



Dec. 1, 2003

変貌した東アジアの資金フローと米国経常赤字¹

主任研究員 福居信幸

(Nobuyuki Fukui)

e-mail : nfukui@iima.or.jp

1. はじめに

アジア危機後の東アジアへの資金フローは、経常黒字が定着して著しく変化している。ここでは、NIES（韓国、台湾、香港、シンガポール）、ASEAN4（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン）及び中国の 9 カ国を対象とした東アジアの国際収支動向の変化や、アジア地域を巡る米国、欧州、日本を含めた 4 極の資金フローの現状を明らかにする。また、米国経常赤字のファイナンスの観点から東アジアからの資金フローの影響について考察してみたい。

2. アジア危機後の国際収支動向からみた東アジアの資金フロー概観

東アジアの国際収支動向を経常収支ベースで見ると、危機前は赤字基調であったタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンで黒字基調が定着し、9 カ国計で、1996 年には 230 億ドルの赤字であったものが、2002 年は 1,200 億ドル（IMF 統計ベース、一部中銀統計を含む）を超える巨額の黒字に転じている（図 1）。

資本収支動向をみると、対内直接投資は、危機直後にタイなどで日系企業を中心に経営支援型の増資が増加した以外は、中国を除けば危機前の水準に達していない。特に、インドネシアでは、1998 年からネットベースで対内直接投資の出超が続いていて、進出による投資額よりも撤退に伴う回収額の方が大きいという状況が続いている。2002 年の対内直接投資は、中国とマレーシア以外は、各国とも軒並み前年比 3～7 割の大幅ダウンとなっている

¹本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1116 号（2003. 12. 1 号）に掲載されたものである。

る。また、対外直接投資を差し引いた収支ベースでは、韓国、台湾、香港で赤字となっている。一方、中国は、東アジア域内からの対中投資も増えて、**2002**年は、鉄鋼大手**3**社（アルセロール・グループ）の合併による特殊要因で巨額（**1,290**億ドル）の受入国となったルクセンブルクを除けば、事実上世界第**1**位の受入国（**493**億ドル）となっている。

このように急増する中国への直接投資は、**WTO**加盟によって貿易・投資環境が整備されたことや、高成長を遂げる中国国内市場をターゲットとした投資が活発化していることなどが要因となっている。一方、最近の**ASEAN**諸国に対する直接投資の減少は、コスト競争力が劣っていることに加え、理工系技術者や管理職などの人材の不足や、部品を供給する地場の裾野産業の厚みが十分でないことなどが要因となっている。加えて、インドネシア、フィリピンのように、米国同時多発テロ事件以降、イスラムのマイナス・イメージが影響して治安面での不安が大きな減少要因となっている国もある。

証券投資をみると、危機前は、タイ、インドネシア、フィリピン、韓国で大幅な入超となっていたが、危機後は出超に転じ、**2002**年は、ほとんどの国で出超となっている。但し、韓国では、外国人による株式取得制限の撤廃等の規制緩和により対内投資が増加して、**1999**年から再び入超基調となっており、インドネシアも、**2002**年は、国営銀行の民営化に伴う対外株式投資が増えて入超に転じた。中国については、対内投資は**WTO**加盟等好材料が多く堅調であったものの、香港上場を果たした中国企業の香港現法に対する投資や、居住者の外貨預金を背景にした国有商業銀行の対外投資が増加して収支尻では大きく出超となっている。

これらの動きの背景には、東アジアの株式市場が、**1999**年以降、取引規制の緩和や税制面の優遇等により外国人投資の誘致策が行われ魅力的な市場になりつつあるものの、各国の市場時価総額がそれほど大きくなかったので、基本的に投資比率を時価総額ウエイトで決定していくインデックス運用を主体とする海外機関投資家の資金の流入額が相対的に小さくならざるを得ないという制約があった。特に、日米からの対内証券投資の停滞は、これが主な要因の一つであったといえよう。

もっとも、今年に入って、韓国、台湾、タイなどの株式市場が活況を呈していて、欧米の年金資金の対東アジア投資ウエイトに変化の兆しがみられている。このように、今後、株式市場が発展し時価総額が増加すれば、さらに海外投資家の資金流入は増えてくるものと思われる。特に、**ASEAN**のエネルギー、インフラ関連産業を中心とする民営化、東アジア全域にわたる金融セクターの構造改革、あるいは中国国営企業の政府株放出などに伴う外資導入の動きは、対内証券投資の増加要因としてますます大きくなっていくものと思われる。

一方、債券市場は、従来から市場が発達していた香港、シンガポールや、最近、資産担保証券の増加が目覚ましい韓国を除いて、各国とも未だ国債中心の市場であり社債市場は小さい。その国債市場も、アジア危機以降の国内景気刺激策に伴う財政負担から大量発行さ

れることによって漸く育ち始めた市場であり歴史も浅い。その結果、外国人投資家にとっては、市場整備が十分でなく保有比率も低い。

民間銀行の貸付・借入・返済の資金の動きを中心とするその他投資では、危機前は、タイ、韓国、マレーシア、フィリピン、インドネシアで巨額の入超となっていたが危機後は一転して**2001**年まで出超が続いた。但し、**2002**年は入超に転じている。中国でも**97**年以降、**GITIC**の破綻等に伴う外国金融機関のエクスポージャーの減少、中国金融機関の対外貸出増加で**2000**年まで出超が続いたが、その後は一進一退の動きとなっている。

その他投資は、危機前は、日本からの資金フローのウエイトが非常に大きく、邦銀貸出の動向で大きく左右されていた。**98**年からは日本からの資金の引揚げが続いていて、**99**年は**1000**億ドル近い資金が引揚げられた。**2002**年になって、漸く流出の趨勢に歯止めがかかったように見える(表1)。このような流出の背景には、邦銀の海外部門の縮小と、日系企業を中心に邦銀顧客の財務リストラによる資金需要の大幅減少がある。また、米国からの対内投資については、日本に比べてもともと流入額が少ない。**BIS**の国際与信統計でも、危機以降東アジア向け与信の顕著な増加はみられていない(表2)。欧州からの与信額は、**1998**年から**2000**年まで大幅に減少したものの、**2002**年になって増加に転じている(表2)。東アジアのリテール部門にも強い現地欧州系の銀行が、旺盛な個人ローン需要を中心に与信を増やしているものと推測される。

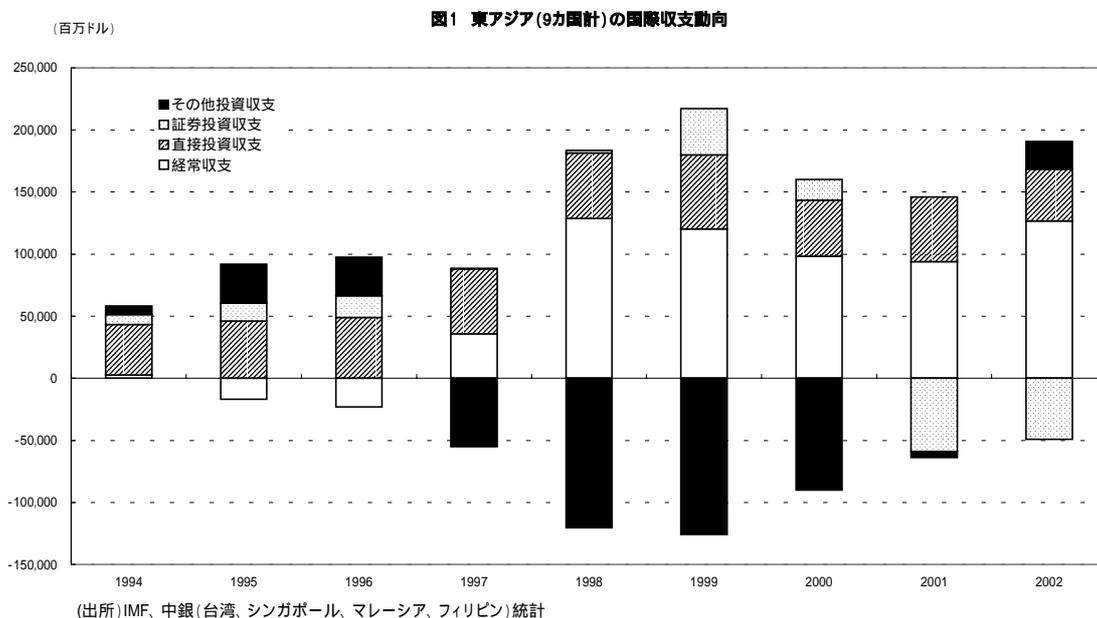


表1 日本・米国から東アジア向けその他投資対内投資推移

(単位:億ドル)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
日本	26	541	-372	-971	-151	-105	-7
米国	140	18	-164	-91	-7	122	6

(注) プラスは東アジアへの流入、マイナスは東アジアから日本・米国への引揚げをあらわす。
(出所) 日本銀行、米国商務省

表2 東アジア向け与信(含む現地通貨建て)残高増減推移

(単位:億ドル)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
日本	324	539	-156	-576	-165	-946	-83	-48	-276	-245
米国	109	76	130	147	24	-89	17	35	-13	-11
欧州	831	492	736	717	692	-846	-171	-354	3	175
合計	1263	1107	710	289	551	-1881	-237	-366	-286	-82

(注1) 東アジアは、香港、シンガポール、中国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、韓国、台湾、タイの9か国
(注2) 欧州は、英国、ドイツ、フランス、オランダ、イタリア、スペイン、スイスの7か国
(出所) BIS国際与信統計

また、各国の2001年及び2002年の収支項目毎の収支尻を、まとめて表3にしたので参照されたい。

表3 東アジア各国の国際収支尻一覧

	経常収支		直接投資収支		証券投資収支		その他投資収支	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
韓国	+	+	+	-	+	+	+	+
台湾	+	+	-	-	-	-	+	+
香港	+	+	+	-	-	-	+	+
シンガポール	+	+	-	+	-	-	-	-
タイ	+	+	+	+	-	-	-	-
マレーシア	+	+	+	+	-	-	-	-
インドネシア	+	+	-	-	-	+	-	-
フィリピン	+	+	+	+	+	+	-	-
中国	+	+	+	+	-	-	+	-

(注) 2001年は台湾を除いてIMF調べ。2002年は、台湾、シンガポール、マレーシア、フィリピンが中銀調べ。

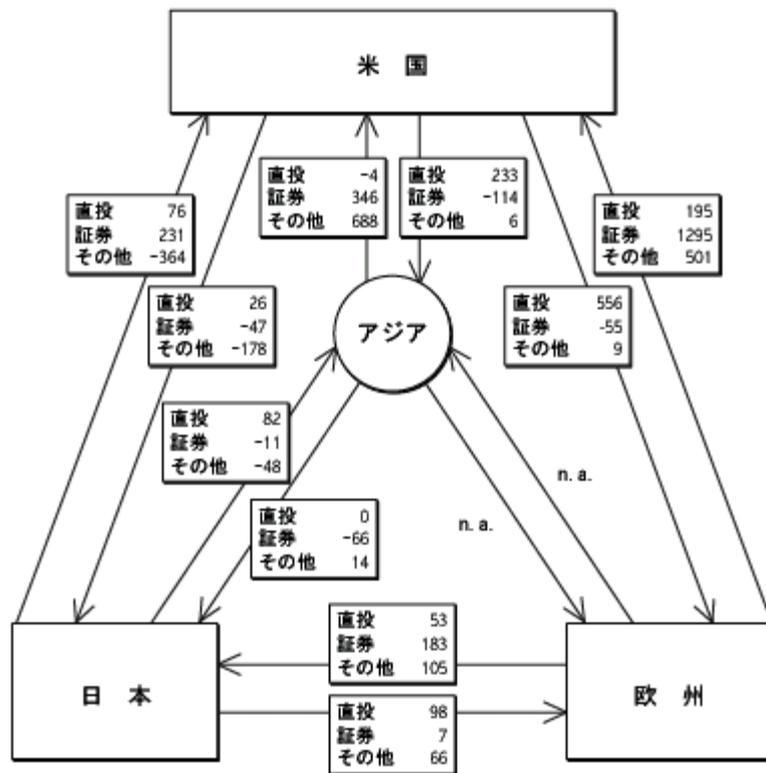
図2、3で、1996年および2002年の東アジアを含めたアジア地域全体を取り巻く資金フローを、国際収支ベースで4極図にして比較してみた。

1996年と2002年の時点を比較すると、米国からアジアへの流入では、1996年は、直接投資、証券投資、その他投資の合計で500億ドル以上の大量の資金の流入があったが、2002年では大幅に減少している。但し、直接投資は、対中投資の増加により2002年の方が1996年を上回っている。日本からアジアへの流入については、1996年の時点においても証券投資の流入額は21億ドルに止まっていて、その他投資は回収超のポジションにあった。2002年は、証券投資、その他投資とも回収超のポジションになっている。欧州からアジアへの統計は整備されていないが、BISの与信統計の動きから、米国同様、1996年には巨額の流入があったものと推測される。

2002年の状況を地域間で比較すると、グロス・ベースで互いに巨額のやりとりを行っている欧米間の資金フローに比べると、アジアを取り巻く資金の流れはそれほど大きくはな

い。特に、日本との資金パイプが非常に細くなっている。また、アジアから米国向けの資金フローをみると、証券投資とその他投資の合計で **1000** 億ドルを上回る資金が米国に流れしており、これらの資金が米国の経常赤字の一部をファイナンスしていることが良く判る。

図3 2002年の国際資金フロー



3. アジア危機後に積み上がった経常黒字の評価と課題

東アジアの経常黒字は、韓国が純債務国から純債権国へ転換したように、危機時に膨れ上がった各国の対外債務の返済を可能にしたことや、輸出主導の景気回復が危機後の金融セクターの構造改革や企業リストラに伴う痛みを和らげたことから、一応プラスの評価が与えられよう。

しかし、マクロ的な会計原則に導かれる「一国の経常収支の大きさは、必ずその国の貯蓄と投資の差額に等しい」とする IS バランス論からは、寧ろ、通貨危機以降続いている東アジア各国の投資率落ち込みによる貯蓄超過が問題視されるべきであろう。この現象は、東アジアの金融セクターが未だ不良債権問題を抱え金融仲介機能が低下している一方、過剰設備や財務リストラによって企業の資金ニーズが低下していることが要因となっている。このような問題を改善するためには、不良債権問題の早期解決を図って金融の仲介機能を活性化させるとともに、債券市場の振興や国内機関投資家の育成により、国内貯蓄を動員して生産性の高い国内投資に向かわせることが肝要である。

また、経常黒字は同時に巨額な外貨準備をもたらしているが、これらは先進国の低リスク資産に向かって流れている。米国の財務省証券の国別保有内訳でみると、中国、香港、台湾、韓国、シンガポール、タイの6カ国計の保有比率は、1997年末の13.9%から大きく上昇しており、直近(2003年8月末)では22.5%、保有額は3200億ドルを超え、この間に1500億ドルの増加となっている。なかでも、中国はこのうち1000億ドル以上の増加となっている(表4)。また、統計は整備されていないが、欧州各国の国債に対する東アジア諸国の保有比率も増加してきているものと推測される。IMFの外貨準備の通貨別構成推移をみると、東アジア諸国の多くが含まれる発展途上国計でみると、ユーロの比率は1999年の14.1%から2002年は16.8%に急増しており、東アジアの外貨準備が欧州の資産に流れていることが伺える(表5)。

表4 米国財務省証券の保有国別内訳推移

	97 シェア (%)							2003年8月 シェア (%)	
	97	98	99	2000	2001	2002	2003年8月	2003年8月	
中国	49.9	46.4	51.8	60.3	78.6	102.9	151.1	10.6%	
香港	35.0	44.2	46.7	38.6	47.7	48.2	52.9	3.7%	
台湾	33.2	31.3	29.3	33.4	35.3	34.6	38.4	2.7%	
韓国	5.2	18.0	26.1	29.6	32.8	43.1	44.4	3.1%	
シンガポール	35.2	43.1	30.7	27.9	20.0	18.2	21.1	1.5%	
タイ	12.0	10.5	10.7	13.8	15.7	16.3	13.0	0.9%	
アジア6カ国計	170.5	193.5	195.3	203.6	230.1	263.3	320.9	22.5%	
日本	277.6	276.1	320.0	317.7	317.9	364.7	451.2	31.7%	
合計	1,230.5	1,273.8	1,283.8	1,015.2	1,040.1	1,204.5	1,423.1	100.0%	
うち外国公的部門	599.5	593.5	623.6	609.2	619.4	657.6	729.2	51.2%	

(出所)米国財務省"Treasury Bulletin"

表5 IMF加盟国外貨準備の通貨別構成推移

(単位: %)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
全加盟国合計						
米ドル	62.4	65.7	67.9	67.6	67.7	64.8
円	5.2	5.4	5.5	5.2	4.9	4.5
英ポンド	3.6	3.9	4.0	3.8	4.0	4.4
スイスフラン	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
ユーロ	-	-	12.6	13.0	13.3	14.6
独マルク	12.9	12.2	-	-	-	-
仏フラン	1.4	1.4	-	-	-	-
蘭ギルダー	0.4	0.4	-	-	-	-
ECU	5.0	0.8	-	-	-	-
その他	8.4	9.3	9.4	9.7	9.7	11.0
うち発展途上国						
米ドル	65.8	64.9	64.2	63.8	63.8	61.3
円	4.7	4.5	4.6	4.4	4.3	4.3
英ポンド	5.1	5.1	5.3	5.2	5.5	5.8
スイスフラン	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
ユーロ	-	-	14.1	14.9	15.6	16.8
独マルク	10.3	11.3	-	-	-	-
仏フラン	1.8	1.5	-	-	-	-
蘭ギルダー	0.6	0.5	-	-	-	-
ECU	-	-	-	-	-	-
その他	10.6	10.8	10.7	10.7	9.9	10.9

(出所: IMF annual report 2003)

東アジアの外貨準備が先進国の低リスク資産に流れることについては、東アジア諸国は、自国内や域内に資本市場が発達していないために、先進国の安全資産による低い収益率での運用を余儀なくされていて、本来享受でき得る自国や域内の危険資産の収益率との差を、一種のプレミアムの形で欧米に払わされているとの見方もできよう。この問題点の解決策としては、域内資本市場の整備と外貨準備運用の多様化が重要であり、このような課題を克服するために、アジア債券市場育成イニシアティブ(以下 **ABMI** という)やアジア・ボンド・ファンド (以下 **ABF** という) 構想が打ち出されている。

ABMI は、アジアの債券市場において、多様な通貨・期間の債券をできる限り大量に発行し市場に厚みを持たせて流動性の高い市場を育成する構想であり、**ASEAN+3** (日中韓) を中心に各国が協力して、中長期的な措置も含め様々な項目を包括的に検討するものである。現時点では「官」主導で進められているが、今後は「民」の積極的関与が期待されている。また、**ABF** は、域内各国の外貨準備を活用して、その一部をプールし、アジア (除く日本) の国債に投資しようとするものであるが、初回の基金 (総額 **10** 億ドル) では、投資対象が米ドル建ての国債あるいは準政府機関債に限られていたので、現地通貨建て債券市場、一般社債市場、あるいは資産担保証券市場の育成には直接寄与していない。もっとも、基金の母体となった **EMEAP** (東アジア・オセアニア中央銀行役員会議) のステートメントにもアジア通貨建ては展望されておりⁱⁱ、次回の基金設定の際に、現地通貨建ての国

債や民間債を運用対象に含める動きがあるとの報道もあるⁱⁱⁱ。

4. 米国経常赤字と東アジアの資金フロー

最後に、東アジアからの資金フローを中心に、米国の巨額な経常赤字がどのようにファイナンスされてきたかを概観し、その持続性について考えてみたい。

米国の経常赤字の動向をみると、**2002**年は**4800**億ドル(以降米国商務省統計ベース)を記録し史上最大の赤字を記録した。特に、最近になって赤字は拡大傾向が続いており、**2003**年第二四半期は**1387**億ドルを記録、赤字額の**GDP**比率は**5.14%**となっている。欧州は、近年ほとんど収支均衡を保っているため、米国の経常赤字の突出は顕著になってきている。地域別にみると、**1030**億ドルの対中貿易赤字を中心として対アジア地域の赤字の比率が拡大しており全体の赤字の**40%**以上を占めている。また、対欧州での赤字額も増加傾向(全体の2割弱)にあり対日赤字を上回っている。

一方、この赤字をファイナンスしている資本収支を地域別にみても、**2002**年は、対欧州での資本収支黒字が、近年減少傾向にあるとはいえ**1400**億ドル近くで突出しており、対アジアでは対前年比で3倍以上に急拡大して**900**億ドル強、対日本も同様に拡大して**580**億ドルの黒字になっている^{iv}。また、民間部門と公的部門に分けてみると、民間部門では**4370**億ドルの黒字、公的部門では米国債投資が前年の**2.3**倍に膨れあがり**910**億ドルの黒字を記録した。**2003**年に入っても、海外の公的部門の米国債投資は、四半期ベースで**300**億ドルを超えるペースで行われている。

このように、最近の米国経常赤字の急拡大に伴い、従来の欧州を中心とした民間投資によるファイナンスだけでは賄いきれなくなり、東アジアや日本の外貨準備による米国債投資でファイナンスの補完がなされている状況がみてとれる。

しかし、東アジアを中心とした海外公的部門の米国債投資の増勢が余りに急激であることから、米国経常赤字ファイナンスの持続性の観点からは不安材料の一つとなっている。また、今まで、こうした資金の流入によってドル相場を下支えしてきた面もあるので、流入が減少してさらにドル安が進むという二重の意味で不安定要因といえる。さらに、前述の通り、外貨準備のユーロ建債へのシフトの動きが進んだり、まだまだ時間がかかると思われるものの**ABMI**や**ABF**の試みが奏効して東アジアの公的資金が域内の市場に向かうようになってきたりすれば、現状のような勢いで米国赤字をファイナンスすることは困難になってこよう。

但し、米国への資金流入に占める海外公的資金のウエイトは、**2002**年以降急増しているとはいえ民間部門に比べれば小さいことも指摘しておきたい。米国の経常赤字は**5000**億ドル程度であるが、そのうち**1000**億ドル近くが東アジアの公的資金で埋められているとしても^v、残りの**4000**億ドルは民間部門からの投資や融資でファイナンスされていることにな

る。

従って、米国経常赤字のファイナンスの持続性については、欧州を中心とした民間資金の動きの影響の方が大きいといえよう。その民間資金は、今のところ、証券投資を中心に米国への資金流入に大きな変化はみられていない。しかし、東アジアの公的資金の流入が減少するなかでドル安が進んだり、徐々に減少していく国際資本フローを惹きつけるために米国金利が上昇を余儀なくされて米国の経済成長に陰りが生じたりすると、欧州投資家を中心とした民間資金の自国回帰が本格化する可能性がある。そうなれば、プラザ合意のような米国経常赤字の削減を主目的とした通貨調整が必要となって来るかもしれない。

(尚、本稿は 2003 年 12 月発行の日本経済研究センター主催「アジア研究会」報告書筆者執筆部分の一部及び日本経済研究センター会報 10 月号「グローバル・ウォッチ」掲載内容を踏まえている。)

参考文献

浦田秀次郎 「急増する中国への直接投資」、経済セミナー2003年3月号

高安健一 「変貌するアジアを巡る国際資金フローと日本の対応」(「環太平洋ビジネス情報」、日本総研調査部環太平洋研究センター、2002年4月)

森純一 「アジア債券市場をいかに育てていくか」、国際金融 1110 号、2003年8月

吉國真一 「アジアの資金フローとアジア債券ファンド」、国際金融 1110 号、2003年8月

みずほ総合研究所アジア調査部[編] 「アジア経済 2003」中央経済社、2003年3月

McCauley R “Capital Flows in East Asia since the 1997 crisis” BIS Quarterly Review June 2003

IIF “Capital Flows to Emerging Markets Economies” May 2003

UNCTAD “World Investment Report” 2002 & 2003

Copyright©2003 Institute for International Monetary Affairs. All rights reserved.

ⁱ台湾では、1999年に、上場企業に対する外国人投資家の持株比率上限引き上げや、特定外国人機関投資家(QFII)の投資上限の引き下げが行われ、韓国でも、2001年に、外国人による株式取得制限の撤廃など規制緩和が行われた。香港では、2000年に、キャピタル・ゲインの免税、証券決済システムの充実、取引手数料の大幅引き下げなどの諸施策を講じて外国人投資家の資金吸収を図ってきている。タイ、マレーシアでは、2000年以降、資本市場育成策を打ち出し、決済制度や会計制度などの市場インフラ整備や、コーポレート・ガバナンス、ディスクロージャーの質的な改善が図られている。また、中国でも、2002年末に QFII 制度が導入され、中国人向けに制限されていた A 株市場が外国人投資家に開放された。

ⁱⁱ After the launch of the US dollar ABF, the EMEAP Group will proceed to study the extension of the ABF concept to include bonds denominated in regional currencies, further strengthening the contribution of the initiative to the broadening and deepening of bond markets in the region.

ⁱⁱⁱ 2003年10月20日付「The Asian Wall Street Journal」

^{iv} 日本側の国際収支統計では、対米資本収支は140億ドルの赤字に止まっており大きく相違している。

^v 東アジアの公的部門の対米資本収支統計はないが、中国、香港、台湾、韓国、シンガポール、タイ6カ国の米国財務証券投資残高(含む民間投資)は2003年1~8月で570億ドル増えている(表4)。