

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—

調査部 主任研究員 清水 聡

目 次

1. はじめに
2. 途上国向け資本フローの拡大
 - (1) 資本フロー拡大の状況とそのメリット
 - (2) 資本フロー拡大に伴うリスク
3. ASEAN諸国向けの資本フローの状況とその影響
 - (1) 資本フローの推移
 - (2) 為替レートと外貨準備
 - (3) 株式・債券市場
 - (4) 家計・企業債務ならびに外貨建て債務の拡大
 - (5) 今後の展望
4. ASEAN諸国が抱えるリスクと求められる政策
 - (1) 求められる政策の概要
 - (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
5. 今後の政策に関するポイント
 - (1) 急激な資本流出への対策
 - (2) 域内金融統合と資本取引規制
 - (3) 原油価格の低下や中国経済・金融情勢などへの対応

要 約

1. 2000年以降、途上国の金融資本市場の整備が急速に進んだこともあり、途上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。構成要素別にみると、直接投資が安定的に推移する一方、証券投資が拡大している。また、近年、欧州の銀行がクロスボーダー融資を縮小したこともあり、その他投資の重要性は相対的に低下している。このような資本フローの拡大は、途上国にさまざまなメリットとリスクをもたらしている。
2. 97年のアジア通貨危機以降、リーマン・ショック時を除き、アジアに向かう資本フローは拡大し続けている。しかし、2013年5月にアメリカの量的金融緩和政策の終了が示唆されて以来、資本フローは流出傾向に転じ、各国の為替レート・株価・債券価格の下落や外貨準備の減少を招いている。
3. 本稿が分析対象とするASEAN5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）に関し、リーマン・ショック以降の各国における政府・家計・企業債務の対GDP比率の推移をみると、ほぼ例外なく上昇しており、各経済主体に対する信用が拡大したことがわかる。また、低コストでのドル建て資金調達が可能であったため、企業債務に占めるドル建て比率が上昇し、金融的脆弱性が高まっている。
4. アジアでは、97年の危機の教訓から金融面で多くの改革が実施されたため、大規模な危機が再来する可能性は低い。しかし、上記の変化から、リーマン・ショック以前に比較すれば対外的・金融的脆弱性は高まったと考えられる。国際金融情勢が深刻な混乱に陥るか否かは主に先進国や中国の状況にかかっているが、実際に混乱が起こった場合には、脆弱性が高い国ほど大きな影響を被ることになる。
5. 資本フローの変動に対し、ASEAN諸国に求められる対策としては、①マクロ経済政策（金融政策、財政政策、為替政策）を適切に運営すること、②金融的脆弱性を改善するために国内外からの信用の過度の拡大を抑制すること、③国内金融システムの整備に注力すること、④緊急時の流動性供給体制の構築などの域内金融協力を強化すること、⑤実体経済面の構造改革を推進し、外的なショックに対する耐性を増すこと、があげられる。
6. ASEAN経済共同体（AEC）の創設に伴い、ASEAN諸国の域内金融統合に向けた動きが進められている。AECのなかでは「より自由な資本フロー」が目指されており、域内金融統合の主なアジェンダには資本取引の自由化が含まれている。しかし、自由化には域外からの資本流入が拡大することによるリスクが伴う。こうしたリスクを軽減するためには、域内各国の金融システムの強化に結び付く他のアジェンダを同時に推進することにより、域内金融統合を緩やかに進めていくことが望ましい。
7. アメリカの利上げがもたらす国際金融情勢の不安定化に加えて、アジア経済は、世界貿易の減少、商品価格の低下、中国経済・金融情勢の変化などの国際的な問題に直面している。今後、ASEAN諸

国は、アメリカと中国の双方からの影響に配慮した政策対応を迫られることになる。域内金融統合の緩やかな進展に伴い、アメリカの影響度が低下する一方、人民元の国際化が進んで中国の影響度が増す展開も予想される。

1. はじめに

2015年末にASEAN経済共同体（AEC）が創設されたが、その一環として、ASEAN域内金融統合の進展に向けた努力が進められている。具体的な政策は、①金融サービスの自由化、②資本市場の整備・統合、③資本取引の自由化、などである。

ASEAN各国の資本取引規制についてみると、銀行取引や外国為替取引に関する規制が比較的多く残される一方、証券取引に関する規制は自由化が進み、証券投資は活発に行われている。

しかし、自由化された部分では、資本流入の拡大による多様な影響が出ている。とくに、リーマン・ショック以降、世界的な金融緩和やアジア経済の成長を背景にアジアへの資本流入が拡大し、経済・金融の不安定化につながる危険性が増した。例えば、2013年5月には、アメリカの金融政策の変更が示唆されたことをきっかけに、アジアを含む途上国の金融資本市場が混乱に陥った。

このようなリスクは、どの程度高まっているのであろうか。また、このような環境の下で、資本取引の自由化（あるいは域内金融統合の進展）に向かうことは可能であろうか。本稿では、こうした観点から、アジアの金融問題について考える。

分析の主な対象は、ASEAN5諸国（インドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイ）とする。各国の状況は少しずつ異なるものの、全般的に対外的脆弱性（外貨が枯渇するリスク）や金融的脆弱性（国内金融部門に混乱が生じるリスク）が高まりつつあると考えられ、資本流出に対する備えを強化することが必要となっている。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、途上国向けの資本フローが拡大していることを述べ、それに伴うメリットとリスクについて説明する。第3節では、アジア（とくにASEAN諸国）向け資本フローの歴史的な推移についてみたうえで、ASEAN諸国の金融資本市場や各経済主体のバランスシートに表れた影響を確認するとともに、今後予想される変動について展望する。第4節では、資本フローの変動に対して求められる対策について概説した後、ASEAN諸国の対外的・金融的脆弱性の評価と求められる政策について国ごとに指摘する。第5節では、以上に関連するポイントとして、第1に資本流出対策の内容、第2に域内金融統合の進め方と資本取引自由化の関係について述べる。第3に、最近の変化として、世界貿易の減少、商品価格の低下、中国経済・金融情勢の変化への対応が必要となっていることに言及する。

2. 途上国向け資本フローの拡大

(1) 資本フロー拡大の状況とそのメリット

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、途上国の金融資本市場の整備が急速に進んだこともあり、途上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）。とくに、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途上国の目覚ましい経済成長を背景に、資本フローの拡大は一段と加速した。

構成要素別にみると、直接投資が安定的に推移する一方、証券投資が拡大している。また、近年、欧

州の銀行がクロスボーダー融資を縮小したこともあり、その他投資の重要性は相対的に低下している。

このうち、証券投資の内訳をみると、90年代は株式投資が中心であったが、2000年代に入ると債券投資が増加した。これにより、途上国の政府は、主要国通貨建ての対外債務を自国通貨建ての国内債務に転換することが可能となった。先進国の機関投資家による途上国債券投資は、2000年代半ばまでは主要国通貨建てが大半であったが、現地通貨建て債券に対する関心も次第に高まり、とくにリーマン・ショック以降、急増した。

政府が対外債務に依存している場合、マクロ政策の自由度が損なわれる。自国通貨が減価すれば債務返済負担が増加し、財政政策の自由度が低下する。また、金融政策の目的として、国内経済の安定よりも為替レートの安定を優先させるべき場合が生じる可能性もあろう。

これらの問題から、途上国政府（および企業）が自国通貨建てで資金を調達できないことは原罪（original sin）と呼ばれ、途上国の問題点として認識されてきた。現地通貨建ての途上国債券に対する投資の増加により、この問題はおおむね解決に向かったといえる。アジアにおいて、現地通貨建て債券市場の拡大は、97年の危機以降、外貨建て債務への依存度の低下を実現するために重要な政策目標とされてきた。

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

(2) 資本フロー拡大に伴うリスク

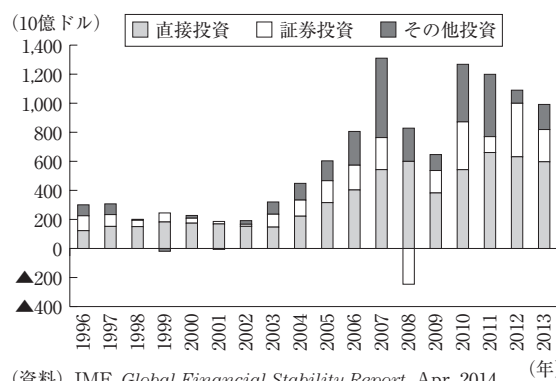
A. 先進国経済・金融情勢との連動性の高まり

一方、途上国に対する資本フローの拡大は、多くのリスクをもたらしている。主にリーマン・ショック以降の時期に注目して分析した文献に基づいてまとめると、以下ようになる（注1）。

第1に、先進国の金融緩和が資本フローの拡大を加速させており、それによって先進国と途上国の金融的な連動性が強まっている。現地通貨建て投資の増加は為替リスクが投資家側に移転することを意味し、それが資本フローのボラティリティの上昇を招いていると考えられる。途上国の立場からみれば、国内金融資本市場が国際金融情勢や先進国の投資家のリスク態度に左右される度合いが上昇し、先進国市場に連動しやすくなったといえよう。資本フローに対する先進国側の要因の影響が増し、途上国市場の安定が脅かされる程度が高まったことになる。連動性が高まれば攪乱要因が増えるということであり、途上国の経済運営も難しくなる。

例えば、先進国が政策金利を引き下げれば、途上国も追随することが多くなっている。これは、追従的な利下げにより、自国通貨の増価による国内企業の競争力の低下や外貨建て借り入れの膨張などを回

(図表1) 途上国に対する資本フローの推移



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は失われており、対ドルレートを固定していればドル金利の動きに必ず追随する必要がある。しかし、とくにリーマン・ショック以降は、変動相場制の場合でも追随がみられることが多い。すなわち、変動相場制でありながら金融政策の独立性が限定されていることになる（注2）。

また、先進国の長期金利の変動は投資家のリスク・テイクの意欲を左右するため、国内債券市場において海外投資家比率が高まった途上国の長期金利に影響を及ぼす。こうして生じる長期金利の連動性は、明らかに強まっている。さらに、近年、国際債券の発行が急増したが、その発行金利は途上国の国内債券市場よりも大幅に低下している。

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

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

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

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

B. 途上国における信用の拡大と債務の増加

資本流入は、流動性を増加させる効果がある。そのため、インフレやそれに伴う実質為替レートの増価に結び付くとともに、銀行融資や債券発行の形で国内信用の伸びが高まり、民間債務（企業・家計債務）が拡大する。また、外貨建て債務も増加することが多い。

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

C. 資本流出に転じることによるリスク

資本流入が拡大して以上のような影響が生じた後に、何らかの要因で資本が流出に転じれば、資産価格の低下、信用（流動性）の縮小、経済成長率の低下などがもたらされることになる。

自国通貨の減価を食い止めるために為替介入が実施される場合、外貨準備が減少する。最悪の場合には外貨準備が枯渇し、通貨は急速に減価する（通貨危機）。また、企業や銀行の経営状態が大幅に悪化し、金融危機になることも考えられる。

このような状況を想定すれば、外貨建て債務が内包するリスクは大きいといえよう。これは、借り換えのリスクが大きい（とくに短期債務の場合）うえに、調達金利の上昇や自国通貨の減価によって返済負担が急増するリスクが伴うためである。

3. ASEAN諸国向けの資本フローの状況とその影響

(1) 資本フローの推移

A. 90年代～2013年4月（注3）

本節では、アジア向けの資本フローの歴史的推移とそれに伴う影響についてみる。図表2は、ASEAN+3諸国に対するグロスの資本流入額の対GDP比率の推移を示している。通貨危機前の93～97年に資本流入が拡大したが、98年、99年には大きく落ち込んだ。インドネシア・韓国・マレーシア・フィリピン・タイに対するネット流入額は、94年の379億ドルから96年に971億ドルに拡大した後、97年後半には▲119億ドル（流出）となった。その後、アジア経済の回復や世界経済の好調を背景に資本流入は再び拡大し、2007年には対GDP比率が7.3%に上昇した。

2008年、2009年とリーマン・ショックの影響で落ち込んだ後、資本流入は再び回復した。主な背景として、アメリカの量的金融緩和政策の実施がある。2008年11月から2013年1月にかけて4回の緩和政策が実施され、ベースマネーの増加額は約2.4兆ドルに達した。これに伴って円高が大きく進み、対ドルレートは2008年9月の104円30銭から2012年1月には76円36銭となり、他のアジア通貨も大幅に増価した。

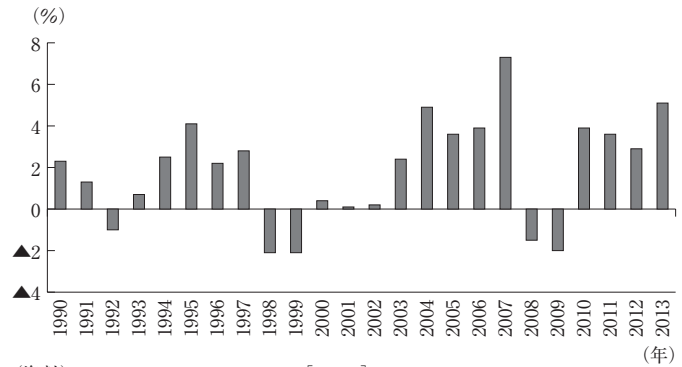
2013年4月には日本銀行が量的金融緩和政策を開始し、世界的な流動性がさらに増加する一方、円は2012年末から下落に転じた。また、アジア通貨も次第に減価傾向となった。

B. 資本流入の構成

直接投資は90年代に活発化し、90年代末以降、資本流入の重要な部分を占めている。一方、97年の通貨危機以降、証券投資が拡大した。その背景として、経営が悪化した銀行・企業への資本注入のために株式投資規制が大幅に緩和され、99年以降、株式投資が急増したことがある。

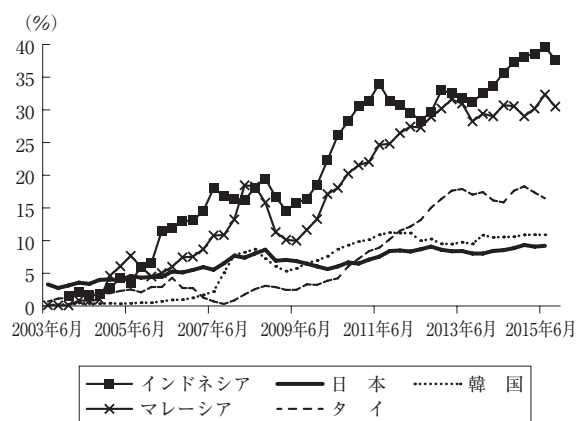
また、通貨危機の際に債券市場の未整備が危機の一因であったことが指摘されたこともあり、危機後に債券市場が拡大するとともに、資本流入規制の自由化が進んだ。前述の通り、現地通貨建て債券投資が一般化し、とくにリーマン・ショック

(図表2) ASEAN+3諸国へのグロス資本フロー (対GDP比率)



(資料) Asian Development Bank [2015a]

(図表3) 現地通貨建て国債の外国人保有比率



(資料) Asian Bonds Online

以降、アジアにおいて海外投資家による国債保有比率が大幅に上昇した（図表3）。証券投資やその他投資の増加が、アジアに向かう資本フローのボラティリティを高めたことが指摘されている（注4）。

その他投資は、最も不安定である。危機後の98～99年および2008～2009年に大幅な流出を記録しており、危機の重要な原因になっていたとみられる。

C. 2013年5月以降

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終了が示唆されたことをきっかけに途上国から資本が流出し、アジアでも株価・債券価格・為替レートが下落した（注5）。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。

流動性が縮小するとリスク・テイクの余力が低下するため、リスクの高い商品ほど影響を強く受ける。途上国リスクが再認識されることもこれに含まれるが、そのほか、例えばハイ・イールド債が強く影響を受け、格付けの低い企業の社債発行が困難となった。また、マクロ経済面では経常収支や財政収支が注目され、これらの赤字が大きいインドやインドネシアで為替レートがとくに減価した（図表4）。インドやインドネシアは、ミニ・クライシスともいえる状況に陥った。これらの国では政策金利の引き上げや資本取引規制の変更などが実施されたが、その効果は限定的であった。

アジアでも国により影響度が異なったという事実により、マクロ経済運営が健全であれば資本流出が小さくなることが改めて確認されたが、危機的状況において資本流出を止めることはできない。今回も、資本流出の初動は、ほぼ無差別に多くの途上国において発生している。その結果、マレーシアやフィリピンなど、マクロ経済情勢が相対的に良好な国でも為替レートが下落した。

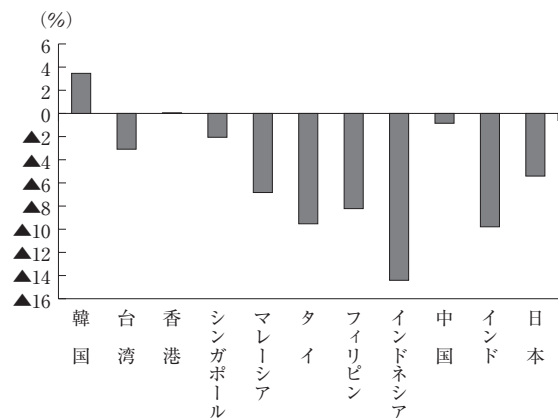
途上国に関する情報が豊富になり、それらが投資の決定要因として重要性を増したはずであるにもかかわらず、先進国の投資家の群集行動（herd behavior）はむしろ強まっているという分析結果もある。これは、高利回りの投資に対する需要が極端に高まったことが一因であるとも指摘されている。

D. 最近の状況

アジアの10カ国・地域（韓国・香港・インド・台湾・ASEAN5カ国・ベトナム）へのネット資本流入額は、2013年4～6月期以降、証券投資やその他投資を中心とする流出によってマイナスが続いている（注6）。

2015年4～6月期以降、とくに株式投資の流入が大幅に減少している。最近、インドやインドネシア

（図表4）名目為替レートの減価幅
（2014年3月末vs2013年4月末）



（資料）Datastream

では比較的順調な資本流入がみられたが、今後はこの2カ国にも流出傾向が波及する可能性がある。

ASEAN5カ国を国別にみると、各国とも直接投資の安定的な流入が続いている（図表5）。一方、その他投資はやや低調である。シンガポールは国際金融センターであるため、対GDP比率が高くなっているが、それ以外の4カ国についてみると、マレーシアの2010年と2012年、フィリピンの2010年で比率がやや高いものの、その他では対GDP比率が低いかまたはマイナスである。2015年入り後も、この傾向に大きな変化はみられない。

（図表5）国際収支統計におけるグロス資本流入額の推移（対GDP比率）

（インドネシア）						（％）		
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1Q	2015年2Q	2015年3Q
直接投資	2.0	2.3	2.3	2.6	3.0	2.9	2.9	1.8
証券投資	2.1	0.6	1.6	1.3	2.6	3.8	2.8	▲0.7
その他投資	0.5	0.6	0.8	0.3	0.8	▲0.1	▲1.0	1.1
合計	4.6	3.4	4.7	4.2	6.4	6.6	4.8	2.2

（マレーシア）								
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1Q	2015年2Q	2015年3Q
直接投資	4.3	5.0	2.8	3.5	3.1	3.1	5.0	2.4
証券投資	8.7	4.9	8.8	2.9	▲0.9	▲0.2	▲1.3	▲9.1
その他投資	6.5	▲0.7	6.5	0.7	1.9	7.4	▲6.7	2.3
合計	19.5	9.2	18.2	7.1	4.1	10.3	▲3.0	▲4.3

（フィリピン）								
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1Q	2015年2Q	2015年3Q
直接投資	0.5	0.9	1.3	1.4	2.2	1.2	1.6	3.5
証券投資	3.2	1.4	1.7	0.1	▲0.0	1.9	▲3.2	▲3.3
その他投資	2.8	0.6	1.4	0.1	▲0.0	▲3.2	1.5	1.5
合計	6.5	2.9	4.3	1.6	2.2	▲0.1	▲0.1	1.7

（シンガポール）								
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1Q	2015年2Q	2015年3Q
直接投資	23.3	17.4	19.5	21.4	21.9	21.9	22.0	24.3
証券投資	3.4	▲2.3	1.8	▲0.8	0.4	▲2.1	▲3.3	▲1.2
その他投資	23.6	14.4	5.5	30.3	15.0	28.2	▲50.6	74.3
合計	50.3	29.6	26.8	50.9	37.3	47.9	▲31.9	97.4

（タイ）								
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1Q	2015年2Q	2015年3Q
直接投資	2.7	1.0	2.7	3.0	2.9	2.9	1.1	2.3
証券投資	2.7	0.8	3.3	▲1.1	▲0.7	▲1.6	▲2.2	▲3.8
その他投資	▲0.5	▲2.8	▲2.0	▲1.2	▲0.7	▲2.5	2.9	0.4
合計	4.8	▲1.0	3.9	0.8	1.5	▲1.2	1.7	▲1.1

（資料）各国統計

（注）2015年は、前年のGDPを用いて概算したうえで、年率換算している。

証券投資の対GDP比率は、マレーシアが最も高い（図表6）。また、シンガポール以外では、証券投資の対GDP比率がその他投資を上回っている。インドネシアに関し、図表3で外国人保有比率が最も高いにもかかわらず証券投資の対GDP比率があまり高くないのは、資本市場や機関投資家の規模が小さいためであろう（図表7、図表8）。

5カ国の証券投資流入額は、2012年まで総じて好調を維持した後、2013年以降、減少傾向にある。2015年入り後は、マレーシア・シンガポール・タイで3四半期ともマイナスとなったほか、フィリピン

(図表6) 2010~2014年のグロス資本流入額(対GDP比率)の平均値

(%)

	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ
直接投資	2.4	3.8	1.3	20.7	2.5
証券投資	1.6	4.9	1.3	0.5	1.0
その他投資	0.6	3.0	1.0	17.8	▲1.5
合計	4.7	11.6	3.5	39.0	2.0

(資料) 各国統計

(図表7) 金融資産の対GDP比率

(%)

	銀行資産	国債残高	社債残高	株式市場 時価総額	合計
中国	266.1	32.7	20.1	58.5	377.4
日本	234.1	204.5	19.5	107.5	565.6
韓国	190.1	53.7	83.2	80.3	407.3
インドネシア	54.6	16.9	5.9	49.6	127.0
マレーシア	160.0	62.4	51.2	154.3	427.9
フィリピン	88.3	43.1	9.7	112.8	253.9
シンガポール	271.8	49.8	50.1	255.7	627.4
タイ	142.0	57.5	23.1	114.1	336.7
ブルネイ	95.4	3.4	n.a.	n.a.	98.8
カンボジア	82.9	n.a.	n.a.	1.0	83.9
ラオス	80.2	n.a.	n.a.	11.7	91.9
ミャンマー	41.1	4.9	n.a.	4.3	50.3
ベトナム	163.7	22.4	1.1	28.5	215.7

(資料) Asian Development Bank, "Local Currency Bonds and Infrastructure Finance in ASEAN+3", Jul. 2015

(注) カンボジア・ミャンマーは2013年末、その他は原則として2014年末。ただし、中国の銀行は2013年末、韓国の銀行は2012年末。

(図表8) 機関投資家の資産の対GDP比率

(%)

	年金基金	保険会社	投資信託	合計
中国	10.2	14.3	5.1	29.6
日本	50.5	98.8	30.5	179.8
韓国	51.7	58.1	18.2	128.0
インドネシア	5.1	7.0	6.1	18.2
マレーシア	65.9	23.0	58.9	147.8
フィリピン	10.7	8.1	6.5	25.3
シンガポール	68.6	41.7	488.2	598.5
タイ	12.2	22.5	32.9	67.6

(資料) Asian Development Bank, "Local Currency Bonds and Infrastructure Finance in ASEAN+3", Jul. 2015, Appendix

(注) 基本的に2014年末、一部は2013年末のデータによる。

でも4~6月期以降、マイナスとなった。インドネシアでは、2014年から2015年半ばまでこの国としては高水準の流入が維持されたが、7~9月期にはマイナスとなっている。

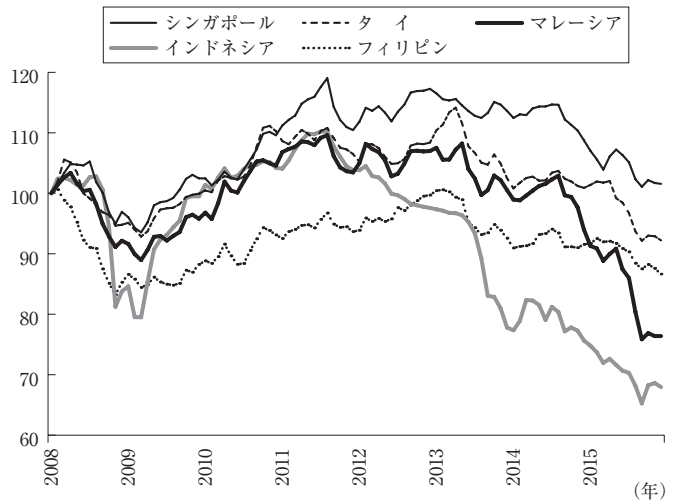
リーマン・ショック以降、資本流入が増加し、2013年5月以降、流出基調に転じたと言ったが、その傾向は証券投資に最も顕著に表れている。これに対し、直接投資は安定的に流入し続けており、その他投資には明確な傾向を見出すことは難しいものの、総じて低調となっている。

(2) 為替レートと外貨準備

2008年以降の5カ国の対ドル名目為替レートの推移は、図表9のようになっている。各国通貨はリーマン・ショックに際して10～20%減価した後、前述の通り、アメリカの金融緩和もあって増価に転じた。しかし、2011年半ば以降は伸び悩み、2013年5月以降、大幅に減価している。2011年のピークからの減価幅は、インドネシアが約40%、マレーシアが約30%であり、この2カ国が最も深刻な状況であるといえよう。

また、最近の水準を97年の通貨危機前後と比較すると、図表10のようになる。

(図表9) 対ドル名目為替レートの推移 (2008年1月=100)



(資料) Datastream

(図表10) 対ドル名目為替レートの変化

	シンガポール	マレーシア	タイ	フィリピン	インドネシア
1996年12月	1.41	2.49	25.72	26.32	2,370
1997年12月	1.65	3.77	45.05	38.03	4,934
2015年10月	1.40	4.25	35.70	46.36	13,776

(1ドル当たり)

	シンガポール	マレーシア	タイ	フィリピン	インドネシア
1996年→2015年	0.4	▲41.4	▲28.0	▲43.2	▲82.8
1997年→2015年	18.0	▲11.3	26.2	▲18.0	▲64.2

(%)

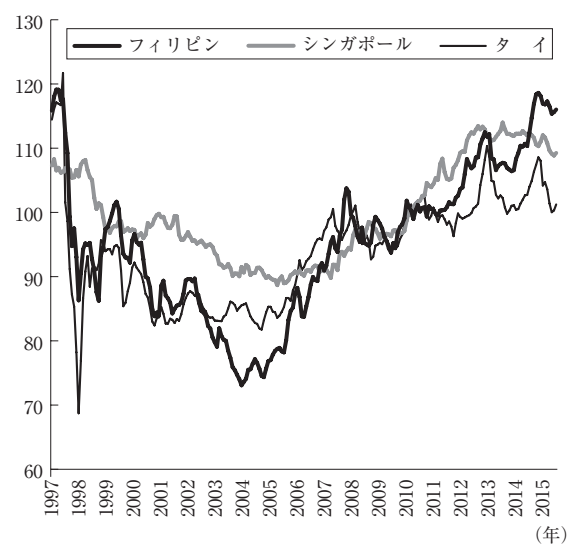
(資料) Datastream

(図表11-1) 実質実効レートの推移 (2010年=100)



(資料) BIS

(図表11-2) 実質実効レートの推移 (2010年=100)



(資料) BIS

シンガポール以外の4カ国では、最近の水準が通貨危機以前（96年12月）の水準を下回っている。通貨危機発生後（97年12月）との比較でも、マレーシア・フィリピン・インドネシアで下回っており、とくにインドネシア・ルピアは約3分の1に減価している。

次に、実質実効レートを見ると、インドネシアでは長期的に増価基調であり、一方、マレーシアでは横這いであるが、いずれも2013年5月以降は減価している（図表11-1）。また、フィリピン・シンガポール・タイの3カ国では、2004~2005年を底に増価傾向に転じたが、最近は小幅ながら減価している（図表11-2）。

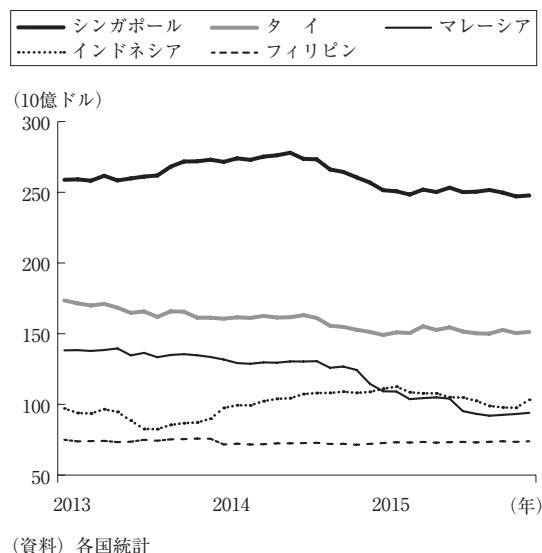
実質為替レートの減価は輸出を促進する一方、消費などの内需には抑制的に作用する。また、名目為替レートの減価は、外貨建て債務の膨張という問題をもたらす。インドネシアやマレーシアを中心に名目レートの変動が大きくなっており、実体経済および金融の安定を脅かしているとみられる。

次に、外貨準備についてみると、近年、自国通貨が減価傾向となるなか、各国で伸び悩んでいる（図表12）。外貨準備が減少している国では、自国通貨買い・ドル売り介入が適時実施されていると考えられる。マレーシアでは、外貨準備がとくに大幅に減少している。

外貨準備額の対GDP比率は、2012年末以降、各国で横這いかまたは低下している（図表13）。2015年10月の比率は、97年末と比較すれば各国とも上回っているが、リーマン・ショック以前の2007年末と比較するとインドネシア・マレーシア・シンガポールで下回っており、とくにマレーシアでは大幅に悪化している。

外貨準備の減少は、対外的脆弱性を増大させる。対外的脆弱性は、多様な指標から確認する必要がある（図表14）。第1に、経常収支は資本流入の必要額を示しており、外貨の需給バランスを判断するために重要な指標である。5カ国のなかではインドネシアのみが赤字であり、当面、赤字の持続が

（図表12）近年の外貨準備額の推移



（図表13）外貨準備額の推移

	(金額) (億ドル)				
	1997年	2007年	2008年	2012年	2015年10月
インドネシア	174	550	496	1,014	978
マレーシア	210	1,007	915	1,397	926
フィリピン	88	302	332	735	740
シンガポール	713	1,630	1,742	2,593	2,498
タイ	270	875	1,110	1,816	1,526

	(対GDP比率) (%)				
	1997年	2007年	2008年	2012年	2015年10月
インドネシア	8.1	12.7	9.7	11.0	11.0
マレーシア	19.5	50.4	38.3	44.4	27.4
フィリピン	9.6	20.2	19.1	29.4	26.0
シンガポール	71.8	91.8	91.7	89.4	81.1
タイ	17.9	35.4	40.7	45.7	37.7

(資料) 各国資料、IMF、WEO Database

(注) 2015年10月の対GDP比率は、2014年の名目GDPを用いて算出。

(図表14) 対外的脆弱性指標

	経常収支／ GDP (%) 2014年	外貨準備／ 短期対外債務 (倍) 2015年9月	外貨準備の輸 入カバー率 (月) 2015年9月	対外純資産／ GDP (%) (2015年6月、 マレーシアは 2015年9月)	対外資産／ GDP (%) (2015年6月、 マレーシアは 2015年9月)	対外負債／ GDP (%) (2015年6月、 マレーシアは 2015年9月)
インドネシア	▲3.0	2.4	7.5	▲47.4	25.6	▲73.0
マレーシア	4.3	1.2	6.8	13.2	155.1	▲141.9
フィリピン	3.8	6.1	11.6	▲13.8	53.1	▲66.9
シンガポール	19.1	0.2	8.2	199.0	1,014.9	▲815.9
タイ	3.3	2.9	8.3	▲20.7	82.6	▲103.3

(資料) 各種資料

予想されている。この点は、同国の弱点といえる。

第2に、短期対外債務残高や輸入額に対する外貨準備の比率は、外貨の流動性リスクをみるものである。輸入カバー率は各国とも問題ないが、短期対外債務に対する比率（1未満では流動性に不安がある）は、マレーシアとシンガポールで相対的に低くなっている。

第3に、対外資産負債残高（IIP：International Investment Position）は対外資産と対外負債のバランスを示し、対外的脆弱性の重要な指標となる。対外資産と対外負債の差である対外純資産をみると、インドネシアはGDPの▲50%近い純負債を抱えており、この点でも脆弱性が高い。

対外的脆弱性についてまとめると、インドネシアでは近年、経常収支赤字の持続もあって資本流入への依存度が高まり、対外純負債が拡大しているため、5カ国のなかで脆弱性が相対的に高い。マレーシアでは、外貨準備の急減により外貨流動性に懸念が出てきている。フィリピンやタイに関しては、今のところそれほど深刻な問題はないようにみえる。シンガポールは国際金融センターであり、対外負債が大きいもののそれを上回る対外資産を有しており、対外的脆弱性に関する懸念は小さいといえよう。

(3) 株式・債券市場

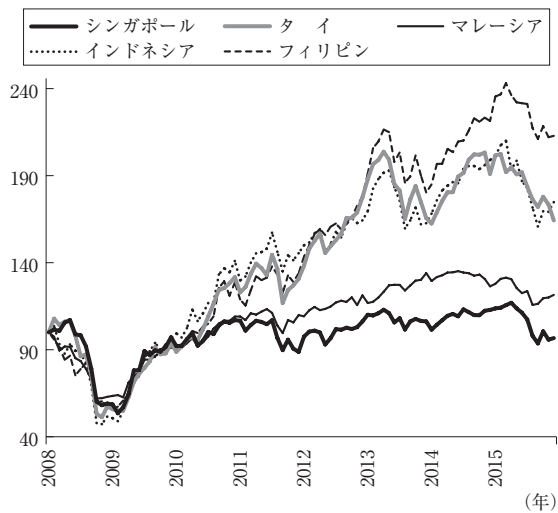
A. 株価指数・債券金利の推移

次に、株価指数の推移をみる（図表15-1）。リーマン・ショックにより各国の株価指数は40～50%下落したが、その後は順調に上昇した。ただし、シンガポールとマレーシアでは、インドネシア・フィリピン・タイほどの上昇はみられない。上昇が急激であった諸国では、2013年5月のtaper tantrum（注7）に際し、大幅な下落が発生した。その後、各国とも上昇基調をたどった後、2015年3月以降、再び下落に転じている（図表15-2）。

10年物国債金利はリーマン・ショックの際に急上昇したが、その程度は相対的に高金利であったインドネシアやフィリピンで大きかった（図表16）。その後、各国において金利はおおむね低下傾向をたどっている。世界的な金融緩和の下、高利回り運用を求める動きが拡大したため、金利が高い国ほど低下幅は大きくなり、インドネシアでは5%台、フィリピンでは約3%にまで低下した。

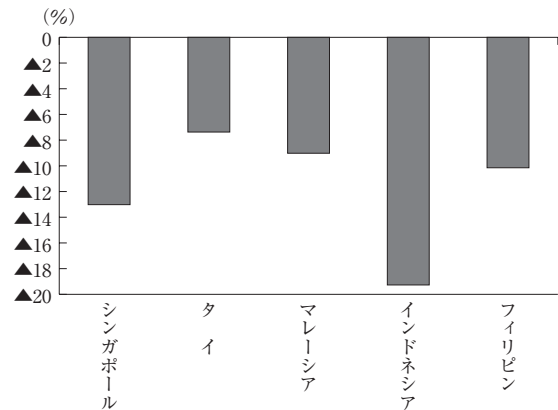
2013年5月以降、債券金利は上昇傾向に転じたが、その後の動きは各国ごとに異なる。とくに大幅な金利上昇がみられたのはインドネシアであるが、これは、経常収支赤字の大きさなどのファンダメンタルズの弱さが注目され、フラジャイル5と呼ばれて海外投資家にリスクが高いとみなされたためである。

(図表15-1) 株価指数の推移 (2008年1月=100)



(資料) Datastream

(図表15-2) 2015年3月末～10月末の株価指数下落率

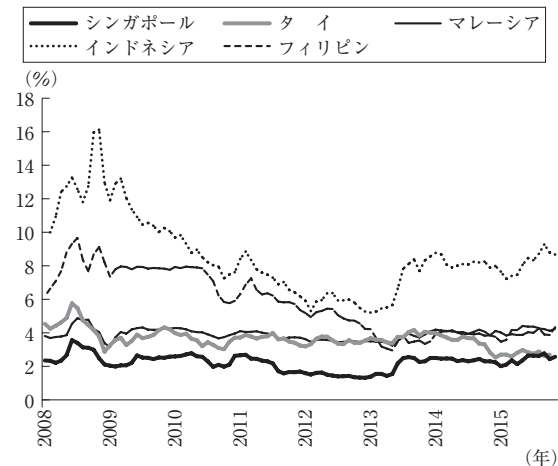


(資料) Datastream

図表17は、各国に対する海外からの株式・長期債券投資残高の推移を示している。5カ国の合計残高をみると、2008年から2014年にかけて株式が3.0倍、長期債券が3.1倍となっており、各国の投資残高の対GDP比率も2～3倍に上昇している。残高の伸びは、インドネシア・フィリピン・タイでとくに高くなっている。

このように、ASEAN5カ国において、海外からの株式・債券投資が市場や経済に及ぼす影響は

(図表16) 10年物国債金利の推移



(資料) Bloomberg L.P.

(図表17) 各国に対する海外からの株式・長期債券投資残高の推移

(株 式)	2008年		2012年		2014年		残高の伸び (2014年/2008年)
	残 高	対GDP比	残 高	対GDP比	残 高	対GDP比	
インドネシア	22,398	4.0	79,426	8.6	74,643	8.4	3.3
マレーシア	25,701	10.8	63,972	20.3	62,588	18.5	2.4
フィリピン	7,670	4.4	28,974	11.6	37,106	13.0	4.8
シンガポール	58,732	30.6	139,165	48.0	166,316	54.0	2.8
タ イ	24,006	8.2	79,584	20.0	78,668	19.4	3.3
							合計 3.0

(長期債券)	2008年		2012年		2014年		残高の伸び (2014年/2008年)
	残 高	対GDP比	残 高	対GDP比	残 高	対GDP比	
インドネシア	15,021	2.7	54,675	5.9	67,158	7.6	4.5
マレーシア	23,367	9.8	55,835	17.8	61,559	18.2	2.6
フィリピン	13,245	7.6	37,377	14.9	32,384	11.4	2.4
シンガポール	23,416	12.2	52,601	18.1	63,615	20.7	2.7
タ イ	4,169	1.4	19,075	4.8	24,804	6.1	5.9
							合計 3.1

(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

確実に強まっているといえよう。

B. 債券市場における海外投資家の行動

ここで、海外からの債券投資について若干付言する。海外投資家の参入により、債券金利が低下するとともに、持ち込まれる金融・投資技術が国内に波及する、多様な投資スタイルにより市場流動性が向上する、信用リスクに関するモニタリングや評価が改善する、などのメリットが期待できる。

一方、大規模な海外投資家が資本流出時に群集行動をとれば大きな混乱がもたらされるため、その行動を理解することの重要性が増している。投資家のタイプにより投資スタイルも異なるため、留意が必要である。

IMFは、投資家別の資本フローに関し、以下の点を指摘している。①近年、相対的にシェアを拡大した債券フローは、株式フローよりもグローバル要因の影響を受けやすい（とくに、投資信託の債券ファンドと株式ファンドを比較した場合）。②投資信託の資金は、年金基金・保険会社などの資金に比較して国際金融情勢により敏感に動く。また、投資信託の運用スタイルは順張り（直近の収益率が高い市場への運用を増やす）の傾向が相対的に強い。③一方、年金基金・保険会社による資金は相対的に安定しているが、極端なショックに直面した際の引き揚げ方は投資信託以上に徹底しており、再び投資するまでには時間を要する。とくに、格付けが投機的水準に引き下げられた場合には、運用規制により投資できなくなるケースが多い。

(4) 家計・企業債務ならびに外貨建て債務の拡大

A. 家計・企業債務や外貨建て債務の拡大

次に、各国における債務の拡大についてみる。図表18は、政府・家計・企業債務の対GDP比率の推移をみたものである。2007年末と2015年6月で比較した場合、インドネシアの政府債務以外のすべての債務において比率が上昇している。リーマン・ショック以降、これらの諸国において全般的に信用が拡大したことがわかる。

なお、図表18ではフィリピンが欠落しているが、IMF [2014] によれば、フィリピンの家計債務の対

(図表18) 各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6月	26.0	17.1	23.0	55.6	70.1	66.6	103.4	60.5	84.3	30.6	70.5	51.5

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

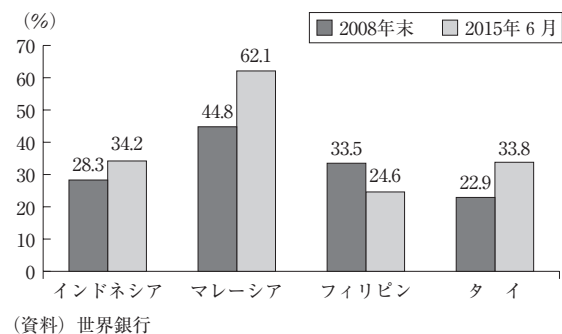
(注) フィリピンは当該統計を提供していない。銀行資産の対GDP比率から類推すれば、インドネシアのレベルに比較的近いと考えられる。

GDP比率は5%以下で推移しており（同資料34ページのFigure2.1.1による）、企業債務も20~25%程度（同37ページのFigure2.3）と、インドネシアとほぼ同水準となっている。図表7でみた通り、ASEAN5カ国のなかで、インドネシアやフィリピンでは銀行資産や社債残高の対GDP比率が相対的に低いため、家計・企業債務の対GDP比率も他の3カ国に比較して低くなっていると考えられる。

各国で債務が拡大した背景には、先進国の金融緩和による世界的な流動性の拡大がある。IMF [2015i] は、企業債務が拡大した原因を、グローバルな要因（世界的な金融緩和）、マクロ経済要因（好況か不況か）、企業要因（経営状態が良好か否か）に分けて分析し、グローバルな要因の影響が高まったことを指摘している。すなわち、世界的な金融緩和が企業債務を拡大させる重要な原因になったということである。

家計・企業債務の増加の一部は海外からの信用供与によるもの（銀行借入れや債券の発行）であり、その大半はドルなどの外貨建てと考えられる。やや大掴みな指標ではあるが、リーマン・ショック以降の各国対外債務の対GDP比率の推移をみると、インドネシア・マレーシア・タイで上昇している（図表19）。アジア通貨の対ドル名目レートが全般的に減価傾向にあることを考慮すれば、ドル建て債務の返済負担は大幅に拡大しているものと考えられ、そのことによるリスクの増大を懸念する見方が増えている。

（図表19）対外債務の対GDP比率



B. 家計・企業債務の拡大に対する懸念

リーマン・ショック以降、多くの途上国で危機の影響を抑制するために急速な信用創造が行われ、債務が大幅に拡大した。

銀行融資に加え、社債の発行も増えた。アジアでは債券市場整備が政策課題とされ、各国で社債の発行が促進された。また、国際債券市場では、アジア銘柄を含む途上国債券が、信用力の低い発行体も含めて多数発行された。その背景に関しては後述するが、この現象により、外貨建て債務の増加が著しく促進された。

今後、アジア諸国において経済成長率が低下する一方、金利の上昇や信用の縮小などの事態が深刻化した場合には、企業の債務返済が次第に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、大規模な銀行・企業危機に発展する可能性もある。

ただし、IMF [2014] の分析によると、現状はそれほど深刻ではない。アジアの上場企業の債務比率（Debt-to-Equity Ratio）は97年の通貨危機の際には90%近くに達していたが、近年は40%程度で安定しているという（同資料38ページ、Figure2.5参照）。

一方、アジアで最も債務比率が高い企業群の特徴として、①相対的に収益率が低い、②債務返済負担が大きい（利益の支払金利に対する比率を意味する金利カバー率が低い）、③流動性が低い、などが指

摘されている。したがって、金利の上昇や収益の減少などのショックがもたらすリスクは、債務比率の合計値が示す水準よりも大きいと考えられる。

このような「リスクの高い」債務がGDPに占める割合は低く、こうした企業が危機に陥ったとしてもマクロ経済に与える影響は小さいとみられるが、企業や銀行に金融面の問題が発生するリスクには十分に注意する必要がある。

IMF [2015i] でも、アジアで建設業や鉱業・石油ガス産業などの企業の債務が増えていることが指摘され、とくに後者は原油価格下落の影響を受けやすい業種であることが懸念されている。また、債務返済能力が低い（金利カバー率が低い）企業において債務が増加したことも指摘されている。さらに、債務の多い企業は一般的に外貨建て債務も多く、これらの諸点を勘案すると、資本フローが流出に転じた場合に企業部門に危機的な状況が発生するリスクは小さくないと述べられている。

次に、IMF [2014] は、とくにマレーシアやタイにおいて、住宅ローンを中心に家計債務が拡大したことを指摘している。家計債務に関しては銀行預金などの金融資産が主な返済原資となるが、マレーシアでは家計債務が銀行預金の120%程度に達している。債務返済負担の増大は、消費の抑制につながる恐れがある。家計債務の銀行預金に対する比率は、シンガポールでは70%程度、インドネシアでは25%程度にとどまっている。

また、マレーシアやシンガポールでは、住宅価格が適正水準を超えて大幅に上昇した。これが低下に転じれば、家計のバランスシートの悪化や消費の抑制につながりかねない。ただし、IMF [2014] はこの点に関しても比較的楽観的であり、アジア通貨危機やリーマン・ショック後に住宅価格の下落が起こったものの、それによる消費の抑制はほとんどみられなかったとして、今後もそうしたリスクは低いことを示唆している。

C. 外貨建て債務の拡大に対する懸念

国際貸借取引の多くの部分は、ドル建てで行われている（図表20、図表21）。そのため、主に借り手となる途上国の立場からみれば、ドル金利の上昇やそれに伴うドル高の進行は債務の拡大をもたらすことになり、それが金融危機や通貨危機につながる可能性がある。80年代に中南米諸国で発生した累積債務問題や97年のアジア通貨危機は、いずれもこのようなパターンによるものであった。

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、途上国は低コストでドル建ての資金調達を行うことが可能となった。

図表20、図表21をみても、2時点間でドル建ての調達比率が上昇しており、ドル建て取引が最も選好されたことが示されている。

また、近年の特徴として、前述の通り、国際債券発行が重要な役割を果たすようになったことがあげられる。その背景には、資金調達コストの低下に加えて、①グローバル化の進展に伴い、途上国の企業が国際債券を発行できるようになったこと、②金融緩和を受けて世界的に

(図表20) 国際銀行借り入れの通貨別比率
(10億ドル、%)

2009年末		2014年末	
通貨	比率	通貨	比率
米ドル	47.7	米ドル	52.1
ユーロ	34.4	ユーロ	29.7
英ポンド	6.6	英ポンド	5.4
日本円	3.3	日本円	2.8
スイスフラン	1.8	スイスフラン	1.7
その他	6.3	その他	8.3
(合計額：33,727)		(合計額：33,341)	

(資料) IMF, "Review of the Method of the Valuation of the SDR-Initial Considerations" (Aug. 3, 2015)

債券金利が低下するなか、先進国の投資家がハイリスク・ハイリターンを求める傾向が強まったこと、③ドル建て債券市場では多様な構造の債券が発行可能であり、急速に洗練度を増しているアジアの発行体や投資家の需要に応えられること、④一方で欧州などの銀行の経営悪化により国際銀行融資が伸び悩んだこと、などがある。図表22はASEAN5カ国の発行体による主要3通貨建て債券発行額の推移を示しているが、リーマン・ショック以降、発行額は趨勢的に増加している。

97年の危機の際には「ダブル・ミスマッチ」と表現される海外の銀行からの過剰な短期外貨借入れが危機の主因となったことが問題視され、これを軽減すべく、債券市場の育成などが図られてきた。しかし、20年近く経過した今、同じ問題が繰り返されつつあるといえよう。

企業が為替レートの急激な変動に見舞われた際にどの程度の影響を受けるかをみるには、資産や利益に対する外貨建て債務の規模をみる必要がある。それに類する指標として、債務全体に占める外貨建て比率があげられる（図表23）。これをみる限り、インドネシア（52.4%）やフィリピン（28.2%）で影響が相対的に大きいと考えられる（マレーシアは17.9%、タイは16.5%）。もちろん、経済への影響を考える際には、企業債務の対GDP比率（図表18）を併せて考える必要がある。

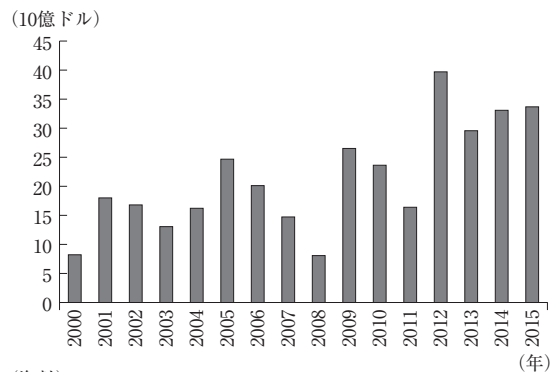
一方、アジア開発銀行のデータによると、企業借入れに占めるドル建ての比率は、インドネシア64.9%、マレーシア28.9%、フィリピン47.7%、タイ28.2%となっている（図表24）。図表23とは算出方法が異なるために水準が異なっているものと思われるが、インドネシアやフィリピンで外貨建て債務への依存度が相対的に高い点では共通している。

（図表21）国際債券発行額の通貨別比率

2010年		2014年	
通貨	比率	通貨	比率
ユーロ	45.7	米ドル	42.1
米ドル	34.7	ユーロ	37.1
英ポンド	9.4	英ポンド	11.6
日本円	2.3	日本円	1.8
オーストラリアドル	1.8	オーストラリアドル	1.7
スイスフラン	1.8	人民元	1.4
カナダドル	1.0	スイスフラン	0.8
香港ドル	0.5	カナダドル	0.5
ノルウェークローネ	0.3	香港ドル	0.5
ブラジルリアル	0.3	ノルウェークローネ	0.3
人民元	0.1	ブラジルリアル	0.2
その他	2.1	その他	1.9

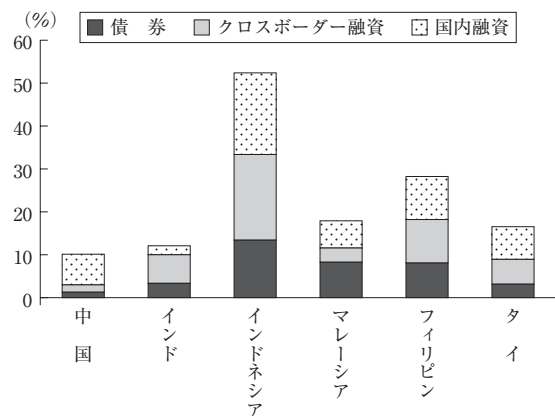
（資料）IMF, "Review of the Method of the Valuation of the SDR: Initial Considerations" (Aug. 3, 2015)

（図表22）ASEAN 5 カ国の国際債券（ドル・ユーロ・円建て）発行額の推移



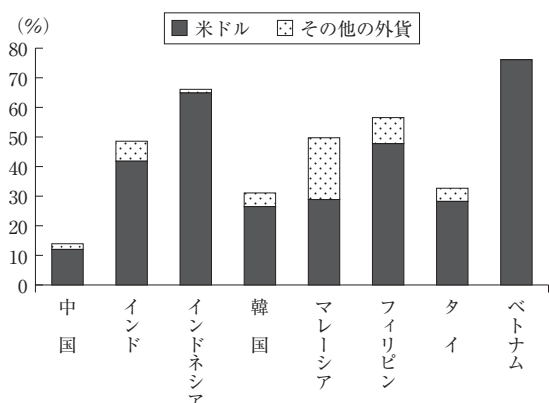
（資料）Asian Bonds Online
（注）2015年は9月まで。

（図表23）企業債務に占める一般企業の外貨建て債務の比率（2014年末）



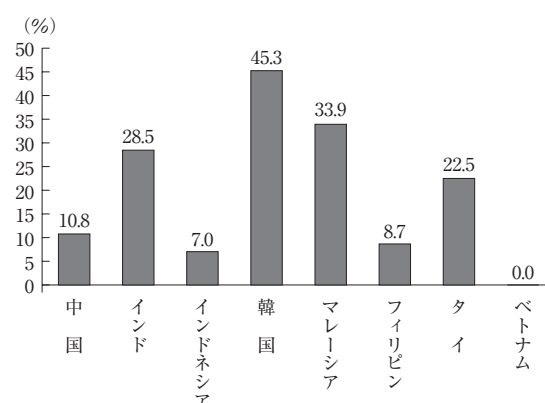
（資料）IMF [2015i], p.12

(図表24) 企業借り入れに占める外貨建て比率



(資料) Asian Development Bank [2015a], p.20

(図表25) 企業収入に占める外貨建て比率



(資料) Asian Development Bank [2015a], p.21

企業の外貨エクスポージャーを正確に把握するためには、外貨建て債務に加えて外貨建て収入を検討する必要がある。Asian Development Bank [2015a] は、マレーシアやタイで企業の収入に占める外貨建ての比率が比較的高いことを示している (図表25)。これに基づけば、インドネシアやフィリピンの企業の外貨エクスポージャーは、相対的にさらに大きいことになる。ただし、より正確に分析するには、これらに加えて為替デリバティブによるヘッジを考慮する必要がある。

次に、一国全体の外貨エクスポージャーについて考えると、図表19に示した対外債務は重要なデータであるが、当然ながら外貨建て債権は考慮されていない。そこで、前述の対外資産負債残高 (IIP) を利用することが考えられるが、これには対内証券投資などの自国通貨建て取引が含まれるため、為替変動が発生した場合の影響を正確に示す指標とはいえない。

そこで、Gagnon [2014] は、一つの試みとして、外貨建て純資産 (NFCA: Net Foreign Currency Asset) を独自の方法により算出し、これを輸出額 (NFCA > 0 の場合は輸入額) で除し、さらに債務総額の外貨建て比率を乗じて、通貨のミスマッチの程度を示す全体的な指標 (AECM: Aggregate Effective Currency Mismatch) とした。AECMの算出結果をみると、通貨危機に見舞われた諸国では97年に大幅なマイナスとなっていたが、2011年には主に外貨準備の蓄積などにより各国ともプラスに転じている。この指標によれば、2011年の通貨のミスマッチの状況は97年に比較して大幅に改善したことになる。

(5) 今後の展望

A. 国際機関の見方

アメリカの利上げは流動性の縮小をもたらし、途上国向けの資本フローに一定の影響を与える。問題は、今後、途上国市場の混乱、すなわち資本フローの急激な反転や途上国通貨の暴落などが発生するかどうかにある。

世界銀行は、アメリカの景気回復は望ましいことであり、市場が予想する範囲内で小幅な利上げが続くとすればアメリカの長期金利は大幅には上昇せず、イールドカーブはフラット化すると述べている

(注8)。アメリカで利上げが開始された過去の事例をみても、多くの場合、そうなっているという。こうした楽観的なシナリオの下では、途上国の混乱も回避されるであろう。

しかし、アメリカの景気回復の状況など、不透明な要因は多い。市場が予想外と判断する事態が起これば混乱に結び付くことは、2013年5月のtaper tantrumでも示された通りである。その意味で、アメリカで着実な景気回復が実現し、利上げのペースが市場の予想通り緩やかなものとなるか否かは、重要なポイントといえる。

世界銀行 (Arteta et al. [2015]) の分析では、資本流入の急減を意味する「突然の停止」(sudden stops、注9) が起こる可能性は低いようであるが、taper tantrumに際しては約12%の途上国が証券投資を中心に資本流入の持続的な減少に見舞われたとも述べている。さらに、資本流入の減少が投資の伸びや経済成長を大幅に抑制する可能性があること、外貨建て債務比率が高い国で影響が深刻化すること、経済関係が密接な近隣諸国に影響が波及することなどを指摘し、警戒の必要性を強調している。

IMF は、深刻な事態が発生するシナリオにおいて先進国市場の混乱が伝わる経路として、三つをあげている(注10)。第1に、株式・債券市場や短期金融市場を通じて混乱が波及する。途上国市場における海外投資家比率が高いほど、波及しやすくなる。第2に、金利の上昇や経済見通しの悪化により企業債務問題が深刻化し、銀行の健全性が損なわれる。こうしたシナリオにより不良債権が増大する可能性は、とくにアジアにおいて高いという(注11)。これに途上国通貨の大幅な減価が加われば、不動産開発業者などを中心にドル建て債務の保有者による不良債権が増加する。第3に、商品価格の下落が進み、その輸出者が打撃を受ける。

アジア開発銀行は、資本フローの問題に適切に対処しなければ、通貨の減価や外貨建て債務の膨張による金融危機のリスクが高まると指摘する(注12)。とくに、証券投資が米国金利の変動と負の相関が高く、流出する可能性が高いとしている。また、今回の場合、資本流出はある程度想定されていたため、金融資本市場が壊滅的な打撃を受けることは考えにくいものの、途上国の金融安定を阻害する資本流出を食い止める手段を講じることは必要であると述べている。

アジア開発銀行の別のレポートでも、アメリカの利上げは予想されていたことであり、債券市場の投資家はそれに備えるためにポジション調整を行っていたのではないかと指摘されている(注13)。また、緩やかな資本流出による影響は限定的であろうと予想されている。ただし、懸念材料として、①アジア債券市場の流動性は全般的に低いため、今後、価格変動が大きくなる可能性があること、②景気減速により格付けが下がる国が出てくれば、企業の社債発行が難しくなること、があげられている。

B. 資本流入の「突然の停止」をもたらす要因

資本流入の急減・反転がもたらす影響を再述すれば、以下の通りである。第1に、途上国の通貨価値や株価・債券価格が急落する。第2に、外貨建て債務の借り換えが難しくなるとともに、外貨金利の上昇や自国通貨の減価により返済負担が拡大する。第3に、国内信用の急速な縮小により企業の資金調達の高齢化が増し、金融危機に結びつく。

これらの現象を防ぐためには、外貨準備を蓄積して自国通貨の減価に備えること、経常収支の黒字化や対外資産の積み上げにより対外的脆弱性を改善すること、短期対外債務を減らしてダブル・ミスマツ

チの問題を防ぐこと、国内信用を抑制すること、などが求められよう。政策の詳細に関しては、次節で述べる。

現在のアジアにおいて、資本流入の「突然の停止」は起こるのであろうか。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、とくに市場参加者のリスク認識（VIX Index（注14）で示される）である。第2に、外貨準備の短期対外債務に対する比率である。外貨準備の蓄積が危機の予防に有効であることについては、多くの研究成果がある。第3に、国内金融部門の脆弱性である。これを表す指標として、銀行部門の対外債務、民間部門に対する信用、銀行部門の短期債務、短期対外債務の四つの対GDP比率が用いられ、いずれも有意となっている。

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。

以上のことから、外貨準備の蓄積や、内外信用が過剰である場合の抑制策などに加えて、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る危機の発生に備えること（海外投資家のリスク認識を改善するための経済政策や資本フローに対する監視など）が重要であるといえよう。

C. 97年の危機が再来する可能性

前述した国際機関の見方では、いずれも資本流入の急減が起こる可能性は低いと考えているようである。しかし、アジアの現状をみれば、「突然の停止」をもたらす原因となる対外的・金融的脆弱性が高まりつつあることは確かであり、「突然の停止」が発生する可能性を全く否定することは難しいと考えられる。したがって、その可能性を低下させるとともに万一発生した場合の被害を最小限に抑えるために、十分な対策を実施しておくべきであろう。

ただし、97年のような大規模な危機が起こる可能性は低い。これは、当時に比較して多くのことが変化したためである（図表26）。

まず、対外的脆弱性に関しては、①「事実上のドル・ペッグ制」が放棄され、外貨準備が枯渇するリスクが大幅に低下した。②ほとんどの国で経常収支が黒字化した。③自国通貨の対ドル名目レートを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。④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。また、ASEAN+3諸国による域内金融協力の中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。

次に、金融的脆弱性に関しては、⑤97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、国内外の銀行からの借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（注15）。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たことには注意が必要である。⑥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大幅に縮小した。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おり、再び悪化する兆候は今のところみられない（図表27）。

（図表26）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 輸入カバー率(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]

（図表27）銀行健全性指標

(インドネシア)							(%)	
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	(最新時点)	
銀行自己資本比率	17.0	16.1	17.4	18.4	19.6	n.a.	11月	
預貸比率	76.8	80	84.7	89.7	88.7	n.a.	11月	
不良債権比率	2.9	2.6	2.2	1.8	2.4	n.a.	11月	
銀行融資伸び率	23.28	24.67	23.13	21.39	11.56	10.88	2月	
(マレーシア)								
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年		
銀行自己資本比率	13.55	13.73	13.89	13.47	13.97	13.15	4月	
預貸比率	77.62	77.26	78.67	80.36	81.61	81.18	4月	
不良債権比率	2.31	1.84	1.4	1.31	1.21	1.17	4月	
銀行融資伸び率	12.73	13.61	10.41	10.62	9.31	8.78	4月	
(フィリピン)								
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年		
銀行自己資本比率	16.97	17.64	18.38	17.69	n.a.	n.a.		
預貸比率	64.46	69.97	73.49	64.36	64.36	67.53	3月	
不良債権比率	3.88	2.97	4.11	2.86	2.40	2.52	3月	
銀行融資伸び率	3.87	13.9	12.41	15.77	19.12	14.28	3月	
(シンガポール)								
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年		
銀行自己資本比率	18.6	16	18.1	16.4	16.0	n.a.	9月	
預貸比率	97.7	102.5	105.3	107.3	111.0	n.a.	9月	
不良債権比率	1.6	1.2	1.2	1.0	0.9	n.a.	9月	
銀行融資伸び率	14.7	30.3	16.7	17.0	5.7	▲0.1	5月	
(タイ)								
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年		
銀行自己資本比率	16.04	14.79	16.29	15.61	16.67	16.47	3月	
預貸比率	111.2	118.43	106.38	107.03	104.52	106.26	3月	
不良債権比率	3.92	2.94	2.44	2.31	2.31	2.40	3月	
銀行融資伸び率	12.24	11.63	15.29	9.44	4.3	3.1	5月	

（資料）Asian Bonds Online

D. まとめ

アジア諸国は、97年の通貨危機により経済・金融面で甚大な被害に見舞われた。その教訓から多くの改革が実施され、対外的脆弱性や金融的脆弱性は著しく改善し、外的ショックに対する抵抗力(resilience)が増した。そのことが、2008年の世界金融危機に際し、アジアにおける影響を最小限に抑えることに貢献したと考えられる。また、今後、97年のような危機の再来を心配する必要もないであろう。

しかし、2008年以降の資本流入の拡大に伴い、対外的・金融的脆弱性は悪化の方向に向かっていると見えよう。もちろん、ASEAN諸国の状況は、すぐに危機が到来することを意味するような深刻なものではない。国際金融情勢が深刻な混乱に陥るか否かは、主に先進国や中国の状況にかかっているとみられるが、ASEAN諸国の対外的・金融的脆弱性は混乱の可能性を高める要因となりうるし、実際に混乱が起こった場合には、脆弱な国ほど大きな影響を被ることになるだろう。

2013年5月以降の状況は、対外的・金融的脆弱性に加えて、経済面のファンダメンタルズ（財政収支、インフレ、経済成長見通しなど）が資本流出による影響の程度を左右することを示している。したがっ

(図表28) 各国経済指標

(インドネシア) (%)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1Q	2015年2Q	2015年3Q
実質GDP成長率	6.4	6.2	6.0	5.6	5.0	4.7	4.7	4.7
消費者物価上昇率	5.1	5.4	4.3	7.0	6.4	6.6	7.1	7.1
財政収支/GDP	▲0.7	▲1.1	▲1.9	▲2.3	▲2.2	-	-	-
経常収支/GDP	0.7	0.2	▲2.8	▲3.4	▲3.2	▲2.0	▲1.9	▲1.9

(マレーシア)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1Q	2015年2Q	2015年3Q
実質GDP成長率	7.4	5.1	5.6	4.7	6.0	5.6	4.9	4.7
消費者物価上昇率	1.7	3.2	1.7	2.1	3.1	0.7	2.2	3.0
財政収支/GDP	▲5.4	▲4.8	▲4.5	▲3.9	▲3.5	-	-	-
経常収支/GDP	10.9	11.6	5.8	4.0	4.6	3.6	2.7	1.7

(フィリピン)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1Q	2015年2Q	2015年3Q
実質GDP成長率	7.6	3.7	6.8	7.1	6.1	5.0	5.8	6.0
消費者物価上昇率	3.9	4.6	3.2	3.0	4.1	2.4	1.7	0.6
財政収支/GDP	▲3.5	▲2.0	▲2.3	▲1.4	▲0.6	-	-	-
経常収支/GDP	3.6	2.5	2.8	3.8	3.6	2.8	3.8	-

(シンガポール)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1Q	2015年2Q	2015年3Q
実質GDP成長率	14.8	5.2	1.3	3.9	2.9	2.6	2.0	1.9
消費者物価上昇率	2.8	5.2	4.6	2.4	1.0	▲0.3	▲0.4	▲0.7
財政収支/GDP	0.3	1.2	1.6	1.3	0.0	-	-	-
経常収支/GDP	26.6	22.0	17.2	17.9	19.1	27.3	23.3	-

(タイ)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1Q	2015年2Q	2015年3Q
実質GDP成長率	7.5	0.8	7.3	2.8	0.9	3.0	2.8	2.9
消費者物価上昇率	3.3	3.8	3.0	2.2	1.9	▲0.5	▲1.1	▲1.1
財政収支/GDP	▲2.6	▲0.9	▲4.1	▲2.0	▲2.5	-	-	-
経常収支/GDP	3.1	2.6	▲0.4	▲0.7	3.8	8.0	6.3	6.8

(資料) CEIC

て、今後、国際金融情勢の不安定が途上国市場に与える影響が強まることが予想されるなか、外的ショックに対する抵抗力を高める政策を実施することがますます重要となろう。

また、中国の景気減速の影響が、世界的に波及している。今後もアジアは世界の経済成長のエンジンであり続けるであろうが、ASEAN諸国の成長見通しは中期的に低下せざるを得ない（図表28）。したがって、生産性の向上や資源輸出依存からの脱却など、従来とは異なる成長経路を歩むための構造改革に注力することが不可欠と考えられる。

（注3）以下は、Villafuerte, James and Josef T. Yap [2015] を参考とした。

（注4）Mitra and Ng [2014] p.68。

（注5）債券価格の下落に関しては、以下の原因が指摘される。第1に、インドネシアやフィリピンで長期金利が3%以上低下するなど、途上国債券が買われ過ぎていたことである。第2に、市場の変動性が高まっていたことである。その理由としては、①海外投資家比率が上昇したこと、②高利回り運用を求める先進国投資家の需要に応える形で長期債が重点的に発行され、市場のデュレーションが長くなっていたこと、③市場流動性が低下していたこと、などがあげられる。近年、一部の途上国債券市場で流動性の低下が指摘されている。その原因は、先進国の銀行（global banks）によるマーケット・メイキング機能が、銀行規制の強化や世界金融危機以降の銀行のビジネス・モデルの変化などから低下していることにあるという。

（注6）以下の記述は、Asian Development Bank [2015a] による。

（注7）2013年5月以降の世界的な金融資本市場の混乱を表現した用語。

（注8）以下は、Arteta et al. [2015] による。

（注9）資本流入額が過去の平均値と比較して大幅に（例えば2標準偏差以上）減少した状態を指す用語。

（注10）IMF [2015h] p.30。

（注11）IMF [2015h] p.31, Figure1.22.参照。

（注12）Asian Development Bank [2015a] p.14。

（注13）Asian Development Bank [2015b] p.5。

（注14）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15）前述の通り、Gagnon [2014] でも、通貨のミスマッチの指標であるAECMが97年から2011年にかけて危機に見舞われた諸国で改善したことが指摘されている（同資料p.8の表1参照）。

4. ASEAN諸国が抱えるリスクと求められる政策

(1) 求められる政策の概要

本節では、資本フローの変動に対し、ASEAN諸国に求められる政策についてみる。まず、その概要をまとめる（図表29）。

（図表29） アジア通貨危機の原因とその後の各国および域内金融協力による対処方法

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

（資料）筆者作成

第1に、資本フローの変動に対し、マクロ経済政策（金融政策、財政政策、為替政策）を適切に運営することである。2013年5月以降の状況を見ると、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、途上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。

また、経常収支赤字や財政赤字を改善することで、海外投資家から対外的脆弱性が高い国とみなされることを防ぐことができる。このような努力は、ソブリン格付けを維持し、運用ベンチマークに含まれる投資対象国としての地位を守ることにもつながる。先進国の年金基金などの大規模投資家は、運用規制によって投資対象を一定の格付け以上の債券に限定していることも多く、この点は資本フローの安定性を維持する観点から極めて重要である。

為替政策に関しては、資本流入に伴う自国通貨の増価を抑制する介入を実施することで、為替レートの安定を図るとともに、外貨準備を蓄積して緊急時の流動性を確保することになる。

第2に、金融的脆弱性を改善するために、国内外からの信用の過度の拡大を抑制することである。具体的な政策としては、①金融規制の強化による信用拡大の抑制（いわゆるマクロプルーデンシャル政策）、②資本取引規制（Capital Flow Measuresとも呼ばれる）、があげられる。

資本取引規制に関しては、さまざまな意見がある。ASEAN経済共同体の創設を2015年末に実現し、経済統合が進んでいるアジアでは、資本取引の自由化を進めて域内金融統合を促進し、先進国資本への依存度を引き下げるとともに強固な市場の構築を目指す方向性が望ましい、という考え方もある。ただし、自由化にあたっては、多様な投資スタイルを有する海外投資家の投資動向を把握・監視する努力が重要である。

第3に、国内金融システムの整備を進めることである。これにより、国内の資産価格に対するグローバルなショックの影響を和らげること、外貨建て借入を抑制することなどが可能となる。

国内金融資本市場の拡大（financial deepening、注16）および発展（例えば債券流通市場の流動性の向上）、国内機関投資家の育成、金融インフラやガバナンス体制の整備（法の支配、会計監査基準、政府の政策決定の透明性等）、などが重要である。国内機関投資家の育成について付言すれば、資本フローの増加は途上国の金融資本市場の拡大をもたらす一方で不安定化要因ともなるため、多様な海外投資家を招き入れると同時に国内投資家の育成に努めることが不可欠である。

第4に、域内金融協力を強化することである。前述のCMIMやAMROの整備は緊急時の流動性供給体制の強化が大きな目的であるが、このほかにも多くの面で取り組みを強化することが求められる。これには、域内金融統合を促進することも含まれる。

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

以下では、ASEAN5カ国のリスクや政策対応について、国別にみる。

(2) インドネシア

A. 脆弱性の現状と評価

インドネシアの対外的脆弱性は、5カ国のなかで相対的に高いと考えられる。2012年以降、経常収支が赤字に転換しており、外貨の供給に弱点がある。対外資産負債残高をみても、対外負債が対外資産の約3倍となっている。商品価格の低下が経常収支に悪影響を与えており、当面、資本流入を安定的に確保するための対策を着実に実施していくことが求められる。

また、国債市場における外国人投資家保有比率が最も高く、資本流出に転じた場合の市場変動のリスクは大きいとみなければならないであろう。

金融的脆弱性に関しては、銀行部門の経済に対する規模が小さいため、民間債務残高の対GDP比率は低いものの、債務比率が高く脆弱な企業に債務がさらに集中する傾向が指摘されており、そのような企業に問題が発生する可能性がある。

IMFは、上場企業の収益率や債務返済能力が悪化したことを指摘している（注17）。とくに、商品価格の下落が資源関連企業の経営に影響を及ぼしている。企業の不良債権比率は、低水準ながら緩やかに上昇している。

2010年以降、企業債務の対GDP比率が上昇するなか、増加分の約45%が海外からの借り入れによるものである。企業債務の外貨建て比率は5カ国の中で最も高く、為替ヘッジされていない部分も多い。一方で企業の外貨収入は少なく、通貨のミスマッチは最も深刻であると考えられる。自国通貨が大幅に減価する事態が発生すれば、多くの企業のバランスシートが悪化することが予想される。

B. 政策対応の現状と課題

まず、対外的脆弱性への対応についてみると、2013年5月以降、インドネシアは政策金利を1.75%引き上げるとともに（注18）、為替介入を減らし、為替レートのコントロールを弱めた。為替介入は、通貨価値の急激な変動を抑制するために限定的に実施される。また、中央銀行が提供するドル建て定期預金の期間延長や中央銀行債の最低保有期間の短縮などを実施し、資本流入を促進してドル流動性の増強に努めている。

さらに、対外的脆弱性を改善するため、民間企業のネット外貨建て負債（資産との差額）に25%以上の為替ヘッジを義務付けたほか、2015年7月以降、経済全体のドル化を抑制するため、国内の多様な商取引決済においてルピア使用を義務付けるなどの措置を取っている。これらに関しては、実効性の確保が課題となろう。

次に、金融的脆弱性への対応についてみると、中央銀行は、金利政策に加え、金融システムを安定させるためには貸し出しに直接働きかけるマクロプルーデンシャル政策が不可欠であると考えている。具体的な方法としては、独自のモデルに基づき、銀行ごと、貸出種別ごとなどに融資額の最適な伸びを算出し、それに誘導する政策を実施する。例えば、2012年から2013年にかけては、自動車ローンや不動産融資の伸びについてloan-to-value ratio（融資額の対象資産額に対する比率）を管理する方法などによ

って抑制する政策を実施している。また、時限措置であることを前提に、投機的な短期資本フローを対象とした資本取引規制も適時実施している。

インドネシアの場合、対外的脆弱性、金融的脆弱性の双方に問題があるとみられ、必要な政策をすべて実施していくことが求められよう。金融政策においては、インフレ抑制に十分配慮することが重要である。財政政策に関しては、インフラ整備資金確保などのために、徴税強化などにより収支の改善を図ることが欠かせない。また、マクロプルーデンシャル政策や資本取引規制の強化も、状況に応じて必要となろう。さらに、金融システムの発展度が不十分であるため、金融政策の円滑な実施の観点からも、外国為替市場・短期金融市場・債券市場などの一層の整備が課題となる。

实体经济面の改革としては、製造業を振興して輸出の拡大を図るとともに、ぜいたく品の輸入関税を引き上げるなど、天然資源に対する依存度を引き下げつつ貿易収支の改善を図ることが目標とされている。多様な構造改革の実施により、長期的に維持可能でバランスのとれた経済成長を目指す必要がある。

(3) マレーシア

A. 脆弱性の現状と評価

マレーシアの経常収支は黒字であるが、2014年に石油・ガス関連の貿易黒字の対GDP比率が5.7%であり、それ以外の部分は▲2.2%（赤字）となっている。経常収支黒字の対GDP比率は近年、趨勢的に低下傾向にあったが、2015年には急低下している。原油価格の低下が続いていることもあり、今後の動向が懸念される。

IMFは、2015年5月の段階で、為替介入は通貨価値の過度の変動を抑制するために実施されており、外貨準備の水準もほぼ適切であるとしている。しかし、外貨準備は急速に減少しており、短期対外債務とほぼ同額となっている。これに伴って対外的脆弱性は悪化していると考えられ、今後、不安定な国際金融情勢の持続が予想されるなか、残高を増やす努力が必要であろう。

マレーシアはシンガポールと並んで金融システムが相対的に発展しているため、国債市場における海外投資家保有比率は高いものの、対外的な抵抗力に関するIMFの評価は高い。国内の機関投資家もEPF（Employees Provident Fund）を中心に発展しているため、資本流出があったとしても国内投資家が市場の下支えになると考えられている。

金融的脆弱性に関しては、銀行部門の健全性・収益性に問題はないが、近年、信用の伸びが急速であることが脆弱性を悪化させる可能性がある。企業に関しては、イスラム債を含む債券の発行が重要な資金調達手段となっている。国内社債を海外の投資家が保有するケースは少ない。不良債権比率も低位にとどまっており、全体として、企業の健全性や流動性に問題はないとみられる。

一方、家計債務は住宅ローンとその他がおおむね半々であり、住宅ローンの70%が変動金利である。ノンバンク金融機関による家計部門向け融資が2009年以降に倍増し、家計債務の約20%を占めている。例えば、用途に定めのない個人ローンなどの分野で、消費者金融会社が一定の信用力を有する個人に対して融資を積極的に拡大する動きがみられた。また、2008年以降、住宅ローンの増加とともに住宅価格が約60%上昇しており、その反転下落が懸念されている。

家計部門の金融資産は全体的には家計債務を上回っているが、金融資産が少ない低所得者層の債務返

済能力にはやや懸念がある。

B. 政策対応の現状と課題

2014年7月、中央銀行は、2011年5月以来、約3年ぶりに政策金利（Overnight Policy Rate）を0.25%引き上げ、3.25%とした。その後は、同水準で据え置かれている（注19）。

外貨準備の大幅な減少は、輸出の減少や資本流出に対応して通貨の減価圧力が強まり、為替介入が行われたことを反映している。原油価格の下落や人民元の切り下げに加え、2015年8月に政府所有の投資会社である1MDB（1 Malaysia Development Berhad）の資金繰りに対する投資家の懸念が高まったことなどから、為替レートが下落が加速した。

マクロプルーデンシャル政策は、主に家計部門向け融資に対して行われている。2010年末以降、3軒目以降の住宅ローンに関してloan-to-value ratioの上限を設けたほか、一部の住宅・個人ローンに関するリスク・ウェイトの引き上げや融資期間の短縮などを実施した。その結果、これらの融資の伸びを抑えることに成功している。

2013年7月には、ノンバンクを対象とする個人ローン抑制策がとられ、また、低所得者に対してより厳しいdebt-service-to-income ratio（可処分所得に対する債務返済額の比率）が課された。さらに、信用リスクをより正確に反映した金利設定が導入され、個人ローンの抑制効果が出ている。

マレーシアの場合、対外的脆弱性への配慮が求められる状況であり、また、家計債務への注視を継続することも必要である。政策金利の据え置きが続けられているが、資本流出の拡大に備えて流動性を十分供給できるようにしておくことが必要であり、当面は現在の金利を維持して事態を見守ることが適切であろう。為替レートが反発する局面で外貨準備の蓄積を図ることも不可欠である。

金利水準の低さが、近年、債務が拡大した一因となっている。世界的に景気の先行き不透明感が広がるなか、金融的脆弱性の悪化を抑制するために追加的にマクロプルーデンシャル政策を実施することも検討すべきであろう。

経済構造改革の推進も不可欠である。マレーシアは2020年までに一人当たり国民所得を15,000ドル以上に引き上げることを目標に掲げていることから、知識集約型経済の実現や生産性の向上を目指して、拡大する都市部のボトルネックを改善するためのインフラ整備、教育の質の向上、イノベーションを促進するための研究開発支出の拡大などが求められる。さらに、ASEAN経済統合を成長底上げの機会として生かすことが重要であろう。

(4) フィリピン

A. 脆弱性の現状と評価

フィリピンの国際収支をみると、貿易収支は伝統的に赤字であるが、海外労働者送金が拡大したため、景気循環によらず経常収支黒字を維持できる構造となっている。かつては「アジアの病人」と呼ばれ、長く低成長に甘んじ、為替レートも低迷していたが、現アキノ政権誕生後は高成長を実現し、金融資本市場も好調を維持してきた。為替レートも、5カ国のなかで相対的に強いという期待が投資家の間で一般的となっているようである。

対外的脆弱性についてみると、外貨準備が2005年以降急増し、近年も安定的に推移しており、対短期対外債務比率や輸入カバー率は5カ国のなかで最も良好である。伝統的にドル建ての対外債務に依存する傾向があるが、近年は対外債務の対GDP比率も低下している。

対外純資産の対GDP比率は、2001年の約▲49%から2015年6月には▲13.8%に改善した。背景には、対外銀行借り入れの減少や外貨準備の増加などがある。

国債市場における海外投資家保有比率は、インドネシアやマレーシアよりもやや低い（注20）。金利に関する源泉徴収課税や債券購入時の煩雑な手続きなどが、阻害要因になっている模様である（図表30）。したがって、資本流出時に受ける影響も、相対的に小さいと考えられる。

（図表30） 金利に対する源泉徴収課税

	国債	社債
中国	免税	非居住者に対し10%。租税条約により減免可能。
香港	免税	個人は免税。企業は利益に対し17.5%の課税。
インドネシア	居住者は債券では15%、中銀債では20%の課税。非居住者は20%の課税。条約により減免可能。当局に登録した投資信託に関しては、税率は15%。	居住者は15%の課税。非居住者は20%の課税。条約により減免可能。当局に登録した投資信託に関しては、税率は15%。
韓国	国内機関投資家は14%、個人投資家は15.4%の課税。非居住者は14%。	国内機関投資家は14%、個人投資家は15.4%の課税。非居住者は14%。
マレーシア	免税	免税
フィリピン	20%の課税。外国企業は、フィリピンで発生した所得に対し30%の課税。非居住者である個人の場合は25%。	標準税率は20%。
シンガポール	免税	個人投資家は免税。内外機関投資家は、資格を満たせば免税。
タイ	国内個人投資家は15%、機関投資家は1%、非居住者は免税。	国内個人投資家および非居住者は15%。
ベトナム	5%の課税。	10%の課税。

（資料） Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Nov. 2013, p 60

総じて、対外的脆弱性に関して大きな問題は発生していないようである。一方、金融的脆弱性に関しては、銀行融資の伸びが2014年に高まったことが懸念される。ただし、家計債務の対GDP比率は2007年から2014年にかけて約2%低下し、7%程度にとどまっているため、大きなリスクはないものと考えられる（注21）。一方、企業債務に関しては、①水準は低いものの拡大傾向にあること、②中小企業は大企業に比較して債務比率が高く、金利の上昇に対して相対的に脆弱であること、③大半の企業の金利・為替ショックに対する耐性に問題はないが、一部の不動産開発業者が債務を著しく増加させており、注視が必要であること、などが指摘されている。

B. 政策対応の現状と課題

2014年に預金準備率が18%から20%に引き上げられ、政策金利も0.5%引き上げられるなど、金融引き締めが実施された。これらの結果、信用の伸びやインフレ率が大幅に低下した。原油価格の低下も、インフレの抑制に寄与している。

今後も、これらの動向を注視しつつ、必要に応じて引き締めを実施していく必要がある。また、外貨準備は十分に蓄積されており、為替介入は為替レートの過度の変動を回避する目的に限定して行うべきである。

マクロブルーデンシヤル政策についてみると、2014年に不動産融資に対する監視が強化され、loan-to-value ratioが60%に制限された結果、不動産部門への信用の伸びが抑制された。また、リーマン・ショック以降の信用の拡大に伴い、ASEAN5カ国ではノンバンク金融機関が拡大していることから、フィリピンでもそのデータを把握し、監督を強化することが課題となっている。さらに、銀行の対外借入れやNDF（Non-Deliverable Forwards）取引（為替のオフバランス取引）のエクスポージャーを厳しく制限するなど、資本取引規制・外国為替取引規制も多く行われている。

フィリピンの場合、対外的脆弱性に関する良好な状況を維持しつつ、マクロブルーデンシヤル政策の実施などによって企業債務の状況悪化を回避することが求められる。企業の借入れに占めるドル建て比率がインドネシアに次いで高いことに関しては、注意が必要であろう。また、経済構造改革としては、インフラ整備を推進するためのPPP（官民連携）の枠組み強化や投資環境の改善、家計部門や中小企業のアクセスを改善する金融包摂の促進などが主な課題となっている。

(5) シンガポール

A. 脆弱性の現状と評価

シンガポールの経常収支黒字の対GDP比率は非常に高いが、これは貯蓄率の高さに対応しており、その背景には、国際金融センターとしての地位、国内の所得格差の大きさ、急速な高齢化の進展など、多くの要因がある。短期的には、原油価格の低下が貿易黒字の拡大をもたらしている。

対外資産負債の状況は、大きなリスクとはみなされていない。短期対外負債の相当部分は外国銀行の支店の資金取引によるものであるが、これは銀行部門の短期対外資産によって相殺されており、また、当局による流動性リスクの監視も行われているため、懸念材料とはなっていない。

ただし、対外開放度が高く、資本取引も自由化されているため、国際経済・金融情勢の影響は大きく、それに備えることは常に必要とされる。

リーマン・ショック時のような国際流動性が縮小する危機的状況に備える意味では、外貨準備を豊富に保有しておかなければならない。また、シンガポールは、主に対外開放度が高いことを理由に名目実効為替レートをコントロールする金融政策を実施しており、為替介入のために日常的に外貨準備が必要とされる。

現状、外貨準備は短期対外債務の20%にとどまるが、対外純資産の大きさを考えれば問題はないと考えられる。外貨準備の対GDP比率は、5カ国のなかで圧倒的に高い。外貨準備は2014年6月から2015年3月にかけて296億ドル減少したが、これは為替レートの変化に伴う評価変更によるものである。

また、過去の実績をみても、シンガポールは信用力が高いため、2国間通貨スワップにより他の中央銀行からドルを調達することが容易にできると考えられる。

金融的脆弱性に関しては、リーマン・ショック以降、企業債務の対GDP比率が上昇している。今のところ、企業の債務返済能力に問題が生じる兆しはないが、アメリカの利上げによる影響も予想されることから、金融当局は企業債務に関連するリスクを注視し続ける必要がある。

家計債務に関しても同様であり、対GDP比率は2008年以降大幅に上昇し、高止まりしている。これに対処する多様な政策が実施され、家計部門のバランスシートは全体的には健全性を維持している。た

だし、金利上昇に伴うリスクは存在しており、債務削減を目指す対策の継続が求められる。

B. 政策対応の現状と課題

2015年1月、期待インフレ率の低下と不透明な経済成長見通しを受け、名目実効為替レートの変動範囲（バンド）の増価ペースを遅らせる形で金融緩和が実施された。また、10月にも同様の方法により、追加緩和が実施された。景気が減速傾向にあり、現状においてこれは適切な政策スタンスとみられる。

なお、民間債務の増加により、国内金利の変動が経済に与える影響が従来以上に強まっていることから、この点も考慮に入れて金融政策を実施することが必要となっている。今後、名目実効為替レートに加え、国内金利を注視していくことが求められる。

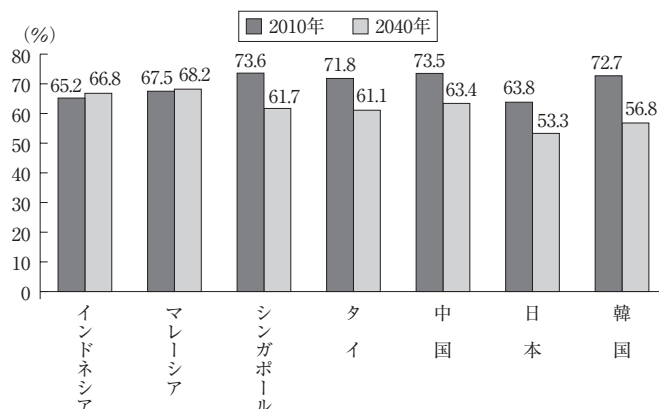
マクロプルーデンシャル政策が集中的に用いられるようになったのは、2009年以降である。とくに不動産価格に注意が払われており、不動産融資に関するloan-to-value ratioやdebt-service-to-income ratioの段階的な引き下げ、融資期間の制限、不動産取引に関する印紙税率の引き上げ、住宅用地の供給の加速などが実施されている。また、家計債務の過度の増加を防ぐため、自動車ローンや無担保ローン（カードローンを含む）に対しても規制が導入されている。

これらの結果、信用の状況は改善してきている。また、民間居住用不動産価格指数は2013年7～9月期のピークから2014年末にかけて約5%低下したほか、住宅取引件数は2013年に前年比約3分の2に減少し、2014年には同50%減となった。

シンガポールの場合、対外的脆弱性には基本的に問題はないと考えられる一方、金融的脆弱性に関してはやや注意が必要であるといえよう。したがって、マクロプルーデンシャル政策を継続することが重要である。

経済構造改革としては、外国人労働者の受け入れ規制が強化される一方で国内の高齢化が進んでおり、労働生産性の改善が求められている（図表31）。そのため、教育・訓練、技術開発、起業などに多角的な支援が実施されており、その一層の強化が必要である。

（図表31）生産年齢人口比率の変化



（資料）IMF [2015e]
（原典）国連「世界人口予測」（2012年改定版）

(6) タイ

A. 脆弱性の現状と評価

タイの経常収支をみると、パーツの実質実効レートが増価傾向にあるなか、経済ファンダメンタルズが不安定であったことを反映し、過去10年間にかなり変動してきた。2010年以降も、2012年と2013年に赤字になっている。2014年は3.8%の黒字となり、当面は黒字の持続が見込まれる。

対外純資産の対GDP比率は、2000年の▲48%から2009年には▲2%に改善した。その後は直接投資や証券投資の流入が増加したため、2015年6月には▲20.7%となっている。ただし、負債の拡大の主因は評価額の変更やデータの修正によるものであり、今後は安定的な推移が見込まれ、大きな懸念材料ではないとされている。

外貨準備の対短期対外債務比率や輸入カバー率は、5カ国のなかでフィリピンの次に良好であり、対GDP比率も、低下傾向にあるもののシンガポールに次いで高い。

また、国債市場における海外投資家保有比率はインドネシアやマレーシアに比較して大幅に低く、資本流出があった場合の影響は相対的に小さいと考えられる。総じて対外的脆弱性に大きな問題はないとみられるが、過去、経常収支が不安定であったことや、対外債務が増加傾向にあることなどを考慮すれば、注意は必要であろう。

金融的脆弱性に関しては、タイにおいてもノンバンク金融機関の拡大が顕著であり、規制が必要となっている（図表32、注22）。国内信用の対GDP比率は2007年の154%から2013年には197%となったが、2012年以降、金融機関が慎重になり、信用の伸びは大きく低下している。

(図表32) ノンバンク（非商業銀行）金融機関の動向

インドネシア	資産の対GDP比率は、2006年の3%未満から2013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。2011～2013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。2006～2013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、2006年の100%未満から2013年には120%に上昇。
タイ	拡大は最も急速。資産の対GDP比率は、2006年の13%から2013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 [2015c]

家計債務の対GDP比率も高まったが、約3分の2が消費関連、残りが不動産・土地関連となっている。都市部の一部を除いて、目立った不動産ブームは起こっていない。また、家計部門は債務の約2倍の金融資産を保有している。

企業債務は全体としてそれほど顕著に伸びておらず、債務の外貨建て比率も2012年以降、低下傾向にある。ただし、一部のコングロマリット企業に海外で資金調達を増やす動きがみられ、注意を要する。

B. 政策対応の現状と課題

近年、政策金利が段階的に引き下げられ、金融緩和が維持されている。銀行融資の伸びは顕著に低下しており、また、消費者物価もマイナス圏内での推移となっていることから、金融緩和を維持することは可能である。ただし、低金利が資本流出を招く可能性もあり、慎重な政策運営が求められる（注23）。

また、外貨準備は十分に蓄積されており、為替介入は為替レートの過度の変動を回避する目的に限定して行うことが望ましいと考えられる。

タイの場合、対外的脆弱性に関する良好な状況を維持すること、マクロプルーデンシャル政策などによって債務比率の高い一部の企業の状況に注意することなどが求められる。総じて、金融面にそれほど大きな懸念はないとみられる。

マクロプルーデンシャル政策についてみると、リーマン・ショック後の資本流入の増加と住宅ブームに対応するため、2010年に住宅ローンを抑制するための規制強化が実施された。また、金融監督強化策として、金融安定委員会の設立や金融安定報告書の発行などが実施されている。今後の課題としては、商業銀行以外の金融機関のプレゼンスが高まっており、規制強化が求められるほか、低所得者の家計債務や国内ビジネスを行う中小企業の債務を注視していく必要がある。

資本取引規制も、政策手段として適時用いられている。2010年には、資本流入の急増に対応し、海外投資家の国債保有に関する15%の源泉課税（2005年に廃止）が再導入されたほか、居住者による対外直接投資・対外融資・外貨保有の上限が引き上げられた。

タイでは、高齢化が急速に進む一方、労働者の約40%が生産性の低い農業に従事しており、国際競争力を有する産業もほとんどない。中所得国の罫の問題を回避するためには生産性の上昇が不可欠であり、インフラ整備、教育・訓練の向上、研究開発の強化による高付加価値製造業の創出、農業保護の削減、中小企業融資の拡大、国有企業改革の推進などが経済構造改革の課題となっている。また、定年の引き上げ等による高齢者の労働力化や移民の受け入れなども、検討を要する課題である。

(注16) financial deepeningには、金融仲介機能の向上、金融資産価格の安定性、ヘッジの可能性などの要素も含まれる。financial deepeningはしばしばfinancial integrationと併せて起こるため、その効果を測ることは容易ではない。

(注17) 以下の記述は、IMF [2015b] p.21による。

(注18) 政策金利であるBIレートはこの引き上げにより7.5%となり、さらに2014年11月に7.75%に引き上げられた後、2015年2月に7.5%に引き下げられた。この引き下げは市場に唐突感を与え、ルピア売りにつながった。2016年1月14日、景気鈍化の一方で為替下落が一服、物価も安定するなか、7.5%から7.25%への引き下げが行われた。この日、ジャカルタでは爆破テロが発生したが、中央銀行は政策会合を続行し、利下げを決めた。

(注19) 2016年1月には、減速する景気を刺激するため、預金準備率を0.5%引き下げ、3.5%とした。

(注20) Mitra and Ng [2014] の記述による。

(注21) IMF [2015f]、11ページによる。フィリピンに関しては、金融関連データが一般的に未整備であることが問題点として指摘されている。

(注22) 商業銀行信用の対GDP比率は2007年の99%から2013年には128%となったが、それ以外の金融機関は2007年の55%から2013年には69%となった。家計向け融資の60%が商業銀行以外の金融機関によって供給されている。

(注23) 中央銀行は、金融市場は十分緩和されており、為替レートの安定も重要であることから、当面、追加緩和は行わないとしている。(2016年1月25日付日本経済新聞7面「タイ中銀、当面緩和せず」による。)

5. 今後の政策に関するポイント

(1) 急激な資本流出への対策

以上、5カ国の対外的・金融的脆弱性の状況と求められる対策について検討した。各国の問題点は少しずつ異なっており、求められる対策も異なる。すでにみた通り、途上国のなかでも脆弱性の深刻な国で資本流出が激しくなる一方、初動の部分では一様に混乱に見舞われる可能性が高い。したがって、資

本流出の原因となる脆弱性を軽減する努力を行う一方で、流出の発生を想定した備えを怠ってはならない。

資本流出を抑制するために用いられる政策手段は、流入を抑制する場合と基本的に同じである（注24）。マクロ経済面の不均衡や脆弱性が原因である場合、金融引き締めが必要となる。また、自国通貨の減価をある程度容認することでショックを吸収する方法も考えられるが、外国為替市場の規模や通貨のミスマッチの程度などへの配慮が求められる。こうした方法をとるか、それとも為替介入を行うかは、減価が急激である場合、難しい判断となる。

銀行経営の悪化を防ぐための段階的な金融部門政策も重要である。加えて、資本流入規制の緩和や流出規制の強化も考えられる。資本流出規制の強化は、マクロ政策や金融部門政策の実施を前提とした追加的な政策と位置付けられ、限定的・時限的なものとすべきである。

さらに、緊急時の流動性供給体制の強化も不可欠である。これには、外貨準備の蓄積や2国間・多国間の通貨スワップ等のメカニズムが含まれる。前述の通り、域内金融協力の中でCMIMやAMROが整備されつつあるが、CMIMにおいては、IMFプログラムの発動を前提とせずに実施できる部分が、依然として取極額（買入可能総額）の30%にとどまっている。一方、AMROはIMF・世銀・ADBなどの協力も得ながら機能を強化しており、今般、国際機関に格上げされることとなった。今後、AMROのサーベイランス機能を一段と強化し、CMIM発動の自由度を高め、実際に利用されるものとするのが喫緊の課題である（注25）。

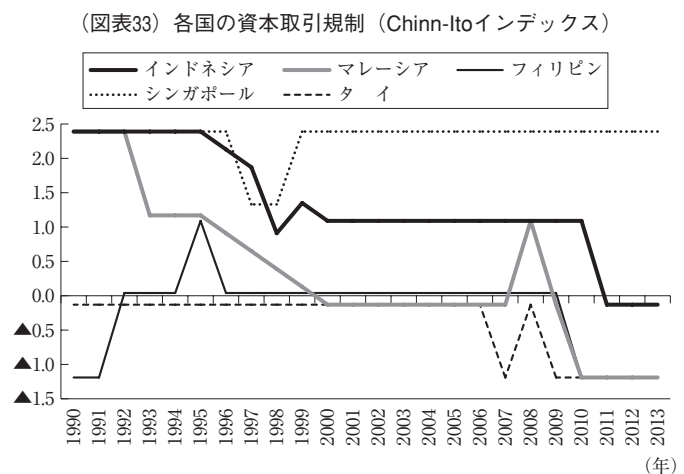
(2) 域内金融統合と資本取引規制

ASEAN経済共同体（AEC）の創設とともに、ASEAN諸国の域内金融統合に向けた動きが進められている。AECのなかでは「より自由な資本フロー」が目指されており、域内金融統合の主なアジェンダに資本取引の自由化が含まれていることは本稿の冒頭で述べた通りである。

域内金融統合とは域内の資金循環が拡大することを意味しており、それによって域内におけるインフラ整備の資金調達需要を満たすなど、

「域内の貯蓄を域内の投資に」振り向けることが可能となる。また、域外への依存度を引き下げることで、域外からの資本フローがもたらすリスクを軽減することが併せて期待される。シンガポールやマレーシアの上位銀行は、すでに域内クロスボーダー融資や域内他国への拠点進出を活発化させている。

域内金融統合を推進するためには、資本取引を自由化することが不可欠である。従来、アジアでは通貨危機の教訓から一定の資本取引規制が維持されているが



(資料) http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

(注) IMFの資本取引規制に関する年報に基づき算出され、値が大きいかほど自由度が高いことを示す。

(図表33)、流入規制に比較して流出規制が相対的に厳しい。今後、流出規制を緩和することで、リージョナル・バイアスを有する域内の投資家や金融機関が域内金融統合推進の担い手になると考えられる。

しかし、資本取引を自由化する際に、特定地域の投資家を優先的に扱うことは通常は行われぬ。したがって、自由化には域外からの資本流入が拡大することによるリスクが伴うことになる。資本取引自由化の前提条件である健全なマクロ政策の実施や国内金融システムの整備が伴わなければ、資本流入の拡大によるメリットを享受することはできない。このことを踏まえ、AECブループリントに記述された資本取引自由化の戦略も、極めて慎重なものとなっている。

ASEAN諸国の現状の資本取引規制をみると、ほとんどすべての国で海外での本国通貨の使用や本国通貨による対外貸し出しが制限されているほか、投資家による外国為替リスクのヘッジ取引も制約されている。域内金融統合を進める過程で廃止すべき規制もあるが、資本取引自由化の前提条件が十分に満たされない限り、これらの規制を維持することが適切と考えられる。

域内金融統合の推進は97年の危機の教訓に基づいて行われているものであるが、その過程においても資本フローがもたらすリスクから逃れることはできない。したがって、金融安定に配慮しつつ、域内統合を進めていく必要がある。

資本取引自由化以外のアジェンダとして、域内諸国間の金融発展度の格差を縮小し、銀行部門や資本市場に関する法規制や市場インフラなどの調和 (harmonization) や相互承認 (mutual recognition) を図る試みが行われている。これについても、地域的な規制監督体制を構築することによって競争の激化などによるリスクの発生を抑制する必要があるが、後発国の金融システム整備や調和・相互承認の実現に向けた努力は域内諸国の金融システム強化に結び付き、資本取引自由化が進む可能性を高めることになる。

以上のことから、多角的な取り組みを同時進行させ、域内金融統合を緩やかに進めていくことが望ましい戦略であろう。

(3) 原油価格の低下や中国経済・金融情勢などへの対応

A. 世界貿易の減少

アメリカの利上げがもたらす国際金融情勢の不安定化に加え、アジア経済は幾つかの国際的な問題に直面している。以下、それらについて述べる。

途上国の経済成長などを背景に、2000年から2007年にかけて世界貿易は年率約7%で増加した。しかし、2010年以降、その伸びは以下の要因から大幅に低下している(注26)。①2010年から2015年にかけて先進国の経済成長率が年平均2%未満にとどまり、輸入の伸びも同4.8%未満となったこと。②各国の投資の回復が鈍く、資本財などを中心に貿易が抑制されたこと。③グローバル・バリュー・チェーンの拡大が減速したこと。④金融規制の強化を背景に、銀行が貿易金融の拡大に慎重になったこと。⑤貿易自由化の動きが停滞したこと。

今後、原油価格の下落による輸送コストの低下が予想されるものの、その貿易促進効果は限定的と考えられる。アジア諸国は歴史的に輸出主導型の経済成長を遂げてきたが、今後は貿易依存度の低い経済成長を実現していくことが求められよう。

B. 商品価格の低下

原油や金属の価格は2011年のピークから50～60%以上下落しており、今後10年間は低位にとどまるという予想もある。農産物価格も、同じく20%以上下落している。

原因は、原油や金属の供給増加、需要の減少、ドルの増価などにある。商品輸出国では収入の減少に応じて財政引き締めが行われ、また、自国通貨の減価に対応して政策金利を引き上げた国もあり（ブラジル・コロンビア・ペルー・ロシアなど）、経済成長が損なわれている。

ASEAN5カ国では、インドネシアとマレーシアが資源輸出国に該当する。このうち、マレーシアについてみると、東南アジアでインドネシアに次ぐ原油産出国であり、また、天然ガスの埋蔵量もアジアで3番目に多く、その輸出量はカタールに次いで世界第2位である。

石油やその他の商品が経済成長に重要な役割を果たしており、2014年にはこれらの生産・加工・輸出がGDPの15%を占めるとともに、GDPの6%に相当する貿易収支黒字を生み出している（注27）。また、石油・ガス関連収入は、政府の財政収入の約30%を占めている。

実証分析から、原油価格の低下はマレーシアの経済成長率の低下に結び付くことが示されている。したがって、低価格の持続を前提とすれば、多様な経済構造改革の推進によって経済成長を加速する努力が一層重要となる。また、財政収支に対する中期的な影響も大きく、その健全化のために増税等の追加的な対策が必要となろう。

C. 中国経済・金融情勢の変化

中国は、消費をけん引役とする経済成長への移行、金融・企業部門が抱える脆弱性の克服、市場ベースの金融システムの構築、といった困難な課題への対応を迫られている。それによる経済成長の緩やかな減速は不可避であるが、実際には実質GDP成長率の予想以上の低下や人民元の減価傾向が続き、拡大した企業債務に伴うリスクに対する懸念も高まっている。

2015年末には、IMFの特別引き出し権（SDR）を構成する通貨バスケットに第5の通貨として人民元を加えることが決定されたが、それによってどの程度金融資本市場改革が進むかは未知数である（注28）。株価や為替レートの変動をコントロールするために市場経済の観点からみれば通常とはいえない政策が多く実施され、今後の改革の方向性に対する市場の信認は低下している。

中国の景気減速は、世界貿易の減少や商品価格低下の原因ともなっている。また、人民元の減価は、各国の国際競争力を変化させる。これに政策の不透明性に対する懸念が加わり、中国の経済・金融情勢が世界経済、とくに途上国経済に及ぼす影響は高まり続けている。

影響が波及する主なチャンネルは経済成長や貿易であるが、2010年以降、信認のチャンネルや金融面の直接的な結び付きも強まっている。その背景には、資本取引の自由化・多様化がある。例えば、国際債券市場で中国企業のドル建て債券発行が数多く行われていることや、上海・香港相互株式投資制度などの資本取引の新たな経路が創出されたことを想起すれば、金融面の結び付きが強まっていることは明らかであろう。

中国の対外資産負債残高の対GDP比率をアメリカと比較した場合、対外直接投資や対内・対外証券投資に関しては、アメリカが圧倒的に高い（注29）。アメリカのアジアに対する金融面の影響は、資金

調達コスト、ポートフォリオの組み替え、リスク意欲などのチャンネルを通じて、幅広く及んでいる。一方、中国の影響は、主に期待やリスク意欲などのチャンネルによっていると考えられる。

アジア諸国の対外資産負債残高の状況を見ると、負債側で先進国の民間投資家による対内直接投資や対内証券投資が大きいことが特徴的であり、いわゆる「リスク・オン、リスク・オフ」がもたらす影響、とくに危機的な状況における資本流出の影響を受けやすい構造となっている。そのため、危機時には、資金調達コストの上昇やリスク回避の動きを通じてアメリカの影響が強まる。

このように、株価や為替レートの変動が波及する程度に関して、危機時にはアメリカの影響度が高まる一方、平時には中国の影響度が相対的に高まる傾向があり、平時には中国の影響度がアメリカと肩を並べる状況となる。

この状況は、今後、さらに変化していく可能性が高い。近年、中国の株価や人民元レートの変動が海外の金融資本市場に及ぼす影響は、著しく強まっている。そのことは、2016年入り後の世界の株式市場の動きをみても明らかである。

こうしたなか、ASEAN諸国は、アメリカと中国の双方の影響に配慮した政策対応を迫られている。今後、域内金融統合が緩やかに進むと考えられるが、それによってアメリカの影響度が低下する一方、人民元の国際化が進んで中国の影響度が一層高まる展開も予想される。ASEAN諸国の金融安定を考えるうえで、これらの点に注目していくことはますます重要となろう。

(注24) 以下はIMF [2015j] による。

(注25) CMIMは、いまだに発動された実績がない。

(注26) Didier et al. [2015] による。

(注27) IMF [2015a] p.37。

(注28) 人民元のSDRバスケットへの採用に関しては、清水 [2015] を参照。

(注29) 以下は、Shu et al. [2015] を参考とした。

(2016. 2. 12)

参考文献

- ・入村隆秀 [2015]. 「マレーシア：リングはアジア最弱通貨の座を返上し、安定化したのか」三菱UFJ国際投信『アジア投資環境レポート』、12月14日号
- ・入村隆秀 [2016]. 「インドネシア：ジャカルタ爆破テロ当日に利下げを実施、景気支援を始めた中央銀行」三菱UFJ国際投信『アジア投資環境レポート』、1月18日号
- ・神尾篤史 [2013]. 「資本流入と資本規制～ASEAN主要国のケース～」大和総研調査季報秋季号Vol.12
- ・清水聡 [2009a]. 『アジアの域内金融協力—金融「地産地消」モデルの模索』東洋経済新報社
- ・清水聡 [2009b]. 「世界同時不況下でのインドの為替金融政策」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.9 No.35
- ・清水聡 [2012]. 「アジア金融統合の現在—金融の安定化と域内内需の促進—」日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.12 No.47
- ・清水聡 [2014]. 「経済共同体の設立とASEAN諸国の金融資本市場」日本総研調査部『環太平洋ビ

ネス情報RIM』 Vol.14 No.55

- ・清水聡 [2015]. 「人民元のSDRバスケットへの採用に関する議論」日本総研『リサーチ・フォーカス』 No.2015-032、10月8日
- ・三菱総合研究所政策・経済研究センター [2015]. 「資金流出に直面する新興国経済—高まる成長下振れリスク—」10月16日
- ・Almekinders, Geert, Satoshi Fukuda, Alex Mourmouras and Jianping Zhou [2015]. “ASEAN Financial Integration,” IMF Working Paper WP/15/34, Feb.
- ・Arteta, Carlos, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge and Marc Stocker [2015]. “The Coming U.S. Interest Rate Tightening Cycle : Smooth Sailing or Stormy Waters?” World Bank Group Policy Research Note PRN/15/02, Sep.
- ・Asian Development Bank [2013]. “Volatile capital flows and financial market vulnerabilities,” in *Asian Development Outlook 2013 Update*, Sep., pp.14-24.
- ・Asian Development Bank [2014]. “Navigating unpredictable financial flows,” in *Asian Development Outlook 2014*, Apr., pp.17-22.
- ・Asian Development Bank [2015a]. “Responding to capital flows,” “Corporate debt and the strengthening dollar,” in *Asian Development Outlook 2015 Update*, Sep., pp.13-22.
- ・Asian Development Bank [2015b]. *Asia Bond Monitor*, Nov.
- ・BIS Monetary and Economic Department [2014]. “The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets,” BIS Papers No.78, Aug.
- ・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.
- ・Darber, Salim M. and Xiaoyong Wu [2015]. “Experiences with Macroprudential Policy – Five Case Studies,” IMF Working Paper WP/15/123, Jun.
- ・Didier, Tatiana, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge and Lei Sandy Ye [2015]. “Slowdown in Emerging Markets : Rough Patch or Prolonged Weakness?” World Bank Group Policy Research Note PRN/15/04, Dec.
- ・Gagnon, Joseph E. [2014]. “Currency and Maturity Mismatches in Asia,” in Asian Development Bank and Korea Capital Market Institute ed., *Asian Capital Market Development and Integration Challenges and Opportunities*, Oxford University Press.
- ・IMF [2014]. “Corporate Leverage in Asia : A Fault Line?” in *Regional Economic Outlook : Asia and Pacific*, Apr.
- ・IMF [2015a]. “Malaysia 2014 Article IV Consultation – Staff Report,” IMF Country Report No.15/58, Mar.
- ・IMF [2015b]. “Indonesia 2014 Article IV Consultation – Staff Report,” IMF Country Report No.15/74, Mar.
- ・IMF [2015c]. “Thailand 2015 Article IV Consultation – Staff Report,” IMF Country Report No.15/

114, May.

- IMF [2015d]. “2015 External Sector Report – Individual Economy Assessments,” Jun.
- IMF [2015e]. “Singapore 2015 Article IV Consultation – Staff Report,” IMF Country Report No.15/199, Jul.
- IMF [2015f]. “Philippines 2015 Article IV Consultation – Staff Report,” IMF Country Report No.15/246, Sep.
- IMF [2015g]. “Philippines Selected Issues,” IMF Country Report No.15/247, Sep.
- IMF [2015h]. “Three Scenarios for Financial Stability,” *Global Financial Stability Report*, Chapter 1, Oct.
- IMF [2015i]. “Corporate Leverage in Emerging Markets – A Concern?” *Global Financial Stability Report*, Chapter 3, Oct.
- IMF [2015j]. “Managing Capital Outflows – Further Operational Considerations,” Dec.
- 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.
- McCauley, Robert N., Patrick McGuire and Vladyslav Sushko [2015]. “Dollar credit to emerging market economies,” in *BIS Quarterly Review*, Dec.
- Mitra, Sabyasachi and Thiam Hee Ng [2014]. “Managing Foreign Fund Flows into Asia’s Domestic Bond Markets,” in Asian Development Bank and Korea Capital Market Institute ed., *Asian Capital Market Development and Integration Challenges and Opportunities*, Oxford University Press.
- Shu, Chang, Dong He, Honglin Wang and Jinyue Dong [2015]. “The influence of Chinese and US financial markets on Asia-Pacific,” in BIS Monetary and Economic Department, “Cross-border Financial Linkages : Challenges for Monetary Policy and Financial Stability,” BIS Papers No.82, Oct.
- 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.
- Villafuerte, James and Josef T. Yap [2015]. “Managing Capital Flows in Asia : An Overview of Key Issues,” ADB Economics Working Paper Series No.464, Nov.