

東アジアにおける資本フローの動向と政策

調査部 環太平洋戦略研究センター
主任研究員 清水 聡

要 旨

1. 近年、アジア地域における資本フローの規模が拡大している。中国・インドなどの10カ国に対する資本流入額の対GDP比率は、2004年以降、7%前後となった。これと同時に、中国や韓国による証券投資などを中心とした資本流出も急増したため、資本収支黒字は、対GDP比1%前後でほぼ横這いの推移となっている。
2. 資本流入が増加した要因として、以下の点があげられる。①世界的に機関投資家の運用資産が大きく伸びるとともに、海外投資比率が上昇して途上国向けの運用も拡大したこと。②各国の金利・為替動向を注視し、運用利回りを高めようとする動きが強まったこと。③アジア諸国の経済が良好な状態を維持するとともに、各国において資本市場の拡大・整備が進んだこと、などである。
3. 資本流入の増加はアジア諸国に多様なメリットをもたらす一方、以下のような現象を伴っている。第1に、継続的な為替介入の実施にもかかわらず、アジア諸国通貨の対ドル名目レートおよび実質実効レートが大きく増価した。これにより、インフレ抑制効果が生じる一方、一部の国では輸出競争力の低下が懸念されている。第2に、為替介入に伴う外貨準備の増加が加速した。また、国内の流動性が増加し、非効率的な資金配分やインフレ率の上昇をもたらす可能性が生じた。第3に、不動産価格や株価などの資産価格が上昇した。また、資本フローのボラティリティの上昇が、株価の短期的なボラティリティを高めた。さらに、先進国市場との間で株価の連動性が高まるとともに、資本の急激な流入・流出が発生する頻度が増加した。2008年入り後、アメリカのサブプライム・ローン問題の深刻化により先進国市場が下落し、アジア諸国への株式投資の流入額も減少傾向となっている。
4. これらの問題に対し、以下のような対処が望ましいと考えられる。①為替介入は効果が不透明であり、必要以上に金融緩和をもたらす可能性があるため、できる限り抑制する。輸出競争力の問題には、輸出産業への支援策等により対応する。②インフレ懸念を重視して金利を引き上げれば、資本流入を促進する場合がある。資本流入の抑制を意図して金利を引き下げる対応も考えられる。③長期的にみれば資本取引規制は有効に機能しているとみられることから、その緩和は慎重に進める。資本流出規制の緩和は、投資の自由度を高めるために資本流入を増やす可能性もある。また、資本流入規制の新規導入は、デメリットも多いため、短期的な実施にとどめる。④資本流入が最終的には流出につながることも想定し、特に国内金融・資本市場の整備や規制監督の強化に注力する。⑤資本流入が縮小する局面では、為替介入や金利政策による対応に、状況に応じた適切な修正を加える。
5. 以上のほか、域内の資本フローを増やすことや為替政策協調を実施することなどは、拡大する資本フローへの政策対応の選択肢の一つとなりうる。

目次

はじめに

I. アジア地域における資本フローの現状

1. 通貨危機後の資本フローの変化
2. グロスの資本フローの急増
3. 各国の状況

II. 資本フローが変化した背景

1. 資本流入増加の背景
2. 投資家の動向
3. 為替・金利動向の影響
4. 資本市場の拡大・整備

III. 資本フローの変化に伴う現象

1. 為替レートの増価
2. 外貨準備の増加と流動性への影響
3. 国内金融・資本市場への影響
4. 急激な資本流入・流出の発生
5. 低下した通貨危機再発のリスク

IV. 資本フローの変化に対する政策

1. 為替政策
2. 財政金融政策
3. 資本取引規制の変更
4. 国内金融・資本市場の育成と規制監督の強化
5. まとめ

V. 資本フローと政策対応に関する展望

1. 域内資本フローの増加
2. オイルマネーの動向が資本フローにもたらす影響
3. 為替政策協調の可能性

おわりに

(補論) インドの事例

1. 資本流入の増加
2. 為替政策
3. 金融政策の枠組みと不胎化政策
4. 資本取引自由化への取り組み
5. 株式市場の動向
6. まとめ

はじめに

近年、世界的に資本フローが増加する中、アジアにおける資本流入・流出ともに拡大している。本稿の目的は、アジアにおける資本フローの変化の特徴を把握するとともに、その拡大がもたらした効果・影響について分析することにある。その上で、各国にどのような政策対応が求められるのか、実際にどのような政策が実施されているかについて考える。

アメリカのサブプライム・ローン問題に端を発した世界的な金融市場の混乱の長期化に伴い、拡大を続けてきた資本フローが変化する可能性が生じている。実際、2007年秋以降、アジア諸国に対する株式投資に変化がみられる。一方、直接投資やその他投資には、今のところ大きな影響は出ていない。一般的に、資本フローには循環的な要因と構造的な要因が作用するものと考えられる。現在の国際金融市場の混乱は、多分に循環的な要素を含んでおり、中期的にみれば、今後も基調としての資本フローの拡大傾向は持続するものと思われる。

本稿は、主に資本流入の拡大局面に関する分析となっているが、本文中でも述べているように、「資本流入の急増は最終的には流出に帰結する可能性が高い」ことを念頭に置いており、2008年入り後の状況にも応用することができると考えられる。

分析対象は、主要なアジア諸国である。す

なわち、資本流入が急増している中国・インドに加え、NIEs 4カ国（韓国・香港・台湾・シンガポール）およびASEAN 4カ国（マレーシア・タイ・フィリピン・インドネシア）の計10カ国である。また、資本フローの種類としては、主に証券投資に注目する。

構成は以下の通りである。第I節では、アジアにおける資本フローの現状と特徴を述べる。第II節では、資本流入増加の背景について概説し、その中の主なものについてさらに敷衍する。第III節では、資本フローの増加によって生じる多様な現象とそれに伴う問題について検討する。第IV節では、それらの問題への対策につき、為替政策、資本取引規制の変更、株式市場の育成等を中心に述べる。第V節では、今後の資本フローと政策対応に関連し、域内の資本フローの増加などに触れる。補論では、資本流入の典型的な事例としてインドをとりあげ、本稿の枠組みに即して説明する。

I. アジア地域における資本フローの現状

1. 通貨危機後の資本フローの変化

通貨危機以前、多くのアジア諸国は経常収支の赤字を資本収支の黒字によって補っていたが、通貨危機後、ほとんどの国において経

常収支は黒字に転換した。その背景には各国の投資率の顕著な低下があり、それは現在に至るまで続いている。

経常収支が黒字になったことは、途上国の資本輸出国（net capital exporters）化と表現される（注1）。途上国には高収益率の見込める投資機会が多く、投資超過により経常収支が赤字となるため、資本輸入国になるというのが一般的な考え方であり、資本輸出国化はこれと異なる現象といえる。

経常収支の黒字は、誤差脱漏を無視すれば、資本収支の赤字か外貨準備の増加のどちらかを伴う（注2）。通貨危機直後は、銀行融資を中心にアジア諸国から資金が回収されるとともに、居住者による資金流出が増え、資本収支は赤字となった。この時期は、民間部門（資本収支赤字）と通貨当局（外貨準備増加）の両方を通じて資本輸出がなされた。

民間部門の動きの背景にあったのは、通貨危機に見舞われた国を中心としたバランスシート調整である。タイやインドネシアでは、外貨債務を返済して国内債務に切り替えるとともに対外資産を積み上げる動きが、少なくとも5年程度続いた。97年から2001年にかけて、途上国へのネット資本流入額は2,100億ドル減ったが、その3分の2がこれら諸国に関連したものであった（注3）。

2000年代に入り、アジア諸国への資本流入が回復し、2003年前後から拡大が加速した。本稿が対象とする10カ国の合計では、経常収

支とともに資本収支が黒字となり、外貨準備の増加が加速した。すなわち、ネットベースで見ると、資本輸出はもっぱら通貨当局（外貨準備増加）により行われる状況となった。

これを図表1によって確認すると、資本収支（ネット）の対GDP比率は97年に0.0%に落ち込み、98年にマイナスとなった後、2002年まで1%未満が続き、その後回復している。また、2002年以降、外貨準備増加額の対GDP比率が上昇している。

外貨準備が増加した背景には、各国が自国通貨の増価を抑制するために為替介入を行っていることがある。通貨危機後のアジア諸国の為替政策は、①対ドルレートの安定、②輸出主導による成長を意図した自国通貨の増価の抑制、③外貨準備の増加、を主な目的としてきたという見方が一般的である（注4）。

外貨準備の積み上げは通貨危機の教訓に基づくものであるが、そのコストとして、①運用利回りの低さと不胎化費用（不胎化に伴って発行される債券の支払い金利）の発生、②外貨準備保有に伴う為替・金利リスクの拡大、③不完全な不胎化による流動性の増加、などが生じる可能性がある。しかし、通貨危機に見舞われた場合のコストは膨大であり、それに比較すれば外貨準備保有のコストははるかに小さいというのが、多くの途上国通貨当局の判断であろう。したがって、外貨準備の蓄積により通貨・金融危機発生の可能性を低下させることが優先されていると考えられる。

2. グロスの資本フローの急増

以上は、資本流入から流出を差し引いたネットの議論であるが、近年の特徴はグロスの流入・流出額が大きく拡大していることである。

IMF [2007b]によると、途上国に対するネットの資本フローは2006年に約2,500億ドルであったが、その中でアジア諸国向けの割合は90年代半ばの50%から25%に低下し、代わって50%以上が中東欧諸国に向かうようになった。

一方、アジア諸国へのグロスの資本流入額は2006年に4,550億ドルと、90年代半ばの過去最高水準を若干超えるレベルに達した。図表1にみられるように、直接投資は安定的に推移し、流入額の約4割を占めている。2000年以降、先進国の景気後退や国内の政治不安などから伸び悩んでいたが、2004年以降、伸び率が高まった。途上国全般に、サービス部門における外資進出規制の緩和や民営化の進展に伴い、銀行・通信・不動産などへの投資が増えており、中国でも銀行・保険分野への投資が増えている。また、インドでは不動産部門への投資が増加している。なお、近年、途上国の中で最も直接投資が伸びているのは、東欧・中央アジア諸国である。

証券投資は、90年代半ばを上回る対GDP比2%前後の水準に達した。株式投資に加え、債券投資も増加した。

図表1 アジア諸国の国際収支（対GDP比率）

(%)

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
経常収支	▲0.9	▲0.9	1.0	4.5	3.5	2.4	2.6	3.3	4.0	3.8	4.8	5.0
資本収支（ネット）	3.5	3.7	0.0	▲2.2	0.1	▲0.3	0.3	0.6	1.1	2.9	1.0	1.3
直接投資	1.8	1.7	1.9	2.1	2.2	1.8	1.6	1.4	1.7	1.3	2.0	1.6
証券投資	0.6	0.7	0.1	0.1	1.1	0.5	▲1.8	▲2.0	▲0.2	0.0	▲0.5	▲1.6
その他投資	1.1	1.3	▲2.0	▲4.4	▲3.2	▲2.6	0.6	1.2	▲0.3	1.6	▲0.4	1.3
資本流入（グロス）					2.9	5.4	1.5	1.9	4.9	7.4	6.7	7.7
直接投資					3.5	4.3	3.1	2.4	2.2	3.0	3.2	3.1
証券投資					2.9	2.3	0.9	0.4	2.1	1.7	2.1	2.0
その他投資					▲3.5	▲1.2	▲2.5	▲0.9	0.6	2.7	1.4	2.6
資本流出（グロス）					▲2.8	▲5.6	▲1.1	▲1.2	▲3.8	▲4.6	▲5.6	▲6.5
直接投資					▲1.3	▲2.5	▲1.5	▲0.9	▲0.5	▲1.7	▲1.2	▲1.6
証券投資					▲1.8	▲1.8	▲2.7	▲2.4	▲2.3	▲1.7	▲2.6	▲3.7
その他投資					0.3	▲1.3	3.1	2.1	▲1.0	▲1.2	▲1.8	▲1.2
外貨準備増加	1.5	2.0	0.5	2.1	3.0	1.9	2.6	4.2	5.8	7.5	5.6	6.4

(注) この表の対象国は、中国・インド・タイ・マレーシア・インドネシア・フィリピン・韓国・台湾・シンガポール・香港の10カ国・地域である。

(資料) IMF [2007b]

2000年半ば以降、先進国の株価下落を受け、アジア諸国を含む途上国の株価も大きく下落したため、途上国への株式投資は激減した。2003年春以降、株価の回復とともに株式投資も増加に転じた。途上国向け株式投資の中心となっているのはアジア諸国であり、2006年にはその51.4%をアジア向けが占めた。中国工商銀行および中国銀行によるクロスボーダーIPO（新規株式発行）が合計210億ドルに達するなど、大型の資金調達が行われるようになった（図表2）。従来、国際的なIPOはニューヨークとロンドンの証券取引所に限定されていたが、香港が新たな上場先として確立した。また、2006年以降、アジア諸国の

株価が先進国を上回って上昇し、途上国株式ファンドに資金が流入した。

債券発行額は、2004年以降、急増した。格付けの引き上げ件数が引き下げ件数を大きく上回るようになったことなどを背景に投資意欲が高まり、途上国債券インデックスのスプレッドは歴史的低水準に縮小した。アジア諸国債券の収益率も高く、海外からの投資が緩やかに増加した。

その他投資の流入額は、海外の銀行が融資の回収を進める一方、金利低下により国内で低コストの借り入れが可能となったことなどからマイナスが続いていたが、2003年以降、プラスに転じた。これは、銀行融資がNIEs

図表2 2006年の10大クロスボーダーIPO（株式新規発行）

(10億ドル)

発行体	国	業種	取引所	金額
Industrial and Commercial Bank of China	中国	銀行	香港	12.1
Bank of China Ltd	中国	銀行	香港	8.9
Rosneft	ロシア	石油ガス	ロンドン	5.5
KazMunai Gas Exploration and Production	カザフスタン	石油ガス	ロンドン	2.3
TMK	ロシア	原材料	ロンドン	1.1
Comstar UTS OAO	ロシア	通信	ロンドン	1.1
Grupo Aeroportuario del Pacifico SA	メキシコ	運輸	ニューヨーク	1.0
Thai Beverage PCL	タイ	食料・飲料	シンガポール	1.0
Shui On Land Ltd	中国	不動産	香港	0.9
Shimao Property Holdings Ltd	中国	不動産	香港	0.6

(資料) World Bank [2007]

図表3 各国の対外債務の推移

(百万ドル)

	中国		香港		インド		韓国		台湾	
	2003年末	2006年末	2003年末	2007年9月	2004年3月	2007年3月	2003年末	2007年9月	2003年末	2006年末
長期債務	116,568	139,360	33,727	68,031	107,214	143,390	106,589	198,965	15,237	11,590
(比率)	60.2%	43.1%	1.8%	2.1%	96.0%	92.3%	67.7%	57.7%	24.2%	13.5%
短期債務	77,066	183,628	1,848,439	3,115,129	4,431	11,971	50,805	146,137	47,817	74,243
(比率)	39.8%	56.9%	98.2%	97.9%	4.0%	7.7%	32.3%	42.3%	75.8%	86.5%
合計	193,634	322,988	1,882,166	3,183,160	111,645	155,361	157,394	345,102	63,054	85,833

(注) 香港は銀行部門の債務、他は全体の債務。
(資料) CEIC

諸国・中国・インド向けを中心に急増したことが主な要因である。注意すべきは、中長期融資があまり伸びておらず、短期融資が増加していることである（図表3）。これは、金利差や為替レートなどの短期的な市場動向を反映した動きとみられるが、これにより資本フローのボラティリティが高まっていると考

えられる。

資本流出額は、3,800億ドルとGDPの7%近くに達するが、この比率は90年代の約2倍である。その要因は、中国や韓国を中心に証券投資が2,150億ドルに達したことである。特に、中国の銀行による海外債券の購入が拡大している。また、中国・インド・マレーシ

アなどの銀行が、サブサハラ・アフリカなどの低所得国に対するシンジケート・ローンにおいて大きな役割を果たしている。さらに、企業活動の国際化や各国経済の緊密化などにより、対外直接投資が急増している。

資本流出の増加により、ネット資本流入額は2004年をピークに減少に転じた。その大部分は、証券投資の流出超過の拡大によるものである。

3. 各国の状況

(1) 資本収支（ネット）

次に、10カ国の国際収支の推移を簡単にみてる（図表4、5）。資本収支が基調として黒字なのは中国・韓国・フィリピン・インドであり、香港・シンガポール・タイ・マレーシア・インドネシアは赤字である。タイも、2004～2006年には黒字であった。台湾は、基調が黒字とも赤字ともいいがたい。

フィリピンとインドでは、資本収支の黒字に対し、経常収支が赤字である年が多い。これに対し、中国と韓国では経常収支もほとんどの場合黒字であり、外貨準備が急激に増加している。

(2) 資本流入（グロス）

各国において資本流入が急増したが、その内容には違いがある。まず、中国とインドでは、直接投資・証券投資・その他投資がいずれも増えており、資本流入への対処が急務となっている。アジア諸国への資本流入（グロ

ス）に占める中国の割合は、90年代前半には2割未満であったが、最近では6割を超えている（注5）。

ASEAN 4カ国では、2005年前後から直接投資および証券投資の流入が急増している。ただし、フィリピンでは増加の程度は小さい。これらの諸国で資本流入が急増したのは、中国に集中していた直接投資の分散が図られたことが一つの要因であろう。また、これらの諸国では、政府が対外債務を返済していることなどから、その他投資の流入増加はほとんどみられない。この点は、株式投資が相対的に小さく、銀行融資が資本流入において重要な役割を果たしたアジア通貨危機以前とは異なっている。政府が対外債務を返済して国内での債券発行に切り替える動きは世界的なものであり、規模の大きな途上国28カ国の公的債務に占める国内債務の割合は、98年の約50%から2006年には約75%に上昇した。

NIEs諸国では、直接投資および証券投資の流入の急増がASEAN 4カ国よりもやや遅れて起こった。直接投資の急増は、台湾とシンガポールでみられる。証券投資の増加は、台湾では2003年、シンガポールでは2006年、韓国と香港では2007年に顕著となった。

NIEs諸国において特徴的なのは、その他投資の流入が急増したことである。各国で流出も増加しているが、特に香港とシンガポールでその金額が大きく、域内経済の高成長を背景に国際金融センターを通じた資金の流れ

図表4 各国の国際収支

①中国 (百万ドル)											
	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
経常収支	36,963	31,472	21,115	20,518	17,401	35,422	45,875	68,659	160,818	249,866	162,858
資本収支	21,016	▲ 6,322	5,178	1,923	34,778	32,291	52,726	110,660	62,964	10,037	90,164
直接投資											
流出	▲ 2,563	▲ 2,634	▲ 1,775	▲ 916	▲ 6,884	▲ 2,518	152	▲ 1,805	▲ 11,306	▲ 17,830	▲ 7,414
流入	44,237	43,751	38,753	38,399	44,241	49,308	47,077	54,936	79,127	78,095	58,333
証券投資											
流出	▲ 899	▲ 3,830	▲ 10,535	▲ 11,307	▲ 20,654	▲ 12,095	2,983	6,486	▲ 26,157	▲ 110,419	▲ 15,077
流入	7,842	98	▲ 699	7,317	1,249	1,752	8,444	13,203	21,224	42,861	10,252
その他投資											
流出	▲ 39,608	▲ 35,041	▲ 24,394	▲ 43,864	20,813	▲ 3,077	▲ 17,922	1,980	▲ 48,947	▲ 31,809	17,150
流入	12,028	▲ 8,619	3,854	12,329	▲ 3,933	▲ 1,029	12,040	35,928	44,921	45,118	25,457
誤差脱漏	▲ 22,122	▲ 18,902	▲ 17,641	▲ 11,748	▲ 4,732	7,504	17,985	26,834	▲ 16,441	▲ 13,047	13,075
総合収支	35,857	6,248	8,652	10,693	47,447	75,217	116,586	206,153	207,342	246,855	266,281

②韓国 (百万ドル)											
	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
経常収支	▲ 8,384	40,371	24,522	12,251	8,033	5,394	11,950	28,174	14,981	6,092	5,954
資本収支	▲ 9,758	▲ 8,210	12,320	12,110	2,294	6,251	13,910	7,606	4,764	18,621	6,232
直接投資											
流出	▲ 4,404	▲ 4,740	▲ 4,198	▲ 4,999	▲ 2,420	▲ 2,617	▲ 3,426	▲ 4,650	▲ 4,291	▲ 7,126	▲ 15,276
流入	2,844	5,412	9,333	9,283	3,528	2,392	3,526	9,246	6,309	3,645	1,579
証券投資											
流出	1,076	▲ 1,999	1,282	▲ 520	▲ 5,521	▲ 5,032	▲ 4,390	▲ 9,918	▲ 14,136	▲ 26,908	▲ 42,414
流入	13,308	775	7,908	12,697	12,227	5,378	22,690	18,375	14,114	8,435	23,321
その他投資											
流出	▲ 13,568	6,693	▲ 2,606	▲ 2,289	7,085	1,591	▲ 5,132	▲ 8,138	▲ 2,658	▲ 8,759	▲ 18,424
流入	▲ 8,317	▲ 13,868	1,502	▲ 1,268	▲ 11,751	5,263	2,434	4,282	9,473	56,438	59,836
誤差脱漏	▲ 4,837	▲ 6,231	▲ 3,582	▲ 571	2,951	124	▲ 69	2,895	119	▲ 2,624	2,942
総合収支	▲ 22,979	25,930	33,260	23,790	13,278	11,769	25,791	38,675	19,864	22,089	15,128

③台湾 (百万ドル)											
	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
経常収支	7,050	3,436	7,993	8,899	18,237	25,612	29,234	18,478	16,019	24,661	31,701
資本収支	▲ 7,605	2,314	9,047	▲ 8,306	▲ 547	8,610	7,541	7,092	2,185	▲ 19,713	▲ 39,022
直接投資											
流出	▲ 5,243	▲ 3,836	▲ 4,420	▲ 6,701	▲ 5,480	▲ 4,886	▲ 5,682	▲ 7,145	▲ 6,028	▲ 7,399	▲ 11,058
流入	2,248	222	2,926	4,928	4,109	1,445	453	1,898	1,625	7,424	7,272
証券投資											
流出	▲ 6,456	▲ 4,136	▲ 4,577	▲ 9,780	▲ 11,347	▲ 15,442	▲ 34,763	▲ 21,823	▲ 33,902	▲ 40,783	▲ 44,946
流入	▲ 1,246	1,848	13,913	9,556	11,119	6,616	29,566	17,154	31,045	21,814	4,999
その他投資											
流出	▲ 1,291	3,494	2,334	▲ 8,368	▲ 1,770	11,990	3,939	408	▲ 6,254	▲ 1,266	▲ 7,435
流入	4,948	5,027	▲ 699	2,650	4,048	9,268	14,330	17,520	16,819	1,551	12,532
誤差脱漏	▲ 173	▲ 923	1,553	1,884	▲ 337	▲ 558	317	1,025	1,852	1,138	3,301
総合収支	▲ 728	4,827	18,593	2,477	17,353	33,664	37,092	26,595	20,056	6,086	▲ 4,020

(注) 2007年：中国は1～6月、韓国・台湾は通年。
 (資料) IMF, *International Financial Statistics* および現地統計

④香港 (百万ドル)

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
経常収支		2,507	10,248	6,993	9,786	12,412	16,470	15,728	20,233	20,575	19,719
資本収支		▲10,858	▲719	2,619	▲7,800	▲21,762	▲22,018	▲20,423	▲22,082	▲19,945	▲17,688
直接投資											
流出		▲16,985	▲19,369	▲59,352	▲11,345	▲17,463	▲5,492	▲45,715	▲27,201	▲43,459	▲33,987
流入		14,765	24,578	61,924	23,776	9,682	13,624	34,032	33,618	42,891	40,039
証券投資											
流出		25,492	▲25,440	▲22,022	▲40,133	▲37,702	▲35,386	▲43,214	▲40,723	▲50,563	▲29,778
流入		▲3,407	58,525	46,508	▲1,161	▲1,084	1,386	3,882	9,256	17,376	29,505
その他投資											
流出		119,830	42,963	18,279	59,137	46,617	▲28,671	▲32,609	▲18,750	▲50,351	▲95,162
流入		▲151,470	▲90,410	▲41,375	▲41,985	▲26,412	23,539	57,838	18,432	59,443	63,453
誤差脱漏		1,562	499	432	2,698	6,973	6,542	7,981	3,227	5,386	2,609
総合収支		▲6,789	10,028	10,044	4,684	▲2,377	994	3,286	1,378	6,016	4,640

⑤シンガポール (百万ドル)

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
経常収支	14,919	18,286	14,361	10,728	11,973	12,125	22,331	21,559	28,569	36,325	39,160
資本収支	▲8,996	▲17,995	▲13,048	▲5,923	▲11,926	▲10,552	▲17,644	▲7,577	▲19,152	▲20,981	▲18,649
直接投資											
流出	▲10,904	▲2,175	▲8,007	▲5,899	▲20,044	▲2,341	▲2,702	▲8,073	▲5,014	▲8,631	▲12,301
流入	13,655	7,256	16,569	16,479	15,579	7,068	11,671	19,815	15,005	24,190	24,139
証券投資											
流出	▲14,840	▲9,936	▲12,449	▲13,371	▲11,056	▲13,380	▲14,790	▲8,626	▲13,819	▲21,450	▲22,602
流入	▲229	1,267	2,858	▲1,243	3,738	213	5,225	1,604	5,532	7,276	6,007
その他投資											
流出	▲37,142	▲4,064	▲20,723	▲15,824	▲1,575	▲8,373	▲21,115	▲28,381	▲28,380	▲49,368	▲67,709
流入	40,653	▲10,117	8,895	14,097	1,593	6,420	4,235	16,266	7,725	27,228	54,076
誤差脱漏	2,191	2,698	2,875	1,946	▲964	▲317	2,016	▲1,789	2,898	1,663	▲1,070
総合収支	8,114	2,989	4,188	6,751	▲917	1,256	6,703	12,193	12,315	17,007	19,441

⑥タイ (百万ドル)

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
経常収支	▲3,021	14,242	12,428	9,313	5,101	4,691	4,772	2,759	▲7,857	3,230	14,922
資本収支	▲12,056	▲14,110	▲11,073	▲10,434	▲2,498	▲540	▲4,385	3,661	12,557	7,874	▲925
直接投資											
流出	▲580	▲130	▲346	23	▲428	▲171	▲623	▲77	▲550	▲787	▲1,888
流入	3,895	7,315	6,103	3,366	5,067	3,342	5,232	5,860	8,964	10,750	10,173
証券投資											
流出	▲70	18	▲2	▲160	▲360	▲913	▲939	1,232	▲1,452	▲1,564	▲8,337
流入	4,598	338	▲109	▲546	▲525	▲694	851	1,856	7,614	5,771	3,593
その他投資											
流出	▲2,555	▲3,407	▲1,755	▲2,203	262	2,818	▲45	▲1,695	▲1,726	▲9,938	▲4,198
流入	▲17,343	▲18,243	▲14,964	▲10,914	▲6,583	▲4,945	▲8,955	▲3,410	232	3,642	▲267
誤差脱漏	▲3,173	▲2,828	33	▲685	▲327	1,386	131	▲710	717	1,565	3,106
総合収支	▲18,250	▲2,696	1,388	▲1,806	2,276	5,537	518	5,710	5,417	12,669	17,103

(注) 2007年：香港は1～9月、シンガポール・タイは通年。
(資料) IMF, *International Financial Statistics* および現地統計

⑦マレーシア

(百万ドル)

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
経常収支	▲ 5,935	9,529	12,604	8,488	7,287	7,190	13,381	15,079	19,980	25,488	20,894
資本収支	2,198	▲ 2,550	▲ 6,619	▲ 6,276	▲ 3,892	▲ 3,142	▲ 3,196	5,091	▲ 9,806	▲ 11,894	▲ 5,909
直接投資											
流出	0	0	▲ 1,422	▲ 2,026	▲ 267	▲ 1,905	▲ 1,369	▲ 2,061	▲ 2,972	▲ 6,043	▲ 8,248
流入	5,137	2,163	3,895	3,788	554	3,203	2,473	4,624	3,966	6,064	7,061
証券投資											3,682
流出	0	0	▲ 133	▲ 387	254	▲ 563	▲ 196	▲ 287	▲ 715	▲ 2,123	n.a.
流入	▲ 248	283	▲ 892	▲ 2,145	▲ 666	▲ 836	1,174	8,675	▲ 2,985	5,593	n.a.
その他投資											▲ 8,387
流出	▲ 4,604	▲ 5,269	▲ 7,936	▲ 5,565	▲ 2,702	▲ 4,597	▲ 4,502	▲ 10,756	▲ 4,877	▲ 8,531	n.a.
流入	1,912	272	0	0	▲ 829	1,868	▲ 895	4,602	▲ 2,164	▲ 6,883	n.a.
誤差脱漏	▲ 138	3,039	▲ 1,273	▲ 3,221	▲ 2,395	▲ 391	▲ 4	1,880	▲ 6,554	▲ 6,730	▲ 2,017
総合収支	▲ 3,875	10,018	4,712	▲ 1,009	1,000	3,657	10,181	22,050	3,620	6,864	12,968

⑧インドネシア

(百万ドル)

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
経常収支	▲ 4,889	4,097	5,783	7,992	6,901	7,824	8,107	1,563	278	9,937	8,379
資本収支	▲ 603	▲ 9,633	▲ 5,944	▲ 7,896	▲ 7,617	▲ 1,103	▲ 949	▲ 2,368	▲ 2,253	▲ 1,028	2,554
直接投資											
流出	▲ 178	0	0	0	0	0	0	▲ 3,408	▲ 3,065	▲ 2,703	▲ 1,975
流入	4,677	▲ 241	▲ 1,866	▲ 4,550	▲ 2,977	145	▲ 597	1,896	8,336	5,580	4,429
証券投資											
流出	0	0	0	0	0	0	0	353	▲ 1,080	▲ 1,933	▲ 1,606
流入	▲ 2,632	▲ 1,878	▲ 1,792	▲ 1,911	▲ 244	1,222	2,251	4,056	5,270	6,058	10,521
その他投資											
流出	0	▲ 44	▲ 72	▲ 150	▲ 125	▲ 500	▲ 5	▲ 716	▲ 8,646	▲ 2,588	▲ 5,998
流入	▲ 2,470	▲ 7,470	▲ 2,214	▲ 1,285	▲ 4,271	▲ 1,970	▲ 2,599	▲ 4,549	▲ 3,401	▲ 5,792	▲ 3,122
誤差脱漏	▲ 2,645	2,099	2,077	3,830	701	▲ 1,763	▲ 3,511	▲ 1,393	▲ 136	2,461	▲ 2,892
総合収支	▲ 8,137	▲ 3,437	1,916	3,926	▲ 15	4,958	3,647	▲ 2,198	▲ 2,111	11,370	8,041

⑨フィリピン

(百万ドル)

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
経常収支	▲ 4,351	1,546	▲ 2,874	▲ 2,225	▲ 1,744	▲ 279	288	1,633	1,984	5,022	4,171
資本収支	6,498	483	4,372	3,372	428	421	535	▲ 1,654	1,481	▲ 670	3,152
直接投資											
流出	▲ 136	▲ 160	▲ 133	▲ 125	140	▲ 65	▲ 303	▲ 579	▲ 189	▲ 103	▲ 3,123
流入	1,222	2,287	1,247	2,240	195	1,542	491	688	1,854	2,345	1,907
証券投資											
流出	▲ 9	▲ 603	▲ 603	▲ 812	▲ 57	▲ 628	▲ 818	▲ 862	▲ 145	▲ 461	▲ 880
流入	600	▲ 325	4,265	259	97	1,361	1,381	288	3,446	4,273	3,685
その他投資											
流出	425	809	▲ 1,051	2,454	761	▲ 256	743	▲ 907	▲ 4,791	▲ 4,705	▲ 1,975
流入	4,396	▲ 1,525	476	▲ 826	▲ 755	▲ 1,539	▲ 949	▲ 272	1,309	▲ 2,017	3,693
誤差脱漏	▲ 5,241	▲ 750	2,269	▲ 1,624	629	33	▲ 902	▲ 282	▲ 1,803	473	▲ 664
総合収支	▲ 3,094	1,279	3,767	▲ 477	▲ 687	175	▲ 79	▲ 303	1,662	4,825	6,659

(注) 2007年は1～9月。

(資料) IMF, International Financial Statistics および現地統計

⑩インド (百万ドル)

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
経常収支	▲2,965	▲6,903	▲3,228	▲697	1,410	7,059	8,773	780	▲7,835	▲9,415	▲8,150
資本収支	9,635	8,584	9,579	10,339	7,995	11,984	16,421	22,229	21,622	37,776	67,542
直接投資											
流出	▲113	▲48	▲79	▲510	▲1,398	▲1,678	▲1,879	▲2,179	▲2,495	▲9,670	▲8,299
流入	3,577	2,635	2,169	3,584	5,472	5,626	4,323	5,771	6,677	17,453	14,216
証券投資											
流出	n.a.	55									
流入	2,556	▲601	2,317	2,345	2,853	1,022	8,216	9,037	12,144	9,549	20,125
その他投資											
流出	▲4,743	▲3,239	▲450	1,712	▲381	4,850	4,018	2,899	▲5,580	▲44	n.a.
流入	8,357	9,837	5,623	2,492	1,449	2,164	1,742	6,701	10,876	20,488	n.a.
誤差脱漏	▲1,349	1,390	313	▲3,573	▲715	▲189	471	637	768	▲4,624	1,496
総合収支	5,321	3,071	6,664	6,069	8,690	18,854	25,665	23,646	14,555	23,737	60,888

(注) 2007年は1～9月。

(資料) IMF, *International Financial Statistics* および現地統計

図表5 資本フロー急増のタイミング

(年)

	資本流入			資本流出		
	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
中国	2005	2004	2004	2005	2005	2005
韓国	—	2007	2006	2006	2005	2006
台湾	2006	2003	2003	—	2003	2005
香港	—	2007	2003	—	—	2003
シンガポール	2006	2006	2006	—	2006	2006
タイ	2005	2005	—	2006	2005	2006
マレーシア	2006	2006	—	2006	2006	—
インドネシア	2005	2003	—	2004	2005	2005
フィリピン	—	2005	2007	2007	2007	2005
インド	2006	2003	2005	2006	—	—

(注) 急増が開始した年を主観的に判断したもの。

(資料) 図表4

が拡大したことを示している。

近年、その他投資の変動が大きくなっているのは、キャリー取引の拡大が一つの要因である。韓国における流入の急増や台湾における流入の急減は、これを反映したものと考え

られる(注6)。また、韓国では、ドルの下落を懸念した造船会社などの輸出予約が急増し、それに伴うポジションをカバーするために銀行が対外借り入れを増やしたことも要因となっている。タイでも、小規模ながら為替ヘッジに関連した流入がみられる。このように、その他投資の変動は、各国の金利差や為替変動を敏感に反映している。

また、インドでは、証券投資を行うには海外機関投資家(FIIs: Foreign Institutional Investors)として登録することが必要であるが、未登録の投資家がインドへのエクスポージャーを持つためにFIIsとの間でデリバティブ取引を行うことがあり、これがその他投資の流入に反映されるという要因も指摘されている。

(3) 資本流出(グロス)

すでにみた通り、資本流出額の拡大の程度は、流入額よりも大きい。その主な要因は証

券投資の流出であり、ほとんどの国で急増している。

対外直接投資が顕著に増加しているのは、中国・韓国・マレーシア・フィリピン・インドである（注7）。また、その他投資の流出増加は、香港やシンガポールのほか、中国・タイ・フィリピンなどで起こっている。

資本流出増加の背景としてあげられるのは、第1に、経済や市場の統合が域内を中心に進むとともに、各国で金融市場の発展や機関投資家の成長がみられることである。第2に、企業のグローバル化が進み、対外直接投資が増えていることである。第3に、経常収支の黒字と資本流入が増えていることである。そのため、資本流出と外貨準備が増加している。例えば、計画以上の外貨を獲得した輸出企業が、海外に外貨預金を設定するといった行動がみられる。第4に、中国・韓国・マレーシアなどを中心に、資本収支黒字の削減や民間部門の国際分散投資の促進を目的とした資本流出規制の緩和が進展していることである。

（注1）以下の部分は、IMF [2004]、谷内 [2005]などを参考とした。文献によっては、資本輸出国・輸入国という表現が資本収支の赤字・黒字に対応している場合もあり、この定義は普遍的なものではないようである。

（注2）国際収支表の作成は複式計上方式によっているため、経常収支+資本収支+外貨準備増減+誤差脱漏=0が常に成立する。

（注3）IMF [2004]による。アジア諸国のバランスシート調整に重要な役割を果たしたのは、欧米の金融機関や投資家である。このため、アジア諸国への資本流入は先進国からのリスクの高い投資が多い一方、アジア諸国からの資本流出は外貨準備による先進国安全資産への投資が多いことが指摘され、このような「資本フロー

の非対称性」が改善すべき問題として認識されるようになった。アジア債券市場の育成においても、この問題意識が大きな推進要因となっている。

（注4）Hernandez and Montiel [2001]などの指摘による。

（注5）Asian Development Bank [2007a]による。

（注6）IMF [2007b]、[2007g]による。

（注7）2004年以降、インドからイギリスへの直接投資は、イギリスからインドへの直接投資を上回っている。

II. 資本フローが変化した背景

1. 資本流入増加の背景

途上国全般、特にアジア諸国に対する資本流入の増加をもたらした要因を大別すると、（1）投資国側の要因（push factors）、（2）市場動向に関する要因、（3）アジア諸国側の要因（pull factors）、となる。

（1）投資国側の要因

世界的に機関投資家の規模が拡大している。年金基金、保険会社、投資信託に加え、ヘッジファンドや政府系ファンドの重要性が増している。また、これらの投資家が運用の多角化のために海外投資を増やしたこと、リスク管理に関する手段の増加や能力の向上によりハイリスク・ハイリターンへの投資に対するインセンティブが高まったことなどが、世界的な運用資産の増加や途上国への資本フローの拡大に結びついた。世界的に、あるいは域内において、金融面の結びつき（financial integration）が強まっているといえる。

(2) 市場動向に関する要因

世界的な金利低下や金融のグローバル化、金融革新等により、世界の流動性が増加し、高リスク商品に向かう資金が増えた（注8）。低金利の資金調達によるキャリー取引などを利用し、運用利回りを高めようとする動き（search for yield）が強まった。その結果、途上国の株式や債券への需要が高まり、その価格が押し上げられた。

一方、アジア諸国の金利水準は全般に高く、また、人民元の切り上げ期待などから通貨も増価傾向となった。株式市場や債券市場は先進国に比較して高い収益率を維持し、それが資本フローをひきつける要因となった。

(3) アジア諸国側の要因

第1に、中国・インド・ベトナムなどを中心に、経済が高成長を維持している。ほとんどの国で経常収支の黒字が続いており、外貨準備の増加や対外債務の減少により対外的な脆弱性が低下している。フィリピンのように、財政赤字が劇的に減少した国もある。投資リスクの低下を反映して各国で格付けが上昇するなど、投資家の信認も改善している（図表6）。

第2に、資本市場の拡大・整備が進んでいる。株価上昇等による株式時価総額の拡大や、政策的な努力等による債券市場の拡大により、資産運用のベンチマーク・インデックスに入るなど、アジア諸国の市場が投資家にとって無視できない存在となっている。また、

図表6 各国のソブリン格付け（S&P）

	長期自国通貨建て	長期外貨建て	更新日
中国	A/Positive	A/Positive	2007.7.26
香港	AA/Positive	AA/Positive	2007.7.27
インドネシア	BB+/Stable	BB-/Stable	2006.11.6
日本	AA/Stable	AA/Stable	2007.4.22
韓国	A+/Stable	A/Stable	2005.7.27
マレーシア	A+/Stable	A-/Positive	2007.8.1
フィリピン	BB+/Stable	BB-/Stable	2006.2.9
シンガポール	AAA/Stable	AAA/Stable	1995.3.6
タイ	A/Stable	BBB+/Stable	2006.10.31
ベトナム	BB+/Stable	BB/Stable	2007.9.15

（資料）Asian Bonds Online

デリバティブ商品の拡充、情報開示の強化、コーポレート・ガバナンスの改善などの市場整備により、投資しやすい市場が形成されつつある。

第3に、資本流入規制の緩和や、非居住者に対する債券利子源泉課税の撤廃など、海外からの投資を促進する制度変更が実施されている。直接投資に関しては、多様な優遇措置が実施されている。

第4に、政府系ファンドの拡大を含め、域内の機関投資家が成長していることや企業が国際化していることなどが、域内投資を増やしている。

2. 投資家の動向（注9）

クロスボーダーの資本フローは過去10年間で3倍となり、2005年には世界のGDPの14.5%に相当する6.4兆ドルに達した。特に、

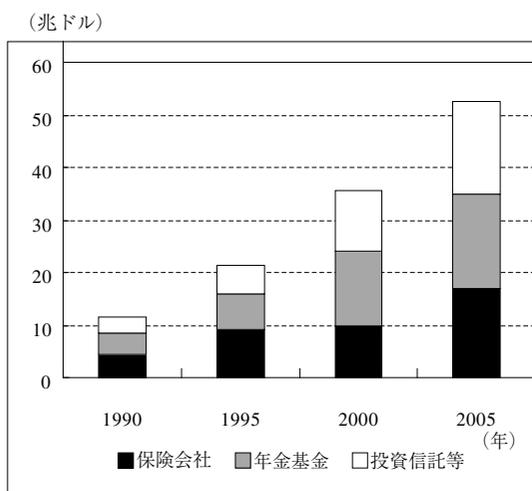
経済統合の実現によってEUの域内資本フローが拡大し、世界全体に占める割合は96年の約50%から2005年には約70%となった。なお、2005年に、世界の株式市場の時価総額は38兆ドル、債券市場の残高は45兆ドルであった。

投資家動向の特徴として、3点があげられる。第1に、先進国の伝統的な投資家（年金基金、保険会社、投資信託）が拡大していることである（図表7）。その資産は、95年の21兆ドルから2005年には53兆ドルに増加した。そのうち、アメリカが約2分の1、欧州が約4分の1を占める。

第2に、ヘッジファンドが急成長していることである。その数は、90年の530(300億ドル)から2005年には6,700(1.4兆ドル)に増加した。大半が、アメリカまたはイギリスを本拠地と

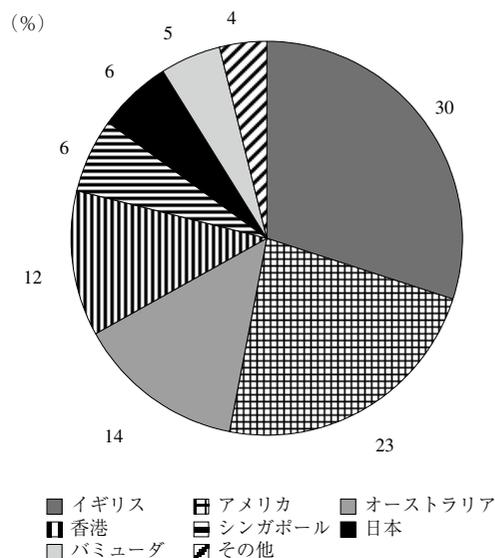
している。このうち、アジアのヘッジファンド（①アジアへの投資を主体とする、②アジアに本拠地を置く、の一方または両方を満たすファンド）は2001年の220億ドルから2007年3月末には1,460億ドルとなり、ヘッジファンド全体をやや上回るペースで拡大している（注10）。その中で、アジア地域の途上国向けのファンドは1,000億ドル程度であり、2006年末に1,745億ドルと推定される途上国向けヘッジファンド全体の60%弱を占める。その本拠地は、域内では香港とシンガポールがほとんどである（図表8）。香港やシンガポールでは、運用資産残高全体の4～5%をヘッジファンドが占め、その規模は過去3年間で

図表7 先進国の機関投資家の運用資産



(資料) Pazarbasioglu et al. [2007]

図表8 アジア地域のヘッジファンドの所在地別運用資産残高比率



(資料) IMF, Global Financial Stability Report, Oct.2007

約3倍に拡大している(注11)。これらのヘッジファンドの多くはアジア諸国への投資を目的としており、域内投資の増加に貢献している。

ヘッジファンドの運用資産残高はそれほど大きなものではないが、クレジット・デリバティブなど一部の商品の取引シェアは非常に大きく、金融市場に対する影響力は無視できない。また、近年、活動が多角化しており、多種の仕組み商品(structured products)の取引などを含むようになってきている。

第3に、アジア諸国の中央銀行による外貨準備の運用や、産油国を中心とする政府系ファンド(Sovereign Wealth Funds)の拡大により、途上国から先進国への資本フローが拡大していることである。海外投資家による米国債の保有残高は過去10年間に3倍以上となっており、そのうちの多くがこれらの公的な投資家によるものと推定されている(注12)。

政府系ファンドは、①原油などの天然資源の輸出代金、②累積した財政黒字、③必要額を上回る外貨準備、を主な資金源とする。その規模は90年の5,000億ドルから2007年5月には2.5兆ドルになったと推定され、2012年には10兆ドルになることが見込まれている。

アジア地域の政府系ファンドの中で外貨準備を資金源とするものとしては、中国の中国投資有限責任公司(China Investment Corporation、2007年設立)、韓国のKIC(Korea Investment Corporation、2005年設立)、シンガポールの

GIC(Government Investment Corporation、81年設立)がある(図表9)。中国のCICの資産規模は当初2,000億ドルであるが、外貨準備の増加状況により増額されることとなっている。韓国のKICは200億ドルと小さく、投資対象は比較的流動性のある資産に限定されている。運用収益率の向上に加え、韓国を域内の金融・資産運用センターとするための支援が設立の目的となっている。

以上のような投資家の拡大に加えて、先進国の機関投資家を中心に、海外投資比率を引き上げる傾向(ホーム・バイアスの低下)がみられる(図表10)。2001年から2005年にかけて、先進国の投資家の海外投資残高は2倍以上に増加した。その背景には、欧州の投資家が域内投資を増やしたことや、2000年以降、

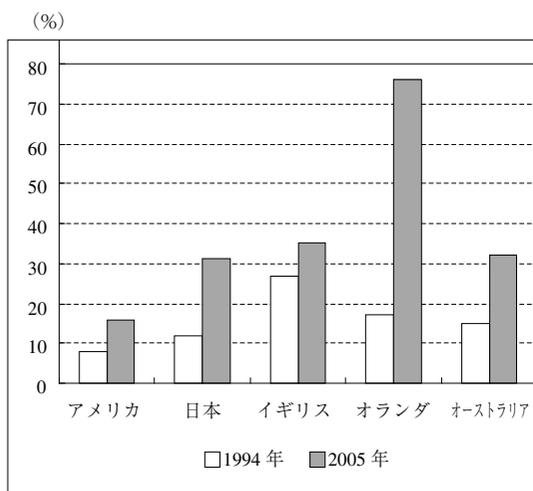
図表9 アジア地域の政府系ファンド

(10億ドル)

国	名称	資産	資金源
オーストラリア	Future Fund	0.049	財政余剰
中国	China Investment Corporation	200	外貨準備
香港	Exchange Fund (Investment Portfolio)	120	財政余剰
韓国	Korea Investment Corporation	20	外貨準備
シンガポール	Government Investment Corporation	100	財政余剰、外貨準備、CPFへの国債販売代金
シンガポール	Temasek	100	当初設立資金、内部留保、借り入れ

(資料) IMF [2007g]

図表10 年金基金の海外資産への運用比率



(資料) IMF [2007c]

日本の家計部門が投資信託による海外証券投資を増やしたことがある。これらは、国際分散投資によりリスク調整後の収益率を高めようとする行動といえる。こうした中、途上国投資に対する関心も急速に高まった。例えば、途上国債券インデックスをベンチマークとするファンドの残高は、2000年末の270億ドルから2006年央には2,300億ドルとなった。

国際分散投資には多くのメリットがあると考えられる一方、高収益率を追求する傾向が流動性の低い金融商品への投資につながり、投資家自身のリスクを高める面もある。

3. 為替・金利動向の影響

近年、円金利の低下や円安傾向の持続などを背景に、キャリー取引が増加した（注13）。

低金利通貨で資金を調達し、高金利通貨で運用する取引を指すが、調達には円、スイス・フラン、台湾ドルなどが利用される（注14）。キャリー取引を行うのは、主にヘッジファンドなどの金融機関であるが、個人が外為証拠金取引等を通じて同様のポジションを形成するケースも増えた。広義には、借り入れを伴わない外貨投資もこれに含まれる。運用通貨としては、為替リスクに見合った金利差が確保できる通貨が選択される。アジア諸国通貨の中では豪ドルやニュージーランド・ドルが主であるが、その他にインドネシア・ルピア、韓国ウォン、インド・ルピー、フィリピン・ペソなども利用されてきたものとみられる。

キャリー取引の促進要因としては、①金利差が十分に確保できること、②為替レートのボラティリティが低く、大きな変動が予想されていないこと、③投資家のリスク許容度が高く、収益を追求する傾向が強いこと、などがあげられる。これらの状況が変化する局面では手仕舞いが増加し、取引に関連した通貨や金利商品の価格のボラティリティが高まる。

Cairns et al. [2007] は、先進国の株式市場のボラティリティが高まる局面において、短期金利の高いアジア諸国通貨（特にインドネシア・ルピアおよびフィリピン・ペソ）が下落する傾向があることを定量的に示し、キャリー取引の存在が為替レートの変動を大きくすることを示唆している。また、これに対外債務の大きさが影響することも、併せて示した。

4. 資本市場の拡大・整備

アジア諸国の株式市場は、急速に拡大した（図表11）（注15）。10カ国の株式時価総額は2002年末の2.0兆ドルから2007年末には13.8兆ドルとなり、世界全体に占める割合は8.6%から22.7%に上昇した。時価総額が拡大したため、時価総額に対する取引額の割合はそれほど上昇していないが、取引額自体は急速に伸びている。また、東京・ニューヨーク・ロンドン市場の取引額は時価総額の130～150%程度であるが、一部のアジア市場はこれを上回っている。

株式発行額は、中国・香港・インドで大きく拡大している（注16）。一部の市場に偏ってはいるものの、10カ国全体でも企業の資金

調達額の2～3割を占めるようになっているとみられる。また、運用資産としての重要性も高まっている。

市場インフラやコーポレート・ガバナンスに関しても、改善がみられる。特に、決済システムなどのインフラ面では、インドネシアなど一部の国を除き、世界的にみても高いレベルにある。会計基準や情報開示ルールの国際化も進められている。

ただし、市場の整備状況は国ごとの差が大きく、ルール遵守の状況をみても、香港やシンガポールではほとんど問題がない一方、中国・フィリピン・インドネシアなどではかなり問題が残されている。韓国・香港・台湾・インドなどでは、株式関連のデリバティブ取引が盛んに行われているが、それはこれらの

図表11 各国株式市場の推移

(10億ドル)

	株式時価総額		上場企業数		年間取引額/時価総額(%)		株式発行額	
	2002年末	2007年末	2002年末	2007年末	2002年	2007年	2002年	2007年
中国	463	4,479	1,223	1,530	83.9	228.3	8	101
香港	463	2,654	978 (10)	1,241 (9)	39.7	75.5	14	70
インド	243	3,479	6,566	6,217	63.2	45.7	6	45
インドネシア	30	212	331	383	41.6	54.8	1	5
韓国	216	1,123	683	1,757 (2)	254.4	170.5	6	7
マレーシア	123	325	861 (3)	986 (3)	24.9	51.6	3	2
フィリピン	18	103	234 (2)	244 (2)	13.6	28.6	1	2
シンガポール	101	539	501 (67)	762 (290)	53.8	67.9	1	10
台湾	261	664	641 (3)	703 (5)	217.4	142.7	2	2
タイ	45	197	398	523	90.4	65.3	2	3

(注1) 中国は上海と深圳の2取引所、インドはボンベイとナショナルの2取引所の合計。

(注2) 上場企業数のカッコ内は外国企業。株式発行額はIPOと追加発行の合計。

(資料) World Federation of Exchanges

国で市場インフラや法律面の整備が進んでいるためである。さらに、フィリピン・香港などを中心に、少数の企業が時価総額の大半を占めるという問題がある。

株式市場の拡大および整備においては、各国における民営化の推進や国内機関投資家の成長（注17）などに加えて、資本流入が大きな役割を果たしてきた。海外からの投資額が大きいのは香港・韓国・台湾・シンガポール・インドなどであり、香港や韓国では海外投資家の株式保有比率が4割程度に達するという推計もある（図表12）。

一方、市場の拡大や整備の進展が、投資対象としてのプレゼンスを高めるとともに投資の障害を除去するため、資本流入をさらに促進することになる。また、資本流入規制の緩和も重要である。台湾・タイ・韓国などにお

いて、90年代より証券投資の自由化が進められている。台湾では、2003年に規制が全廃された。香港やシンガポールでも自由化が進んでいるが、中国やインドでは投資家が適格海外機関投資家（QFIs）に限定されている（注18）。

債券市場も拡大している（図表13）。10カ国の債券発行残高は97年末の5,706億ドルから2007年6月末には3.6兆ドルとなり、世界全体に占める割合は2.2%から6.8%に上昇した。アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Markets Initiative）などに基づく各国による市場育成努力が、市場の拡大をもたらしている。マレーシアやタイで海外投資家の債券投資に関連した課税が廃止されるなど、障害の除去が少しずつ進

図表12 投資家別株式保有比率

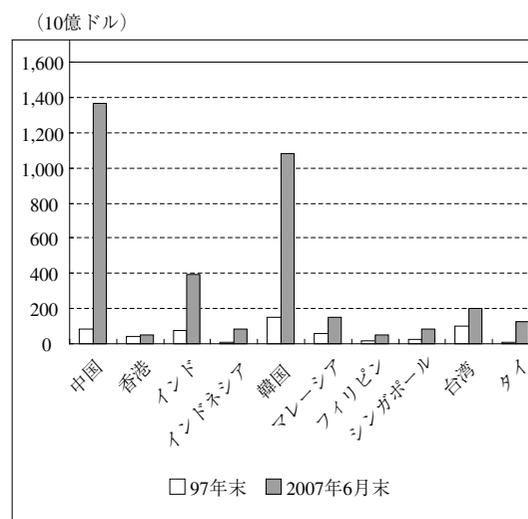
	（%）		
	個人	国内機関投資家	外国人
中国	6	9	49
香港	30	27	36
インド	16	8	8
日本	20	27	24
韓国	18	11	40
マレーシア	n.a.	n.a.	20
シンガポール	1	29	70
台湾	48	6	16
タイ	62	10	28

（原注）政府・銀行・企業を除外しているため、合計は100にならない。

（資料）Purfield et al. [2006]

（原典）HSBCのアナリストによる、2005年末の推定。

図表13 債券発行残高の推移



（資料）BIS

められており、海外からの投資も拡大している（注19）。なお、短期国債は値動きが小さいため、投機的な取引の手段に利用される場合がある（注20）。

（注8）世界的な流動性の増加については、IMF, *World Economic Outlook*, Oct.2007 の Box1.4. "What is Global Liquidity?"を参照した。

（注9）Pazarbasioglu et al. [2007] などによる。

（注10）IMF, *Global Financial Stability Report*, Oct.2007 の Box1.4. "The Role of Hedge Funds in Emerging Asia" による。

（注11）香港では、認可手続きの簡略化等によりヘッジファンドの拠点設置を奨励している。また、韓国も、金融ハブの確立を目指す中で同様の方針を明らかにしている。

（注12）2005年6月現在、流通する長期国債残高約3.1兆ドルの51.7%を海外投資家が保有しており、その約3分の2が公的機関によるものである。

（注13）以下の記述はIMF, *Asia-Pacific Regional Outlook*, Apr. 2007のBox 1.4.による。

（注14）理論的には、自由な資本移動の下ではカバーなしの金利平価（UIP）が成立し、高金利通貨が低金利通貨に対して減価するため、このような収益機会が存在しないはずであるが、実際にはUIPは成立しないことが多い。円キャリー取引においては、円安傾向の持続により、収益機会が安定的に維持されてきた。

（注15）以下の記述は、主にPurfield et al. [2006] による。

（注16）2007年の上海証券取引所のIPO調達額は、海外買収を積極的に展開する資源関連企業を中心に、世界最大の約580億ドル（4,380億元）となった。

（注17）Purfield et al. [2006] によれば、2000年から2004年にかけて、アジア諸国の年金基金・保険会社・投資信託の資産規模は倍増し、GDPの約36%に達した。ただし、アメリカの約160%に比べれば小さく、成長の余地は大きい。2005年に韓国や台湾で新たな年金制度が導入されるなど、各国で年金改革が進められていることが支援材料となっている。また、投資制約の緩和も進められており、株式投資に向けられる資金の割合が増えている。

（注18）後述するように、インドでは適格海外機関投資家が急増しており、制度としては制限的であるが、資本流入額は急増している。

（注19）Asian Bonds Onlineによれば、2007年9月時点の国債の海外投資家による保有比率は、マレーシアでは12.2%、インドネシアでは16.8%となっている。

（注20）債券のクロスボーダー取引に関しては、清水 [2007a] に詳しい。

Ⅲ. 資本フローの変化に伴う現象

資本流入の増加は、投資資金の提供による経済成長の促進、直接投資による技術移転、資金やノウハウの提供による資本市場の拡大・成熟の支援など、受け手の側にさまざまなメリットをもたらす一方、以下のような現象の発生を伴う。

1. 為替レートの増価

為替介入が継続的に実施されてきたにもかかわらず、過去数年間、アジア諸国通貨の対ドル名目レートの増価が続いている（図表14）。韓国ウォンや台湾ドルは2004年から増価しているが、多くの通貨の増価が加速したのは2006年以降である。韓国・シンガポール・タイ・フィリピン・インドの5カ国では、2003～2007年の増価率が20%を超えた。

為替レート増価の背景としてあげられるのは、経常収支黒字の拡大や資本流入の増加により、アジア諸国通貨に対する需要が高まったことである。2006年に、10カ国の経常収支黒字の合計は外貨準備増加の約80%に相当する2,960億ドルであったが、特に黒字の多かった中国・香港・シンガポールを除くと、この割合は約60%となる。したがって、資本流入が果たした役割も大きいといえよう（注21）。

2005年7月に人民元の対ドルレートが切り上げられ、その後緩やかに増価していること

図表14 各国の為替レートの増価率

(%)

	韓国ウォン		台湾ドル		香港ドル		シンガポール・ドル		マレーシア・リング	
	対ドル	REER	対ドル	REER	対ドル	REER	対ドル	REER	対ドル	REER
2003年	▲0.5	▲4.6	2.4	▲6.1	0.4	▲9.5	2.1	▲4.9	0.0	▲6.9
2004年	15.1	10.4	7.1	1.5	▲0.1	▲6.3	4.0	▲0.4	0.0	▲4.0
2005年	2.4	8.1	▲3.5	0.4	0.2	3.3	▲1.8	0.7	0.5	5.8
2006年	8.7	5.9	0.8	▲3.6	▲0.3	▲5.2	8.4	1.6	7.1	2.4
2007年	▲0.6	▲5.9	0.5	▲3.8	▲0.3	▲5.6	6.6	1.4	6.7	0.3
2003～2007年	26.7	13.5	7.2	▲11.2	0.0	▲21.6	20.5	▲1.7	14.9	▲2.8

	タイ・バーツ		フィリピン・ペソ		インドネシア・ルピア		中国人民幣元		インド・ルピー	
	対ドル	REER	対ドル	REER	対ドル	REER	対ドル	REER	対ドル	REER
2003年	8.8	1.4	▲3.8	▲8.2	6.3	0.1	0.0	▲6.2	5.1	0.1
2004年	2.0	▲1.9	▲1.1	0.9	▲9.3	▲8.4	0.0	▲4.8	5.0	2.7
2005年	▲5.2	4.0	5.8	15.1	▲5.7	13.0	2.6	7.1	▲3.4	3.4
2006年	13.4	11.1	8.2	6.1	9.4	7.6	3.4	▲0.9	1.7	▲0.7
2007年	7.3	0.8	18.7	14.0	▲4.2	▲4.4	6.9	5.1	12.3	6.8
2003～2007年	28.0	15.9	29.3	28.9	▲4.7	6.6	13.3	▲0.3	21.7	12.7

(注) REERは実質実効レートを意味する。

(資料) Datastream、BIS

も重要である。これにより、市場参加者の間でその他のアジア諸国通貨が人民元に連動して増価するという期待が高まり、アジア諸国通貨への需要が増加している。その根拠は、中国を中心に高成長が続き、その効果が貿易を通じて周辺諸国に及ぶことでアジアの成長率が全般に底上げされれば、アジア諸国通貨の増価要因となるということであろう。また、貿易関係の緊密化により各国間の為替レートの安定が重視されるようになり、域内通貨間の連動性が高まる要因となる可能性もある。

こうしたなか、ドルが多く通貨に対して減価し、実質実効レートが史上最低水準に達

している。したがって、アジア諸国通貨の対ドルレートが増価しても、実質実効レートは同じようには増価していない。後者の増価が大きいのは、韓国・タイ・フィリピン・インドネシア・インドである。輸出競争力の決定要因としては対ドルレートよりも実質実効レートがより重要であり、これらの国では為替レート増価の輸出競争力に対する影響が相対的に深刻であるとみられる。一方、為替レートの増価は、インフレを抑制する効果を有している。

為替レートの増価幅を決定する要因として、①資本流入額の大きさの違い、②為替制

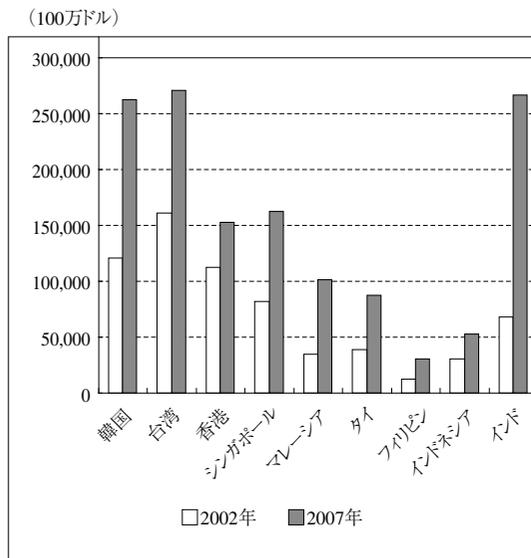
度の柔軟性の違い、③為替介入の程度の違い、などがあげられる。為替介入の程度が弱まっているために、為替レートが増価している可能性がある。為替介入の状況については、後ほど検討する。

2. 外貨準備の増加と流動性への影響

為替レートの増価を抑制するための自国通貨売り介入により、特に2003年以降、外貨準備の増加が加速している（図表15）。

外貨準備の増加は通貨危機への備えとなり、対外的な信認の向上に役立つ。しかし、適正水準を超えれば、すでに述べた通り、①

図表15 外貨準備残高の推移



(注1) 中国を含めるとグラフが見にくくなるため、省略した。中国の2002年末残高は2,864億ドル、2007年末残高は1兆5,282億ドルである。

(注2) インドネシアは11月末。

(資料) 各国現地統計

運用利回りの低さと不胎化費用（不胎化に伴って発行される債券の支払い金利）の発生、②為替・金利リスクの拡大、③不完全な不胎化による流動性の増加、などの弊害が強まる。特に、外貨準備の大半はドルで保有されているため、これを自国通貨に換算すれば目減りが続いている。

資本流入の拡大により流動性が増加し、非効率的な資金配分やインフレにつながる可能性もある。銀行改革の進展に伴い、通貨危機以前のように流入した資金が非生産的な投資に充てられるケースは少なくなったとみられる一方、国内信用に占める住宅ローンや消費者ローンの割合は上昇している。こうしたなか、多くの国でマネーサプライや銀行信用の伸び率が高まっており、インフレ率の上昇に対する警戒が求められる（図表16）。不動産価格の上昇率も、多くの国で高水準を維持している。

3. 国内金融・資本市場への影響

2007年末のアジア諸国の株価指数は、2002年末の約2～7倍に上昇した（図表17）。上昇が特に顕著であったのは、2003年と2006年以降である。2006年以降は、中国の株価上昇がけん引役となった。株価の上昇には、アジア諸国の高成長や好調な企業収益、国内機関投資家の拡大などの要因が大きな役割を果たしてきたが、インド・ベトナム・タイなどにおいては、海外投資家による購入も大きな影

図表16 マネーサプライとCPI（前年比上昇率）の推移

(%)

		2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
中国	M2	19.6	14.6	17.6	16.9	18.5
	CPI	1.2	3.9	1.8	1.5	4.7
香港	M2	8.4	9.3	5.1	15.4	22.4
	CPI	▲2.6	▲0.4	0.9	2.0	2.0
インド	M3	16.7	12.3	21.2	21.3	21.0
	CPI	3.9	3.8	4.4	6.7	6.3
インドネシア	M2	8.1	8.1	16.4	14.9	17.1
	CPI	6.8	6.1	10.5	13.1	6.4
韓国	M2	7.9	4.6	6.9	8.3	11.2
	CPI	3.5	3.6	2.8	2.2	2.5
マレーシア	M2	11.1	25.4	15.4	16.6	12.2
	CPI	1.2	1.4	3.1	3.6	2.0
フィリピン	M3	5.4	5.0	26.4	13.7	20.9
	CPI	3.2	5.9	7.6	6.2	2.8
シンガポール	M2	8.1	6.2	6.2	19.4	20.0
	CPI	0.5	1.7	0.5	1.0	2.1
台湾	M2	5.8	7.4	6.6	5.3	3.3
	CPI	▲0.3	1.6	2.3	0.6	1.8
タイ	M2	6.1	5.7	6.3	6.2	2.6
	CPI	1.8	2.8	4.5	4.7	2.2

(注) インドは年度。各国の2007年のマネーサプライは9月まで、CPIは12月までのデータによる。
(資料) 各国現地統計

響を持ったとみられる（注22）。海外からの資本フローが金融・資本市場にもたらす影響は、市場規模が小さく未整備であるほど大きくなる。したがって、急増する資本流入を受け入れる国内金融システムの整備は急務といえる。

資本フローの拡大に伴い、資本流入・流出ともボラティリティ（資本フロー変化の対名目GDP比率の標準偏差）が上昇している（注23）。これは、主に証券投資のボラティリティの上昇による。ボラティリティの水準が最も高いのはその他投資であるが、通貨危機前後で顕著な変化はみられない。資本フローのボラティリティの上昇は、受け手となる国内金融・資本市場を不安定化させ、その健全な成長を妨げる可能性がある。また、経済成長に悪影響を与えるという指摘もある（注24）。

海外からの資本流入の拡大により、海外市場との間で株価の連動性が高まることも重要

図表17 各国の株価指数の上昇率

(%)

	中国	香港	インド	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	台湾	タイ
2003年	10.6	34.9	84.7	62.8	29.2	22.8	41.6	31.6	32.3	116.6
2004年	▲15.2	13.2	16.4	44.6	10.5	14.3	26.4	17.1	4.2	▲13.5
2005年	▲8.2	4.5	38.3	16.2	54.0	▲0.8	15.0	13.6	6.7	6.8
2006年	130.6	34.2	41.0	55.3	4.0	21.8	42.3	27.2	19.5	▲4.7
2007年	96.1	39.3	59.7	52.1	32.3	31.8	21.4	16.6	8.7	26.2
2003～2007年	289.1	198.4	570.1	546.2	202.3	123.6	255.6	159.7	91.0	140.7

(注) 中国：上海A株指数、香港：ハンセン指数、インド：Sensex指数、インドネシア：JSX指数、韓国：KOSPI指数、マレーシア：KLSE指数、フィリピン：PSE指数、シンガポール：STI指数、台湾：加権指数、タイ：SET指数。
(資料) Datastream

である。中国を除いたアジア諸国の株価は、先進国市場との相関が高まる傾向がみられる（図表18）。特に、資本流入が相対的に大きい香港・インド・韓国・シンガポール・台湾で相関が高い。また、ADB [2007b] によると、2006年以降、アジア諸国とアメリカの株価の連動性が急速に高まり、0.8～0.9の水準に達している。相関係数は中期的に安定的なものではないため、この水準が長期間持続するかは不透明であるが、アジア諸国が国際金融市場の動向に注意を払う必要性が高まっていることは確かである。

株式市場の拡大に伴い、株価が実体経済にもたらす影響も大きくなる。株価の上昇は、

以下の経路で経済成長を促進する。①資産効果により、消費が増加する。マレーシア・香港・インドネシア・韓国では、先進国並みの資産効果が認められるという研究結果もある。②資金調達コストが下がり、投資が増加する。③資金調達者が所有する担保の価値が上昇し、資金調達が容易となる。④金融機関のバランスシートが改善し、融資が増加する。⑤将来見通しが楽観的なものとなり、消費や投資が促進される。

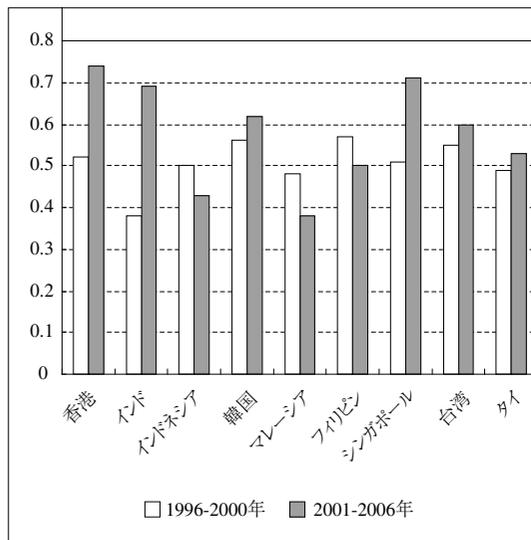
現在、アジア諸国の個人や金融機関による株式保有はそれほど大きなものではなく、また、企業の資金調達は銀行借入れが中心であるため、株価が実体経済に大きな影響を与える可能性は低いとみられるものの、この状況は中国などを中心に急速に変化しており、今後、株価の影響力は高まることとなる（注25）。

4. 急激な資本流入・流出の発生

投資家のリスク許容度の変化などにより、短期的に急激な流入・流出が発生する頻度が高まった。図表3でみた通り、短期資本のウェイトが高まったことも一因と考えられる。また、サブプライム・ローン問題の拡大に伴い、資本フローが不安定化している。

2007年半ば以降、アメリカにおけるサブプライム・ローン問題の深刻化が金融市場に反映し、投資家のリスク評価が大幅に厳しくなった。その対象は、金融商品のリスクに加

図表18 株価の先進国市場との相関



(注) 2006年は5月まで。
(資料) Purfield et al. [2006]

え、取引のカウンターパーティのリスクにも及んでいる。これを受けて、キャリー取引を縮小する動きも出たため、アジア諸国通貨は一時的に下落した。そのほかにも、アジア諸国は、株価や債券スプレッドのボラティリティの上昇、短期金融市場金利の上昇などの影響を被った。実体経済面でも、経済成長率が低下する可能性が生じている。さらに、2008年入り後、世界的に株価が下落し、アジア諸国の株価も前年末比5～30%程度低下している。多くのアジア諸国通貨の対ドルレートは増価を続けているが、韓国ウォンやインド・ルピーは減価している。

資本流入の増加をもたらした背景のすべてに変化が生じたわけではない。世界的な投資家の増加、アジア経済の高成長、資本市場の拡大・整備などは今後も続くため、アジア諸国向けの資本フローは中期的には増加基調を維持するものとみられる。ただし、サブプライム・ローン問題の長期化に伴い、投資家のリスク許容度の低下により資本フローが急速に縮小する局面は今後も予想され、株価や為替レートが急落するリスクには十分な注意を要する（注26）。また、アジア通貨危機以降強調されてきたダブル・ミスマッチのリスクにも配慮することが求められよう。

5. 低下した通貨危機再発のリスク

株価や為替レートが急落するといっても、現状、通貨危機が再発するリスクは大幅に低

下していることは強調しておくべきであろう。その要因としてあげられるのは、第1に、各国の為替制度が変更されたことである。アジア通貨危機発生の大きな要因は、事実上のドル・ペッグ制がとられていたことであった。現在では、大半の国が管理変動相場制に移行したため、適正水準から乖離した水準に為替レートが固定されて通貨危機が起こる可能性は低下した（図表19）。第2に、各国の経常収支が黒字に転換し、外貨の安定的な供給源となっていることである。第3に、対外債務が減少するとともに外貨準備が増加し、対外的な脆弱性（外貨が枯渇するリスク）が低下したことである。第4に、地域金融協力などにより、通貨危機の再発を防止するための制度構築が進んだことである。その内容としては、資本取引規制の強化、チェンマイ・イニシアティブによる緊急支援のための通貨スワップ網の構築、政策対話やサーベイラン

図表19 各国の為替制度

中国	クローリング・ペッグ
香港	カレンシー・ボード
インド	管理変動相場制
インドネシア	管理変動相場制
韓国	自由変動相場制
マレーシア	管理変動相場制
フィリピン	自由変動相場制
シンガポール	管理変動相場制
タイ	管理変動相場制

(注) 以下の資料の要約一覧表に基づく。
 (資料) IMF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* 2007

スの体制作り、債券市場を中心とする金融システム整備、通貨危機予測システム（Early Warning System）の検討、などがある。第5に、人民元を中心にアジア諸国通貨の増価期待が強いことである。

もちろん、通貨危機再発のリスクがゼロになっただけではないため、これらの条件を極力維持することが今後の重要な政策目的となる。

（注21）IMF [2007b]によれば、アジア諸国における急激な資本流入の発生と為替増価圧力の高まりの間に、対応関係がみられるという。また、ADB [2007a]は、実質為替レートの増価や資産価格の上昇には多くの要因が働いているが、資本流入の増加もその一つとなっていることを、定量的な分析によって示している。

（注22）全体的な資本流入の増加が流動性の増加や長期金利の低下をもたらす、株価の上昇につながった面もある。株価の上昇と長期金利の低下は、相乗的な効果を有すると考えられる。

（注23）IMF [2007b]による。一方、流入から流出を差し引いたネットの資本フローのボラティリティは通貨危機以前よりも低下しており、流入と流出の動きの類似性が高まっていることを示唆している。その理由は、必ずしも明らかではない。

（注24）IMF [2007d]（Box1.3.）は、16の途上国株式市場への過去5年以上の期間の資本フローを分析している。それによると、資本フローが途上国の株価上昇をもたらす効果を実証することは容易ではないが、先進国の投資家が特定の途上国に集中する傾向があること（herd behavior）、収益率の高い市場を求めて資金をシフトする傾向が強いこと、資本フローのボラティリティが株価のボラティリティを高めることなどは、明確に示すことができるという。海外投資家が投資先の市場に関する十分な情報を持っていないことも、投資行動が極端なものになりやすい要因となる。

（注25）中国では、投資家の口座数が2001年の6,600万件から2007年11月には1億3,300万件に増加した。また、投資信託による株式投資残高は、2001年末の800億元から2007年10月末には約41倍の3.3兆元となった。

（注26）アメリカ経済の減速がアジア諸国の経済に及ぶか否かが、デカップリング（decoupling）というキーワードの下に論じられている。アメリカとアジア諸国の結びつきは、貿易において維持される一方、金融面では強まっており、これらはアメリカからの波及効果を強める要因となる。本稿でみた通り、両者の株価の連動性が高まっており、特にアメリカの株価が下落する局面で顕著となっている。ただし、アジア諸国では、株価変動の実体経

済への影響はそれほど大きくない。また、世界経済におけるアメリカのウェイト低下とアジア諸国のウェイト上昇、アジア地域における域内経済統合の進展などは、波及効果を弱める要因となる。総じて、実体経済面の波及効果はそれほど大きなものとはならず、中国やインドを中心としたアジア諸国の高成長は維持されるものと思われる。

IV. 資本フローの変化に対する政策

1. 為替政策

前節で述べた資本フローの変化に伴う諸現象が含む問題点を踏まえ、本節では、それらに対処するための政策につき順次検討する。以下の対策は資本流入の急増への対処を基本としており、これが縮小する局面では調整が必要となるものもある。

まず、為替レートの増価に対して、為替介入をどの程度実施するかが論点となる。名目為替レートの増価を容認すれば、インフレの抑制に加えて資本流入を削減する効果が期待できる（注27）。ただし、増価期待が強い場合には、資本流入は容易に減少しないであろう。

また、為替レートがどの程度増価するかは不透明であり、国内の経済主体は大きな為替リスクにさらされることになる。輸出競争力の低下も甘受せざるを得ず、これは特に経常収支が赤字である国にとっては深刻な問題である。このような国の場合、資本流入の増加により、国内部門と対外部門の政策目的が対立することになりやすいといえる。

さらに、為替レートのボラティリティが高まり、金融・資本市場の発展が阻害される懸念もある。柔軟な為替政策を実施するためには、外国為替市場や国内金融システムが整備されていることが前提になることを忘れてはならない。

一方、自国通貨売り介入を実施する場合には、為替レートの安定に伴う利益を享受することができるが、増価期待が維持され、資本流入をさらに促進する可能性がある。また、為替介入は外貨準備の増加と同額のベースマネーの増加を招く（注28）ため、通常は公開市場操作などによってその全部または一部を相殺する不胎化政策が行われる。しかし、一部の相殺では、この金融緩和効果を完全に打ち消すことにはならない。不胎化しているにもかかわらずインフレ率が上昇して実質為替レートが増価する状況となれば、介入の意味は薄れる。

また、自国通貨売り介入ではマネーサプライが増加して金利が低下することにより自国通貨の減価が促進されるが、不胎化によりマネーサプライを不変とすれば、為替レート減価の効果が損なわれると同時に、金利が低下しないために資本流入が維持される可能性が高まる。不胎化により、民間部門が保有する自国資産と外国資産の構成比率が変化するため、内外資産が不完全代替と仮定すれば不胎化介入の効果もある程度は確保できると考えられるが、この点は明確には実証されていない

（注29）。

不胎化政策には、維持可能性の問題もある。中国は不胎化介入を継続しているが、それに伴って発行される中央銀行手形の残高が急増し、国有銀行等による保有が限界に近づくとともに、人民銀行の金利負担が重くなっている（注30）。また、法定準備の利回りが1.89%と低いため、預金準備率の引き上げは銀行部門の負担を重くしている。この例にみられるように、大規模な不胎化政策を長期間継続することは難しい、というのが一般的な考え方であろう。

ここで、変動相場制を採用しているアジア諸国の為替介入の程度を示す指標として、為替柔軟性指数（Flexibility Index）を算出してみる（図表20）（注31、32）。これによると、各国とも指数の水準が低く、柔軟性の低い政

図表20 各国の為替柔軟性指数の推移

	韓国	シンガポール	タイ	フィリピン	インドネシア	インド
2000年	0.2994	0.0841	0.3289	0.2592	0.3001	0.2517
2001年	0.3243	0.1342	0.3606	0.2772	0.7773	0.3336
2002年	0.3566	0.0919	0.1827	0.1125	0.4649	0.2437
2003年	0.2419	0.1104	0.1422	0.2297	0.4142	0.2053
2004年	0.1667	0.0593	0.2821	0.0776	0.3528	0.4345
2005年	0.3181	0.1033	0.2412	0.2233	0.2644	0.2713
2006年	0.2334	0.0714	0.3524	0.1970	0.2488	0.3630
2007年	0.3094	0.0833	0.1955	0.3767	0.4765	0.3485
平均	0.2812	0.0922	0.2607	0.2192	0.4124	0.3064

（注1）この指数は0と1の間の値をとり、0に近いほど介入の程度が強いことを示す。詳細は本文の注32を参照。

（注2）2007年は11月までの1年間。

（資料）Datastream、International Financial Statistics より算出

策を継続していると判断される（注33）。このうち、シンガポールは通貨バスケットに対する安定を重視した制度を採用しているため、柔軟性が特に低くなっている。この6カ国において、近年、為替政策のスタンスが大きく変化した形跡は認められない。2007年にはフィリピンとインドネシアで指数が大きく上昇しているが、今後の推移をもう少しみる必要がある。

次に、IMF [2007g] は、為替レート（対ドルレート）の①水準、②変化率、③ボラティリティと介入額の相関をみる単純な方法により、インド・インドネシア・韓国・フィリピン・タイの為替介入の効果を分析している。介入額のデータは直接には得られないため、外貨準備の変化額で代用する方法がとられている。それによると、2005年～2007年6月における各国の月平均介入額の日次平均取引額に対する比率は、それぞれ11%、50%、5%、38%、22%であった。インド以外の4カ国においてインフレーション・ターゲット政策が採用されていることもあり、5カ国とも介入額の大半を不胎化している（図表21）。各国の不胎化の程度に、時間の経過に伴う大きな変化は認められない。

この分析によれば、為替介入が為替レートの水準を変化させる効果はほとんど認められない。介入は、ボラティリティを若干低下させるのみである。その要因として考えられる点として、以下が指摘されている。①経済ファ

図表21 各国の不胎化係数の推移

	2000 - 02年	2003 - 04年	2005 - 07年
インド	▲0.72	▲1.00	▲0.72
インドネシア	▲0.85	▲0.79	▲0.77
韓国	▲0.93	▲1.02	▲1.06
フィリピン	▲0.72	▲0.92	▲1.15
タイ	▲0.91	▲0.69	▲0.90

（注）中央銀行の国内資産のリザーブマネー変化への寄与を、対外資産のリザーブマネー変化への寄与に回帰したもの。完全な不胎化の場合、係数は-1となる。

（資料）IMF [2007g] 35ページのTable3.4.

ンダメンタルズ等を反映した増価圧力が非常に強いこと、②不胎化政策が介入の効果を弱めていること、③外貨準備の蓄積が目的であるために介入がアナウンスメント効果を持たないこと、などである。ただし、データや分析手法の制約が大きいため、分析結果には注意を要するとしている。為替介入が効果を持つと信じているからこそ、中央銀行がこれを実施し続けているのだ、と述べられている。

確かに、自国通貨売り介入が行われているにもかかわらず為替レートが増価し続けていても、「為替介入により増価の程度が抑制されている」と主張できないことはないが、「為替介入は明確な効果を示していない」という判断の方がより適切であろう。

以上のように、為替介入には必ずしも明確な効果が期待できないこと、外貨準備の増加により流動性が増加すること、不胎化政策はコストを伴うことなどを考慮すれば、為替レートの増価をある程度容認し、輸出競争力の問題には輸出産業への支援策等により対処

することが望ましい場合が多いと考えられる。

2. 財政金融政策

為替介入に伴う外貨準備の増加や資本流入は、マネーサプライの増加や資産価格の上昇をもたらすため、金融引き締めが対策の一つとなる。例えば韓国では、資産価格の上昇がインフレ圧力を高めることを懸念し、2006年以降、金融引き締めが実施されている。

金利を引き上げれば資本流入をさらに促進する可能性があるため、これを減らすことを目的に金利を引き下げること考えられる。2007年7月にフィリピンとタイで利下げが行われたが、その主な目的は資本流入の抑制であった。ただし、このような政策は流動性の増加につながる可能性もあり、政策の効果をみきわめる必要がある。例えばフィリピンでは、利下げとともに預金準備率制度の変更(実質的な引き上げ)を実施している。

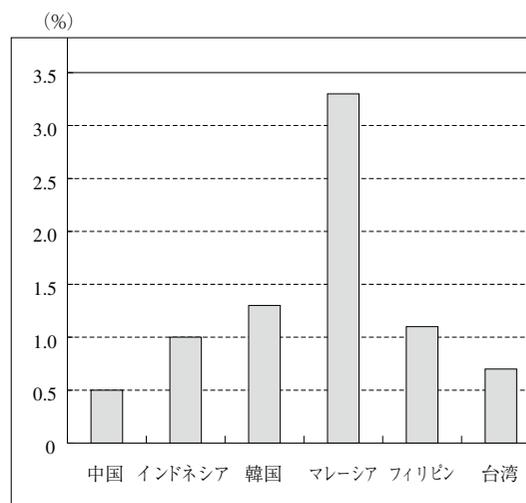
最近では、米国金利が低下しているため、自国通貨の対ドルレートを安定させている香港や中国を中心に、金利を引き上げることは難しくなっている。一方でインフレ圧力が強まっているため、政策対応は複雑化している。現在、中国・韓国・台湾・シンガポール・マレーシアが利上げを実施しているのに対して、タイ・フィリピン・インドネシアは利下げを実施している。これは、インフレ懸念と資本流入抑制のいずれを重視するかにより、望ましい政策対応が異なってくることを反映したも

のといえよう。

次に、財政支出の抑制は、金利が低下傾向となる点で、資本流入対策として適切である。また、財政支出は非貿易財に向かう傾向が強いため、これを抑制することにより自国通貨の増価を防ぐ効果も期待できる。さらに、財政引き締めは対外債務の減少にもつながる。財政政策は実施までのタイムラグが長いいため、機動的な利用は難しいが、財政状態を健全に維持することは重要である。

アジア諸国の財政収支は、全般に良好である(図表22)。資本流入により経済成長が促進される状況では、歳入以上に歳出が増加することになりやすいため、注意が必要である。また、中国では、不動産価格や株価の上昇を

図表22 財政赤字の対GDP比率(2006年)



(注) 香港・シンガポール・タイの財政収支は黒字である。
(資料) Asian Development Bank [2007b]

抑制するために関連する課税の強化を実施しているが、これは財政政策による個別対応といえる。

3. 資本取引規制の変更

(1) 資本取引規制に対する考え方と世界的な動向

資本取引規制には、直接的な方法（取引の禁止や金額の制限など）と間接的な方法（資本フローへの課税など）がある。資本取引規制は、資本フローを抑制するとともに、固定的な為替制度において金融政策の独立性を確保する効果を有する。ただし、市場参加者は多様な手段により規制回避を試みるため、自由化がある程度進んだ状態で規制の有効性を長期間維持し続けることは難しいという見方が多い（注34）。

資本取引規制には、その他にもデメリットが指摘される。①海外市場から遮断されるため、国内金融・資本市場の発展が阻害される。②特定の取引が規制されることにより、市場規律に歪みが生じる。規制を回避しようとする試みは、資源の浪費につながる。③資金調達手段が制約されるとともに、調達コストが上昇する。④規制の存在が海外投資家の信認を阻害する、などである。

これに対し、資本取引の自由化は資金調達・運用手段の多様化その他さまざまなメリットをもたらすが、一方では通貨・金融危機発生の可能性を高めるなどのデメリットを伴

う。したがって、自由化は慎重に実施しなければならないというのが一般的な考え方である。この点には、資本取引規制の有効性の観点からも注意する必要がある。IMF Research Department [2007] は、75～2005年における74カ国の資本取引規制の実施状況と資本フローの増加の関係を分析し、資本取引の自由化が進むほど資本フローが増える、すなわち長期的には資本取引規制が有効であることを示している。一方、ある程度の期間かなり自由化された状態を経験してから規制を再導入した場合、その規制は急速に有効性を失う傾向があると述べている。このことは、資本取引の自由化に伴う資本フローの増加に不可逆的な側面があることを示しており、したがって中期的な自由化戦略を明確にすることが重要であるといえよう（注35）。

資本取引の自由化は、順序（sequence）の議論に基づくアプローチ（IMFはintegrated approachと呼んでいる）を利用して、慎重に行うことが求められる。このアプローチでは、自由化の前提としてマクロ経済政策や国内金融システムの整備を求めるとともに、自由化は①対内直接投資、②対外直接投資や株式投資、③債務となる投資、の順で行うべきであり、また、長期投資を短期投資よりも優先すべきであるとする。

世界的にみると、資本取引は自由化されてきているが、90年代半ば以降、そのペースは低下している（注36）。完全な自由化を達成

した国は、75年の全体の約3分の1から2005年には約2分の1に増加したが、その間、1割程度の国が、通貨危機の経験などから規制の強化に踏み切っている。

一般的には、所得水準が低いほど資本取引規制が厳しいのが通常であり、また、資本流出規制は流入規制よりも厳しくなっている(図表23)(注37)。95年以降の自由化は、直接投資や株式投資が中心となっている。これは、上記のintegrated approachが加盟国に浸透した結果と考えられる。これを受け、途上国への資本フローにおいても、直接投資や株式投資の重要性が増している。

(2) アジア諸国の資本取引規制

IMF [2007f] によると、アジア諸国の資本取引規制は、流入・流出の両方に関し途上国の中で最も厳しい。香港・シンガポールで

は自由化が比較的進んでいるが、その他の諸国においては多様な規制が実施されている。通貨危機の経験などから、流入よりも流出を厳しく規制している場合が多い。また、通貨危機後に規制を強化した国が多いことも特徴的である。各国の資本取引規制の多さをみると、中国およびインドにおいて最も包括的な規制が維持されている(図表24)。以下、各国の自由化の状況を概観する。

中国では、対内直接投資が70年代末から段階的に自由化されたが、直接投資以外の自由化は現在も十分には進んでいない。金融・資本市場では、居住者と非居住者の区別が続けられている。2002年には適格海外機関投資家の制度が導入され、非居住者による人民元建

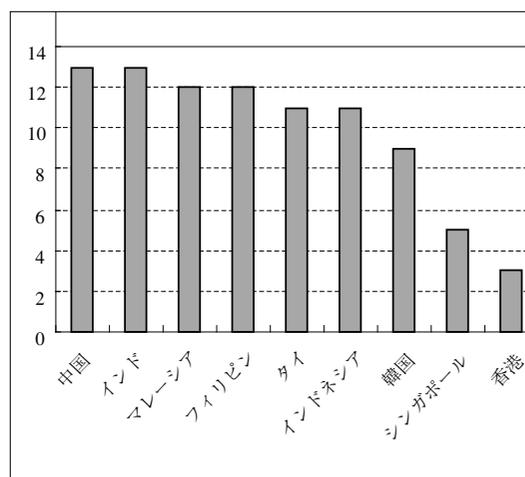
図表23 資本取引規制インデックスの推移

規制対象	世界		低所得国	中所得国	高所得国
	1995年	2005年	1995～2005年の平均		
全体	0.36	0.30	0.56	0.38	0.17
資本流入	0.32	0.26	0.50	0.33	0.16
資本流出	0.40	0.34	0.63	0.44	0.18
株式投資	0.37	0.30	0.61	0.38	0.18
資金貸借	0.33	0.32	0.50	0.40	0.15
短期貸借	0.34	0.30	0.59	0.40	0.15
長期貸借	0.33	0.33	0.41	0.40	0.15
直接投資	0.38	0.27	0.54	0.37	0.20

(注) インデックスは0と1の間の値をとる。値が大きければ、規制が厳しいことを示す。

(資料) IMF Research Department [2007]

図表24 各国の資本取引規制の厳しさ



(注)以下の資料の要約一覧表に基づき、13項目の規制分類のうち何項目に規制が存在するかを示したものを。

(資料)IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2007

てのA株への投資が認められたが、投資枠は現在も300億ドルに制限されている。また、海外からの資金借入れを行う際には、国家外為管理局に登録する必要がある。このような報告義務は、インドネシアやマレーシアにも存在する。

インドネシアでは、80年代以降、資本取引の自由化が進められた。87年には海外投資家による株式投資が認められ、現在に至るまで金額等の制限はない。一方、銀行部門の自由化は、90年代に後退した。特に、通貨危機後は、自国通貨の海外市場における流通を抑制するため、①銀行と非居住者との為替スワップ取引の金額制限、②銀行による海外へのルピア送金の禁止、③非居住者ルピア勘定の資金移動の制限、などが実施された。ルピア建て取引を制限する姿勢は、現在も維持されている。

韓国では、80年代末から資本取引の自由化が緩やかに進められた。92年には、海外投資家による株式投資が認められた。当初は1銘柄当たり発行済み株式総数の10%までとなっていたが、制限は段階的に緩和され、98年に撤廃された。また、90年代に対外借入れの上限が撤廃され、海外でのCDやCPの発行も認められた。このような自由化は短期借入れの増加を招き、通貨危機の一因となった。通貨危機後、IMFのコンディショナリティに基づき資本取引の自由化が進められたが、一方では通貨の非国際化を目的に非居住者の

ウォン調達の上限を10億ウォンとした。ただし、この規制は2006年1月に廃止された。2006年5月、韓国財政経済部は、韓国金融ハブ構想の一環として、為替・資本取引の完全自由化の期限を従来の2011年から2009年に繰り上げる計画を発表した。

タイでは、直接投資の自由化が先行したが、90年にIMF 8条国に移行し、91年以降、資本取引の大幅な自由化が実施された。海外投資家による株式投資は、保有比率の制限はあるものの、その他の点では自由に行うことができる。93年にバンコク国際銀行ファシリティ(BIBF)が設けられ、海外との資金貸借が自由化された。急速な自由化は通貨危機の重要な要因となり、危機の前後に規制が再び強化された。98年には、非居住者の実需によらないパーツ調達の上限を5,000万パーツとするなどの措置がとられた。2003年には、非居住者パーツ預金を抑制するなど、資本流入に対する規制強化を実施した。

マレーシアでは、80年代後半に資本取引の自由化が本格化した。94年には、資本流入の急増を受け、短期証券の非居住者への販売を制限するなど規制を一時的に強化し、一定の成功を収めた。通貨危機に際しては、証券投資が自由化される一方、資金貸借には制約が課されていたものの、リングのオフショア取引の拡大を阻止できなかった。投機圧力の高まりに対し、98年9月に包括的な規制強化が実施された。これは、非居住者リング勘定に

関する規制強化、非居住者によるリング建て証券売買に関する規制強化（投資後1年未満での売却に対し、保有期間に応じた段階的な手数料を課すもの）、非居住者へのリング建て貸し出しの禁止、などを内容とするものであった。その後、再び自由化が実施されたため、現在は海外投資家による株式・債券投資は自由に行うことができる。一方、非居住者へのリング建て信用供与に関しては、多様な規制が残されている。

シンガポールでは、国際金融センターの構築を目指し、78年に為替管理を撤廃したが、同時に通貨の非国際化政策を採用した。しかし、98年以降、国内金融・資本市場を開放・育成する観点から、徐々に自由化が進められた。現在は、非居住者である金融機関に対するシンガポール・ドル建ての信用供与の上限を500万シンガポール・ドルとするなど、いくつかの規制が残されている。

以上のように、アジア諸国における通貨危機後の規制強化は、危機への反省に立ち、資本流出や為替投機の防止を目的とするものがほとんどであった。これに対し、近年、急増している資本流入を抑制するため、新たに規制を設ける動きが出てきた。例えば、2006年12月、投機資金を含む資本流入の拡大を受け、タイは流入する短期資本に対して無利子の準備金積み立て義務を課す規制の導入に踏み切った。

すでに述べた通り、このような新規の規制

は長期的に有効性を維持することが難しく、また、資本取引規制に共通の多くの問題を含んでいる。特に、投資の自由度を著しく妨げる場合には、海外投資家の信認を傷つける結果となりやすい。したがって、その実施には慎重さが求められるとともに、あくまでも短期的な措置とすることが望ましい。

また、資本流入の増加を相殺するために、資本流出規制の緩和が加速している。すでに述べた通り、このような規制緩和は、国内の機関投資家の拡大や企業活動の国際化などあいまって、資本流出の増加に寄与しているとみられる。特に、政府系ファンドによる外貨準備の運用や公的年金ファンドによる外貨資産運用比率の引き上げなど、公的部門の動向が資本流出の増加につながっている。先進国の経験をみると、資本取引の自由化に伴って対外資産・負債がともに拡大している。アジア諸国における資本流出の増加は、資本フローに関して先進国の姿に近づきつつあることを示している。

対外投資に関する規制緩和の具体例をみると、中国では、2006年4月、適格国内機関投資家（QDIIs）に認定された国内金融機関による対外証券投資の制度が本格的に導入された。この制度は、個人や企業が人民元を外貨に交換して海外投資を行うことを認めた点で画期的なものである。国家外為管理局によると、2007年9月末の海外投資枠は421.7億ドル、実際の投資額は108.6億ドルであった。

投資対象に関する規制も、次第に緩和されている。

韓国では、キャピタル・ゲイン課税の一時免除や外国株式投信の拡販などにより、対外証券投資が拡大している。マレーシアでは、機関投資家による海外資産保有比率が10%から段階的に引き上げられ、2007年には50%となった。タイでは、2008年2月、2006年12月に導入した資本流入規制を廃止するとともに、企業の海外投資規制を緩和したほか、金融機関に総額300億ドル規模の海外運用を認めた（注38）。

資本流出規制の緩和は、企業や機関投資家の活動の国際化を促すとともに、為替レートの増価や外貨準備の増加などを抑制するための有効な対策となりうる。ただし、資本流入が国内の金融・資本市場にもたらす影響に対処するものではない。また、投資の自由度が増すとともに海外投資家の信認が改善し、資本流入の増加につながるという意見もある。一方、急激な資本流出を助長する危険性もあり、そのことを念頭に置いた上で進めていかなければならない。機関投資家を育成し、対外投資に伴うリスク管理能力を高めることも不可欠である。

4. 国内金融・資本市場の育成と規制監督の強化

資本流入が国内金融・資本市場にもたらす影響に対処するには、市場の育成に努めると

同時に、市場や市場参加者に対する規制監督を強化することが有効である。

株式市場の育成は、資金調達・運用手段の多様化に貢献するとともに、金融システムの安定化や経済成長率の上昇につながる。市場の流動性および効率性、市場インフラ、制度インフラ（コーポレート・ガバナンス等）などが向上すれば、資本流入が増加するとともにそのボラティリティの抑制にもつながる（注39）。過去の例をみると、資本流入の増加は最終的に急速な流出に結びついている場合が多いが、市場整備によりその可能性も低下すると考えられる。

市場の流動性と効率性の間には、密接な関連がある。流動性を高めるには、①投資に必要な市場・規制・政策等に関する情報開示を改善すること、②取引コストを引き下げること、③取扱商品を拡充すること、④国内機関投資家の拡大や多様化を図ること、などが重要である。アジア諸国の株式市場は、先進国に比較して全般に取引コストが高い（注40）。情報開示の程度や取引コスト等から判断した市場の効率性は、韓国・香港・シンガポール・マレーシアにおいて優れる一方、タイ・インドネシア・フィリピン・中国は下位にあり、改善の余地が大きい。

技術的なインフラはかなり整備されており、今後の課題は取引処理能力を高めることである。レポ取引、証券貸借、デリバティブなどの市場を整備することも不可欠である。

また、一部の市場では、情報開示やコーポレート・ガバナンス等に関するルールが十分に実施されていないことが流動性の向上を妨げている。

発行体や投資家の拡大にも努めなければならない。上場費用や発行費用を引き下げ、発行体を増やすことが必要である。多くの国では、中小企業等のために専用の市場が作られており、これを十分に活用すべきである。また、国内機関投資家の育成に加え、海外からの投資を妨げている課税やヘッジ手段の欠如などに対処することが求められる。

そのほか、証券取引所の国際競争力強化等のために株式会社化が進められており、域内取引所間の統合が検討課題となっている。証券取引全般に関する規制・監督体制の整備も重要な課題である。

次に、金融規制監督の強化については、資本が急激な流出に転じた場合への備えを強化することに重点を置くことになる。例えば、銀行の外貨取引を制限し、通貨のミスマッチを抑制することである。また、国内信用が非生産的な分野に向かうことを防ぐことが重要であり、銀行による株式や不動産への投機的な投資やこれに関連した融資などにつき、モニタリングを行い厳しく取り締まらなければならない。さらに、金融商品の複雑化や金融サービスの多様化が進む中で、金融機関のリスク管理能力の向上が重要となっている。住宅ローンや消費者ローンが拡大していること

は前述したが、そのほかにも、銀行業務に証券引き受け・ディーリング・リース・保険などが新たに加わり、また、証券投資の割合も上昇するなど、新たなリスクが生じている。ノンバンクへの規制も重要性を増している。さらに、規制監督を効果的に実施するためには、人材育成や制度構築にも注力する必要がある。

5. まとめ

経済のグローバル化が進展する中で、資本フローの拡大は長期的な流れであり、それによるリスクを最小限に抑え、利益を最大限に享受することを考える必要がある。そのためには、一時的な資本流入規制等に過度に依存することなく、経済を健全に維持するとともに、強固な国内金融システムを作り上げなければならない。

IMF [2007f] は、資本流入が増加した過去の多くのケースを検証し、諸政策の効果に関する一般的な結論を導いている。①為替介入の継続は、最終的には資本流出に伴う負の影響を深刻化させる。実質為替レートの増価が抑えられることには一定の意味が認められるが、それを不胎化介入によって達成することは困難である。②金利の引き上げは、資本流入を促進する点で望ましい政策ではない。③財政支出の削減は、最終的な資本流出に伴う負の影響を小さくする。④資本流入規制は、実質為替レートの増価の抑制につながら

ない。

本節において述べた通り、為替介入の継続はベースマネーの増加を通じて必要以上に金融緩和をもたらす可能性があり、その場合には経済全体に悪影響を与える。したがって、為替介入はスージング(急激な変動の抑制)のみを目的とし、為替レートの増価による輸出競争力の問題に関しては、輸出産業に対する支援策などを個別に実施すべきと考えられる。

また、高金利が資本流入の要因となっている場合には、金利の引き上げにより資本流入が促進され、インフレ抑制効果は期待できない可能性がある。特に、世界的に金融緩和が進行している状況では、インフレ懸念と資本流入抑制のいずれを重視するかにつき慎重に検討すべきであろう。ちなみに、最近の研究では、資本取引が自由化されることによって海外との金利の連動性が高まるため、為替レートが柔軟に変動する場合でも金融政策の独立性はある程度制約されるという。金融政策の運営方法については、さらに研究が必要であろう(注41)。

資本取引規制は長期的には有効な政策と考えられるため、その緩和は慎重に進めるべきである。規制緩和に踏み切れば、これを再び強化した場合に有効性を維持することは難しい。新たな規制の導入には投資家の信認低下などの弊害も多く、このような手法を多用すべきではない。

ただし、これらは絶対的な結論ではない。

各国が経験している資本流入の規模や性質、増加している要因、各国の経済環境、金融システムや制度インフラの発展状況などに応じて、適切な政策の組み合わせを選択することが求められる。

また、当面は資本流入が縮小傾向となることを想定した場合、ここで述べた政策対応を適宜修正することも必要となろう。そのような環境では、為替介入により外貨準備を蓄積することが正当性を増すと考えられる。また、原油高によりインフレ懸念が高まっていることを考慮すれば、金利の引き下げという選択は慎重に行うべきであろう。資本取引の自由化や金融・資本市場の育成に関しては、特に方針を変更する必要はない。

現状、アジア諸国の経常収支は黒字が続いており、対外債務が減少する一方で外貨準備が積み上がっている。これらは、通貨危機が再発する可能性を小さくしている点で好ましい現象である。したがって、この状況を根本的に変える必要はなく、行き過ぎた部分があれば修正するというスタンスをとるべきである。特に、経常収支が赤字である場合には、資本フローが不安定化し、通貨危機発生の可能性が高まる。また、過去の例をみても、資本流入の増加は最終的に急速な流出に結びついている場合が多い。この点は、これまで述べてきた構造変化によりある程度変化したとみられるものの、資本流出の発生により問題が生じる可能性を無視することはできない。

そのような観点からは、地域金融協力の努力などを通じて、通貨危機の再発を防ぐための制度構築を継続することも重要と思われる。

- (注27) インフレの抑制は、実質為替レートの増価をある程度抑えることにもなる。
- (注28) インボシブル・トリニティの考え方によれば、自由な資本移動の下では、為替レートの安定を図ることにより金融政策の独立性は阻害される。
- (注29) IMF [2007g] は、途上国では①内外資産の代替性が低いと考えられること、②外国為替市場での取引額に比べて介入額が相対的に大きくなることから、先進国よりも不胎化介入の有効性が高い可能性があるとして述べている。ただし、本文中に後述した通り、この論文の実証分析では、介入の有効性はほとんど確認されなかった。
- (注30) 清水 [2008] による。
- (注31) 固定的な為替制度を採用してきた中国・香港・マレーシアと、IMFのデータソースからデータが取れない台湾は省略した。
- (注32) 本稿で算出した為替柔軟性指数は、以下の式で示される。

$$Index = \frac{SDEX}{(SDEX + SDREV)}$$

ただし、SDEXは月次の対ドル為替レート変化率（対数階差で近似）の標準偏差であり、SDREVは、外貨準備残高のt-1期からt期にかけての変化額を、t-1期のリザーブマネー残高で除したものの標準偏差である。この指数は0から1の間の値をとるが、1に近いほど為替政策は柔軟であり、0に近いほど固定的であるとみなされる。

- (注33) 変動相場制を採用している先進国では、この指数は通常0.5～0.6を超える。
- (注34) IMF [2007f] は、過去の例から、資本流入を抑制しても通貨危機発生の可能性を低下させることは難しいとしている。
- (注35) ただし、規制の再導入については多様な議論がある。多くの通貨危機の経験を経て、IMFは資本取引規制に対して肯定の度合いを強めており、一時的な規制の導入に関しても、短期的なものであれば容認する場合も増えている。一方、Ariyoshi et al. [2000] は、多くの国の事例研究に基づき、一時的な資本流入規制の有効性に関して、どちらかといえば否定的な見解を示している。資本取引規制に多くの問題があることは本文中に述べた通りであり、一時的な規制の導入は限定的に認めるスタンスが望ましいと考える。
- (注36) 以下の記述は、IMF Research Department [2007] による。
- (注37) 図表23の資本取引規制インデックスは、IMFのAREAER (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) に掲載されている加盟国の為替制度および經常・資本取引規制の一覧表を利用し、資本取引の各項目のうち何項目に規制が存在するかを

数える作業に基づいて作成している。インデックスの値が大きいほど、規制が厳しいことを示す。

- (注38) 2008年3月1日付日本経済新聞「タイ、外資規制を廃止」による。
- (注39) IMF [2007e] は、株式市場の流動性の改善、市場の対外開放の進展、コーポレート・ガバナンスの質の向上がいずれも資本流入を増加させることを、実証分析によって示している。また、投資家へのインタビューからも、これらが重要な投資決定要因となることがわかったとしている。
- (注40) Ghosh ed. [2006] (Chapter 5) による。取引コストには、手数料などの直接コストに加えて、ビッド・アスク・スプレッドやマーケット・インパクトなどの間接コストが含まれる。
- (注41) 金融政策の独立性に関する最近の研究については、Saxena [2008] に詳しい。

V. 資本フローと政策対応に関する展望

1. 域内資本フローの増加

最後に、今後の資本フローと政策対応に関するいくつかの論点に言及する。はじめに、域内資本フローの増加について述べる。これに関連してしばしば議論されるのは、グローバルな市場との金融面の結びつき (financial integration) を強めるか、それとも域内での結びつきを強めるか、という点である。経済の類似性が強い域内諸国への投資では、国際投資の重要な目的であるリスク分散を十分に実現することはできないかもしれない。しかし、域内投資の増加は相互監視の強化や各国市場における投資家の多様化などにつながり、域内諸国全体の金融システムの機能を向上させる効果を持つと考えられる。

Garcia -Herrero and Wooldridge [2007] によると、途上国は先進国に比較してグローバル市場との結びつきが強まっておらず、アジア諸国は特にこの点で遅れている。一つの要因として考えられるのは、資本取引の自由化が相対的に進んでいないことである。

一方、域内での結びつきは着実に強まっているが、他の地域に比較して近隣の先進国、すなわち日本による投資がきわめて少ないことが指摘されている。図表25で域内証券投資残高をみると、日本の域内投資比率の低さが際立っており、これを香港やシンガポールが補う形となっている。

ただし、日本を含めても域内投資が優先されていることは確認できる。域内諸国（10カ国）の投資受け入れ額合計の全世界の証券投資残高に対する比率と、域内諸国（8カ国）の域内投資比率を比較すると、長期債券では2.4%と2.7%、株式では14.4%と20.3%と、いずれも後者の方が高くなっている（注42）。したがって、8カ国の投資家に域内投資を優先する傾向（regional bias）があることになる。

注意すべき点は、第1に、データがないために投資国に中国が含まれていないことである。中国を含めれば、域内投資比率はかなり上昇するであろう。第2に、域内投資の推進役となっている香港やシンガポールの資産運用業において、海外の資産運用会社が大きな役割を果たしていることである。したがって、真の域内投資とはいえない部分がある

（注43）。2006年末時点で、香港では運用資産の64%、シンガポールでは84%が海外からの資金であった（注44）。一方、自国を含む域内への投資比率は、香港では80%、シンガポールでは57%に達している。

今後、域内の実体経済の結びつきが一層強まること、地域金融協力の努力が継続されること、各国における資本取引の自由化が緩やかに進むことなどが予想され、域内の金融面の結びつきは着実に強まるものと思われる（注45）。そうなれば、域内諸国の金融システム強化が進展し、資本フローのボラティリティに対する抵抗力が強まることも期待できよう。

2. オイルマネーの動向が資本フローにもたらす影響

石油輸出国が獲得するオイルマネー（petrodollars）が国際資本フローに与える影響が注目されている。主な石油輸出国としては、OPECに加盟する中東等の10カ国（注46）に加えて、ロシア・ノルウェー・メキシコなどがあげられる。

原油価格の上昇に伴い、石油輸出国の經常収支黒字が急増し、民間部門の対外投資や外貨準備による投資が拡大している。吉田 [2008] は、オイルマネーのうち海外に還流している部分が2兆ドルを超える可能性がある」と試算している。また、原油価格の高止まりが続けば、オイルマネーは今後も急速に

図表25 東アジアのクロスボーダー証券投資の残高（2006年末）

(長期債券) (100万ドル)

(受け入れ国)	(投資国)									各国の 総受け入れ 残高
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計	
中国	2,484	3	414	152	—	—	731	—	3,784	11,325
香港	—	26	701	2,444	29	198	2,653	—	6,052	17,966
インドネシア	171	—	435	77	108	—	2,341	—	3,131	10,698
日本	2,247	—	—	793	37	8	1,658	3	4,745	223,253
韓国	8,864	8	5,752	—	132	—	5,611	127	20,493	51,705
マレーシア	3,621	7	1,038	204	—	—	2,790	59	7,719	21,694
フィリピン	720	—	1,493	21	14	—	516	—	2,764	18,922
シンガポール	3,692	89	3,136	300	29	502	—	449	8,197	28,954
タイ	475	—	111	94	—	25	933	—	1,638	5,130
ベトナム	226	—	37	5	—	—	66	—	335	1,212
合計	22,500	133	13,116	4,090	349	733	17,299	638	58,858	390,860
各国の 総投資残高	189,303	909	1,811,986	46,491	3,346	4,670	82,159	3,073	2,141,936	16,295,314

(株式)

(受け入れ国)	(投資国)									各国の 総受け入れ 残高
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計	
中国	100,009	—	9,853	1,681	13	—	6,913	10	118,479	266,123
香港	—	—	11,014	4,156	441	—	18,719	7	34,337	214,490
インドネシア	—	—	456	3	39	—	1,336	1	1,835	26,237
日本	6,918	—	—	1,809	217	—	4,534	7	13,485	1,091,617
韓国	2,254	—	3,358	—	113	—	4,530	—	10,256	212,337
マレーシア	751	1	493	48	—	—	7,771	111	9,175	33,383
フィリピン	192	—	109	1	12	—	423	1	738	11,014
シンガポール	2,858	7	3,772	490	1,558	2	—	80	8,767	93,207
タイ	872	12	1,049	9	53	1	3,248	—	5,244	32,203
ベトナム	—	—	—	120	—	—	109	14	243	570
合計	113,853	19	30,103	8,318	2,447	4	47,582	231	202,558	1,981,180
各国の 総投資残高	350,846	359	510,418	36,819	3,753	117	93,973	1,694	997,979	13,779,537

(注1) 投資国に中国とベトナムが含まれていないのは、投資国としてのデータがないため。

(注2) 2つの表の右下隅の数字は、世界の証券投資残高の合計を示す。

(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey 2006 より作成

拡大することが予想される。その運用の担い手として、石油収入を原資とする各国の運用ファンドが、政府系ファンドの一角として注目を集めている。オイルマネーの運用動向は、アジアの資本フローにも大きな影響を与える可能性がある。

オイルマネーは、国内での投資（インフラ整備、不動産開発、株式投資など）や対外債務の返済に充てられた後に、余剰部分が海外に投資される。世界の原油取引のほとんどが米ドルで決済されていることもあり、主な運用先は欧米先進国のドル建てあるいはユーロ建ての金融商品となっている。中東諸国からアメリカに向かう資金はイギリスを経由する 경우가多く、近年、イギリスからアメリカへの資本フローが拡大している。

従来は、オフショアのドル預金や米国債などの安全資産が運用の中心であったが、政府系ファンドによる運用は、リスクの高い株式や社債、プライベート・エクイティ・ファンド、不動産開発、外国企業への出資など多岐にわたっている。投資対象国は、アメリカに加えEU、日本、イスラム圏諸国、アジア諸国などに拡大している。これに伴い、イスラム金融が資金運用方法の選択肢の一つとして重要性を増している（注47）。

図表25で用いたIMFのCoordinated Portfolio Investment Surveyにおいては、主な石油輸出国としてあげた13カ国のうち、投資国としてのデータを開示しているのは5カ国にとどま

る（図表26）。そのため、オイルマネーによるアジア諸国への証券投資の実態を知ることには、ほとんど不可能である。ただし、5カ国の証券投資残高は世界全体の残高を上回るペースで増加しており、今後、アジア諸国への流入も拡大することが予想される（注48）。

3. 為替政策協調の可能性

アジア諸国の為替政策協調に関する議論はあまり進展していないが、アジア諸国通貨が増価する一方でドルの実質実効レートが低下しており、域内通貨間の為替レートも不安定化しやすくなっている。この傾向が強まれば、議論の進展が促される可能性がある。

欧州諸国が通貨統合を達成した要因としてあげられるのは、①政治的要因（世界大戦再発の回避）、②国際通貨制度の要因（ブレトンウッズ体制の崩壊に伴うアメリカへの信認の喪失）、③経済的要因（域内為替レートの安定を不可欠とする経済統合の確立）、である。現在、アジア諸国が直面している状況においては、②および③の要因が強化される可能性がある。

今後、基軸通貨としてのドルの信認がどの程度低下するかが重要なポイントとなる。アジア諸国の為替政策は総じて対ドルレートを重視したものとなっており、ドルの信認が大きく低下すれば新たな為替政策を模索するインセンティブが生じるためである。

次に、資本取引規制についてみると、欧州

図表26 石油輸出国およびイギリスからアジア諸国への証券投資の残高（2006年末）

(100万ドル)

(受け入れ国)	(投資国)						合計
	クウェート	メキシコ	ノルウェー	ロシア	イギリス	ベネズエラ	
中国	118	—	940	—	16,324	—	281,642
香港	5	—	1,370	—	35,628	—	233,677
インド	33	—	215	—	14,654	—	179,705
インドネシア	19	—	65	1	4,470	—	38,908
日本	63	—	22,376	1	231,251	—	1,434,924
韓国	—	—	3,200	—	35,155	—	280,525
マレーシア	147	—	179	1	9,599	—	59,381
フィリピン	—	—	26	—	3,953	—	30,250
シンガポール	2	—	1,505	1	16,466	—	126,085
タイ	14	—	183	—	6,264	—	37,805
ベトナム	—	—	2	—	442	—	1,841
合計	402	—	30,060	4	374,207	—	2,704,741
各国の総投資残高	19,867	12,037	435,088	12,267	3,068,206	13,149	32,391,453

(注) 表の右下隅の数字は、世界の証券投資残高の合計を示す。

(資料) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey 2006* より作成

では、58年に発効したローマ条約において、すでに加盟国に対する資本取引自由化の努力義務が課されていた（注49）。域内の資本取引が全面的に自由化されたのは90年7月であり、その実現に30年余りの年月を要したことになる。

資本取引自由化の前提として、健全なマクロ政策と強固な国内金融システムを整備することが重要である。為替政策協調を実施した場合には、資本取引の自由化により金融政策の独立性が失われるため、政策協調を可能とする健全な経済状態を維持することが不可欠となる。これらの条件が満たされなければ通貨危機に陥る可能性があることは、92年に発

生した欧州通貨危機が示している。アジア地域において為替政策協調が実現するか否かは現状では不透明であるが、仮にこれを視野に入れるとすれば、資本取引自由化を慎重に進める必要性が高まるといえよう。

本節で検討した域内の資本フローを増やすこと、為替政策協調を実施することなどは、拡大する資本フローへの政策対応の選択肢の一つであるともいえる。今後も世界的に資本フローが拡大し、そのボラティリティが高まることが予想される中で、アジア諸国はどのように対処すべきか、議論を続けていく必要があるだろう。

- (注42) なお、8カ国による域内投資額の合計が世界の証券投資残高に占める割合を2005年末と2006年末で比較すると、長期債券はどちらも0.4%であるが、株式は1.0%と1.5%であり、株式に関して域内統合が若干進んだといえる。
- (注43) 香港・シンガポールの資産運用業に関しては、清水[2007a]に詳しい。
- (注44) IMF [2007g] による。
- (注45) これを促進するためには、①資本取引規制や源泉課税などの阻害要因を取り除くこと、②法律や規制を域内で調和させること、などが重要な課題となる。
- (注46) サウジアラビア・イラン・UAE・ナイジェリア・ベネズエラ・クウェート・アルジェリア・イラク・リビア・カタールの10カ国。
- (注47) 香港・マレーシア・シンガポールなどが、イスラム金融によるオイルマネーの導入を推進している（2007年9月26日付日経金融新聞「アジア主要市場オイルマネー誘致競争」による）。
- (注48) このデータによりクウェートの投資対象国をみると、周辺中東諸国41%、アメリカ20%、イギリス7%などとなっている。ノルウェーの場合は、イギリス以外の欧州諸国50%、アメリカ22%、イギリス10%、カナダ2%、オーストラリア2%などとなっている。いずれにおいても、自国の近隣諸国に加えてアメリカやイギリス向けが主体となっている。
- (注49) 欧州の資本取引自由化の経験については、村瀬[2007]に詳しい。

おわりに

アメリカのサブプライム・ローン問題に端を発した世界的な金融市場の混乱と実体経済の減速は、長期化の様相を呈している。アジア諸国に対する資本フローは中期的には増加傾向を維持すると考えられるものの、当面は不安定な局面とならざるを得ないであろう。各国当局としても、資本流入の急増への対処から急激な資本流出への警戒に政策の重点をシフトする必要が生じている。

ただし、その過程においても、第IV節において述べた政策の多くは有効性を失うものではない。通貨危機再発のリスクが低下しているという認識は不変であり、為替レートの増

価傾向も基調としては持続しよう。

2008年のアジア経済が置かれた状況は、2007年とはかなり異なるものとなりそうである。アジア諸国において株価が実体経済に及ぼす影響はそれほど大きなものではないが、原油高がインフレやその対策としての財政金融政策にどのような影響を及ぼすのか、ドル安を核とした為替レートの変動により各国の輸出がどのように変化するのか、そして、本稿がテーマとした東アジアにおける資本フローはどうなるのか、などに今まで以上に注視していく必要がある。

(補論) インドの事例

1. 資本流入の増加

本稿では、10カ国を対象に資本フローの動向と政策について述べたが、最後にインドの事例をとりあげる。その理由は、この問題が最も典型的に表れた国であると考えられるためである。インドは中国とともに最も大きな資本流入を受けてきた国の一つであり、その結果として、為替レートの増価、外貨準備の急増、株価の大幅な上昇などが生じた。これに対処するために、継続的な為替介入や資本取引の段階的な自由化などが実施されている。また、多くの東アジア諸国と異なり、経常収支が赤字であり、財政赤字も比較的大き

いため、通貨危機が発生するリスクは相対的に高いと考えられる。

インドでは、経常収支赤字、資本収支黒字という状況が続いている（図表27）。貿易収支の赤字は、ITサービス輸出等によるサービス収支黒字や海外労働者からの送金等による経常移転収支黒字によって、ある程度相殺されている。最近では貿易赤字が急速に拡大しているため、経常収支赤字も拡大傾向にある。なお、経常取引の対GDP比率は90年度の

19.4%から2006年度には55.0%に拡大しており、世界経済との結びつきの強まりを示している。

資本収支黒字の増加も顕著である。直接投資と証券投資の流入額の合計は、90年度の1.1億ドルから2006年度には265.3億ドルに拡大した。資本流入額の対GDP比率の平均は、2000～2003年度の1.9%から2004～2006年度には3.5%となった。資本収支黒字額は、経常収支赤字額を大きく上回っている。

図表27 インドの国際収支の推移

(百万ドル)

	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
経常収支 (①)	14,083	▲ 2,470	▲ 9,186	▲ 9,609	▲ 10,713
貿易収支	▲ 13,718	▲ 33,702	▲ 51,841	▲ 64,905	▲ 42,401
輸出	66,285	85,206	105,152	127,090	73,665
輸入	80,003	118,908	156,993	191,995	116,066
サービス収支	10,144	15,426	23,881	32,727	14,689
所得収支	▲ 4,505	▲ 4,979	▲ 5,510	▲ 4,846	▲ 1,444
経常移転収支	22,162	20,785	24,284	27,415	18,443
資本収支 (②)	16,736	28,022	23,400	44,944	50,408
直接投資	2,388	3,713	4,730	8,437	3,880
流出	▲ 1,934	▲ 2,274	▲ 2,931	▲ 11,005	▲ 5,972
流入	4,322	5,987	7,661	19,442	9,852
証券投資	11,356	9,287	12,494	7,062	18,334
流出	0	▲ 24	0	58	35
流入	11,356	9,311	12,494	7,004	18,299
商業借り入れ	▲ 2,925	5,194	2,723	16,084	10,557
借り入れ	5,228	9,084	14,547	21,291	13,999
返済	8,153	3,890	11,824	5,207	3,442
誤差脱漏 (③)	602	607	838	1,271	741
総合収支 (① + ② + ③)	31,421	26,159	15,052	36,606	40,436

(注1) 2007年度は4～9月。

(注2) 資本収支の内訳は一部の項目のみ。

(資料) インド準備銀行

2006年度の資本収支をみると、直接投資の流入額は、景気の拡大や投資規制の緩和などを背景に前年度の2.5倍に急増した。これにより、直接投資の受け入れ国として途上国の中で中国に次ぐ地位を占めた。海外企業のインドへの関心の高さが、ようやく本格的な実績に結びつき始めたといえよう。国別では、イギリス・アメリカ・シンガポール・オランダなどからの投資が多く、業種別では、金融業・製造業・ITサービス業・不動産業などが中心となっている。また、大型の海外企業買収が増えたことを反映し、対外直接投資も急増している。

証券投資の黒字は前年度を下回ったが、これは年度中に株価の下落がたびたび発生し、資本流入が減少したことによるものであり、企業の海外でのADR（米国預託証券）発行などは好調であった。また、対外商業借入れ（ECB: External Commercial Borrowings）は、国内での投資の活発化、輸入の拡大、国内金利の上昇などにより急増した。先進国の投資家がリスク許容度を高めたことも、一つの要因となった。

以上の傾向は2007年度も持続しているが、株価の上昇などを背景に証券投資の流入が急増した（注50）こともあり、資本流入全体の拡大が著しい。これに対する政策対応は難しくなっており、中央銀行は警戒感を強めている（注51）。

外貨準備残高は2007年末に2,753億ドルと

なったが、これは中国・日本・ロシアに次ぐ金額である。2007年3月末時点で、残高は輸入の12.4カ月分、短期債務残高の16.7倍、変動の激しい資本フロー（証券投資の流入額累計+短期債務残高）の2.6倍となっている（注52）。中央銀行は、適正な残高は将来に及ぶ潜在的なリスクを含めて考えるべきであり、国際的な「最後の貸し手」が存在しない以上、自由変動相場制においても外貨準備の保持はきわめて重要であるとしている。現在の水準は、必ずしも過大とはみなされていないといえよう。

2. 為替政策

ルピーの対ドルレートは、90年代から2002年半ばまで一貫して低下した。2002年6月には1ドル=48.86ルピーとなったが、その後は経常収支の改善や資本流入の増加、パキスタンとの関係改善などに加え、世界的なドル安の影響を受け、緩やかな上昇に転じた（図表28）。

2005年秋以降、原油価格の上昇などによる経常収支の悪化、米国金利の上昇、世界的な金融市場の調整などからルピーの下落が続いた。2006年秋には資本流入の増加や原油価格の安定などにより上昇に転じ、2007年秋に39ルピー台となった後、2008年3月現在、40ルピー台で推移している。図表14でみた通り、対ドルレート・実質実効レートとも、2007年入り後に上昇率が高まっている。

図表28 インドの為替レート・株価の推移

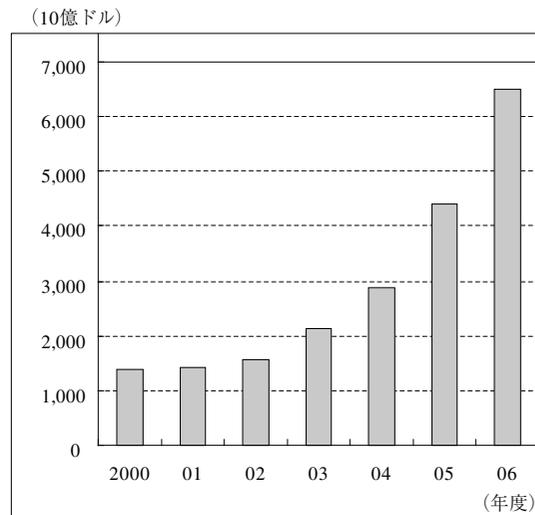


(資料) Datastream、CEIC

かつては、外貨不足に対する懸念から外貨流出を厳しく規制する政策がとられていたが、92年以降、対外開放の進展とともに外国為替制度の改革が進んだ。93年3月には二重為替相場制度（注53）が廃止され、市場レートへの統一が実現した。94年8月には、IMF 8条国に移行した。

近年、資本取引の拡大などから外国為替市場の取引額が増加している（図表29）。2007年4～11月の1日当たり平均取引額は、前年同期の238億ドルから459億ドルに増加した。売買スプレッドが主要通貨並みに縮小するなど、市場流動性も改善している。近年の特徴として、対顧客取引が銀行間取引以上に増加している。また、2005年度の取引額を銀

図表29 インドの外国為替市場の取引額



(資料) インド準備銀行

行種類別にみると、政府系銀行32%、民間銀行26%、外資系銀行42%となっており、外資系の割合が高いが、96年度の59%からは低下している。

BISの3年ごとの調査によれば、インド市場の2007年4月の1日当たり平均取引額は約340億ドルとなり、前回（2004年）の約70億ドルから急増した（注54）。今後も、経済成長や対外取引の拡大に伴う取引額の急増が続くと考えられるため、市場整備を継続することが重要である（注55）。

為替制度は管理変動相場制であり、必要に応じて市場介入が実施されている（図表30）（注56）。その目的は、対ドルレートの過度のボラティリティの抑制であり、特定のター

ゲットやバンドは存在しない。介入通貨は、米ドルとユーロである。

資本流入の増加に伴って為替レートのボラティリティが増しており、市場介入はその抑制にある程度貢献している（注57）。市場の取引額に比較して介入額は決して大きくないが、図表20でみた通り為替レートの柔軟性は低く、介入の程度は他の途上国並みに強い。2006年度以降はドル買い介入のみが行われており、特に2007年7月以降、介入額が増加している。中央銀行は、途上国において為替レートのボラティリティを抑制することは、対外取引や金融市場への悪影響を防ぐために重要であるとしている。そのため、不胎化にコストがかかっていることを認識しつつも、介入を継続している。

一方、ルピー増価の抑制も介入の重要な目的となっているが、ルピーは増価を続けている。中央銀行も、介入がルピーの水準に与える影響は必ずしも大きくないことを認めている。

2003年度以降、各年度のドル建て輸出の前年比伸び率は、22.3%、31.2%、23.6%、19.9%であり、2007年4～10月も20.8%（前年同期は24.9%）と好調を維持している。ただし、ルピー建てでみると、同期間の伸びは7.1%（同30.8%）にとどまった。ルピー増価の影響を受けているのは、労働集約的であり輸入原材料をほとんど使用しない繊維・皮革・宝石・農業などの産業であり、これらの産業は長年保護を受けてきたために輸出競争力に

図表30 インド準備銀行による為替市場介入の状況

(10億ドル、%)

	ドル買い	ドル売り	合計	市場取引額に対する割合
1997年度	15.1	11.2	26.3	—
1998年度	28.7	26.9	55.6	—
1999年度	24.1	20.8	44.9	—
2000年度	28.2	25.8	54.0	—
2001年度	22.8	15.8	38.6	—
2002年度	30.6	14.9	45.5	2.9
2003年度	55.4	24.9	80.3	3.8
2004年度	31.4	10.6	42.0	1.4
2005年度	15.2	7.1	22.3	0.5
2006年度	26.8	0.0	26.8	0.4
2007年度	57.9	0.0	57.9	—

(注) 2007年度は12月まで。
(資料) インド準備銀行

乏しい。これに対し、サービス業や資本集約的な製造業などの輸出は好調を維持している。したがって、対策としては、労働集約的な産業を支援するとともに生産性の向上を図ることが求められる。政府は、これらの産業に対する貿易金融の利率の引き下げや輸出関連サービスの免税などを実施すると同時に、国内企業に対し生産性向上に向けた自助努力を促す発言をしている。

インドの全要素生産性（TFP）の伸び率は、アジア地域では中国に次いで高い。また、インドの輸出は、中国ほど急激には構造変化していないものの、次第に技術・資本集約的な製品にシフトしつつある。このような状況で、ルピーが実質増価するのはある程度当然のことである。その抑制を目的とする介入は、中央銀行自身が効果が必ずしも大きくないと認めていること、第IV節において示したIMF [2007g] の分析でも為替レートの水準を変化させる効果がほとんど認められなかったことなどから、なるべく縮小すべきであろう。輸出競争力の問題に関しては、現在実施している輸出産業の支援策を拡充することで対処すべきである。

3. 金融政策の枠組みと不胎化政策

インドの金融政策は、物価の安定と生産的な産業への適切な資金供給を目的としている。運営方法として、マネーサプライ（M3）の調整を中心とする枠組みが採用されていた

が、経済の構造変化に伴って見直され、98年度以降、多くの経済指標を参照することにより政策運営がなされるようになった（注58）。また、89年に銀行間短期金融市場の上限金利が撤廃されたのを手始めに、金融市場の整備が進められている。90年代後半には財政の金融化（マネタイゼーション）が次第に制限され、国債市場が拡大した。経済の国際化に対応して、外国為替市場も拡充された。90年代末以降は、レポ市場が急速に発展した。これらの市場整備は、金融政策の手法の拡充や有効性の強化などに貢献している。

政策手段としては、かつては現金準備率（CRR：Currency Reserve Ratio）規制が中心であったが、その重要性は次第に低下し、CRRも引き下げられた（注59）。これに代わり、国債の売買およびレポ取引を用いた公開市場操作による流動性調節が重要性を増している（注60）。併せて、レポ・レートならびにリバース・レポ・レートの変更が実施され、金利を重視した政策が行われるようになっていく。このような政策運営の枠組みを確立するため、2000年6月に流動性調節ファシリティ（LAF：Liquidity Adjustment Facility）が創設された。

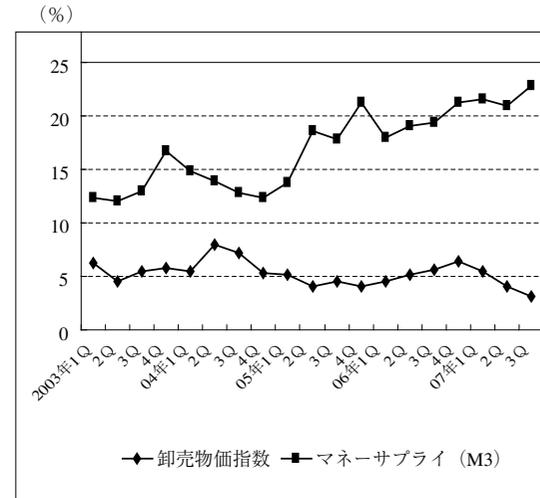
為替介入に伴い、不胎化政策が実施されている。95年から2004年の平均で、介入により中央銀行が購入した外貨額の63%が不胎化された（注61）。中央銀行による債券発行はできないため、国債の売買およびレポ取引によ

る公開市場操作がその主な手段となっている。そのためにLAFが用いられていたが、公開市場操作に必要な国債が慢性的に不足していたことなどから、2004年4月、市場安定化スキーム（MSS：Market Stabilization Scheme）が新たに作られ、当該スキームにおける発行残高に上限を設けた上で、不胎化を目的とした国債発行を実施することとなった（注62）。MSSでは、短期債（3カ月、6カ月、1年）、長期債のいずれも発行できる。国債発行により市場から吸収された資金は、他の資金とは分離してスキームの中で管理され、MSSの下で発行された国債の償還のみに用いられる。また、不胎化政策に伴うコストは、政府が負担する。これにより、中央銀行による流動性調節の自由度は大幅に高まった。

現在、流動性調節はLAF、MSS、CRRによって行われている。LAFは、主にオーバーナイト以下の短期的な調節に用いられる。資本流入の増加により、流動性は大きく変動するようになっており、その調節は難しさを増している。MSSによる流動性吸収額は、2004～2006年度の合計で約6,300億ルピーであったが、2007年度は、外貨準備の増加が加速したことなどから12月までに約1兆2,500億ルピーが吸収された。

不胎化政策の効果についてみると、最近、M3の伸び率が高まっているが、それによるインフレ率への影響は明確ではない（図表31）。インフレの抑制には、政策金利の引き上げ

図表31 インドの卸売物価とマネーサプライの前年同期比伸び率の推移



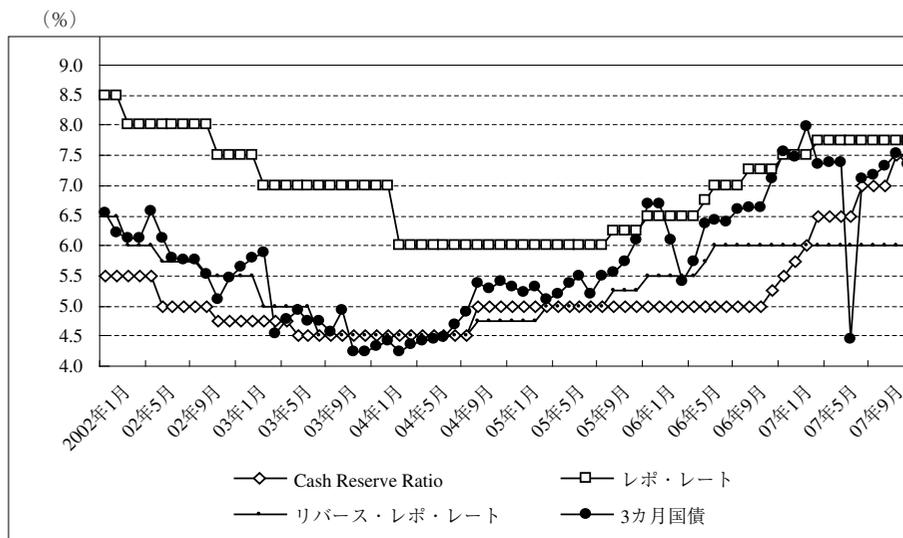
(注) 四半期の表示は年度ベース。
(資料) Centre for Monitoring Indian Economy

が奏効しているとみられる（図表32）。また、M1の伸び率は2007年12月に前年同月比18.1%であるが、M3のような伸び率の上昇傾向はみられない。さらに、信用残高の高い伸びにもかかわらず、銀行部門の健全性は維持されている。

総じて、資本流入の増加が経済に与える影響はそれほど深刻なものとはなっていないが、不動産価格や株価の動向も視野に入れた上で、流動性の抑制には引き続き十分な注意が必要であろう。その手段としては、銀行に負担を与えるCRRではなく、公開市場操作を重視すべきである（注63）。

IMF [2008b] は、資本流入が増加する状況下での流動性管理の重要性を強調するとと

図表32 インドの政策金利等の推移



(資料) CEIC

もに、経済のグローバル化が進んだ先進国では、中央銀行が公開市場操作を頻繁に実施する方法が一般的であると指摘している。また、そのような環境での金融政策の実施に関し、以下の点に注意を促している。①資本流入による株価の上昇が物価水準に与える影響を考慮する必要がある。②資本取引自由化の進展とともに、海外との金利の連動性が高まることへの対応が重要となる。③海外投資家の増加に対応し、金融政策の透明性を高めることが不可欠である（注64）。

4. 資本取引自由化への取り組み

経済の国際化が急速に進む一方で、多くの資本取引規制が残されている（図表33）。直

接投資や証券投資の流入はある程度容認されているが、90年代初頭の国際収支危機の経験もあり、相対的に不安定とみられる借り入れや債券取引に対する制限は厳しい。対内証券投資においても、株式投資に比較して債券投資の上限金額は小さい。

さらに、居住者による資本流出に対する規制は、流入に比較して厳しい。銀行による海外資産の取得には、さまざまな制限が課されている。また、海外に居住するインド人からの送金や株式・不動産投資を他の非居住者に比較して優遇するなど、経済主体による多様な区別が存在するが、複雑な規制が有効に機能しているかについては疑問が残る。

90年代の金融自由化の過程で、資本取引を

図表33 インドの経常・資本取引規制（2007年4月末時点）

	資本流入	資本流出
貿易	<p>輸出</p> <p>輸出代金は、原則として輸出後6カ月以内に回収しなければならない。輸出業者は、受け取った外貨を、国内の銀行に設けた外貨預金勘定に保持することが出来る。(2006年11月末に上限50%から100%に変更)</p> <p>一部の輸出品目については、輸出のライセンスを得ることが必要である。また、一部の品目には輸出税がかけられる。</p>	<p>輸入</p> <p>10万ドル相当を超える輸入代金支払いのために外貨を購入するに際しては、輸入の事実を証明する書類の提出が必要である。</p> <p>資本財の輸入は自由化されたが、動植物、薬品、一部の消費財などについては輸入が制限されている。</p>
直接投資	<p>対内直接投資</p> <p>非居住者による対内直接投資は、大半の産業で100%出資が認められている。ただし、民間銀行、保険、通信などでは、一定割合までの出資しか認められない。</p> <p>また、小売、原子力、賭博、住宅・不動産、農業などに関しては、外資による出資は禁止されている。</p>	<p>対外直接投資</p> <p>インド企業による対外投資は、自己資本の200%まで行うことができる。海外に投資する金融機関は、内外の関連当局の認可を受ける必要がある。</p> <p>投資資金は、外貨の購入、対外商業借り入れ、ADRやGDRの発行などによることが可能である。事前の認可を受ければ、株式交換によることもできる。</p>
証券投資	<p>・非居住者の国内投資</p> <p>(株式) 海外機関投資家(FIIs)は、SEBI (Securities and Exchange Board of India) に登録して投資を行う必要がある。FIIs 社による特定の企業に対する投資は、発行株式の10%を超えてはならない。また、FIIs 全体で、発行株式の24%を超えてはならない。</p> <p>(債券) FIIs による債券投資は、国債では合計32億ドル相当以内、社債では合計15億ドル相当以内とする。</p> <p>・居住者の海外での販売または発行</p> <p>(債券) 一財政年度における5億ドル相当以内の外貨建て転換社債の発行は、中央銀行の認可を得ずに行うことができる。</p>	<p>・非居住者の国内での販売または発行</p> <p>(株式) 非居住者が保有するインド企業については可能。(債券) 可能。</p> <p>・居住者の対外投資</p> <p>(株式) 個人は年間50,000ドル相当まで購入が可能。企業は、インド上場企業の株式を10%以上保有する海外の上場企業の株式を、自己資本の25%まで購入することができる。(債券) 個人は年間50,000ドル相当まで購入が可能。</p>
その他投資 (資金貸借)	<p>(非居住者から居住者へ)</p> <p>輸入1件当たり2,000万ドルまでの貿易金融(非資本財については1年まで、資本財については3年未満)が利用可能。</p> <p>一般企業が対外商業借り入れにより借り入れできる金額は、一財政年度あたり5億ドル相当まで。平均期間3年以上の借り入れは2,000万ドル相当まで、平均期間5年以上の借り入れは5億ドル相当まで。</p>	<p>(居住者から非居住者へ)</p> <p>貿易金融取引は原則として中央銀行の事前認可を要する。インド企業は、海外の完全子会社またはジョイント・ベンチャーに外貨を貸し付けることができる。</p>
現金通貨の 持ち込み・ 持ち出し	<p>通貨の国内持ち込み</p> <p>ルピーの持ち込みは、ブータンおよびネパールからの持ち込みなどを除き、原則禁止されている。</p> <p>外貨の持ち込みは自由であるが、5,000ドル以上の場合には税関への申告が必要である。</p>	<p>通貨の海外持ち出し</p> <p>ルピーの持ち出しは、原則として禁止されているが、居住者は一時的な旅行に際し5,000ルピーまで持ち出すことができる。</p> <p>海外から持ち込んだ外貨の持ち出しは自由である。</p>
外貨預金	<p>居住者外貨預金勘定</p> <p>個人は、中央銀行の認可を受けて、為銀において外貨預金(無利息)を開設することが出来る。残高に制限はない。</p> <p>非居住者外貨預金勘定</p> <p>非居住者は外貨預金勘定を開設できるが、期間は1～5年とする。</p>	

(資料) IMF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* 2007

完全自由化する方針が打ち出され、97年にはそのための提言（タラポレ報告（注65））がまとめられたが、その直後にアジア通貨危機が発生し、当局のスタンスはやや慎重となった。

近年、資本流入の増加を背景に、資本流出規制の緩和を中心とした改革が少しずつ進められている。企業による対外直接投資の拡大、銀行による対外証券投資に関する規制緩和、対外商業借り入れの期前返済の弾力化、輸出業者の外貨集中義務の緩和などがその内容となっている。

対内直接投資はFIPB（Foreign Investment Promotion Board）により認可されるが、産業ごとの投資比率規制などが次第に緩和され、投資の増加に貢献している。ただし、インフラの未整備や硬直的な労働法制など、投資環境の改善は依然として大きな課題である（注66）。対外直接投資に関しては、2005年4月に上限が自己資本の100%から200%に引き上げられるなど、規制緩和が進められ、産業ごとの投資規制も順次撤廃されている。市場シェアの拡大や規模の経済の獲得を目指したインド企業の海外での大型企業買収により対外直接投資は急増しており、2006年度の実績は前年度の29億ドルから110億ドルに拡大した。

非居住者の企業や個人による対内証券投資は、証券取引委員会（SEBI：Securities and Exchange Board of India）に登録された

海外機関投資家（FIIs：Foreign Institutional Investors）を通じて行われる。また、インド企業は海外で預託証券や株式を発行することができる。

2006年には、中央銀行に設けられた資本取引自由化委員会（the Committee on Fuller Capital Account Convertibility）が、段階的な自由化を2011年までに概ね完了させる案を提示した（注67）。対外直接投資、対外証券投資（企業や投資信託による投資枠の拡大等）、対内証券投資（FIIsによる債券投資枠の拡大等）、非居住者による国内での債券発行、対外商業借り入れなどに関する規制緩和が提案されている。併せて、自由化に伴う通貨危機の発生などのリスクを軽減するために、財政赤字の削減、為替レートの適正水準の維持、銀行部門の健全性の強化、機関投資家の育成などが求められるとしている。

この提言に基づき、中央銀行は資本流出規制の緩和を中心とした規制変更を加速しており、2007年9月には以下の政策を実施した。①企業の対外直接投資の上限を、自己資本の300%から400%に引き上げる。②上場企業が海外の上場企業に対する証券投資を行う場合の上限を、自己資本の35%から50%に引き上げる。③SEBIに登録しているすべての投資信託による対外投資金額合計の上限を、40億ドルから50億ドルに引き上げる（注68）。④対外商業借り入れを許可なく期前返済できる金額を、4億ドルから5億ドルに引き上げる。

⑤個人の年間外貨購入可能額を、10万ドルから20万ドルに引き上げる。

一方、対外商業借り入れに対する規制は、強化される方向にある。2007年5月には、これを不動産関連の用途に用いることが禁止された。同年8月には、1社あたり年間2,000万ドルを超える借り入れの代わり金を国内に持ち込むことが禁止され、また、2,000万ドル以内でもルピーに交換する場合には中央銀行の事前認可を要することとなった（注69）。

資本取引の自由化は慎重に進める必要がある一方、一時的な流入規制は望ましい手段とはいえない。当局は、①現在の資本流入増加の要因には国際金融市場の動向など一時的なものが含まれていること、②資本流出規制の緩和は流入を促進する可能性があるうえ、流出の急速な拡大は当面望みにくいこと、などから一時的な流入規制も必要であるとしている（注70）。しかし、中期的に資本取引の完全自由化を目指していることもあり、このような規制はなるべく早期に撤廃すべきであろう。

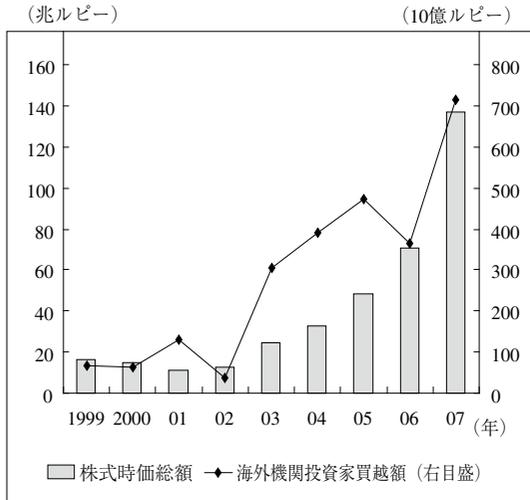
5. 株式市場の動向

株式市場改革は、90年代初頭に開始された。88年に設置されたSEBIが、92年より証券関連規制を担うこととなった。同年、株式発行の認可手続きが廃止されるとともに、市場価格での発行が行われるようになった。FIIによる海外からの投資も認められた。94年には、

ナショナル証券取引所が電子取引プラットフォームとして設立された（注71）。その後、決済システムの整備、情報開示基準の強化、ガバナンスの改善などが着実に進められている。取引コストも急速に低下している。2000年には、株式デリバティブが導入された。デリバティブ取引のほとんどは、ナショナル証券取引所で行われている。個別株デリバティブの取引が最も多く、2006年の取引件数は、個別株先物が世界の証券取引所の中で第1位、株価指数先物が第4位となっている。

近年、市場規模は急速に拡大している。株式時価総額は2007年末に1兆3,713億ルピー（約3.5兆ドル）と、ドルベースで世界の時価総額（約60.7兆ドル）の5.7%を占めた（図表34）（注72）。株価（Sensex指数）は過去5年間で約6.7倍となったが、これはアジア地域で最大の上昇率である。2008年1月8日には、終値ベースの史上最高値20,873.33ポイントをつけた。ただし、その後急落し、3月中旬には15,000ポイント前後で推移している。FIIによる株式買い越し額は、2006年度の2,524億ルピーから2007年度（本年2月まで）には5,353億ルピーとなった。2008年1月の売り越し額は1,304億ルピーと非常に大きかったが、2月は173億ルピーの買い越しと、やや落ち着きを取り戻した。3月は、19日までで321億ルピーの売り越しとなっている。Sensex指数ベースの株価収益率は、2006年以降、20倍前後で推移していたが、2007年

図表34 インドの株式時価総額と海外機関投資家買越額の推移



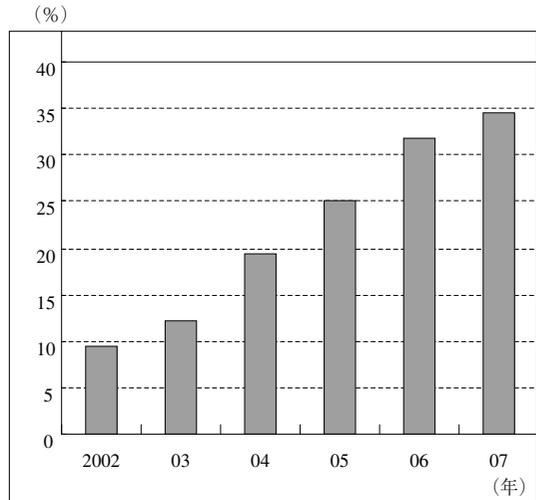
(資料) CEIC

末に急上昇して27.7倍となった後、2008年2月末には22.0倍に低下している。

海外からの投資の増加は、市場規模拡大の大きな要因となってきた。投資家をSEBIに登録したFIIsに限定しているにもかかわらず資本流入が増加しているのは、FIIsが急増しているためである。FIIsによる株式取引額が全体に占める割合は年々上昇しており、FIIsの動向の重要性が高まっている(図表35)。

株式市場への資本流入の増加には、資金調達コストの引き下げ、ガバナンスや市場の効率性の改善などのメリットがある一方、資本フローの不安定化や過剰流動性の発生などのデメリットがある。当局としては、これらのバランスに留意しつつ、資本流入の緩やかな

図表35 インド株式市場の海外機関投資家取引額の割合



(注) 海外機関投資家 (FIIs) による株式購入額と売却額の和を、ボンベイ・ナショナル両証券取引所の取引額合計で割ったもの。

(資料) CEICより算出

自由化を進めていく方針である。そのために、登録可能なFIIsの定義を広げること、株式発行額の拡大に努めること、出所の不透明な資金の流入やヘッジファンド等による投機的な投資の防止を図ること、債券への投資制限を緩和すること、などが提案されており(注73)、望ましいスタンスであるといえよう。

昨年10月には、参加証書 (Participatory Notes、以下P -Notes) の発行に関する規制強化が実施された。これは、自らに資金を提供する顧客のために、FIIsがインド株式を裏付けに発行することを認められた証書である。P-Notesには、当局による保有者の把握が困難であること、オフショア取引となるために

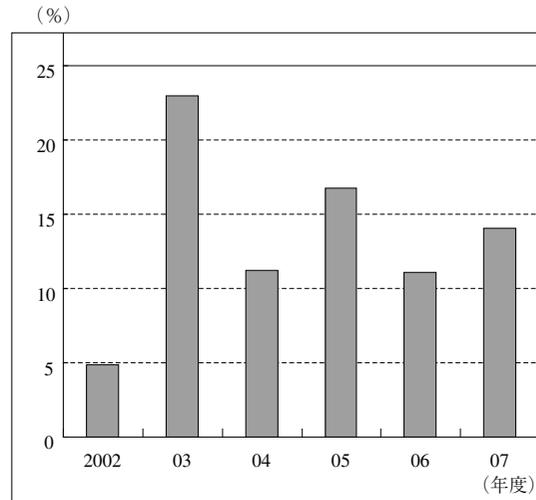
キャピタル・ゲイン課税が免ぜられる場合があること、などの特徴があり、FIIとして登録していない投資家による利用が拡大してきた。FIIによる取引と認識されているもののうち、3割前後がP-Notesを利用した取引であるともいわれる。SEBIによれば、P-Notesの発行残高は約900億ドルであるが、その約3分の1が株式デリバティブを裏付けとして発行されたものであり、ヘッジファンドによる短期的な投資に利用されているとの指摘がある。

そこでSEBIは、以下の措置を実施した。

- ①デリバティブを裏付けとした発行を禁止し、既存のポジションに関しては18カ月以内に解消することを求める。
- ②現物を裏付けとした発行がFIIのカストディ資産残高の40%未満である場合、5%分の追加発行を認める。
- ③すでに40%以上となっている場合は、既存のP-Notesの償還・売却等による残高減少時に、その範囲内でのみ追加発行を認める。これにより、短期的な投資が減少するとともに、FIIとして正式に登録する投資家が増加し、資本流入の透明化や安定化につながることを期待される。

株価のボラティリティに、趨勢的な上昇傾向は認められない(図表36)(注74)。これは、ボラティリティが変動の激しい指標であること、市場の成熟によりボラティリティが低下する傾向があること、などによるものと思われる。ただし、2005年のボラティリティは、

図表36 Sensex指数の変動係数の推移



(注1) 変動係数は、(標準偏差/算術平均) × 100である。

(注2) 2007年度は12月まで。

(資料) インド準備銀行

香港・シンガポール・マレーシア・日本などよりもかなり高くなっている。

先進国市場との株価の相関が高まっていることは、図表18でみた。先進国市場におけるインド企業の上場が増えていることも、その一因といえよう。域内では、香港・インドネシア・日本・フィリピン・シンガポールなどの相関が高くなっている。

金融当局は、資金調達・運用手段としての株式のウェイトが低いと評価している。中央銀行によると、2005年度の非金融上場企業の資金調達方法は、内部資金43.6%、株式17.0%、債券▲2.7%、銀行借入れ23.8%、対外借入れ6.0%などとなっている。また、

2005年度の家計貯蓄に占める株式の割合は、約5%にとどまった(注75)。株式市場の拡大とともに新規発行額が急増していることから、資金調達・運用に占めるウェイトは次第に上昇し、マクロ経済への影響も強まろう。

株式市場の安定を維持するために、市場整備を継続することが不可欠である。株式発行コストの一層の低下を図ること、上場企業のガバナンスを強化すること、浮動株比率を引き上げること(注76)、海外投資家とのバランスをとるために国内機関投資家の育成に努めること、などが主な課題となろう。

6. まとめ

増価傾向が続く為替レートと高止まりする国内の流動性をどのようにコントロールするかが、インドにとっての当面の課題である。貿易収支や経常収支が赤字であることを考慮すれば、通貨が割高になることは避けたいところである。しかし、為替介入がルピーの水準を押し下げている証拠は少ない。為替レートの急激な変動には対処すべきであるが、一定の変動は許容せざるを得ないであろう。一方で、輸出産業の国際競争力を注視していくことや、為替リスクヘッジ手段を整備することなどが不可欠である。

不胎化政策はある程度有効に機能しているが、M3のコントロールは難しくなりつつあるように見受けられる。不動産価格や株価の動向も視野に入れる必要があり、国内の流

動性の調節は今後ますます重要となろう。インドの金利はアメリカよりも高いため、不胎化政策の実施にはコストがかかっている点を考慮すれば、その維持可能性にも注意が必要である。

資本取引の自由化が進められているが、これにより為替レートの安定と金融政策の独立性を両立させることはさらに難しくなる。途上国には、資本取引の自由化に伴って柔軟な為替制度に移行する一般的な傾向がみられるが、インドもこれに倣うべきであろう。また、インドでは財政収支や経常収支が赤字であるため、資本流出が通貨危機を招くリスクは相対的に高く、自由化は慎重に進めなければならない。自由化に伴ってさまざまなリスクが新たに発生することもあり、銀行のリスク管理体制の構築、資本市場の育成、金融規制監督の強化などにも十分に配慮することが求められる(注77)。

(注50) 証券取引委員会(SEBI)に登録した海外機関投資家(FIIs)の数は、2007年3月末の997から2007年末には1,219となった。

(注51) 最近の当局の考え方に関しては、IMF[2008a]に詳しい。

(注52) Reserve Bank of India [2007]. *Report on Foreign Exchange Reserves*, Jul. による。

(注53) 輸出などによって獲得した外貨の60%を市場レート、40%を公定レートで売却する制度。

(注54) 他のアジア諸国は、中国90億ドル、香港1,750億ドル、日本2,380億ドル、韓国330億ドル、シンガポール2,310億ドル、台湾150億ドル、タイ60億ドル、などとなっている。

(注55) なお、2005年度の貿易の表示通貨は、輸出の85.8%、輸入の88.6%が米ドルであり、ルピーは輸出の1.9%に過ぎず、輸入ではまったく用いられていない。

(注56) 介入額を公表している国は少ないが、インドでは中央銀行による外貨売買金額が月次で発表されている。

(注57) Reserve Bank of India [2007a] による。為替レートのボラティリティは、アジア通貨危機の終息や外国為替市場の成熟に伴って低下したが、2001年以降、再び上

- 昇傾向にある。
- (注58) 中央銀行の説明によれば、金融政策の枠組みは、インフレ率、マネーサプライ、信用、経済活動などの予測に基づいたbroad-based multiple-indicator approachである。
- (注59) 一方、預金総額に対する国債等の強制保有比率を意味する法定流動性比率 (SLR: Statutory Liquidity Ratio) は25%に維持されていたが、2006年に廃止された。
- (注60) 財政赤字が大きいため、国債発行は金融政策と国債管理政策の双方を考慮して行う必要がある。
- (注61) Reserve Bank of India [2007a] において算出されている不胎化係数による。中国では不胎化比率は5割程度であり、インドの不胎化比率はこれよりも高いことになる。
- (注62) 国債発行残高の上限は当初6,000億ルピーとされ、適宜見直すこととされた。発行残高の増加に伴い、上限は段階的に引き上げられ、2007年11月には2兆5,000億ルピーとなった。実際の残高は、12月末に1兆6,106億ルピーであった。
- (注63) 最近、CRRは7.5%まで引き上げられたが、これは中期的に3%まで引き下げるという目標に反しているとも考えられる。
- (注64) IMF [2008b] は、ChapterIIIにおいて、最近のインドにおける金融政策運営の透明性には問題があると指摘している。
- (注65) タラボレとは、提言をまとめた委員会の長であった中央銀行副総裁の名である。
- (注66) 世界銀行の*Doing Business in 2006*によれば、インドはビジネスのしやすさに関して155カ国中116位となっている。
- (注67) 委員長には、再びタラボレ氏が任命された。
- (注68) 2007年6月には、投資信託が海外の投資信託、ETF (Exchange Traded Funds)、預託証券などに投資することも認められた。
- (注69) Reserve Bank of India [2007b] による。
- (注70) IMF [2008a] による。
- (注71) 2007年には、ナショナル証券取引所の取引額はボンベイ証券取引所の約2.2倍となった。
- (注72) ただし、本年2月末の時価総額は1兆1,308億ルピーと、前年末比82.5%に縮小した。
- (注73) Ministry of Finance, Government of India [2005] による。
- (注74) 株価のボラティリティに関する記述は、Reserve Bank of India [2007a] による。
- (注75) Reserve Bank of India [2007a] による。
- (注76) 2005年末の安定株主(インドではpromotersと呼ばれる)による保有比率は、50%を超えている。
- (注77) この点に関しては、Sy [2007] に詳しい。

主要参考文献

1. 国宗浩三 [2008] 「新興市場経済をめぐる国際資本移動の変容」(日本評論社『経済セミナー』2・3月号)
2. 清水聡 [2004] 「アジアの国際資本フローと域内金融協力」(日本総研調査部環太平洋研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.4 No.13)
3. 清水聡 [2006] 「東アジアの為替政策協調の意義と可能性」(法政大学審査博士(経済学) 学位論文、3月)
4. 清水聡 [2007a] 「東アジアの域内クロスボーダー債券取引を促進するための課題」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.7 No.25)
5. 清水聡 [2007b] 「拡大する中国の対外不均衡とその改善策—為替政策、金融政策の観点から—」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.7 No.27)
6. 清水聡 [2008] 「人民元の上昇加速の要因」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『アジア・マンスリー』Vol.08 No.83、2月号)
7. 谷内満 [2005] 「国際資本移動の変貌とアジアグローバル・インバランスの中のアジア」(国際協力銀行『開発金融研究所報』第27号、11月)
8. 中川利香 [2007] 「イスラム金融の発展と展望」(日本証券アナリスト協会講演会資料、12月)
9. 日本証券経済研究所編 [2007] 『アジア証券市場と日本』((社)金融財政事情研究会)
10. 松井謙一郎 [2007] 「タイの自国通貨相場の上昇圧力と資本移動規制」(国際通貨研究所、6月)
11. 松井謙一郎 [2007] 「資本移動の自由化を模索するインド」(国際通貨研究所、8月)
12. 村瀬哲司 [2007] 「東アジアの通貨・金融協力」(勁草書房)
13. 目黒克幸 [2005] 「オイルマネーの行方と国際資本フローへの影響」(財)国際金融情報センタートピックスレポート、12月)
14. 吉田健一郎 [2008] 「オイルマネーはどこに向かうのか」(日本評論社『経済セミナー』2・3月号)
15. Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Otker-Robe, Jorge Ivan Canales-Kriljenko and Andrei Kirilenko [2000]. "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization," IMF Occasional Paper No.190
16. Asian Development Bank [2007a]. "Policy Options for Managing Capital Inflows in Emerging East Asia," in *Asia Economic Monitor*, Jul.
17. Asian Development Bank [2007b]. *Asia Economic Monitor*, Dec.
18. Bery, Suman and Kanhaiya Singh [2006]. "Domestic Financial Liberalization and International Financial Integration: An Indian Perspective," in Aziz, Jahangir, Steven Dunaway and Eswar Prasad ed. *China and India: Learning from Each Other-Reforms and Policies for Sustained Growth*, Sep.
19. Cairns, John, Corrine Ho and Robert McCauley [2007]. "Exchange rates and global volatility: implications for Asia-Pacific currencies," in *BIS Quarterly Review*, Mar.

-
20. Fiscal Policy Research Institute [2006]. "Liberalization of Cross-Border Capital Flows and Effectiveness of Institutional Arrangements against Crisis in East Asia," for ASEAN+3 Research Group 2005-2006.
 21. Garcia-Herrero, Alicia and Philip Wooldridge [2007]. "Global and regional financial integration : progress in emerging markets," in *BIS Quarterly Review*, Sep.
 22. Ghosh, Swati R. ed. [2006]. *East Asian Finance : The Road to Robust Markets*, World Bank.
 23. Hernandez, Leonardo and Peter Montiel [2001]. "Post Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries : Filling in the "Hollow Middle" ?" IMF Working Paper No.170, Nov.
 24. Institute for International Monetary Affairs [2006]. "Regional Coordination of Policy Measures Forward : Financial Market Liberalization and Capital Market Development," Commissioned by ASEAN Secretariat, Mar.
 25. IMF [2003]. "Local Securities and Derivatives Markets in Emerging Markets : Selected Policy Issues," in *Global Financial Stability Report*, Mar.
 26. IMF [2004]. "Emerging Markets as Net Capital Exporters," in *Global Financial Stability Report*, Sep.
 27. IMF [2005]. "The IMF' s Approach to Capital Account Liberalization," Evaluation Report.
 28. IMF [2007a]. "Decoupling the Train? Spillovers and Cycles in the Global Economy," in *World Economic Outlook*, Apr.
 29. IMF [2007b]. "The Evolving Nature of Capital Flows in Emerging Asia," in *Asia-Pacific Regional Outlook*, Apr.
 30. IMF [2007c]. "Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability," in *Global Financial Stability Report*, Apr.
 31. IMF [2007d]. "Assessing Risks to Global Financial Stability," in *Global Financial Stability Report*, Oct.
 32. IMF [2007e]. "The Quality of Domestic Financial Markets and Capital Inflows," in *Global Financial Stability Report*, Oct.
 33. IMF [2007f]. "Managing Large Capital Inflows," in *World Economic Outlook*, Oct.
 34. IMF [2007g]. *Asia-Pacific Regional Outlook*, Oct.
 35. IMF [2008a]. "India : 2007 Article IV Consultation – Staff Report," IMF Country Report No.08/51, Feb.
 36. IMF [2008b]. "India : Selected Issues," IMF Country Report No.08/52, Feb.
 37. IMF Research Department [2007]. "Reaping the Benefits of Financial Globalization," Jun.
 38. Ministry of Finance, Government of India [2005]. "Report of the Expert Group on Encouraging FII Flows and Checking the Vulnerability of Capital Markets to Speculative Flows," Nov.
 39. Mohan, Rakesh [2005]. "Globalisation, financial markets and the operation of monetary policy in India," in *Globalisation and monetary policy in emerging markets*, BIS Papers No.23, May
 40. Mohan, Rakesh [2008]. "Monetary policy transmission in India," in *Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies*, BIS Papers No.35, Jan.
 41. Pazarbasioglu, Ceyla, Mangal Goswami and Jack Ree [2007]. "The Changing Face of Investors," in *Finance and Development*, Mar.
 42. Purfield, Catriona [2007]. "India : Asset Prices and the Macroeconomy," IMF Working Paper 07/221
 43. Purfield, Catriona, Hiroko Oura, Charles Kramer and Andreas Jobst [2006]. "Asian Equity Markets : Growth, Opportunities and Challenges," IMF Working Paper 06/266
 44. Reserve Bank of India [2007a]. *Report on Currency and Finance 2005-2006*, May
 45. Reserve Bank of India [2007b]. *Annual Report 2006-2007*, Aug.
 46. Saxena, Sweta C. [2008]. "Capital flows, exchange rate regime and monetary policy," in *Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies*, BIS Papers No.35, Jan.
 47. Singh, Manmohan [2007]. "Use of Participatory Notes in Indian Equity Markets and Recent Regulatory Changes," IMF Working Paper 07/291
 48. Sy, Amadou N.R. [2007]. "Capital Account Convertibility and Risk Management in India," IMF Working Paper 07/251
 49. Terada-Hagiwara, Akiko [2005]. "Foreign Exchange Reserves, Exchange Rate Regimes, and Monetary Policy : Issues in Asia," ERD Working Paper No.61, Jan.
 50. World Bank [2007]. "Financial Flows to Developing Countries : Recent Trends and Prospects," in *Global Development Finance 2007*