

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## 対外純資産統計からみた通貨危機国の特徴

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員  
森川 央  
[morikawa@iima.or.jp](mailto:morikawa@iima.or.jp)

### (要 旨)

- 1980年代以降、金融や資本取引の自由化が進んだことで国際的な資本取引が増加し、為替相場に与える影響が増大した。特に近年は、コンピューターや通信手段の発達により、金融資産は瞬時に大量に移動する。よって、経常赤字が大規模であっても強い資本流入圧力に支えられて通貨が増価することもあり、逆に経常赤字が小規模であっても、将来への思惑や国際金融情勢によって、通貨不安が発生するようになった<sup>1</sup>。
- そのため、一国の対外資産・負債が重要になってくる。資産超となっている国（純資産国）は、理論上は対外資産を処分して対外負債を返済することができるので、通貨危機は起こりにくい。逆に負債超過となっている国は、全資産を処分しても負債が残る。そのため、ひとたび投資家が何らかの原因で将来の返済を疑う状況になれば、お互いに先を越されることを恐れて一斉に回収に走り、その結果、通貨危機に陥ることになる。従って、短期間での回収ができない直接投資を除いた資産・負債状況が、通貨危機リスクを計るうえで重要になる。

<sup>1</sup> 考察の対象としている統計は、IMF作成の純国際投資状況（Net International Investment Position）であるが、本稿では定着している対外純資産という用語を用いる。

- ▶ 過去こうした事態は、所得の高低に関わらず発生している。1990年代のスウェーデンやグローバル危機時のアイスランドは、高所得国で生じた危機の好例である。アジア通貨危機では、対外資産状況が比較的良好だったマレーシアは自力で危機を凌ぎ、対外純資産「大国」であった香港は危機を退けた。ユーロ危機時、イタリアが最終的に危機に陥らなかったのも、スペインやポルトガルに較べ純資産のマイナス幅が小さかったからだろう。
- ▶ 現在、問題視されているぜい弱通貨5カ国（ブラジル、トルコ、ロシア、南アフリカ、インドネシア）の中では、トルコとインドネシアのリスクが高い。ただ、インドネシアの対外純資産状況は、アジア通貨危機時と比較すると改善している。当時の二の舞となるリスクは下がっている可能性がある。

## （本 文）

### 1. 分析の枠組み

通貨危機は国際収支危機であり、一国の外貨（ハードカレンシー）不足への懸念から発生すると言われる。銀行危機や金融システム不安が通貨危機を引き起こすこともあるが、外貨獲得能力に不安がない場合は、通貨危機とはならない。バブル崩壊後の日本がその一例である。経常黒字が定着し対外純資産世界一の日本では、デフレ不況下で銀行危機はあっても、通貨危機と呼ばれる事態はなかった<sup>2</sup>。

外貨獲得には3つの方法がある。財サービスの輸出（純輸出の拡大）、外貨借入（外貨建て負債の拡大）、外貨建て資産の売却である。資本取引に制限があり、取引コストも高かった時代は、外貨獲得手段はほぼ経常取引に限られていた。この当時は、経常収支だけが為替相場に影響を与える要因だったといつてよい。

しかし、資本蓄積が進み且つ資本取引が活発化してくると、資本取引が為替相場に与える影響が増大した。特に現在では、資本は瞬時に大量に移動する。そのため経常赤字が小規模であっても、将来への思惑や国際金融情勢によって、通貨不安が発生するケースが出てくる。

負債超過で借入能力の限界が近いとみなされる国は、通貨危機に陥る可能性が高い。だが、負債超過でも主として直接投資に依存している場合は、通貨危機の発生確率は小さくなる。直接投資は、現地工場や店舗など実物資産となっている投資なので、仮

---

<sup>2</sup> 円安局面は何度もあり、円暴落予測もあったが、通貨危機という評価が下されたことはなかった。

に回収しようとしても時間がかかり、資本逃避や投資の巻き戻しは起きにくいからである。従って、本稿では直接投資を除いた資金取引、債権・債務を「金融性投資」と呼び、分析することにする。具体的には、ポートフォリオ投資、デリバティブ取引、その他投資（借入など）、外貨準備（増減）である。

## 2. 高所得国の通貨危機

### (1) アイスランド

アイスランドはグローバル金融危機のさなか、2008 年秋に通貨危機に陥った。通貨の急落の他、銀行の国有化、外債の支払い停止、銀行預金の取り付けなどが相次いで起こった。危機前 2007 年の一人当たり GDP は 66,390 ドルで世界第 3 位であったが、2009 年には 37,934 ドルへと約 43% 低下した。順位も 18 位に後退した<sup>3</sup>。

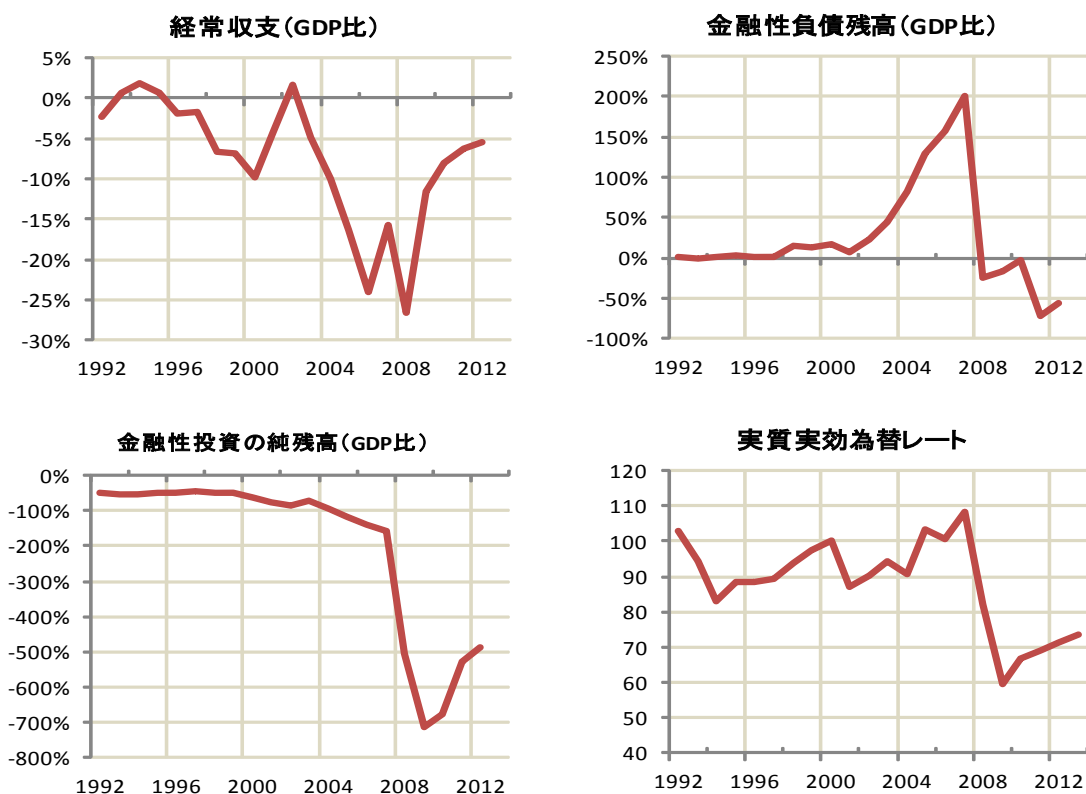
危機前のアイスランドの国際収支をみると、典型的な悪化パターンとなっていたことがわかる。まず、経常収支は 2002 年の 1.6%（名目 GDP 比）の黒字を最後に赤字に陥り、以降赤字が拡大していった。赤字拡大のテンポは速く、2003 年 -5%、2004 年には 2 桁（-10%）になっている。その後も急拡大が続き、2006 年には -24% に達していた。

それでも危機が起きず、外貨準備も増加していた理由は、経常赤字をはるかに上回る資本流入が続いていたことだった。直接投資を除いた負債の純増額は急増し、2005 年から 2007 年までの 3 年間は GDP を上回る流入となり、危機直前の 2007 年はついに GDP の 2 倍に達した。

---

<sup>3</sup> 購買力平価での換算値。日本は、2007 年が 24 位、2009 年が 23 位であった。

図 1 アイスランドの国際収支など



(資料) Datastream

この結果、同国の金融性投資は負債超過となっていった。もともと負債超過幅は小さくはなかったが（2001 年末、GDP比 -75%）、2005 年からは GDP を上回る負債超になり、危機直前の 2007 年末には -158% に達していた。図では、危機後の赤字幅が異常に大きいので危機前の赤字が小さくみえるが、国際的にみて GDP 比 100% を超える赤字はかなり高い数値である<sup>4</sup>。アイスランド経済は 2005 年頃には、通貨危機の危険水域に入っていたといえよう。

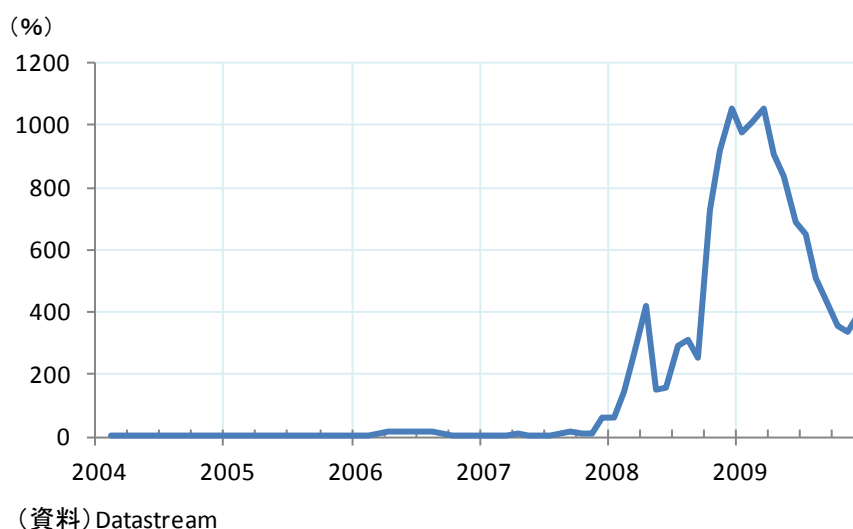
問題は当時、格付機関も投資家もこの危険を見過ごしがちであったことである。危機前、格付機関は格付見直しにすら入っていなかった。CDS 市場でのリスク評価（アイスランド債のデフォルトに対する保険料を示す）は 2007 年末までほぼ横ばいであった。

バブルは崩壊してはじめてバブルと認識されることが多い。崩壊前に認識することは難しいものだが、アイスランドのケースはサインが大きかったこともあり、今後の教訓として記憶されるべき一例であろう。

<sup>4</sup> EU はユーロ危機後、「マクロ不均衡手続き (MIP)」と呼ばれる分析手法を開発した。その中で、対外純資産の赤字が GDP 比 35% を上回ると警戒が必要としている。MIP については、ニューズレター 2013 年 No.19 「ユーロ圏の経済動向～周辺国債務問題は最悪期を脱したのか?～」に詳しい。なお、MIP は直接投資の残高を含めた対外純資産全体を対象にしている。

[http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2013/NLNo\\_19\\_j.pdf](http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2013/NLNo_19_j.pdf)

図 2 アイスランド CDS (5年) の推移



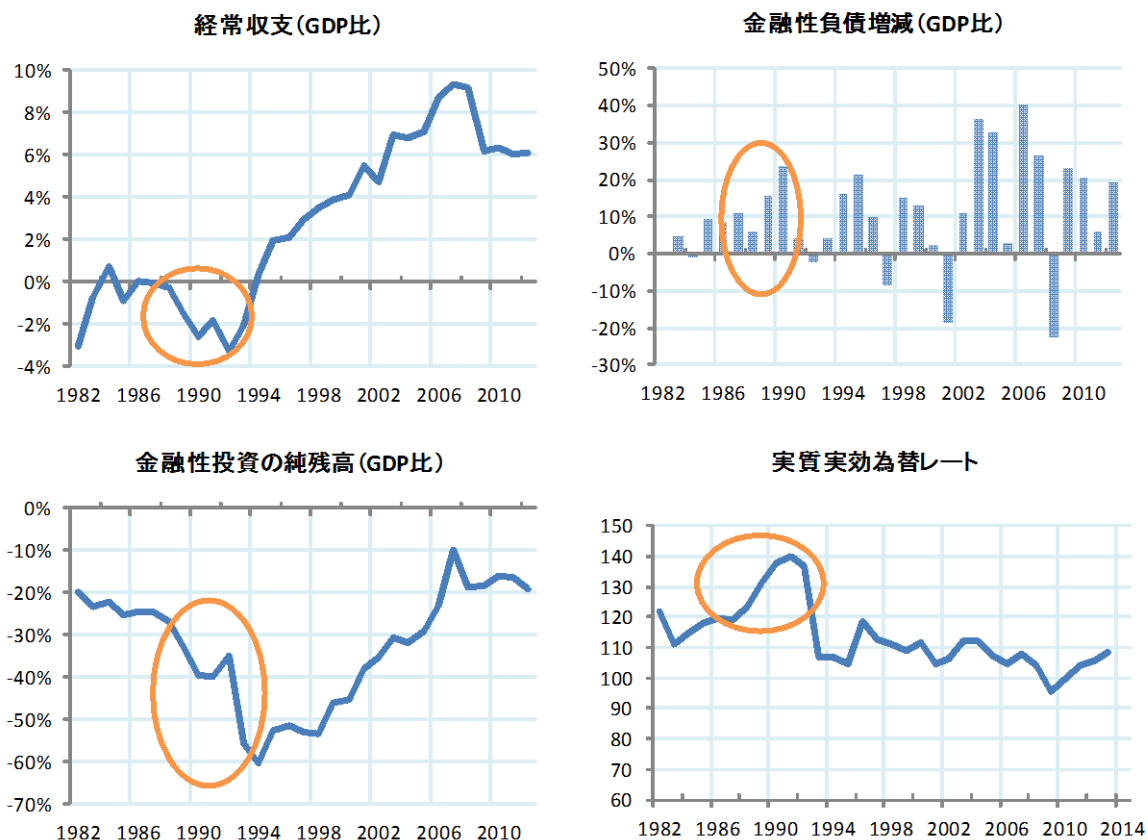
## (2) スウェーデン (1990年代前半)

IT化が進み経済の透明性が高いスウェーデンは、世界競争力ランキングで4位(2013年)に入るなど高い経済パフォーマンスを誇っている。しかし、そのスウェーデンも1990年代前半には銀行危機と通貨危機を伴う、大きな危機を経験している。

スウェーデンでは1980年代から金融自由化が進められ、住宅貸出急増による貸出ブームが起こった。また固定相場制が採用されていたため、国外からの資本流入もブームに拍車をかけた。その結果、1990年頃から国内景気は過熱し、インフレ率の上昇、経常収支の悪化が始まった。

しかし、スウェーデン経済と固定相場制への信頼が高かったため、経常赤字を埋めるように海外からの資本流入が続いた。だがその過程で、金融性投資純残高の減少も静かに進行していた。欧州連合(EU)のマクロ不均衡手続き(MIP)を参照すると、当時のスウェーデンは危機発生に先立つ1990年から、既に警戒域入りしていたのである。

図 3 スウェーデンの国際収支など

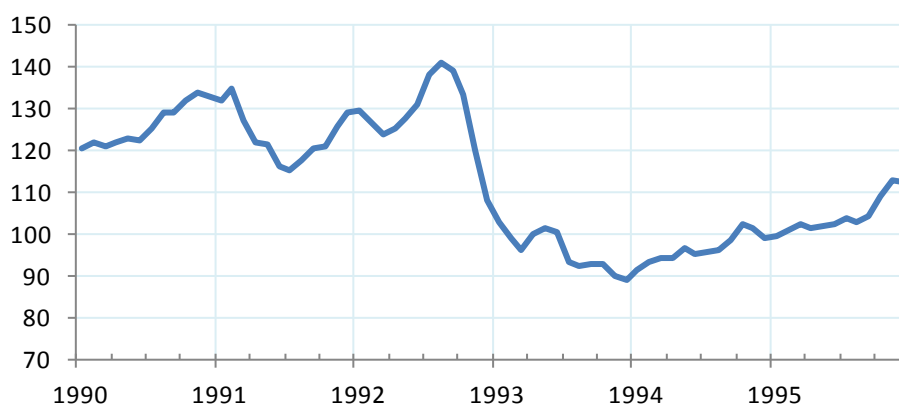


(資料) Datastream

銀行危機が深刻化したのは 1992 年秋である。名目実効為替レートは 1992 年 8 月をピークに下落が始まり、11 月には変動相場制に移行し急落した。名目為替レートは半年で 30% 下落し、実質為替レートも同期間に 24% 下落した。下落はその後も続き名目為替レートが底を打ったのは 1993 年末であった。

以上、北欧で起こった 2 回の通貨危機を振り返った。ここから得られる教訓は、たとえ高所得国であっても、対外資産の債務超過が大きくなっていると通貨危機は発生するということである。

図 4 スウェーデンクローネの名目実効為替レート



(資料) Datastream

### 3. アジア通貨危機

1997年に発生したアジア通貨危機は、それまで順調に発展を遂げてきた東アジア諸国にとって最初の試練であり、その後の国際金融界にも大きな影響を残した。危機発生直後は、アジア各国の経済運営への批判が高かったが、その後は国際通貨基金（IMF）が危機国に強いた緊縮策が却って不況を深刻化させたのではないかと、というIMF批判も生まれたからである。

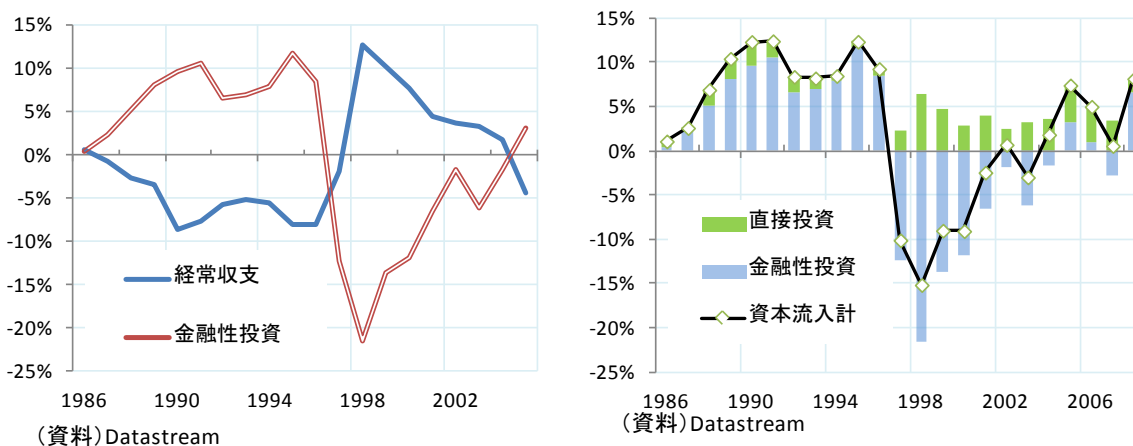
どちらにも一理あるが、やはり対外純資産のぜい弱性が強く関係していたことは間違いない。以下では、通貨危機に見舞われた国々の資本フロー、対外純資産を可能な限り検証してみたい。なお、1990年代のアジア諸国は、まだ対外純資産統計を作成していないか、作成開始から日が浅い国がほとんどであった。アジア通貨危機は、その後の統計充実のきっかけになるという貢献もしている。

#### (1) タイ

1990年当時、タイの経常赤字はGDP比-8.5%に拡大していた。その後、一旦縮小したもののGDP比-5%台が続き、1995年からは2年連続で再び-8%台に悪化した。それにもかかわらず、その間経常赤字を上回る資本流入があり、タイ経済は好調を維持していた。不動産投資が活発化していたのは、1980年代のスウェーデンと同じである。しかし、直接投資流入は少なく、ポートフォリオ投資や銀行借入などによる資金流入が主であった。

1987年から1996年までの10年間をみると、直接投資は累計141億ドル流入していたのに対し、株、債券、銀行借入などの金融性投資は910億ドル、約6.5倍になっていた。

図5 タイの経常収支、金融収支（GDP比）



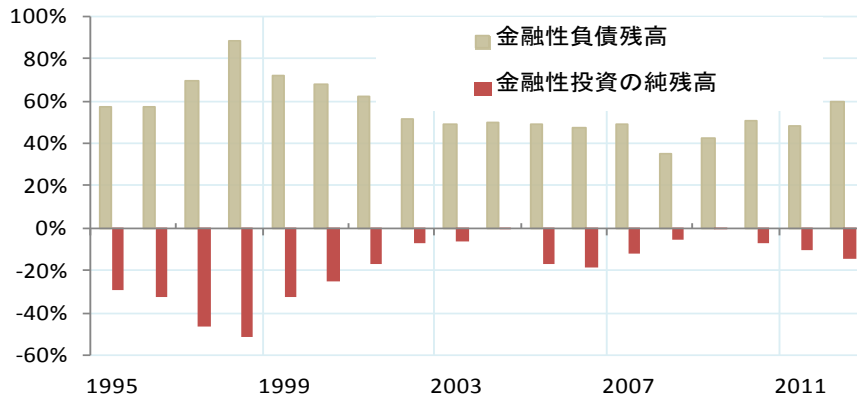
タイの対外資産・負債統計は1995年から発表されるようになった。通貨危機前年にあたる1996年の金融性投資の純残高は-32%（GDP比）であり、EUが考える目安に接近していた。その後は危機発生によるドル建て名目GDPの縮小があり、マイナス幅は1998年に52%まで拡大した。

しかし、パーツの大幅切り下げによりタイ経済は輸出主導で比較的早くに回復していった。そして通貨危機への反省から、政府は外貨準備の蓄積を重視するとともに直接投資の誘致にも力を入れていった。その結果、最近では金融性投資純残高のマイナス幅は縮小し、2009年には一旦ほぼゼロ（-0.8%）になっていた<sup>5</sup>。

<sup>5</sup> その後、再拡大し2012年は-15%である。

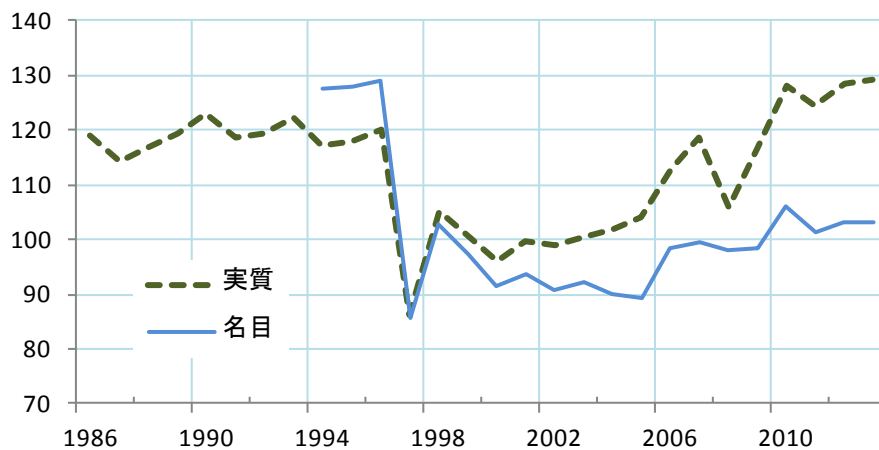


図 6 タイの金融性負債、純資産（GDP 比）



(資料) Datastream

図 7 タイバートの実効為替レート

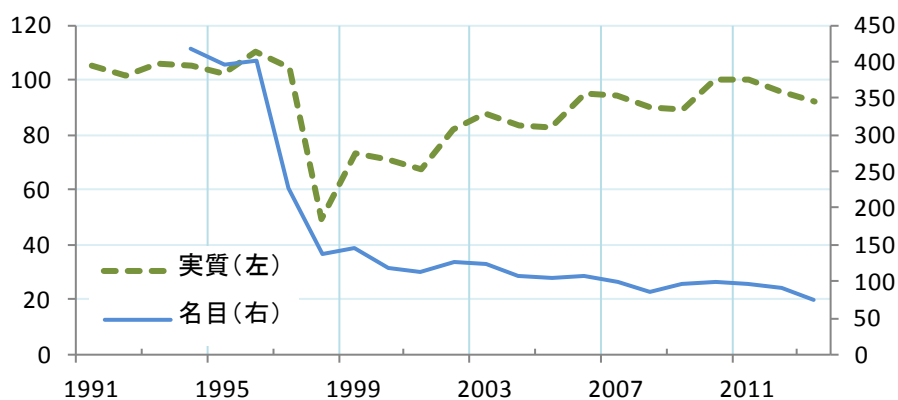


(資料) Datastream

## (2) インドネシア

インドネシアはアジア通貨危機で最も深刻な打撃を受けた。インドネシアルピアの実効為替レートは、名目ベースで 40%、実質ベースで 53% 下落した（1998 年）。危機がもたらした社会的混乱は大きく、暴動が発生しスハルト政権の崩壊を招いた。

図 8 インドネシアルピアの実効為替レート



(資料) Datastream

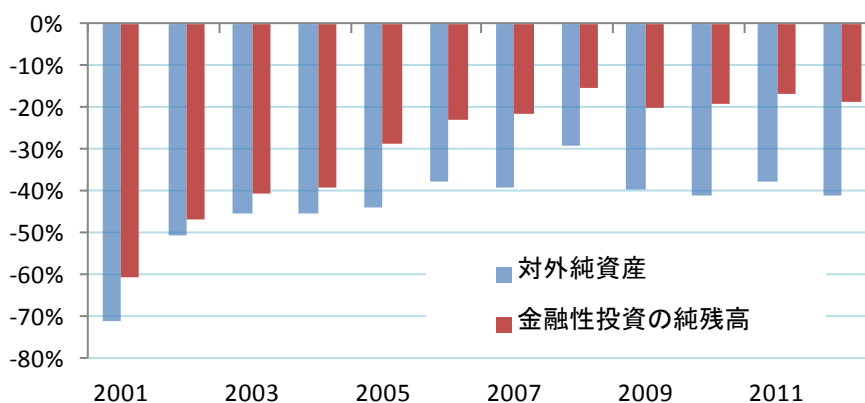
表 1 インドネシアの国際収支

	(百万ドル)							
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
経常収支	-4,260	-2,780	-2,106	-2,792	-6,431	-7,663	-4,889	4,097
金融収支	5,788	4,850	2,700	3,576	8,004	12,166	-3,248	-7,534
直接投資	1,482	1,777	2,360	2,718	4,949	6,794	4,855	-241
金融性投資	4,306	3,073	340	858	3,055	5,372	-8,103	-7,293
総合収支	1,528	2,070	594	784	1,573	4,503	-8,137	-3,437

(注) 金融性投資…ポートフォリオ投資、借入等、誤差脱漏を含む。

(資料) Datastream

図 9 インドネシアの対外純資産 (GDP 比)



(資料) Datastream

インドネシアの対外資産・負債統計は 2001 年から整備されたので、危機当時の状況は不明である。しかし 1990 年代前半の国際収支をみると、経常赤字が恒常化しており、直接投資流入も増加したが経常赤字を埋めるにはならず、1993 年と 1994 年を除いて毎

年 30 億ドルから 50 億ドルの金融性投資に依存していたことがわかる。1997 年にはそれが逆流したことから、総合収支が 81 億ドルの赤字となり外貨不足に陥った。

危機後、2001 年の金融性投資の純残高は GDP 比 60% 程度の赤字であったが、近年は同 20% 弱に改善している。現在、インドネシアルピアもぜい弱通貨<sup>6</sup>の一つとされている。インフレや経常赤字の拡大などぜい弱性は残るが、アジア通貨危機時と比べると国際収支構造は改善していることを確認しておきたい。

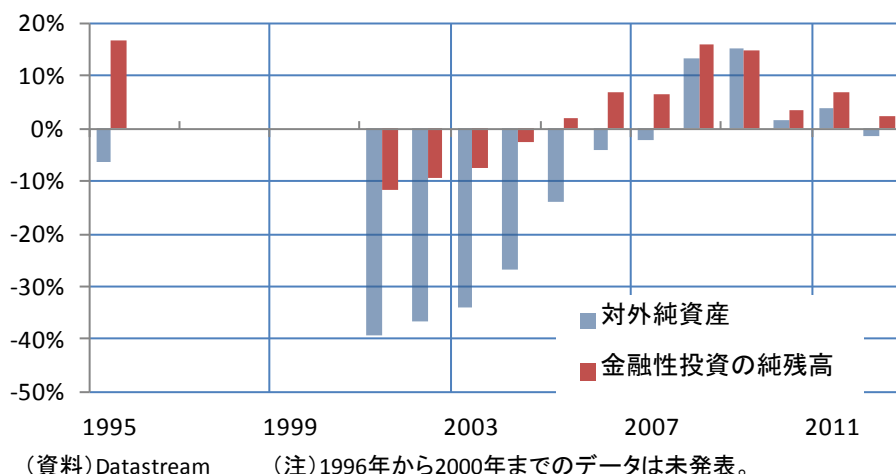
### (3) マレーシア

直接投資含む全体の対外純資産は 1995 年に GDP 比 -6.3% であったが、危機後の 2001 年には同 -39% に拡大していた。

しかし、注目すべきは危機前（1995 年）のマレーシアの金融性投資純残高は GDP 比で 16.5% と資産超過だったことである。

当時のマハティール首相は、ヘッジファンドを非難し IMF が他国で推奨したプログラム、変動相場制への移行と景気引き締め策を拒否した。そして逆に、資本規制を導入し、固定相場制を採用し<sup>7</sup>、金融緩和を実施した。この政策は自由化という時代の流れに逆行すると批判を受けたが、マレーシアは 1998 年には経常収支も大幅な黒字に転じ、IMF 支援を受けずに危機を克服した。マハティール首相の強気の背景には、同国の対外資産・負債構造に対する自信があったものと考えられる。

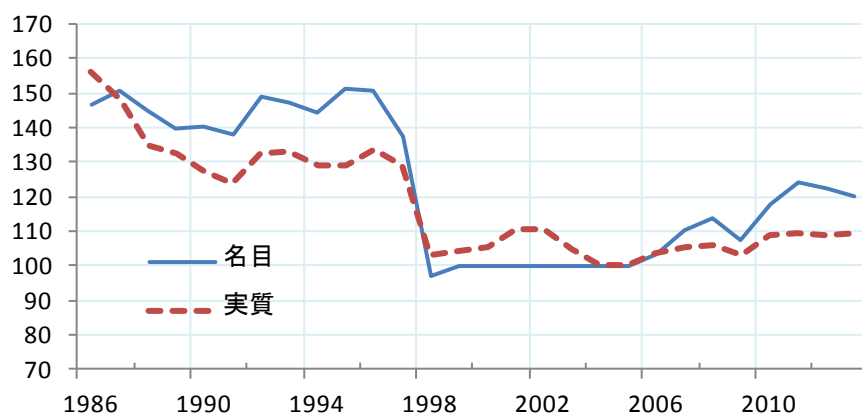
図 10 マレーシアの対外純資産（GDP 比）



<sup>6</sup> フラジャイル・ファイブ (Fragile 5、ぜい弱な 5 通貨) は、トルコリラ、南アフリカランド、インドルピー、インドネシアルピア、ブラジルレアルを指す。モルガンスタンレーの為替アナリストによる造語。

<sup>7</sup> ただし、水準は約 3 割切り下げた。

図 11 マレーシアの実効為替レート

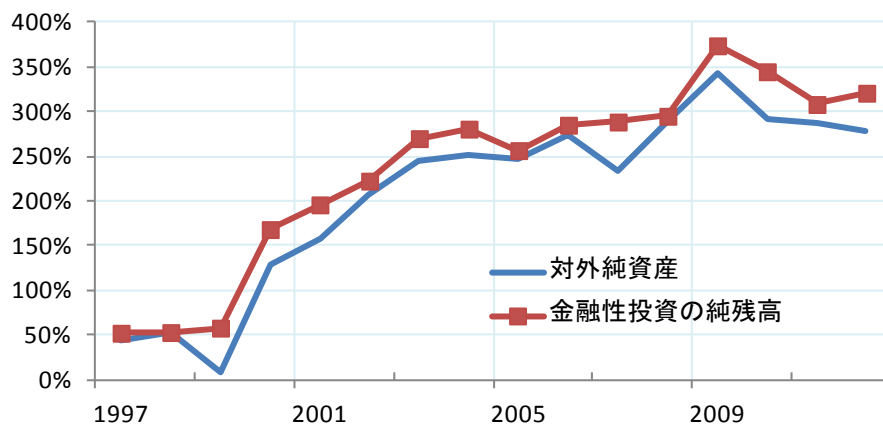


(資料) Datastream

#### (4) 香港

香港ドルにも投機は及んだが、香港ドルは対ドル固定相場を維持した。香港の金融性投資純残高は+52%（GDP比、1997年）と、純資産国であった。香港が投機に屈しなかった一因として挙げることができるだろう。

図 12 香港の対外純資産（GDP比）



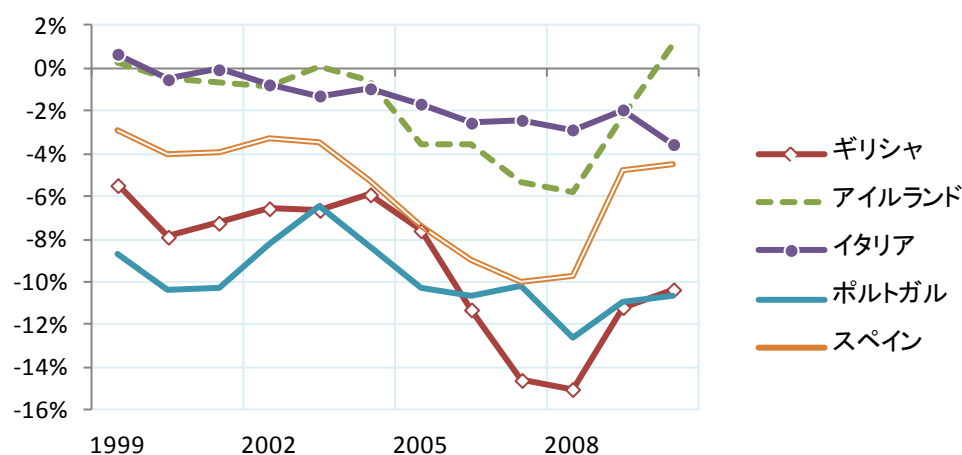
(資料) Datastream, IFS2002年版

#### 4. ユーロ危機下の欧州諸国

##### (1) ユーロ圏「周縁国」

2010年にギリシャの財政問題から始まったユーロ危機は、ポルトガル、アイルランド、スペインに飛び火した。ユーロに守られているため通貨危機は起こらなかったものの、国際収支上は危機的状態であった。特にギリシャとポルトガルは、GDP比で2桁を超える経常赤字を抱えていた（2010年）。

図 13 ユーロ圏「周縁国」とイタリアの経常収支（GDP比）



(資料) Datastream

しかし同じ危機国でも、アイルランドの経常赤字は2009年には2%に縮小し、2010年には黒字に転じた。スペインも2009年には赤字が縮小している。一方、イタリアは2010年も赤字が拡大していた。イタリアは次の飛び火先として警戒されていたが、結果的には危機波及を免れた。スペイン、アイルランドとイタリアを分けたものを特定することは難しいが、対外純資産に大きな差があったことは興味深い。金融性投資の純残高をみると、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインは、いずれもGDPに匹敵する赤字となっていた。それに対しイタリアは明らかに低かったのである。もちろん、イタリアの-33%も決して安心できる比率ではない。総じて通貨危機を起こしてもおかしくない比率だったが、ユーロを採用していたことが幸いしたと考えられる。

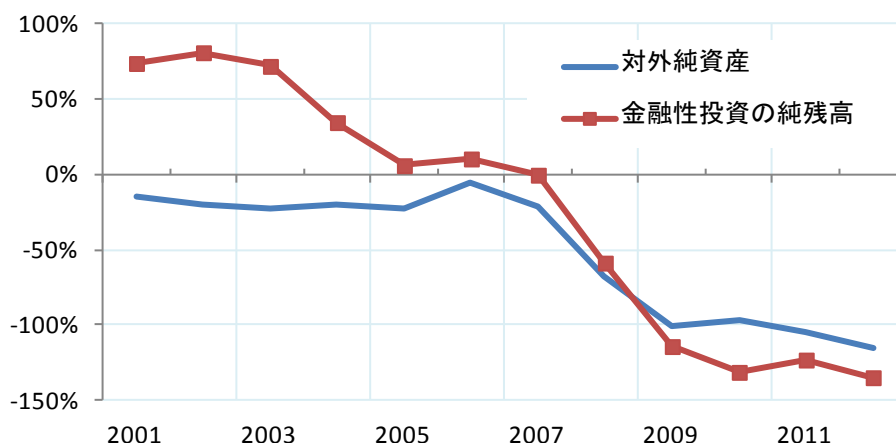
表 2 ユーロ圏「周縁国」とイタリアの国際収支（GDP 比）

	ギリシャ	アイルランド	ポルトガル	スペイン	イタリア
経常収支	-11.2%	-2.2%	-11.0%	-4.8%	-1.9%
対外純資産	-93%	-101%	-115%	-98%	-27%
金融性投資の純残高	-93%	-114%	-95%	-97%	-33%

(資料) Datastream

アイルランドは、2001 年当時、金融性投資が資産超であった。しかしその後は金融立国を目指し、外国からの投資を積極的に誘致した。その結果、純残高は急速に減少し 2007 年からはマイナスに転じた。グローバル金融危機発生がもう少し早ければ、あるいはアイルランドの投資流入ペースがもう少し穏やかであれば、危機発生後の影響が違った可能性もある。

図 14 アイルランドの対外純資産（GDP 比）

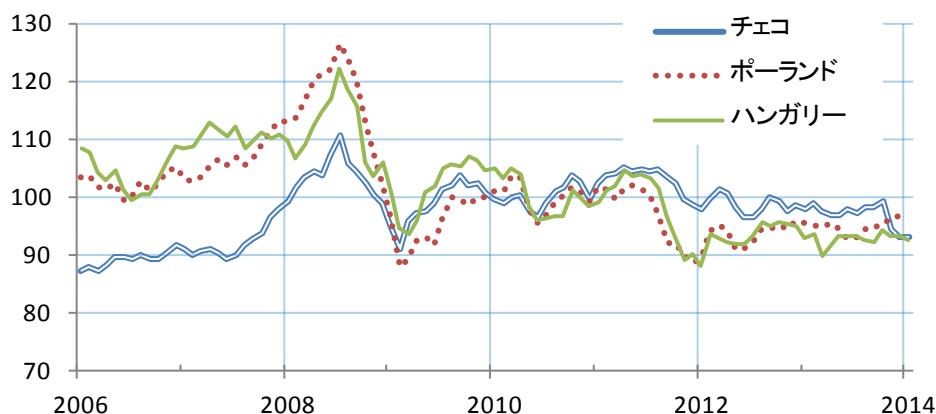


(資料) Datastream

## (2) 中欧 3 カ国（ポーランド、ハンガリー、チェコ）

グローバル金融危機では、ユーロへの参加を表明していた中欧 3 カ国（ポーランド、ハンガリー、チェコ）への不安も高まった。3 カ国ともに、実体経済面でも金融面でもユーロ圏への依存度が高い。しかし、3 カ国を比較すると、チェココルナの変動は比較的小さかった。チェコとハンガリー、ポーランドとの違いは、両者の国際収支構造の差に求められよう。チェコは経常赤字が小さかったうえに、金融性投資の純残高はプラスであったからである。理論的にはチェコは対外資産を売却して対外負債を返済できたことになる。連想売りでコルナも危機直後は下落したものの、国際支援を仰ぐことなく為替相場が安定した背景には、同国の国際収支構造が安定していたことがあっただろう。

図 15 中欧 3 カ国の名目実効為替レート



(資料) Datastream

表 3 危機直前の国際収支状況

	ポーランド		ハンガリー		チェコ	
	経常収支	金融性投資純残高	経常収支	金融性投資純残高	経常収支	金融性投資純残高
2006	-3.9%	-16%	-7.5%	-52%	-2.1%	15%
2007	-6.2%	-20%	-7.3%	-51%	-4.4%	14%
2008	-6.6%	-19%	-7.2%	-53%	-2.1%	9%

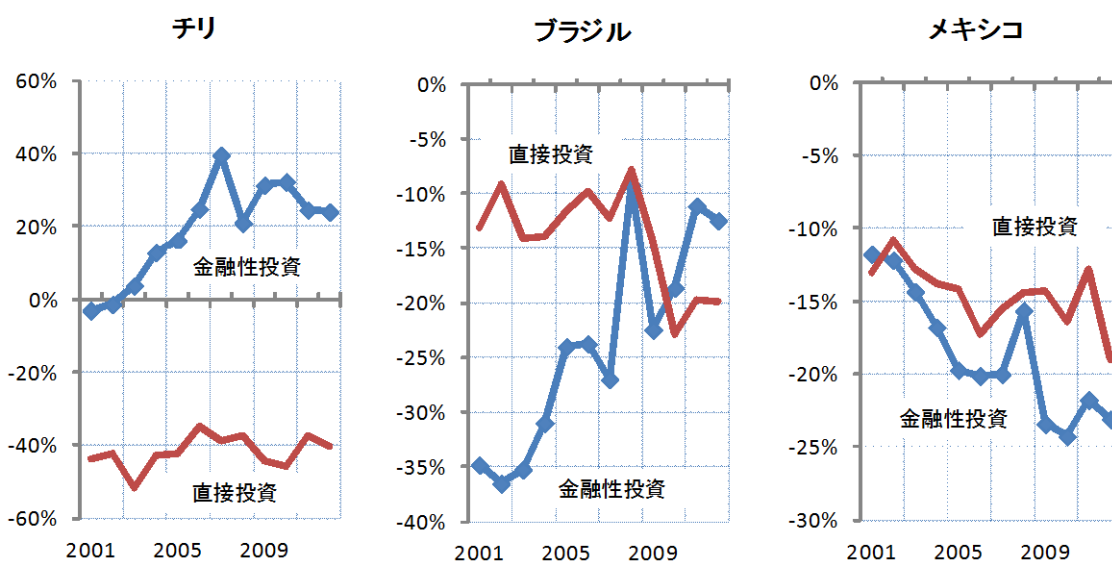
(注) 数値は名目GDP比 (資料) Datastream

## 5. その他の国の状況

### (1) 中南米

ほとんどの中南米諸国で対外資産・負債統計が整備されたのは 2000 年代に入ってからである。ブラジルの金融性投資純残高は、2001 年当時 GDP 比 -35% であったが、近年は -10% 強に改善している。ブラジルは直接投資による安定的な負債構造になりつつ、全体としても緩やかな改善傾向にある。チリは極めて安定した調達構造となっている。直接投資の純資産は -40% であるのに対し、金融性投資の純残高は +24% となっている (2012 年)。チリが通貨危機を再発する可能性は相対的に小さいと考えられる。メキシコにはやや注意が必要である。直接投資への依存増加はよいとして、金融性投資のマイナス幅も拡大しているからである。足元では一進一退となっているが、今後の動向を見守る必要がある。

図 16 中南米諸国の対外純資産 (GDP 比)



(注) 数値はGDP比 (資料) Datastream

## (2) アルゼンチン、ロシア～対外純資産分析の限界例

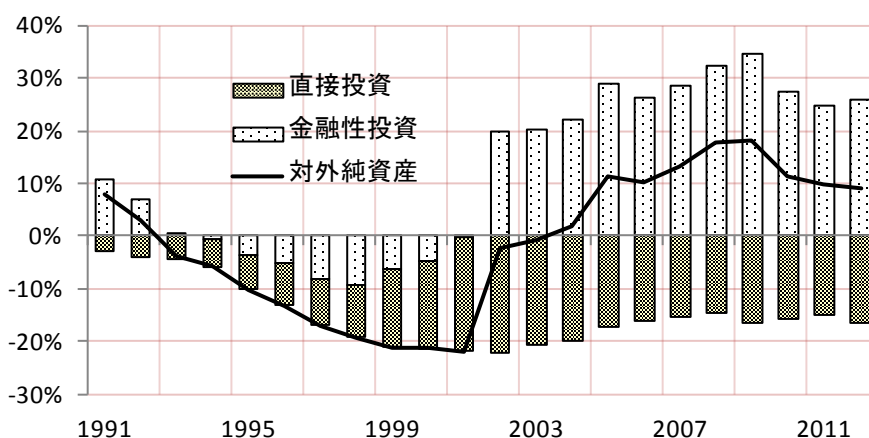
アルゼンチンは、2001年に通貨危機を起こしている。危機前に金融性投資の純残高はマイナスになっていたが、GDP比では10%以下と小さかった。また足元(2014年1月)で、アルゼンチンペソが急落しているが、金融性投資純残高も対外純資産全体でもプラスになっている。アルゼンチンの危機は、対外純資産からは読み取れない。しかし、アルゼンチンの国際収支は表面的には健全にみえるが、①政府が為替取引や企業活動に大きく介入をしていること、②過去のデフォルトにより国際金融市場から締め出されていること、③民間は自衛のため海外に資産を逃避させていること、などの結果であることに留意すべきだろう<sup>8</sup>。分析にあたっては、やはり対象国の個別の状況を把握する必要がある。

1998年のロシア危機も同じである。当時、ロシアの金融性投資純資産は-2.5%と小さく、対外純資産全体でも-1.6%に過ぎなかった。ルーブル危機については、対外純資産の状況だけから説明することは難しい。

<sup>8</sup> アルゼンチンの経済介入主義については、当研究所ニューズレター「アルゼンチンにおける介入主義の源流」を参照のこと。[http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2014/NL2014No\\_7\\_j.pdf](http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2014/NL2014No_7_j.pdf)

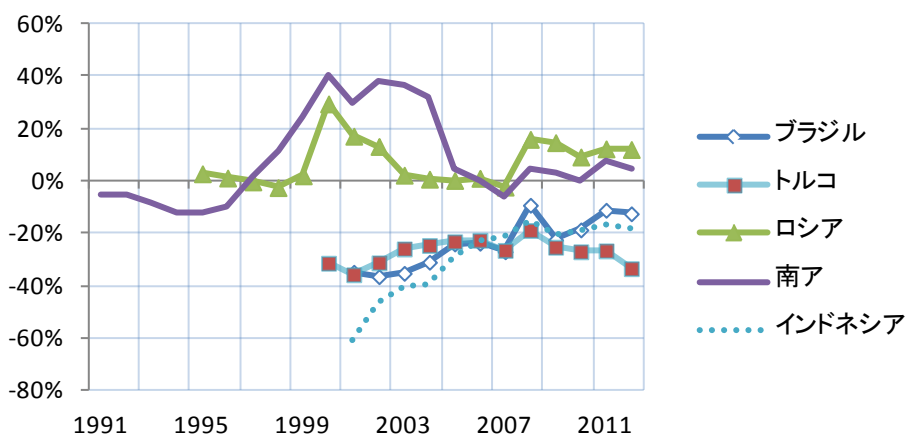


図 17 アルゼンチンの対外純資産（GDP 比）



(注) 数値はGDP比 (資料) Datastream

図 18 せい弱通貨国の金融性投資純残高（GDP 比）



(資料) Datastream

## 6. おわりに

資本取引の自由化と、通信手段やコンピューターの発達により、資本取引は 1990 年代以降、飛躍的に増加した。また東西冷戦の終結により市場経済の規模が拡大し、新興国への投資も活発化した。一方ではしばしば通貨危機を経験してきた。そして、通貨危機に陥った国の多くは、大きな対外純負債を抱えていた。若干の例外はあるものの、対外純資産状況は、カントリーリスクを判断するうえで重要な要素といえよう。

最後に、ぜい弱通貨5カ国の金融性投資の純残高を比較してみよう（図18）。最も赤字幅が大きいのはトルコである。しかも赤字幅は拡大中であり注意が必要である。インドネシアも楽観はできないが、対外純資産状況はアジア通貨危機時と比較すると改善している。アジア通貨危機の二の舞という事態は避けられよう。南アフリカ、ロシアについては、対外資産面に限れば懸念は小さい。

本稿における対外資産・負債の分析を今後発展させるためには、債務の長短区分をすることで、動きの早い資金をより正確に把握する必要がある。それにより、負債が大きくても資本の巻き戻しリスクが小さい国や逆のケースを発見できるようになり、有用性を高めることを期待できる。

以 上

(参考文献)

- 国宗浩三「IMF 改革と通貨危機の理論ーアジア通貨危機の宿題」勁草書房、2013 年  
藤田大輔「アイスランド経済の動向と今後の課題」公益財団法人国際通貨研究所ニューズレターNo.20、2012 年 7 月  
宮川重義「金融危機一考察ー スカンディナビア金融危機のケース」京都学園大学論集 19 巻 2 号、2010 年 3 月  
世界銀行ウェブサイト  
ワールド・エコノミック・フォーラムウェブサイト  
米 CIA ウェブサイト  
IADB ウェブサイト  
ILO ウェブサイト  
IMF World Economic Outlook データベース

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2014 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>