

2018年7月5日  
No.2018-013

## 新興国からの資本流出の拡大と ASEAN5 各国の金融リスク

調査部 主任研究員 清水聡

### 《要 点》

- ◆ 近年、米国の金融引き締め政策が実施される中、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）に対する証券投資やその他投資は減少傾向にある。2018 年入り後は、米国長期金利の上昇が続いていることもあり、5 カ国の国債・株式市場からの資本流出が拡大し、為替レートも減価している。こうした事態への対策としては、適切なマクロ政策の実施、外貨準備の蓄積、国内金融システムの整備などが求められる。
- ◆ 5 カ国の対外的脆弱性についてみると、まず、マレーシアの外貨準備は十分とはいえない。インドネシアの脆弱性は改善傾向にあるが、金融深化（金融システムの拡大）が進んでおらず、海外からの資金調達に依存しがちであるという問題を抱えている。この点は、国債市場における海外投資家保有比率の高さや、企業借り入れにおける外貨建て（特にドル建て）比率の高さとなって現れている。フィリピンにも、一部、同様の傾向がみられる。また、近年はマレーシアやシンガポールでも外貨建て資金調達の増加傾向がみられ、それが対外的脆弱性を高める原因となっている可能性がある。
- ◆ 5 カ国の銀行部門の状況についてみると、近年、融資の伸びの低下が各国でみられたが、不良債権比率の上昇は限定的である。また、自己資本比率は各国で 15% を超えている。このため、不良債権の拡大による損失が生じたとしても、銀行危機が起こる可能性は低い。ただし、一部の業種（石油ガス関連、不動産業など）や中小企業では不良債権比率が高まっており、今後の動向が懸念される。
- ◆ 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、新興国の金融資本市場に影響を及ぼす。今後も米国長期金利の上昇が続けば、先進国投資家のリスク回避志向が強まり、ASEAN の金融資本市場も軟調が続く可能性が高い。特に、トランプ政権の保護貿易政策により世界経済に悪影響が及ぶ事態となれば、このような傾向に拍車がかかることになろう。ASEAN 諸国においても景気が減速し、通貨の減価や企業経営の悪化が深刻化することが懸念される。5 カ国は、このようなリスク・シナリオに備える必要がある。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・清水聡宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-2456

Mail: [shimizu.satoshi@jri.co.jp](mailto:shimizu.satoshi@jri.co.jp)

本資料は、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。本資料は、作成日時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。

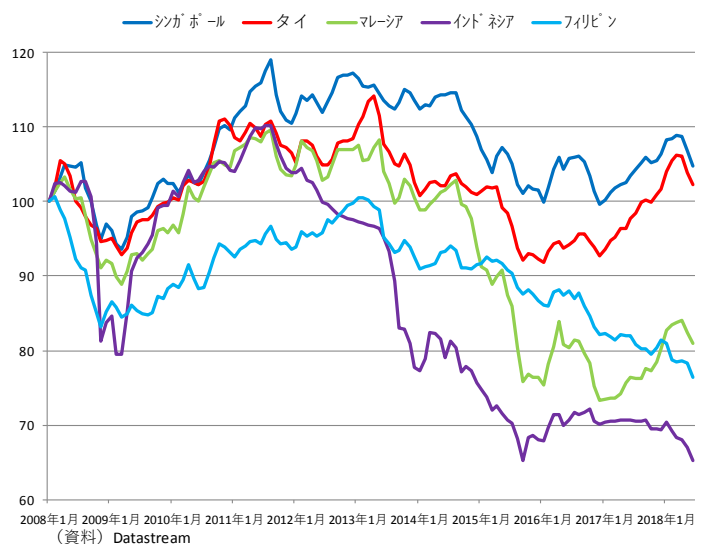
## 1. 新興国に対する資本フローの減少と ASEAN 5 カ国の状況

米国では政策金利の引き上げが 2015 年 12 月に始まり、2016 年に 1 回、2017 年に 3 回、2018 年に 2 回、各 0.25% の引き上げが行われた結果、FF 金利の誘導目標は 1.75~2.00% となった。4 月下旬には 10 年国債の利回りが 3.0% 台に乗せ、先進国投資家のスタンスに影響を与えたと考えられる。このため、新興国からの資本流出が拡大し、経済ファンダメンタルズが脆弱なアルゼンチンやトルコなどの通貨が大幅に下落した。特にアルゼンチン・ペソは年初の 1 ドル=18 ペソ台から 6 月 15 日には 1 ドル=28 ペソ台となり、下落率は約 36% に達した。アルゼンチンは IMF から 500 億ドル相当の支援（スタンドバイ・クレジット）を受けることになったが、事態は收拾していない。これは、同国のインフレ率が 2017 年末に 24.8%、経常収支の対 GDP 比率が 2017 年に▲4.8% となるなど、経済運営に多くの問題を抱えていることが背景にある。

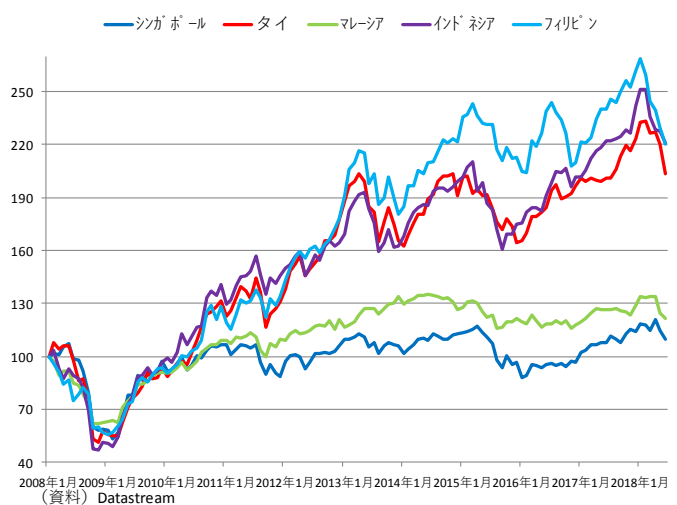
こうした影響は、本稿の検討対象である ASEAN5 カ国にも及んでいる。**図表 1-1**、**図表 1-2** は、5 カ国の通貨の対ドル名目レートと株価指数の推移を 2008 年 1 月=100 として示したものである。これによると、リーマンショック後に増価していた為替レートが 2013 年 5 月のテーパータントラム（当時のバーナンキ FRB 議長が量的緩和政策の変更を示唆したことを契機に発生した国際金融市場の混乱）以降、減価に転じ、マレーシア・インドネシア・フィリピンの為替レートは 2008 年 1 月を大幅に下回る水準となっている。一方、株価指数は上昇しているが、テーパータントラム以降はタイ・インドネシア・フィリピンにおいて変動が大きくなっている。2018 年 1~6 月にかけて、各国通貨の対ドルレートや株価指数は軒並み低下した（**図表 2**）。インドネシアやフィリピンを中心に、海外投資家が ASEAN 諸国の国債や株式を売却していることが背景にある。

こうした流れを受け、2018 年入り後、各国は金融引き締めを実施している。インドネシアでは、5 月 17 日と 30 日に各 0.25%、さらに 6 月 29 日に 0.5% の利上げを行った。マレーシアでは、1 月に 3 年半ぶりとなる 0.25% の利上げを行った。フィリピンでは、5 月と 6 月に各 0.25% の利上げが行われた。シンガポールでは、4 月に名目実効為替レートの政策バンドの上昇率が若干引き上げられた。これは 6 年ぶりの引き締めである。なお、タイは今のところ政策金利を据え置いているが、各国ともインフレ率や為替レートを意識した政策運営を余儀なくされる

（図表 1-1） 各国通貨の対ドル名目レートの推移（2008年1月=100）



（図表 1-2） 各国の株価指数の推移（2008年1月=100）



状況となっている。

**図表3**は、各国の国際収支から、金融収支の流入額（liabilities）の推移をみたものである。これらの数字は、海外投資家・金融機関によるネットの投資額や融資額を表している。黄色の網掛けをした部分は、流入額がマイナスとなるか他の年に比較してかなり小さくなった年を示している（直接投資は相対的に安定しているため、対象外）。**図表3**から示されるように、近年、米国の金融緩和政策の終了が示唆され、引き締め政策が実施される中で、5カ国に対する証券投資やその他投資は基本的に減少傾向にある。そのことが、為替レートを減価させる一因になっていると考えられる。

**(図表2) 2018年1~6月の変化率**

(%)

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

(資料) CEIC

## 2. ASEAN5 各国の状況に対する考え方

### (1) 1997年のアジア通貨危機後の諸改革の効果

1997年のアジア通貨危機の発生時には、アジア諸国のマクロ政策運営に問題があった。特に、経常収支赤字がタイを中心に大きく、また、外貨準備が短期対外債務に比較して少なかった(**図表4**)。

危機の教訓をもとに行われた様々な改革の中で、危機の再発防止の観点から特に重要であったと考えられるものは、以下の諸点である。第1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。理論上は、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い影響があることに注意が必要である。第2に、各国で名目為替レートの増価を抑制する政策がとられ、外貨準備が大幅に増加し

**(図表3) 各国の金融収支におけるグロス流入額の推移**

インドネシア (100万米ドル)				マレーシア (100万リンギ)				フィリピン (100万米ドル)			
	直接投資	証券投資	その他投資		直接投資	証券投資	その他投資		直接投資	証券投資	その他投資
2010	15,292	15,713	3,987	2010	35,186	71,643	n.a.	2010	1,070	6,359	5,629
2011	20,565	4,996	4,954	2011	45,987	44,661	n.a.	2011	2,007	3,100	1,341
2012	21,201	14,673	7,275	2012	27,542	85,323	n.a.	2012	3,215	4,169	3,473
2013	23,282	12,145	2,645	2013	35,653	29,076	n.a.	2013	3,737	363	230
2014	25,121	23,480	7,699	2014	34,649	▲11,242	n.a.	2014	5,740	▲3	▲66
2015	19,779	17,451	1,748	2015	37,888	▲17,024	n.a.	2015	5,639	▲2,128	864
2016	4,542	16,778	▲7,316	2016	56,038	806	n.a.	2016	8,280	▲264	▲1,864
2017	21,267	24,004	2,737	2017	41,000	4,077	n.a.	2017	10,049	▲796	▲63

シンガポール (100万Sドル)				タイ (100万バーツ)			
	直接投資	証券投資	その他投資		直接投資	証券投資	その他投資
2010	75,096	10,915	79,706	2010	466,071	243,999	513,779
2011	61,827	▲7,347	56,104	2011	70,392	118,801	▲2,913
2012	70,219	5,671	24,306	2012	400,904	321,421	447,105
2013	80,686	▲1,835	122,286	2013	494,520	▲47,168	296,270
2014	88,114	5,227	65,967	2014	161,287	▲154,054	188,835
2015	97,056	▲7,471	▲4,698	2015	305,254	▲441,325	▲61,058
2016	102,584	6,755	40,181	2016	111,699	49,984	▲20,350
2017	87,873	18,226	42,536	2017	308,221	321,843	125,833

(資料) CEIC

た。第3に、多く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。これらは、外貨が増えやすく減りにくい環境が整備されたことを意味する。

以下は国内金融システムに関する点であるが、第4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るとともに、マ

(図表4) 1997年の通貨危機以前の状況

	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 (%) (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, *Asian Development Outlook 2013 Update*

クロプルーデンシャル政策などを含む金融規制監督が強化され、銀行部門の健全性や収益性が大幅に改善した。第5に、債券市場の整備が政策的に進められ、内外の銀行からの借り入れに対する依存度が低下し、期間と通貨のダブル・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上昇したため、新たな不安定要因が生じたことには注意が必要である。

以上を要すれば、危機的状況に際しては、外貨を枯渇させないことと、国内金融システムの健全性を維持することが最も重要であるといえよう。

## (2) テーパータントラムの教訓

その後もアジアは2008年9月のリーマンショック、2013年5月のテーパータントラムなど、たびたび危機を経験してきた。リーマンショックでは、アジア諸国の国際収支は貿易・金融の両面から大きな影響を受けたが、国内銀行部門への影響は小さく、アジアの銀行が欧米の銀行とは対照的に健全な経営を行ってきたことが証明された。

一方、テーパータントラムにおいて特徴的であったことは、マクロ経済面で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りわけ大きく減価したことである。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。同じ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、危機以前の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確認された。

すなわち、資本流入が拡大する過程において、これを監視し、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が求められる。そのためには、マクロ政策を引き締め気味に運営しなければならない。資本取引規制を適宜活用することも必要である。加えて、国内金融システムを整備するとともにマクロプルーデンシャル政策を用いることが求められる。

ただし、資本取引を行っている以上、危機的状況において資本流出を完全に止めることはできない。資本流出は常に想定すべきであり、それに対する対策としては外貨準備の蓄積が最も確実ということになる。以上をまとめれば、資本フローがもたらすリスクに対応する具体的な手段として考えられるのは、①マクロ政策、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（外貨準備、2国間通貨スワップ、域内金融協力の枠組みであるチェンマイ・イニシアティブなど）、⑤国内金融システムの整備、ということになる。

## 3. ASEAN5 カ国の対外的脆弱性

### (1) 外貨準備

以下、5カ国の金融リスクについて検討する。5カ国の経済運営や金融システムは新興国の中では相対的に健全であり、当面、大きな問題が起こる可能性は低いとみられる。しかし、脆弱性の有無を確認しておくことは重要である。国際情勢が何らかの原因で一段と悪化した場合、脆弱な部分のリスクが顕在化する可能性があると考えられるためである。

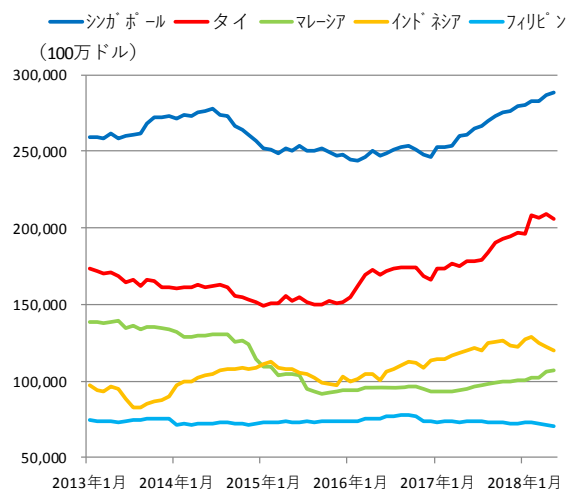
まず、対外的脆弱性の最重要指標である外貨準備の2013年以降の推移をみると、マレーシアで減少している以外は横ばいないし増加となっている（図表5）。その金額が適正であるか否かについては、近年、IMFが評価の試み（Assessment of Reserve Adequacy）を行っており、外貨準備の適正額を示す算式は、現状では以下の通りである。

固定相場制の国：10%×輸出額+10%×広義マネーサプライ+30%×短期負債+20%×その他負債  
変動相場制の国：5%×輸出額+5%×広義マネーサプライ+30%×短期負債+15%×その他負債

これによれば、近年、インドネシア・フィリピン・タイでは倍率が1を超えており（2017年にそれぞれ1.4倍、2.0倍、2.2倍）、外貨準備が適正水準を上回っていることになる。一方、マレーシアでは適正水準を下回っている（同0.8倍）。マレーシアには固定相場制採用国の算式が適用されており、為替政策をどちらかに分けることによる誤差は免れない。しかし、マレーシアの外貨準備は2018年3月に短期対外債務とほぼ同額（100.2%）にとどまっており、従来の伝統的な基準に照らしても不十分であるといわざるを得ない。

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・負債が大きく（2016年末にそれぞれGDP比1,036%と822%）、外貨準備は2017年末に短期対外債務の約26%にとどまっているが、IMFは対外純資産等を勘案すれば十分な金額であると判断している。

（図表5）外貨準備の推移



（資料）各国統計

## （2）その他の指標による評価

次に、対外的な脆弱性について国別に述べる。**インドネシア**は、テーパータントラムの時点ではフラジャイル・ファイブと呼ばれる脆弱性の高い国の一つとされ、他の新興国に比べ、より大きな影響を受けた。その後、経常収支赤字の対GDP比率は原油価格の下落や外需の回復などから緩やかに低下している（図表6）。外貨準備も、2017年11月時点で適正額の133%と十分である。しかし、インドネシアでは金融深化が相対的に進んでおらず（銀行部門の対GDP比率が低い）、海外資金に依存しがちであることに注意が必要である。国債市場における海外投資家保有比率は5カ国の中で最も高い（2018年3月時点で39.3%）。また、対外純資産が2017年6月にGDPの▲35.75%（資産32.5%、負債68.25%）と、5カ国の中で最も純債務が大きい。このことは、海外投資家による資本流出が起こりやすいことを意味していると考えられる。

また、近年も外貨建ての資金調達が増加している。図表7は国際市場における債券発行額の推移をみたものであるが、5カ国の中で最も発行が多いのはインドネシアであり、近年はマレーシアやシンガポールでも発行が増えている。外貨建ての資金調達が増えることにより、資本流出リスクが

**(図表6) 対外経済指標**

**インドネシア** (10億ドル、%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
経常収支	▲ 29.1	▲ 27.5	▲ 17.5	▲ 16.8	▲ 16.9	▲ 20.4
対GDP比率	▲ 3.2	▲ 3.1	▲ 2.0	▲ 1.8	▲ 1.7	▲ 1.9
外貨準備	99.4	111.9	105.9	116.4	127.6	135.0
短期債務対比	177	189	191	213	226	234
対外債務	266.1	293.3	310.7	318.8	345.4	359.3
対GDP比率	29.0	32.9	36.1	34.2	34.0	32.8

(注) 2017年は見込み、2018年は予測。  
 (資料) IMF

**マレーシア** (10億ドル、%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
経常収支	11.3	14.8	9.0	7.0	8.9	8.3
対GDP比率	3.5	4.4	3.0	2.4	2.8	2.4
外貨準備	134.9	115.9	95.3	94.6	102.4	113.3
短期債務対比	129.4	110.8	115.9	111.6	110.1	n.a.
対外債務	212.3	213.4	195.0	204.2	217.3	221.2
対GDP比率	65.7	63.1	65.8	68.9	69.1	63.0

(注) 2017年は見込み、2018年は予測。  
 (資料) IMF

**フィリピン** (10億ドル、%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
経常収支	11.4	10.8	7.3	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 1.1
対GDP比率	4.2	3.8	2.5	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.3
外貨準備	83.2	79.5	80.7	80.7	80.9	80.6
短期債務対比	406.2	413.3	409.5	408.3	399.1	396.2
対外債務	78.4	77.6	77.4	81.7	69.0	75.2
対GDP比率	28.9	27.3	26.5	24.5	23.0	20.5

(注) 2017年、2018年は予測。  
 (資料) IMF

**タイ** (10億ドル、%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
経常収支	▲ 4.8	15.1	32.1	47.7	40.0	34.6
対GDP比率	▲ 1.2	3.7	8.1	11.7	9.0	7.3
外貨準備	190.2	180.2	168.2	197.6	230.5	-
短期債務対比	267.3	257.4	280.1	308.6	-	-
対外債務	141.9	141.7	131.4	132.2	148.3	-
対GDP比率	35.8	34.7	32.1	32.7	35.9	-

(注) 経常収支の2017年、2018年は予測。外貨準備・対外債務の2017年は9月。  
 (資料) IMF

増すことになる。また、資本流出に伴って為替レートが減価するため、実質的な返済負担は加速度的に膨らむことになる。

海外資金への依存を主因に、企業借り入れに占める外貨建て比率も高くなっている(図表8)。これは数年前のデータであり、サンプル調査であるため誤差もあるとみられるが、ドル建て比率はインドネシア 64.9%、マレーシア 28.9%、フィリピン 47.7%、タイ 28.2%となっている。インドネシアやフィリピンでは企業収入に占める外貨の比率が低いため、外貨収入によるヘッジもできていない(収入に占める外貨の比率:インドネシア 7.0%、マレーシア 33.9%、フィリピン 8.7%、タイ 22.5%。なお、同調査では、金融商品によるヘッジ状況の情報は得られていない)。その後、インドネシアでは民間企業のネット外貨建て負債(資産との差額)に25%以上の為替ヘッジが義務付けられることになったが、為替リスクは依然大きいとみられる。

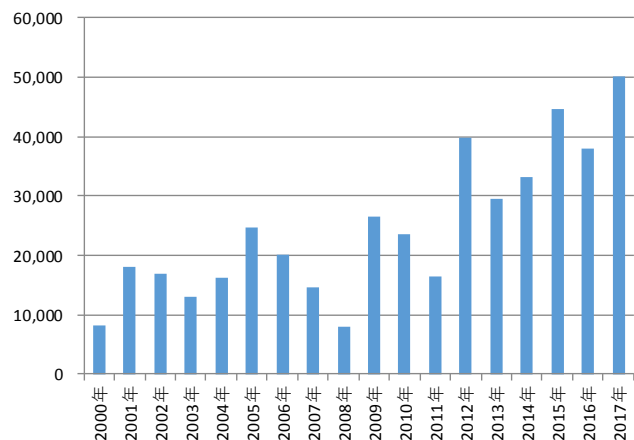
次に、**マレーシア**に関しては、外貨準備の水準が低いことが最大の問題であろう。為替市場介入の拡大が減少の主因とみられるが、近年のリンギの減価には政治的不安定が影響したと考えられ、その点では今後、政権が交代したことにより状況が好転することが期待される。

国内金融システムが整備されていること、企業活動の国際化が進んでいることなどを背景に、海外との金融統合度は高い。対外投資が拡大しており、対外資産・負債はほぼ均衡している。

一方、国債市場における海外投資家保有比率はインドネシアに次いで高い(2018年3月時点で28.9%)。対外債務の対GDP比率も高く、その3分の2は外貨建てである。ただし、企業の外貨建て借り入れに関しては、社

**(図表7) ASEAN5カ国のドル・ユーロ・円建て国際債券発行額**

(百万ドル)



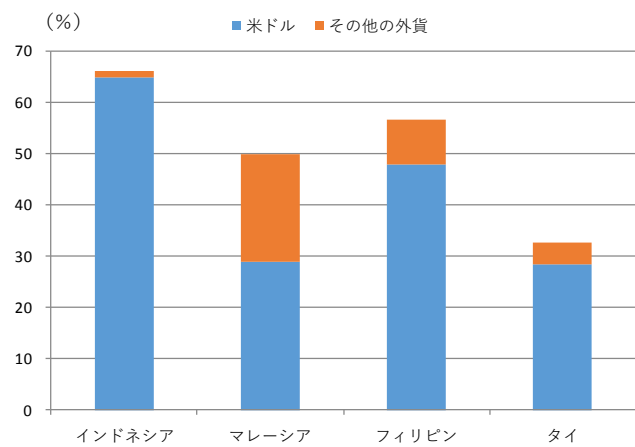
(資料) Asian Bonds Online

内取引が多いこと、長期借入れが多いこと、外貨建て収入や対外資産も多いことなどから、リスクは小さいとみられている。

次に、**フィリピン**では、経常収支が緩やかに悪化しているが、未だ深刻なレベルではない。外貨準備は適正額の226%（2016年末）と十分である。対外純資産は2016年9月にGDP比約▲9%となっている。

以上の点にそれほど問題はないが、フィリピンでも金融深化が進んでおらず、海外資金に依存しがちである点はインドネシアと共通している。前述の通り、企業借入れに占めるドル建て比率はインドネシアに次いで高く、政府もドル建てや円建て（サムライ債）などの債券発行による資金調達を行ってきている。最近では国債・株式市場からの資本流出や為替レートの下落が5カ国の中でも特に顕著となっており、対外的脆弱性に関しては十分な注意が必要であろう。

(図表8) 企業借入れ残高に占める外貨建ての比率



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

**シンガポール**は、前述の通り、国際金融センターとしての特殊性を有する。対外純資産はGDPの200%を超え、さらに拡大しており、現時点で対外的脆弱性に大きな問題はない。ただし、国際金融情勢の影響に直接さらされており、その影響はシンガポールを通じてアジアの多くの国に及ぶことから、資本フローのモニタリングや国内の金融安定の維持などに努めることが不可欠である。

**タイ**では、観光客の増加によるサービス収支黒字の拡大などから、経常収支が大幅に改善している。外貨準備も適正水準の2倍を超えており、現状では対外的脆弱性は低いと考えられる。

## 4. ASEAN5 カ国の金融的脆弱性

### (1) 銀行部門

本節では、国内金融システムの状況についてみる。フィリピン以外の4カ国では、近年、銀行融資の伸びが大幅に低下した(図表9)。これは、主に景気減速による企業の資金需要の減退が原因と考えられる。同時に、一部の国では、不良債権比率が緩やかに上昇するとともに、金利収入の減少や引当金の積み増しにより収益率が低下した。不良債権比率が上昇しているのは、インドネシア・シンガポール・タイである。図表9に示された不良債権比率は企業向けと家計部門向けを合わせたものであり、企業向けに限定すると、インドネシアでは3.5%（2017年6月）、シンガポールでは2.7%（2017年9月）、タイでは大企業が3.8%、中小企業が7.6%（2017年9月、ただし要注意債権を含む）となっている。

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

自己資本比率に関しては、5カ国とも15%を超える水準を維持している。流動性にも特に問題は



みられない。自己資本比率は、不良債権問題がある程度悪化したとしてもそれによる損失を十分吸収できる高さであるといえる。

## (2) 各国の金融システムが抱える脆弱性

次に、各国金融システムの健全性に関する問題点について述べる。まず、**インドネシア**では、企業部門の不良債権比率が2017年6月に3.48%と近年では最も高い水準にあり、卸小売業、建設業、鉱業などで特に悪化がみられる(図表10)。鉱業の中では、特に石炭(12.9%)、石油ガス関連(19.1%)などにおいて不良債権比率が高くなっている。これは、近年、原油価格や一次産品価格の低迷が続いたことが原因と考えられる。原油価格等には2017年以降、回復がみられるが、関連企業の業績が回復するにはやや時間がかかるということであろう。銀行も、これらのセクターに対する新規融資には慎重姿勢を強めている。ただし、銀行融資に占める鉱業のウェイトは約5%にとどまっており、企業部門全体の不良債権比率に及ぼす影響は限られている。

次に、**マレーシア**では、企業債務の伸び率が2016年の前年比9.1%から2017年には同3.4%に低下し、対GDP比率も109.6%から103.1%に低下した。金融システムの健全性に関し、全体的には大きな問題はないが、中央銀行は石油ガス関連業種と不動産の脆弱性を注視している(図表11)。石油ガス関連業種では、一部の企業における財務状況の悪化が続いている。2017年に同業種のリスク債務比率(ここでは金利カバー率(利益の金利支払額に対する比率)が2未満の企業の債務が企業債務全体に占める比率)は、前年の18.2%から22.1%に上昇した。企業部門全体の不良債権比率は2017年末に2.5%であるが、同業種では前年の4.2%から2017年には5.5%に上昇した。特に懸念されているのは、掘削(drilling)、海運(shipping-related)などの分野である。一方、

(図表9) 銀行部門の指標

インドネシア (%)						マレーシア (%)					
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
民間部門向け融資伸び率	20.0	11.8	10.3	7.7	7.5	融資伸び率	11.0	8.6	7.7	5.3	4.3
不良債権比率	1.7	2.1	2.4	2.9	2.9	不良債権比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
総資産利益率 (ROA)	3.1	2.7	2.2	2.1	2.4	総資産利益率 (ROA)	1.5	1.5	1.3	1.3	1.5
自己資本利益率 (ROE)	24.5	21.3	17.3	14.5	16.0	自己資本利益率 (ROE)	15.9	15.2	12.3	12.5	13.0
自己資本比率	18.1	19.6	21.4	22.9	23.2	自己資本比率	14.9	15.9	16.6	16.5	17.1
預金貸出比率	99.6	99.2	100.7	96.3	95.2	預金貸出比率	-	-	-	-	-

(注) 2017年：融資伸び率と自己資本比率は9月、他は6月。

(資料) IMF

(注) 2017年は見込み。

(資料) Bank Negara Malaysia

フィリピン (%)						シンガポール (%)					
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
融資伸び率	15.8	18.6	13.0	16.4	18.2	融資伸び率	13.7	13.7	9.8	5.8	2.8
不良債権比率	2.8	2.3	2.1	1.9	1.7	不良債権比率	1.2	1.0	0.9	1.1	1.5
総資産利益率 (ROA)	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2	総資産利益率 (ROA)	1.2	1.1	1.2	1.1	1.3
自己資本利益率 (ROE)	13.3	10.9	9.8	10.5	10.2	自己資本利益率 (ROE)	12.0	11.5	10.3	10.8	10.4
自己資本比率	16.5	15.6	15.2	14.7	15.3	自己資本比率	18.1	16.4	15.9	15.9	16.5
預金貸出比率	n.a.	68.4	70.7	72.5	72.8	預金貸出比率	-	-	-	-	-

(注) 2017年：融資伸び率・ROA・預金貸出比率は6月、自己資本比率は9月。

(資料) Bangko Sentral NG Pilipinas

(注) 2017年：融資伸び率とROEは9月。

(資料) Monetary Authority of Singapore, CEIC(ROA)

タイ (%)					
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
融資伸び率	11.0	5.0	4.3	2.0	3.3
不良債権比率	2.2	2.2	2.6	2.8	3.0
総資産利益率 (ROA)	1.3	1.3	1.1	1.1	1.0
自己資本利益率 (ROE)	15.9	14.7	11.1	10.7	9.1
自己資本比率	15.7	16.8	17.4	18.0	18.5
預金貸出比率	97.9	96.1	97.6	96.9	96.7

(注) 2017年は9月。

(資料) Bank of Thailand, CEIC(ROE)

不動産業では、不動産価格がやや弱含みとなる中、開発業者の収益率が小規模業者を中心に低下しており、リスク債務比率は前年の 7.9%から 2017 年には 12.4%に上昇した。住宅などの不動産の過剰供給が懸念されている。中央銀行は、2 部門の状況を 2018 年も注視するとしている。ただし、企業部門全体の安定に対する影響は限定的であろう。

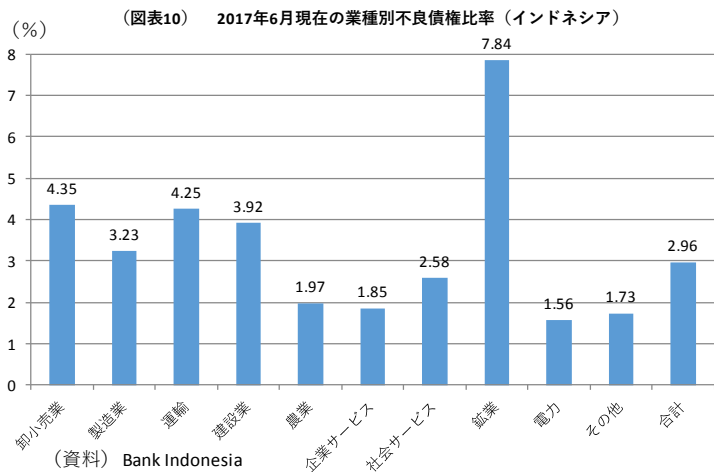
次に、**フィリピン**では、2017 年 6 月時点の銀行融資の業種別構成をみると、不動産業 (17.3%)、卸小売業 (11.7%)、製造業 (11.1%)、消費者向け (10.5%) などとなっている。消費者向けの内訳は、住宅 40.4%、自動車 31.6%、カード 15.4%などである。どの分野の融資も高い伸びとなっているが、中央銀行が特に注視しているのは不動産融資と自動車ローンである。どちらも大きな問題が生じているわけではないが、不動産業は経済における重要性が高くシステミックな影響があると認識されている一方、ブームが数年間続いたため、オフィスの空室率が高まるなど過剰供給の懸念が生じている。一方、自動車

ローンは、中間層の拡大や、ウーバーやGrabなどによるライド・シェアリングの増加などによって乗用車の需要が高まった結果、前年比 20%を超える伸びが続いている。銀行融資全体に占める比率は小さいが、規制が行き届かないノンバンクが消費者向け融資を急速に伸ばしているとみられており、これに対する規制監督を強化して銀行規制との調和を図ることが求められている。このようなノンバンクの拡大は、ASEAN 各国においてみられる。

次に、**シンガポール**では、企業債務の対 GDP 比率が 2010 年の約

100%から 2016 年末には 158%に上昇した。上場企業の金利カバー率の中央値は 2.9 倍と現状では問題ないが、債務の拡大はリスクの拡大につながりかねず、注視を要する。銀行融資の伸びは低下していたが、2017 年 9 月には地場銀行による融資が前年比 9.1%に回復している。これは主に貿易の回復によるものであり、業況が回復しているのは貿易関連企業に限られる。2017 年 9 月に企業の不良債権比率は 2.7%であったが、運輸・倉庫・通信業は 11%に上昇しており、また、製造業は 5%と高止まりしている。前者は、石油ガス関連の海運・海外エンジニアリング業 (Marine and Offshore Engineering) の不振が影響している。同分野の企業は原油価格の低下による需要減少を受け、収益率が低下した。2017 年 6 月に、シンガポールの石油関連企業の ROA の中央値は▲6.4%となっている。

最後に、**タイ**では、企業債務の対 GDP 比率は高止まりしているものの (図表 12)、企業の収益率



(図表11) 企業向け融資の業種別不良債権比率 (マレーシア)

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

(資料) Bank Negara Malaysia

は全般的に改善しており、債務返済能力にも大きな問題は生じていない。ただし、貿易の回復や観光の好調から恩恵を受ける企業では業況が改善する一方、農業、小売業、中小企業などにおいてリスクが上昇している。下位 20%の零細企業では、2017 年 9 月にリスク債務比率が 40%に達している。不良債権比率も、中小企業で上昇傾向が続いている。家計部門でも、住宅ローンなどの不良債権比率が緩やかに上昇している。なお、中央銀行は、大企業でも社債発行を中心に資金調達・投資行動が拡大し、金融安定にリスクをもたらしていると指摘している。

(図表12) 企業・家計部門の債務の規模と健全性 (タイ)

(%)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
<b>(企業部門)</b>						
企業債務の対GDP比率	74.4	75.4	76.8	78.7	78.8	n.a.
商業銀行の不良債権・要注意債権比率						
大企業	3.2	3.0	3.3	3.5	3.8	3.8
中小企業	5.7	5.5	5.5	5.7	6.8	7.6
<b>(家計部門)</b>						
家計債務の対GDP比率	71.8	76.5	79.9	81.2	79.8	78.3
商業銀行の不良債権・要注意債権比率						
住宅ローン	3.7	3.9	3.8	4.1	4.7	5.2
自動車ローン	7.4	9.8	10.8	10.1	9.2	9.0
カードローン	4.7	6.0	6.8	7.1	6.5	5.6
その他の個人ローン	2.8	3.7	4.0	4.2	4.7	4.8

(注) 2017年は9月。

(資料) Bank of Thailand

## 5. 今後の展望と対策

近年、先進国から新興国への資本フローが大幅に拡大したため、先進国と新興国の経済・金融情勢の連動性が高まった。資本取引を自由化すれば、為替政策の如何にかかわらず金融政策の独立性が失われるという見方もある。実際、米国の利上げを受けて ASEAN5 カ国も金融引き締めを実施せざるを得ない状況となっている。

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、海外投資家比率が高まった新興国の金融資本市場に影響を及ぼす。2018 年入り後に ASEAN5 カ国の債券・株式市場が下落したのは、利上げが続く中でも低位安定していた米国の長期金利が上昇し始めたことが影響しているといえよう。

今後も米国長期金利の上昇が続けば、先進国投資家のリスク回避志向が強まり、ASEAN の金融資本市場も軟調が続く可能性が高い。トランプ政権の保護貿易政策により世界経済に悪影響が及ぶ事態となれば、このような傾向に拍車がかかることになろう。ASEAN 諸国においても景気が減速し、通貨の減価や企業経営の悪化が深刻化することが懸念される。本年 6 月には人民元が急落したが、これもアジア通貨に悪影響を与えかねない。さらに、原油価格の上昇基調が持続すれば、インフレや景気の悪化を加速させる原因となる。

ASEAN5 カ国は、このようなリスク・シナリオに備える必要がある。具体的には、第 1 に、マクロ政策を引き締め気味に運営し、経済ファンダメンタルズ、特に財政収支や経常収支の健全性を維持する必要がある。場合によっては、資本取引規制を活用する必要もあろう。為替市場介入は必要最小限に抑えるべきであり、特に、外貨準備が潤沢とはいえないマレーシアやインドネシアには慎重な政策運営が求められる。

第 2 に、国内金融システム整備に一段と注力すべきである。マクロプルーデンシャル政策の活用による信用拡大の抑制、企業の外貨建て取引の監視・抑制や為替リスクヘッジ手段の一層の整備、不良債権比率が高く脆弱な業種・セクターに対する規制監督の強化、などが主な対策となる。

最後に、域内金融協力の活動にも期待したい。国際機関となった AMRO (ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス) が域内経済・金融動向のサーベイランスを IMF などとも協力しながら強化し、域内の金融安定に貢献することが求められよう。