

# ASEAN 各国の海外資金流出への耐性

## <要旨>

米国における債券購入措置(QE3)の規模縮小観測の高まりを受け、これまで資金流入が進んできたASEAN各国では一転して資金流出による国内経済への影響が懸念されている。もっともアジア通貨危機の震源地となったタイや、現在景気下振れリスクが懸念されるインドネシアでは、過去に比べて①海外からの短期与信依存度の低下と、②為替リスクを回避できる現地通貨建て与信比率の上昇が観察されている。これにより、外国銀行から外貨で短期資金を借り入れ、地場企業に現地通貨で長期資金を貸出すという「満期と通貨のダブルミスマッチ」により国内信用収縮に見舞われるリスクへの耐性は以前よりも高まっている。

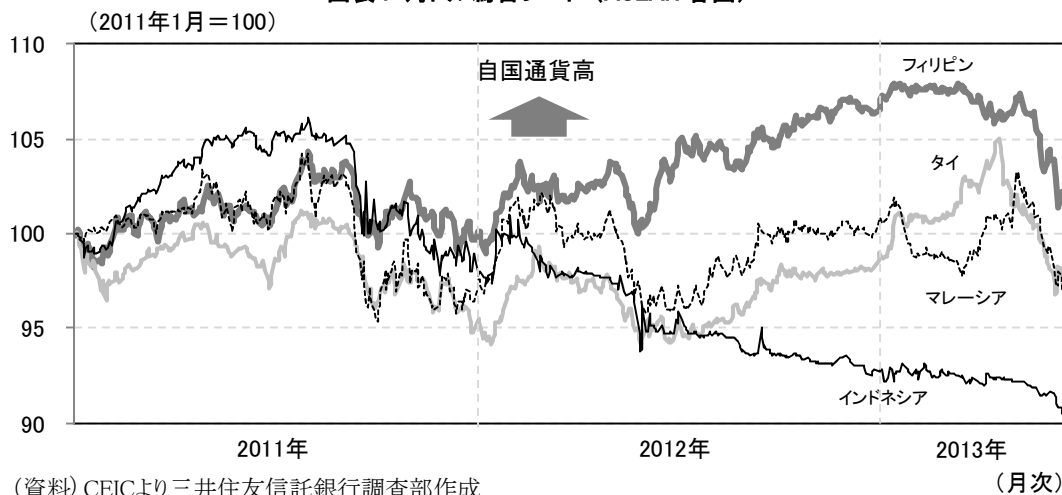
ただし、近年の金融市場の発展により国債の海外投資家保有割合は上昇しており、急激な資金流出による国債価格急落が格下げリスクを高めることや、海外長期金利の上昇が国内に伝播しやすくなるなどグローバル化に伴う金融変動に注意する必要がある。

## 1. 高まる米国 QE3 縮小による資金流出懸念

ここに来て米国の債券購入措置(QE3)に対する規模縮小観測が高まっている。バーナンキ米連邦準備理事会(FRB)議長は5月22日の議会証言後の議員との質疑応答において「資産購入の縮小検討もありうる」と発言、さらに6月19日には年内開始の可能性にも言及している。

この発言を機に、リーマンショック後の世界的な金融緩和の中で資金流入が進んできたASEAN各国では一転して自国通貨安が進んでおり、資金流出による国内経済への影響が懸念され始めている。(図表1)。中でも懸念されるのは、経常赤字国であるインドネシアで、既に2011年半ばから自国通貨安が続いており、6月に輸入物価上昇の緩和を目的に利上げも実施されている。今後ガソリンへの燃料補助金削減で更なるインフレ圧力上昇が見込まれており、この状況下でのQE縮小は資金流出リスクのみならず、自国通貨安圧力を緩和するための利上げを通じて、同国経済への悪影響が大きくなる恐れもある。

図表1 対ドル為替レート (ASEAN 各国)

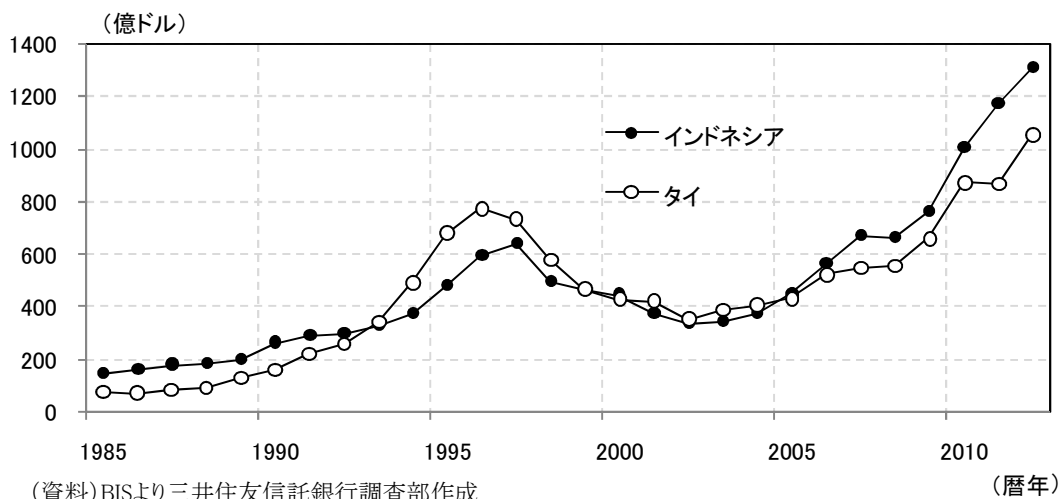


本稿では QE 縮小観測が高まった5月以降、自国通貨安に転じてきた ASEAN 各国の中でもアジア通貨危機の震源地となり急激な資本流出に見舞われたタイと、景気下振れリスクの高いインドネシアの2国に着目し、米国 QE 縮小による資金流出が金融システムを通じて両国に与える影響についてみてみた。

## 2. 資金流出による影響度合い

BIS 国際与信統計では外国銀行による各国への与信残高の推移が確認できる。これをみるとタイとインドネシア両国では 1990 年代半ばまで高成長への期待から大量の資金が流入していたことがわかる。しかし 1997 年に発生したアジア通貨危機を境に両国は急激な資金流出に見舞われ、海外からの与信残高は大幅に減少した(図表2)。

図表2 海外からの与信残高

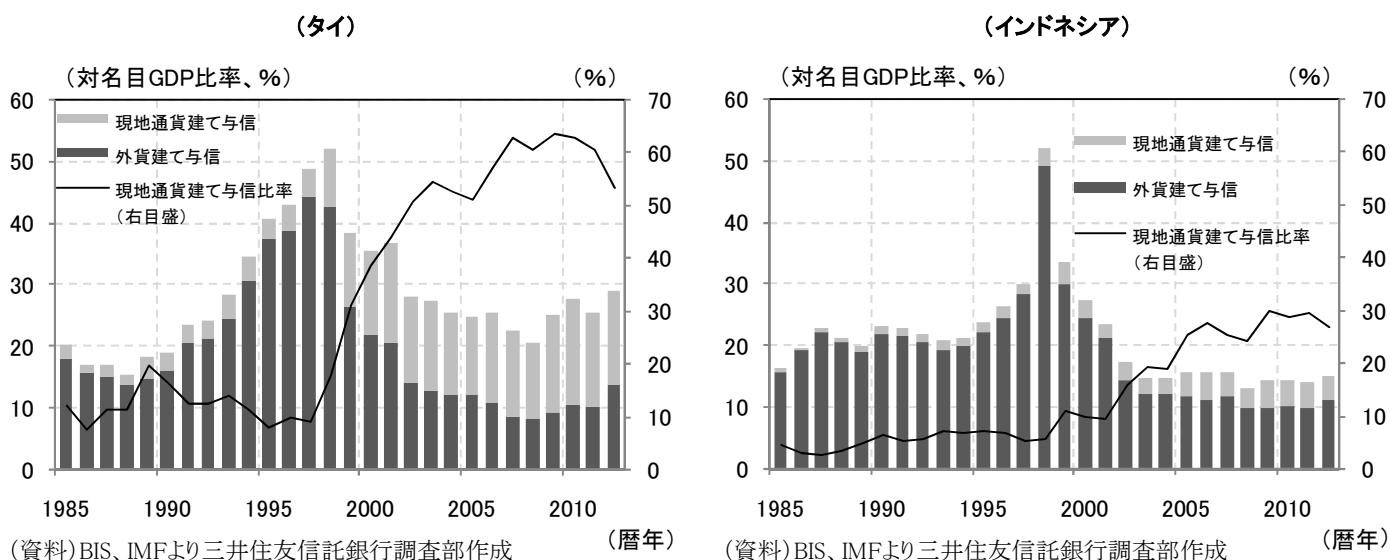


この時に事態悪化に拍車をかけた要因として「満期と通貨のダブルミスマッチ」の存在が挙げられる。アジア通貨危機以前のタイやインドネシアでは、地場銀行が外国銀行から短期資金を借り入れ、地場企業に長期で貸し出す「満期のミスマッチ」が生じていた。この最中、アジア通貨危機により外国銀行が短期資金を一斉に引き上げたため、地場銀行はたちまち流動性不足に陥ることとなった。またこれら外国銀行からの短期資金の大半は外貨建てであった一方、貸出は現地通貨建てという「通貨のミスマッチ」も抱えていた。このため固定相場制の維持が難しくなり自国通貨が暴落したことで、自国通貨建ての借入額が大きく膨らみ事態をさらに悪化させることになった。

アジア通貨危機以降、減少に転じていた海外からの与信残高は 2000 年代半ばからの世界景気の拡大で再び増加基調を取り戻す。2008 年のリーマンショックによる影響も限定的であり、その後の世界的な金融緩和によって資金流入はさらに加速することとなった。結果として海外からの与信残高は足元でアジア通貨危機前のピーク時 1996-97 年頃を上回る規模にまで拡大している。

しかしながら海外からの与信残高自体は増えているものの、経済規模との比較で見れば影響度は低下している。図表3はタイとインドネシア両国の海外からの与信残高を対名目GDP比で見たものである。これをみるとタイでは棒グラフの高さがアジア通貨危機時の40-50%台から、足元の30%前後にまで低下している。インドネシアも同様に足元10%台にまで下がっており、海外資金の流出が両国経済に与える影響が弱まっていることが確認できる。

図表3 海外からの与信残高の内訳（対名目GDP比）

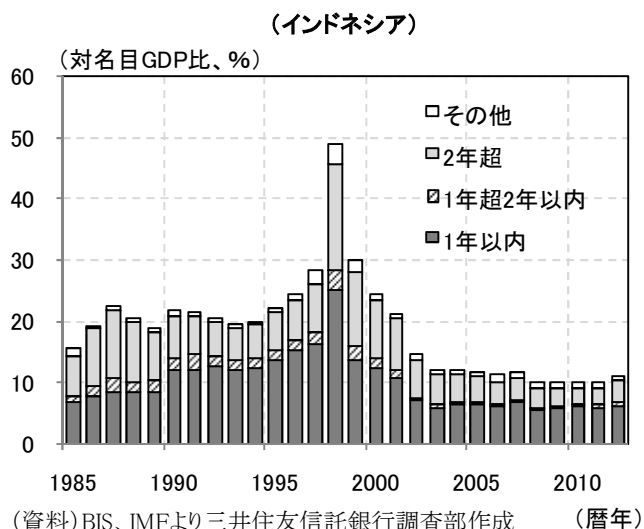
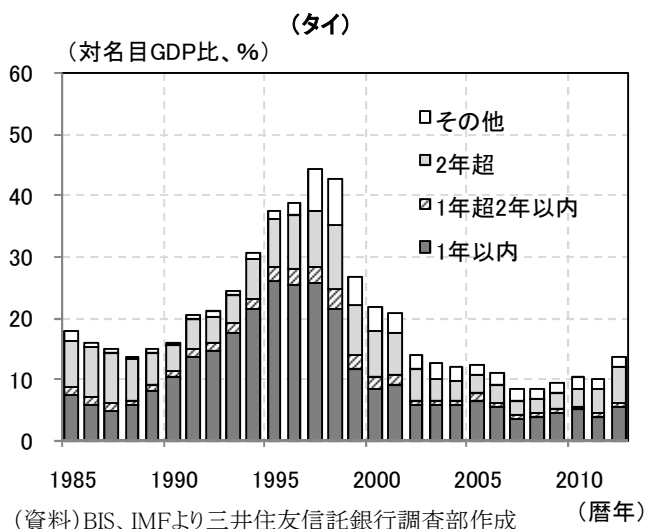


次にアジア通貨危機で事態を悪化させた「満期と通貨のダブルミスマッチ」の問題が足元のタイ、インドネシア両国にどの程度残っているかについて見てみる。

まず通貨のミスマッチについて海外からの与信残高を示す棒グラフの内訳をみると、アジア通貨危機までは外貨建て与信が大半を占め、現地通貨建ての与信は両国とも海外からの与信残高全体の10%程度に留まっていた。その後現地通貨建て与信が増加を続け、タイでは現地通貨建て与信比率が60%近くまで、インドネシアも30%近くまで上昇し、逆に海外からの与信残高に占める外貨建て与信の割合は低下している。その結果、海外からの与信残高の構成自体が通貨のミスマッチによる影響を受けにくく変化してきたといえる。そして海外からの与信残高全体の対GDP比率自体も低下してきているため、経済そのものが通貨ミスマッチの影響を受けにくくなっているとみられる(図表3の濃い棒線)。

次に図表3でみた外貨建て与信のうち、満期のミスマッチが生じやすい短期与信がどの程度含まれているのかをみてみる。図表4は外貨建て与信を期間別に分けたものである。期間1年未満の短期与信残高の対GDP比は、タイとインドネシアの両国ともアジア通貨危機の20%台から足元では10%未満と「満期のミスマッチ」による影響も小さくなっている。

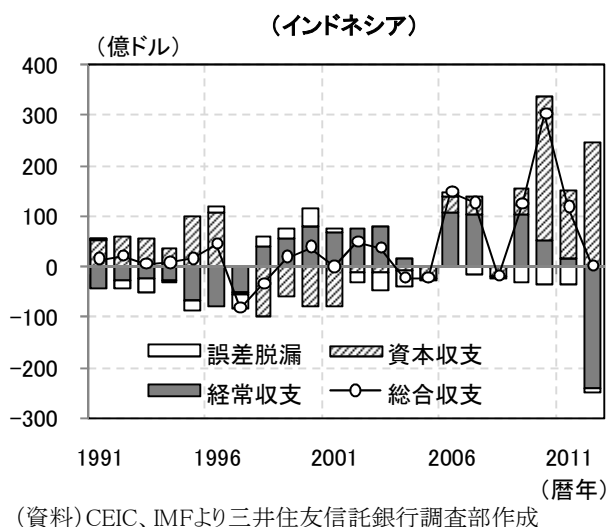
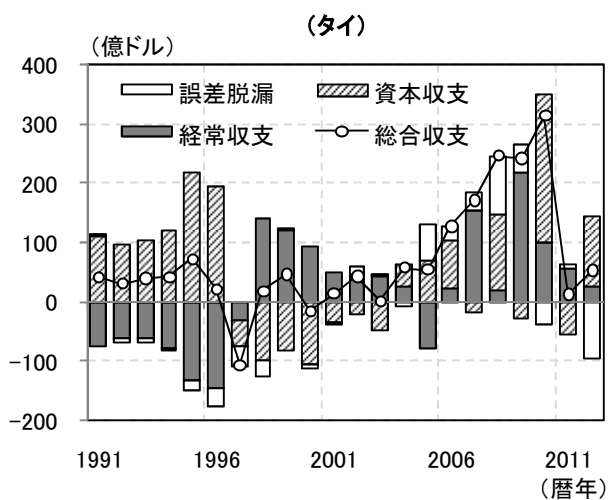
図表4 外貨建て与信残高の内訳 (対名目 GDP 比)



### 3. 外貨準備高からみる通貨暴落の可能性

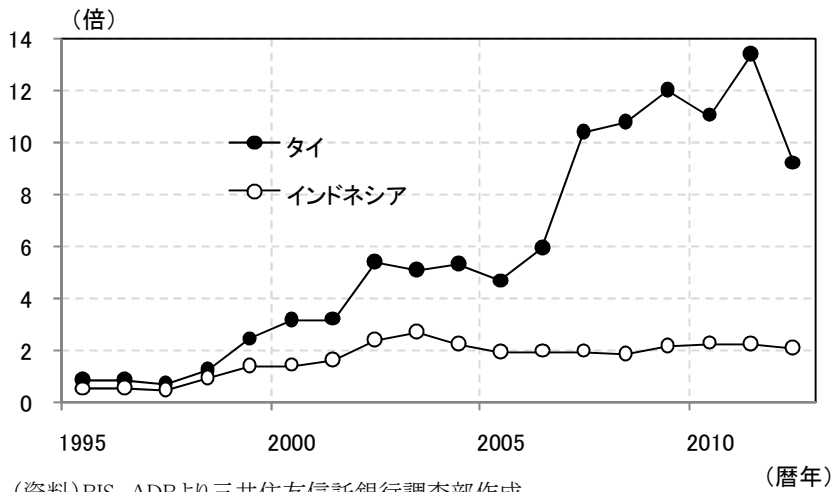
これに加えて通貨暴落を招いた外貨準備の枯渇に対する懸念もかなり小さくなっている。図表5をみるとアジア通貨危機以降、タイとインドネシア両国では経常黒字が続き、資本収支も流入超となっている。このため経常収支と資本収支を合わせた総合収支は黒字となっており、これは同時に外貨準備高が増加してきたことを意味している。

図表5 総合収支の推移



このため短期与信に対する外貨準備高の比率はアジア通貨危機時に1倍を下回り短期与信の流出を外貨準備では補えない状況にあったものが、足元タイで10倍前後、インドネシアでも2倍程度まで高まっている(図表6)。ゆえに急激な資金流出が発生した場合でも、為替暴落への危険性は低下しているといえる。

図表6 外貨準備高／1年以内の短期与信



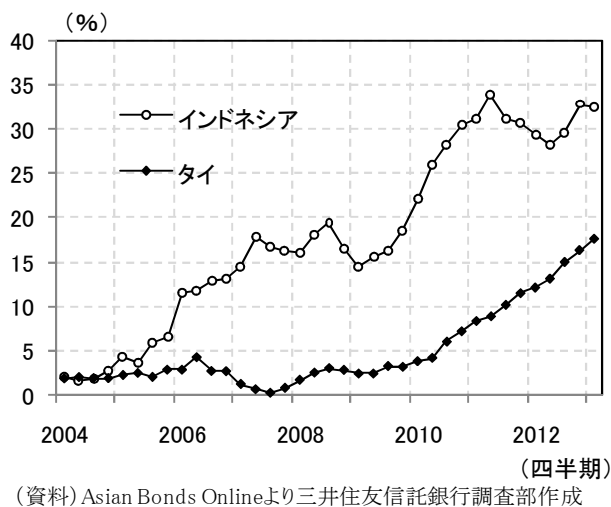
#### 4. 金融面での脆弱性はないか

以上見てきたようにタイやインドネシアでは、①経済規模に対する海外からの短期与信残高の割合低下や、②為替リスクを伴わない現地通貨建て与信比率の上昇によって、外貨建て短期資金流出により国内信用収縮に見舞われる「ダブルミスマッチ」の問題への耐性は以前よりも高まっている。さらに自国通貨の暴落を防ぐ十分な外貨準備の蓄積もあり、アジア通貨危機と同様の事態を引き起こす要素はかなり小さくなったといえる。

しかし、これら以外にも金融面のリスクは存在する。

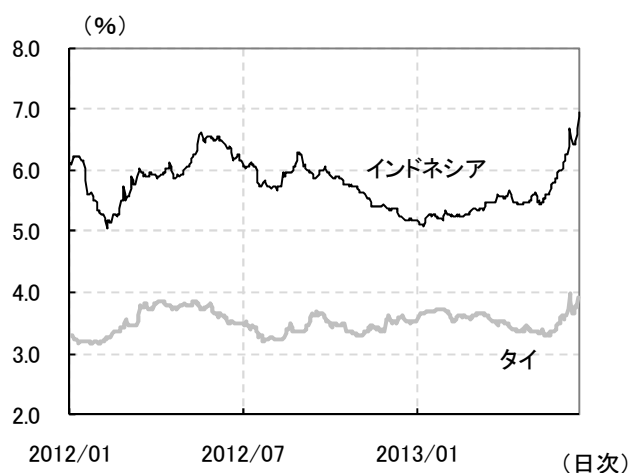
例えば現地通貨建て国債市場では外国人保有比率が急激に上昇していることがある(図表7)。特にインドネシアでは2005年に5%以下であった外国人保有比率が、2013年には30%台にまで

図表7 現地通貨建て国債の外国人保有比率



高まっている。インドネシアはタイとともにソブリン格付けが投資適格級の下位に留まるため、QE 3 縮小による急激な資金流出や、景気の悪化などによって投機的等級へ格下げされれば、他の市場へ連鎖する可能性がある。また、近年の金融市場の発展による国債の海外投資家保有割合上昇は、海外での金利上昇が国内に伝播しやすいことを示しており、実際に両国の国債利回りはここにきて明らかに上昇している(図表8)。

図表8 10年物国債金利の推移



先進国の政策金利がほぼゼロの状態が数年間続いた後に、そこからの脱却が近付いているというのはこれまでにない局面にあるだけに、過去の経験則だけではリスクを正確に判断できない可能性がある。したがって過去に問題の原因となった部分以外にも、様々な視点からリスク発生に注意を払っておく必要がある。

(経済調査チーム 鹿庭 雄介:Kaniwa\_Yuusuke@smtb.jp)