

# Newsletter



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

## 外貨準備の実態、適正規模の把握に向けて ～DT・ARAM を活用した支払い能力の確認～

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 研究員  
戸松 篤志  
[atsushi\\_tomatsu@iima.or.jp](mailto:atsushi_tomatsu@iima.or.jp)

### 要旨

- Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity (DT)は、IMF(国際通貨基金)が公表している外貨準備の関連統計であり、アジア通貨危機後、外貨準備の実態把握のために拡充されてきた統計である。
- DT では、外貨準備高に加え、「その他外貨流動資産」をストック統計で確認できる。「その他外貨流動資産」は国内店舗に存在する外国銀行への外貨預金など外貨準備に比べると流動性がやや劣るが、基本的に流動性の高いものであり、危機の際には利用が可能な資産を表す。
- さらに、先物やデリバティブ取引等の契約に基づく今後1年間に予定される外貨移動額の確認が可能であり、従来のグロスの外貨準備高をみるだけでは分からなかった対外ポジションの状況を分析できる。現在、月次でDTを公表しているのは84カ国・地域でIMFのホームページで利用できる。
- また、IMFは望ましい外貨準備高の目安として Assessing Reserve Adequacy Metric (ARAM)を提案している。ARAMは、①輸出、②マネーサプライ、③短期対外債務、④その他負債(債券、証券)に、ウェイトを掛け外貨流出リスクを算出し、リスクを防ぐために必要な外貨準備高の目安を示す。現在は78カ国について算出しており、IMFのホームページで利用できる。

- 本稿では、33 カ国・地域を対象にこれら 2 つの指標を活用し、各国の通貨危機への耐性、体力測定を試みた。その結果の概要は以下の通りである。
- DT・ARAM とともに問題がある国が 3 カ国（アルゼンチン、エジプト、トルコ）、いずれかの指標で問題がある国が 13 カ国（スリランカ、モンゴル、アンゴラ、パキスタン、パナマ、モロッコ、南アフリカ、チリ、中国、インドネシア、ハンガリー、ヨルダン、カザフスタン）存在した。
- DT、ARAM は外貨準備高が十分であるかを分析する際に活用することが出来る有益な指標であり、融資判断や投資判断をする際の参考となる。一方、完全な DT、ARAM を公表している国はまだ少数で、今後の充実が期待される。

### 1.外貨準備の関連統計の刷新

外貨準備高は各国の対外支払い能力を示す重要な指標であるが、約 20 年前のアジア通貨危機時には、外貨準備高の信憑性が疑問視された。当時の外貨準備統計には、1980 年代以降発達した先物やデリバティブが反映されておらず、正確な外貨準備高をタイムリーに示せていなかったためである。その他にも、下記のような不備が指摘された<sup>1</sup>。

- ・借入時に、担保に出した資産（Pledged assets）があるにも関わらず、そのまま外貨準備高として計上されており、注釈も付いていない。
- ・経営不振の懸念がある金融機関に預けている外貨預金が外貨準備に含まれている。
- ・評価額の算出方法に問題がある。
- ・外貨準備の範囲が国により異なり、その差が無視できない規模である。
- ・通貨当局が負っている先物やスワップ等の帳簿取引の債務が明らかにされてない。
- ・当局が負っている債務の当面の支払い予定が明らかにされていない。
- ・当局が、外国通貨当局や IMF、国際決済銀行（BIS）など国際機関との間で設定しているクレジットラインの詳細が不明である。

アジア通貨危機の教訓の一つとして、不完全な情報を放置すると、危機の際、市場参加者や投資家は疑心暗鬼になり、リスク回避行動を煽るということも指摘された。IMF もこうした危険性を認識し、2000 年代に入り、外貨準備関連統計の刷新、情報量の追加の検討を始めた。その結果、作られたのが Data Template on International Reserves and

---

<sup>1</sup> IMF 「International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a data template」 p.2

Foreign Currency Liquidity である。DT は上記の問題点を改善し、当局が保有している外貨流動性をより正確に公表している。現在、月次で DT を公表しているのは 84 カ国・地域で、IMF のホームページで利用可能である。

## 2.DT の実例

DT にて確認できる情報を、メキシコを例にとりて紹介する。DT のセクション I ではストック統計で「外貨準備」と「その他外貨流動資産」を確認できる（図表 1）。外貨準備は、金融当局と中央銀行が国外の公的機関や銀行（自国籍銀行の在外支店を含む）に保有する資産の合計を表わしている。その他外貨流動資産は、国内店舗に存在する外国銀行への外貨預金などであり、外貨準備に比べると流動性がやや劣るが、基本的に流動性の高いものであり、危機の際には利用が可能な資産を表す。

メキシコの 2019 年 6 月の外貨準備は約 1,860 億ドルで、そのうち外貨は約 1,750 億ドル、IMF リザーブポジションが約 26 億ドル、SDRs が約 41 億ドル、金が約 54 億ドル、その他準備資産が約 -12 億ドルとなっている。また、その他外貨流動資産は約 0.4 億ドルである。ここまでは、従来の外貨準備統計と大差ない。

図表 1：メキシコの外貨準備（セクション I）

(単位: 百万ドル)

	2019年6月
	金融当局+中央銀行 (除く社会保障)
<b>A. 外貨準備</b>	<b>186,209</b>
(1) 外貨	175,236
(a) 債券	109,317
(b) 外国通貨、預金	65,919
(i) 外国中銀、IMF、BIS口座	6,814
(ii) 自国銀行の海外支店	
(iii) 外国銀行口座	59,105
(2) IMFリザーブポジション	2,640
(3) SDRs	4,062
(4) 金	5,442
(5) その他準備資産	-1,171
金融デリバティブ商品	-1,174
外国非金融業への貸出	
その他	3
<b>B. その他外貨流動資産</b>	<b>38</b>
外貨準備に含まれない債権	
同 預金	
同 貸出	38
同 金融デリバティブ商品	
同 金	

(出典) IMFより国際通貨研究所にて作成

次にセクション II 以下の説明に移る。セクション II は、今後 1 年間で予定される外貨の移動額を示すフロー統計である（図表 2）。メキシコでは今後 1 年間で 195 億ドルの支払いが発生する予定で、これは外貨準備の 1 割程度であり、それほど大きいとは言えない。

ただし、メキシコは公的債務の外国投資家の保有率が高く、ペソ建て国債の外国人保有率も高い。加えて、メキシコペソは新興国通貨の中でトップクラスの取引量を誇り、また規制も少ないことから、新興国通貨に不安が高まった場合に、ヘッジ売りの対象に

なりやすいという弱みがある。実際にメキシコは 1994 年に通貨危機を起こした苦い経験があるため、政府は IMF と 880 億ドル相当のクレジットライン（Flexible Credit Line : FCL）を契約し<sup>2</sup>、安全性を高めている。この FCL のような自由に引き出せる枠の提供を受けている（あるいは供与している）場合の外貨移動の可能性を示すのが、セクションⅢ（偶発債務等による外貨移動額）である（図表 3）。

ここでは、向こう 1 年間で偶発債務等により移動する可能性のある外貨を示している。外国中央銀行や国際機関からのクレジットラインの供与を受ければ流入（+）に計上し、逆に国有企業の債務を保証すれば流出（-）とする。また、オプション付きの債務や、外為のオプション取引のネットポジションがあれば、このセクションに計上される。この結果、メキシコの「備え」は手厚く、対外ショックに対する耐性は比較的高いことが分かる。

図表 2 : メキシコの今後 1 年間で予定される外貨移動額（セクションⅡ）

(単位:百万ドル)

	2019年6月
	金融当局+中央銀行 (除く社会保障)
1. 外貨借入、債券、預金	-19,540
流出 (-) 元本	-10,944
流出 (-) 金利	-8,596
流入 (+) 元本	
流入 (+) 金利	
2. 先物、先渡し契約の合計	
(a) ショートポジション (-)	
(b) ロングポジション (+)	
3. その他	
レボ取引に伴う流出 (-)	
リバースレボ取引に伴う流出 (+)	
貿易信用流出 (-)	
貿易信用流入 (+)	
その他支払い(-)	
その他受け取り (+)	

(出典)IMFより国際通貨研究所にて作成

図表 3 : メキシコの偶発債務等による資金移動（セクションⅢ）

(単位:百万ドル)

	2019年6月
	金融当局+中央銀行 (除く社会保障)
1. 外貨建て偶発債務(Contingent Liabilities)	
(a) 短期の担保保証	
(b) その他偶発債務	
2. オプション付き債務	
3. 提供を受けているクレジットライン	87,107
(a) 他国中銀やIMFなど国際機関	87,107
他国通貨当局 (+)	12,764
BIS (+)	
IMF (+)	74,343
4. 供与しているクレジットライン	
(a) 他国中銀やIMFなど国際機関	
他国通貨当局 (-)	
BIS (-)	
IMF (-)	
5. オプションポジション	
(a) ショートポジション	
(b) ロングポジション	
(以下空欄のため略)	

(出典)IMFより国際通貨研究所にて作成

<sup>2</sup> 2017年11月29日に契約を交わし、2年先まで延長した。

### 3.外貨準備高の安全水準の模索～ARAMの説明

前節で紹介した DT は、外貨準備統計の内実を補完することを目的に整備された統計である。これにより、実際に利用可能な外貨の把握が可能になった。

だが、外貨の多寡は単純に実額を計れば済むものではない。経済の規模が大きいと必要となる準備が当然大きくなるだけでなく、マクロ的な不均衡の大小によっても、必要な「備え」が変わってくる。IMF は、マクロ不均衡を勘案した適正外貨準備高の目安として Assessing Reserve Adequacy Metric (ARAM) を公表している。ARAM では過去の通貨危機の分析から考慮すべき要素として、①輸出、②マネーサプライ、③短期対外債務、④その他負債（債券、証券）を使用する。それぞれ、①外需減少や貿易ショックによる外貨獲得の低下リスク、②国内居住者が資産を取り崩し、外貨資産に転換する資本流出リスク、③対外債務の借り換えリスク、④証券資産の流出リスクに対応しており、各要素にウェイトを掛け合わせた合計が、上述リスクを防ぐために最低限必要な外貨準備高だと定めている。現在は 78 カ国についてホームページで公開している。その計算式は以下の通りである。

固定相場制を採用している国：

$10\% \times \text{輸出額} + 10\% \times \text{広義マネーサプライ} + 30\% \times \text{短期対外債務} + 20\% \times \text{その他負債}$

変動相場制を採用している国：

$5\% \times \text{輸出額} + 5\% \times \text{広義マネーサプライ} + 30\% \times \text{短期対外債務} + 15\% \times \text{その他負債}$

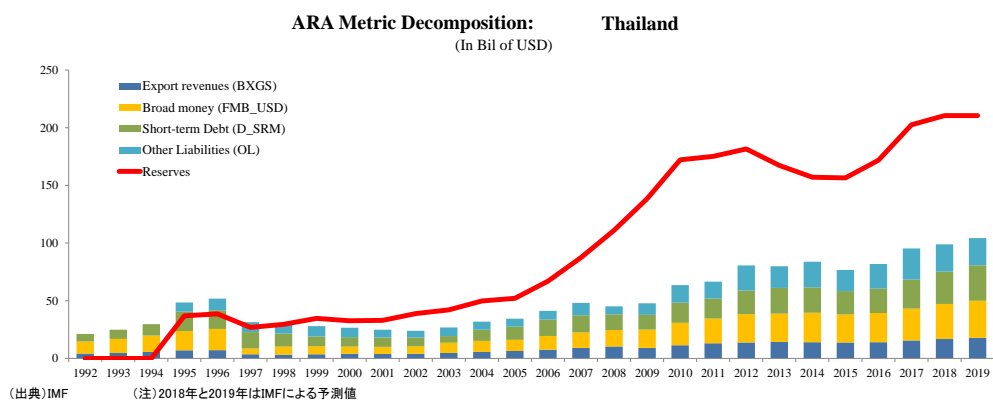
各要素に掛け合わせているウェイトは、過去に新興国でみられた為替市場の変動による資本流出に基づいて算出されており、分析対象となる国の為替制度（固定相場制または変動相場制）や資本取引規制の有無に応じて調整が加えられている。例えば、国内居住者を対象とした資本取引規制が敷かれている国の国内居住者の資本流出が起こる可能性は、資本取引規制がない国よりも小さいため、マネーサプライのウェイトが小さくなり、その分必要とされる外貨準備高の規模も小さくなる。IMF はこうして算出された適正額の 100~150% を安全の目安とするよう提案している。

### 4.ARAM の実例

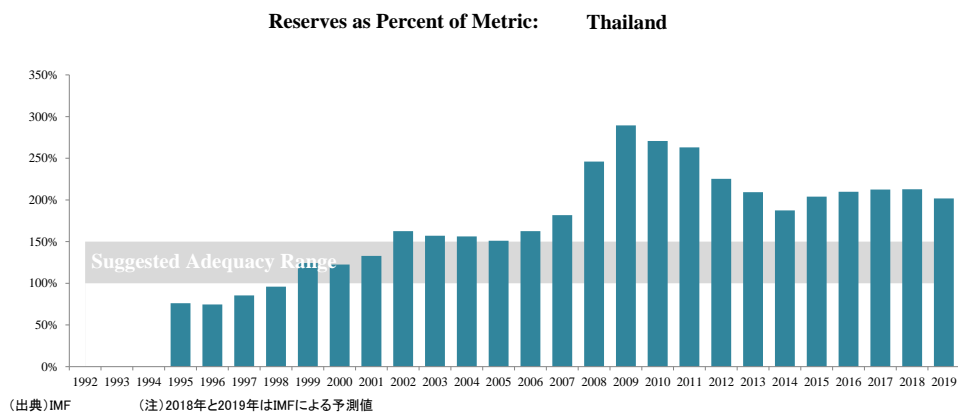
ARAM の活用法を、タイを例にとって紹介する。タイは 1997 年に起こったアジア通

貨危機の震源となった国である。投機的なバーツ売り圧力に屈したタイが固定相場制を放棄したことで、インドネシアや韓国などのアジア諸国へ危機が飛び火し、急速な資本流出や通貨価格の暴落を招いたのがアジア通貨危機である。当時のタイの外貨準備高の水準を ARAM で確認すると、通貨危機発生前の 1995 年、1996 年はそれぞれ 76%、75% と適正水準の下限を下回っており、通貨危機に対する耐性が低かったことが分かる（図表 4、5）。あわせて、通貨危機後には、外貨準備高の水準は順調に回復し、現在は対外支払い面での懸念材料は少ないことも読み取れる。

図表 4：タイの適正外貨準備額算出の内訳



図表 5：タイの適正外貨準備額の目安



## 5.各国の外貨準備の状況

以下では、33 カ国・地域<sup>3</sup>を対象に、DT と ARAM を活用して対外支払い能力を検証してみたい。

まず、DT のセクション I の部分に注目すると、外貨準備高以外に「その他外貨流動性資産」が存在する国がある（図表 6）。例えば、エジプトでは外貨準備高が 439 億ドルあるのに加え、119 億ドルの「その他外貨流動性資産」が存在するので、一般的な外貨準備高のみの統計で見るとよりも対外支払いに利用できる外貨資産が多いことが分かる。チリも同様に、外貨準備高が 395 億ドルあるのに加え、264 億ドルの「その他外貨流動性資産」を用意しており、対外支払いに利用できる外貨資産は一般的な外貨準備高のみの統計で見るともかなり多い。

上記を踏まえ、DT を活用した検証では、①各国の「外貨準備」と「その他外貨流動性資産」を加えた公的準備資産（セクション I）と、②今後 1 年以内に予定される外貨移動（セクション II）、③偶発債務等により今後 1 年以内に発生する可能性がある外貨移動（セクション III）を比較し、対外支払能力を確認する。

アルゼンチンでは、今後 1 年間の外貨流出が、公的準備資産を超えている。もちろん、一旦は返済されても、投資家が他のアルゼンチン資産に再投資する可能性はあるので、必ずしも 1 年後に公的準備資産の枯渇を意味する訳ではない。ただし、直近でも、8 月 11 日に行われた大統領選の予備選挙がきっかけとなって生じた通貨危機が一段とエスカレートしており、外貨準備の急速な減少を招いている。

次にチリを見てみると、公的準備資産は 659 億ドルと少ないが、今後 1 年間で予定される外貨流出はセクション II、セクション II とセクション III の合計ともに、公的準備資産の 3.2% のみであり、流出割合が少ない。また、タイを確認すると、セクション II、セクション III の外貨移動額はいずれも正の値であり、公的準備資産が今後 1 年間で増加することがわかる。増加の要因として、セクション II では、先物・先渡し契約のロングポジションを保有していること、セクション III では、IMF からの引き出し限度額を持ち合わせていること等が挙げられる。

これら 3 カ国の比較からは、アルゼンチンの脆弱性が際立っていることが読み取れよう。以下、モンゴル、スリランカもリスクが高い国である。他にも今後 1 年間に予定さ

---

<sup>3</sup> アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、チェコ、ハンガリー、カザフスタン、ポーランド、フィリピン、ルーマニア、ロシア、香港、モンゴル、インド、インドネシア、マレーシア、スリランカ、タイ、エジプト、イスラエル、サウジアラビア、南アフリカ、トルコ、韓国、ヨルダン、アンゴラ、パキスタン、パナマ、モロッコ、中国、クロアチアの計 33 カ国・地域。

れる外貨の流出割合が公的準備資産の3割を超える国は、トルコ、ハンガリー、エジプトがあり、偶発債務等が発生した場合を含めると、ヨルダン、カザフスタンも該当する。

一方、ARAM から各国の望ましい外貨準備高に対する実際の外貨準備高の割合を確認する(図表7)。IMFでは算出された適正額の100~150%を安全の目安として、各国に維持することを推奨しているが、本稿では、実際の外貨準備高が望ましい外貨準備高の100%未満の国に注目する。2018年、2019年予測で適正額の100%未満の国は、アルゼンチン、エジプト、インドネシア、トルコ、南アフリカ、チリ、中国、アンゴラ、パキスタン、パナマ、モロッコであり、これらの国は、対外支払い能力に懸念が生じやすいといえよう。

図表6：各国の公的準備資産と今後1年間に予定される外貨移動の関係

	セクションI			セクションII				セクションIII	流出割合		通貨危機に対する耐性	
	公的準備資産	外貨準備高	その他外貨流動資産	1年以内の資金移動	外貨借入、債券、預金	先物先渡し short	先物先渡し long	その他	偶発債務等(による1年以内の資金移動)	セクションII ÷ セクションI		(セクションII + III) ÷ セクションI
アルゼンチン	64,278	64,278	0	-81,315	-61,286	0	0	-20,030	0	-126.5%	-126.5%	D
モンゴル	3,986	4,101	-116	-3,471	-2,844	-627	0	0	437	-87.1%	-76.1%	D
スリランカ	8,897	8,865	32	-4,850	-4,010	-838	0	-1	-262	-54.5%	-57.5%	D
トルコ	96,326	96,326	0	-35,391	-17,255	-17,580	0	-556	-36,318	-36.7%	-74.4%	D
ハンガリー	30,888	30,800	87	-11,131	-5,128	-18,523	12,534	-13	720	-36.0%	-33.7%	C
エジプト	55,781	43,850	11,931	-17,080	-15,742	0	0	-1,337	-5,094	-30.6%	-39.8%	C
インドネシア	123,823	123,823	0	-30,375	-25,832	-4,543	0	0	-6,225	-24.5%	-29.6%	B
クアチア	22,631	22,631	0	-5,444	-3,085	0	0	-2,360	-175	-24.1%	-24.8%	B
ヨルダン	14,453	14,291	162	-3,149	-3,149	0	0	-858	-1,364	-21.8%	-31.2%	C
マレーシア	102,780	102,722	58	-20,493	-5,807	-14,685	0	0	-336	-19.9%	-20.3%	B
ポーランド	118,727	117,801	926	-17,340	-12,920	0	0	-4,420	505	-14.6%	-14.2%	B
カザフスタン	28,222	28,222	0	-3,555	-1,513	-2,177	0	135	-5,075	-12.6%	-30.6%	C
メキシコ	186,247	186,209	38	-19,540	-19,540	0	0	0	87,107	-10.5%	36.3%	A
ルーマニア	41,771	41,771	0	-3,870	-3,870	0	0	0	-2,866	-9.3%	-16.1%	B
フィリピン	86,745	84,932	1,814	-7,937	-7,937	0	0	0	-593	-9.1%	-9.8%	A
コロンビア	57,152	51,929	5,223	-4,429	-4,429	0	0	0	11,972	-7.7%	13.2%	B
南アフリカ	49,790	49,803	-13	-3,085	-3,463	-286	662	2	-840	-6.2%	-7.9%	A
モロッコ	24,476	24,476	0	-1,184	-1,185	-506	507	0	-1,781	-4.8%	-12.1%	B
イスラエル	120,135	120,135	0	-4,595	-4,595	0	0	0	0	-3.8%	-3.8%	A
ペルー	65,751	65,751	0	-2,212	-2,212	0	0	0	-8,755	-3.4%	-16.7%	B
チリ	65,942	39,516	26,426	-2,108	-2,087	0	0	-21	0	-3.2%	-3.2%	A
インド	431,801	429,837	1,964	-9,653	-6,412	-7,070	3,829	0	-1,130	-2.2%	-2.5%	A
香港	471,332	445,689	25,643	-9,379	-2,085	-7,212	0	-82	-1,398	-2.0%	-2.3%	A
サウジアラビア	512,869	512,869	0	-4,299	-4,299	0	0	0	0	-0.8%	-0.8%	A
ロシア	518,369	518,363	5	-3,857	-3,800	-57	0	0	0	-0.7%	-0.7%	A
チェコ	146,855	146,668	187	-103	-103	0	0	0	0	-0.1%	-0.1%	A
中国	3,396,846	3,225,235	171,611	3,420	-2,716	0	0	6,137	0	0.1%	0.1%	A
ブラジル	388,092	388,092	0	10,503	8,200	0	2,303	0	-3,118	2.7%	1.9%	A
韓国	403,072	403,072	0	28,097	518	0	27,579	0	-8,210	7.0%	4.9%	A
タイ	215,857	215,808	48	34,286	-204	0	34,490	0	11,933	15.9%	21.4%	A
アンゴラ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
パキスタン	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
パナマ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(注)モロッコ、ヨルダンは2019年5月値を記載

(注)セクションII ÷ セクションI、または、(セクションII + III) ÷ セクションIのどちらか一方が-30%以下の国は網掛け

(注)通貨危機に対する耐性は、(セクションII + III) ÷ セクションIの値が、-10%超の場合は「A」、-10%以下-30%超の場合は「B」、-30%以下-50%超の場合は「C」

-50%以下の場合は「D」と定義し、国際通貨研究所が独自で作成

(出典)IMFより国際通貨研究所にて作成



図表 7：各国の公的準備資産と今後 1 年間に予定される外貨移動の関係

2019/8確認時点	ARAM				2019/8月確認時点	ARAM			
	2016年	2017年	2018年 (※)	2019年 (※)		2016年	2017年	2018年 (※)	2019年 (※)
アルゼンチン	79%	85%	95%	86%	ペルー	267%	260%	240%	240%
スリランカ	-	-	-	-	インド	155%	159%	147%	139%
モンゴル	-	-	-	-	南アフリカ	78%	62%	70%	66%
ハンガリー	96%	92%	108%	109%	チリ	104%	90%	91%	89%
エジプト	66%	71%	92%	85%	香港	-	-	-	-
インドネシア	128%	88%	80%	78%	サウジアラビア	-	-	-	-
トルコ	89%	80%	76%	75%	ロシア	248%	266%	301%	324%
ヨルダン	122%	118%	107%	116%	チェコ	-	-	-	-
クロアチア	90%	108%	119%	126%	中国	106%	96%	92%	85%
マレーシア	117%	112%	108%	116%	ブラジル	167%	161%	169%	160%
カザフスタン	185%	174%	171%	175%	韓国	121%	107%	112%	113%
フィリピン	221%	203%	193%	183%	タイ	210%	212%	213%	202%
ポーランド	126%	113%	119%	120%	アンゴラ	138%	99%	86%	88%
メキシコ	133%	120%	118%	116%	パキスタン	69%	56%	37%	37%
ルーマニア	162%	152%	143%	130%	パナマ	18%	15%	11%	11%
コロンビア	138%	131%	131%	133%	モロッコ	99%	92%	85%	88%
イスラエル	-	-	-	-					

(※) ARAMの2018年・2019年値はIMFによる予測値。  
(出典) IMFより国際通貨研究所にて作成

(注) 2018年、2019年いずれかのARAMが100%未満の国は色掛け

上記の DT・ARAM の両指標で見た各国の状況は以下の通りである (図表 8)。対象の 33 カ国・地域のうち、DT・ARAM とともに要注意となる国が 3 カ国 (アルゼンチン、エジプト、トルコ)、いずれかの指標で要注意となる国が 13 カ国 (スリランカ、モンゴル、アンゴラ、パキスタン、パナマ、モロッコ、南アフリカ、チリ、中国、インドネシア、ハンガリー、ヨルダン、カザフスタン) 存在した。このうち、DT の「セクション II ÷ セクション I」、または「(セクション II + III) ÷ セクション I」が -50%以下となるアルゼンチン、モンゴル、スリランカ、トルコと、ARAM で見る望ましい外貨準備高に対する実際の外貨準備高の割合が 2019 年予測値で 50%を下回る、パキスタン、パナマについて、次章で各国の経済状況等を記載する。

図表 8：各国の DT・ARAM の水準確認

DT	ARAM	対象国
○	○	タイ、韓国、ブラジル、インド、ペルー、コロンビア、フィリピン、ルーマニア、メキシコ、ポーランド、マレーシア、クロアチア
○	データなし	チェコ、ロシア、サウジアラビア、香港、イスラエル
△	○	ヨルダン、カザフスタン
×	○	ハンガリー
○	×	南アフリカ、モロッコ、チリ、中国、インドネシア
データなし	×	アンゴラ、パキスタン、パナマ
×	データなし	モンゴル、スリランカ
×	×	アルゼンチン、エジプト、トルコ

(注) DTは、今後1年間の外貨流出予定が30%超の場合「×」、偶発債務が起きた場合の流出割合が30%超の場合は「△」、それ以外は「○」、ARAMは、2019年の数値が100%未満の場合「×」、それ以外は「○」とした。

(出典) IMFより国際通貨研究所にて作成

## 6.各国の概況

### (1) アルゼンチン

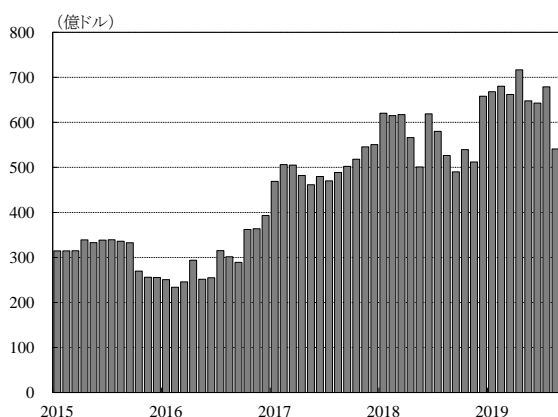
過去に何度も通貨危機を起こした国であり、最近では 2014 年に海外投資家と前キルチネル政権の対立からテクニカル・デフォルトに陥った。2015 年 12 月のマクリ大統領の就任後は穏健な経済運営をしていたが、昨年 5 月には米国長期金利や国内インフレ率の上昇、海外投資家のマインド変化等が重なって通貨不安が再発した。そして IMF からの融資に頼らざるを得ない状況なり、現在もインフレと不況が併存するスタグフレーションが続いている。そのことからわかるように、ファンダメンタルズは脆弱である。特に目立つのは対外支払面の弱さである。外貨準備の推移を見ると、2015 年後半以降、増加傾向が続いているが、対外債務も増加傾向である（図表 9、10）。

直近では、8 月 11 日の大統領選・予備選挙がきっかけとなって生じた通貨危機が一段とエスカレートしており、通貨安を食い止めるために中央銀行はドル売りペソ買い介入を実施している。目立った効果は見られない一方、外貨準備は急速に減少しており、8 月末で 541 億ドルと 1 ヶ月の間で約 2 割減った。このような状況を鑑みて、アルゼンチン政府は 9 月 1 日に資本規制<sup>4</sup>を導入した。また、財政悪化に伴い、国内短期国債の借り換えも難しい状況になっている。そこで政府は 8 月 28 日に国内短期国債の償還を 3～6 ヶ月延長すると発表した。さらに、海外の国債保有者に、対外債務の返済の猶予を求めることも発表しており、IMF に対しては、融資の返済期限延長を交渉している。昨年 4 月に IMF から 563 億ドルの融資枠を得て、そのうち 445 億ドルが既に実行されているが、残りが実行されるかは今後の交渉に左右されるだろう。このように、DT（今後 1 年間の流出割合は 126.5%）で見る対外支払い能力に問題がある国は、為替変動への耐性も弱く、世界的にリスク回避傾向が高まった時（リスク・オフ）は最も外貨不足に陥りやすいといえよう。

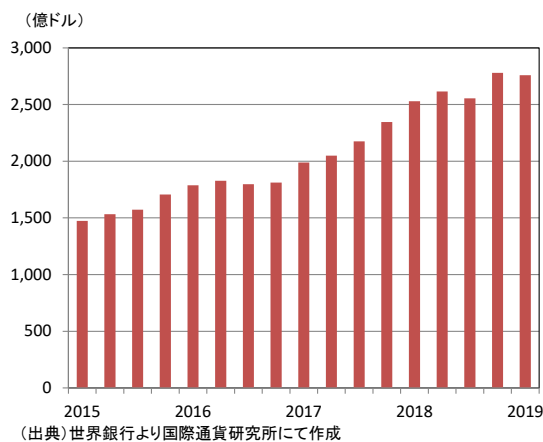
---

<sup>4</sup> 個人のドル購入に上限を設定する一方、輸出企業には入手した外貨を 5 日以内にペソに換えることを義務付ける。

図表 9：外貨準備の推移



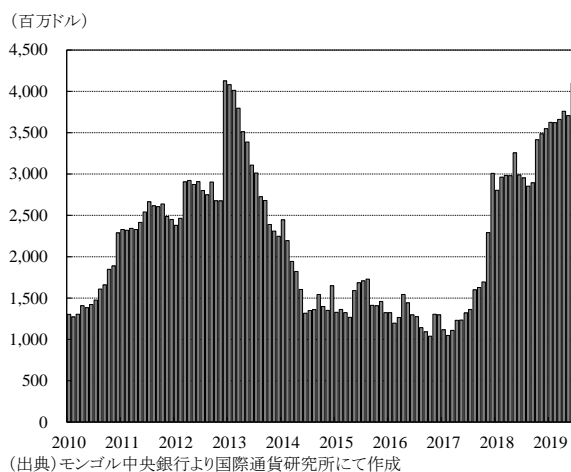
図表 10：対外債務の推移



## (2) モンゴル

モンゴルは、主要輸出品である銅と石炭の国際価格下落と世界経済の減速に大きな打撃を受けて財政が悪化し、対外債務の支払いが厳しくなったため、2017年5月にIMFとの間で期間3年、計4.3億ドルのEFFについて正式に合意に至った。また、この際、アジア開発銀行、世界銀行、日本及び韓国など他の融資パートナーとも予算及びプロジェクトの支援を供与することを誓約し、中国人民銀行（中国の中央銀行）はモンゴル銀行（モンゴルの中央銀行）とのスワップラインを延長することに合意した。これらを合計すると、総額は約55億ドルとなる。これらの援助もあり、外貨準備は2017年途中から増加していて、2019年6月末時点で41億ドルとなっている（図表11）。

図表 11：外貨準備の推移

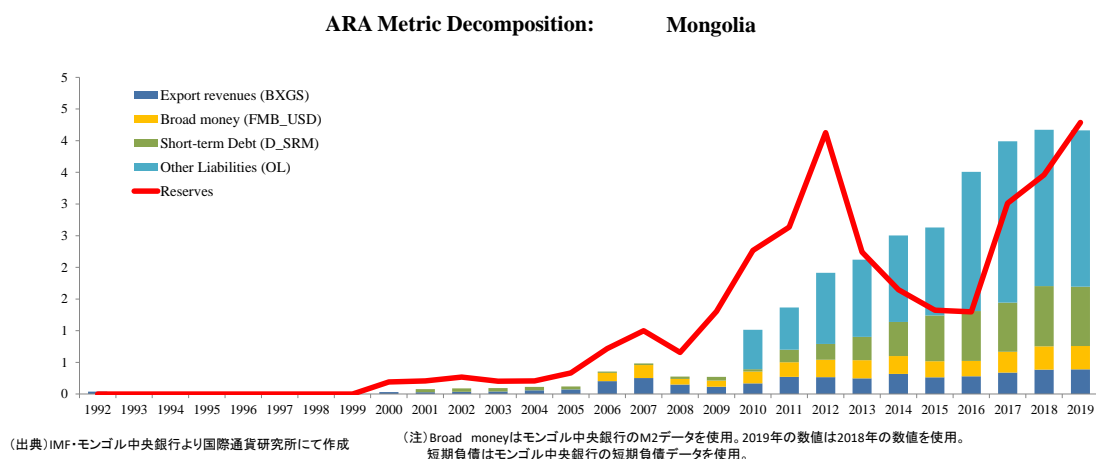


しかし、DTによると今後1年間の流出割合は87.1%であり（ただし、セクションⅢを見ても、モンゴルは提供を受けているクレジットラインが4.5億ドル存在するので、

これを含めると、今後1年間に予定される外貨流出は、公的準備資産の76.1%にやや改善する)、十分な水準とはいえず、対外的なショックに対しては脆弱である。

なお、モンゴルのARAMをIMFのホームページで確認すると、広義マネーサプライと短期負債がブランクになっており、適正水準を確認することができない。そこで広義マネーサプライは、中央銀行が公表しているM2の統計データ、短期負債は中央銀行が公表している金融当局および中央銀行の短期負債の合計値で代用して計算してみると、図表12のようになる。直近の輸出額と広義マネーサプライから算出される数値と外貨準備を比較すると、2014年(66%)から2018年(83%)までの期間では適正水準を下回っていることが分かる。2019年は103%となり、適正水準の範囲内に収まっているが、今後、適正水準を維持できるのか注意が必要である。

図表12：適正外貨準備額算出の内訳



### (3) スリランカ

スリランカは、シリセーナ大統領とウィクラマシンハ首相による現政権のもとで、ラージャパクサ前大統領時代に進んだ中国偏重と国内保護政策の転換が行われ、現在は中国とインドのバランスを重視した外交と対外経済開放を推進している。ただし、2017年に中国へ南部のハンバントタ港の使用権引き渡しを余儀なくされた<sup>5</sup>。

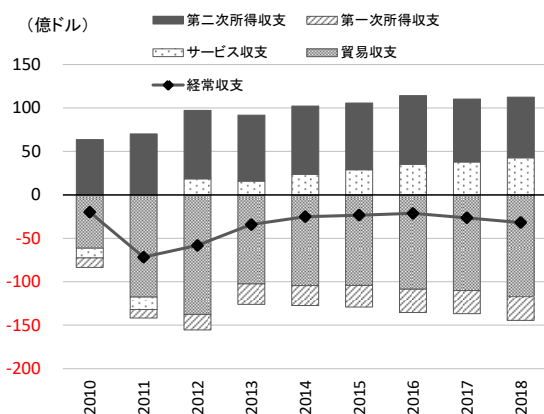
一方、マクロ経済・金融に関しては、財政赤字の拡大、外貨準備高の減少等により2016年にIMFとの間で、期間3年総額15億ドルの拡大信用供与措置(Extended Fund

<sup>5</sup> 前大統領時代に中国政府の支援により建設され、2011年に開港した南部のハンバントタ港が、稼働率の低迷から収益が上がらず債務返済が滞り、2017年12月、10億ドル超の支払い免除の見返りとして、中国企業に港を99年間貸し出す契約が交わされた。

Facility、EFF) について正式な合意に至り、以後複数回にわたり融資を受けている。しかし、IMF からの融資を受けた後も、経常収支は巨額の貿易赤字を主因として、赤字が続いている (図表 13)。そして、金融収支をみると、外国からの直接投資・証券投資で経常赤字のファイナンスを担ってきたことがわかる (図表 14)。経常赤字の持続に伴って、対外債務も増加している (図表 15)。

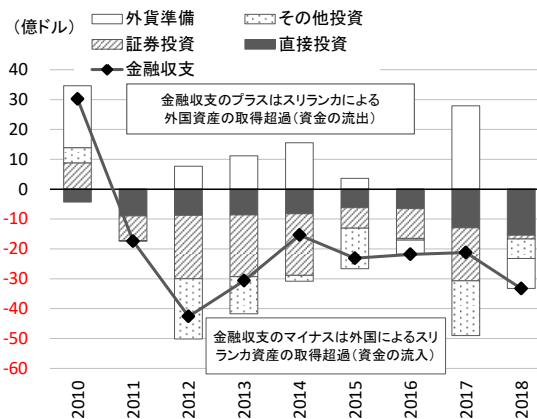
一方、外貨準備を見てみると、IMF からの融資を受けた後は持ち直すものの、逡増とはなっていない (図表 16)。直近の DT (今後 1 年間の流出割合は 54.5%、偶発債務が発生した場合は 57.5%) を見てもわかるように、外貨準備高が十分とはいいがたく、引き続き対外的なショックに対しては脆弱である。なお、ARAM をみると、短期対外債務とその他負債がブランクであるため、正式な割合は確認できないが、輸出額と広義マネーサプライから算出される数値と外貨準備の数値を比較して余裕が少ない状況であり、ここに短期対外債務とその他負債から算出される数値を加えると IMF の推奨水準を下回る可能性がかなり高い<sup>6</sup>。図表 17 において、外貨準備を表す折れ線グラフの数値が、棒グラフの数値より高いことが望ましいが (外貨準備が IMF の推奨水準である 100% 以上であることを示す)、輸出額とその他負債の数値を加えると折れ線グラフの数値が、棒グラフの数値を下回る可能性が高い。ARAM も対外支払い面での弱さを表している可能性が高い。

図表 13 : 経常収支の推移



(出典)スリランカ中央銀行、IMFより国際通貨研究所にて作成

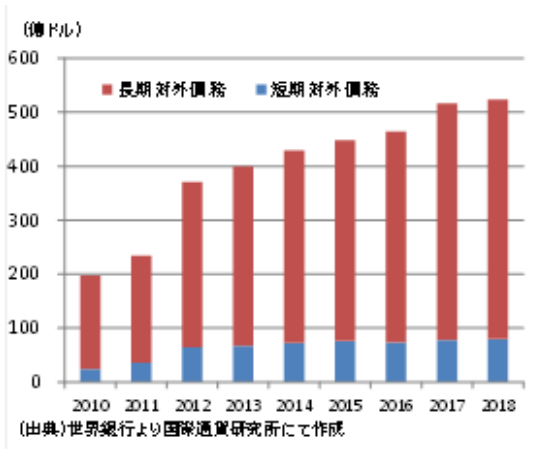
図表 14 : 金融収支の推移



(出典)スリランカ中央銀行・IMFより国際通貨研究所にて作成

<sup>6</sup> スリランカは単一自由変動為替相場制を採用している (2001 年 1 月 23 日以降)。スリランカ中央銀行 (CBSL) は、銀行間の加重平均相場を毎日発表するが、CBSL 自身も市場価格または市場価格に近い価格で外国為替の売買を行う。IMF は、スリランカの為替相場を「事前の予告なき管理変動為替相場」と分類し、ARAM の算出では、固定相場制を採用している国と同様の計算式を使い適正外貨水準を算出している

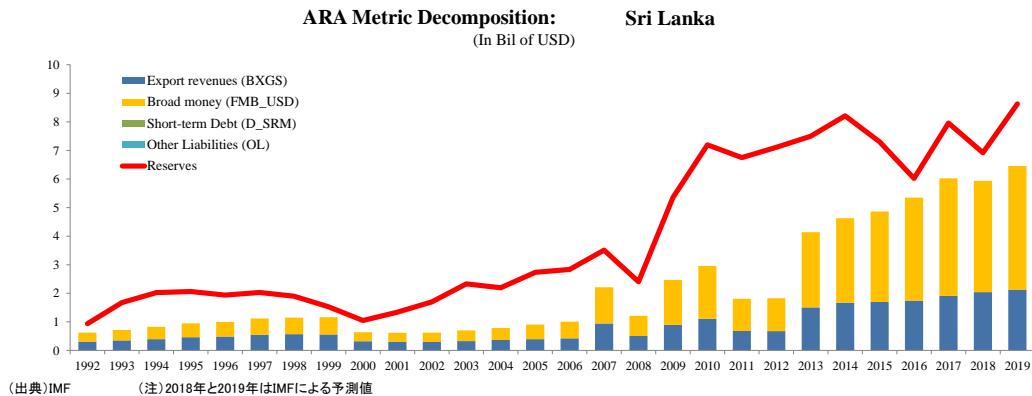
図表 15：対外債務の推移



図表 16：外貨準備の推移



図表 17：適正外貨準備額算出の内訳



#### (4) トルコ

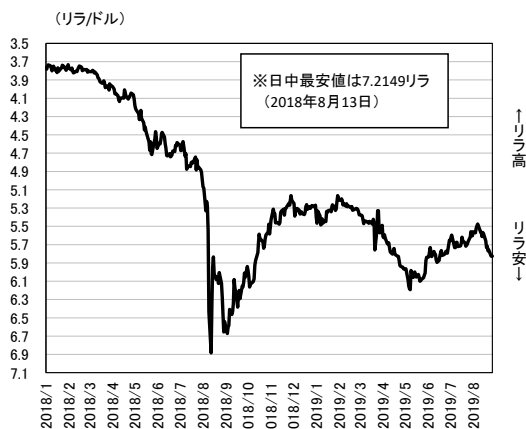
トルコでは 2018 年、中央銀行による利下げ対応の遅れや米政府による経済制裁を主因に、通貨リラが対ドル相場市場最安値（年初来最大で 47.5% の下落率）に達した。その後、6.25% ポイントの大幅な利上げ、対米関係の改善、FRB の利上げ停止等でリラ高方向に持ち直すも、2019 年 3 月以降は、外貨準備の減少やロシア製地对空ミサイルシステム「S400」の納入をめぐる対米関係悪化懸念の再燃、地方統一選挙に向けた政治的不透明等により再び下落した。6 月下旬以降はイスタンブール市長再選挙の結果を受けた政治的不透明感の後退、および G20 における米国からの経済制裁回避の動きを受けて一時リラ高傾向に推移したものの、8 月初旬以降は米中貿易摩擦問題激化のあおりもあり、軟調な相場展開が続いている（図表 18）。

中央銀行によるリラの買い支えで外貨準備高は減少傾向にあり、2019 年第 2 四半期時点で、720 億ドルとなった（図表 19）。一方、対外債務残高は 2010 年以降増加傾向である（図表 20）。また、対外債務は、ほぼ外貨建てで占められており、リラ安に伴う債

務返済負担の増加も懸念される。

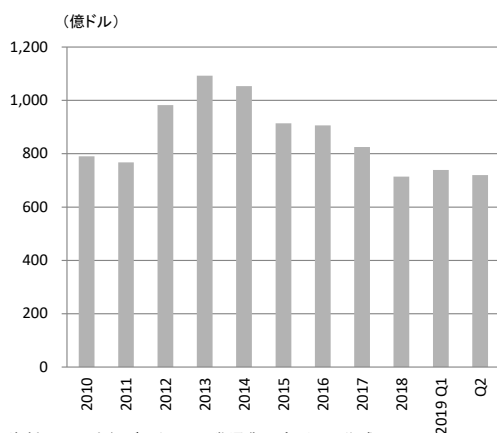
なお、トルコの場合、国民の外貨（特に米ドル）への信認は高く、国内外貨預金の預金全体に対する比率は50%を超える。また、外貨預金の預金準備率は満期までの期間により異なるが、12~16%の高水準に設定されており、外貨預金の預金準備率部分が外貨準備に含まれている（DTのセクションIに含まれる）<sup>7</sup>。これら外貨預金は預金者に返すことが前提の資金であり、預金者が大量に引き出しを行った場合は、外貨準備から外貨預金の預金準備率の部分は流出するため、注意が必要である（DTのセクションIIIの偶発債務等による資金移動額に含まれる）。DTのセクションIに対するセクションII+セクションIIIの外貨移動は-74.4%と高く、金融危機でリラが急落すると外貨引き出しにより外貨預金が急落し、外貨準備も減少することには注意が必要である。

図表 18：トルコ・リラの対米ドル相場の推移



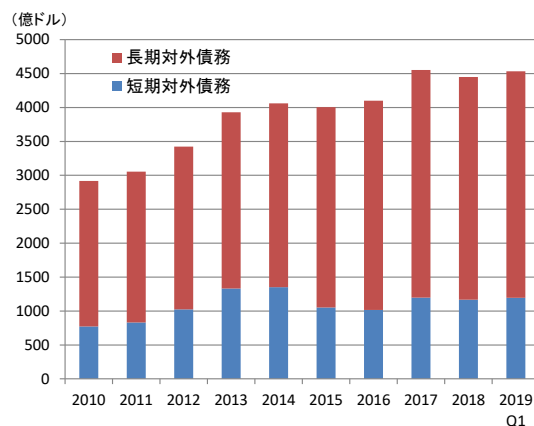
(出典) Bloombergより国際通貨研究所にて作成

図表 19：外貨準備高の推移



(資料)トルコ中銀データより国際通貨研究所にて作成

図表 20：対外債務の推移



(出典)トルコ中銀データより国際通貨研究所にて作成

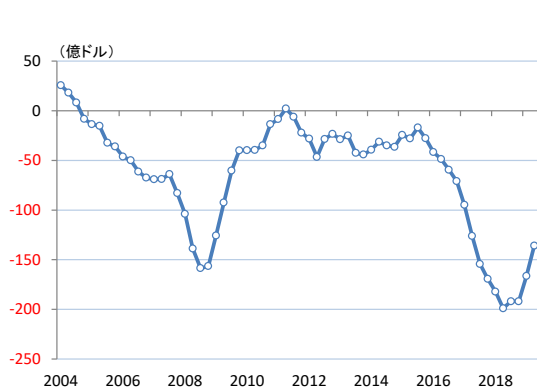
<sup>7</sup> ただし、外貨預金の所有権はもちろん預金者のものであり、外貨預金の預金準備率部分以外は外貨準備の数値には含まれない。

## (5) パキスタン

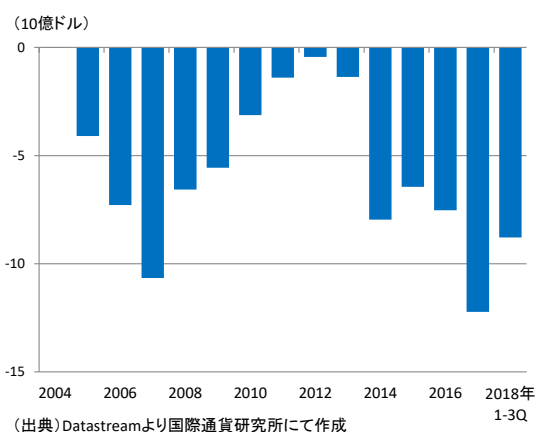
パキスタンは経常収支と財政収支の双子の赤字を抱えている（図表 21、22）。経常赤字の主因は、活発な消費、中国パキスタン経済回路に伴う資材購入増加、エネルギー需要増加による石油輸入増などである。経常赤字の拡大や通貨ルピー防衛のための市場介入により、外貨準備高の減少に歯止めがかからない状況が続いており、2019年5月にはIMFから期間3年、総額60億ドルのEFFを受けることとなった。

その水準をARAM（2018年予測：37%、2019年予測：37%）で見てもわかるように、同国外貨準備は大きく不足している。海外資本を原資にインフラ投資を積極的に行うなどして高い経済成長を実現してきた反面、経常赤字の拡大などにより対外債務が大幅に増加し、外貨準備高が減少した（図表 23）。直近では、IMFからEFFを受けられることとなったが、対外的なショックに弱いことは変わらず、中長期的な構造改革を実施が必要である。なお、DTについては不明である。

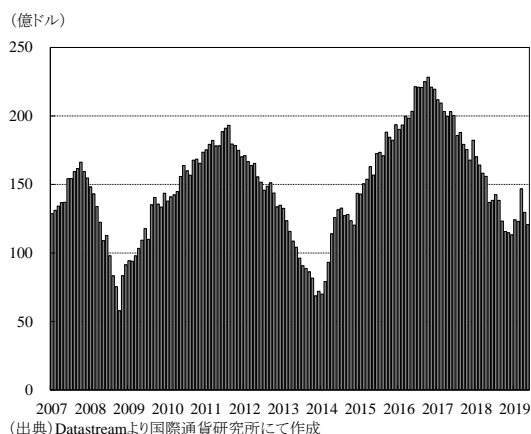
図表 21：経常収支の推移



図表 22：財政収支の推移



図表 23：外貨準備の推移



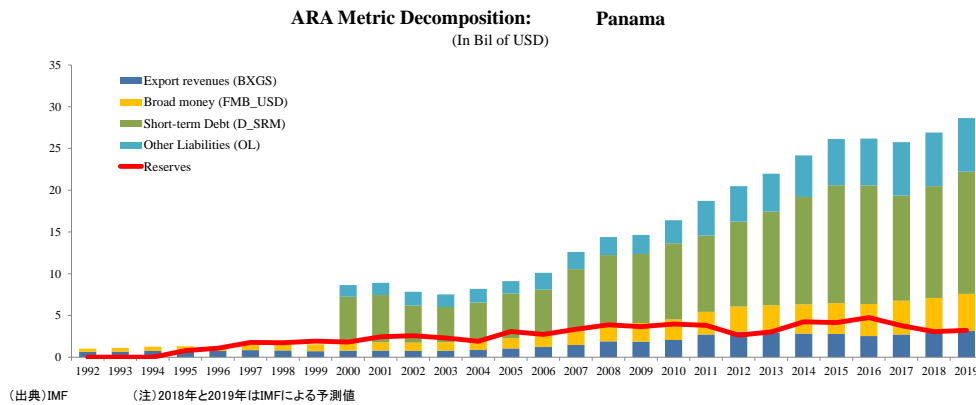


## (6) パナマ

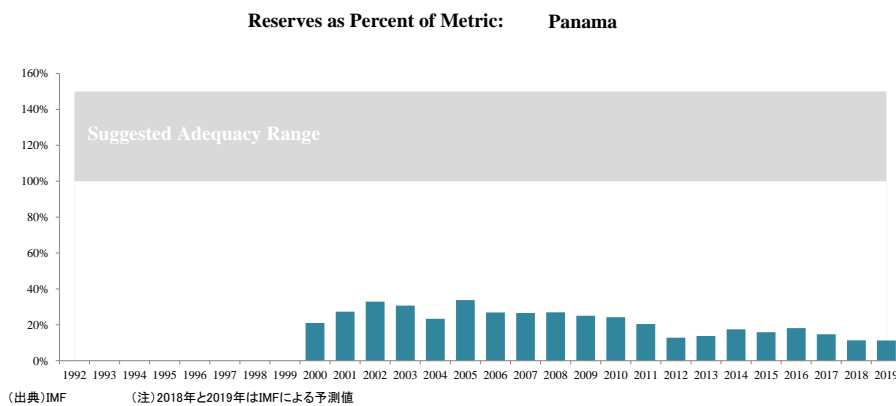
パナマでは、1903年の独立後まもなく自国通貨を廃止して以降、ドルのみを法定通貨とする自国通貨の「ドル化」を長期にわたり実施している<sup>8</sup>。ドル化政策を行っていることで、自国通貨が交換不能になるリスクは存在しない。

従って、ARAMは2019年予測で11%と適正水準である100~150%を大幅に下回っているが、これをもって単純にリスクが高いとは言えない<sup>9</sup>（図表24、25）。しかし、自国で通貨発行をしておらず、「最後の貸し手」機能がないため、パナマ経済に不安が生じ、ドルが流出する際には強いデフレ圧力がかかることに留意すべきである。

図表 24：適正外貨準備額算出の内訳



図表 25：適正外貨準備額の目安



<sup>8</sup> パナマでは1904年12月6日に、米国政府と通貨協定を締結しており、正式に米ドルを法定通貨とすることが認められている。通貨の呼称はバルボアである。実際には、米ドル紙幣および1バルボア（＝1ドル）以下の硬貨（パナマ経済財務省発行）が流通している。硬貨の鋳造や発行については、1904年6月28日付法令第84号によって認められている。

<sup>9</sup> IMFのPolicy Paper（2013年11月13日発行）では、ARAMについて、ドル化実施国においては変動相場制実施国と必ずしも同様には適用できないものの、複合的な対外ショックへの外貨準備のバッファをみる上では関連性のある指標であると述べている。なお、IMFはパナマがこの基準を満たしていないことを指摘しているものの、特段の問題視まではしていない。

## 7.終わりに

過去 10 年ほどの間に、外貨流動性に関する統計は整備が進み、以前に比べると格段に把握可能な情報が増えている。外貨準備高をみるだけでなく、あわせて DT を確認し、表面に現れていない対外ポジションの強弱を検討することや、ARAM で適正外貨準備高の目安と比較し、各国の状況を横並びで比較できるようになった。ただし、例えばソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) の扱いは国によってばらつきがある等、利用に当たっては注意も必要である。また、IMF が推奨している情報を、完全に公開していない国もある。特に、DT のセクションⅢは空欄ないしゼロとなっている国も多い。こうしたところについても、丁寧に周辺情報を集める努力が必要であろう。

以上

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、宜しくご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 2019 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: 81-3-3510-0887, Facsimile: 81-3-3273-8051

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

電話 : 03-3510-0887 (代) ファックス : 03-3273-8051

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

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