

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—

調査部

主任研究員 清水 聡

要 旨

1. 先進国からの資本流入・流出の拡大により、新興国では、①経済・金融面における先進国との連動性の高まり、②信用ならびに債務の増加、③資本流出リスクの上昇、といった問題が生じている。このような環境の下で、各国の金融リスク（海外からのショックに対するリスクを示す対外的脆弱性や、国内金融システムが内包するリスクを示す金融的脆弱性）はどのように変化しているのであろうか。本稿では、ASEAN 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）の状況について述べる。
2. 97年のアジア通貨危機を経て多様な対策がとられたアジアでは、資本流出の急激な拡大や通貨の大幅な減価、国内金融システムの混乱などが発生する可能性は大幅に低下したと考えられる。しかし、可能性は皆無ではなく、政策対応を誤れば上昇することもありうる。特に、世界金融危機以降、アジア諸国の対外的脆弱性や金融的脆弱性は悪化しており、危機的な事態に対する耐性が弱まったのではないかという指摘もある。急激な資本流出を回避するためには、マクロ経済政策などによって資本フローの制御を図るとともに、対外的・金融的脆弱性を改善することが重要な対策となる。
3. 対外的脆弱性に関しては、5カ国のなかでは外貨準備が適正額の80%にとどまるマレーシアの状況が最も懸念される。近年、アジアに対する海外からの資本流入は減少傾向となっており、当面はこの傾向が続く可能性があることから、各国は外貨準備の積み増しや良好な経済ファンダメンタルズの維持など、適切な政策対応をとっていくことが求められる。
4. 金融的脆弱性に関しては、全体的な不良債権比率はそれほど高くなっておらず、銀行への影響は限られるものの、部分的には信用リスクがかなり高まっている企業や家計がある。その背景にあるのは、アジア経済を取り巻く環境の悪化である。外需の低迷、中国の成長減速、原油を中心とする商品価格の伸び悩みなどの影響により、各国の成長率は従来よりも低水準にとどまり、国内の企業収益や個人所得に悪影響を及ぼしている。そのことが、これらの要因の影響を特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る結果を招いている。
5. 世界各国の政治や経済政策に加え、国際的な政治・経済問題（例えば地政学的リスクの高まりや保護貿易主義の台頭など）に不確実な要因が多いことから、予期せざる何らかの事態が生じて投資家のリスク許容度が一時的に低下し、新興国において金融資本市場の混乱が生じる可能性もある。また、世界的に低成長が続くなか、5カ国の銀行の不良債権比率は緩やかに上昇し続ける可能性が高い。このような環境を踏まえ、5カ国には対外的・金融的脆弱性の改善に十分配慮した政策運営が求められる。企業・家計・銀行それぞれの特に脆弱な部分に配慮することが重要であり、きめ細かな規制監督の実施がポイントとなろう。

目次

はじめに

1. アジア諸国に対する資本フローの拡大と求められる政策対応

- (1) 資本フローの拡大と困難さを増す新興国の金融政策運営
- (2) 急激な資本流出の可能性とアジア諸国に求められる対応

2. ASEAN 5 諸国の対外的脆弱性

- (1) 各国の名目為替レートおよび株価の動向
- (2) 各国の対外的脆弱性

3. ASEAN 5 諸国の金融的脆弱性

- (1) 金融的脆弱性に関する分析方法と5カ国における民間部門債務の概況
- (2) インドネシア
- (3) マレーシア
- (4) フィリピン
- (5) シンガポール
- (6) タイ
- (7) 小括

4. 民間部門債務の現状に対する評価と今後の展望

- (1) 5カ国の民間部門債務と銀行の動向に対する評価
- (2) 今後の展望

はじめに

過去数十年間にわたるグローバル化の進展により、世界の貿易額ならびに資本フローは大幅に拡大した。先進国から新興国・途上国に向かう資本フローの拡大が続いており、その傾向は世界金融危機（GFC：Global Financial Crisis）を経て先進国が大規模な金融緩和政策を採用したことを受けてさらに加速している。

先進国からの資本流入・流出の拡大により、新興国においては、①経済・金融面における先進国との連動性の高まり、②信用ならびに債務の増加、③資本流出リスクの上昇、といった問題が生じている。最近でも、新興国市場は、アメリカの利上げや政権交代の動きに伴うドル高など、国際金融情勢の変化に振り回されているのが実情である。

このような環境の下では、各国の金融リスク（海外からのショックに対するリスクを示す対外的脆弱性や、国内金融システムが内包するリスクを示す金融的脆弱性）をモニタリングすることが重要である。本稿では、ASEAN 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）のリスクの状況について、金融的脆弱性、特に民間部門債務や銀行部門の動向を中心に述べる（注1）。

構成は以下の通りである。1. では、近年の新興国に対する資本フローの動向について

概説し、アジアにおける急激な資本流出の可能性と求められる対応について論じる。また、各国の金融リスクを分析する枠組みを紹介する。2. では、5カ国における近年の為替レートと株価の推移をみたうえで、その対外的脆弱性に関する分析を行う。3. では、新興国の民間部門債務が世界的に増加していることを指摘するとともに、国内の金融安定に影響を及ぼす要因を整理したうえで、5カ国の企業・家計債務と銀行の動向を詳細に分析する。4. では、民間部門債務の現状を評価し、今後を展望する。

5カ国の対外的脆弱性についてみると、マレーシアの外貨準備が適正額の80%にとどまっていることが懸念されるが、それ以外には大きな問題はみられない。ただし、近年、アメリカの利上げや中国を中心とするアジア地域の成長率低下に伴ってアジアへの投資リスクが見直されるなど、海外からの資本流入は減少気味であり、当面は現在の傾向が続く可能性がある。こうしたなか、対外的な面での様々な問題に対し、各国は外貨準備の積み増しや良好な経済ファンダメンタルズの維持など、適切な政策対応をとっていくことが求められる。

一方、金融的脆弱性についてみると、各国において民間部門債務の対GDP比率が高止まりした状態にあり、債務返済能力に関するリスクが高まっている。今のところ、それほど深刻な問題にはなっていないが、銀行部門で

は融資の伸びの低下、不良債権比率の緩やかな上昇、収益率の低下などが生じている。したがって、金融規制監督の強化などにより、脆弱性の悪化を回避することが求められる。

5カ国において金融資本市場の混乱が発生する可能性は今のところ低いと思われるが、備えを十分に行っておくことは不可欠である。

(注1) 本稿と密接な関連を有する論文として、清水 [2016] を参照されたい。

1. アジア諸国に対する資本フローの拡大と求められる政策対応

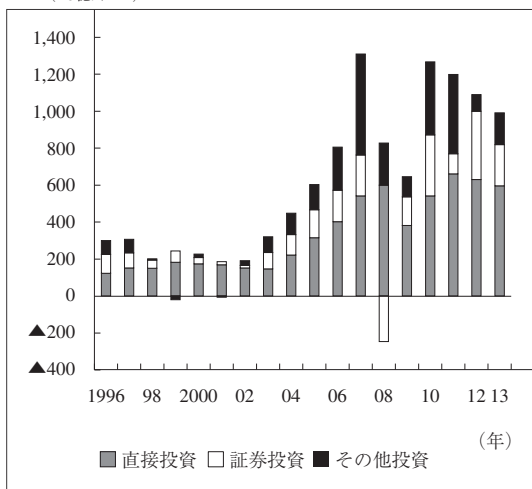
(1) 資本フローの拡大と困難さを増す新興国の金融政策運営

①近年の資本フローの状況

73年に国際通貨体制が変動相場制に移行し、世界的に資本取引が自由化されるようになって以来、先進国から途上国に向かう資本フローは年々拡大し、途上国に多くのメリットとリスクをもたらしてきた。

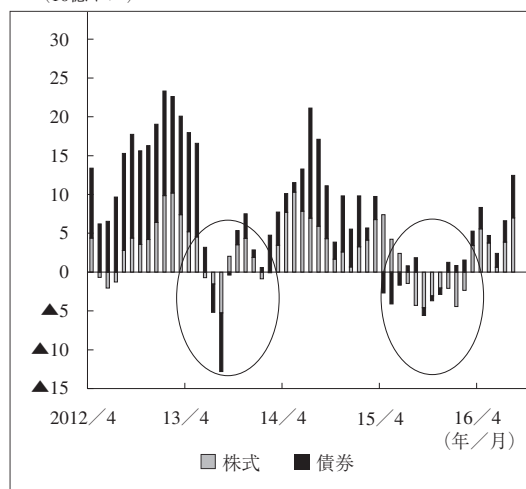
2000年以降、新興国の金融資本市場の整備が急速に進んだこともあり、新興国に対する資本フローは過去15年間で約5倍に拡大した(図表1)。特にリーマン・ショック以降、先進国主導の世界的な金融緩和やアジアを中心とする新興国の目覚ましい経済成長を背景

図表1 新興国に対する資本フローの推移
(10億ドル)



(資料) IMF, *Global Financial Stability Report*, Apr. 2014

図表2 新興国に対する非居住者の証券投資
(10億ドル)



(資料) IMF, *Global Financial Stability Report*, Oct. 2016

に、資本フローの拡大は一段と加速した。

一方、資本フローのボラティリティも大きなものとなっている(図表2)。2013年5月、アメリカ連邦準備制度理事会のバーナンキ議長(当時)により量的金融緩和政策の変更が示唆されたことをきっかけに新興国から資本が流出し、アジアでも為替レート・株価・債券価格が下落した。これは、テーパー・タントラム(taper tantrum)(注2)と呼ばれる。同年6月には、金融調節の目的から中国の銀行間金利が急上昇し、中国景気の減速観測が強まるとともに周辺諸国への波及が懸念され、資本流出が一段と加速した。また、2015年には、中国における株価の乱高下や8月の人民元基準値の5%近い切り下げ(注3)な

どを受け、チャイナ・ショックとも呼ばれる世界の金融資本市場の混乱が発生した。

同年12月、アメリカの利上げが開始された。今のところ、利上げが世界の金融資本市場に混乱をもたらす事態は発生していないが、今後、利上げの継続が予想されるなかで、混乱が発生しないとはいきれないであろう。中国では人民元の減価や資本流出が続いており、それが世界の投資家のリスク回避度を高めることも懸念される。

②新興国に向かう資本フローの拡大と政策運営の自由度への影響

前述の通り、資本フローの拡大は、新興国において、①経済・金融面における先進国と

の連動性の高まり、②信用ならびに債務の増加、③資本流出リスクの上昇、などをもたらした。このうち、経済・金融面における先進国との連動性の高まりは、新興国のマクロ経済政策、特に金融政策の運営に相当の制約をもたらしている（注4）。実際、先進国が政策金利を引き下げれば、新興国も追随することが多くなっている。これは、追隨的な利下げにより、自国通貨の増価による国内企業の競争力の低下などの影響を回避する目的が大きい。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、特にリーマン・ショック以降は、変動相場制の場合でも追隨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。

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た新興国の長期金利に影響を及ぼす。こうした長期金利の連動性は、明らかに強まっている。さらに、近年、国際債券の発行が急増したが、その発行金利は新興国の国内債券市場よりも大幅に低くなっている。

以上のことはすべて、新興国の金融政策の有効性に影響する。「国際金融のトリレンマ」は短期金融市場金利のみを考慮した考え方であるため、金融政策の有効性が多くの要因の

影響を受けるなかでは、理論的な意義が弱まらざるを得ないことになる。現状において新興国の金融政策運営の難易度が増していることは、否定出来ないであろう。

このように、政策の選択肢が狭まったことがリーマン・ショック後の特徴の一つであり、資本フローの拡大に伴うリスクをさらに高めているものといえる。ただし、本稿では、資本フローの拡大に対応するための政策の詳細、特にASEAN各国における政策対応については論じない。この点については清水[2016]で述べているので、参照されたい。本稿では、主に対外的・金融的脆弱性の現状分析に焦点を当てる。

(2) 急激な資本流出の可能性とアジア諸国に求められる対応

① 97年以降の政策対応と現状

次に、資本流出リスクの上昇について考える。仮に資本流出が急激に拡大し、97年に起こったような通貨・金融危機を招来することになれば、实体经济に与える影響は大きい。したがって、対外取引や国内金融システムの状態に対する監視を十分に行い、適切な政策対応をとることが求められる。

97年のアジア通貨危機（AFC：Asian Financial Crisis）に際しては、リスク管理や政策対応が不適切であり、脆弱性は非常に高かった（図表3）。その後、様々な対応が行われたため、現在の状況は全く異なり、AFC

図表3 1997年の通貨・金融危機以前の状況

	財政収支 /GDP(%) (1996年)	経常収支 /GDP (%) (1997 年4~6月)	外貨準備 の輸入力 パー率(月) (1997年6 月)	短期対外 債務/外 貨準備(%) (1997年4 ~6月)	インフレ率 (%) (1997 年6月)
インドネシア	1.0	▲ 1.8	5.7	191.0	5.3
マレーシア	0.7	▲ 4.4	4.0	69.2	2.2
フィリピン	0.3	▲ 4.2	3.5	105.5	5.6
シンガポール	21.3	20.0	7.4	245.4	1.7
タイ	2.1	▲ 7.9	5.4	157.7	4.4

(資料) Asian Development Bank [2013]

の再来があるとは思われない。

97年と現在とはどのように異なるのか。対外的脆弱性に関して指摘出来る点は、第1に、外貨準備が大幅に増加したことである。名目為替レートの増価を抑制する政策がとられて外貨準備の蓄積が進み、短期対外債務残高や輸入額に対する比率が改善した。

第2に、外貨準備の減少を回避するために事実上のドル・ペッグ制が放棄され、為替政策が柔軟化したことである。これにより、外貨準備が枯渇するリスクは大幅に低下した。理論的には、固定相場制でなければ通貨危機は起こらないため、その意味では危機再発の可能性はゼロとなった。ただし、通貨の大幅な減価は危機に等しく、その可能性は検討する必要がある。いずれにせよ、為替政策の柔軟化は、かなり決定的な要因である。

第3に、為替政策の変更以外にも、外貨が増えやすく減りにくい環境が整備されたことである。ほとんどの国で経常収支が黒字化す

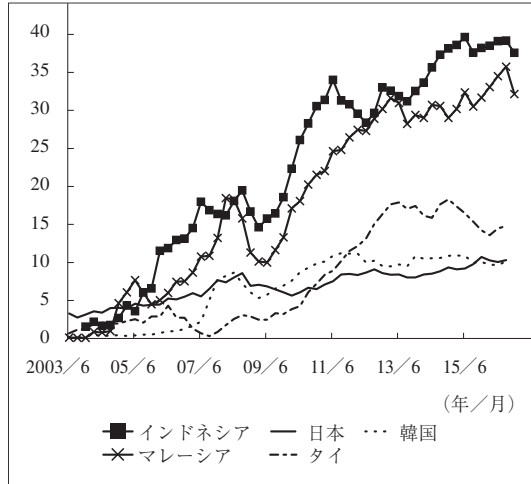
る一方、外国為替取引や銀行取引を中心に資本取引規制が強化された。特に、短期対外債務を削減する政策の重要性が認識されている。

第4に、外貨準備を補完する、危機時の流動性供給体制が整備されつつあることである。ASEAN+3諸国による域内金融協力の場で緊急時の流動性供給体制の構築や政策対話・サーベイランスの強化が議論されており、各国の外貨準備をプーリングして緊急時に供給する枠組み（CMIM：Chiang Mai Initiative Multilateralization）や、その発動を支援するために平時の経済・金融サーベイランスを行うAMRO（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office）などが整備されつつある。AMROは、すでに国際機関化されている。

次に、金融的脆弱性に関しては、第1に、97年当時には大半の国において欠落していた債券市場の整備に関する政策的な取り組みがなされ、国債・社債市場が大幅に拡大した。これにより、内外の銀行からの借り入れに対する依存度が低下し、ダブル・ミスマッチのリスクが軽減された。ただし、国債市場における海外投資家保有比率が大幅に上昇し、新たな不安定要因が生じていることには注意が必要である（図表4）。

第2に、銀行・企業部門の抜本的なリストラクチャリングが実施され、銀行数が大幅に減少するなど、銀行部門は新しい姿に生まれ変わった。その過程で、国内外からの債務は

図表4 現地通貨建て国債の海外投資家保有比率 (%)



(資料) Asian Bonds Online

大幅に減少した。また、危機に見舞われた諸国ではマスタープランの実施などにより金融規制監督が強化され、マクロプルーデンシャル政策の実施も一般化するなど、銀行部門の発展度が大きく向上した。その健全性や収益性を表す指標は、大幅に改善している。

②現在のアジアにおいて急激な資本流出が発生する可能性

以上の対策により、アジア地域において資本流出の急激な拡大や通貨の大幅な減価、国内金融システムの混乱などが発生する可能性は大幅に低下したと考えられる。しかし、可能性はゼロではなく、政策対応を誤れば上昇することもありうる。特に、GFC以降、アジア諸国の対外的・金融的脆弱性は悪化してお

り、危機的な事態が発生した場合に被る影響はリーマン・ショックの際よりも大きくなる可能性があるという指摘もある。

現在のアジアにおいて、資本流入の「突然の停止」(sudden stops、流出の急激な拡大を意味する)は起こるのであるか。その発生に関する予測は、通貨・金融危機の早期警戒システム(EWS: Early Warning System)の構築などの形で行われてきた。最近の研究としては、例えばComelli [2015]がある。これは、90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たものであり、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、特に市場参加者のリスク認識(VIX Index (注5)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、短期対外債務のそれぞれの対GDP比率が用いられ、いずれも有意となっている。さらに、貿易・金融面で統合が進んでいる諸国間、あるいは地理的に近い諸国間で危機の伝染(contagion)が起こることも分析されている。

以上のことは、条件次第でアジアにも「突然の停止」が起こりうることを示している。

2013年に発生したテーパー・タントラムは、その一例（ミニ・クライシス）であったととらえることが出来よう。また、その条件を阻止するための方策を簡潔に表現すれば、①過剰な資本流入の抑制ならびに急激な資本流出への対処、②対外的脆弱性の改善、③金融的脆弱性の改善、となる。

③求められる対応

以上の分析から、アジア諸国に求められる政策対応は以下の通りである。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である（過剰な資本流入の抑制）。そのためには、マクロ経済政策（金融・財政・為替政策）を適切に運営することが求められる。これらの政策には、資本取引規制（Capital Flow Measures）も含めて考える必要がある。

2013年5月のテーパー・タントラム以降の状況をみると、資本流入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、金融・財政政策による引き締めを実施することになる。

資本流入には、先進国の投資家のリスク態度、新興国の為替レートや長期金利など、多くの要因が影響するため、金融政策はこれらを考慮して行う必要がある。為替レートや長

期金利を安定させることも、政策の目的となる。

第2に、資本流出に備えることである（急激な資本流出への対処、対外的脆弱性の改善）。緊急時の流動性確保のための対策（外貨準備の蓄積や2国間・多国間の通貨スワップ協定の拡充）に加えて、良好な経済ファンダメンタルズの維持を図り、市場参加者のリスク認識の変化や伝染などの外部要因によって投機攻撃のターゲットにならないように努めることが求められる。前述のマクロ経済政策による経済のコントロールとともに、長期的な観点では経済構造改革の実施が重要となる。

第3に、国内金融システムにおいても、資本流入に対して適切な対応をとることである（金融的脆弱性の改善）。そのために必要なことは、国内金融システムの整備やマクロブルーデンシャル政策の実施（金融規制の強化による信用拡大の抑制など）である。

④Global Financial Stability Map および Country Financial Stability Map

金融リスク（対外的脆弱性や金融的脆弱性）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6）。これらの枠組みはここまで述べたこととかかわると思われるため、簡単に紹介しておく。

GFSMは、IMFが年2回発表している世界金融安定報告（Global Financial Stability Report）において利用・発表されている枠組みであり、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が作られている。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7）。

CFSMの枠組みからは、新興国における金融リスクを考える場合、(a) 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）に加えて、(b) 国内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）、(c) 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）を考慮すべきである、と理解される。(a) が金融的脆弱性、(c) が対外的脆弱性に対応するものといえる。

これらの枠組みは、ここまで述べた内容、すなわち、資本フローがもたらすリスクへの対策として、①過剰な資本流入の抑制ならびに急激な資本流出への対処、②対外的脆弱性

の改善、③金融的脆弱性の改善、があげられること、また、それらを実施する具体的手段が、①マクロ経済政策、②資本取引規制、③マクロプルーデンシャル政策、④緊急時の流動性供給体制の整備、⑤国内金融システムの整備、であること、に対応していると考えられる。

(注2) taperは「次第に減らす」の意で、量的緩和政策の縮小を意味する。tantrumは「不機嫌、かんしゃく」の意で、「テーパー・タンtrum」は、量的緩和縮小のニュースを受けて市場が混乱したことを「市場がかんしゃくを起こした」と表現した造語。

(注3) 中国の金融情勢に関しては、清水 [2017] を参照されたい。

(注4) 先進国との連動性が高まったことで、「国際金融のトリレンマ」の議論（自由な資本移動、為替レートの安定、金融政策の独立性は三つ同時には達成出来ない）にも疑問が提示されている。Rey [2013] は、アメリカの政策金利の変更が世界の金融情勢に影響を与えるグローバルな金融サイクル（Global Financial Cycle）の存在を主張しており、そこからは「自由な資本移動の下では為替制度の如何に関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。

(注5) 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6) 詳細な説明に関しては、Dattels et. al. [2010] を参照。

(注7) 詳細な説明に関しては、Cervantes et. al. [2014] を参照。

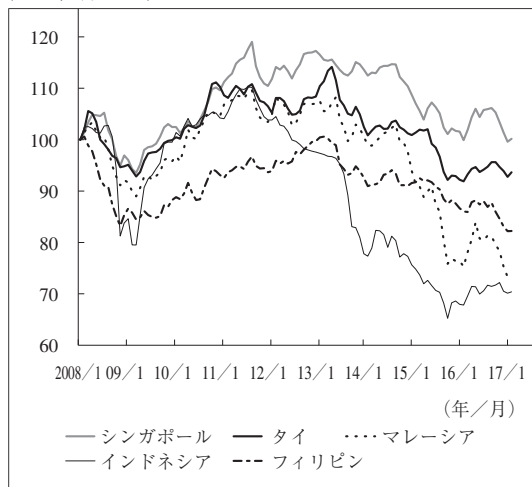
2. ASEAN 5 諸国の対外的脆弱性

(1) 各国の名目為替レートおよび株価の動向

以下、5カ国の対外的脆弱性と金融的脆弱性について考察する。まず、各国通貨の名目

図表5 各国通貨の対ドル名目レートの推移

(2008年1月 = 100)



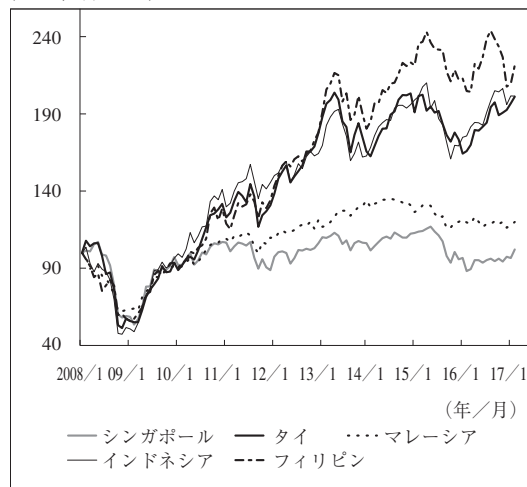
(資料) Datastream

レートの推移をみておく(図表5)。2016年には各国で増価傾向がみられたが、年後半は減価に転じ、通年ではそれほど大きな変化とはならなかった。年後半に減価したのは、アメリカにおける利上げや大統領選挙をにらんで新興国リスクを回避する動きが強まったためである。また、長期的にみると、テーパ・タントラム以降、5カ国の通貨は減価傾向を脱しておらず、2008年1月の水準を上回っているのはシンガポールのみであり、マレーシアやインドネシアは3割近く減価した水準にある。

一方、株価をみると、2016年にインドネシア・フィリピン・タイで上昇したのに対し、マレーシア・シンガポールでは横這いであった(図表6)。この傾向は、2008年1月と比

図表6 各国の株価指数の推移

(2008年1月 = 100)



(資料) Datastream

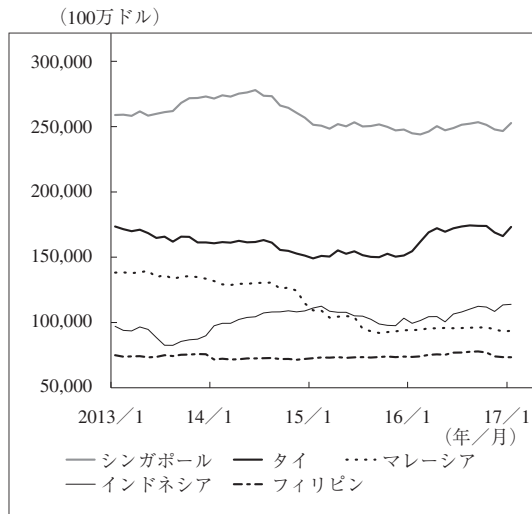
較しても同様である。経済の成長力に対する内外投資家の見方が、前の3カ国と後の2カ国で異なるということであろう。総じて、減価が続く為替レートとは対照的な動きとなっている。

(2) 各国の対外的脆弱性

① 各国の外貨準備と外貨建て債務の状況

外貨準備は、対外的脆弱性に関する最も重要な要素の一つである。その推移をみると、2016年にインドネシアとタイで10%以上の増加となったが、他の3カ国ではほぼ横這いであった(図表7)。2013年1月と比較すると、フィリピン・シンガポール・タイではほぼ不変であるが、インドネシアでは17.3%の増加、対照的にマレーシアでは▲32.3%の減少と

図表7 外貨準備の推移

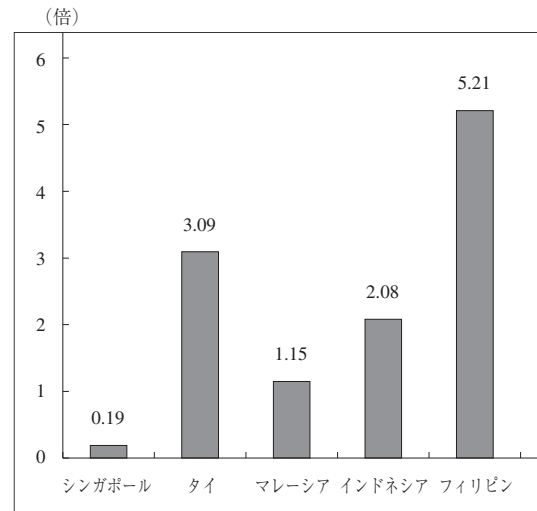


なっている。

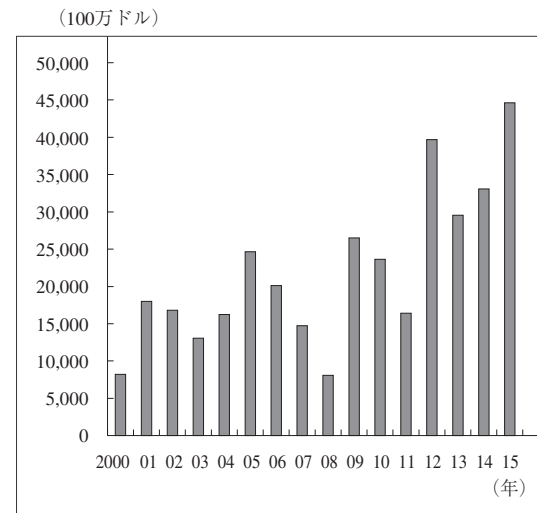
マレーシアの動きは、やや懸念されるところである。外貨準備の短期対外債務残高に対する比率をみても、マレーシアは1.15倍と1倍を下回りかねない水準となっており、要注意である（図表8）。なお、シンガポールは国際金融センターであるため、対外資産を考慮に入れて考える必要がある（後述）。

本国通貨の対ドルレートが減価する局面では、ドル建て債務の負担は増加する。外貨建て債務の状況は、対外脆弱性に大きな影響を与えるといえる。リーマン・ショック以降、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、世界的にドル建ての資金調達が増大した（注8）。そのことは例えば、5カ国によるドル建て債券発行の増加などに表

図表8 外貨準備の短期対外債務残高に対する比率



図表9 ASEAN5カ国のドル・ユーロ・円建て国際債券発行額



れている（図表9）。

また、アジア開発銀行のデータによると、

企業の借り入れに占めるドル建ての比率は、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外貨建て借り入れに対する依存度が相対的に高く、自国通貨の減価に伴う影響が相対的に大きいといえる。こうした国では、対外的脆弱性により多くの注意を払う必要がある。

②インドネシア

以下、国際収支統計を用いて、各国の対外

的脆弱性について検討する。まず、インドネシアの最近5年間の国際収支をみると、5カ国のなかで唯一、経常収支が赤字である（図表10-1）。ただし、赤字幅は対GDP比で▲1.9%と縮小傾向にあり、また、資本流入によって概ねカバーされている。

海外からの資本流入の主体は、直接投資と証券投資である。国内金利が相対的に高いことなどから、国債に対する海外投資家の投資が高水準を維持している。とはいうものの、年次で見ると2014年をピークに資本流入は減

図表10-1 国際収支の推移（インドネシア）

（100万ドル）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
経常収支	▲ 24,418	▲ 29,109	▲ 27,510	▲ 17,519	▲ 16,347
貿易収支	8,680	5,833	6,983	14,049	15,390
輸出	187,347	182,089	175,293	149,124	144,441
輸入	▲ 178,667	▲ 176,256	▲ 168,310	▲ 135,076	▲ 129,051
サービス収支	▲ 10,564	▲ 12,070	▲ 10,010	▲ 8,697	▲ 6,486
第一次所得収支	▲ 26,628	▲ 27,050	▲ 29,703	▲ 28,379	▲ 29,681
第二次所得収支	4,094	4,178	5,220	5,508	4,430
資本移転等収支	51	45	27	17	9
外貨準備以外の金融収支	▲ 24,858	▲ 21,926	▲ 44,916	▲ 16,843	▲ 29,188
直接投資	▲ 13,716	▲ 12,170	▲ 14,733	▲ 10,704	▲ 15,121
流出	7,485	11,112	10,388	9,075	▲ 11,359
流入	21,201	23,282	25,121	19,779	3,762
証券投資	▲ 9,206	▲ 10,873	▲ 26,067	▲ 16,183	▲ 18,872
流出	5,467	1,273	▲ 2,587	1,268	▲ 2,186
流入	14,673	12,145	23,480	17,451	16,686
金融派生商品	▲ 13	334	156	▲ 20	9
その他投資	▲ 1,922	783	▲ 4,272	10,064	4,796
流出	5,353	3,427	3,427	11,812	▲ 5,024
流入	7,275	2,645	7,699	1,748	▲ 9,820
誤差脱漏	▲ 275	▲ 186	▲ 2,184	▲ 439	▲ 762
外貨準備	215	▲ 7,325	15,249	▲ 1,098	12,089

（資料）CEIC

図表10-2 対外資産負債残高（インドネシア）
（100万ドル）

	資産	負債
直接投資	86,645	268,203
証券投資	13,502	241,151
金融派生商品	117	103
その他投資	103,600	150,667
外貨準備	115,671	—
合計	319,535	660,124

（注）2016年9月時点。
（資料）CEIC

少傾向にある。2016年の直接投資の減少は顕著であり、その他投資の流入もマイナスに転じた。証券投資に関しても、アメリカにおける新大統領の選出や利上げの実施を受け、16年11月以降、一時的に売りが加速した。資本流入がさらに縮小するリスクには引き続き注意が必要であろう。なお、その他投資の「流出」がマイナス（流入超過）に転じているのは、2016年6月にタックス・アムネステイ（租税特赦）法（注9）が施行され、海外逃避資金が還流したことが主因であり、一時的なものとなる可能性がある。

対外資産負債残高をみると、直接投資や証券投資の負債が大きく、対外純資産は▲3,406億ドル（対GDP比約▲40%）と大幅な負債超過となっている（図表10-2）。

前述の通り、外貨準備は増加しており、短期対外債務残高に対する比率は2.08倍である。IMFによれば、2013年半ば以降、より柔軟な為替政策を採用して市場介入を減らしており、2016年11月の外貨準備は1,115億ドル

と適正額の122%、財サービス輸入額の約8カ月分となっている（注10）。加えて、危機時にはスワップ・ラインなどで約830億ドルが利用可能である。総じて、現状では外貨が枯渇するリスクは抑制されているといえよう。ただし、経常収支が赤字であること、国内金融システムが未整備であることなどを考慮すると、資本流入の確保が重要な課題であることは確かである。

③マレーシア

マレーシアの経常収支は黒字であるが、黒字幅は2015年、2016年と縮小している（図表11-1）。原油価格の下落を主因に財輸出が伸び悩んだこと、輸入関連サービス（海運・保険など）における支払いの増加を主因にサービス収支赤字が拡大したことなどが原因である。

海外からの資本流入をみると、直接投資の流入が増えており、証券投資の流入もマイナス幅が縮小している。一方、国内投資家が成熟しているために対外直接投資や対外証券投資が大きく、全体でも流出超過であるが、その金額は経常収支黒字の範囲内となっている。また、流入が増加したことから、2016年には外貨準備以外の金融収支の流出超過幅が大きく縮小した。

対外資産負債残高の対GDP比率はシンガポールに次いで高く（シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシアの順）、

図表11-1 国際収支の推移（マレーシア）

(100万リング)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
経常収支	50,177	35,485	48,554	34,658	25,169
貿易収支	113,030	96,552	113,327	109,550	101,188
輸出	644,864	637,683	678,865	685,398	686,000
輸入	531,835	541,131	565,538	575,849	584,812
サービス収支	▲ 8,542	▲ 9,592	▲ 10,706	▲ 20,985	▲ 22,550
第一次所得収支	▲ 35,841	▲ 33,975	▲ 36,624	▲ 32,011	▲ 34,745
第二次所得収支	▲ 18,469	▲ 17,498	▲ 17,443	▲ 21,896	▲ 18,724
資本移転等収支	241	▲ 15	344	▲ 1,144	99
外貨準備以外の金融収支	23,014	20,216	79,954	50,851	4,225
直接投資	24,415	6,276	17,974	▲ 4,773	▲ 17,940
流出	51,957	41,928	52,623	37,153	34,281
流入	27,542	35,653	34,649	41,926	52,221
証券投資	▲ 63,859	3,012	39,354	28,190	19,676
流出	21,464	32,088	28,112	9,078	14,989
流入	85,323	29,076	▲ 11,242	▲ 19,112	▲ 4,687
金融派生商品	▲ 972	253	975	663	830
その他投資	63,431	10,675	21,652	26,770	1,659
流出	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
流入	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
誤差脱漏	▲ 23,531	▲ 605	▲ 5,451	21,087	▲ 6,040
外貨準備	3,873	14,649	▲ 36,507	3,750	15,003

(資料) CEIC

マレーシアの対外開放度の高さを示している（図表11-2）。資産と負債はほぼ均衡しており、対外純資産は約812億リング（対GDP比約7%）となっている。

2014年から2015年にかけて、大規模な資本流出や原油価格の急落に伴ってリングの減価圧力が高まった。これに対して中央銀行は為替市場介入で対抗し、外貨準備の大幅な減少を招いた。IMFによれば、2015年末の外貨準備（940億ドル）は適正額の80%にとどまる。2017年1月末時点の残高は936億ドルとほと

図表11-2 対外資産負債残高（マレーシア）

(100万リング)

	資産	負債
直接投資	678,080	654,231
証券投資	327,171	628,198
金融派生商品	14,641	11,152
その他投資	290,868	360,057
外貨準備	424,099	—
合計	1,734,859	1,653,638

(注) 2016年9月時点。
(資料) CEIC

んど変化しておらず、1年前の算出結果を単純に適用は出来ないものの、外貨準備を積み

図表12-1 国際収支の推移（フィリピン）

(100万ドル)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
経常収支	6,949	11,384	10,756	7,694	1,621
貿易収支	▲ 18,926	▲ 17,662	▲ 17,330	▲ 23,309	▲ 24,117
輸出	46,384	44,512	49,824	43,197	32,814
輸入	65,310	62,174	67,154	66,506	56,932
サービス収支	6,179	7,015	4,576	5,641	5,201
第一次所得収支	197	957	727	1,856	1,914
第二次所得収支	19,500	21,073	22,782	23,507	18,623
資本移転等収支	95	134	108	110	110
外貨準備以外の金融収支	▲ 6,747	2,230	9,631	3,220	254
直接投資	958	▲ 90	1,014	▲ 135	▲ 2,647
流出	4,173	3,647	6,754	5,700	3,228
流入	3,215	3,737	5,740	5,835	5,875
証券投資	▲ 3,205	▲ 1,001	2,708	5,366	1,518
流出	964	▲ 638	2,705	3,237	1,363
流入	4,169	363	▲ 3	▲ 2,129	▲ 155
金融派生商品	▲ 14	▲ 88	4	6	46
その他投資	▲ 4,486	3,410	5,905	▲ 2,016	1,337
流出	▲ 1,014	3,640	5,838	▲ 1,153	691
流入	3,472	230	▲ 66	864	▲ 646
誤差脱漏	▲ 4,555	▲ 4,202	▲ 4,091	▲ 1,969	183
外貨準備	9,236	5,085	▲ 2,858	2,616	1,660

(注) 2016年は1～9月。

(資料) CEIC

増すことが重要課題となっていることは間違いない。

④フィリピン

フィリピンの経常収支は黒字であるが、マレーシアと同様、その幅は縮小傾向にある（図表12-1）。これは、輸出の伸び悩みが主因といえよう。フィリピンでは、インフラ整備の不足などから投資水準が相対的に低く、今後、投資の増加に伴い、経常収支黒字の縮小傾向が持続する可能性もある。

外貨準備以外の金融収支は流出超過であるが、その規模は縮小傾向にあり、また、経常収支黒字の範囲内での推移となっている。やや長期的にみると、近年、海外からの直接投資が増加傾向となる一方、証券投資の流入は伸び悩んでいる。国内投資家による対外直接投資・証券投資は、緩やかながら拡大している。ただし、2016年には、いずれも縮小気味である。

現状、対外純資産は▲272億ドル（対GDP比約▲9%）である（図表12-2）。今後、

図表12-2 対外資産負債残高（フィリピン）

(100万ドル)

	資産	負債
直接投資	45,007	65,674
証券投資	16,133	77,229
金融派生商品	305	275
その他投資	19,325	50,883
外貨準備	86,139	—
合計	166,909	194,061

(注) 2016年9月時点。
(資料) CEIC

国内投資家による対外投資が拡大すれば、純資産国となっていく可能性もあろう。

外貨準備は、2000年代半ば以降、急増している。IMFによれば、2015年末の外貨準備(739億ドル)は適正額の229%に達している。残高は過大ともみられるが、IMFは、フィリピンが自然災害に対して脆弱であることや、資本フローのボラティリティが高いことから、この水準は概ね妥当であるとしている。

総じて、対外的脆弱性に関して大きな問題はないと考えられる。ただし、企業のドル建て債務比率が高いことから、為替レートの動向には十分注意する必要がある。

⑤シンガポール

経常収支は黒字を維持しているものの、金額的にはほぼ横這いで推移している(図表13-1)。近年、原油価格の下落により、輸出・輸入ともに減少傾向となった。2015年に経常収支黒字の対GDP比率は19.8%と極めて高く、典型的な小国開放経済である。

外貨準備以外の金融収支は、流出超過が続いている。近年の海外からの資本流入をみると、直接投資・証券投資・その他投資のいずれもあまり伸びていない。対外投資ではその他投資が特に大きい。直接投資・証券投資もある程度の規模を有する。IMFは、先進国の投資家がアジア地域に対する投資リスクを再認識したことが、資本流入の減少をもたらしたとみている。ただし、今のところ、流出超過額は概ね経常収支黒字の範囲内である。

対外純資産は2016年9月時点で8,849億シンガポールドル、対GDP比率は219.9%である(図表13-2)。

シンガポールでは名目実効為替レートが金融政策の中間目標であり、インフレや生産額の目標を達成するために市場介入が行われている。2017年1月末の外貨準備は2,527億ドルであり、対GDP比率は約86%と5カ国のなかで圧倒的に高い。一方、対外取引が非常に大きいため、すでにみた通り、短期対外債務残高に対する比率は0.19倍にとどまる。IMFは、総合的に判断すれば外貨準備は十分であり、これ以上積み増す必要はないとしている。ただし、対外取引の大きさを勘案すれば、資本フローの十分な監視など、政策運営面で細心の注意を払うことが必要であろう。

⑥タイ

タイの経常収支黒字は、拡大が続いている(図表14-1)。貿易黒字が拡大している

図表13-1 国際収支の推移（シンガポール）

（100万シンガポールドル）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
経常収支	62,799	64,027	77,061	73,906	78,059
貿易収支	89,015	93,878	103,534	113,902	114,373
輸出	553,404	560,180	560,881	521,839	499,540
輸入	464,388	466,302	457,347	407,938	385,167
サービス収支	▲ 4,404	▲ 9,229	▲ 7,623	▲ 8,120	▲ 8,204
第一次所得収支	▲ 13,290	▲ 12,478	▲ 10,024	▲ 18,156	▲ 13,119
第二次所得収支	▲ 8,522	▲ 8,144	▲ 8,825	▲ 13,719	▲ 14,991
資本移転等収支	0	0	0	0	0
外貨準備以外の金融収支	30,703	42,424	66,477	70,808	81,897
直接投資	▲ 45,981	▲ 26,387	▲ 27,584	▲ 53,858	▲ 52,096
流出	24,297	54,553	66,161	43,177	33,003
流入	70,278	80,940	93,745	97,035	85,099
証券投資	98,468	79,573	61,119	74,808	28,624
流出	104,139	77,738	68,600	67,282	33,814
流入	5,671	▲ 1,835	7,481	▲ 7,526	5,190
金融派生商品	▲ 21,753	▲ 16,341	▲ 1,137	▲ 17,252	6,399
その他投資	▲ 31	5,579	34,079	67,109	98,969
流出	24,356	127,875	100,965	58,425	117,036
流入	24,386	122,296	66,886	▲ 8,684	18,066
誤差脱漏	510	1,128	▲ 1,966	▲ 1,598	1,382
外貨準備	32,606	22,731	8,618	1,501	▲ 2,455

（資料）CEIC

図表13-2 対外資産負債残高（シンガポール）

（100万シンガポールドル）

	資産	負債
直接投資	941,320	1,455,934
証券投資	1,388,148	255,105
金融派生商品	167,176	164,674
その他投資	1,404,039	1,485,610
外貨準備	345,533	—
合計	4,246,216	3,361,323

（注）2016年9月時点。

（資料）CEIC

主な要因は、内需の冷え込みや原油価格の下落による輸入の減少である。また、サービス

収支は、中国人観光客の増加などにより、黒字が拡大している。

外貨準備以外の金融収支は、流出超過が拡大している。直接投資・証券投資・その他投資のいずれに関しても、海外からの流入が減少傾向となっている。アメリカの利上げ、中国の成長減速、不安定な国内政治などが背景にある。一方、当局は資本取引の自由化を進め、居住者による対外投資を促進しようとしている。全体的にみれば流出超過は経常収支黒字の範囲内であり、大きな問題は生じてい

図表14-1 国際収支の推移（タイ）

(100万ドル)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
経常収支	▲ 1,620	▲ 4,845	15,100	32,149	46,412
貿易収支	109	55	17,263	26,841	35,752
輸出	227,734	227,462	226,685	214,089	214,112
輸入	227,625	227,407	209,422	187,248	178,359
サービス収支	4,051	11,374	10,288	19,240	24,161
第一次所得収支	▲ 18,241	▲ 26,901	▲ 21,180	▲ 20,622	▲ 20,324
第二次所得収支	12,462	10,627	8,728	6,690	6,823
資本移転等収支	234	281	100	0	0
外貨準備以外の金融収支	▲ 12,790	2,488	16,204	17,102	24,804
直接投資	1,362	▲ 3,814	766	▲ 4,012	10,021
流出	14,261	12,121	5,742	4,991	13,307
流入	12,899	15,936	4,975	9,004	3,286
証券投資	▲ 3,398	4,766	12,013	16,508	2,186
流出	6,960	3,399	7,318	3,817	4,362
流入	10,358	▲ 1,368	▲ 4,695	▲ 12,691	2,176
金融派生商品	▲ 539	341	▲ 717	▲ 903	▲ 526
その他投資	▲ 10,214	1,195	4,141	5,509	13,123
流出	4,303	10,950	9,968	3,589	11,473
流入	14,518	9,755	5,826	▲ 1,920	▲ 1,650
誤差脱漏	▲ 6,140	2,003	▲ 207	▲ 9,189	▲ 8,764
外貨準備	5,265	▲ 5,049	▲ 1,210	5,859	12,845

(資料) CEIC

ない。

対外資産負債残高をみると、直接投資や証券投資の負債が大きく、対外純資産は▲383億ドル（対GDP比▲9.7%）となっている（図表14-2）。対GDP比率は2000年の▲48%から2009年に▲9%に純負債が縮小した後、海外からの資本流入の増加により2014年には▲23%に拡大した。その後、前述の流入減少・流出拡大があり、再び純負債が縮小している。

外貨準備は、短期対外債務残高の3.09倍と

図表14-2 対外資産負債残高（タイ）

(100万ドル)

	資産	負債
直接投資	91,773	201,845
証券投資	43,677	133,473
金融派生商品	3,747	3,208
その他投資	70,635	90,114
外貨準備	180,469	—
合計	390,301	428,640

(注) 2016年9月時点。
(資料) CEIC

なっている。IMFは、2015年末時点の外貨準備は適正額の205%、また、資本取引規制を考慮して調整した適正額の244%であり、さらに積み増す必要はないとしている。

⑦小括

各国とも、対外的脆弱性に関して非常に深刻な問題を抱えている状況ではないが、5カ国のなかでは外貨準備が適正額の80%にとどまるマレーシアの脆弱性が最も懸念されるといえよう。一方、インドネシア・フィリピン・タイの外貨準備は十分な水準にある。また、シンガポールも、対外純資産が非常に大きいことから、外貨準備の水準に問題はないと考えられる。

ただし、各国とも、対外的脆弱性に関する警戒を怠ることは出来ない。インドネシアでは経常収支が赤字であるとともに国内金融システムが未整備であること、フィリピンでは企業の外貨建て債務への依存度が高いこと、シンガポールでは対外金融取引の規模が大きいこと、タイでは政治が不安定で社会的セーフティネットも未整備であること、というように、それぞれに課題がある。

全体的にみても、経常収支が原油価格の影響を受けやすい国が多い。また、近年は、アメリカの利上げや域内の成長率の低下などに伴ってアジアに対する投資リスクが見直され、海外からの資本流入が減少傾向となっている国が多く、当面は減少基調が続く可能性

があると考えられる。

これらの対外的な面での様々な短期的・長期的課題に対し、各国は適切な政策対応をとっていくことが求められる。

(注8) 以下、詳細は清水 [2016] (121～123ページ) を参照。
(注9) 租税回避のために海外に逃避した資金を、一定の納付金を納めることで国内に戻すことを認める時限法。

(注10) IMF [2015a] によれば、従来から存在する外貨準備の適正残高の判断基準として、①輸入額に対する比率 (import cover、3カ月分以上が望ましい)、②短期対外債務残高に対する比率 (100%以上が望ましい)、③広義のマネー (M2など) に対する比率 (居住者による資本逃避のリスクを考慮したもので、20%以上が望ましい)、などがあげられる。

最近の考え方によると、近年の国際収支危機は多様な経路によって起きているため、多くのリスクを考慮する必要がある。IMF [2015a] は、①輸出額 (海外需要の縮小により外貨獲得額が減少するリスクを考慮)、②広義のマネー、③短期対外債務残高、④その他の対外負債 (証券投資が流出するリスクを考慮)、のそれぞれに過去の資本流出の事例を検討して導き出した一定のリスク・ウェイトを与え、それらの合計額を適正水準とする方式を紹介している。ただし、この考え方が完璧な基準とは考えにくいことを考慮し、適正水準は算出した金額の100～150%と幅を持たせている。

3. ASEAN 5 諸国の金融的脆弱性

(1) 金融的脆弱性に関する分析方法と5カ国における民間部門債務の概況

①リーマン・ショック以降の新興国における民間部門債務の増加

次に、民間部門債務の増加を中心に、金融的脆弱性について検討する。リーマン・ショック以降、新興国の民間部門債務は世界的に拡大しており、ASEAN 5 諸国でも企業・家計債務の対GDP比率が大幅に上昇してい

図表15 各国の政府・家計・企業部門に対する信用残高の推移（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	14.7	39.0	52.3	58.2	86.3	38.9	58.3	22.6	44.6	46.1
2008年	30.9	11.8	15.6	38.6	49.5	58.5	93.8	42.0	69.1	22.0	45.1	47.3
2009年	26.8	12.2	13.6	49.4	58.8	64.7	104.2	45.7	66.2	26.8	50.5	45.1
2010年	24.5	13.6	13.4	49.6	59.6	60.4	99.6	47.0	58.5	27.8	52.5	42.9
2011年	23.1	15.2	14.9	50.0	60.6	61.3	102.2	51.8	61.7	27.3	58.7	47.5
2012年	22.9	16.4	18.2	51.7	63.7	60.4	106.3	57.0	67.0	28.5	62.8	46.5
2013年	24.9	17.1	21.8	53.0	68.1	62.4	103.2	59.5	77.1	29.7	66.4	50.6
2014年	24.7	17.1	22.7	52.7	68.9	64.1	99.3	60.6	82.3	30.1	69.4	51.2
2015年	26.0	17.1	23.0	55.6	70.1	66.6	103.4	60.5	84.3	30.6	70.5	51.5
2016年6月	28.0	16.8	23.1	55.3	70.7	65.9	110.0	61.1	89.1	31.6	71.2	50.5

(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。

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

る（図表15）。これに伴い、銀行部門の不良債権比率も緩やかに上昇している場合が多い。以下では、これらの動きを各国別に分析する。なお、インドネシアとフィリピンでは銀行資産や社債発行残高の対GDP比率が相対的に低いため、民間部門債務の対GDP比率も他の3カ国に比較して低くなっている。

今後、アジア諸国の経済成長率が一段と低下し、一方で金利の上昇や信用の縮小などが深刻化した場合には、企業の債務返済が難しくなることも考えられる。一部の企業に問題が生じて銀行の融資姿勢が消極的になれば、信用がさらに縮小し、多くの企業に問題が波及し、最悪の場合、銀行・企業危機に発展する可能性もあろう。

②国内の金融安定に影響を及ぼす要因

まず、国内の金融安定に影響を及ぼす要因を整理する。CFSMの枠組みによれば(再掲)、新興国の金融リスクを考える場合、(a) 国内金融システムに内在するリスク(信用リスク、市場・流動性リスク、金融政策および金融市場の状況)、(b) 国内マクロ経済の状況がもたらす様々な影響(マクロ経済リスク)、(c) 海外からの金融面の影響(国内への波及リスク、海外投資家のリスク意欲)、を考慮する必要がある。この枠組みに沿って国内の金融安定に影響を及ぼす要因を整理すれば、以下のようになろう。

第1に、国内金融システムに内在するリスクである。民間部門債務について考える場合、これには金融政策および金利の動向、銀行の融資姿勢、為替・株式・不動産市場の動向な

どを含めて考える必要がある。また、前述の通り、金融的脆弱性が高い場合には、急激な資本流出の可能性を高めることになる点にも注意が必要である。

第2に、内外マクロ経済動向の影響である。現状では、中国の景気動向、世界の貿易額、原油を中心とする商品価格の動向などが主な要因といえる。これらが企業収益や個人の雇用・所得に影響することを通じて、銀行が抱える信用リスクが変化することになる。

第3に、海外からの金融面の影響である。アメリカは、2017年3月に3回目の利上げを実施した。これが新興国からの資本流出を加速させる可能性は現時点では低いとしても、予想外の事態が起こればこの限りではない。また、そのような事態に陥った場合、対外的脆弱性が高い国では急激な資本流出が発生する可能性が相対的に高くなる。

急激な資本流出は新興国の為替レート・株価・債券価格の下落、短期金利の上昇、資金調達手段としての資本市場の機能低下などをもち、金融的脆弱性を悪化させ、金融危機を招く可能性がある。このように、危機に向かう状況では、金融的脆弱性と対外的脆弱性は相互に影響し合うことになる。

③金融健全性指標

国内金融システムを分析する枠組みとして、金融健全性指標 (FSI: Financial Soundness Indicators) がある (図表16)。これは、各国

の金融リスクの判断材料となるものである。以下の記述はこれに完全に沿ってはいないが、内容的には密接に関連するため、ここで簡単に説明しておく。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、その他の金融機関、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。

なお、GFSM、CFSM、金融健全性指標はすべて金融安定 (financial stability) に関するリスクを探る試みであるが、「金融安定」の意味は必ずしも明らかではない。金融資本市場や金融機関が混乱することなく安定的に機能している状態を指すのであろうが、より厳密に議論することに意義があると思われる。

④5カ国の民間部門債務の状況に関するポイント

5カ国の民間部門債務および銀行部門の動向について述べる前に、各国のポイントをまとめておく。

インドネシアでは、銀行の不良債権比率が3%を超えてきており、また、外貨建ての資金調達も増加していることから、企業部門が抱える信用リスクは5カ国のなかでも高いと

図表16 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
	引当差し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]

考えられる。一方、家計部門の問題はそれほど大きくない。

マレーシアでは、金融システムの発展度が高いことを勧告すると、これが混乱に陥る懸

念は小さいと考えられる。ただし、外部環境の影響を受けて企業の収益率が低下していることから、金融規制監督を強化し、警戒を怠らないことが求められる。また、外貨準備残

高が不十分でリングが減価しやすい状況となっているため、外貨建て債務のリスク管理にも注力する必要がある。

フィリピンでは、5カ国のなかで唯一、現在も信用が伸び続けており、融資の過剰な増加を抑制すべき段階にある。企業部門では不動産業、家計部門では自動車ローンが、信用リスクの増大を特に警戒すべき分野と考えられる。また、上位銀行のほとんどが財閥の所有であり、特定企業への融資の集中が起りやすいことにも配慮する必要がある。

シンガポールでは、マレーシアと同様に金融システムが発展していることから、混乱が生じる懸念は小さいと考えられる。ただし、同国でも一部業種の企業は特に厳しい経営環境に直面しており、その不良債権比率の上昇を監視すべきである。家計部門には、それほど大きな問題はない。

タイでは、企業・家計部門の不良債権比率が緩やかに上昇しており、信用リスクの増大に注意する必要がある。家計債務に関しては、

住宅ローンの割合が約4分の1と低く、無担保の消費者ローンが多いことも注意すべき点である。

なお、マレーシア・シンガポール・タイでは民間部門債務の対GDP比率が特に高く、そのこと自体が信用リスクの観点から懸念すべき事態であると考えられる。ただし、各国の銀行の自己資本比率がかなり高く、相当程度の損失を吸収出来ることは明るい材料である。

(2) インドネシア

①企業部門（注11）

企業債務の対GDP比率は、国際比較すれば低い。負債の資産に対する比率（total liabilities to total assets）は2014年に約47%にとどまり、また、ROAは14%程度と主要な新興国のなかで最も高い（図表17）。多くの企業は外部金融をあまり利用せず、主に内部資金に依存している。

しかし近年、商品価格の低下や、ルピアの

図表17 企業部門等に関する金融健全性指標（インドネシア）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年6月
非金融企業					
資産に対する負債の比率	44.9	44.9	44.9	44.9	47.2
総資産利益率（ROA）	17.0	14.8	14.1	13.9	14.2
流動資産／流動負債	124.6	171.8	204.7	125.3	119.1
家計債務の対GDP比率	16.4	17.1	17.1	16.8	16.8
居住用不動産価格の変化率	6.8	11.5	6.3	4.6	3.4

（資料）IMF [2017]

減価による対外債務の負担の増大などが、企業に影響を及ぼしてきた。加えて景気減速もあり、商品関連（例えば石炭業）や非貿易財関連の企業は収入の減少に見舞われた。収益率の低下や流動性の減少も生じている。一部には、外貨建ての債券などを中心に債務返済に窮する企業も出てきている。

また、外貨建て債務の増加が顕著である。2015年6月にはGDPの約20%、企業債務全体の約60%に相当する規模となっている。ただし、アジア地域に対するリスク認識が高まったことから、増勢はやや鈍化している。

外貨建て債務は、商品関連や運輸通信関連の企業に多い。後者では、多くの場合、通貨のミスマッチが生じている。2014年に行われた社債発行およびシンジケート・ローンによる借り入れの約9割が外貨建てであり、他の国と比較して非常に高くなっている。

外貨建て債務が増加した背景としては、ドル金利の低下、国内のインフラ整備需要の拡大、国内金融システムの未整備などがあげられる。外貨建て債務の一部は為替ヘッジされていないため、その動向について注意しておく必要がある。

企業の債務返済負担は拡大しており、特に資源関連企業や通信企業などにおいてリスク債務 (debt-at-risk) (注12) 比率が高く、前者では約33%、後者では約27%となっている。こうした状況は、銀行の不良債権比率の上昇に反映されている。

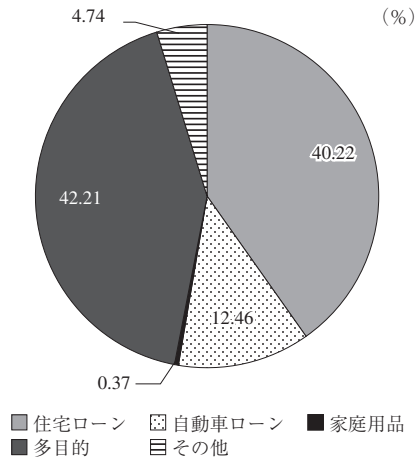
アメリカの利上げなどによって外貨建て借り入れが引き締められれば、企業は資金調達を国内の銀行に依存せざるを得ず、中規模銀行を中心に融資の質や流動性に影響が出るのが懸念される。IMFによれば、今のところ企業部門のリスクはコントロール出来ているが、一部の脆弱な企業を中心に監視を強めることが必要となっている。また、国内金融システムを整備して為替ヘッジコストの引き下げや国内資金調達の増加につなげることが、中期的な課題となる。

②家計部門 (注13)

銀行信用に占める個人向けの割合は、44%台で安定している。銀行信用全体が伸び悩むなか、消費者向け融資の伸びも2015年初の前年比20%強をピークに低下し、2016年6月には同9.11%となった。その内訳をみると、多目的 (multipurpose) ローンが14.35%と比較的高い伸びを維持しているが、2013～2014年に大きく伸びた住宅ローンは7.62%にとどまり、また、自動車ローンは▲5.38%となっている。経済情勢が不安定であり、家計所得が増えていないことが、自動車などの耐久財の消費を控える動きにつながっているとみられる。

こうしたなか、不良債権比率は2013年以降、1.6～1.9%程度で横這いとなっており、2016年6月には1.75%となった。ローンの種類別にみると、住宅ローン2.67%、自動車ローン

図表18 個人向け融資の種類別内訳
(インドネシア)



(注) 2016年6月末の残高による。
(資料) Bank Indonesia [2016]

1.52%、多目的ローン1.01%となっている。なお、個人向け融資残高の種類別内訳は、図表18のようになっている。

総じて、消費者向け融資に大きな問題は起きていないものの、住宅ローンや自動車ローンに関しては不良債権比率が緩やかながら上昇しており、モニタリングを注意深く行うことが求められよう。

③銀行部門の動向 (注14)

銀行融資の伸びは2010～2013年に前年比20%以上で推移したが、2014年以降は10%前後に低下し、2016年10月には6.3%となった。業種別にみると、鉱業が大幅なマイナスとなる一方で建設業が大きく伸びるなど、多様である。信用の伸びが全般的に低下した原因と

しては、投資が伸び悩んでいるために企業の資金需要が少ないこと、中規模銀行を中心に不良債権の漸増を反映して融資を絞り込んでいること、一部の企業は銀行借入れから債券発行にシフトしていること、などがあげられる。

不良債権比率は上昇傾向にあり、2016年6月には全体（企業向け融資と消費者向け融資の合計）で3.05%となった（図表19）。このうち運転資金は3.74%、設備資金は3.26%となっている。また、業種別にみると、鉱業（石炭、石油・ガスなど）・運輸・建設などの不良債権比率が高くなっており、製造業も高い方である（図表20）。運輸では、石炭の輸送にかかわる国内海運が11.50%に上昇している。また、製造業では、繊維加工・プラスチック製品・パッケージ飲料・動物用飼料などの業種で不良債権比率が高くなっている。

銀行規模別では、比較的小規模なBUKU 2（コア資本1～5兆ルピア）の不良債権比率が高くなっている（図表21）。なお、社債の格下げは2015年に13件であったが、2016年1～6月には24件となっており、信用の質の低下が表れている。

自己資本比率（CAR：Capital Adequacy Ratio）は、信用や資産の伸びが抑制的であることから上昇しており、2016年6月末には22.56%となった。パーゼル3は2016年初より適用されている。また、流動性は2013～2014年にやや悪化したが、自己資本比率同様、

図表19 預金金融機関に関する金融健全性指標（インドネシア）

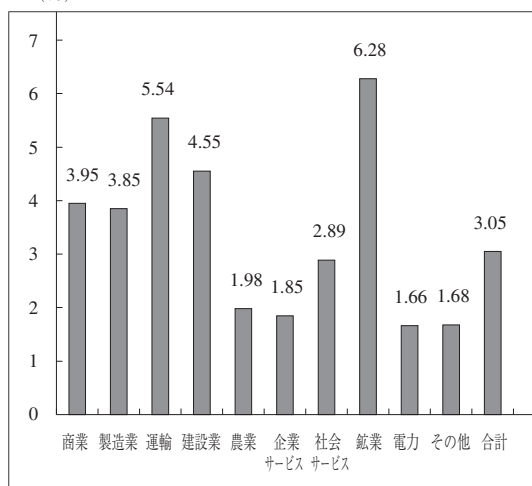
(%)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年6月
自己資本比率	17.3	19.8	18.7	21.3	22.6
不良債権比率	1.8	1.7	2.1	2.4	3.1
自己資本利益率（ROE）	25.3	24.5	21.3	17.3	15.4
銀行融資伸び率	23.1	21.4	11.6	10.4	8.8

（資料）IMF [2017]

図表20 2016年6月末現在の業種別不良債権比率（インドネシア）

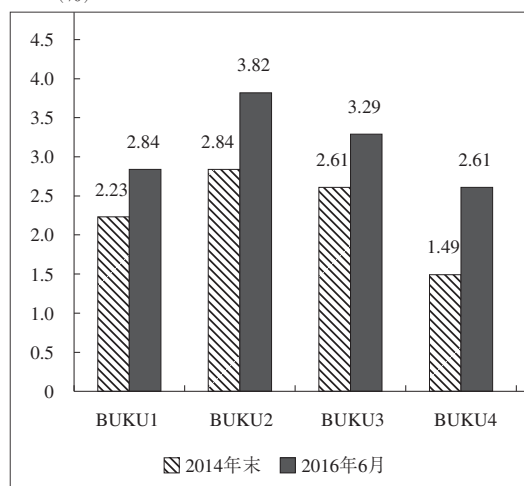
(%)



（資料）Bank Indonesia [2016]

図表21 銀行規模別の不良債権比率（インドネシア）

(%)



（資料）Bank Indonesia [2016]

信用の伸び悩みなどから改善に転じている。2016年6月にタックス・アムネステイ法が施行され、多額の資金が国内に還流したこともプラスの影響をもたらしたとみられる。ただし、小規模銀行の一部は期間の短い定期預金に大きく依存しているため、流動性に懸念がある。

ROAやROEでみた収益率は、次第に低下

している。ROEは、2012年の25.3%から2016年4～6月には15.4%となった。その背景には、信用の伸び悩みや、不良債権の増加に伴う引当金計上の増加がある。ただし、預金金利が貸出金利以上に低下し、純金利マージン（NIM：Net Interest Margin）が上昇傾向にあることが一定の歯止めとなっている。

銀行の収入・支出の内訳をみると、2016年

1～6月に貸倒引当金の増加額が63.1兆ルピアと、前年（1～6月44.4兆ルピア、7～12月42.2兆ルピア）に比べ大幅に増えている。ただし、収入も増加しており、過去1年間には収益率の大幅な悪化はみられていない。

(3) マレーシア

①企業部門（注15）

非金融企業の債務（内外銀行からの借り入れと社債発行の合計）は、2015年末にGDPの104.8%に相当する1兆2,129億リングとなった。Bank Negara Malaysia [2016]によれば、これは主に個別企業と国内経済の要因によるものであり、先進国の金融緩和に伴う流動性の増大が主因ではない。したがって、企業債務の増加速度は他の新興国に比較して緩やかであると指摘されている。

企業の債務比率（debt-to-equity ratio、負債の自己資本に対する比率）の中央値は、2015年9月に46.8%にとどまった(図表22)。また、金利カバー率の中央値は5.3倍、リスク債務比率は企業債務全体の8.9%、短期債務に対する現金の比率の中央値は1.2倍などとなっており、全体的にみて問題のある状況ではない。ただし、原油価格が不安定ななか、石油・ガス、パーム油などの関連企業に関しては、収益・債務の状況に注意を要する。

企業債務の約4分の1は、海外からの資金調達となっている。2015年には、リングの減価により外貨建て債務の負担が膨らんだ。石

図表22 各部門の指標（マレーシア）

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	
(%)						
(企業部門)						
ROA	5.5	5.1	4.9	4.7	3.9	※
ROE	10.2	9.0	9.3	8.1	6.8	※
債務/自己資本比率	45.5	42.5	40.0	41.5	46.8	※
金利カバー率	6.9	5.4	7.6	7.3	5.3	※
不良債権比率	4.1	3.0	2.8	2.6	2.5	
(家計部門)						
不良債権比率	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1	
(銀行部門)						
ネット不良債権比率	1.8	1.4	1.3	1.2	1.2	
自己資本比率	15.7	15.7	14.9	15.9	16.1	
ROA	1.6	1.6	1.5	1.5	1.3	
ROE	17.4	17.4	15.9	15.2	12.4	

(注) ※は2015年1～9月のデータに基づく。

(資料) Bank Negara Malaysia [2016]

油・ガス関連企業における新規借り入れもあり、企業の対外債務の対GDP比率は2015年末に24.8%となっており、加えて国内金融機関からの外貨建て借り入れが対GDP比で4%ある。

ただし、企業の対外債務の約43%は企業内取引である。また、対外借り入れの73%は長期であり、借り換えリスクも小さい。借り手の多くは多国籍企業の国内現地法人や国内の財閥系企業であり、借り入れの多くの部分は海外事業からの外貨建て収入や為替市場でのヘッジ取引などによりカバーされている。さらに、企業の対外債務に関しては中央銀行による規制監督が厳しく、届け出による取引内容の監視などがきめ細かく行われていること

も、その健全性の維持に貢献していると考えられる。

全体的にみた企業の信用力に変化はないが、不動産、運輸、パーム油などの業種では、融資の返済に問題が生じるケースが相対的に多くなっている。このなかでは不動産関連企業に対する銀行のエクスポージャーが相対的に大きく、金融安定の観点から重要性が高い。大規模な不動産開発業者はプロジェクトが分散しており自らのバッファも大きいと、債務返済能力に影響は生じていないが、一部の小規模業者では債務返済が次第に難しくなっており、相対的に低価格の不動産の販売に注力するなどの対応を迫られている。

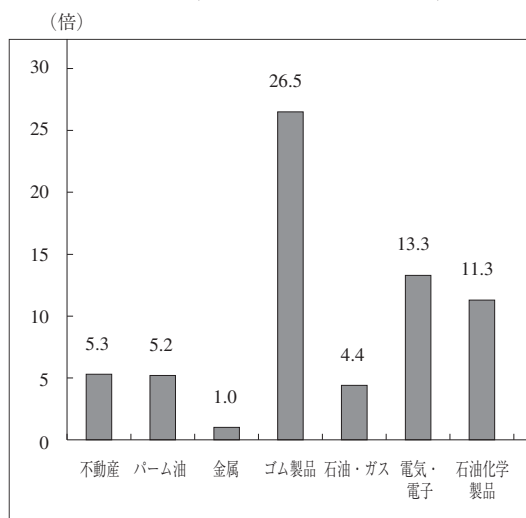
石油・ガス、パーム油などの業種は原油価格の動向に影響されているものの、金利カバー率などに問題はみられない（図表23）。世界的な船舶の供給過剰の影響を受けている海運業、中国からの需要に大きく依存するエレクトロニクス・石油化学・ゴム製品などの業種においても、相対的に厳しい状況のなか、債務の悪化は表面化していない。

今後、海外需要の不確実性、為替レートのボラティリティ、商品価格の動きなどが信用リスクを高めることが懸念される。今のところ、今後の企業の債務返済能力に関する悲観的な見方は少ないが、注視が求められよう。

②家計部門

家計部門の借り入れ残高（ノンバンクから

図表23 業種別の金利カバー率
(マレーシア、2015年)

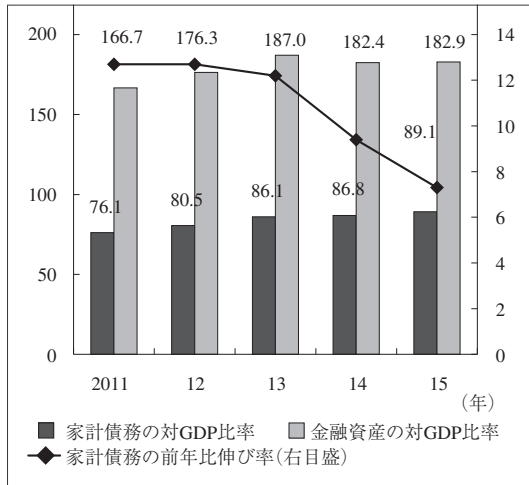


(資料) Bank Negara Malaysia [2016]

の借り入れを含む)は2015年末に前年比7.3%増となり、増加率の低下が続いている（図表24）。住宅ローンは同11%増と伸びが続く一方、2011～2013年に拡大していた個人ローンや自動車ローンの伸びは低下している。

家計債務の対GDP比率は2015年末に89.1%と、緩やかな上昇が続いている。その61.4%は不動産や証券によって担保されており、また、雇用や所得が伸びているため、返済能力が悪化することはないものと考えられている。債務負担が重い低所得層（月収3,000リングギ以下）の借り入れが家計債務に占める割合は、次第に低下して23.6%となっている。この層では債務残高が年収の概ね7倍あり、債務の平均期間は約9年であることから、

図表24 家計債務の関連指標 (マレーシア)
(%) (%)



(資料) Bank Negara Malaysia [2016]

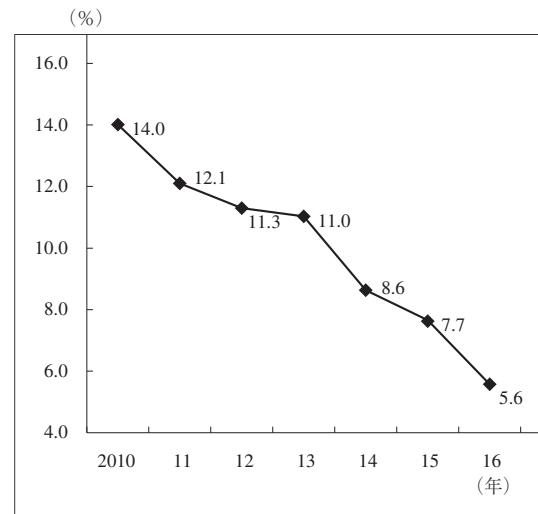
様々な支援が行われているものの改善には時間を要する。ちなみに高所得層では、債務残高は年収の約3倍となっている。

家計部門のバランスシートをみると、2015年末に金融資産が債務残高の2.1倍となっている。また、流動資産の債務残高に対する比率は1.4倍であり、流動性にも問題はない。

家計部門向け融資の約80%は銀行によって行われており、競争が強まるなかでも厳しい審査基準を維持することが求められている。審査の厳格化を求める規制の実施により、ノンバンクによる融資は特に伸びなくなっている。

全体的な不良債権比率は低く、かつ低下傾向となっており、信用リスクの問題は小さい。低所得層を中心に自動車ローンや個人ローン

図表25 銀行融資残高の前年比伸び率 (マレーシア)
(%)



(資料) Bank Negara Malaysia

の滞納がみられるものの、滞納金額が増加しているわけではない。銀行は損失の発生に備えて総融資残高の1.5%を引当金として積んでおり、今のところ十分といえる。

③銀行部門の動向

銀行融資の伸びは次第に低下している(図表25)。銀行と開発金融機関(DFIs)を合わせた企業向け融資ならびに消費者向け融資の伸びは、2015年にそれぞれ7.7%と7.6%、2016年には4.8%と5.5%であった。

すでにみたように、不良債権比率は企業・家計部門とも低下傾向にある。2015年末の不良債権比率(impaired loan ratio)は、企業部門が2.5%、家計部門が1.1%となっている。銀行全体の不良債権比率(net impaired loan

ratio) は、2016年末に1.2%であった。一部の業種で経営環境が厳しくなっているものの、銀行部門の健全性は維持されているといえよう。

マレーシアの銀行はガバナンスやリスク管理に優れており、自己資本比率は2015年末に16.1%となっている。

一方、2015年の銀行部門の税引前利益は前年比▲9.1%の290億リングとなった。金利収入の同1.5%増に対し、金利費用が同14.5%増となったことが大きな原因である。ROAやROEも低下が続いており、2015年にはそれぞれ1.3%と12.4%となった。預金獲得競争の激化により、金利マージンが前年の0.68%から0.55%に縮小したことも影響したと考えられる。また、消費者向け金融のデジタル化などを含めた生産性や経営効率の改善が収益率向上に寄与する一方、リスク管理や域内展開を強化するための増員がコストの増加を招くとともに、専門人材を確保するための賃金コストも上昇している。

(4) フィリピン

①企業部門 (注16)

銀行借入れと社債発行を合わせた企業債務の対GDP比率は2009年の28%から2015年には42%に上昇し、周辺諸国の比率に近づきつつある。これを企業規模別にみると、総資産上位25%を大企業、それ以外を小企業とした場合に、小企業において債務超過や債務比率

が非常に高い企業が若干多い傾向は認められるが、小企業は債務全体の3.4%しか占めておらず、システミックな意味では重要ではない。

非金融企業の債務におけるリスク債務比率は、総じて低い。5カ国のなかでも景気が好調であることが、債務の状況にも良い影響を与えていると考えられる。

リスク債務比率が相対的に高く信用リスクに懸念があるのは、不動産関連企業である。不動産関連融資は企業向け融資の2割強を占めており、これに問題が起これば金融システム全体に及ぼす影響は大きい(図表26)。アメリカの利上げに伴って金利の上昇、ペソの減価、企業収益の減少などが生じれば、リスク債務の増加につながる。不動産業者の一部には、不動産を販売する際に銀行融資を受け

図表26 産業別貸出残高の推移 (フィリピン)
(10億ペソ、%)

	2000年	2005年	2010年	2015年
貸出残高	1,670	2,154	3,303	5,149
農林水産業	5.0	6.2	12.4	4.0
鉱業	1.3	0.6	0.5	0.7
製造業	24.4	20.0	12.2	15.9
電気・ガス・水道	4.6	3.3	5.1	12.0
建設	2.9	1.6	1.1	3.1
商業	12.8	11.3	9.2	15.9
運輸・倉庫・通信	6.0	3.6	4.7	3.5
金融仲介	20.3	26.7	21.7	8.8
不動産関連	13.6	12.0	15.0	21.8
その他サービス	9.4	14.8	18.0	14.5

(資料) Bangko Sentral NG Pilipinas

られない買い手に対して信用を与えている（一種のシャドーバンキングといえる）ケースがあり、潜在的な金融リスクが生じている可能性がある。

また、フィリピンの上位銀行は国有2行以外すべて財閥系であり、融資が特定企業に集中しやすい傾向がある。このため、規制監督の強化によりリスク分散を図る必要があるとみられる（注17）。不動産業者と銀行の結びつきも強く、何らかの規制によって対処しなければ不動産市場の動向が銀行経営に与える影響が強まることも懸念されている。

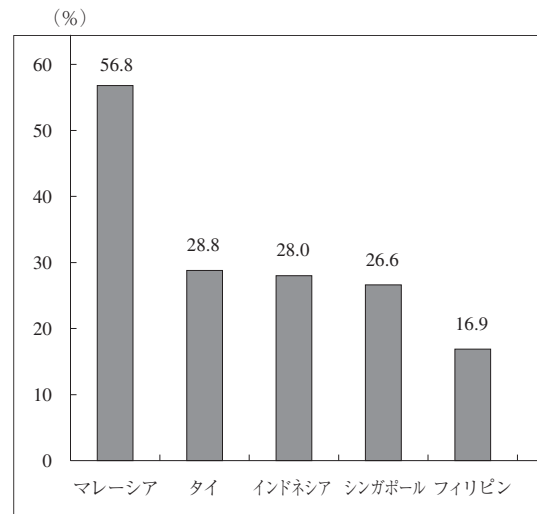
最近では不動産業の成長に鈍化の兆しがみられ、業者の債務返済能力に影響が生じる懸念もあることから、その動向を注視していくことが求められる。なお、中央銀行により不動産部門に関連したストレス・テストが行われており、それ自体に銀行信用の伸びを抑える効果もみられるようである。

②家計部門（注18）

消費者向け融資は2桁の伸びを続けている。2015年には前年比17.5%増の1兆609億ペソとなり、銀行融資の16.6%を占めた。この比率は5カ国のなかで最も低く、逆にみれば今後の成長余力が大きいともいえる（図表27）。

消費者向け融資残高の41.9%を占める住宅ローンの前年比増加率は2010年の15.8%から2014年には24.3%となったが、2015年には

図表27 消費者向け融資が融資全体に占める割合（2015年末）



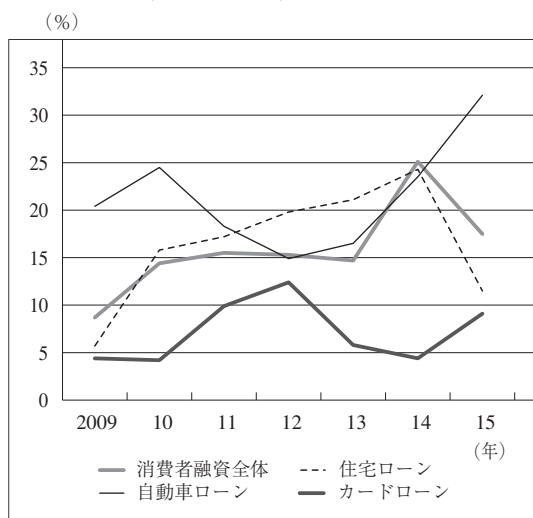
（資料）Bangko Sentral NG Pilipinas [2016a]

11.5%に低下した（図表28）。住宅需要の一巡が原因とみられ、不動産開発業者は相対的に低価格のプロジェクトにも力を入れている。

対照的に自動車ローンの前年比伸び率は上昇を続けており、2012年の14.9%から2015年には32.1%となった。小型車の需要が高まり新型モデルの販売が好調に推移したこと、原油価格が低下したこと、販売業者間の競争が激しく好条件のローンが提供されていること、などが主な要因である。

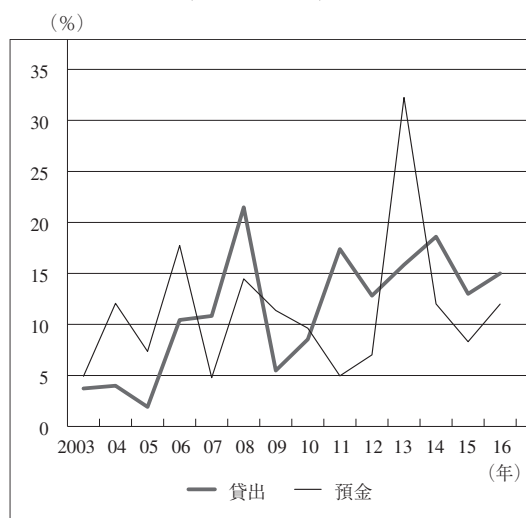
クレジットカードローンの伸びは、2015年に前年比9.1%と堅調である。その要因としては、一人当たり国民所得が増加していること、サービスに新技術が導入されていること、

図表28 消費者向け融資残高の前年比伸び率
(フィリピン)



(資料) Bangko Sentral NG Pilipinas [2016a]

図表29 貸出・預金の前年比伸び率
(フィリピン)



(注) 2016年は6月現在。

(資料) Bangko Sentral NG Pilipinas [2016b]

カード発行者と小売業者の提携が進んでいること、などがあげられる。

そのほか、資金用途を定めない消費者ローン（教育、医療、不意の出費、旅行などの目的に利用される）も大幅に伸びている。

消費者向け融資の不良債権比率は、2014年の4.8%から2015年には4.5%に低下した。ユニバーサルバンクおよび商業銀行の消費者向け融資の不良債権に対する引当率は、58.7%となっている。

③銀行部門の動向

2011年以降、銀行融資は前年比2桁の伸びが続いており、2015年は2014年の18.6%から13.0%に低下したものの、2016年6月には

15.0%に上昇した（図表29）。特に、建設業や不動産業に対する伸びが高くなっている。融資の伸びが持続していることは他の4カ国と対照的であり、また、前述の通り、この間に企業債務の対GDP比率は大幅に上昇している。こうしたなか、過剰融資の発生に注意する必要がある。

不良債権比率は緩やかに低下した後、現状はほぼ横這いである（図表30）。ただし、2013年、2014年にマイナスであった不良債権の増加率が、2015年に1.2%、2016年1～6月には5.5%と上昇している。

自己資本比率はやや低下しているものの、2016年6月に15.4%と国内基準の10%を上回っている。2014年3月に、バーゼル3の枠

図表30 銀行部門に関する指標（フィリピン）

（％）

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
不良債権比率	3.6	3.8	3.4	2.8	2.3	2.1	2.2
自己資本比率	16.0	16.7	17.3	16.5	15.4	15.1	15.4
ROA	1.4	1.5	1.6	1.6	1.3	1.2	1.2
ROE	12.2	12.1	12.4	13.3	10.9	9.8	9.8

（注）2016年は6月末。

（資料）Bangko Sentral NG Pilipinas [2016b]

組みに移行している。リスク・ウェイト100%の企業融資が伸び続けるなかで自己資本比率が概ね維持されていることから、資本強化の努力が続けられていると評価出来る。

流動性に関して、2016年6月末に流動資産の総資産に対する比率が37.8%となっており、シンガポールの69.2%には劣るものの、インドネシア・マレーシア・タイ（それぞれ22.1%、22.1%、18.9%）を上回っている。また、負債の87.5%を預金が占めていることも望ましいといえよう。

2016年1～6月の銀行部門の税引後利益は、前年同期比13.4%増の781億ペソとなった。融資の増加による金利収入の拡大や、良好な市場環境の下での証券売買益の増加が寄与している。ただし、総資産が拡大するとともに自己資本比率が維持されるなか、ROAやROEでみた収益率は緩やかに低下している。

(5) シンガポール

①企業部門（注19）

リーマン・ショック以降、企業債務の対GDP比率は大幅に上昇した。これは内外の銀行からの借入れが大半であるが、近年は債券発行も増加し、2015年には対GDP比で23%に達した。シンガポールでは国内債券発行の50%以上が外貨建てとなっており、この部分に為替リスクが存在することに注意する必要がある。

債務の自己資本に対する比率は2014年に約80%とアジアで最も高く、香港や韓国を大幅に上回っている。ただし、銀行融資の伸びは大きく低下しており（後述）、債務比率は次第に低下するものと思われる。

リーマン・ショック以降に借入れが増加したのは、当初は運輸・通信・電気・ガスなどの関連企業であったが、近年はピークアウトし、2013年以降の中心は卸小売業・製造業・鉱業などとなっている。これらの業種は世界的な需要減少や商品価格の下落の影響を強く受けており、今後は借入れが減少するものとみられる。

金利カバー率は域内で最も低く、香港や日本を大幅に下回り、韓国や中国に近い水準にある。債務返済能力が懸念されるほどの水準ではないが、製造業や鉱業では低下が顕著であり、世界的な需要減少や商品価格の下落の影響が表れている。

図表31 企業部門に関する指標（シンガポール）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年6月
上場企業の債務／自己資本比率の中央値（％）	37.7	40.9	42.4	46.5	51.7
上場企業の金利カバー率の中央値（倍）	4.8	6.1	4.5	3.4	3.7
上場企業のROAの中央値（％）	3.9	3.5	3.6	3.2	2.8
企業倒産件数（件）	151	127	161	189	85

（資料） Monetary Authority of Singapore

内外景気の減速により、企業のROEはほとんどの業種で低下しており、ITバブルが崩壊した2000年代初頭の水準に近づいている。小売業の収益率はGFC以降、大幅に上昇したが、その後、急低下した。また、製造業においても、ROEは大きく落ち込んでいる。

上場企業のROAの中央値は、2016年4～6月期に前年同期の3.5%から2.8%に低下した（図表31）（注20）。製造業は0.6%、卸小売業は0.7%、海運不況に苦しむ運輸・倉庫・通信業は0.8%の低下となっている。一方、不動産や建設などの内需関連業種は好調であり、特に建設業のROAは同期間に3.0%から5.7%に上昇した。

半年間の倒産件数（過去16年間の平均は88件）は、2013年1～6月の54件から2015年1～6月に97件に増加した後、2016年1～6月は85件となっている。

原油価格の下落の影響を受ける業種では、倒産する企業も出ている。主要銀行における石油・ガス関連の不良資産比率は2016年6月に4.2%となっている。ただし、同分野への

エクスポージャーが融資全体に占める比率は、6%程度にとどまる。さらに、その主体（MASは60%と推計している）は、原油価格の影響を受けにくい下流の企業である。

MASのストレス・テストでは、金利の上昇や企業収益の減少に関するかなり厳しい想定の下でもほとんどの企業は対処出来るが、債務を減らしてバランスシートの脆弱性を改善することは重要な課題であるといえよう。

②家計部門（注21）

家計部門のバランスシートは、全体的には健全である（図表32）。家計部門の純資産（net wealth、資産－債務）はGDPの4倍に達し、現預金が家計債務残高を上回っている。また、家計債務の伸びは2011年に前年比13%程度でピークアウトしており、過去5年間の平均の伸びが同6.9%であったのに対して、2016年7～9月期には同2.8%に低下した。家計債務の4分の3を占める住宅ローン、自動車ローン、カードローンのいずれに関しても、融資の伸びは鈍化している。

図表32 2016年末の家計部門のバランスシート
(シンガポール)

(100万シンガポールドル)

家計部門の純資産	1,610,009.2
資産	1,919,036.5
金融資産	1,058,822.1
現預金	395,597.5
株式・証券	164,778.4
生命保険	153,531.2
Central Provident Fund (CPF)	328,895.3
年金ファンド	16,019.6
居住用不動産	860,214.5
公共住宅	413,575.6
民間住宅	446,638.8
負債	309,027.3
住宅ローン	233,226.7
金融機関	194,186.6
Housing & Development Board (HDB)	39,040.1
個人ローン	75,800.6
自動車	9,672.5
クレジット・チャージカード	10,800.9
その他	55,327.2

(資料) Monetary Authority of Singapore

マクロプルーデンシャル政策が的確に実施され、債務の抑制に結びついている。2013年にはデット・サービス・レシオ（債務返済額の家計所得に対する比率）に関する規制が厳格化され、同比率は着実に低下した。また、2015年6月には、無担保ローンの借入額を制限する規制が設けられた。これらを受け、個人破産件数は2000年代の平均を大きく下回るようになり、過去5年間は安定的に推移して2015年には1,780件となった。

MASによれば、厳しいストレスの下でも

図表33 預金金融機関に関する金融健全性指標
(シンガポール)

(%)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年9月
自己資本比率	18.1	16.4	15.9	15.9	16.9
不良債権比率	1.2	1.0	0.9	1.1	1.4
自己資本利益率 (ROE)	12.0	11.5	10.3	10.8	10.4
銀行融資伸び率	13.7	13.7	9.8	5.8	2.8

(資料) Monetary Authority of Singapore

家計部門のバランスシートは健全性を維持出来る。ただし、その場合、不動産を購入した低所得層の債務返済額は所得の60%を超えることになる。

③銀行部門の動向

銀行信用の伸びは低下しており、銀行間融資を含めると2015年12月以降はマイナスになっている。特に、貿易額の減少により貿易金融が伸び悩むなど、海外向け融資の落ち込みが著しく、その伸びは2015年10月以降、前年同月比マイナスとなり、2016年9月には同▲12.8%となった。

国内向け融資は相対的には堅調であるが、伸びは低下しており、2016年9月には前年同月比1.1%増となった（図表33）。業種別にみると、建設業や住宅・橋梁などは伸びているが、卸小売業や製造業は外需減少の影響を大きく受けており、業容拡大を控えて手元資金を確保する動きが融資の伸び悩みにつながっている。銀行は、当面、景気や政治（特に地政学的な問題）の先行き不透明感から、企業

図表34 業種別の不良債権比率の推移（シンガポール）

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
建設業	0.4	0.7	0.6	0.5	0.2	0.7	0.5	0.8	0.9	0.8
卸小売業	2.7	3.1	2.3	1.0	0.6	0.6	1.1	0.5	1.2	2.0
製造業	2.3	4.1	5.6	5.3	4.1	1.9	2.0	2.3	4.9	5.9
運輸・倉庫・通信業	0.4	0.9	4.8	4.9	3.6	5.8	7.5	5.2	4.4	7.1
専門的な個人	0.8	3.2	1.7	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5	1.0	1.1
住宅・橋梁	0.6	0.7	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
その他	1.7	1.9	3.3	1.8	1.2	0.9	0.6	0.8	1.5	2.0

(注) 各年末の値。2016年は9月。
 (資料) Monetary Authority of Singapore

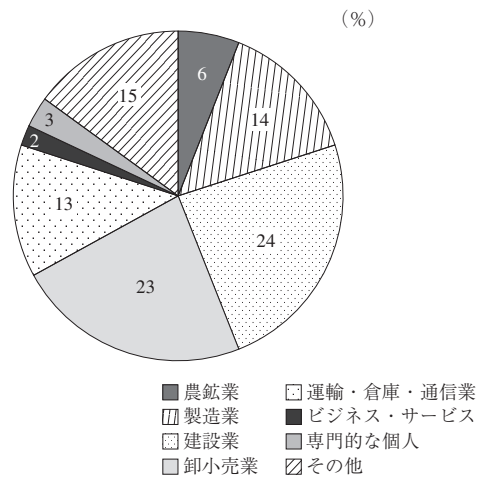
向け融資は伸び悩むとみている。

景気の減速を受け、不良債権比率は2016年9月に前年同月の1.5%から2.1%に上昇した（地場銀行に限定すれば1.4%）。特に、外需の影響を受けやすい製造業（5.9%）や運輸・倉庫・通信業（7.1%）の比率が高くなっている（図表34、図表35）。また、原油価格の低下が、海運業や商品関連業種の企業収益を抑制している。

ただし、当局によると、銀行は自己資本比率や流動性の観点からバッファを十分に有しており、問題のある銀行はない。自己資本比率は最近1年間では上昇し、2016年9月現在、16.9%となっている（MASの要求する基準は10%）。

収益性にも、大きな問題はみられない。ROEは長期的に緩やかに低下しているものの、2014年以降はほとんど横這いである。また、金利マージン（NIM）も1.7%程度で安定している。

図表35 銀行融資残高の業種別内訳（シンガポール、2016年3月）



(資料) IMF [2016d]

(6) タイ

①企業部門（注22）

景気の減速を受けて企業が投資を手控えているため、企業債務の対GDP比率はほぼ横這

図表36 企業・家計債務の規模と健全性（タイ）

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年			
						Q1	Q2	Q3	
(企業部門)									
企業債務の対GDP比率	74.7	74.5	75.5	77.2	80.0	80.2	80.8	n.a.	
商業銀行の不良債権・特別言及債権比率	大企業	3.7	3.2	3.0	3.3	3.5	3.4	3.4	3.8
	中小企業	6.4	5.7	5.5	5.5	5.7	5.9	5.8	6.3
(家計部門)									
家計債務の対GDP比率	66.2	71.8	76.7	80.3	82.0	81.5	81.2	81.0	
商業銀行の不良債権・特別言及債権比率	住宅ローン	4.0	3.7	3.9	3.8	4.1	4.1	4.2	4.4
	自動車ローン	9.2	7.4	9.8	10.8	10.1	9.8	10.1	9.9
	カードローン	4.5	4.7	6.0	6.8	7.1	7.4	7.1	7.6
	その他の個人ローン	3.0	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1	4.3	4.6

(資料) Bank of Thailand [2017]

いで推移している（図表36）。

タイ証券取引所に上場する企業の財務状況は、総じて健全である。収入を生み出す力（収入の資産に対する比率で示される）はやや弱まっているものの、コスト管理で対応し、ほとんどの企業でROAが上昇している。

債務返済能力を金利カバー率によってみても、特に問題は生じていない。ただし、上場企業を資産規模別に分類し、それぞれの状況を見ると、小規模企業の一部では流動性が悪化し、リスク耐性が弱まっている。損失が続き、債務返済能力が低下した企業もある。中小企業は非上場企業が大半であるが、それらも含めた中小企業の流動性や債務返済能力は一般的に弱まっているものとみられる。

銀行による企業向け融資の不良債権比率は2014年を底に緩やかに上昇し、2016年9月には3.0%となった。業種別にみると、製造業（5.6%）、商業（5.0%）が最も急速に上昇し

ており、建設業（5.1%）、不動産業（4.4%）、サービス業（3.1%）も緩やかに上昇している。公益事業（0.7%）、金融業（0.1%）は横這いである。

ゴム・プラスチック、石油化学などの業種においては、不安定な原材料費の管理に注力した結果、債務返済能力が改善した企業もあるが、一般的にみれば、収入が商品価格に左右される製造業企業の債務返済能力は、依然脆弱である。

また、リスク債務比率は15.2%と緩やかながら低下傾向にあり、不良債権の増加は減速する可能性がある。鉄鋼業や鉱業では、鉄鋼・石炭価格の低迷からリスク債務比率が相対的に高いものの、中国における需要回復や世界的な供給抑制によりこれらの価格に回復傾向がみられることは、明るい材料である。

ストレス・テストによると、20%の利益減少では大きな問題はないが、40%の減少では、

多額の借り入れを必要とする建設業や公益事業では債務の返済が難しくなる。

企業部門では、GFC以前に比較すれば債務が拡大しており、景気減速が続くなかで資金調達コストが上昇すれば経営が難しくなることに留意すべきである。ただし、今のところ国内で金融が引き締められる気配はみられず、借り入れコストは低位にとどまっている。近年、社債発行が増加していることも、資金調達を支援する材料となっている。

②家計部門

家計債務の伸びは低下したものの、景気の減速に伴って所得の伸びも低下しているため、債務残高の可処分所得に対する比率は2014年末に141%と高止まりしている。

全体の4分の1を占める住宅ローンは、2007～2015年に平均年率9.5%で増加した。それ以外では事業性融資が全体の20%程度を占め、残りは消費者ローンである。2011年に大洪水があり、景気対策として自動車購入が奨励され、自動車ローンの増加につながった。また、クレジットカードの利用が急速に普及したことも、家計債務の増加を促した。

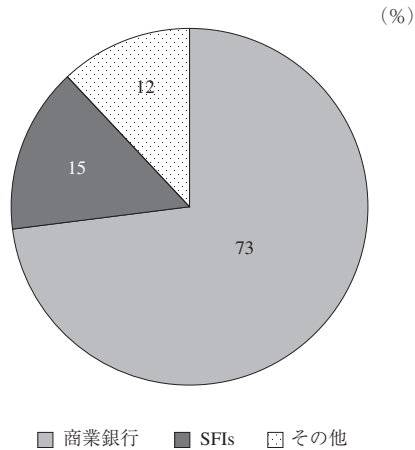
債務の積み上げが続いてきたことから家計部門向け融資の不良債権比率は緩やかに上昇しており、銀行による融資では2015年末の2.55%から2016年9月には2.89%となっている。内訳をみると、カードローンが最も急速に上昇して2012年の2%程度から5.1%と

なったほか、個人ローンは2.9%、住宅ローンは2.7%となっている。一方、自動車ローンの不良債権比率は2014年をピークに低下し、2016年9月には1.8%となった。

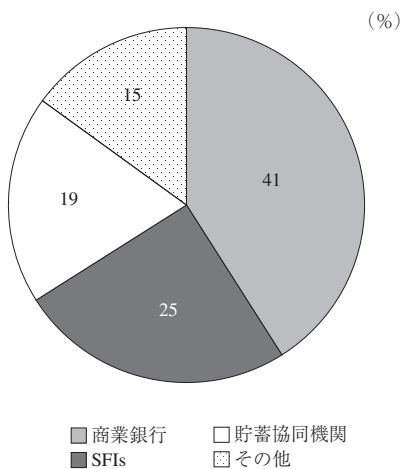
家計部門に関する大きな問題は、債務を負っている家計の数が減少する一方、1件当たりの債務規模が拡大していることである。所得や金融資産に対して債務の規模が大きく、脆弱性が特に高いのは、低所得層、農業に従事する家計、中小事業を営む家計などである。また、被雇用者は、債務規模は小さいものの、消費性向が高く金融資産が少ない傾向があり、失業時のリスクが高い。一方、高所得層や専門人材は、現時点では債務返済能力に問題はないものの、多くが住宅ローンを借り入れており、雇用環境の悪化や金利上昇のリスクを注視しておく必要がある。

債務残高が高止まりする現状では、不良債権比率の上昇が続く可能性がある。ストレス・テストによると、20%の所得減少に見舞われた場合、約70%の家計で債務返済に支障が生じる。

消費者向け融資を拡大するノンバンクの動向にも、注意が必要である（図表37-1、図表37-2）。銀行による消費者向け融資が中高所得層向けを中心とする一方、ノンバンクでは低所得層向けや農家向けの割合が高く、また、個人預金の受け入れが少ないことが家計部門に対するエクスポージャーを一層高めている。

図表37-1 企業向け融資の金融機関別シェア
(タイ、2016年9月末)

(資料) Bank of Thailand [2017]

図表37-2 消費者向け融資の金融機関別シェア
(タイ、2016年9月末)

(資料) Bank of Thailand [2017]

③銀行部門の動向

銀行融資の伸びは低下傾向にある(図表38)。2016年9月には、企業向け融資は前年同月比1.1%増、消費者向け融資は同5.2%増となっている。消費者向け融資は、融資全体の32.4%を占める。企業向け融資の伸び悩みの背景としては、景気減速に伴う資金需要の減少、銀行の貸出行動の慎重化、企業の債券発行へのシフトなどがあげられる。

景気回復の遅れは、企業・家計部門の債務返済能力に影響を及ぼしている。企業部門では、前述の通り、全体の不良債権比率が緩やかに上昇しており、特に、輸出志向で商品価格との関連が強い製造業や貿易関連の企業で上昇が顕著である。一方、家計部門に関する銀行および特別金融機関(SFIs)の不良債権比率は、2015年末のそれぞれ2.55%と4.89%から2016年9月には2.89%と5.32%に上昇した。

自己資本比率は、銀行が18.5%、SFIsが11.8%と十分に高い。流動性に関しても、問題のある銀行はない。一方、融資の伸びが低下するとともに融資先の信用リスクが高まっていることから、収益性に影響が及んでいる。銀行の純利益は、2015年1～9月の1,923億バーツから2016年1～9月には前年同期比▲21.0%の1,520億バーツとなった。減少の主因は、引当金計上の増加にある。また、金利収入が減少する一方で金利費用も預金の期間構成の管理などにより抑制されたため、純金利

図表38 商業銀行部門に関する指標（タイ）

(10億バーツ、%)

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年		
						Q1	Q2	Q3
総資産	12,981	14,774	16,182	16,746	17,314	17,654	17,704	17,437
前年比伸び率	10.5	13.8	9.5	3.5	3.4	4.4	4.4	1.4
融資残高（銀行間を除く）	8,476	9,637	10,701	11,240	11,729	11,626	11,779	11,778
前年比伸び率	15.1	13.7	11.0	5.0	4.3	3.3	3.3	2.4
企業向け融資	6,080	6,723	7,473	7,774	8,017	7,901	7,998	7,967
前年比伸び率	14.8	10.6	11.2	4.0	3.1	1.9	2.0	1.1
前年比伸び率（大企業）	15.1	10.5	8.1	0.1	0.1	0.2	0.2	▲1.4
前年比伸び率（中小企業）	14.4	10.7	14.0	7.5	5.6	3.1	3.5	3.1
消費者向け融資	2,396	2,914	3,228	3,467	3,711	3,726	3,781	3,811
前年比伸び率	15.8	21.6	10.8	7.4	7.1	6.5	6.0	5.2
前年比伸び率（住宅ローン）	10.1	11.7	12.5	12.1	9.3	9.3	9.0	7.7
前年比伸び率（自動車ローン）	21.8	39.0	8.4	▲3.4	1.0	1.7	1.6	1.9
前年比伸び率（カードローン）	15.0	20.3	14.6	5.0	2.8	1.1	1.6	1.9
前年比伸び率（その他の個人ローン）	28.3	27.1	7.3	14.2	12.2	8.4	5.6	4.0
流動性（貸出預金比率）	107.8	96.4	97.9	96.1	97.6	95.3	96.8	97.4
信用リスク（不良債権比率）	2.72	2.25	2.15	2.15	2.55	2.64	2.72	2.89
信用リスク（特別言及債権比率）	2.25	2.16	2.40	2.61	2.38	2.26	2.17	2.38
収益性（ROA）	1.1	1.2	1.3	1.3	1.1	1.2	1.2	1.1
収益性（純金利マージン）	2.5	2.5	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6
自己資本比率	15.2	16.3	15.7	16.8	17.4	17.5	17.5	18.5

(資料) Bank of Thailand [2017]

収入は安定的に推移した。手数料・サービス収入も同3.97%増となり、収益を下支えしている。

(7) 小括

①インドネシア

企業部門には、外貨建て債務比率が高いことや、収益率が低下し不良債権が増えていることなどの問題がある。新たに設けられた為替ヘッジ規制の実施による為替リスクの軽減、企業業績の回復に向けたコスト削減努力などが行われているが、アメリカの利上げによる対外資金調達環境の悪化が予想されるなか、一層のリスク削減が求められる。家計部

門でも、一部のローンに関して不良債権比率の上昇が認められる。

銀行信用の伸びは低下しており、銀行の収益率は低下している。不良債権問題は急速には悪化しない見通しであるが、当局には企業の外貨建て債務が銀行部門に与える影響を注視し、銀行の健全性や流動性を監視することが求められる。より基本的には、企業の海外資金依存度を引き下げるために、国内金融システムを整備することが課題となる。

②マレーシア

マレーシアの金融システムは発展度が高く、その意味で脆弱性は低い。景気の減速、

原油価格の伸び悩み、為替レート的大幅な減価などから企業の経営環境は必ずしも良好ではなく、石油・ガス関連など一部の業種では不良債権比率も高まっているが、銀行資産全体におけるそれらの業種のウェイトは低く、銀行全体の不良債権比率はほとんど上昇していない。

また、家計債務の対GDP比率は高止まりしており、特に低所得層の債務はリスクが高くなっているものの、全体的には金融資産が債務残高の2.1倍あることなどから、大きな問題はないと考えられる。

ただし、企業の経営環境は引き続き厳しく、銀行融資の伸びも低下しており、ROAやROEでみた収益率は企業、銀行ともに低下している。したがって、不良債権比率の上昇を回避するために規制監督を強化する必要性は高いといえよう。

③フィリピン

すでに信用サイクルの後半に入り、信用の伸びの低下や不良債権比率の上昇がみられる他の4カ国とは異なり、フィリピンでは高成長の持続などを背景に銀行融資が伸び続けており、不良債権比率が横這いで推移するとともに銀行の利益も増加している。

ただし、不動産業者に対する融資が全体に占める割合が大きく、業者が自ら買い手に信用を供与するなど、不動産業に関連した金融リスクの増大が懸念されている。また、消費

者向け融資の伸びも高く、特に自動車ローンが急速に拡大している。こうした状況では、不良債権比率が一定であったとしても、その絶対額は急増することになる。実際、不良債権の増加率は上昇している。

今後、金融が引き締められて融資の伸びが鈍化した場合に不良債権の急増などの事態を招かないために、信用リスクが大きい業種や分野に対する規制監督を強化し、健全性を維持することが重要である。

④シンガポール

企業部門は全体的には健全性を維持しているが、原油価格の下落の影響を受けた石油・ガス関連企業の一部に、借り換えが難しくなるなどの問題がみられる。また、製造業や運輸・倉庫・通信業においても、不良債権比率が高まっている。特に、債務比率が高い企業や外貨建て債務を負っている企業では、これらのリスクを低下させる努力が求められる。

マクロプルーデンシャル政策の効果もあり、家計部門は全体としては健全性を維持しているが、不動産を購入した低所得層の状況には注意を要する。消費者の立場からは、借り入れの抑制や資産の分散を図ることが必要である。

不良債権比率が上昇傾向にあるものの、銀行部門の収益率は維持されている。しかし、景気の減速や融資の減少が続くなかでは、信用リスクの管理、特に適正な引当金の積み増

しに努める必要がある。企業・家計債務の対GDP比率は高止まりしており、特に企業部門の信用リスクを中心に、継続的な監視が不可欠である。

⑤タイ

大企業の財務状態は健全である一方、一部の業種の企業や中小企業において債務返済能力に懸念が生じており、特に流動性に問題のある企業に関しては注意を要する。

家計部門では債務が高水準を維持しており、脆弱な状況が続いている。特に、低所得層の家計や農業・中小事業を営む家計に関し、債務返済能力の悪化が認められる。

銀行部門に関しては、景気減速の影響などにより、不良債権比率の上昇や収益率の低下が生じている。ただし、自己資本比率が高く、融資に対する引当金も十分に積まれていることから、不良債権の増加に対する備えは十分と考えられる。SFIsに関しては、不良債権比率が銀行よりもかなり高く、その経営について注視していく必要がある。

(注11) 主にIMF [2016a] による。

(注12) 金利カバー率 (ICR: Interest Coverage Ratio) が1.5未満の債務を指す。金利カバー率は、EBIT (Earnings Before Interest and Tax) の金利費用に対する比率を意味する。

(注13) 主にBank Indonesia [2016] による。

(注14) IMF [2017]、Bank Indonesia [2016] による。

(注15) 主にBank Negara Malaysia [2016] による。

(注16) IMF [2015c]、IMF [2016e]、Bangko Sentral NG Pilipinas [2016b] による。

(注17) 例えば、PPP (官民連携) プロジェクトに関して単一借入人に対する融資上限規制 (Single Borrower Limit) を緩和する時限規定が設けられていたが、2016年末

に失効した。

(注18) Bangko Sentral NG Pilipinas [2016a] による。

(注19) 主にIMF [2016d] による。

(注20) Monetary Authority of Singapore [2016] による。

(注21) Monetary Authority of Singapore [2016] による。

(注22) Bank of Thailand [2017] による。

4. 民間部門債務の現状に対する評価と今後の展望

(1) 5カ国の民間部門債務と銀行の動向に対する評価

5カ国の銀行はいずれも自己資本比率が高く、ある程度の損失は問題なくカバー出来るため、企業部門や家計部門の不良債権問題が多少拡大しても、銀行部門が危機に陥る可能性は低いといえよう。また、インドネシアとフィリピンでは、金融システムの規模が経済規模に比較して小さいため、金融危機が起こったとしても経済全体に与える影響は大きなものとはなりにくい。

しかし、事態を静観してよいわけではない。5カ国の民間部門債務の対GDP比率は高止まりしており、リーマン・ショック直後の時期に比較して債務返済能力に関するリスクが大幅に高まったことは否定出来ない。

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、一部に信用リスクがかなり高まっている企業や家計がある。その背景にあるのは、アジア経済を取り巻く環境の悪化である。外需の低迷、中国の成長減速、

原油を中心とする商品価格の伸び悩みなどの影響により、各国の成長率は従来よりも低水準にとどまり、企業収益や個人所得に悪影響を及ぼしている。このことが、これらの要因の影響を特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る結果を招いている。

企業・家計部門の資金需要の減退などから、フィリピンを除く4カ国では銀行融資の伸びが大幅に低下している。こうしたなか、銀行の不良債権比率に緩やかな上昇傾向がみられるとともに、収益率が全般に低下している。フィリピンでは、5カ国の中で景気が相対的に好調であることなどから銀行融資の伸びが維持されているが、不良債権は増加している。

不良債権問題の悪化により銀行の融資姿勢が慎重化した場合には、健全な企業の資金調達も困難となる可能性がある。また、各国の企業は、程度の差はあるものの外貨建て債務を抱えている。アメリカの利上げなどをきっかけに世界の金融が引き締めに向かい、アジア諸国の通貨の減価や長短金利の上昇が発生した場合には、企業の財務状況の悪化や資金調達の困難が加速する懸念もあろう。

なお、本稿では論じなかったが、銀行以外の金融システムの問題も当然、重要である。特に、近年、消費者向け融資を中心にノンバンク金融機関の拡大が目覚ましく、その動向には注意が必要である（図表39）。

図表39 ノンバンク金融機関の動向

インドネシア	資産の対GDP比率は、06年の3%未満から13年には5%に上昇。 全金融機関の資産に占める割合は、同期間に6%から9%に上昇。
マレーシア	拡大は相対的に緩やか。11～13年にかけて、資産の対GDP比率は26～28%で推移。
フィリピン	着実に拡大。06～13年にかけて、資産の対GDP比率は10%前後を維持。
シンガポール	資産の対GDP比率は、06年の100%未満から13年には120%に上昇。
タイ	拡大は最も急速。資産の対GDP比率は、06年の13%から13年には21%に上昇。全金融機関の資産に占める割合は、同期間に10%から14%に上昇。

（資料）IMF [2015b]

(2) 今後の展望

アメリカの政策金利の引き上げは、今のところ概ね市場の予想に沿った形で進められている。サプライズの少ない方法であれば、市場の混乱を招く可能性は小さい。しかし、アメリカが引き締め過程に入ったことにより、ASEAN諸国を含む新興国に対する資本流入は減少基調が続く可能性がある。これに伴い、新興国では為替レートの減価や短期金利の上昇が起りやすと考えられる。為替レートの減価は、輸入価格の上昇により国民所得に負の影響を与えると同時に、外貨建て債務の負担を増大させる。一方、短期金利の上昇は、資金調達環境を悪化させる。資本流入・流出に伴う不動産価格の変動も、金融安定に大きな影響を及ぼす可能性がある。

また、アメリカの新政権が実施する諸政策をはじめ、世界各国の政治や経済政策、国際

的な政治・経済問題（例えば地政学的リスクの高まりや保護貿易主義の台頭など）に不確実な要因が多いことから、予期せざる何らかの事態が生じて投資家のリスク許容度が一時的に低下し、新興国において金融資本市場の混乱が生じる可能性もある。その場合、対外的脆弱性や金融的脆弱性が高い国ほど、深刻な影響を被ることが予想される。

今後も、当面は、世界的に成長率があまり上昇せず、世界の貿易額は伸びず、中国は構造改革（リバランス政策）に注力し、商品価格は伸び悩む、といった状況が続くと考えられ、これらの条件の下で5カ国の銀行の不良債権比率は緩やかに上昇し続ける可能性が高い。企業収益に比較すれば家計所得は安定的であるが、不動産価格の急落や失業率の大幅な上昇などが発生すれば、家計部門において信用リスクの悪化が加速する可能性もある。

このような環境を踏まえ、5カ国には、今後も資本フローの動向に留意するとともに、対外的・金融的脆弱性の改善に十分配慮した経済・金融部門政策運営が求められる。具体的には、前述の通り、①マクロ経済政策、②資本取引規制、③マクロプルーデンシャル政策、④緊急時の流動性供給体制の整備、⑤国内金融システムの整備、によって対処することになる。

5カ国では、特にマクロプルーデンシャル政策が活発に行われており、信用の拡大を抑制することに成功している。今後も、こうし

た政策を継続する必要がある。また、国内金融システム整備においては銀行規制・監督体制の強化が不可欠であるが、そのためにはデータ収集機能の向上や当局間のクロスボーダーでの情報交換なども重要となろう。

一方、拡大した民間部門債務に関する対策としては、企業・家計・銀行それぞれの特に脆弱な部分に配慮することが重要であり、きめ細かな規制監督の実施がポイントとなる。銀行には、自らの健全性・流動性・収益性・効率性の改善に注力することが求められる。加えて、必要に応じ、不良債権処理の枠組みを整備することも重要となろう。

参考文献

1. 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)
 2. 清水聡 [2017] 「中国における金融リスクの増大と求められる対応—資本取引の自由化や人民元の国際化に向けた展望—」(日本総合研究所『JRIレビュー』Vol.4 No.43)
- (英語)
3. Asian Development Bank [2013] “Volatile capital flows and financial market vulnerabilities,” in *Asian Development Outlook 2013 Update*, Sep., pp.14-24.
 4. Asian Development Bank [2015] “Financial Soundness Indicators for Financial Sector Stability: A Tale of Three Asian Countries.”
 5. Bangko Sentral NG Pilipinas [2016a] *Status Report on the Philippine Financial System, Second Semester 2015*.
 6. Bangko Sentral NG Pilipinas [2016b] *Status Report on the Philippine Financial System, First Semester 2016*.
 7. Bank Indonesia [2016] *Financial Stability Review*, No.27, Sep.
 8. Bank Negara Malaysia [2016] *Financial Stability and Payment Systems Report 2015*, Mar.
 9. Bank Negara Malaysia [2017] *Quarterly Bulletin Fourth Quarter 2016*.
 10. Bank of Thailand [2017] *Financial Stability Report 2016*, Feb.
 11. BIS Monetary and Economic Department [2014] “The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets,” BIS Papers No.78, Aug.
 12. 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.
 13. 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.
 14. Dattels, Peter, Rebecca McCaughrin, Ken Miyajima, and Jaume Puig [2010] “Can You Map Global Financial Stability?” IMF Working Paper WP/10/145, Jun.
 15. Deorukhkar, Sumedh and Le Xia [2015] “ASEAN: Deciphering the region’s banking sector,” BBVA Research, Dec.10.
 16. IMF [2015a] “Assessing Reserve Adequacy—Specific Proposals,” Apr.
 17. IMF [2015b] “Thailand 2015 Article IV Consultation—Staff Report,” IMF Country Report No.15/114, May.
 18. IMF [2015c] “Philippines: Selected Issues,” IMF Country Report No.15/247, Sep.
 19. IMF [2016a] “Indonesia: Selected Issues,” IMF Country Report No.16/82, Mar.
 20. IMF [2016b] “Thailand 2016 Article IV Consultation—Staff Report,” IMF Country Report No.16/139, Jun.
 21. IMF [2016c] “Thailand: Selected Issues,” IMF Country Report No.16/140, Jun.
 22. IMF [2016d] “Singapore 2016 Article IV Consultation—Staff Report,” IMF Country Report No.16/263, Jul.
 23. IMF [2016e] “Philippines 2016 Article IV Consultation—Staff Report,” IMF Country Report No.16/309, Sep.
 24. IMF [2017] “Indonesia 2016 Article IV Consultation—Staff Report,” IMF Country Report No.17/27, Feb.
 25. Jeasakul, Phakawa, Cheng Hoon Lim, and Erik Lundback [2015] “Is Asia Still Resilient?” in Sahay, Ratna, Jerald Schiff, Cheng Hoon Lim, Chikahisa Sumi and James P. Walsh ed. *The Future of Asian Finance*, International Monetary Fund.
 26. Monetary Authority of Singapore [2016] *Financial Stability Review*, Nov.
 27. Ping, Foo Boon [2016] “No cheers in the year ahead,” *The Asian Banker*, Issue 144.
 28. Rey, Helene [2013] “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” in *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole symposium.
 29. 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.
 30. Tani, Shotaro [2017] “Still Shivering: China’s chill hits Asian banks’ bottom lines for a second straight year,” *Nikkei Asian Review*, Mar. 13-19.

本稿は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。

本稿は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。