

国際マネーフローとアジア経済

～中国・インド・韓国・豪州の対外負債構造～

- ・ 好調なアジア経済の潜在的リスクの一つは国際マネーフローの急変である。
- ・ 主要先進国では金融緩和が継続する一方、経済好調なアジアでは利上げが相次いでいる。投機資金が、アジア各国の資産や信用のバブル懸念を高め、資産市場や為替相場の乱高下から、実体経済の下振れリスクにつながりかねない情勢といえる。各国では対処措置の重要性が増している。

1. アジアで相次ぐ政策金利の引き上げ

世界経済の回復は一様でなく脆弱さが残っている。この情勢は 6 月の 20 ヶ国・地域（G20）首脳会議でも確認された。景気回復にもたつき気味な主要先進国では金融緩和からの政策転換に踏み込めない一方、新興国や資源国では景気回復基調を強めている。

特に、アジアではその傾向が鮮明である。アジア各国・地域の金融当局の多くは、世界経済回復の脆弱さに一定の懸念を抱きながらも、足元の景気拡大に伴うインフレ圧力を抑える姿勢に転じている。7 月、インド、マレーシア、韓国、タイで政策金利の引き上げが相次いだ（表 1）。金融危機以降初となる政策金利の引き上げは、この 1 ヶ月ほどで台湾、韓国、タイにも広がっている。

表1 豪州及びアジアに広がる主な金融引き締め動き

豪州	政策金利の引上げ(2009年10月以降10年6月まで6回実施)
インド	政策金利の引上げ(2010年3月、4月、7月の3回実施)
マレーシア	政策金利の引上げ(2010年3月、5月、7月の3回実施)
台湾	政策金利の引上げ(2010年6月、金融危機以降初の実施)
韓国	政策金利の引上げ(2010年7月、金融危機以降初の実施)
タイ	政策金利の引上げ(2010年7月、金融危機以降初の実施)
中国	政策金利の引上げは未実施。2010年上半期に預金準備率の段階的引上げ、不動産融資規制の強化、地方政府の融資プラットフォーム(投融资企業)向け融資管理の厳格化等に順次着手、強化。

(資料) 各国、地域の中央銀行発表等より住友信託銀行調査部作成。

- インド準備銀行は 7 月 2 日、政策金利であるレポ金利（市中銀行に不足資金を供給する際の適用利率）を 0.25% 引き上げ、年 5.5 % と決定。
- マレーシア中銀は 8 日、政策金利を 0.25% 引き上げ、年 2.75% と決定。
- 韓国銀行は 9 日、政策金利を 0.25% 引き上げ、年 2.25% と決定。
- タイ中銀は 14 日、政策金利を 0.25% 引き上げ、年 1.5% と決定。

2．国際マネーフローの急変が招く潜在的リスク

経済好調なアジアには、これからも海外から資金が集まる可能性は十分ある。それゆえに、今後の政策課題として、国際マネーフローの急変が招く潜在的リスクを抑えるべく、投機的な資金の流出入への対処措置が重要となる。

現状、アジア各国の多くは、回復が遅れ気味な国、地域に比べて相対的に外資活用を図りやすい環境にある。例えば、中長期的な成長期待をいただく外資企業進出などの直接投資、株式や債券の証券投資など安定的な資金流入が続けば国内資本を補える。その一方、国境を超える投機資金の大規模かつ急速な流出入を抑える措置が不十分であれば、資産や信用のバブル懸念を高め、資産市場や為替相場の混乱を招き、実体経済の下振れリスクにつながりかねない。

今後、アジア経済を取り巻く国際マネーフローの急変は、主に 2 つのケースが想定されるだろう。

第一は、主要先進国が金融正常化を進める過程において、新興国や資源国に集中していた資金の一部が流出するケースである。対外債務に依存する国ほど、その直接的な影響を受ける可能性が高い。

第二は、新興国の実体経済に起因して景気過熱から失速の兆候が契機となり、国際マネーフローの急変が生じるケースである。例えば、高成長が続く中国やインド経済が失速すれば、貿易関係の深いアジア周辺国、オーストラリアや中央アジア、アフリカなどの資源国では輸出減少に伴い経常収支が悪化する。こうした実体経済の影響に先駆けて、資本取引規制が緩やかな国では、兆候が現れた時点で、いち早く資金流出に見舞われる可能性がある。

2 つのケースがほぼ同時に起きれば、アジアへの影響は甚大になりかねない。既に、国際マネーフローの急変に敏感とならざるを得ない韓国などは、潜在的リスクに備える動きが見受けられる¹。

3．対外的な脆弱性の一端

こうした複数の可能性を念頭に置いて、アジア各国の対外的な脆弱性の一端を概観する。同時に景気回復の早い中国、インド、韓国、オーストラリアの対外負債構造から各国の特色を整理する。

¹ 2010 年 6 月、韓国政府は資本フロー変動抑制策を発表。過度の資本流出入を抑制して為替相場の乱高下や銀行の短期対外債務の急増に一定の歯止めをかけることを目的とした措置。

まず、各国の対外資産負債残高を用いて比較する（図 1）。

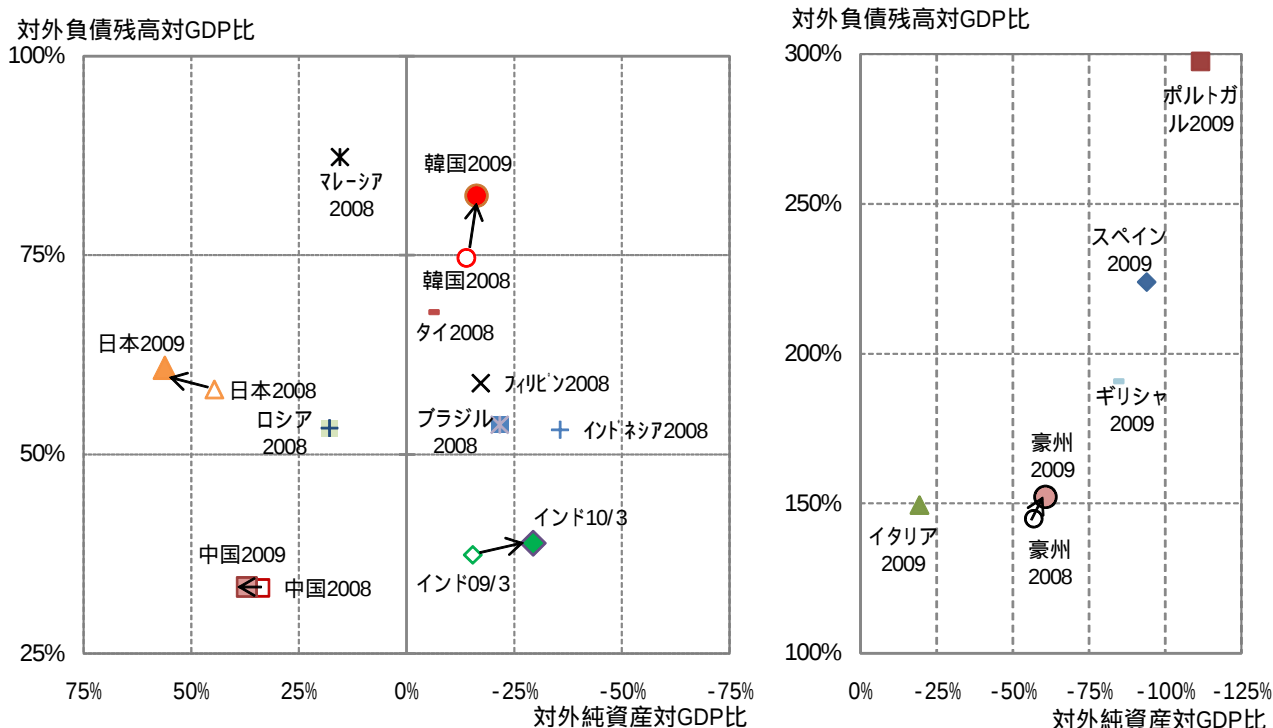
縦軸は、国毎の対外負債残高の対 GDP 比である。GDP 比 100% 超は、一国の経済規模より大きい対外負債を抱えていることを意味する。横軸は、国毎の対外純資産（対外資産と対外負債の差）の対 GDP 比である。プラス%は対外資産が対外負債を上回る純資産の状態であり、図 1 の左端に位置する日本や中国は経常黒字基調が続く純債権国である。マイナス%は対外資産が対外負債を下回る状態であり、アジアの多くが該当する。右側に位置するほど「純債務」という対外ポジションが経済規模に比して大きいことを示す。

つまり、右上方の国ほど対外負債大、対外純資産マイナス大であり外資活用が進展している半面、対外的なショックに対する脆弱性が取り沙汰されやすい。

アジア各国は総じて、欧州信用不安の渦中にある南欧のポルトガル、スペイン、ギリシャ、イタリアに比べると、対外的な脆弱性が高いとは見なせない。但し、これからの急速な資金流出入に伴う各国の変動は引続き留意される。

次に、中国、インド、韓国、オーストラリアの対外負債構造に着目すると以下のような特色が浮かび上がる。

図 1 各国の対外負債残高、対外純資産の対 GDP 比



(注) インドは3月末、その他の国は12月末。

(資料) IMF「International Financial Statistics」、CEIC、及び中国国家外貨管理局、Banca D'Italia、Banco de Portugal の International Investment Position より住友信託銀行調査部作成。

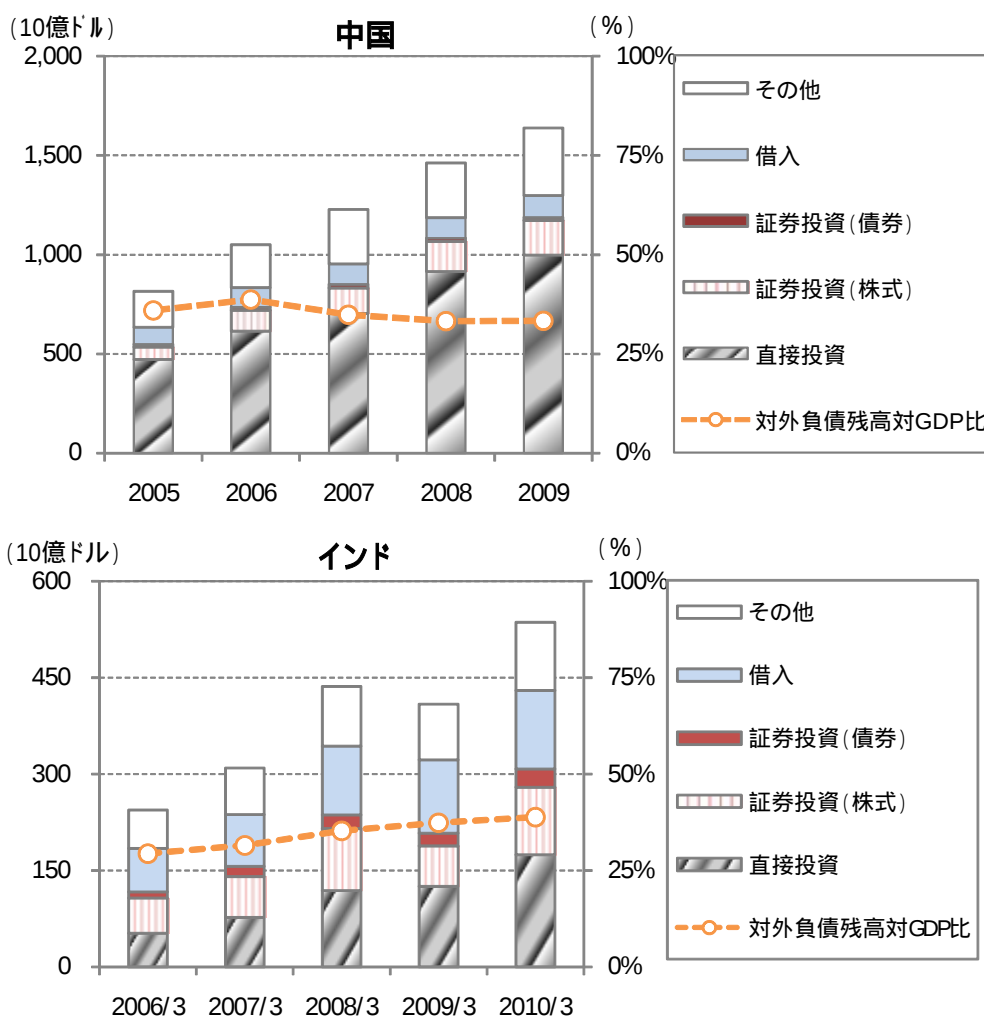
中国

対外負債残高の対 GDP 比は 2009 年末に 33%と近年 3 割台で推移しており、対外純資産対 GDP 比は前年比 + 3%ポイントの 37%（前掲図 1、図 2 上段）。2009 年末の対外負債残高の内、直接投資が約 1 兆ドルと全体の 61%を占める。一方で対外借入は同 7%、証券投資（株式、債券の合計）は同 12%に留まり、こうした傾向の一因は、漸進的な資本取引規制の自由化が影響している。

インド

対外負債残高の対 GDP 比は 2010 年 3 月末に 39%（前年比 + 2%ポイント）対外純資産対 GDP 比は同 ▲29%（同 ▲14%ポイント）である（前掲図 1、図 2 下段）。経常収支は赤字基調のため海外からの資金流入が不可欠な状況が続き、資本取引規制は比較的緩やかである。直接投資、証券投資、対外借入等の広範な資金を呼び込める半面、国際金融市場の混乱の影響を受けやすい。

図2 中国とインドの対外負債構造



（資料）CEIC、中国国家外貨管理局「対外資産負債残高」より住友信託銀行調査部作成。

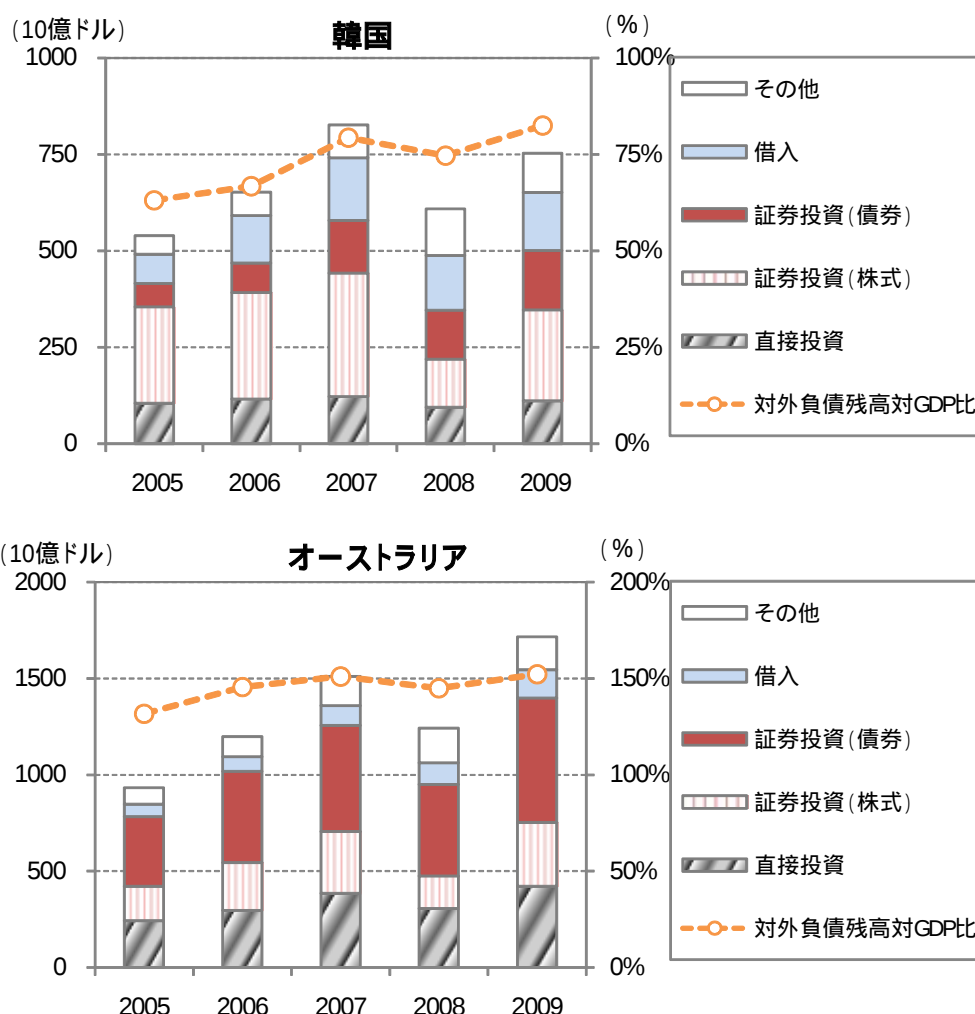
韓国

対外負債残高の対 GDP 比は 2009 年末に 82% (前年比 + 7%ポイント) へ上昇、対外純資産対 GDP 比は同 ▲16% (同 ▲2%ポイント) となった (前掲図 1、図 3 上段)。直接投資は 1,000 億ドル前後で推移する一方、証券投資 (主に株式) 対外借入 (主に在韓外資系銀行と地場銀行) の振幅が大きい。アジアでは国際金融市場の混乱が波及しやすい国の一つである。

オーストラリア

対外負債残高の対 GDP 比は 2009 年末に 152%、対外純資産対 GDP 比は同 ▲61% とアジア各国と比べて高い水準にある (前掲図 1、図 3 下段)。経常収支は赤字基調ながら、資源豊富な先進国、相対的に高金利等の諸要因から資源開発を中心とした直接投資だけでなく、債券など証券投資の流入も多い。近年は対外負債残高の過半を証券投資が占めている。2008 年は世界的な金融危機の影響から大幅減少に見舞われたが、景気回復に伴い再流入に転じている。

図3 韓国とオーストラリアの対外負債構造



(資料) CEICより住友信託銀行調査部作成。

4．注目される中国とインド、いち早く影響を受けかねない韓国や豪州

国際マネーフローの急変が招く潜在的リスクへの対処措置として、アジア各国では資本取引規制の見直しが焦点の一つとなる。過度な資本取引規制は外資を遠ざけて成長阻害につながる「もろ刃の剣」となりかねないので、時限的な措置とするなど、国際金融情勢に適した見直しの巧拙が問われる。

注目されるのは、高成長を続ける中国とインドである。中国の資本取引規制の自由化は漸進的アプローチであり、特に証券投資の対外開放は部分的かつ慎重である。一方、インドは経済発展が後発かつ経常赤字なので資本取引規制を厳しくせず、直接投資や証券投資の流入を円滑に保ち、成長に役立てる姿勢が強い。両国の資本取引規制の枠組み、並びに既述した対外ポジションを含めて勘案すると、現時点では、中国に比べてインドは対外的ショックを受けやすいと言える。

アジア経済にとって、中国やインドの景気過熱から失速の兆候が契機となり国際マネーフローの急変が生じる事態への懸念はぬぐえない。

当事国はもちろん関係国でも資金流入が先細り、流出の連鎖が加速すると、各国の対処措置だけでは必ずしも盤石とはいえない可能性がある。特に、新興国向け輸出好調、かつ資本取引規制の自由度が高い国（韓国やオーストラリアなど）では、実体経済への影響に先駆けて、いち早く資金流出が生じかねない。経済好調なアジアこそ、二国間や他国間連携の次なる備えが重要といえる。

(柳瀬：yanasey@sumitomotrust.co.jp)