的脆弱性に関連し、国内金融システムを分析する詳細な枠組みとして、金融健全性指標（FSI：Financial Soundness Indicators）がある（図表1）。これは、各国の金融リスクの判断材料となるもの

(図表 1) 金融健全性指標 (Financial Soundness Indicators)

コア・セット (預金金融機関)	
自己資本比率	資本のリスク資産に対する比率
	ティア1資本のリスク資産に対する比率
	引当差引き後の不良債権の資本に対する比率
資産の質	総融資額に対する不良債権比率
	融資額の業種別配分
収益性	総資産利益率 (ROA)
	自己資本利益率 (ROE)
	グロス所得に対する金利マージン
	グロス所得に対する非金利費用
流動性	流動資産比率
	流動資産の短期負債に対する比率
市場リスクに対する感応度	ネット外国為替ポジションの資本に対する比率

奨励される指標	
預金金融機関	13項目 (省略)
その他の金融機関	金融システム全体の資産に対する資産の比率
	GDPに対する資産の比率
非金融企業部門	自己資本に対する総債務比率
	自己資本利益率 (ROE)
	元利払費用に対する収益の比率
	自己資本に対するネット外国為替エクスポージャーの比率
	債権者からの保護の申請件数
家計	家計債務の対GDP比率
	所得に対する家計債務の元利払費用の比率
市場流動性	証券市場における平均の売買スプレッド
	証券市場における平均の1日当たり取引回転率
不動産市場	居住用不動産価格
	商業用不動産価格
	融資額における居住用不動産向け融資の比率
	融資額における商業用不動産向け融資の比率

(資料) Asian Development Bank [2015]

である。FSIは、コア・セットと呼ばれる12の指標（主に銀行を対象としたものであり、自己資本比率、資産の質、収益性、流動性、市場リスクの関連指標から構成される）と、奨励されるセット (encouraged set) と呼ばれる28の指標（金融システムを広く対象としたものであり、銀行、その他金融機関、一般企業、家計、市場流動性、不動産市場の関連指標から構成される）からなる。

Comelli [2015] は、1990年3月～2013年12月に発生した56件の「突然の停止」の説明変数を検討し、以下の要因が有意であったとしている。第1に、グローバルな要因、とくに市場参加者のリスク認識 (VIX Index (注7) で示される) である。第2に、外貨準備の短期対外債務に対する比率である。外貨準備の蓄積が危機の予防に有効であることについては、多くの研究成果がある。第3に、国内金融部門の脆弱性である。これを表す指標として、銀行部門の対外債務、民間部門に対する信用、銀行部門の短期債務、短期対外債務の四つの対GDP比率が用いられ、いずれも有意となっている。

この研究は、前述したリスク指標（対外的脆弱性、金融的脆弱性）の悪化が「突然の停止」をもたらし、金融危機に結び付く可能性があることを示しており、換言すればこれらがリスク指標として妥当であることが証明されているといえよう。

さらに、この論文では「危機の波及 (伝染)」が存在することも指摘しており、新興国には常に危機



---

に見舞われることを想定した準備が必要であると述べている。

#### (4) 資本フローの決定要因

先進国から新興国に向かう資本フローがどのような要因によって決まっているかについては、1990年代から、先進国側の要因（push factors）と新興国側の要因（pull factors）のどちらが重要かという議論が続けられてきた（注8）。プッシュ要因という考え方は新古典派の理論に基づくものであり、資本は金利差（収益率格差）に基づいて先進国より金利の高い新興国に流れると考えている。プッシュ要因は、具体的にはグローバルなリスク回避度、グローバルな商品価格、アメリカ（または先進国グループ）の経済成長率ならびに金利を含んでいる。さらに最近の研究では、グローバルな流動性、アメリカの社債スプレッド、アメリカのイールド・ギャップ（長期債と短期債のイールドの差）なども含んでいる。

これに対し、プル要因は投資家のリスク・リターンに影響を与える新興国の国内要因であり、国内のマクロ経済ファンダメンタルズ、政策、市場の不完全性などに依存している。プル要因は非常に幅が広く、循環的な要因である経済成長率や金利に加えて、構造的な要因である貿易の開放度、外貨準備、為替制度、制度の質、一人当たり所得、資本取引の自由度、金融の発展度などを含む場合がある。

プッシュ要因とプル要因のいずれが重要かはケースバイケースであり、結論は出せないように思われる。Hannan [2018] でも、結論としてはどちらも重要であり、資本フローを増やすためには先進国・新興国の双方に政策が求められるとしている。

ただし、資本が急激に流出する危機的な状況では、グローバルな要因の力が強く働き、多くの新興国が資本流出を経験するようである。2013年のテーパー・タントラムでも、発生直後はそのような状況がみられ、その後、フラジャイル・ファイブという用語に示されるように新興国が経済ファンダメンタルズによって選別され、状態の悪い国が資本流出のターゲットになっている。

（注1）以下の記述は、BIS Monetary and Economic Department [2014]などを参考とした。

（注2）国際金融論の伝統的な理論にも疑問が提示されている。Rey [2013]の分析によると、世界の資本フロー、レバレッジ、信用の伸び、資産価格は、アメリカの政策金利の影響を受けるVIX（Volatility Index）指数と強い相関を持って動いている。すなわち、グローバルな金融サイクル（Global Financial Cycle）が存在する。

この現象からは、国際金融のトリレンマ、すなわち「資本取引を自由化した場合、固定相場制であれば金融政策の独立性は失われるが、変動相場制であれば独立性は維持される」という考え方は誤りであることになり、代わりに「資本取引を自由化すれば、為替制度にかかわらず金融政策の独立性は失われる」という結論が導かれる。換言すれば、これはトリレンマではなく、「金融政策の独立性と自由な資本移動のどちらを取るか」というジレンマの問題であることになる。

（注3）以下の記述は、Claessens and Kose [2013]を参考とした。

（注4）資本流入額が過去の平均値に比較して大幅に（例えば2標準偏差以上）減少した状態を指す用語。

（注5）詳細な説明に関しては、Dattels et. al. [2010]を参照。

（注6）詳細な説明に関しては、Cervantes et. al. [2014]を参照。

（注7）シカゴ・オプション取引所がS&P500を対象とするオプション取引の値動きをもとに算出する、投資家心理を示す指数。別名、恐怖指数とも呼ばれる。通常は10～20の範囲で動くが、相場の先行きに不安が生じると大きく上昇する。

（注8）以下の記述はHannan [2018]を参考とした。

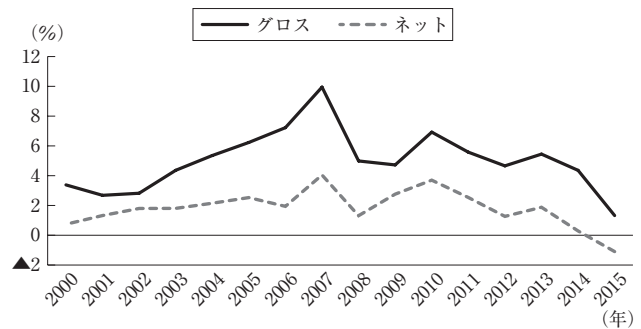
### 3. 新興国に向かう資本フローの近年の動向

#### (1) 近年の資本フローの動向とその背景（注9）

##### A. 世界経済見通し（IMF [2016a]）における分析

新興国に対する資本フローは、2008年の世界金融危機に際して落ち込んだ後、急回復し、2010年にピークを迎えた。しかしその後、2015年まで総じて減少傾向となっている（図表2は、新興国45カ国に対する2015年9月までの資本流入の動向を示している）。資本流入の減少傾向は、全体の約4分の3の国でみられた。2010年10～12月期と2015年6～9月期を比較すると、減少幅は1兆1,230億ドル（中国とロシアを除くと4,480億ドル）であり、対GDP比率は3.7%（流入超過）から▲1.2%（流出超過）に低下した。減少がとくに顕著であったのは、直接投資とその他投資であった。また、外貨準備もネット資本流入額と同様に減少している。

（図表2）新興国に対する資本流入額の対GDP比率



（資料）IMF, *World Economic Outlook* April 2016, p.66.

次に、IMF [2016a] では、資本流入の減少の背景を探るため、資本流入額を被説明変数とした回帰分析を実施している。説明変数は、新興国と先進国の成長率格差ならびに金利差、グローバル投資家のリスク意欲、アメリカのイールド・ギャップ、アメリカのハイイールド社債のスプレッド、原油価格の変化率である。

その結果、第1に、2010～2015年にかけての資本流入減少の最大の要因は、新興国の成長率見通しの低下による先進国との成長率格差の縮小であった（注10）。投資家のリスク意欲、原油価格、先進国の金融政策も有意となったものの、成長率格差ほどの説明力はなかった。

第2に、新興国は、政策の選択によって自国に対する資本流入のボラティリティを和らげることができる。①対外開放度が高い場合、資本流入の影響を受けやすくなる。②柔軟な為替レート、十分な外貨準備、少ない公的債務は、いずれも資本流入の変動に対するグローバルな要因の影響を和らげる。このうち最も効果的なのは柔軟な為替レートであった（注11）。したがって、新興国は資本フローをコントロールする政策を適切に実施しなければならない。この点に関しては、第6節で詳しく述べる。

なお、IMF [2016a] では、新興国の経済主体による対外投資がかつてに比べ格段に増えており、その動向の分析も併せて必要であることを指摘している。今のところ、対外投資の決定要因は、資本流入ほど明確になっていない。

##### B. グローバル金融安定報告（IMF [2017a]）における分析

以上の分析では成長率格差が最も重要ということであったが、一般的には、国際通貨システムにおけるドルの力が現在も非常に大きいことから、アメリカの金融政策が世界の金融動向に及ぼしている影響が非常に大きいと考えられる。上記の分析ではFRBが利上げを開始した2015年12月以降が含まれてい

ないことも、分析結果に影響しているかもしれない。

1980年代から繰り返されてきた新興国の金融危機は、アメリカが金融を引き締め、ドルと米国金利が上昇してドル建て借入れを行っている新興国の経済主体が窮地に陥ったパターンがほとんどである。注2で言及したReyの議論では、新興国は為替制度の如何にかかわらず金融政策の独立性を失っており、アメリカを起点とするグローバルな金融サイクル（Global Financial Cycle）の影響に対して全く受け身であるとされている。実際はそれほど極端ではないかもしれないが、アメリカの影響を無視することはできない。

一方、IMF [2017a] では、グローバルな統合が進むと、新興国の金融当局が金融条件（financial conditions、資金調達の難易度を意味する）を管理するために海外条件を考慮に入れる必要性が増すが、これは独立性を失うことと同じではない、と述べている。同報告書では、各国の資金調達の難易度を示す金融条件インデックス（FCI：Financial Conditions Index）を算出した上で分析を行い、グローバルな金融条件が各国のFCIの変動の約30%を説明しており、一部の国ではそれが70%に達するという結果を示している（注12）。図表3は、グローバルな金融条件の影響度を時系列で示したものである。

結論としては、自国の金融政策もある程度有効であるが、新興国においてはグローバルな金融条件が国内の金融条件に影響する程度がとくに大きいことから、グローバルな（アメリカの）金融引き締めに備える必要性が大きいとしている。ただし、金融市場の深化が進んだ新興国ではグローバルな要因の影響度が小さいという分析結果も示しており、このような観点から、債券・株式市場の深化や流動性の向上、機関投資家の拡大などが重要であると指摘している。

以上のA.とB.の分析結果をまとめると、新興国に向かう資本フローの決定要因として、①アメリカの金融政策、②先進国と新興国の成長率格差、③新興国におけるマクロ政策・マクロプルーデンシャル政策・資本取引規制などの運営状況とその結果としての対外的・金融的脆弱性、④新興国の金融資本市場の深化の程度、があげられるといえよう。

## (2) 2018年の資本フローの動向

### A. 2018年の動向

近年、減少傾向にあった新興国への資本流入は、2017年にはいったん回復したが、2018年には再び減少した。

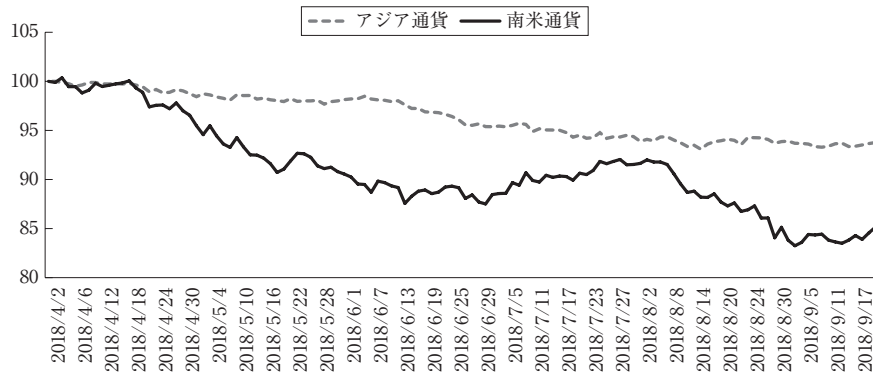
(図表3) 新興国の金融条件の変動(分散)に対するグローバルな金融条件の影響度



(資料) IMF, *Global Financial Stability Report* April 2017, p.93.  
(注) 各国の資金調達の容易性を示す金融条件インデックス (FCI=Financial Conditions Index) を算出し、その変動(分散)のうちどの程度の部分がグローバルな金融条件 (global financial conditions) によって説明されるかを、時系列推移で示している。より具体的にいえば、各国のFCIの分散のうち第1主成分で説明される部分を、期間3年のrolling windowを用いて示している。

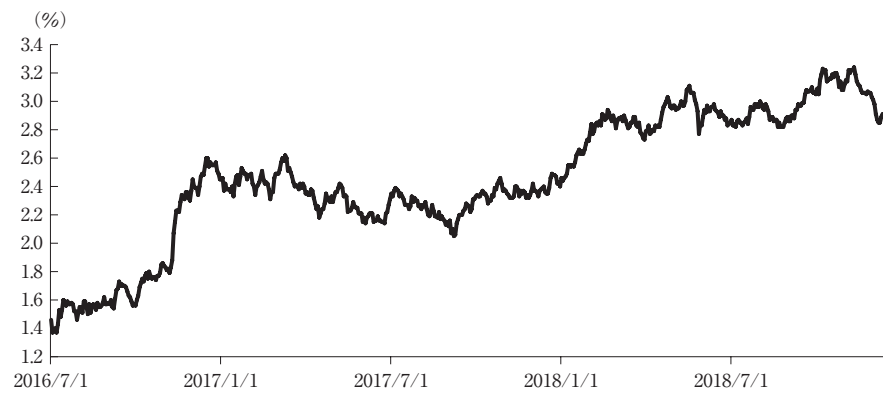
新興国市場に対する圧力は、2018年4月半ばから強まった（図表4、注13）。2015年12月に始まったアメリカの政策金利の引き上げが2016年には1回、2017年には3回行われ、2018年も続いたことを受け、ドルとアメリカの長期金利が上昇した（図表5）。同年4月下旬には10年国債の利回りが3.0%台に乗せ、先進国投資家のスタンスに影響を及ぼした。

（図表4）新興国通貨の名目レート推移（2018年4月1日=100）



（資料）IMF, *Global Financial Stability Report* October 2018, p.13.

（図表5）アメリカの10年国債金利



（資料）CEIC

アルゼンチンやトルコのように対外的脆弱性が高く政策枠組みが弱い国がターゲットとなり、為替レートが減価し、対外的な資金調達スプレッドが拡大した。アルゼンチンは5月、トルコは8月に自国通貨の暴落に見舞われ、前者はIMFの支援を仰ぐ事態となった。この2カ国については、後ほど改めて述べる。

6月には貿易摩擦が強まり、アジアを中心とする輸出指向の国の通貨に圧力がかかるとともに、新興国の株価も下落した。資産運用のベンチマーク・インデックスにおけるアジアの比率が高いため、アジア株が主に売られることになった。さらに、8月には、ブラジル・トルコ・南アフリカなどの主要な新興国市場において、政治リスクや政策の不透明感が表面化したことにより売り圧力が強まった。

こうした動きに対し、新興国の中央銀行は政策金利の引き上げや為替市場介入で対抗した（ASEAN

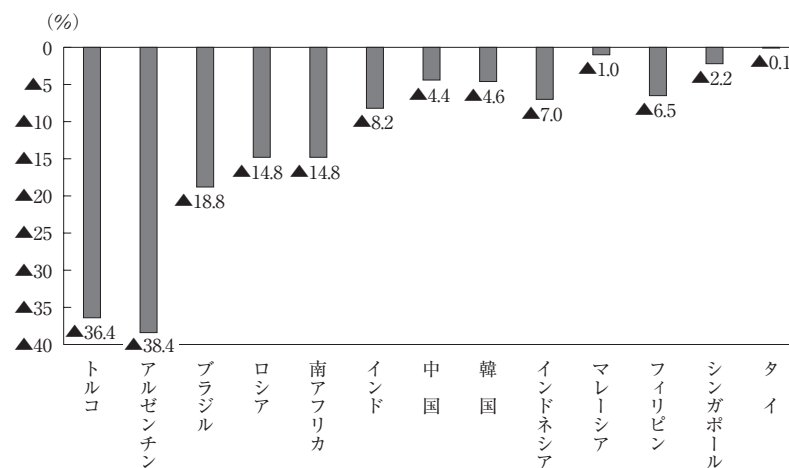
諸国の政策については後述)。一方、中国は預金準備率や短期金利の引き下げを行い、緩和姿勢を維持した。

この間、投資家は冷静であり、新興国の個別事情を勘案して取引を行っている。為替レートの減価も、特定の新興国のみにおいて顕著であった(図表6)。主要通貨建てのソブリン債のスプレッドをみても、低格付けの発行体ほど拡大幅が大きくなっている。したがって、低格付けの国際債券の新規発行は難しくなった。さらに、新興国間の資産価格変動の相関をみても、ほとんど上昇していない。

なお、年末にかけてはアメリカを中心に株価が乱高下し、投資家のリスク回避度が急激に高まった(図表7)。

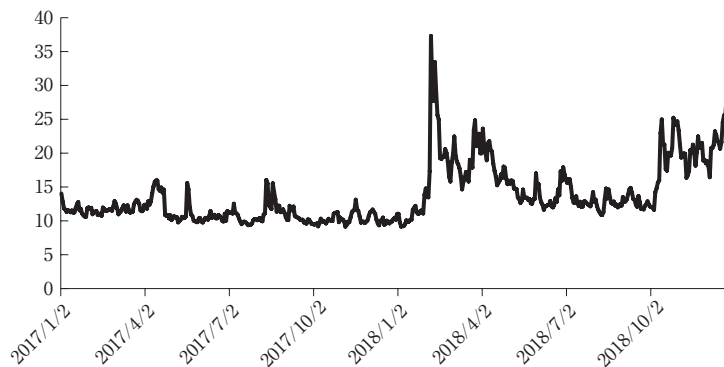
今後も、新興国にとって多くの懸念材料がある。IMF [2018] であげられているのは、先進国(とくにアメリカ)の金融政策の正常化と、貿易摩擦を含む政治動向が政策の不透明性やリスク回避度の上昇につながることである。その後、アメリカの金融引き締めスタンスは修正されつつあり、その点に関する懸念は後退しているが、アジアの新興国にとっては中国経済の動向が大きな懸念材料になっているといえよう。

(図表6) 2017年末~2018年8月下旬の対ドル名目為替レートの減価率



(資料) CEIC

(図表7) 恐怖指数 (VIX Index)



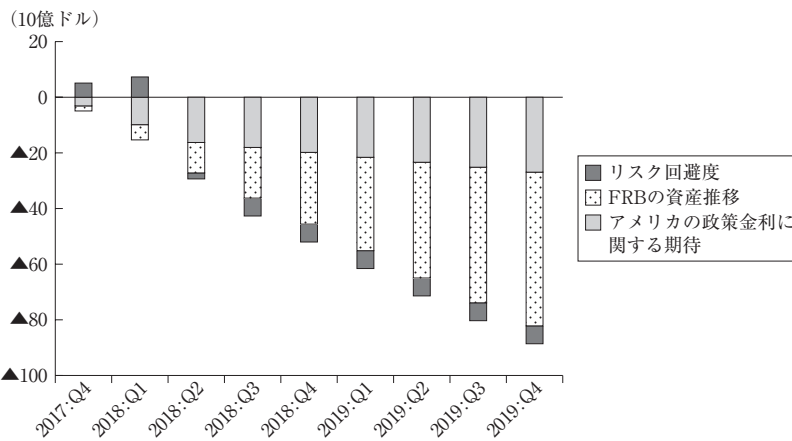
(資料) Bloomberg LP.

B. IMF [2018] による今後の証券投資の予測

2018年はアメリカの金融政策の正常化が投資家の大きな懸念材料となり、新興国からの証券投資の流出は予想以上に大きなものとなった。IMF [2018] における予測をみると、流出額は2018年に約500億ドル、2019年に約400億ドルとなっている（図表8）。また、中期的な見通しに関しても、アメリカの金利やドルが上昇しており、現在は良好な投資家のリスク意欲が次第に低下するため、楽観できないと指摘している。

ただし、その後、アメリカの金融政策に関する見通しは変化したものと思われ、この予測にも修正がなされることになろう。

（図表8）新興国向け証券投資に外部要因が与える累積的影響の推計結果



（資料）IMF, *Global Financial Stability Report* October 2018, p.19.

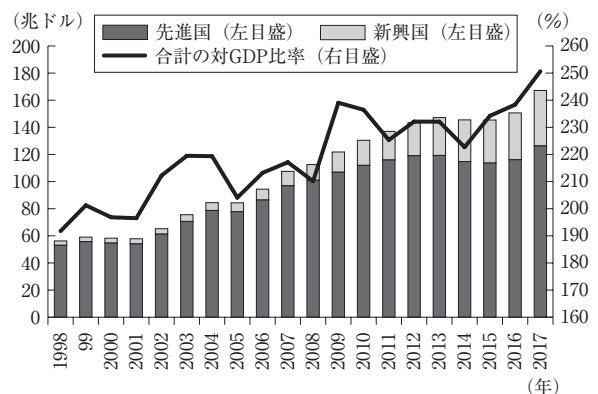
(3) 資本フローに関連した問題

A. 新興国における債務の増加

先進国から新興国に向かう資本フローが拡大したことにより、新興国の金融リスクが高まった。そのことを示す特徴的な現象が、新興国における債務の増加と、金融資本市場における海外投資家比率の上昇である。

IMF [2018] によれば、世界金融危機後に実施された非伝統的な金融政策のために世界の政府・企業・家計の債務が膨らんでおり、システミックに重要な金融部門を有する29カ国の債務の合計額は2008年の113兆ドル（対GDP比率210%）から2017年には167兆ドル（同250%）に増加した（図表9、注14）。債務の増加は、金利の変化により敏感になることを意味する。ただし、蓄積した債務がもたらしている脆弱性の程度は、国ごとに異なっている。新興国の場

（図表9）主要29カ国の非金融部門における債務残高の推移



（資料）IMF, *Global Financial Stability Report* October 2018, p.8.

合、先進国に比較してリスク債務比率が全般的に高くなっており、信用の質に問題が生じている。

次に、対外債務についてみると、世界金融危機以降、多くの新興国で経常収支が改善したのに対し、対外債務は金融緩和を反映して増加している場合が多く、そのような新興国はGDPベースで見ると全体の40%を占めている（中国は除く、注15）。

公的債務（対外債務に限らない）の増大も顕著である。とくに低所得国では、公的債務のリスクが高まった国が全体の45%を超えている。さらには企業債務も、南米や新興国アジアを中心に依然として高水準となっている。

加えて、外貨建て信用についてみると、世界のドル建て信用残高は2008年末の5.8兆ドルから2018年6月には約2倍の11.5兆ドルとなった（図表10）。このうち新興国向けは、同期間に1.6兆ドルから3.7兆ドルと約2.4倍に拡大している。アルゼンチンやトルコではドル建て信用残高の対GDP比率が20%を超えており、これが対外的脆弱性の悪化をもたらしたと考えられる。

（図表10）世界のドル建て信用残高（アメリカを除く）

（10億ドル）

	2008年末	2018年6月	増加倍率	対GDP比率
全世界向け	5,795	11,466	1.98	15.2
うち新興国向け	1,550	3,678	2.37	12.6
うちアジア太平洋向け	438	1,413	3.23	8.1
中国	28	535	19.11	4.5
台湾	33	60	1.82	—
韓国	100	123	1.23	8.0
インド	47	100	2.13	3.8
インドネシア	21	171	8.14	18.3
マレーシア	25	41	1.64	13.8
アルゼンチン	45	129	2.87	20.2
トルコ	95	195	2.05	22.9

（資料）BIS

（注1）2018年6月時点で、アジア太平洋向けのユーロ建て信用は、概算で1,350億ドル相当（ドル建ての約10分の1）にとどまる。

（注2）対GDP比率は2018年6月時点。アジア太平洋向けの対GDP比率は、中国を除くと16.1%となる。

## B. 新興国の金融資本市場における海外投資家のプレゼンスの高まり

近年、新興国の国債市場において海外投資家比率が上昇した（注16）。この傾向は、アジアでも顕著にみられる（図表11）。海外投資家の増加により、国内市場はグローバルな要因の影響をより強く受け、不安定化することになる。海外投資家のうちグローバルな条件にとくに敏感に反応するのは、投資信託やETFである。これに対し、年金基金などの大規模な投資家は反応が緩やかであり、簡単に逃避することは少ないが、大きなショックがあった場合の引き揚げ方は徹底しており、別の形で影響が大きいといえる。このように海外投資家の行動形態は多様であり、思わぬ形で新興国市場を混乱させる可能性があることから、当局としては注意が必要である。

一方、社債市場では海外投資家が少なく、市場は相対的に安定していることが多い。しかし、新興国の投資家は持ち切りの投資スタイルである場合が多いため、市場流動性が低くなり、流動性不足という形でリスクが生じることになる。

(図表11) 海外投資家および国内投資家の資産規模 (対GDP比率)

	海外投資家		国内投資家			
	債券市場	株式市場	投資信託	保険会社	年金基金	銀行資産
	2018:Q1	2018:Q1	2017	2016	2016	2017
中国	3.2	6.5	14.1	20.3	1.5	307.5
インド	4.5	6.0	11.8	16.9	1.1	75.5
インドネシア	15.7	10.5	3.3	4.0	1.9	56.8
マレーシア	29.4	25.8	59.9	20.3	59.9	187.9
フィリピン	8.4	16.9	1.9	8.5	3.5	101.2
タイ	9.3	29.3	29.9	22.1	6.5	185.8

(資料) IMF, *Global Financial Stability Report* October 2018, p.25.

新興国に対するグローバルな要因の影響を抑制するためには、国内金融資本市場の規模が大きいこと、機関投資家が多様であることなどが有効である。ただし、急激な金融深化はかえって金融安定を損なう恐れがあり、健全な制度・規制の枠組みを同時に構築することが不可欠である。また、国債保有を銀行部門に依存することも、銀行のリスクを高める懸念があるため望ましくない。

加えて、アジアでは経済や債券市場の規模に比較して外国為替市場の流動性が全般に低いため、この点も改善を要する。外国為替市場の流動性の向上や機関投資家の育成は、アジア諸国にとって重要な課題である。アジア諸国では中央銀行が外貨準備を蓄積して為替介入により為替レートの安定を図っているが、金融資本市場の整備によりその必要性は低下することになる。

#### (4) アルゼンチンおよびトルコで生じた混乱とその原因

##### A. アルゼンチン

ここで、2018年にアルゼンチンとトルコで発生した通貨の暴落の背景をみておく。まず、アルゼンチンの場合、政策運営に関する問題から、すでに数回のソブリン・デフォルトを経験している。今回は、現マクリ政権の前のフェルナンデス政権が人気取り政策のために財政赤字を拡大し、これを中央銀行にファイナンスさせる政策を採用していた。現政権は為替・資本取引規制を撤廃し、財政赤字を国際債券の発行で賄う政策を採用した。その結果、2018年3月には政府債務の7割が外貨建てとなった。また、内需が拡大したため、輸入が増加して経常収支が悪化するとともに、インフレも進んだ。こうして、財

(図表12) アルゼンチンの経済指標

	2016年	2017年	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q
成長率	▲1.8	2.9	3.9	▲4.2	
インフレ率		24.8	25.4	29.5	40.5
財政収支/GDP	▲5.8	▲6.0			
経常収支	▲2.7	▲4.9	▲6.4		
外貨準備/短期対外債務	67.1	71.1			
対外債務/GDP	32.7	36.8	41.3	43.2	
対外債務の短期比率	31.9	33.0	33.5	31.8	

(資料) 各種資料

(注) 網掛けは問題があると認められる部分。



政赤字や経常収支赤字の拡大、インフレ率の上昇、対外債務の増加などの経済ファンダメンタルズの悪化が進行し、外貨準備の対短期対外債務比率も100%を大幅に割り込んだ（図表12）。

加えて問題となったのは、2017年末に政府がインフレ目標を上方修正する一方で2018年1月に中央銀行が利下げを行ったことであり、これによって金融政策に対する信頼が傷つけられた。同年4月には短期中央銀行債の利子に対する課税が実施されたこともあり、同市場からの資本流出が加速した。これに対し、利上げや為替市場介入が行われたものの効果はなく、5月上旬、政府はIMFに支援を要請し、アルゼンチン・ペソは年初の1ドル=18ペソ台から6月半ばには1ドル=28ペソ台となり、下落率は約36%に達した。6月20日に500億ドルの支援（スタンバイ・クレジット）が承認されたものの、その後もペソ売り圧力は収まらず、IMF支援は563億ドルに増額されることになった。

大幅なペソ安を受け、インフレ率は大幅に上昇して40%を超え、経済成長はマイナスに落ち込み、格付けは引き下げられ、為替制度はバンド制に変更されている。

## B. トルコ

トルコでは、経済成長率（2017年に7.1%）や財政収支（2017年にGDP比▲1.5%）には大きな問題がなかったが（図表13）、貿易赤字を主因に経常収支赤字が拡大基調にあり、その対GDP比率は2016年の▲3.8%から2018年1～3月期には▲7.9%に拡大した。アメリカの金融引き締めもあり、トルコ・リラは減価基調となっていた。エネルギー価格の上昇や為替レートの減価を受け、2017年9月以降、消費者物価上昇率も2桁台の推移となった。

また、対外債務は2018年6月末にGDP比51.8%であったが、そのうちドル建てが58.6%、ユーロ建てが32.2%であり、トルコ・リラの下落に伴って返済負担が拡大した。外貨準備の対短期対外債務比率も2018年6月には63.1%に低下し、対外的脆弱性が顕著となった。

（図表13）トルコの経済指標

	2016年	2017年	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q
成長率	3.2	7.1	7.3	5.2	
インフレ率	8.5	11.9	10.2	15.4	24.5
財政収支/GDP	▲1.1	▲1.5			
経常収支	▲3.8	▲5.6	▲7.9	▲7.3	
外貨準備/短期対外債務	90.8	71.2		63.1	
対外債務/GDP	47.4	53.4		51.8	
対外債務の短期比率	24.8	26.0		26.2	

（資料）各種資料

（注）網掛けは問題があると認められる部分。

このような経済ファンダメンタルズの悪化に加え、2018年6月の大統領選挙でエルドアン氏が再選を果たした後、中央銀行の独立性に疑念が生じ、さらに8月上旬にはトルコで拘束されたアメリカ人牧師の解放問題からアメリカがトルコに追加の制裁関税を課すとしたことから、トルコ・リラは1ドル=約7.24リラと前年末から約45%下落した。

牧師の解放などによりトルコ・リラは反発したが、2018年前半の水準には戻らず、インフレ率は上昇し続け、また高水準の政策金利が内需を圧迫するなど、後遺症は深刻である。

### C. 小 括

2カ国の混乱の原因は、①アメリカの金融引き締め等に伴い新興国全般から資金が流出基調にあったこと、②2カ国は対外的・金融的脆弱性に関する問題を多く抱えていたこと、③通貨の暴落に際しては多様な政治問題が加わったこと、と整理できよう。

IMF [2018] は、2013年以降、アルゼンチンとトルコにおいて外貨建て債務が顕著に増加したことを指摘している。海外依存度を急激に高めれば対外的脆弱性の上昇に直結し、危機的状况を招くことが、今回の2カ国における混乱の教訓の一つであるといえよう。

(注9) 以下の内容は、IMF [2016a] を参照した。

(注10) IMF [2016a] p.79。

(注11) IMF [2016a] p.82。

(注12) IMF [2017a] p.92。

(注13) 以下の記述は、IMF [2018] p.13以降を参照した。

(注14) IMF [2018] p.5。

(注15) IMF [2018] p.20。

(注16) IMF [2018] p.23。

## 4. ASEAN諸国の動向

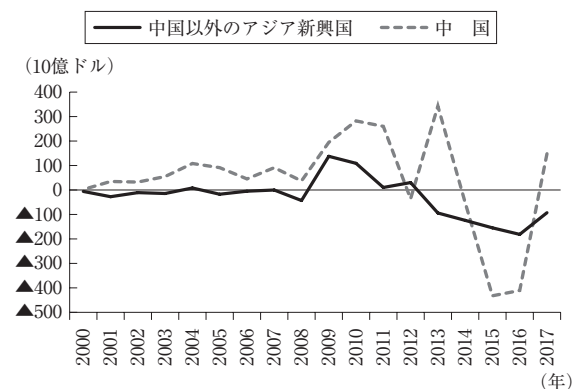
### (1) 資本フローの変動とその影響

#### A. 世界金融危機以降の資本フローの動向 (注17)

アジア諸国向けの資本フローは、2008年の世界金融危機による短期的な落ち込みを経て、2009～2010年に大幅に増加した(図表14)。その背景には、アメリカの量的金融緩和政策の実施がある。資本フローの種類別にみると、直接投資が安定的な流入を続ける一方、証券投資やその他投資が拡大し、資本フローのボラティリティが高まった。とくにその他投資は不安定であり、アジア通貨危機や世界金融危機の際には大幅な流出を記録している。また、アジアの国債市場に対する海外投資家の投資が急増して保有比率が大幅に上昇するとともに(図表15)、政府・家計・企業の債務の対GDP比率も大きく高まった。

しかし、2013年5月のテーパー・タントラムをきっかけに、アジアを含む新興国から資本が流出した。その際、マクロ経済ファンダメンタルズが注目され、経常収支や財政収支の赤字が

(図表14) アジアの新興国に対する資本フロー(ネット)



(資料) Asian Development Bank, *Asian Development Outlook 2018 Update*, p. 61.

(注) 「中国以外のアジア新興国」は、香港・インド・インドネシア・マレーシア・フィリピン・韓国・シンガポール・台湾・タイ・ベトナム。

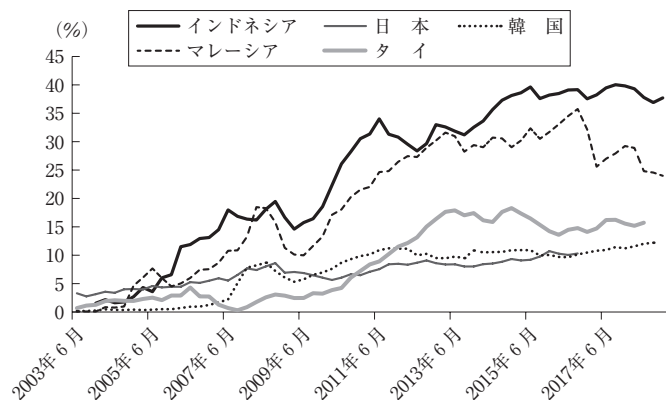
大きいインドやインドネシアの通貨がとくに減価した。アジアでも国により影響度が異なったという事実により、マクロ経済運営が健全であれば資本流出が小さくなることが改めて確認されたが、一方、危機的状況において資本流出を止めることはできない。今回も、資本流出の初動はほぼ無差別に多くの新興国において発生した。

新興国に関する情報が豊富になり、それらが投資の決定要因として重要性を増したはずであるにもかかわらず、先進国の投資家の群集行動 (herd behavior)

はむしろ強まっているという見方もある。これは、高利回りの投資に対する需要が極端に高まったことが一因と考えられる。

テーパー・タントラム以降、アジアでも資本流入は減少傾向となっている。図表16は、各国の国際収支から金融収支の流入額 (liabilities) の推移をみたものである。これらの数字は、海外投資家・金融機関によるネットの投資額や融資額を表している。網掛けをした部分は、流入額がマイナスとなるか、他

(図表15) 国債市場の海外投資家保有比率



(資料) Asian Bonds Online

(注) このほか、中国は2018年3月末に4.04%、フィリピンは2018年12月末に7.51%となっている。

(図表16) 各国の金融収支における資本流入額 (グロス) の推移

インドネシア (100万米ドル)				マレーシア (100万リンギ)				フィリピン (100万米ドル)			
	直接投資	証券投資	その他投資		直接投資	証券投資	その他投資		直接投資	証券投資	その他投資
2010	15,292	15,713	3,987	2010	35,186	71,643	n.a.	2010	1,070	6,359	5,629
2011	20,565	4,996	4,954	2011	45,987	44,661	n.a.	2011	2,007	3,100	1,341
2012	21,201	14,673	7,275	2012	27,542	85,323	n.a.	2012	3,215	4,169	3,473
2013	23,282	12,145	2,645	2013	35,653	29,076	n.a.	2013	3,737	363	230
2014	25,121	23,480	7,699	2014	34,649	▲11,242	n.a.	2014	5,740	▲3	▲66
2015	19,779	17,451	1,748	2015	37,888	▲17,024	n.a.	2015	5,639	▲2,128	864
2016	4,542	16,778	▲7,316	2016	56,038	806	n.a.	2016	8,280	▲264	▲1,864
2017	21,419	24,255	2,488	2017	41,000	4,077	n.a.	2017	10,057	▲796	833
2018	13,875	2,861	7,266	2018	22,150	▲32,972	n.a.	2018	8,038	686	976

シンガポール (100万Sドル)				タイ (100万米ドル)			
	直接投資	証券投資	その他投資		直接投資	証券投資	その他投資
2010	75,096	10,915	79,706	2010	14,747	7,781	16,361
2011	61,827	▲7,347	56,104	2011	2,474	3,903	46
2012	70,219	5,671	24,306	2012	12,899	10,358	14,518
2013	80,686	▲1,835	122,286	2013	15,936	▲1,368	9,755
2014	88,114	5,227	65,967	2014	4,975	▲4,695	5,826
2015	97,056	▲7,471	▲4,698	2015	8,928	▲12,691	▲1,686
2016	102,584	6,755	40,181	2016	2,810	1,481	▲560
2017	87,873	18,226	42,536	2017	8,046	9,401	9,536
2018	74,490	▲5,085	69,811	2018	9,391	▲1,682	593

(資料) CEIC

(注) 2018年は1～9月。

の年に比較してかなり小さくなった年を示している（直接投資は相対的に安定しているため、対象外）。図表16から示されるように、近年、アメリカの金融緩和政策の終了が示唆され、引き締めが実施されるなかで、5カ国に対する証券投資やその他投資は基本的に減少傾向にある。

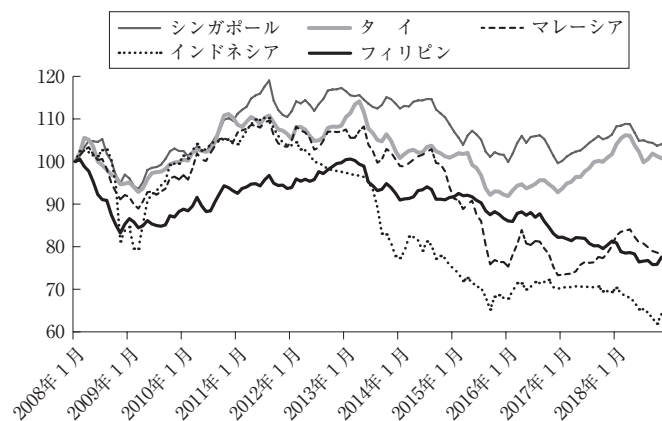
新興国全体に向かう資本フローと同様、2017年にはアジアに対する資本流入も回復したが、同年9月にアメリカで金融政策の正常化（FRBの資産縮小）が発表された後、2018年にはアルゼンチンやトルコの混乱の波及もあり、アジアの株式・債券市場からも資本が流出した。図表16で証券投資の推移をみれば明らかなように、2017年にはフィリピン以外で流入額が増加したが、2018年には再び減少し、マレーシア・シンガポール・タイでは1～9月に流出超過となっている。

総じてみれば、グローバルな流動性の動向が資本フローに大きな影響を与えていることは間違いなく、アメリカの引き締め局面では、資本流出への警戒を続けなければならない。

## B. 為替レート・株価の下落と金融引き締めによる対応

世界金融危機に際し、ASEAN諸国通貨の対ドル名目レートは10～20%減価したが、その後はアメリカの金融緩和もあって増価に転じた。しかし、2011年半ば以降は伸び悩み、2013年5月以降は大幅に減価した（図表17）。インドネシア・マレーシア・フィリピンの最近の為替レートは、2008年1月を大幅に下回っている。

（図表17）各国通貨の対ドル名目レートの推移（2008年1月=100）



（資料）Datastream

Asian Development Bank [2018]によれば、アメリカの量的金融緩和政策が開始された際にアジア諸国通貨は大幅に増価し、テーパー・タントラムが発生した際に減価が始まった（注18）。すなわち、アメリカの金融政策とアジア諸国通貨の対ドルレートの関係は密接であり、しかも他の新興国地域よりも強い模様である。金融緩和局面では増価圧力が、引き締め局面では減価圧力がかかっているという。また、アジアの金融当局は市場介入によって為替レートの変動の抑制を図る場合が多いが、増価局面においてより多く介入している。これは、外貨準備の蓄積を図るためであろう。

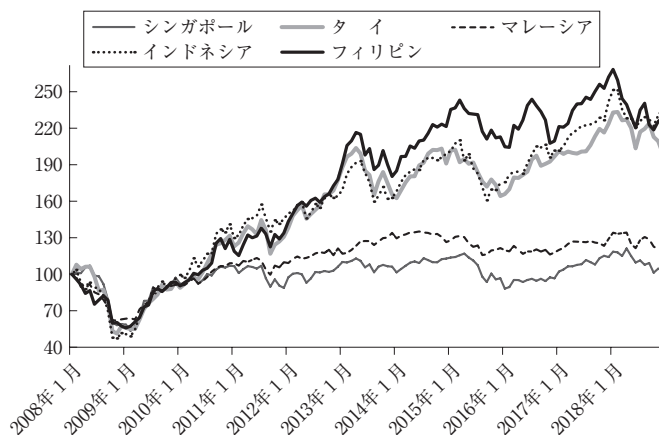
Asian Development Bank [2018]は、アジア諸国通貨の減価圧力を強めている要因として、民間部

門の対外債務と証券投資流入残高の合計額が重要であるとする研究成果を紹介している（注19）。これは、資金調達における海外依存度の高さが自国通貨を減価しやすくしていることを意味しており、自然な結論であるといえよう。

一方、株価指数は、世界金融危機直後に下落した後、上昇しているが、テーパー・タントラム以降はインドネシア・フィリピン・タイにおいて変動が大きくなっている（図表18）。

2018年1～6月に、各国通貨の対ドルレートや株価指数は軒並み低下した（図表19-1、図表19-2）。これは、インドネシアやフィリピンを中心に、海外投資家がASEAN諸国の国債や株式を売却したことが背景にある。

（図表18）各国の株価指数の推移（2008年1月=100）



（資料）Datastream

（図表19-1）2018年1～6月の変化率

(%)

	為替レート	株価指数
インドネシア	▲5.9	▲8.8
マレーシア	0.6	▲5.9
フィリピン	▲6.7	▲16.0
シンガポール	▲2.1	▲4.1
タイ	0.6	▲9.0

（資料）CEIC

（図表19-2）2018年1～12月の変化率

(%)

	為替レート	株価指数
インドネシア	▲6.7	▲2.5
マレーシア	▲2.3	▲5.9
フィリピン	▲4.8	▲12.8
シンガポール	▲1.8	▲9.8
タイ	▲0.2	▲10.8

（資料）CEIC

こうしたなか、2018年にASEAN諸国は金融引き締めを実施している（注20）。インドネシアでは、5月以降、計6回、合計1.75%の利上げ（6月の利上げ幅は0.5%）が行われ、政策金利は6.0%となった。利上げの主な目的は、為替レートの減価の抑制にある。インフレは落ち着いている（図表20）ものの、アメリカの金融政策をにらみ、中央銀行は先行的（pre-emptive）に利上げを行っている。

マレーシアでは、1月に3年半ぶりとなる0.25%の利上げが行われ、政策金利は3.25%となった。その後は据え置かれている。

フィリピンでは、5月以降、計5回、合計1.75%の利上げ（8月、9月の利上げ幅は0.5%）が行われ、政策金利は4.75%となった。物価上昇率が高まっているのは、増税や原油・食料品価格の上昇による。

ただし、5回目の利上げ（11月）の際には、世界的な金融引き締めや米中貿易戦争による不確実性に対する予防策という性格にも言及がなされている。

シンガポールでは、4月に名目実効為替レート政策バンドの上昇率が若干引き上げられた。これは6年ぶりの引き締めである。さらに、10月にも同様の政策が実施された。引き締めの理由は、原油関連製品や食品価格の上昇からインフレ圧力がやや高まっているためである。

タイでは、12月に7年4カ月ぶりとなる0.25%の利上げが行われ、政策金利は1.75%となった。インフレが落ち着いているなかでの利上げの目的は、低金利の継続により投機熱が高まり金融安定が損なわれるリスクに備えるためとのことであった。

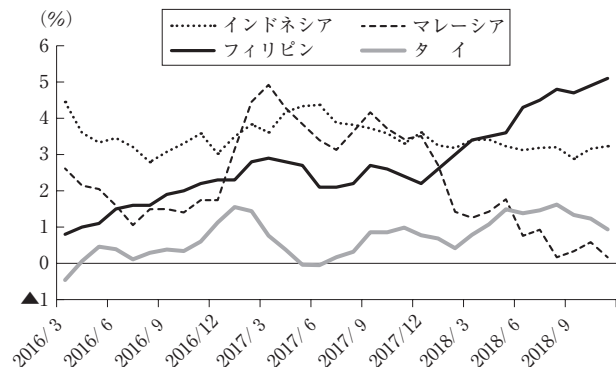
以上に述べた通り、AESAN諸国に向かう資本フローが大きく変動し、為替レートや株価もこれに伴って変動すると、実体経済や金融システムが影響を受けるため、当局は状況に応じ、金利変更などによって対処しなければならない。通貨危機のような重大な事態には至らないとしても、資本フローや金融資本市場価格の変動は金融安定に対するリスク要因となっている。

### C. 債務の状況

もう一つの問題は、債務が蓄積しているため、世界景気の減速などに伴って状況が悪化しかねないことである。前節で述べた通り、世界金融危機以降、世界的に債務が増加したが、ASEAN諸国も例外ではなく、政府・家計・企業の債務の対GDP比率が大幅に上昇した（図表21）。IMFは、企業債務が増加した要因として、グローバルな要因（世界的な金融緩和）の影響がマクロ経済要因（好況か不況か）や企業要因（経営状態が良好か否か）の影響よりも大きかったことを指摘している（注21）。近年、各国において信用の伸びに低下傾向がみられたものの、図表21をみる限り、残高の対GDP比率は全般に高止まりしている。Asian Development Bank [2018]によれば、2008年から2016年にかけて新興国アジアの民間部門債務の対GDP比率は60%上昇した（注22）。また、2016年に債務の対GDP比率は186.4%に達している。金利水準が低かったため、脆弱性の増大が十分に認識されなかったことが債務の蓄積を加速させた。

清水 [2017] で検討したように、ASEAN5カ国では銀行部門の健全性が高いこともあり、金融危機が発生する可能性は低い（注23）。ただし、民間部門債務の対GDP比率が高止まりしていることから、世界金融危機直後の時期に比較して債務返済能力に関するリスクが高まったことは否定できない。また、全体的な不良債権比率はそれほど上昇していないものの、近年の外需の低迷、中国の景気減速、原油を中心とする商品価格の伸び悩みなどを背景に、これらの要因の影響をとくに受けやすい業種の企業、あるいは相対的に脆弱な中小企業や低所得層の個人などの信用リスクが高まった。

（図表20）各国の消費者物価上昇率（前年同月比）



（資料）CEIC

(図表21) 各部門の信用残高の推移 (対GDP比率)

	インドネシア			マレーシア			シンガポール			タイ		
	政府	家計	企業	政府	家計	企業	政府	家計	企業	政府	家計	企業
2007年	32.8	11.6	14.8	39.0	52.3	58.2	86.3	38.9	76.3	22.6	44.6	46.2
2008年	30.9	11.8	15.6	38.6	49.5	58.4	93.8	42.0	86.9	22.0	45.1	47.3
2009年	26.8	12.2	13.6	49.4	58.8	64.7	104.2	45.7	84.0	26.8	50.5	45.1
2010年	24.5	13.6	13.4	49.6	59.6	60.4	99.6	47.0	75.8	27.8	52.4	42.9
2011年	23.1	15.2	14.9	50.0	60.6	61.3	102.0	51.7	82.0	27.3	58.7	47.5
2012年	22.9	16.4	18.2	51.7	63.7	60.4	106.0	56.9	89.1	28.5	62.8	46.5
2013年	24.8	17.0	21.8	53.0	68.1	62.4	102.5	59.1	99.4	29.7	66.4	50.6
2014年	24.6	17.1	22.5	52.7	68.9	63.9	98.1	59.9	107.4	29.9	69.0	50.7
2015年	27.5	16.8	23.8	54.4	70.9	67.7	100.8	58.1	112.0	32.1	70.8	51.0
2016年	28.4	17.0	23.5	52.7	70.2	68.5	108.3	58.6	113.7	30.7	70.1	49.5
2017年	29.1	17.0	22.4	50.8	67.1	67.3	112.3	58.7	118.1	32.5	68.8	48.0
2018年6月	29.7	16.9	22.9	52.1	67.0	68.9	115.3	57.9	113.1	32.8	68.1	48.0

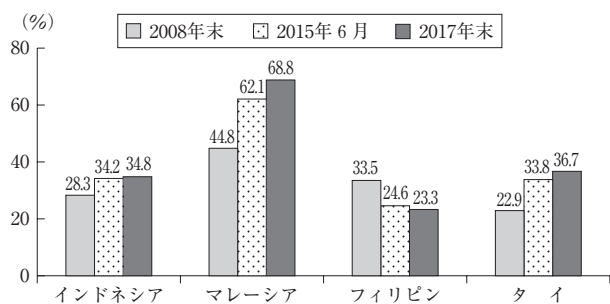
(資料) BIS, *Credit to the non-financial sector*

(注) フィリピンは当該統計を提供していない。銀行資産の対GDP比率から類推すれば、インドネシアのレベルに比較的近いと考えられる。

今後、仮に中国経済の減速が深刻化すれば、こうした金融システムの脆弱な部分の信用リスクが拡大することも考えられる。また、資本流出やアメリカの引き締め継続により借り入れの条件が厳しくなり、債務返済が困難になることも考えられる。民間部門債務の蓄積がもたらす負の影響は新興国においてより厳しいものになるという指摘もあり(注24)、これらのリスクには十分な注意が必要であろう。

次に、対外債務についてみる。家計・企業債務の増加の一部は海外からの信用供与によるもの(銀行借り入れや債券の発行)であり、その大半はドルなどの外貨建てと考えられる。やや大掴みな指標ではあるが、世界金融危機以降の対外債務の対GDP比率の推移をみると、インドネシア・マレーシア・タイで上昇している(図表22)。アジア諸国通貨の対ドル名目レートが全般的に減価傾向にあることを考慮すれば、ドル建て債務の返済負担は拡大しているものと考えられる。

(図表22) 対外債務の対GDP比率



(資料) 各国中央銀行

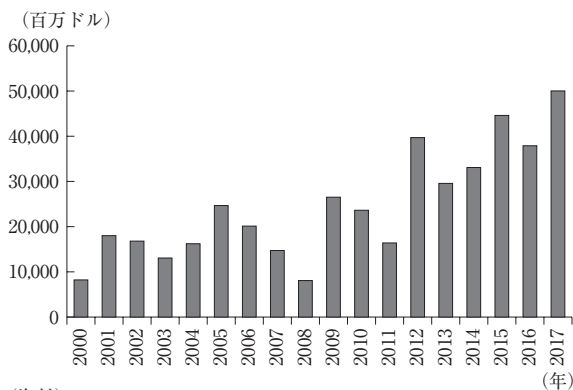
対外債務の中でも、外貨建て債務のリスクは大きい。世界金融危機以降、アメリカの金融緩和によりドル金利の低下とドル安が進み、新興国は低コストでドル建ての資金調達を行うことが可能となった。このため、国際銀行借り入れや国際債券発行において、ドル建てが最も選好される状況となった。

図表10によると、2008年末から2018年6月にかけてアジア太平洋向けのドル建て信用残高は3.23倍に拡大したが、中国を除くと2.14倍となる。そのなかではインドネシアが8.14倍と急増しており、対GDP比率も18.3%と高く、ドルに対する依存度が高いといえる。図表10の注1に示した通り、アジア太平洋向けのユーロ建て信用はドル建ての約10分の1であり、同地域がドル圏ともいえる状況であることは変わっていないようである(注25)。

また、近年、主要通貨建ての国際債券発行が増加している（図表23）。5カ国のなかで最も発行が多いのはインドネシアであるが、マレーシアやシンガポールでも発行が増えている。外貨建ての資金調達増加は、資本流出リスクの増大を意味する。また、資本流出に伴って為替レートが減価するため、実質的な返済負担は加速度的に膨らむことになる。

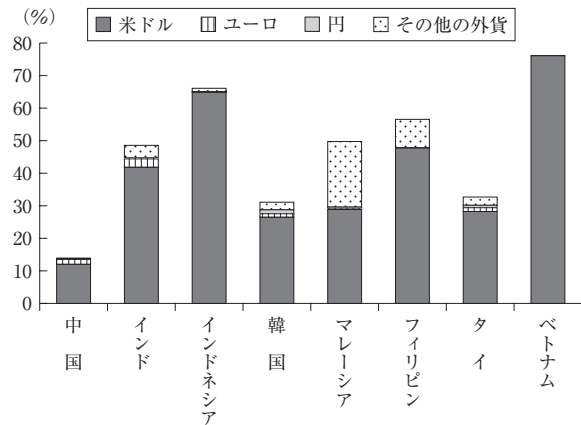
これらの状況を受け、企業借入れにおける外貨建て比率も高くなっている（図表24）。これは数年前のデータであり、サンプル調査であるため誤差もあるが、ドル建て比率はインドネシア64.9%、マレーシア28.9%、フィリピン47.7%、タイ28.2%となっている。インドネシアやフィリピンでは企業収入に占める外貨の比率が低いため、外貨収入によるヘッジもできていない（収入に占める外貨の比率は、インドネシア7.0%、マレーシア33.9%、フィリピン8.7%、タイ22.5%。なお、同調査では、金融商品によるヘッジ状況の情報は得られていない）。

（図表23）ASEAN 5カ国のドル・ユーロ・円建て国際債券発行額



（資料）Asian Bonds Online

（図表24）企業借入れの外貨建て比率



（資料）Asian Development Bank, *Asian Development Outlook 2015 Update*, p.20.

#### D. アジアが直面するリスクと金融システムの特徴（注26）

アジアの金融システムは銀行中心であり、そのことが1997年の通貨危機の一因になったといわれる。その後、債券市場の整備が図られ、その規模は著しく拡大したものの、銀行部門に比べれば依然として小さい。ここまでみた民間部門債務の増加や海外からの資金調達への依存は、このような金融システムの下で行われている。

また、外貨建ての金融取引においては、ドル建ての比率が高い。例えば、2017年3月末に、アジアの主要新興国（中国・インド・インドネシア・韓国・マレーシア・フィリピン・タイ）が発行する国際債券残高の79%がドル建てであった（注27）。ドル離れすべきであるという主張も長く行われているが、大きな変化は生じていない。

したがって、自国通貨の対ドルレートは大きな意味を持っている。最近の研究では、為替レートの変動と国内の金融条件の変化は密接に関連している（注28）。すなわち、自国通貨の増価は金融緩和的な状態をもたらす、減価は引き締めをもたらす。このような状況の下では、為替レートの変動やそれと密



接に関連する資本フローに対する依存度をコントロールすることは重要な課題であるといえよう。そして、そのためには、長年の課題である銀行と資本市場のバランスのとれた金融システムの構築や現地通貨建て取引の拡大に引き続き取り組むことが不可欠と考えられる。

## (2) 対外的脆弱性

次に、5カ国の対外的・金融的脆弱性について確認する。5カ国の経済運営や金融システムは新興国のなかでは相対的に健全であり、当面、大きな問題が起こる可能性は低いとみられる。しかし、脆弱性の有無を確認しておくことは重要である。国際情勢が何らかの原因で悪化した場合、脆弱な部分のリスクが顕在化する可能性があると考えられるためである。

2018年に対内証券投資が5カ国で減少していることは前述したが、シンガポール以外の各国では経常収支にも悪化がみられた（図表25）。インドネシアでは、景気の堅調や原油価格の上昇に伴う輸入の大幅な増加、輸出関連の運輸サービス支出の増加などが赤字拡大の原因となっている。マレーシアでは、パーム油や液化天然ガスなどの資源輸出の不調が黒字の減少につながっている。フィリピンでは、機

（図表25）5カ国の対外的脆弱性に関する指標

インドネシア (10億ドル、%)							マレーシア (10億ドル、%)						
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
経常収支	▲29.1	▲27.5	▲17.5	▲17.0	▲17.3	▲22.4	経常収支	11.3	14.8	9.0	7.2	9.4	5.7
対GDP比率	▲3.2	▲3.1	▲2.0	▲1.8	▲1.7	-	対GDP比率	3.5	4.4	3.0	2.4	3.0	-
外貨準備	99.4	111.9	105.9	116.4	130.2	119.8	外貨準備	134.9	115.9	95.3	94.5	102.4	98.9
対短期対外債務	177	189	191	213	240	220	対短期対外債務	129.4	110.8	115.9	111.6	110.1	88.0
対外債務	266.1	293.3	310.7	320.0	353.0	356.4	対外債務	212.3	213.4	195.0	203.8	216.6	231.9
対GDP比率	29.0	32.9	36.1	34.3	34.8	-	対GDP比率	65.7	63.1	65.8	68.7	68.8	-

フィリピン (10億ドル、%)							タイ (10億ドル、%)						
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
経常収支	11.4	10.8	7.3	▲1.2	▲2.2	▲6.5	経常収支	▲4.8	15.1	32.1	48.2	50.2	25.9
対GDP比率	4.2	3.8	2.5	▲0.4	▲0.7	-	対GDP比率	▲1.2	3.7	8.1	11.7	11.0	-
外貨準備	83.2	79.5	80.7	80.7	81.6	79.2	外貨準備	190.2	180.2	168.2	197.6	199.2	205.5
対短期対外債務	406.2	413.3	409.5	408.3	428.0	406.7	対短期対外債務	267.3	257.4	280.1	308.6	290.0	310.0
対外債務	78.4	77.7	77.5	74.8	73.1	72.2	対外債務	141.9	141.7	131.4	132.2	155.2	154.2
対GDP比率	28.9	27.3	26.5	24.5	23.3	-	対GDP比率	35.8	34.7	32.0	32.5	36.7	-

シンガポール (10億ドル、%)						
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
経常収支	51.2	60.8	53.8	56.5	61.0	50.4
経常収支の対GDP比率	16.9	19.7	18.1	19.0	18.8	-
外貨準備	273.1	256.9	247.7	246.6	279.9	291.3
外貨準備の対GDP比率	90.1	83.2	83.3	82.9	86.4	-
対外資産 (対GDP比率)	966	982	1,001	1,036	-	1,139
対外負債 (対GDP比率)	767	798	812	822	-	884
対外純資産 (対GDP比率)	198	185	188	214	-	256

（資料）IMF、CEIC、国際金融情報センター、各国中央銀行

（注）2018年の経常収支は1～9月。同じく外貨準備、対外債務は6月。ただし、フィリピンの外貨準備は12月。シンガポールはすべて9月。

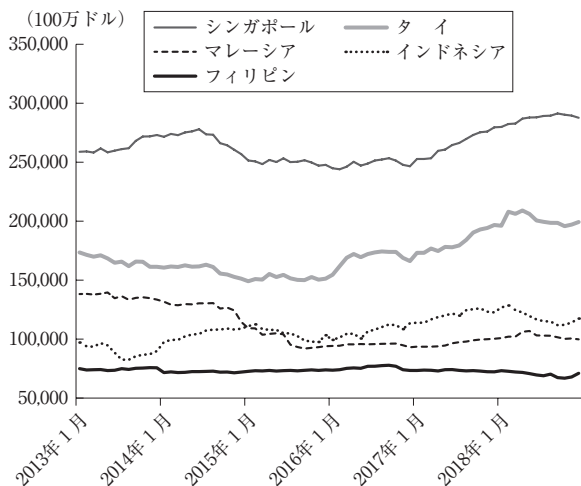
械・輸送機器の輸出が伸び悩む一方、原材料・中間財・資本財・原油などの輸入が大きく伸び、4～6月期以降、赤字の拡大が顕著である。タイでは、米中貿易戦争の激化などが輸出の伸び悩みにつながる一方、原油価格の高騰により輸入が増加して貿易黒字が縮小したことが、経常収支黒字の縮小をもたらしている。

このようにインドネシアとフィリピンでは経常収支赤字が拡大しており、2018年通年では対GDP比率が2～3%になることが見込まれ、今後の推移に注意が必要である。なお、シンガポールの経常収支黒字の対GDP比率は20%弱で安定的に推移している。

こうしたなか、外貨準備は2018年にインドネシアで▲4.3%となったが、他の4カ国ではほぼ横這いであった（図表26-1）。短期対外債務に対する比率は、インドネシア・フィリピン・タイでは問題ない水準である。一方、マレーシアでは、近年、外貨準備が減少傾向にあった（2013～2018年の6年間で約▲28%）こともあり、短期対外債務に対する比率は2018年6月に88.0%に低下しており、要注意である。なお、シンガポールではこの比率は2018年9月に26.8%となっているが、図表25に示した通り、対外純資産の対GDP比率が2018年9月に256%となっていることなどからみて、問題はないと考えられる。

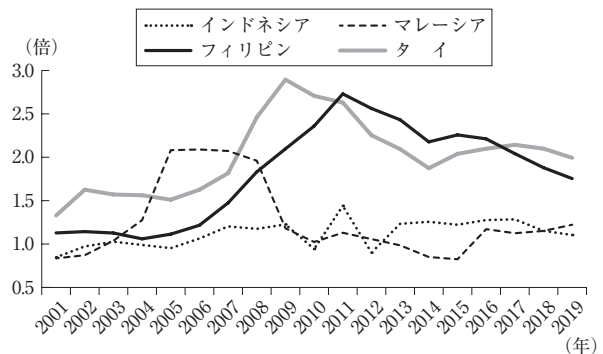
外貨準備の金額が適正であるか否かについてはIMFが評価を行っており（Assessment of Reserve Adequacy）、適正額を示す算式は現状では図表26-2の注に示した通りとなっている。これによれば、4カ国とも倍率が1を超えており、外貨準備は適正水準を上回っていることになる。ただし、インドネシアとマレーシアは相対的に水準が低く、リスクがあるとみられる。

（図表26-1）外貨準備の推移



（資料）各国統計

（図表26-2）外貨準備の適正水準に対する倍率



（資料）IMF

（注）IMFによる外貨準備の適正水準の算出方法

（固定相場制採用国）

$10\% \times \text{輸出額} + 10\% \times \text{広義マネーサプライ} + 30\% \times \text{短期負債} + 20\% \times \text{その他負債}$

（変動相場制採用国）

$5\% \times \text{輸出額} + 5\% \times \text{広義マネーサプライ} + 30\% \times \text{短期負債} + 15\% \times \text{その他負債}$

以上の通り、外貨準備を含む国際収支の状況が悪化気味であることには注意しておく必要がある。一方、ストックベースでは、図表22でみた通り、対外債務の対GDP比率がフィリピン以外で緩やかながら上昇傾向にあり、とくにマレーシアは水準が高い。また、海外資金への依存度（換言すれば金融取引の対外開放度）を示す一つの指標である対外資産負債残高は、図表27の通りである。資産・負債の対

GDP比率（図表27の右下の表を参照）が高いことは、金融システムの成熟を反映していると考えられる。純資産は4カ国でマイナスであるが、とくにインドネシアは近年改善しているものの▲29.3%と純負債が最も大きく、脆弱性が反映されている。

（図表27）対外資産負債残高（2018年9月時点）

インドネシア (百万ドル)			シンガポール (百万シンガポールドル)		
	資産	負債		資産	負債
直接投資	81,169	228,348	直接投資	1,195,427	1,847,240
証券投資	21,381	247,954	証券投資	1,684,501	306,379
金融派生商品	312	130	金融派生商品	149,310	147,870
その他投資	118,899	157,190	その他投資	1,668,912	1,651,628
外貨準備	114,835	-	外貨準備	398,061	-
合計	336,595	633,621	合計	5,096,211	3,953,117

マレーシア (百万リンギ)			タイ (百万ドル)		
	資産	負債		資産	負債
直接投資	595,512	718,928	直接投資	132,432	242,497
証券投資	348,825	636,347	証券投資	53,348	163,916
金融派生商品	9,576	8,751	金融派生商品	2,766	2,915
その他投資	318,017	447,002	その他投資	88,433	96,967
外貨準備	426,930	-	外貨準備	204,457	-
合計	1,698,860	1,811,028	合計	481,436	506,295

フィリピン (百万ドル)			対GDP比率 (%)			
	資産	負債		資産	負債	純資産
直接投資	52,621	79,458	インドネシア	33.1	62.4	▲29.3
証券投資	19,530	74,727	マレーシア	125.5	133.8	▲8.3
金融派生商品	367	233	フィリピン	54.5	65.5	▲11.0
その他投資	23,464	50,914	シンガポール	1,139.4	883.8	255.6
外貨準備	74,939	-	タイ	105.7	111.2	▲5.5
合計	170,921	205,332				

（資料）CEIC

以上をまとめると、経常収支に関してはインドネシアとフィリピン、外貨準備に関してはマレーシア、海外資金依存度に関しては（国債市場の海外投資家保有比率が高いことなどもあり）インドネシアにリスクがあるとみられる。ちなみに、マレーシアの対外債務は2018年6月末に69%がドル建てとなっている。これらのリスクについて、注視していくべきであろう。また、シンガポールには問題は少ないが、国際金融センターであるために対外金融取引の規模が大きく、国際情勢の影響を直接受けることから、注意が必要である。さらに、前述の通り、インドネシアやフィリピンは金融システムが小さく、企業の外貨建て借入れへの依存度が高い。このことは、対外的脆弱性と金融的脆弱性の双方にかかわる問題である。

### （3）金融的脆弱性

#### A. 銀行部門

本項では、金融的脆弱性についてみる。フィリピン以外の4カ国では、近年、銀行融資の伸びが大幅に低下した（図表28）。これは、主に景気減速による企業の資金需要の減退が原因と考えられる。同時

に、一部の国では、銀行の不良債権比率が緩やかに上昇するとともに、金利収入の減少や引当金の積み増しにより収益率が低下した。不良債権比率が上昇しているのは、インドネシア・シンガポール・タイである。

ただし、融資の伸び悩みには歯止めがかかりつつあり、不良債権比率の上昇にも頭打ちの傾向が出てきている。図表28に示された不良債権比率は企業向けと家計部門向けを合わせたものであり、企業向けに限ると、インドネシアでは2017年6月の3.5%から同年12月には3.1%に低下した。これは、景気が緩やかな回復傾向にあることや銀行が不良債権の償却を進めていることなどが寄与している。信用の伸びも2017年半ば以降は回復しつつあり、2018年11月には12.1%となった。

シンガポールにおいても、企業部門の不良債権比率は2017年9月の2.7%から2018年9月には2.4%とやや低下した。タイでは、企業部門の不良債権比率の上昇は止まったものの横這いが続いており、2018年9月に3.0%（大企業1.6%、中小企業4.7%、いずれも要注意債権を除く）となっている。

(図表28) 各国の銀行部門の指標

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
民間部門向け融資伸び率	20.0	11.8	10.3	7.7	8.2	12.1
不良債権比率	1.7	2.1	2.4	2.9	2.6	2.7
総資産利益率 (ROA)	3.1	2.7	2.2	2.1	2.4	2.5
自己資本利益率 (ROE)	24.5	21.3	17.3	14.5	16.0	-
自己資本比率	18.1	19.6	21.4	22.7	23.0	23.3
預金貸出比率	99.6	99.2	100.7	96.3	95.2	93.2

(資料) IMF、Bank Indonesia、OJK  
(注) 2018年は11月。ROEは2017年6月。

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
融資伸び率	11.0	8.6	7.7	5.3	4.1	-
不良債権比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
総資産利益率 (ROA)	1.5	1.5	1.3	1.3	1.5	1.4
自己資本利益率 (ROE)	15.9	15.2	12.3	12.5	13.0	12.7
自己資本比率	14.9	15.9	16.6	16.5	17.8	17.0
預金貸出比率	-	-	-	-	-	-

(資料) Bank Negara Malaysia  
(注) 2018年：ROAとROEは9月、他は6月。

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
融資伸び率	15.8	18.6	13.0	16.4	17.3	16.6
不良債権比率	2.8	2.3	2.1	1.9	1.8	1.9
総資産利益率 (ROA)	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
自己資本利益率 (ROE)	13.3	10.9	9.8	10.5	10.2	9.5
自己資本比率	16.5	15.6	15.8	15.1	15.0	15.8
預金貸出比率	n.a.	68.4	70.7	72.5	75.6	77.0

(資料) Bangko Sentral NG Pilipinas  
(注) 2018年：融資伸び率と不良債権比率は6月、他は3月。

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
融資伸び率	10.6	6.0	4.3	7.3	5.1	5.9
不良債権比率	1.2	1.1	1.6	2.2	2.0	1.9
総資産利益率 (ROA)	1.0	0.9	1.0	0.9	1.0	1.1
自己資本利益率 (ROE)	11.5	10.3	10.8	8.9	10.4	12.2
自己資本比率	16.4	15.9	15.9	16.5	17.1	16.5
預金貸出比率	85.9	86.4	87.4	86.9	86.1	88.5

(資料) Monetary Authority of Singapore  
(注1) 融資伸び率は、国内銀行の居住者向け融資の伸びを掲載。  
(注2) 2018年は9月。

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
融資伸び率	11.0	5.0	4.3	2.0	4.4	6.3
不良債権比率	2.2	2.2	2.6	2.8	2.9	2.9
総資産利益率 (ROA)	1.3	1.3	1.1	1.1	1.0	1.1
自己資本利益率 (ROE)	15.9	14.7	11.1	10.7	7.7	7.8
自己資本比率	15.7	16.8	17.4	18.0	18.5	18.4
預金貸出比率	97.9	96.1	97.6	96.9	96.7	98.4

(資料) Bank of Thailand  
(注) 2018年は9月。2017年：融資伸び率と不良債権比率は12月、他は9月。

これに対し、マレーシアとフィリピンでは不良債権比率は上昇していない。マレーシアではROEがやや低下しているが、これは競争激化、IT化、海外展開の拡大などから、人件費を中心に費用が増加しているためである。また、フィリピンでは景気が好調を維持してきたために融資の伸びは前年比2桁増が続いており、不良債権比率はやや低下している。

自己資本比率に関しては、5カ国とも15%を超える水準を維持している。流動性にもとくに問題はみられない。自己資本比率は、不良債権問題がある程度悪化したとしてもそれによる損失を十分吸収できる高さであるといえる。

## B. 各国の金融システムが抱える問題点

次に、金融システムの健全性の状況について国別に述べる。第1に、インドネシアでは、前述の通り、信用の伸びがやや回復しており、企業部門の不良債権比率は2017年12月にかけてやや低下した。とくに不良債権比率が高い鉱業でも、鉱産物価格の上昇や中国からの根強い需要などが業況の改善に寄与している（図表29）。鉱業に関しては、近年、原油価格や一次産品価格の低迷が続いたことが石炭や石油ガス関連などの業種の不良債権比率の上昇を招いていたが、原油価格等が2017年以降回復したことが関連企業の業績回復につながった。ただし、不良債権比率は石炭が6.4%、石油ガス関連が7.3%と依然比較的高い。

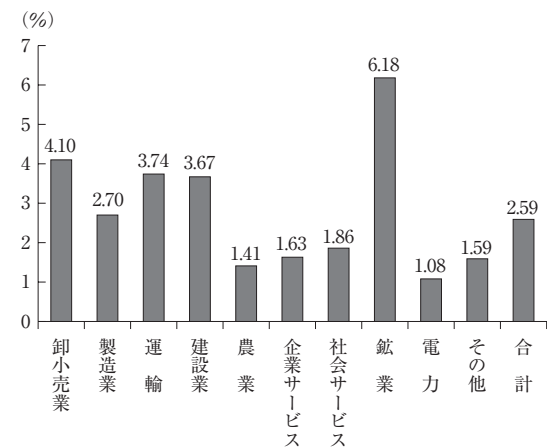
一方、中小企業の不良債権比率は、2017年6月の4.6%から同年12月には4.1%に低下した。ただし、中小企業の一部では業況が依然厳しい模様であり、不良債権比率は鉱業20.1%、運輸通信業8.5%、建設業6.4%、公益事業5.8%などとなっている。

なお、図表28から、銀行の不良債権比率は2018年11月に2.7%とほぼ横這いであり、2018年に銀行が抱える信用リスクの状況に大きな変化は生じていないものとみられる。

第2に、マレーシアでは、図表28に示した通り、銀行融資残高の伸びが趨勢的に低下してきた。ただし、2018年には家計部門向け融資を中心に若干の回復がみられるようである。企業債務の伸び率は2016年の前年比9.1%から2017年には同3.4%に低下し、対GDP比率も109.6%から102.8%に低下したが、2018年6月には105.3%に再上昇した。建設業・製造業・不動産業などへの貸し出しが増えている。また、企業債務に占める対外債務の比率は26.4%となっている。ただし、このうち30.4%は企業内貸借であり、その部分はリスクが小さい。加えて、企業の金利カバー率（利益の金利支払額に対する比率）が6.2倍と余裕があることから、リスクは小さいとみられる。

全体的に、金融システムの健全性に大きな問題はないが、中央銀行は石油ガス関連業種と不動産の脆弱性を注視するとしている（図表30）。石油ガス関連業種では、一部の企業における財務状況の悪化

（図表29）インドネシアの業種別不良債権比率（2017年末）



（資料）Bank Indonesia

が続いている。同業種のリスク債務比率（ここでは金利カバー率が2未満の企業の債務が企業債務全体に占める比率）は、2017年に前年の18.2%から22.1%に上昇した。企業部門の不良債権比率は2017年末に2.5%であったが、同業種では前年の4.2%から2017年には5.5%に上昇した。とくに懸念されているのは、掘削（drilling）、海運（shipping-related）などの分野である。同業種の厳しい業況は、2018年入り後も続いている模様である。

(図表30) マレーシアの業種別不良債権比率

	企業向け融資に 占める比率	グロス不良債権比率			
		2017年	2014年	2015年	2016年
全 体		2.6	2.5	2.5	2.5
不動産関連	19.9	0.7	1.5	1.5	1.5
卸小売、レストラン、ホテル	17.5	1.8	1.9	1.7	1.8
製造業	17.9	5.0	3.9	3.7	3.5
建設業	12.6	3.0	2.8	2.4	2.4
運輸・倉庫	4.3	6.1	7.9	7.9	9.5
農 業	6.1	0.7	1.0	0.9	0.7
鉱 業	1.7	0.4	0.2	4.0	5.2

(資料) Bank Negara Malaysia

一方、不動産業では、不動産価格がやや弱含みとなるなか、開発業者の収益率が小規模業者を中心に低下しており、リスク債務比率は前年の7.9%から2017年には12.4%に上昇した。住宅などの不動産の過剰供給が懸念されている。

中央銀行は2部門の状況を引き続き注視するとしているが、企業部門全体の安定性に与える影響は限定的であろう。また、景気も堅調であり、企業の業況は総じて良好に推移することが見込まれる。

第3に、フィリピンでは、2018年6月の銀行融資の伸びが前年比16.6%と高水準を維持している。融資残高の業種別構成をみると、不動産業17.4%、卸小売業12.4%、製造業11.1%、消費者向け10.4%などとなっている（注29）。消費者向けの内訳は、住宅40.6%、自動車32.1%、カード16.3%、個人9.4%、その他1.6%である。2018年6月の銀行融資の不良債権比率は、2017年6月と同水準の1.9%にとどまった。不良債権比率は2013年初に3%台半ばに上昇したが、その後は低下傾向が続いている。

ただし、IMFは、企業の債務比率（債務÷資産）が2013年の8.5%から2016年に21.4%に上昇したことをリスク要因として指摘している。どの分野の融資も高い伸びとなっているが、フィリピン中央銀行がとくに注視しているのは不動産向け融資と自動車ローンである。どちらも大きな問題が生じているわけではないが、不動産業は経済・金融面におけるウエートが高くシステミックな影響があると認識されている一方、ブームが数年間続いたため、オフィスの空室率が高まるなど過剰供給の懸念が生じている。不動産向け融資は2018年6月に前年比11.2%の伸びであり、2017年6月の同18.6%からは減速している。前述した利上げの影響が出ている可能性もある。

同様に、消費者向け融資の伸びは18.5%から15.1%に低下した。自動車ローンは、中間層の拡大や、ウーバーやGrabなどによるライド・シェアリングの増加などによって乗用車の需要が高まった結果、前年比20%を超える伸びが続いている。銀行融資全体に占める比率は小さいが、規制が行き届かないノ

ンバンクが消費者向け融資を急速に伸ばしているとみられており、これに対する規制監督を強化して銀行規制との調和を図ることが求められている。このようなノンバンクの拡大は、ASEAN各国においてみられる。

第4に、シンガポールでは、企業債務の対GDP比率が2010年の約100%から上昇し、2018年6月には154%となった。上場企業の金利カバー率（中央値）は約3倍と問題ないが、債務の増加はリスクの拡大を意味し、注意を要する。

銀行融資の伸びは低下していたが、2017年半ば以降、国内銀行による融資の伸びが回復傾向にある（図表31）。その中心は非居住者向けであり、2018年9月に国内銀行の融資の伸びは前年比9.1%となったが、内訳は国内（居住者）向けが同5.9%、非居住者向けが同12.0%であった。

これは主に貿易の回復によるものであり、業況が回復しているのは貿易関連企業が中心である。ただし、現状では貿易摩擦の激化がリスク要因となっている。一方、2018

年半ば以降は国内向け融資も伸びが高まりつつあり、住宅ローンや不動産業・建設業向けが拡大しているが、銀行は金利の上昇傾向などのリスクを重視し、融資の拡大には未だ慎重である。

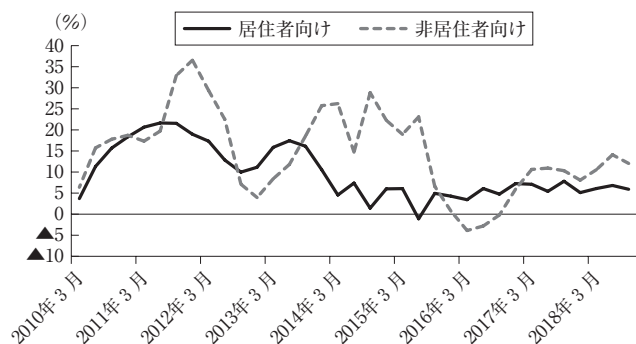
銀行の不良債権比率は、2017年9月の2.1%から2018年9月には1.9%に低下した。国内銀行に限定すると、2017年9月が1.6%、2018年9月が1.5%であった。業種別にみると、同期間に製造業は5.0%から4.6%に、運輸・倉庫・通信業は11.1%から9.7%に低下した。後者には、原油価格の上昇に伴う需要の増加を受け、石油ガス関連の海運・海外エンジニアリング業（Marine and Offshore Engineering）がやや回復したことが寄与している。シンガポールの石油関連企業のROA（中央値）は、2017年6月の▲6.4%から2018年6月には▲4.6%に改善した。

シンガポールでは、中小企業向け融資を促進するために多様な政策が行われていることもあり、今のところ中小企業の業況に大きな問題はない。一方、金融引き締めが債務者全般の返済負担の増加要因となりうることは注意が必要である。

第5に、タイでは、銀行融資の伸びが2016年の2.0%を底に緩やかに回復し、2018年9月には6.3%となった。内訳をみると、企業向けが5.2%（うち中小企業向けが7.2%）、消費者向けが8.4%となっている。大企業は株式・債券発行を増やしているため、銀行融資の伸びは0.6%にとどまっている。

企業債務の対GDP比率は高止まりしているものの（図表32）、企業の収益率は全般的に改善しており、債務返済能力にも大きな問題は生じていない。ただし、回復した貿易や好調な観光から恩恵を受ける企業の業況が改善する一方、農業、小売業、中小企業などにおいてはリスクが上昇している。2018年9月時点で不良債権比率がとくに高いのは、製造業（大企業4.1%、中小企業6.9%）、卸小売業（大企業2.8%、中小企業6.6%）、建設業（大企業1.6%、中小企業7.0%）などである。

（図表31）シンガポールの国内銀行による融資の前年比伸び率



（資料）Monetary Authority of Singapore

(図表32) タイの企業・家計部門の債務に関する指標

(%)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
<b>(企業部門)</b>							
企業債務の対GDP比率	74.4	75.4	76.8	78.7	78.8	n.a.	n.a.
商業銀行の不良債権・要注意債権比率							
大企業	3.2	3.0	3.3	3.5	3.8	3.6	3.1
中小企業	5.7	5.5	5.5	5.7	6.8	7.1	7.3
<b>(家計部門)</b>							
家計債務の対GDP比率	71.8	76.5	79.9	81.2	79.8	78.3	n.a.
商業銀行の不良債権・要注意債権比率							
住宅ローン	3.7	3.9	3.8	4.1	4.7	5.1	5.1
自動車ローン	7.4	9.8	10.8	10.1	9.2	8.8	8.9
カードローン	4.7	6.0	6.8	7.1	6.5	4.5	4.5
その他の個人ローン	2.8	3.7	4.0	4.2	4.7	4.9	4.8

(資料) Bank of Thailand

(注) 2018年は9月。2017年の家計債務の対GDP比率は9月。

下位20%の零細企業では、2017年9月にリスク債務比率が40%に達している。不良債権比率も、中小企業で上昇傾向が続いている。一方、家計部門の不良債権比率に関しては、住宅ローンの比率が緩やかに上昇していることや自動車ローンの比率がやや高いことが懸念される。自動車ローンの伸びは2018年9月に前年比12.5%に高まっており、注意が必要である。なお、中央銀行は、大企業においても社債発行を中心に資金調達・投資行動が拡大し、金融安定にリスクをもたらしていると指摘している。

(注17) 以下の記述に際しては、Asian Development Bank [2018] p.61以降を参考とした。

(注18) Asian Development Bank [2018] p.63。

(注19) Asian Development Bank [2018] p.66。

(注20) 以下の記述は、(公財)国際金融情報センターの諸資料を参考にした。

(注21) 清水 [2016] p.120参照。

(注22) Asian Development Bank [2018] p.67。

(注23) 清水 [2017] p.96参照。

(注24) Asian Development Bank [2018] p.67。

(注25) 1997年のアジア通貨危機に際し、多くのアジア諸国は「事実上のドルペッグ制」を採用していた。その後も、自国通貨の対ドルレートを重視した政策を続けてきたことは、多くの研究によって指摘されている。

(注26) Asian Development Bank [2017] を参考とした。

(注27) Asian Development Bank [2017] p.104。

(注28) Asian Development Bank [2017] p.106のBox 8.1参照。

(注29) 不動産融資は、銀行融資全体の20%までに制限されている。

## 5. 中国の経済動向や金融ショックの波及

### (1) 中国とASEAN諸国の関係の深化 (注30)

#### A. 中国の影響の位置付け

世界経済・金融情勢には依然として不透明要因が多く、今後、それらがASEAN諸国の金融面に影響を及ぼす可能性がある。過去20年間、アジアの金融資本市場は拡大し、域内外との統合も強まってきた。そのことはアジアに多くの利益をもたらしたが、リスクも高まった。世界金融危機後の先進国の金融緩和もあり、海外との経済・金融の連動性が高まっている。金融資本市場の連動性は金融危機に際してひ



---

ときわ高まるが、不確実性が高まった今日においては、1国で発生する負の金融ショックがより広く、より強く伝わる可能性がある。金融面の結び付きの強まりは不可逆的であり、アジアに対するショックの波及は時間の経過とともに強まる一方であるという指摘もある（注31）。

たびたび強調している通り、金融面では基軸通貨国であるアメリカの影響が非常に大きいですが、中国の影響も無視できなくなってきた。中国はASEAN諸国にとって極めて近い存在であり、大国でもあることから、中国の経済や金融に大きな問題が起こればASEAN諸国の金融資本市場にも深刻な影響が及ぶ可能性がある。そこで本節では、中国からの波及の問題を検討する。

## B. 実体経済面

ASEAN諸国と中国の経済関係の深化についてみると、第1に、中国経済の拡大に伴い、ASEAN諸国との貿易関係が強まっている。ASEAN諸国の輸出に占める中国向けの割合は、1990年の2%から2016年には12%に上昇した。中国向けの輸出額の対GDP比率は、ベトナム18%、マレーシア17%、タイ・シンガポール・ラオス各9%などとなっている。一方、中国からの輸入がASEAN諸国の輸入に占める割合は、1990年の2.2%から2016年には20.7%に上昇している。

第2に、中国人の海外旅行の増加に伴い、外国人観光客数に占める中国人の割合は、2016年にタイとベトナムで27%に達しており、他のASEAN諸国でも10~20%の範囲にある。タイでは、中国人観光客の支出額がGDPの3.2%に達している。

第3に、中国の対外直接投資に占めるASEAN諸国向けの割合は2007年の3%から2015年には6%となり、累積額は同期間に40億ドルから630億ドルに拡大した。一帯一路構想においてASEAN地域は21世紀の海のシルクロードの重要な一部であり、交通インフラを中心に中国からのインフラ投資が大幅に拡大することが予想される。それに伴い、貿易や観光に関する結び付きもさらに強まることになろう。

このようにASEAN諸国と中国の関係は緊密化しており、中国経済の拡大はASEAN諸国の経済成長のエンジンとなっている。仮に、中国において深刻な景気後退が発生すれば、ASEAN諸国の成長にも影響が及び、投資対象としての魅力が低下して資本流入が減少する可能性がある。また、人民元の対ドルレートや中国の株価の急落などの金融ショックがASEAN諸国の為替レートや株価の下落に波及することも懸念される。

## C. 金融面

金融面において、ASEAN諸国と中国の直接的な結び付きは拡大しつつあるものの、実体経済面ほどではない。ASEAN諸国向けの直接投資・証券投資における最大の投資家はアメリカであり、直接投資の伸びもアメリカが中国を上回っている。株式・債券価格の相関をみても、ASEAN諸国とアメリカの関係は、ASEAN諸国と中国の関係よりも密接である（注32）。

しかし、ASEAN諸国と中国の経済関係の深化を受けて、市場のセンチメントを通じた金融資本市場の波及効果は無視できないものとなっている。中国の金融資本市場の規模が拡大していることも、波及を強めている要因の一つである。とくに近年は、2015年8月に人民元が切り下げ後に急落するなど、人民元の減価や資本流出の発生により中国において金融ショックがたびたび起こっており、そのような局

面でのASEAN諸国市場の反応は大きくなっている。

マクロ計量モデルを用いたシミュレーションによると、人民元が5%減価すれば商品輸出国であるインドネシア・マレーシアを中心にASEAN5カ国の通貨も減価する(図表33)。また、株価が10%下落した場合、5カ国の株価は4.8~6.1%下落する(注33)。

このように、中国市場のボラティリティは、ASEANのほとんどの国の市場に波及する。両者の金融資本市場の結び付きが強まるなか、金融ショックの影響を和らげるために当局間の政策に関するコミュニケーションを強化することが求められている。

## (2) 中国から世界への金融面の波及(注34)

より一般的に金融面における中国の影響についてみると、資本取引規制が存在するために中国の影響は小さいと考えられがちであるが、対外資産負債残高などをみれば、規制下でも中国の対外金融取引の規模は大きい。したがって、直接的な金融取引を通じた影響も国によってはかなり大きいと考えられる。中国では対内株式・債券投資に関する規制緩和が進展しており、これも直接的な金融取引を急速に増やしつつある。

しかし今のところ、最もはっきりしているのは世界の為替レートや株価に対する波及である。よいニュースよりも悪いニュースの影響が顕著であり、また、中国は金融面よりも実体経済面の影響力が強いことから、経済成長の低下を示唆するニュースの影響が最も大きい。ただし、2015年8月の中国ショック以降、金融ショック(とくに人民元の対ドルレートや株価の大幅な下落)も無視できない影響を及ぼすようになっている。

それらの影響をより強く受けるのは中国との関係が深い国であり、前項でみた通り、ASEAN諸国は最大の影響を受ける立場にある。一般的には、中国の負のニュースに対して、中国との貿易関係が密接である国、商品輸出国、先進国に比較して投資リスクが大きい新興国などが、より大きな影響を受ける。また、中国の先進国市場への影響や中国要因による商品価格の下落の影響などが、間接的に新興国に及ぶ部分もある。

金融面での中国の影響力は、アメリカに比較すればまだはるかに小さいとされる。しかし、これは主に平時における比較であり、想定外のネガティブなニュースが与える影響はすでに非常に大きなものになっているといえよう。したがって、十分な注意が必要である。

## (3) 中国の当面の金融情勢(注35)

近年、人民元の対ドルレートの減価が続くなかで中国からの資本流出が加速した。国際収支統計をみると、外貨準備以外の金融収支は2014年に若干の流出超過となった後、2015~2016年には流出超過が大きく拡大した(図表34)。これを受け、2016年半ば以降、資本流出規制が強化され、その結果、対外直

(図表33) 中国の金融市場における変動の波及(AMROによるシミュレーション)

(%)

	人民元が5%減価した場合のASEAN通貨への影響	中国の株価が10%下落した場合のASEAN株式市場への影響
インドネシア	▲7.0	▲4.8
マレーシア	▲5.4	▲6.1
フィリピン	▲3.9	▲5.9
シンガポール	▲4.2	▲5.4
タイ	▲3.7	▲5.6

(資料) Wenlong and Xinyi [2018], p.13.

接投資やその他投資の流出が大幅に減少し、2017年には外貨準備以外の金融収支全体が流入超過に戻った。金融収支に関しては、証券投資（とくに債券投資）の流入が急拡大していることも特徴的である。これには、対内株式・債券投資に関する規制緩和の進展が寄与しているとみられる。

(図表34) 中国の国際収支の推移

(百万ドル)

	2015年	2016年	2017年	2018年1~3Q
経常収支	304,164	202,203	164,887	▲5,508
貿易収支	576,191	488,883	476,146	256,116
輸出	2,142,753	1,989,519	2,216,458	1,771,921
輸入	▲1,566,562	▲1,500,636	▲1,740,312	▲1,515,805
サービス収支	▲218,320	▲233,146	▲265,417	▲228,126
第一次所得収支	▲41,057	▲44,013	▲34,444	▲28,616
第二次所得収支	▲12,649	▲9,520	▲11,398	▲4,881
資本移転等収支	316	▲344	▲94	▲356
金融収支	▲91,523	27,594	57,096	95,708
流出	9,454	▲231,985	▲378,247	▲320,703
流入	▲100,977	259,579	435,343	416,411
外貨準備以外の金融収支	▲434,462	▲416,070	148,612	142,835
流出	▲333,485	▲675,650	▲286,731	▲273,577
流入	▲100,977	259,579	435,343	416,411
直接投資	68,099	▲41,675	66,309	79,886
流出	▲174,391	▲216,424	▲101,914	▲70,952
株式	▲103,876	▲147,001	▲99,700	▲56,117
貸出	▲70,515	▲69,423	▲2,214	▲14,835
流入	242,489	174,750	168,224	150,838
株式	211,785	164,930	142,182	102,660
借入	30,704	9,820	26,042	48,178
証券投資	▲66,470	▲52,271	7,431	105,179
流出	▲73,209	▲102,770	▲109,387	▲46,955
株式	▲39,679	▲38,238	▲37,697	▲18,551
債券	▲33,530	▲64,531	▲71,690	▲28,404
流入	6,739	50,499	116,818	152,134
株式	14,964	23,416	33,954	48,385
債券	▲8,226	27,083	82,864	103,749
金融派生商品	▲2,087	▲5,384	471	▲2,202
その他投資	▲434,004	▲316,741	74,400	▲40,029
流出	▲82,465	▲349,906	▲76,904	▲154,123
流入	▲351,538	33,165	151,304	114,094
外貨準備	342,939	443,665	▲91,516	▲47,127
誤差脱漏	▲212,958	▲229,453	▲221,889	▲89,845

(資料) CEIC

(注) 中国の国際収支統計では、対外資産（外貨準備を含む）の増加はマイナスで示されている。

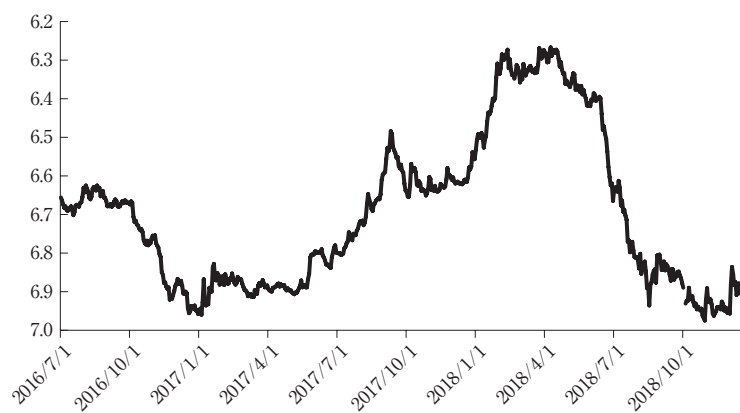
以上の動向を受け、外貨準備は2017年以降、再び増加に転じた。その金額はピーク時の2014年半ばには約4兆ドルとなったが、人民元の対ドルレートの高値とともに減少し、2017年1月には3兆ドルを割り込んだ。その後はやや回復し、2018年11月には3兆617億ドルとなっている。IMFは、為替制度が自由変動相場制ではないことや一定の資本取引規制が残されていることを考慮し、中国の外貨準備は適正水準を上回ると判断している。

資本流出が減少したのは、資本流出規制を強化したことによる部分が大きいと考えられる。資本流出

規制は2017年半ば以降、緩和方向にあるが、米中貿易摩擦の激化などによる中国経済の一段の減速、人民元の対ドルレートや株価の下落などを受けて資本流出圧力が再燃する可能性があるため、流出規制の緩和は慎重に進めなければならない。

人民元の対ドルレートは2017年初に増価に転じたが、2018年4月以降は再び減価した（図表35）。減価はアメリカの利上げによる米中金利差の縮小が基本的な原因であるが、当局が人民元安を容認しているという見方もある。人民元の減価と資本流出の悪循環が再来する懸念もないとはいいい切れず、為替政策の運営は的確に行う必要があるだろう。

（図表35）人民元の対ドル名目レート



（資料）CEIC

前述の通り、人民元の対ドルレートや中国の株価の急落、中国の経済成長の低下を示唆するニュースなどは世界の為替レートや株価に大きな影響を与える可能性があり、ASEAN諸国では影響がとくに大きくなると考えられる。現状ではこれらのことが起こる可能性は十分あると思われ、中国の動向を注視しておくことが不可欠である。

（注30）Wenlong and Xinyi [2018] による。

（注31）Asian Development Bank [2018]、76ページ参照。

（注32）銀行取引に関しては、一帯一路構想に基づく海外展開が本格化していることもあり、中国の銀行がアジアを中心に海外ビジネスを活発化している。中国工商銀行や中国銀行などがアジア地域における拠点を増やしており、また、政府系である中国開発銀行などもアジア地域に対するファイナンスを拡大している。

（注33）Wenlong and Xinyi [2018] p.13。

（注34）Mwase et al. [2016] を参照した。

（注35）詳細は清水 [2019] 参照。

## 6. ASEAN諸国に求められる政策対応

### (1) 政策の全体像

本節では、資本フローの変動に対してASEAN諸国に求められる政策について述べる（図表36）。これらの政策を実施する目的を整理すれば、第1に、資本流入を監視し、過剰な流入ならびにそれがもた

らす経済の過熱を防ぐこと、第2に、急激な資本流出に備えるとともに、実際に発生した場合には迅速かつ適切に対処すること、第3に、対外的・金融的脆弱性を改善し、様々な問題が発生する可能性を引き下げること、となる。

(図表36) アジア通貨危機の原因とその後の各国および域内金融協力による対処方法

	通貨危機の原因	通貨危機後の対処	域内金融協力
マクロ経済政策	事実上のドル・ペッグ政策がとられていた。	為替政策を柔軟化。	AMRO設立により政策対話・サーベイランスのシステムを構築中。
資本取引規制	拙速な自由化を進めた。	本国通貨の非国際化政策など、資本取引規制を強めた。	資本取引規制の是非に関する検討など(ASEAN+3リサーチ・グループ)
国内金融システム	銀行部門は脆弱性を残していた。	銀行・企業改革が進められた。	ABMIなどを中心に整備を進めている。
流動性供給強化	こうしたシステムは存在しなかった。経常収支は赤字で、流動性不足に弱かった。	為替の増価を抑制し、経常収支が黒字に転換。また、外貨準備を積み上げるとともに対外債務を減らした。	CMIM、2国間通貨スワップの整備拡大。
域内金融統合	先進国から資本が流入した(ダブル・ミスマッチ)	域内の金融資本市場や金融機関・機関投資家が整備され、域内統合が緩やかに進展している。	ABMIやASEAN金融統合のイニシアティブで促進中。

(資料) 日本総合研究所作成

具体的な政策手段としてあげられるのは、第1に、資本フローの変動に対し、マクロ経済政策(財政・金融・為替政策)を適切に運営することである。資本流入の拡大期に国内信用の拡大やインフレの高進が顕著にみられた国、経常収支赤字や財政赤字が深刻な国などで資本流出が大きくなっていることから、こうした事態を回避する政策運営が望まれる。具体的には、資本流入に対応して財政・金融政策による引き締めを実施することになる。為替政策に関しては、資本流入に伴う本国通貨の増価を抑制する介入を実施することにより、為替レートの安定を図るとともに、外貨準備を蓄積して緊急時の流動性を確保することになる。

第2に、金融的脆弱性を改善するため、国内外からの信用の過度の拡大を抑制することである。具体的な政策としては、①金融規制の強化による信用拡大の抑制(いわゆるマクロプラウデンシャル政策)、②資本取引規制(Capital Flow Measuresとも呼ばれる)、があげられる。資本取引規制に関しては、様々な意見がある。ASEAN経済共同体の創設を2015年末に実現し、経済統合が進んでいるアジアでは、資本取引の自由化を進めて域内金融統合を促進し、先進国資本への依存度を引き下げるとともに強固な市場の構築を目指す方向性が望ましい、という考え方もある。ただし、自由化にあたっては、多様な投資スタイルを有する海外投資家の投資動向を把握・監視する努力が重要である。

第3に、国内金融システムの整備を進めることである。これにより、国内の資産価格に対するグローバルなショックの影響を和らげること、外貨建て借り入れを抑制することなどが可能となる。具体的には、債券市場の整備、国内機関投資家の育成、外国為替市場の流動性の向上などがあげられる。

第4に、域内金融協力を強化することである。これには、域内金融統合を促進することも含まれる。

第5に、実体経済面の構造改革を推進し、外的なショックに対する耐性を増し、投機的な攻撃の対象となることを回避することである。具体的には、生産性の向上(インフラ投資や税制改革など)、資源国における資源輸出依存からの脱却、などがあげられる。

## (2) 資本フローの変動を制御するための諸政策（注36）

### A. 金融政策枠組みの歴史的推移

次に、マクロ政策・マクロプルーデンシャル政策・資本取引規制の実施状況および課題について詳しくみる。1997年のアジア通貨危機の教訓を得て、ASEAN5カ国の金融政策の枠組みは大きく進化した。通貨危機の大きな原因となった固定的な為替政策（事実上のドル・ペッグ制）を廃止し、為替レートのより柔軟な変動を認める政策に転換した。インポシブル・トリニティの考え方に従えば、これにより、比較的自由的な資本取引の下、金融政策の独立性が大幅に増したことになる。インドネシア・フィリピン・タイは、明示的にインフレ・ターゲット政策を採用した。シンガポールは、名目実効為替レートを政策手段としてインフレ抑制を図っている。また、マレーシアは、物価の安定とともに経済成長や雇用の安定的増加を目指す政策を採用している。

これと同時に、外貨準備の蓄積、金融規制の強化、資本市場の整備なども進められている。これらの努力もあり、5カ国は比較的高い経済成長と低インフレを実現するとともに対外的・金融的脆弱性を大幅に改善させた。その結果、世界金融危機の発生に際しては、その影響を最小限に抑制することができた。

なお、各国の政策の概略は以下の通りである。まず、インドネシアは、アジア通貨危機以前は資本取引を自由化したうえでクローリング・ペッグ制を採用していた。危機後、為替レートのより柔軟な変動を認めた。世界金融危機後は、為替レートの柔軟性をさらに増すとともに資本取引規制を採用し、金融政策の独立性はさらに高まった。

マレーシアは、アジア通貨危機以前は資本取引を自由化したうえで為替レートを管理していた。危機後、金融政策の独立性を確保するために固定相場制と資本取引規制を採用した。2005年により柔軟な為替制度に転換するとともに資本取引を自由化し、金融政策の独立性はさらに向上した。

フィリピンは、アジア通貨危機以前は為替レートを管理する一方、一定の資本取引規制を採用しており、金融政策の独立性はある程度確保されていた。危機後、資本取引を自由化しつつ為替レートを管理して外貨準備を蓄積したため、金融政策の独立性は低下した。世界金融危機後、より柔軟な為替政策を採用した結果、金融政策の独立性は改善した。

シンガポールは、国際金融センターとして資本取引を自由化するとともに、為替レートの管理による独特な金融政策を採用している。そのため、金利変動は市場に委ねられ、政策的な金利設定の余地はほとんどない。

タイは、アジア通貨危機以前は資本取引を自由化したうえで為替レートを管理していた。危機後、より柔軟な為替政策を採用する一方で資本取引規制を強め、金融政策の独立性は高まった。世界金融危機後、為替レートの柔軟性を一段と増した結果、金融政策の独立性はさらに高まった。

### B. グローバルな金融サイクルと5カ国の金融政策

前述の通り、アメリカを中心とする先進国が非伝統的政策を含む大規模な金融緩和を実施した結果、世界的に金融取引が増加し相互の統合が進むとともに、グローバルな金融サイクルの世界的な影響が強まった。その結果、5カ国の国内金融条件に対しても、グローバルな決定要因であるアメリカの10年国

---

債金利やVIX Indexが大きな影響を及ぼしている。また、アメリカの政策金利の変更は、海外投資家の投資行動を通じて5カ国の長期国債金利を変動させている。タイを除く4カ国では、銀行金利にもグローバルな要因が作用しており、銀行行動も影響を受けている。

5カ国の金融政策は有効に機能しているが、インドネシアやフィリピンでは金融政策が資本フローにその機能を阻害される事態も生じている。国内の金融政策や流動性管理政策の有効性が全く失われているということではないが、IMF [2016b] では、5カ国が政策金利の決定においてアメリカの政策金利などのグローバルな要因を重要な判断材料とみなしていることが指摘されている。ただし、マレーシアやシンガポールではこうした傾向が小さいとされ、発達した金融システムがグローバルな要因の影響力を抑制する可能性も示されている。

### C. 為替政策

アジア通貨危機以降、5カ国は外貨準備の蓄積に注力すると同時に、その為替レートは以前に比較して柔軟に変動するようになった。これにより、為替レートのショック・アブソーバー機能、すなわちグローバルな要因の影響をある程度和らげる機能を利用できるようになったと考えられる。為替レートが増価・減価することで、資本の流入・流出をある程度抑制できるということである。

2013年以降の資本流入の減少局面において、減少の結果として外貨準備の蓄積が鈍る一方、名目為替レートが減価しているが、これは為替レートの減価を容認することによって資本流出を抑制しようとしているものであるとも理解できる（注37）。ただし、為替レートをこのような目的に利用するためには、対外債務を抑制することが求められる。

また、為替介入が行われる場合もある。例えば、2015年8月の中国ショックの際には、商品輸出国であるインドネシアとマレーシアが原油価格の下落の影響を受け、介入を行ったために外貨準備が減少した（注38）。

ただし、5カ国の為替介入の程度は、シンガポールを除けばそれほど強くはない（注39）。インドネシアが最も弱く、フィリピン、タイ、マレーシアの順に強くなっている。マレーシアでも、介入の強さはおおむね中程度である。シンガポールは為替レートを金融政策の手段に用いているため、為替レートの管理の程度は中国並みに強い。

各国の為替介入の目的は、基本的には急激な変動のスムージングであり、特定の水準をターゲットとする政策運営が行われているわけではない。なお、介入は多くの場合、不胎化されている。

資本フローのショックによって為替レートの変動が過大となる場合には、為替レートはショックを吸収する機能を果たさず、これを増幅することになる。民間部門の外貨建て債務が大きい場合には、なおさらである。このような場合、為替介入によって資本フローのショックによる市場の混乱を防止することが適切である。ただし、頻繁に介入し過ぎれば金融政策の枠組みの透明性や信頼性に疑問が生じることから、市場とのコミュニケーションや介入ルールの明示に配慮しなければならない。

### D. マクロプルーデンシャル政策、資本取引規制

世界金融危機以降、5カ国においてマクロプルーデンシャル政策の活用が住宅関連の手段を中心に拡

大しており、これらはおおむね有効に機能している。例えば、インドネシアでは、2013年6月と9月にLTV比率（Loan-to-Value ratio）規制が強化され、住宅ローンの伸びが2013年7～9月期の前年同期比32%から2014年7～9月期には同12%に低下した。住宅価格上昇率も、同期間に13.5%から6.5%に低下した。また、フィリピンではマクロプルーデンシャル政策は実施されていないが、銀行の不動産関連融資のモニタリングが強化されるとともに、住宅ローンに関する定期的なストレス・テストが導入され、住宅価格の上昇や不動産業・建設業向け融資の伸びを間接的に抑制している。このように、5カ国では、家計債務や不動産価格に焦点を当てた政策が金融安定の維持を目的に実施されている。

次に、資本取引規制に関しては、その効果に関して多様な議論があるためか、5カ国ではあまり多く利用されていない。事例としては、インドネシアが中央銀行債の最低保有期間を長期化する規制強化を実施しているほか、タイは海外投資家に対する源泉徴収課税を復活させる政策を行っている。また、フィリピンでは国内銀行によるNDF（ノン・デリバラブル・フォワード）取引に対する必要資本の規制が強化された結果、国内銀行のNDFのポジションは大幅に減少している。

#### E. 政策実施上の注意点

資本フローがもたらすボラティリティに対処するためには、以上に述べた政策を臨機応変に活用し、総動員する必要がある。例えば、シンガポールの例をみても、財政政策、金融政策、マクロプルーデンシャル政策、資本取引規制（通貨の非国際化政策）などがすべて用いられている（注40）。

これを可能とするためには、政策当局に柔軟性や制度的能力が要求される。また、マクロ政策の枠組みの信頼性、強固な金融規制監督体制、健全な銀行システムなどの前提条件を整備することが、実施する政策の有効性を確保するために不可欠である。多くの政策の有効性を確保するためには政策間の調整や協調が求められ、異なる当局間の連携を円滑化することも重要となる。

さらに、対外的・金融的脆弱性の状況を継続的にモニタリングしておかなければならない。資本フローが不安定化すれば、様々な脆弱性が同時に顕在化して迅速な対応が求められる。これを可能とするためには、脆弱性の状況を常にモニタリングして、緊急事態に備えておくことが不可欠である。

政策の具体的な内容に関し、資本流出に備えるためにとくに重視すべきことは、為替政策において外貨準備の蓄積を優先すること、債券市場の整備や機関投資家の育成に注力して海外投資家の参加を適正な水準にとどめることなどである。

民間部門債務や外貨建て債務が拡大した現状を踏まえると、マクロプルーデンシャル政策には以下のことが求められる。①信用の伸びを抑制する規制。反循環的な銀行の自己資本比率規制など。②外貨建て債務の増加を抑制する規制。通貨別の流動性管理などを含む。③企業債務の増加を抑制する規制。ノンバンクを通じた資金調達抑制や企業の為替リスクの管理なども重要である。④家計債務の増加を抑制する規制。⑤ノンバンク（保険会社、資産運用会社など）を対象にした規制。

なお、マクロプルーデンシャル政策に加えて、①銀行の信用リスクや流動性リスクを拡大させないためのマクロプルーデンシャル政策の強化（とくに、脆弱な企業・業種のモニタリングやストレス・テストなど）、②債務関連データの改善、③企業倒産に対する備えとしての破産法改革、なども重要となる（注41）。



### (3) 域内金融協力の強化

#### A. 金融協力強化の必要性

前述の通り、ASEAN諸国の金融システムに関しては、民間部門債務が蓄積しており不良債権比率が若干ながら上昇していること、外貨建て（とくにドル建て）の資金調達への依存度が高いこと、銀行中心の金融システムが維持されており株式・債券市場の拡大に限界がみられること、などの問題がある。

一方、域内・域外双方との金融統合が強まり、ショックが波及するリスクが高まっている。ドル建ての資金調達に依存していることは、グローバルな要因の影響力をさらに高めている。

こうした現状を踏まえ、金融システムの脆弱性を改善し、金融安定を維持することが今後も必要である。そのためには、各国が対外的・金融的脆弱性の改善に取り組むことが基本であるが、海外要因の波及が一段と強まっている状況を踏まえると、1997年のアジア通貨危機以来行われている域内金融協力をさらに強化するべきであると考えられる。具体的には、政策対話を強化し、マクロプルーデンシャル政策や資本取引規制の立案・実施に関して協調を図ること、引き続き域内の金融システム整備に注力し、「アジアの貯蓄をアジアの投資に」活用することに努めること、などが不可欠である。前者のための手段としては、ASEAN、ASEAN+3、APECなどの国際的なフォーラムに加え、ASEAN+3において構築されているAMRO（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office、ASEAN+3マクロ経済リサーチオフィス）ならびにCMIM（Chiang Mai Initiative Multilateralisation）の枠組みがある。後者のための手段としては、同様にASEAN+3において展開されているABMI（Asian Bond Markets Initiative）、ASEANにおいて行われている域内金融統合、APECにおいて行われているAPFF（Asia Pacific Financial Forum）などがあげられる。

#### B. CMIMおよびAMRO

以下、金融協力の現状を簡単にまとめる。まず、CMIMは2000年に創設された緊急時の流動性供給のための制度である。2002年には政策対話の枠組み（ERPD：Economic Review and Policy Dialogue）が創設され、両者は2005年に統合・強化された。

当初は2国間通貨スワップのネットワークであったCMIM（マルチ化以前はCMI）は2009年にマルチ化が合意され、参加国は貢献額に借入乗数を掛け合わせた借入可能総額まで自国通貨を米ドルにスワップすることが可能となった。2014年に規模が1,200億ドルから2,400億ドルに倍増され、IMFプログラムなしで発動できる割合（デリンク割合）は20%から30%に引き上げられ、予防的（precautionary）流動性ファシリティも導入された。

CMIMはIMFのGFSN（Global Financial Safety Network）とどのように連携するかが課題であり、合同テストラン（注42）等を通じて連携強化を図っている。2018年には、支援期間の柔軟化やコンディショナリティの枠組み強化等を含む契約書の包括的な見直しが行われ、IMFとの連携を一層強化する方向性が示されている。このようにCMIMは着実に整備が進んでいるが、さらなる努力が求められる。

日本とASEAN諸国の間では、2国間通貨スワップも締結されている（図表37）。2017年以降、各国との契約は日本円による引き出しも可能とする形で更新されており、デリンク割合も40%に引き上げられている。これは、アジア地域のドル依存の低減に向けた努力の一環である。

(図表37) 日本とASEAN諸国の2国間通貨スワップ取り極め

		インドネシア	タイ	シンガポール	フィリピン
契約当事者（日本は財務省）		中央銀行	中央銀行	通貨監督庁	中央銀行
契約日		2018.10.14	2018.7.23	2018.5.21	2017.10.6
双方向／片方向		片方向	双方向	双方向	双方向
使用通貨		米ドル・日本円⇄ルピア	米ドル・日本円⇄バーツ 日本要請時は米ドル⇄日本円	米ドル・日本円⇄星ドル 日本要請時は米ドル⇄日本円	米ドル・日本円⇄ペソ 日本要請時は米ドル⇄日本円
スワップ額	日本から	227.6億ドル相当	30億ドル相当	30億ドル相当	120億ドル相当
	日本へ		30億ドル	10億ドル	5億ドル
デリンク割合		40%	40%	30%	40%

(資料) 財務省国際局 [2018] 「国際経済・金融の課題への取組」(関税・外国為替等審議会外国為替等分科会配布資料、12月7日)、26ページ

一方、サーベイランス・ユニットであるAMROは、2011年4月にシンガポールで民間法人として設立され、その後、2016年2月に国際機関として生まれ変わった。約50人のスタッフを擁し、その6割がエコノミストである。AMROは域内諸国のサーベイランスを行い、各国の年次経済レポート（Annual Consultation Report）を発行するようになっているほか、テーマ別のレポートも多数発表しており、その活動は次第に本格化している。

AMROの活動に関する今後の課題としては、サーベイランス・政策提言機能の強化、CMIMの発動における役割の強化、世界・地域・2国間の枠組みの調整、各国における統計の改善があげられる（注43）。

### C. ABMI

ABMIは域内の債券市場を整備するイニシアティブとして2002年12月に開始され、現在も続いている。まず、主要な成果について簡単に述べる。

第1に、2004年5月、Asian Bonds Onlineが立ち上げられた。これはアジア債券市場に関する多様な情報やデータを提供するウェブサイトであり、開設当初に比較すれば内容や使い勝手は飛躍的に向上している。また、ウェブサイトとはほぼ同時にAsia Bond Monitorと呼ばれる定期刊行物（おおむね四半期発行）の発行が開始されており、債券市場の概況や政策動向などの情報が入手できる。

第2に、2010年11月、信用保証投資ファシリティ（CGIF：Credit Guarantee and Investment Facility）がアジア開発銀行の信託基金として出資金7億ドルで設立された。2013年4月から2017年11月末までに、計19件の保証を実施している。

2017年12月には12億ドルへの増資が議決され、保証可能額は従来の17.5億ドルから30億ドル以上（レバレッジ比率は2.5以上）に拡大した。2016年には、インフラ案件への注力も表明されている。

第3に、2010年、官民による議論の場としてASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF：ASEAN+3 Bond Market Forum）が作られた。同フォーラムにおいて、2012年以降、ASEAN+3 Bond Market Guideが作成され、債券市場の規制を中心に詳細な情報を掲載した貴重な資料となっている。

また、フォーラムの発足当初より、域内共通のプロ投資家向け債券発行枠組み（AMBIF：ASEAN+3 Multi-currency Bond Issuance Framework）の構築が試みられてきた。これは、各国のプロ向け債券市場を相互承認により一体化させようとするものである。2015年9月、みずほ銀行を発行体とする第1号

のAMBIF債が発行された。さらに、2018年11月、イオン・フィナンシャル・サービスのフィリピン現地法人、イオン・クレジット・サービス（フィリピン）が、CGIFが保証するAMBIF債10億ペソを発行している。

ABMFのもう一つの取り組みテーマは、各国の決済システムの向上・統合である。ABMIのタスク・フォース4においても、クロスボーダー決済インフラ・フォーラム（CSIF：Cross-border Settlement Infrastructure Forum）が設立され、クロスボーダー債券取引を支える決済システムの構築に関する議論が行われている。

ABMFは、2019年1月に30回目の会合を迎えた。ABMI全体も同様であるが、長く続いていることによる意義は大きい。現在は、2016年に更新されたロードマップに基づき、多様な活動が行われている（図表38）。

（図表38） ABMIの組織構成と業務分担の概要（2016年～現在）

<p>TF1：現地通貨建て債券の発行の促進 （中国、タイ）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• CGIFを強化し域内資金ニーズに対応（とくに中小企業金融、住宅金融、インフラ・ファイナンス）</li> <li>• 現地通貨建てグリーン・ボンド拡大</li> </ul>	<p>TF2：現地通貨建て債券の需要の促進 （日本、シンガポール）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Asian Bonds Online等の情報提供</li> <li>• 機関投資家の投資環境整備</li> <li>• 国債市場整備継続（レポ市場等）</li> <li>• カバード・ボンド（住宅金融）</li> <li>• 地方債（インフラ・ファイナンス）</li> </ul>
<p>TF3：規制枠組みの改善 （日本、マレーシア）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ABMF</li> <li>• 域内債券市場統合促進</li> <li>• 域内での規制・税制の標準化</li> <li>• 情報プラットフォーム設立の検討</li> </ul>	<p>TF4：債券市場関連のインフラ改善 （韓国、フィリピン）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• CSIF</li> <li>• クロスボーダーレポ市場の担保拡大</li> <li>• 域内の格付けの比較可能性強化</li> </ul>
<p>技術支援調整チーム（TACT）</p>	

（資料）アジア開発銀行

一方、債券市場の拡大はASEAN+3全体としてみれば目覚ましいものの、インドネシア・フィリピン・ベトナムにおける社債市場の発展は限られており、CLM諸国では国債市場もこれからという段階である。社債の発行体は政府系企業、金融機関、インフラ関連企業などに偏り、また、BBB格以下の発行は少ない。これは、国内機関投資家の保守的な投資方針を反映している。

総じてみれば、銀行と債券市場のバランスのとれた金融システムを構築し、その水準向上を実現するとともに長期金融を拡大して投資を増やすという目的、ならびに海外資金への依存を減らして通貨危機の再発を防止するという目的の達成は、道半ばであるといえよう。

社債市場の発展には、経済発展等による旺盛な資金需要と資金供給、金融システムの一定の成熟、社債市場整備に対する政府の意欲・政策、などの条件がそろわなければならない。今後、注力すべき政策としては、機関投資家を中心とする投資家の育成がまずは重要と考えられる。一方、発行体に関しては、インフラ整備や住宅融資に債券の利用を拡大する現在のABMIの方針を強化するとともに、中期的には非金融一般企業の資金調達における社債の利用を一段と拡大することを検討すべきであろう。

こうした努力により上記の目標を達成することができ、本稿で論じた「脆弱性の改善」に資することになると考えられる。

(注36) 以下は、IMF [2016b] を参考とした。

(注37) IMF [2016b] p.25による。

(注38) IMF [2016b] p.36参照。

(注39) IMF [2016b] p.26のFigure 14を参照。

(注40) IMF [2017b] による。

(注41) IMF [2015] による。

(注42) CMIMの発動に係る一連の手続きの実効性を検証するために模擬危機シナリオを設定し、IMFとの連携プロセス等をテストするもの。

(注43) Chabchitrachaidol他 [2018] p.184以降を参照した。

## 7. おわりに

最後に、本稿で述べたことに基づき、ASEAN諸国に求められることについてまとめる。近年、新興国に向かう資本フローは、減少傾向が続いてきた。アメリカの今回の金融引き締めサイクルは最終局面に差し掛かったように見えるが、世界の政治・経済には多くの不透明要因があり、資本フローは今後も不安定化する局面があるものとみられる。

新興国に向かう資本フローを決定している要因としては、アメリカの金融政策などの先進国側の要因に加えて、新興国の成長率（先進国との格差）、経済の健全性やそれを維持するための政策、国内金融資本市場の深化の程度、などがあげられる。これらの新興国側の要因も十分検討しなければならない。

2018年に通貨の暴落に見舞われたアルゼンチンやトルコに比較すればASEAN諸国のマクロ経済運営状況は良好であり、対外的・金融的脆弱性も総じて低く、資本フローが不安定化する可能性は低い。しかし、ASEAN諸国の金融システムにも全く問題がないわけではなく、各国において企業・家計債務の対GDP比率が高止まりしているほか、国内金融システムの規模が小さいインドネシアやフィリピンを中心に企業の外貨建て借り入れへの依存度が高くなっている。これらの要因がもたらすリスクは各国金融当局の規制監督によってコントロールされているが、万一、資本流出が深刻化した場合には、金融不安定化を加速させることもありうる。

過去20年間、アジアの金融資本市場は拡大し、域内外との統合も強まってきた。また、世界金融危機以降は、先進国の大規模な金融緩和により新興国への資本フローが拡大し、先進国と新興国の経済・金融の連動性が高まった。このような環境の下では、海外で発生する様々な問題の影響が新興国に及ぶことは避けられず、それによって資本流入が減少すれば、為替レート・株価・債券価格などが下落し、国内経済に大きな影響を及ぼすことになる。

本稿でみたように、ASEAN諸国にとっては、中国経済の動向が最大の懸念材料であるといえよう。ASEAN諸国と中国の関係は緊密化しており、中国経済の拡大はASEAN諸国の経済成長のエンジンとなっている。仮に、中国において深刻な景気後退が発生すれば、ASEAN諸国の成長にも影響が及び、投資対象としての魅力が低下して資本流入が減少する可能性がある。また、人民元の対ドルレートや中国の株価の急落などの金融ショックがASEAN諸国の為替レートや株価の下落に波及することも懸念される。

資本フローの変動がもたらす実体経済への悪影響を避けるためには、各国に過剰な資本流入の防止、資本流出に対する備え、対外的・金融的脆弱性の改善が求められる。具体的な対策としては、①マクロ

---

政策（財政・金融・為替政策）、マクロプルーデンシャル政策、資本取引規制を適切に実施して資本フローの安定を維持するとともに対外的・金融的脆弱性の改善を図ること、②緊急時の流動性供給のための通貨スワップや経済の相互監視などの域内協力体制を強化すること、③金融面の海外依存度を引き下げるため、債券市場の整備や機関投資家の育成などの国内金融システム整備に注力すること、などがあげられる。

2019年に入り、アメリカの金融引き締めスタンスが修正されつつあり、新興国に向かう資本フローも回復傾向となっている。今後も、しばらくは現在の傾向が続く可能性がある。しかし、一方では、世界的に政治・経済の不透明感が強まっており、ASEAN諸国にとっては金融安定や経済成長の引き上げに注力することがますます重要になると考えられる。国内のリスク要因は今のところコントロールされており、大きな問題は発生していないが、アメリカとの摩擦が長引く中国の動向から深刻な影響を受ける可能性はあり、十分注意しておかなければならない。また、蓄積した債務の状況を監視することや、資金調達の海外依存度の引き下げに努めることも不可欠である。

1997年のアジア通貨危機以来、日本は域内金融協力の枠組みの下でASEAN諸国に対する支援を継続し、多くの成果をあげてきたが、一方でASEAN諸国の金融システムは依然として銀行中心であり、ドルに依存する状況も大きくは変化していない。本稿で確認した通り、金融システム整備への取り組みは、金融安定の観点から極めて重要である。今後の日本の支援のあり方について、十分に議論すべきであろう。

(2019. 2. 25)

## 参考文献

- ・財務省国際局 [2018]. 「アジアにおける金融協力の推進～日本とアジアの成長基盤の更なる強化に向けて～」関税・外国為替等審議会外国為替等分科会配布資料、3月
- ・清水聡 [2016]. 「国際金融情勢がASEAN諸国の金融安定に与える影響—求められる資本流出への備え—」日本総合研究所『JRIレビュー』Vol.3 No.33
- ・清水聡 [2017]. 「ASEAN諸国における金融リスクの現状と展望—民間部門債務と銀行の動向を中心に—」日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.17 No.65
- ・清水聡 [2018a]. 「アジア債券市場の発展と課題—市場を拡大させるためのポイント—」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第133号、3月
- ・清水聡 [2018b]. 「ASEAN諸国の金融システムの現状と課題」財務省財務総合政策研究所ASEANワークショップ資料、6月21日
- ・清水聡 [2018c]. 「新興国からの資本流出の拡大とASEAN5カ国の金融リスク」日本総合研究所リサーチ・フォーカスNo.2018-013、7月5日
- ・清水聡 [2018d]. 「インドネシアの金融システムの問題点とフィンテックへの期待」日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.18 No.71
- ・清水聡 [2019]. 「中国からの資本流出の減少と債券市場の開放」日本総合研究所調査部『アジア・マ

ンスリー』 2月号

- ・鈴木美香 [2018]. 「総合評価レポート：アルゼンチン（2018年度下期）」 国際金融情報センター、11月20日
- ・平野奈津恵 [2018]. 「総合評価レポート：トルコ（2018年度下期）」 国際金融情報センター、11月20日
- ・Chabchitrchaidol, Akkharaphol, 仲川聡、根本洋一 [2018]. 「東アジアにおける通貨金融面での安定に向けた取り組み—独立したサーベイランス・ユニットAMROの設立と残された課題—」 財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第133号、3月
- ・Asian Development Bank [2015]. “Financial Soundness Indicators for Financial Sector Stability: A Tale of Three Asian Countries.”
- ・Asian Development Bank [2017]. *Asian Economic Integration Report 2017*.
- ・Asian Development Bank [2018]. *Asian Development Outlook 2018 Update*, Sep.
- ・Bank Indonesia [2018]. *Financial Stability Review*, No.30, Mar.
- ・Bank Negara Malaysia [2018]. *Financial Stability Review*, First Half 2018.
- ・Bank of Thailand [2018]. *Performance of the Thai Banking System in the Third Quarter of 2018*.
- ・Bangko Sentral NG Pilipinas [2018]. *A Report on the Philippine Financial System*, First Semester of 2018.
- ・BIS Monetary and Economic Department [2014]. “The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets,” BIS Papers No.78, Aug.
- ・Cervantes, Ricardo, Phakawa Jeasakul, Joseph F. Maloney and Li Lian Ong [2014]. “Ms. Muffet, the Spider(gram) and the Web of Macro-Financial Linkages,” IMF Working Paper WP/14/99, Jun.
- ・Claessens, Stijn and M. Ayhan Kose [2013]. “Financial Crises : Explanations, Types, and Implications,” IMF Working Paper WP/13/28, Jan.
- ・Comelli, Fabio [2015]. “Estimation and out-of-sample Prediction of Sudden Stops : Do Regions of Emerging Markets Behave Differently from Each Other?” IMF Working Paper WP/15/138, Jun.
- ・Dattels, Peter, Rebecca McCaughrin, Ken Miyajima, and Jaume Puig [2010]. “Can You Map Global Financial Stability?” IMF Working Paper WP/10/145, Jun.
- ・Hannan, Swarnali Ahmed [2018]. “Revisiting the Determinants of Capital Flows to Emerging Markets – A Survey of the Evolving Literature,” IMF Working Paper WP/18/214, Sep.
- ・IMF [2015]. “Corporate Leverage in Emerging Markets – A Concern?” *Global Financial Stability Report*, Chapter 3, Oct.
- ・IMF [2016a]. “Understanding the Slowdown in Capital Flows to Emerging Markets,” *World Economic Outlook*, Chapter 2, Apr.
- ・IMF [2016b]. “Evolution of Monetary Policy Frameworks,” ASEAN-5 Cluster Report, May.
- ・IMF [2017a]. “Are Countries Losing Control of Domestic Financial Conditions?” *Global Financial Stability Report*, Chapter 3, Apr.

- 
- IMF [2017b]. “Capital Flows to Singapore : Macroeconomic Implications and Policy Responses,” Selected Issues, Jun.
  - IMF [2018]. “A Decade after the Global Financial Crisis : Are We Safer?” *Global Financial Stability Report*, Chapter 1, Oct.
  - Monetary Authority of Singapore [2018]. *Financial Stability Review*, Nov.
  - Mwase, Nkunde, Papa N’Diaye, Hiroko Oura, Frantisek Ricka, Katsiaryna Svirydzenka, and Yuan-yan Zhang [2016]. “Spillovers from China : Financial Channels,” Spillover Notes, Sep.
  - Park, Cyn-Young, James Villafuerte, Junkyu Lee and Peter Rosenkranz [2017]. “20 Years after the Asian Financial Crisis : Lessons Learned and Future Challenges,” *ADB Briefs*, No.85, Sep.
  - Sun, Tao [2015]. “The Impact of Global Liquidity on Financial Landscapes and Risks In the ASEAN-5 Countries,” IMF Working Paper WP/15/211, Sep.
  - Wenlong, Li and Simon Liu Xinyi [2018]. “China’s Increasing Economic Linkages with ASEAN and the Potential Spillover Effects,” AMRO Working Paper WP/18-03, Jul.