

2022年9月6日

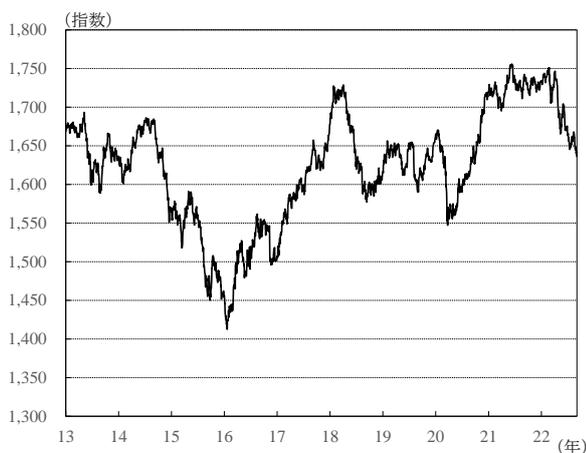
米金融引き締め下でのアジアを巡る資本フロー

 公益財団法人 国際通貨研究所
 経済調査部 主任研究員 福地 亜希

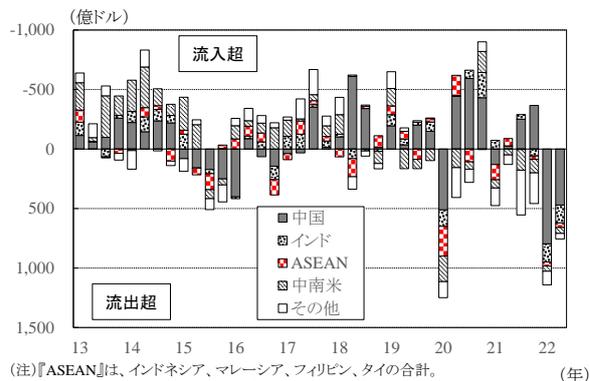
資源高や米連邦準備理事会（FRB）の大幅な利上げに伴い新興国にとっての逆風が強まっている。対米金利差の縮小を受けて証券投資を通じた資金流出が拡大、主要新興国通貨は総じて軟調な推移が続いている（第1図）。対外債務残高が高水準であり、投資やローンのほか、観光収入や海外労働者送金といった海外からの資金流入への依存が高い国では、インフレと通貨安が目立っており、中央銀行は物価や通貨価値の安定に向けた利上げなどの対応を余儀なくされている。

こうした中、アジアでも証券投資を通じた資本流出が拡大している（第2図）。特に中国では、2022年1-3月期の証券投資が▲798億ドルと過去最大の流出超となり、4-6月期も債券を中心に流出が続いたとみられる。厳格な「ゼロ・コロナ」政策や不動産市場の不調などによる景気減速が懸念される中、中国人民銀行（中銀）が金融面から景気の下支えを強化していることも一因と考えられる。8月に今年3度目となる利下げを実施した。

第1図：MSCI 新興国通貨インデックスの推移

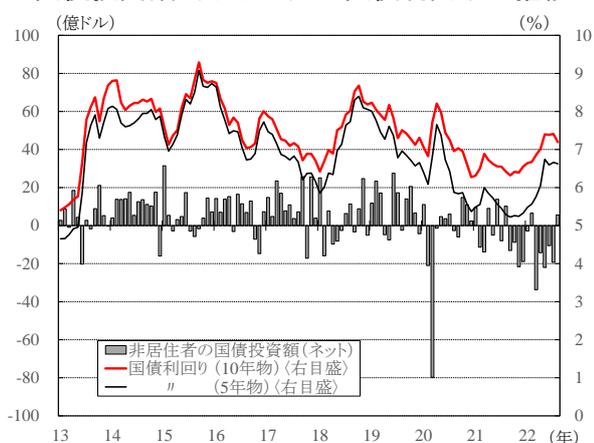


第2図：主要新興国・地域における証券投資の推移



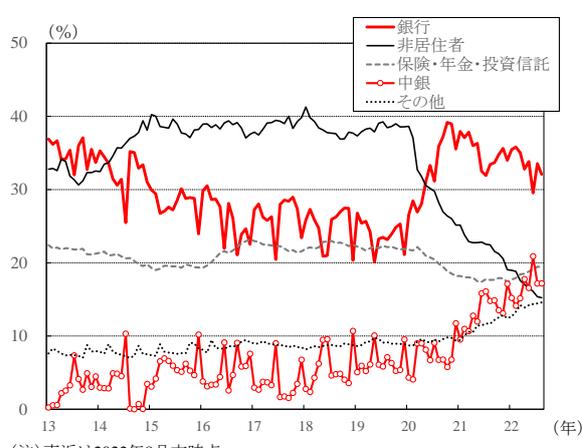
これに対し、東南アジア諸国連合（ASEAN）では、コロナ禍からの経済回復の遅れへの懸念などを背景に資本流入が伸び悩んでいたこともあり、足元の資本流出は小幅となっている（同図）。インドネシアにおいては、2020年2月から3月にかけて、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大などをきっかけにリスク資産回避の動きが強まるなか、非居住者の国債投資額（ネット）が2ヵ月で約▲100億ドルの流出超となったが、その後は一進一退の動きが続き、足元の流出額は相対的に小幅となっている（第3図）。また、政府がコロナ禍における時限措置¹として、中銀や国内銀行を中心とする国内での財源調達を強化したことなどを背景に、非居住者による国債の保有比率はピーク時の約4割から15%程度へ低下し（第4図）、非居住者の動きによる金融市場への影響は従来比抑えられている。

第3図：インドネシアにおける非居住者の国債投資額（ネット）と国債利回りの推移



(資料)インドネシア財務省、証券取引所統計等より国際通貨研究所作成

第4図：インドネシア国債の主体別保有比率の推移



(注)直近は2022年8月末時点。

(資料)インドネシア財務省統計より国際通貨研究所作成

東・東南アジア主要国の多くは、海外からの資金フローへの依存度を示す対外総資金需要（External Gross Financing Needs: EGFN）²や財政赤字に政府借入の返済予定額を加えた政府総資金需要（Gross Financing Needs: GFN）³のいずれについても、IMFの債務持続性分析（Debt Sustainability Analysis: DSA）における閾値⁴を下回り、短期的な資金繰りリスクは概ね抑えられていると考えられる⁵（第5図、第6図）。また、各国における外貨準備高の蓄積やASEAN+3（日本・中国・韓国）による二国間通貨スワップ取極のネットワーク「チェンマイ・イニシアティブ（Chiang Mai Initiative: CMI）」といった金融協力枠組みの構築などにより危機再発防止に向けた備えも強化されている。

¹ ジョコ・ウィドド大統領は、2020年3月末に政令を施行し、2022年までの3年間は、「2003年国家財政法」で規定される財政赤字の上限（GDP比3%）を超えた歳出拡大や、中銀等による国債の直接購入を可能とした（詳細は、福地[2022a]を参照）。

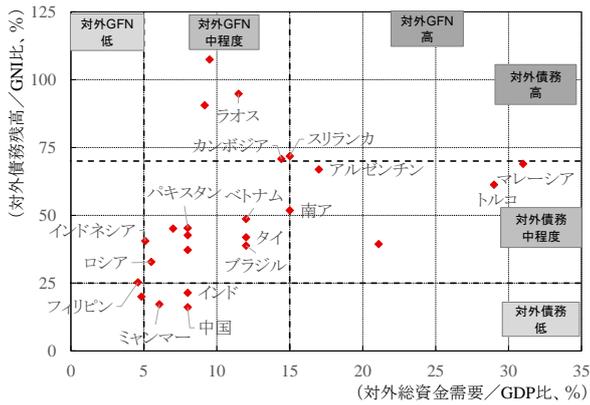
² 『対外資金需要（External Gross Financing Needs: EGFN）』は、経常赤字＋中長期対外債務の元利支払い＋短期対外債務。

³ 『政府総資金需要（GFN）』は、2022年の財政赤字および政府債（借入）償還（返済）予定額の見通し。

⁴ DSAの閾値は、対外債務：GDP70%、EGFN：同15%、一般政府債務残高：同70%、政府GFN：同15%。

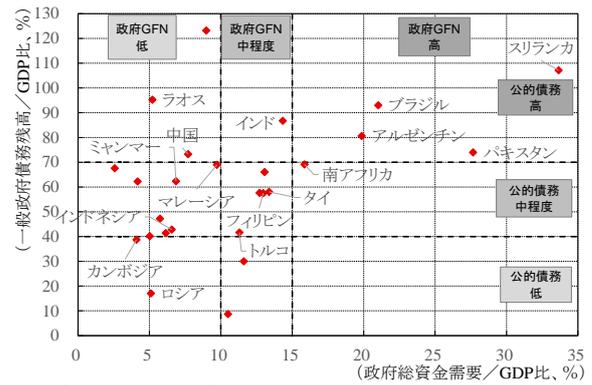
⁵ マレーシアの対外債務については、中長期債のほか、銀行間借入やグループ会社内信用が多くを占めており、ロールオーバーリスクは総じて低いと判断される。

第5図：主要新興国の対外債務残高・対外資金需要



(注)『対外債務残高』は2020年末時点、『対外総資金需要(GFN)』は、経常赤字+中長期対外債務の元利払い+短期対外債務。2020年または2021年時点。
 (資料)世界銀行、IMF、Bank Negara Malaysia統計より国際通貨研究所作成

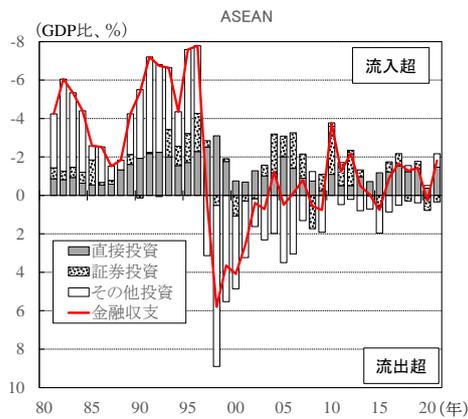
第6図：主要新興国の一般政府債務残高・政府資金需要



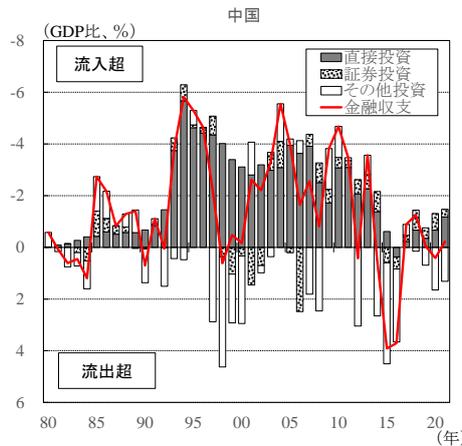
(注)1.『一般政府債務残高』は2021年時点(予測値を含む)。
 2.『政府総資金需要(GFN)』は、2022年の財政赤字および政府債(借入)償還(返済)予定額の見直し。
 (資料)ADB[2022]、IMF統計より国際通貨研究所作成

さらに、海外からの直接投資 (FDI) や銀行借入などを含む資本フロー全体に目を転じると、1990年代後半のアジア通貨危機や1980年代の中南米危機⁶前後のように銀行部門を通じた大量の資金流入が逆流する状況とは異なり、FDIを通じた中長期の資本は総じて安定した流入が続いている点を念頭に置く必要がある(第7図)。

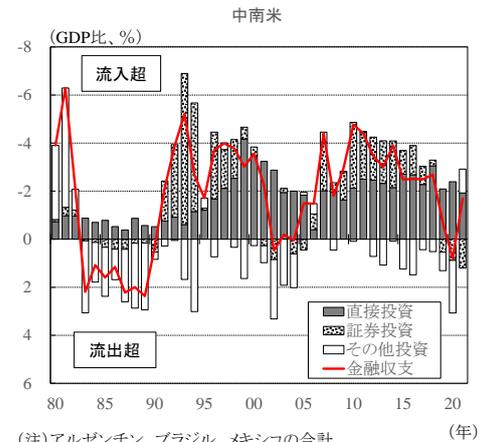
第7図：主要新興国・地域における資本フローの推移



(注)インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム(96年~)の合計
 (資料)IMF統計より国際通貨研究所作成



(資料)中国国家外為管理局統計より国際通貨研究所作成



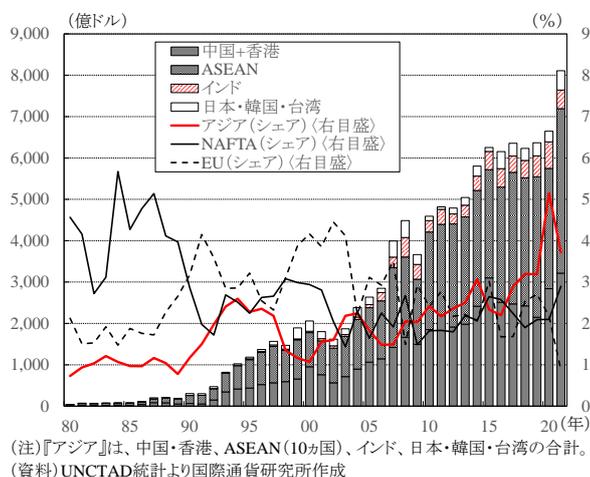
(注)アルゼンチン、ブラジル、メキシコの合計。
 (資料)IMF統計より国際通貨研究所作成

コロナ禍において世界全体の直接投資が伸び悩む中、アジア(ASEAN10カ国、中国・香港、インド、日本、韓国、台湾の合計)の対内FDIは拡大基調を維持しており、2021年は過去最高の約8,000億ドルに達し、世界全体に占めるシェアは40%と5年連続で北米自由貿易協定(NAFTA)や欧州連合(EU)を上回った(第8図)。中国については、近年、対外FDIの拡大により純流入額は縮小しているものの、対内FDIは高水準を維持しており、2021年の対内FDI(銀行、証券、保険は含まず)は1,735億ドルと過去最高を更新した(第9図)。Princeton Digital Group(シンガポール)によるデータセンター

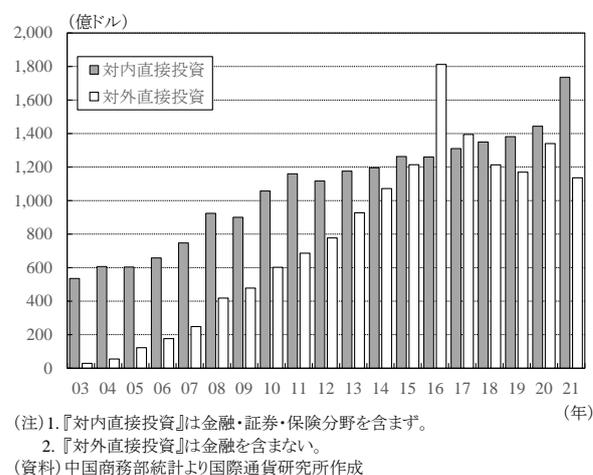
⁶ 中南米諸国では、1970年代の一次産品価格高騰による交易条件の改善や高成長等を背景に海外からの銀行借入が増大したが、1980年代に入り一次産品価格下落等を受けて債務危機が発生した。

設置といったハイテク分野での投資のほか、サービス業、香港に拠点を置く企業による再投資なども多いとみられる。シンガポールでは、スーパーアプリ Grab の米 NASDAQ 上場に向けた特別目的買収会社 (SPAC) Altimeter Growth Corp (米国) との合併や GlobalFoundries (UAE) による半導体工場建設といった大型案件が押し上げ要因となったほか、マレーシアでも Risen Solar Technology (中国)、Intel (米国)、AT&S (豪州) などによる半導体分野での投資が相次いだ。タイではエレクトロニクスや石油化学、自動車 (EV) 関連、デジタル分野などへの投資が活発化している。各国政府は、第 4 次産業革命 (Industry 4.0) やデジタル化、脱炭素などに向けた戦略を策定し、重点産業での投資優遇策措置などで投資を後押ししている。米国金利上昇等を背景とした短期資本の変動自体はある程度避けられないものの、こうした成長分野への投資拡大が成長押し上げやサプライチェーン強化などを通じて、さらなる安定資金の流入につながる事が期待される。

第 8 図：主要新興国・地域の対内直接投資の推移



第 9 図：中国の直接投資の推移



< 主な参考文献 >

福地亜希 [2022a]、「インドネシアの経済情勢～政策の軸足はコロナ後の安定と成長へシフト～」公益財団法人国際通貨研究所 Newsletter nl2022.04、2022年2月 (<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2022/nl2022.04.pdf>)

----- [2022b]、「新興国におけるインフレリスク」公益財団法人国際通貨研究所、国際通貨研レポート nl2022.14、2022年8月 (<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2022/nl2022.14.pdf>)

ADB [2022], “The Sustainability of Asia’s Debt: Problems, Policies, and Practices,” February 2022 (<https://www.adb.org/publications/sustainability-asia-debt>)

AMRO [2022], “Is the US Fed Tightening a Seismic Shift for ASEAN+3 Markets?” MARKET INSIGHTS, August 2022 (<https://www.amro-asia.org/is-the-us-fed-tightening-a-seismic-shift-for-asean3-markets/>)

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。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 2022 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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

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