

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

「タイの自国通貨相場の上昇圧力と資本移動規制」 ～ 巨額のグローバル投資フローと途上国の狭隘な資本市場のジレンマ～

経済調査部長：竹中正治
担当：松井謙一郎
matsui@iima.or.jp

10年前のアジア通貨危機以降、アセアン諸国は短期的な国際資本移動の高い変動性に晒されることを回避するため、資本移動規制を強化すると同時に、「自国通貨相場の上昇テンポの抑制（＝外為市場でのドル買い介入） 経常収支黒字基調の維持、外貨準備の積み上げ」という政策パッケージに傾斜し、結果的に順調な経済成長を維持して来た。こうした政策は同種の危機を再発させないためには有効である。しかし、政策の成功自体が自国通貨相場の上昇圧力をじりじり高めている。一方で、日本を含む先進諸国では経済成長速度の高い発展途上国の資本市場への投資で高リターンを得ようとする各種の投資ファンドが益々拡大している。この結果、アセアン諸国が資本移動規制を一層強化しないと海外からの投資資金の流入によって一気に自国通貨相場が上昇したり、バブル的な資産インフレが生じるリスクが生まれている。加えて、中国との貿易規模の拡大、あるいは中国との輸出の競合関係が深まっている結果、自国通貨の対ドル相場の上昇を人民元並みに抑制しようとする政策意図も強まっているようである。

近年のタイバーツの為替相場上昇基調とそれを抑制するために発動された2006年12月の資本移動規制は、以上のようなアセアン地域全体の状況に則して理解すべきであろう。本稿ではアジア通貨危機以降のタイの資本規制の変遷と昨年12月の資本移動規制の位置付け、並びにタイバ - ツの上昇基調の背景にあるタイの国際収支の変化の2点を中心に、タイ経済とバ - ツの最近の動向についてレポートする。

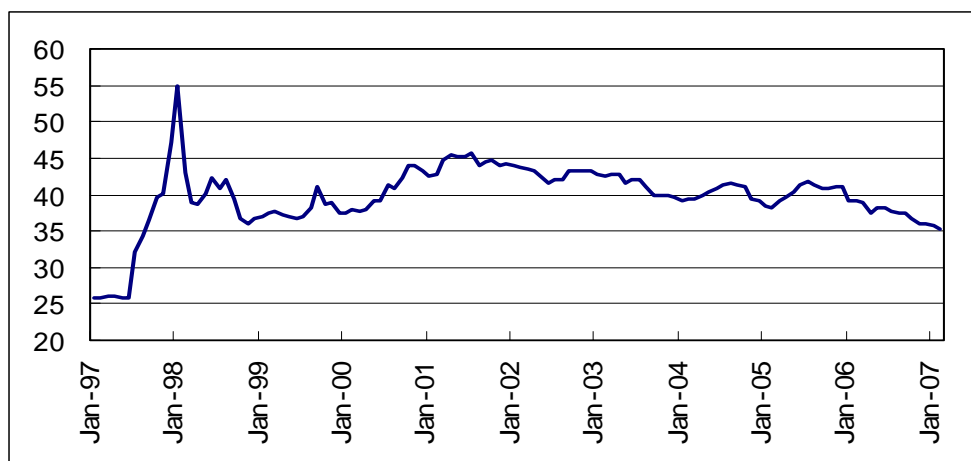
1、2006年12月の資本移動規制の導入と通貨危機後の規制の変遷

【2006年12月の資本規制の導入】

2006年初以降アジア通貨の為替相場が対米ドルで全般的に上昇する中、タイバ - ツも上昇基調にあったが（第1図）2006年後半以降には他のアセアン通貨と比較しても上昇幅が顕著になってきた。（第2図）タイ中央銀行は2006年12月18日、このような為替相場上昇の経済への影響を抑制するため短期外資流入規

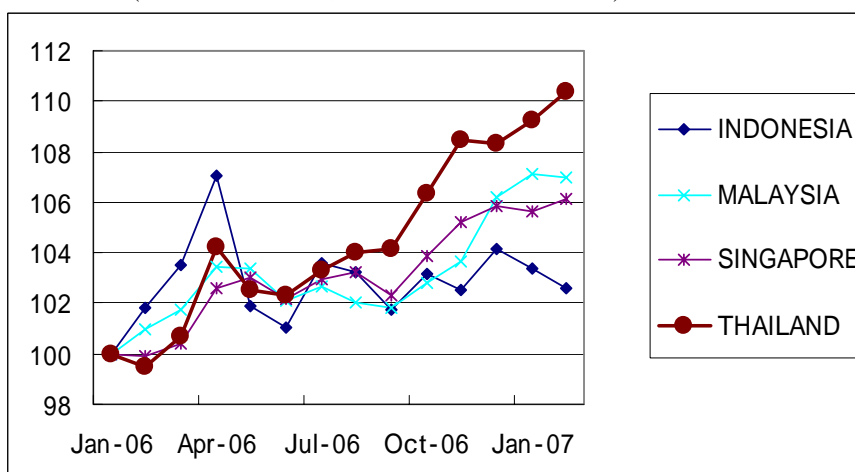
制策を発表した。当初導入された取引規制策は、投資取引に関して外為銀行が顧客のパーツ購入に応じる場合、投資資金の30%を中央銀行に預託することを義務づけ、また1年未満で投資を回収する場合は資金の10%が没収されるという内容であった。

第1図：バ - ツの対ドルレ - ト推移 (1米ドル = Xパーツ表示、下方がパーツ高)



(資料) IFS(月次平均レ - トのデ - タ)より作成

第2図：2006年以降のASEAN主要通貨の対ドルレ - ト指数 (上方が各通貨高、2006年初の水準 = 100)



(資料) IFS(月次平均レ - トのデ - タ)より作成

この規制発表の翌19日に、タイ証券取引所の株価指数は前日比で約15%急落した。株式市場の反応を受けて、財務相は19日夜に急遽、規制緩和措置を発表し、株式投資目的の為替取引は規制の対象外としたことで一応は混乱が収まった。しかしながら、当初の取引規制策が、わずか1日で規制緩和に追い込まれたことで、当局の政策発動の拙劣さに批判が高まった。

この規制に先立ってタイ中銀は、バ - ツ高圧力を抑えるために外為市場でのドル買い市場介入を行うと同時に、国内資金市場では売りオペによるパーツ資

金の不胎化を実施してきた。更に12月4日には、外為銀行に対して非居住者との債券売買の為替取引を禁止する措置を取ったが、目立った効果は得られなかった。その結果、より直接的な資本規制の措置に踏み切らざるを得なかったと理解されている。

また昨年12月の資本規制導入の際に、中央銀行は国内の銀行に対してオフショアのパーツ NDF (non-deliverable forward: パーツ資金の受渡しを伴わない外為先物予約) 取引を禁じる等規制の強化を行っており、国内(オンショア)と海外(オフショア)の為替資金市場は分断されている状況にある。このため、オフショア市場でのバ - ツの供給量が減り、オフショア市場でのバ - ツ相場が上昇する形で内外市場でのレ - トに乖離が生じている。

【資本規制の変遷：自国通貨売り警戒から買い警戒への転換】

通常、外為市場である通貨を空売りする場合は、直先スワップ取引などで対象通貨資金を調達し、それを直物で売ることによって結果的に先物の売りポジションを造成する。アジア通貨危機では、海外のヘッジファンドなどによるこうしたパーツの空売りによる投機的な動きがパーツ相場急落の発端となった。このため通貨危機以後、タイ政府は表1のように非居住者への取引制限を中心に規制を強化してきた。規制内容としては主として非居住者のバ - ツ預金残高を制限し、バ - ツ資金の対外流出を抑えるものであり、1998年の規制導入後、2001年に強化された。

一転して2003年前半にはタイはパーツ売り圧力ではなく、比較的急速なパーツ高・ドル安の局面に直面した。この時は、タイ中銀が2003年10月に非居住者のバ - ツ預金の上限設定と付利禁止を行うことでバ - ツ買い需要を抑える対策を採った。このようにタイ政府が自国通貨相場の上昇に対して規制強化で対応したケースは昨年12月が初めてではないが、昨年12月の措置は直接の資本移動規制に踏み切った点で大きく注目された。

第1表：通貨危機後のタイの資本規制（非居住者に対する取引制限）の推移

1998年1月	実需を伴わない非居住者宛パーツ建て信用供与を1取引先あたり最高50百万パーツに制限、非居住者のパーツ口座の赤残を認めず
2001年3月	居住者・非居住者間で締結した為替関連取引は報告が必要
2001年10月	非居住者口座間で資金移動が発生する際に詳細報告必要
2003年10月	6ヶ月未満の非居住者パーツ預金に対する付利禁止
2003年10月	更に非居住者預金残高は一法人(個人)当り3億パーツ以内
2006年11月	パーツ建てB/E(為替手形)の非居住者に対する販売禁止
2006年12月 (4日)	非居住者によるパーツ建債券購入取引は、当該債券を3ヶ月超保有する場合のみ取引に応じるように規制
2006年12月 (18日)	外為銀行の顧客のパーツ購入に際し、投資資金の30%を中銀に預託することを義務づけ、1年未満に回収する場合は資金の10%を没収

(資料)三菱東京UFJ銀行 2007年エマ - ジング通貨年報より作成

タイのケースのように資本取引に対して直接コストを賦課して資本移動を規制する方法としては、トービン税の構想が古くから知られており、実際にその適用を行った前例としてはチリのエンカヘがある。チリでは1991年に短期資金

の流入によるペソ高に対応するため、1991年に外貨借入に対して20%の強制預託を求めるエンカへを導入した。しかしながら、1990年代後半になると資金流入圧力は減少し、一転してチリへの資金導入促進のため2001年に同制度は廃止された。タイ中銀は、チリのエンカへの事例も参考に検討を重ね、12月の外資流入規制を導入したようであるが、株式市場への影響を過小評価した点は否めない。

2. バーツ高の背景にある最近の国際収支の変化

タイバーツ相場の上昇の背景にはタイの経常収支黒字の増加と流入投資フローの増加がある。経常収支に株式・債券など証券ポートフォリオ投資と直接投資を加えた「総合収支」の黒字は2004年と2005年は50億ドル台で推移していたが、2006年は127億ドルと黒字幅が大幅に増加した(第2表、第3表)。項目毎に見ると以下のとおりである。

経常収支は通貨危機の翌年以降は恒常的に黒字であったが、2005年は年前半に大幅な赤字を記録した。この経常収支赤字の原因は、農業の不振による農産品輸出の低迷、需要後退による半導体輸出の伸び悩み、インド洋津波の影響による観光収入の急減、原油価格の高騰による原油輸入額の増加など複数の要因が重なったためと理解されている。しかしこの時の赤字増加は一時的なものに止まり、2005年の後半には経常収支はほぼ均衡を回復、2006年は輸出が伸びる一方で、輸入の伸びが鈍化したため経常収支は再び大きく黒字に転じた。

第2表：タイの国際収支の推移の状況(年ベース) (単位)百万ドル

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
経常収支	-3,110	14,291	12,466	9,328	5,114	4,685	4,784	2,767	-7,852	3,240
資本収支	-4,343	-9,742	-7,908	-10,261	-3,474	-1,845	-4,759	3,628	12,558	8,866
(株式)	3,987	265	946	897	351	544	1,789	1,331	5,644	5,421
(債券)	645	54	-1,052	-1,457	-871	-1,247	-920	541	1,940	754
(直接投資)	3,882	7,492	6,091	3,349	5,061	3,335	5,235	5,862	8,957	9,751
総合収支	-10,649	1,734	4,584	-1,617	1,317	4,234	143	5,735	5,422	12,742
外貨準備高	26,180	28,825	34,063	32,016	32,355	38,046	41,077	48,664	50,691	65,291

(資料) タイ中銀のデータより作成

第3表：タイの国際収支の推移の状況（4半期ベ-ス）

(単位)百万ドル

	2006			
	Q1	Q2	Q3	Q4
経常収支	609	-2,201	1,250	3,582
資本収支	2,925	2,961	2,635	345
(株式)	2,669	513	1,794	446
(債券)	177	92	490	-6
(直接投資)	4,126	1,920	1,992	1,713
総合収支	2,999	1,688	3,494	4,560

(資料) タイ中銀のデ-タより作成

また、資本勘定では株式への海外からの投資資金流入が2005年、06年と2年連続で50億ドルを超えた。直接投資は2002年から2004年にかけて停滞していたが、2005年から日系企業の投資拡大などもあり大幅に増加し、05年06年と2年続けて90億ドル前後の高い水準が続いた。

株式市場については、タイの株式がPERの水準で見ると相対的に割安にあることに加えて、近隣諸国の通貨と比べるとバーツの対非居住者規制が相対的に緩かったことからアセアン地域の代表銘柄としてバーツへの海外からの投資資金が集中した。マレーシア・リング、インドネシア・ルピア、フィリピン・ペソなど他のアセアン諸国の通貨は為替取引への規制が厳しく、これらの通貨との比較で相対的に規制が緩く、流動性も高かったタイバーツがアセアン通貨の代表として海外投資家のポートフォリオに組み入れられたものと考えられる。

昨年9月にクーデターが起こり、政治情勢は不確実性が増した。ところが、海外投資家層の間では、クーデターは不安定要因としては一時的であり、将来的には政治の安定、国内金利の低下、大型の公共投資が再開されるのに伴って経済が好転するといった楽観的な見通しが総じて強く、海外からの株式市場への資金流入の減少にはつながらなかった。ただしタイの株式市場は、タイ国内投資家の売りと海外投資家の買いが需給的に拮抗しているようであり、株価が目立った上昇トレンドを辿っているわけではない(第3図)。

また、債券市場にも株式市場と比較すると金額は少ないものの、2004年以降、資本流入が続いている。タイの債券市場は他のアジアの債券市場と比較して厚みがあること、米ドルとほぼ金利水準が同じであること、バーツ為替相場の趨勢的な上昇期待などがこうした投資資金の流入の背景にあるものと考えられる。

昨年12月の資本移動規制の導入の結果、同月の証券ポ-トフォリオ投資収支はいったんマイナス(流出超過)となったが、今年に入ってから証券ポ-トフォリオ収支、直接投資ともに再び流入超過で推移しており(第4表)、資本移動規制の影響は端的な形では現れていない。経常収支も引き続き黒字で推移しており、バ-ツ相場は上昇基調で推移している。

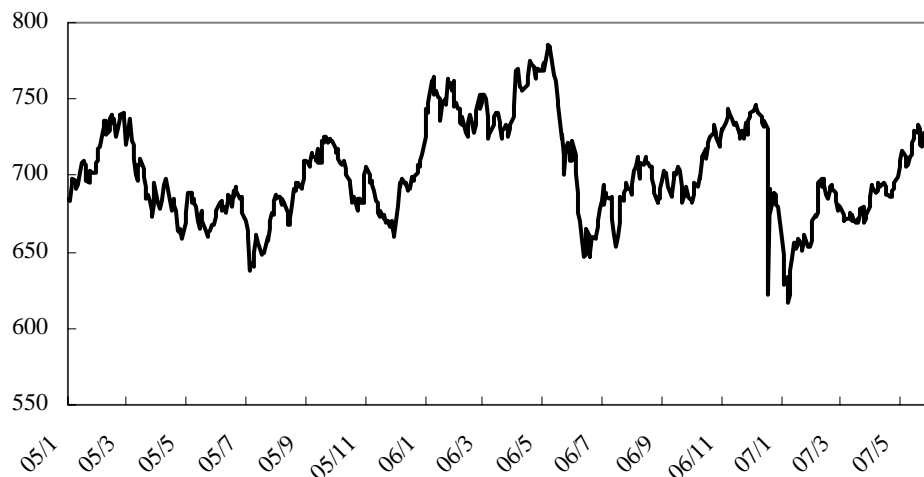
第4表：タイの国際収支の推移の状況（月次ベ - ス） （単位）百万ドル

	2006						2007	
	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb
経常収支	-40	464	826	856	1,512	1,215	1,536	1,660
資本収支	731	-56	1,960	-1,008	-89	1,442	-2,430	-880
（ポ-トフォリオ）	708	484	621	572	446	-572	538	484
（直接投資）	723	502	512	436	681	620	616	913
総合収支	454	485	2,555	287	1,103	3,171	147	834
外貨準備高	57,112	57,695	59,997	60,685	62,756	65,291	65,026	66,420

（資料） タイ中銀のデ - タより作成

第3図：タイの株式市場の推移（Bangkok SET Index）

（'95.4.3=100）



（資料） Bloomberg デ - タをもとに作成

3. 巨額なグローバル投資フローと途上国の狭隘な資本市場の非対称性が生むジレンマ

以上の通り、昨年12月の資本移動規制発動後も現在までのところバ - ツ高の基調が続いている。金融危機後の1998年から7年にわたって大幅な経常収支の黒字が続いたことから、対外債務の返済が急速に進み、対外支払能力の面で同国の状況は通貨危機後と比べて大幅に改善している。同国のマクロの実体経済は、内需を中心に鈍化傾向も見られるが、全般的には底堅く推移している。しかし、短期性の資本流入が増加、累積すれば、将来それが流出に転じた時、タイの資本市場、ひいては実体経済に与えるネガティブなインパクトを与えるリスクも高まる。これはアジア通貨危機時に骨身にしみたりリスクであり、タイ政府と中銀は警戒感を解くことはできないようである。実際、株式市場が昨年12月の資本移動規制の対象外となっているため、株式市場から急激に資本が流出し、バ - ツ相場が大きく下落するリスクは残っている。

更に、タイ中銀は本年5月に輸出業者が輸出取引等で得る外貨保有への規制

を緩和し、従来は7日間となっていた保有期間を15日間に延長することを決めた。これは輸出外貨代金のバーツ転換を遅らせ（ラグズ）、輸出業者の保有外貨資産残高を増加させることで、バーツ高抑制を狙ったものと受け止められている。

日本を始め先進国では経済的に好調なエマージング諸国の資本市場に投資して、高いリターンを狙う各種のファンドが益々増えており、タイが資本移動規制を緩和すれば、そうした海外からの投資資金が急増するものと考えられる。流入する資金が増えれば、将来それが流出に転じた場合のリスクも高くなることへの懸念から、対外ポジションや実体経済の改善にもかかわらず資本移動規制を緩和できず、むしろ強化しなくてはならない一種のジレンマにある。日本を始めとする先進諸国から有利な投資リターンを求めてグローバルに投資される巨額な資金フローと、狭隘な発展途上国の資本市場の非対称性が生み出した問題であると言えよう。

以 上

Copyright 2007 Institute for International Monetary Affairs (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, Nihonbashi 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：03-3235-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

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