

2012年10月12日 全11頁

危機耐性高めるアジア金融セーフティネット

対外ショックに対する対応力を増す経済も危機耐性を高める一因

金融調査部
神尾 篤史

[要約]

- アジア通貨危機以降、アジア経済は着実に成長すると同時に、経常黒字への転換、外貨準備の増加等を要因として総じて対外ショックに対する対応力を増している。
- アジア通貨危機以降、アジア各国は、危機への備えとして外貨準備の増加、域内の2国間通貨スワップ取極の締結（CMI（チェンマイ・イニシアティブ）に基づくスワップ取極とそれ以外のスワップ取極）、複数の2国間通貨スワップを迅速且つ同時に発動できるようにした CMIM（チェンマイ・イニシアティブのマルチ化）を締結し、金融セーフティネットの整備を進めている。
- これらの金融セーフティネット（外貨準備も含めた）の規模が十分か、アジア通貨危機時とリーマン・ショック時の資本流出額で比較すると、十分対応できることが分かった。
- ただし、CMI に基づくスワップ取極、CMIM 共に発動された実績が未だない。両者の100%発動には、IMF プログラムの発動を必要とすることが理由と思われる。IMF プログラムとのリンク維持を所与とした場合、実質的に金融セーフティネットを強固にするためには、CMI と別枠での2国間通貨スワップ拡大が適当と思われる。

(注) なお、本レポートの対象国は、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、シンガポールとする。

1. はじめに

欧州債務危機の影響を受けつつも、アジアは内需を主因として底堅く成長しており、中長期でも成長が見込まれる。ただし、成長ポテンシャルが高い反面、脆弱性を併せ持つ。高い成長期待から資本流入が続いているが、アジア通貨危機やリーマン・ショックのような危機をきっかけに急激な資本流出が起こる可能性があるためだ。この点を踏まえると、アジアで懸念されるのはアジア通貨危機のような域内発の危機が生じる可能性と、域内発の危機に加え、リーマン・ショックのような域外発の危機への耐性の有無であろう。本レポートでは、域内で危機の生じる可能性と危機への耐性について考える。

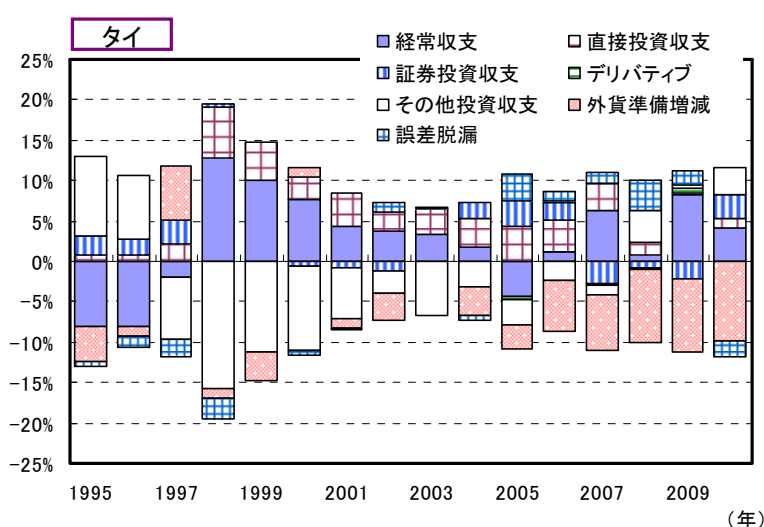
結論を先に述べれば、経済は対外ショックへの対応力が増し、域内で危機の生じる可能性は低下している。また、経済の健全性が高まっていることに加え、2 国間の通貨スワップ取極(CMI (Chiang Mai Initiative : チェンマイ・イニシアティブ) に基づく取極とそれ以外のスワップ取極)や複数の 2 国間通貨スワップを迅速且つ同時に発動できる CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralisation Agreement : チェンマイ・イニシアティブのマルチ化) の整備等が進展していることから、危機への耐性は高まったと評価できよう。

2. 対外ショックへの対応力の増したアジア経済

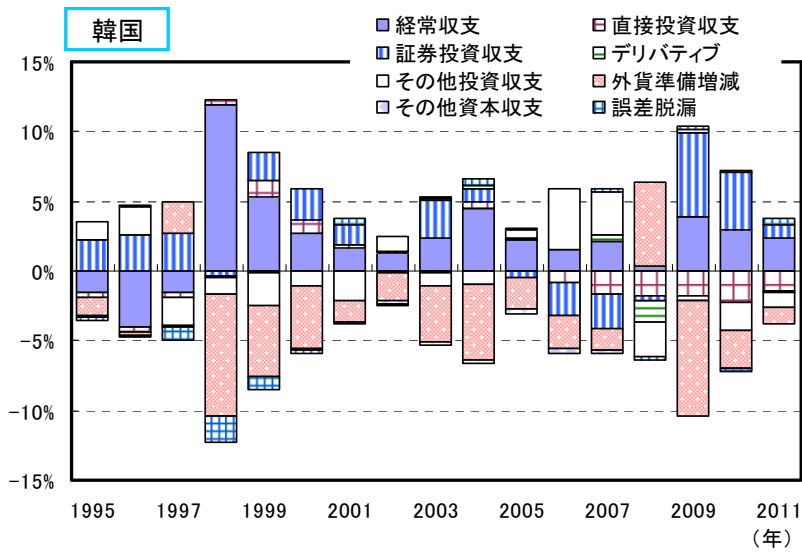
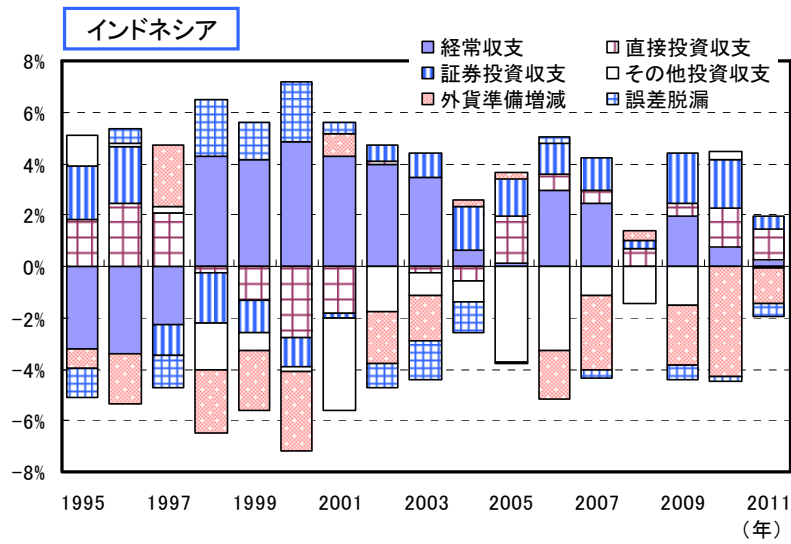
1997 年、98 年に東アジアで生じたアジア通貨危機は、事実上ドル・ペッグであった為替制度の中で、経常赤字を流入した海外資本でファイナンスしていたところ、短期資本が流出に転じ¹、そのロールオーバーが困難となり、支払い不能の状態に陥った、もしくは短期資本のロールオーバーに失敗し、流動性危機に陥ったことで生じた。この結果、タイ、インドネシア、韓国は IMF などから支援を受けることとなった。

この点から考えれば、タイ、インドネシア、韓国の為替制度は、その際に変動相場制へと移行し、国際収支は経常黒字となった(図表 1)。また、総じて外貨準備は増加し、1996 年に財・サービス輸入額に対する外貨準備の割合が 3 ヶ月分以下であった韓国は 2011 年末に 5.8 ヶ月分まで上昇(ベトナム : 1.4 ヶ月分)、短期債務残高に対する外貨準備の割合が 1 倍以下であったベトナム、タイ、インドネシア、韓国は 2 倍~4 倍程度まで上昇した(図表 2)。各国の危機対応への努力の結果、総じて健全性は高まり、域内発の危機が生じる可能性は低下している。

図表 1 タイ、インドネシア、韓国 国際収支対 GDP 比(年次)

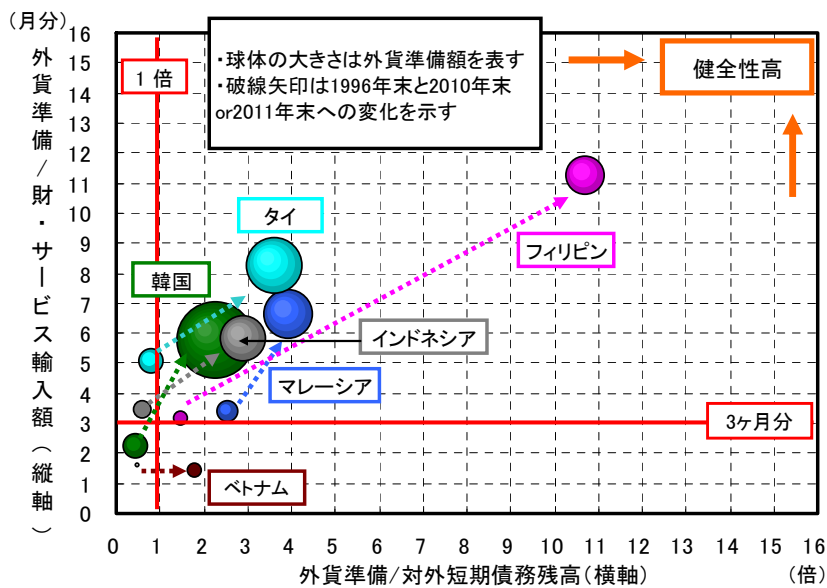


¹ 村瀬[2007]では、債務の期間区分には注意を要するとし、「1 年超の中期貸し付けでも貸付契約書にはデフォルト条項のように、借り手が期限の利益を失い直ちに借入金を返済しなければならない状況を列記した条項が通常含まれる。したがって、中長期債務が一度に短期債務化する状況が十分考えられる」(pp. 135-136)と記している。



(出所) IMF より大和総研作成

図表 2 外貨準備の対外短期債務残高と輸入額に対する割合 (1996年と2010年又は2011年)



(注) ベトナムの外貨準備高/対外短期債務残高のみ2010年、それ以外は2011年の値。

(出所) 世界銀行、各国統計より大和総研作成

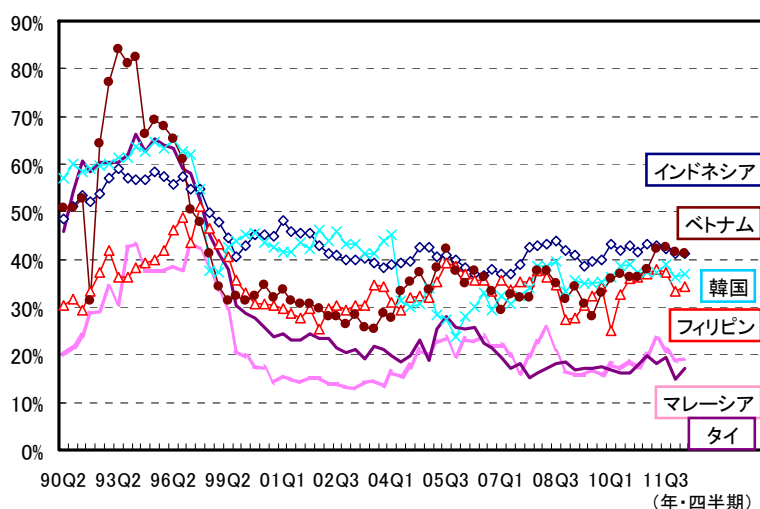
ただし、これらの国々の中で比較すると、ベトナムは依然として外貨準備が少なく、リスクが高い。同国の経常収支は2010年まで継続的に赤字であったが、2011年は貿易赤字が縮小したことで僅かに黒字（対GDP比：+0.1%）となった。サービス収支や所得収支で赤字が継続しており、引き続き経常黒字を確保できるかは貿易収支の動向に依存する。2012年1月～9月までは貿易黒字となっており、2012年も経常黒字を確保する可能性がある。

また、動向に留意すべき国としてインドネシア、韓国が挙げられる。両国は、対外借入残高（BIS報告銀行の与信残高（現地通貨建てと非現地通貨建て含む））のうち満期1年以内の外貨建て借入残高の割合が40%程度と高く、且つ外貨準備のその満期1年以内の額に対する割合が低いためである（図表3、4）。

さらに、インドネシアは2012年第2四半期まで3四半期連続の経常赤字となっており、ルピアは対ドルで減価傾向にある。資本収支は流入超となっており、今のところ株価も上昇傾向にあるため、危機に陥る可能性は低いとみられる。また、インドネシア中銀は8月10日に公表したプレスリリースで「基礎的なコンディションに沿って為替相場を安定させる」としており、経常赤字改善のためにルピア安を事実上容認している模様である。

しかし、経常赤字が黒字へと転換するには一定の時間を要するとみられるため、留意が必要だろう。経常赤字は貿易黒字縮小を主因としており、内需の成長を背景とした輸入増と、外需の停滞や資源価格の低下を背景とした輸出減少による。輸出の減少は、金属製品（数量減少と価格低下）とゴム製品（価格低下が顕著）の寄与が大きく、また2012年第2四半期に関してはパーム油（価格低下が顕著）の減少の影響が大きい。国別では、対EUや対米国の減少の寄与が大きい（2012年第2四半期は対日本の減少寄与が大きい）。今後も内需の成長が見込まれる一方で、世界経済の回復ペースは緩慢と考えられるため、経常黒字転換には時間を要するとみられる。また、恒常的に所得収支が赤字になっていることもその要因の一つとなろう（図表5、6）。

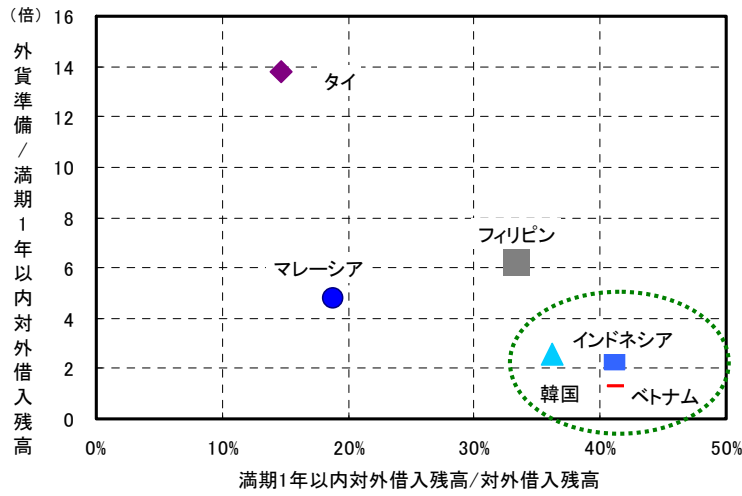
図表3 対外借入残高に対する満期1年以内の外貨建て借入残高割合



（注）1990年第2四半期から2012年第1四半期までの値。

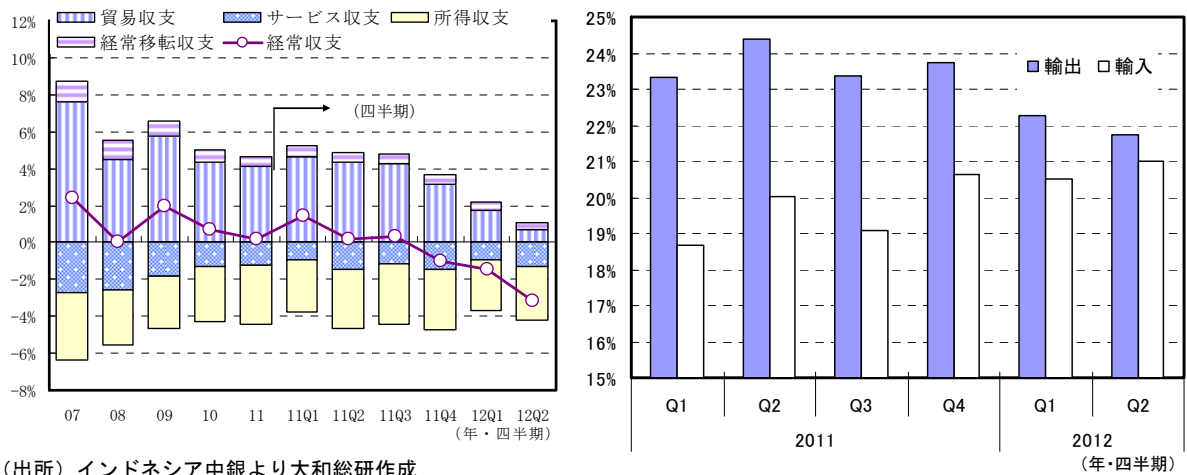
（出所）BISより大和総研作成

図表4 対外借入残高と外貨準備の満期1年以内の外貨建て借入残高に対する割合(2011年末値)



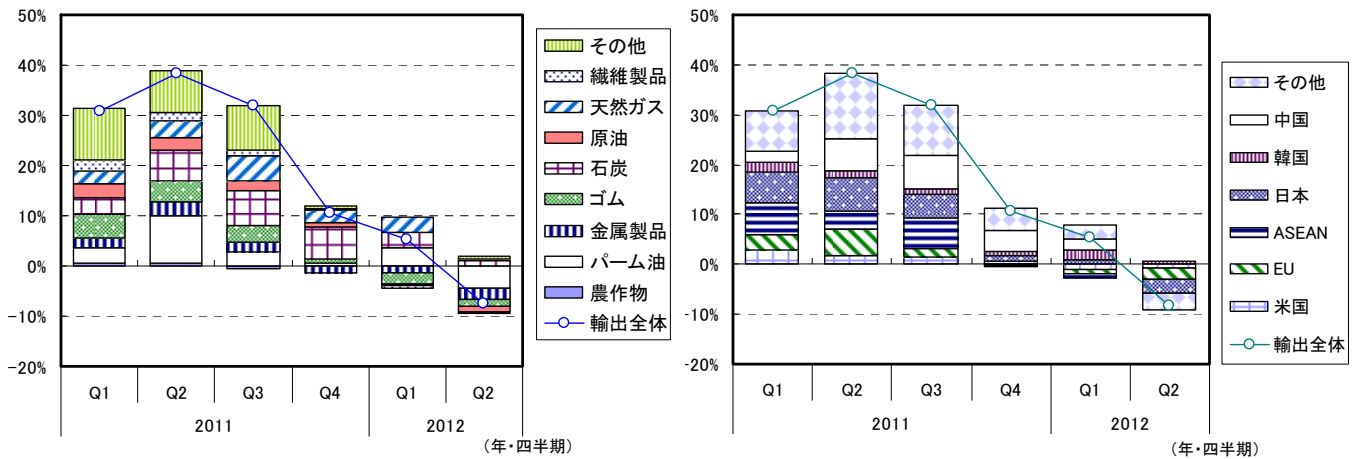
(出所) BIS、世界銀行より大和総研作成

図表5 インドネシア 経常収支対GDP比(左図) 輸出と輸入対GDP比(右図)



(出所) インドネシア中銀より大和総研作成

図表6 インドネシア 製品別輸出寄与度(左図) 国別輸出寄与度(右図)



(出所) インドネシア中銀より大和総研作成

3. 進展する域内の金融セーフティネットの整備

金融セーフティネットとは、ある国が危機に陥り、他国からの債務返済に窮した際に支援を受ける仕組みである。代表的なものとして、IMF が急激な資本流出など国際収支上問題の起きた加盟国を支援する融資制度である、スタンド・バイ取極がある。アジア各国は、域内外の危機の影響を防ぐために外貨準備を増やすと同時に、2 国間の通貨スワップ取極（CMI に基づくスワップ取極とそれ以外のスワップ取極）や CMIM を締結することで金融セーフティネットを準備し、危機へ備えてきた。

CMI の開始

アジア通貨危機を教訓に ASEAN+3（東南アジア諸国連合と日本、中国、韓国：13 ヶ国）域内の取組みとして 2000 年にできたのが CMI である。これは、危機の生じた国から要請があった場合に、当該国の通貨と要請を受けた国が保有する外貨準備（ドル）を交換する 2 国間通貨スワップ取極のネットワークである。目的は域内の国際収支困難及び短期流動性への対応と、既存の国際的枠組みの補完である。2003 年末までに日本、中国、韓国、インドネシア、マレーシア、シンガポール、フィリピン、タイの間で 2 国間の通貨スワップ取極を締結した。締結したスワップ総額の 20%までは IMF プログラムの発動が必要なく（以下、IMF デリンク割合）、残りの 80%は IMF プログラムの発動が必要である。

CMIM の発効

この取組みは 2 国間の通貨スワップ取極ネットワークであったため、発動するには取極を結ぶ国とそれぞれ交渉が必要であり、時間がかかる。このため支援の迅速化・円滑化を図る観点から、2010 年 3 月に一本の契約の下で、通貨スワップ発動のための当局間の意思決定手続きを共通化する CMIM を発効した（図表 7）。各国の引出可能額合計は 1,200 億ドル（IMF デリンク割合は変化なし）。同時に、それまで CMI のネットワークに参加していなかったブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナムが参加することになった。資金の引出しには、当該国の経済や金融状況に関するレビューの完了等の条件を満たす必要がある。なお、CMI に基づく 2 国間の通貨スワップ取極はなくなったわけではなく、CMIM を補完する役割として存在する。

CMIM の強化策に合意

その後、欧州債務危機を受け、その伝播を防ぎ、地域の金融市場の安定を図るために、2012 年 5 月に①CMIM の規模を 1,200 億ドルから 2,400 億ドルへ倍増、②IMF デリンク割合を 20%から 30%へ引き上げ（一定の条件のレビューを前提として、2014 年に 40%へ引き上げ）、③危機予防機能の導入という CMIM の強化策に合意した。危機予防機能とは、CMIM が危機発生後に資金供与する危機対応メカニズムに対し、危機発生前に予防目的の資金供与を可能（クレジットライン）とする危機予防メカニズムである。なお、2011 年 4 月に域内経済の監視・分析を行い、

CMIM の意思決定を効果的にする AMRO (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office : ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス) をシンガポールに設立した。

この他、中国は CMI に基づくスワップ取極以外に経済安定や輸出・投資促進目的等で韓国、マレーシア、タイと 2 国間の通貨スワップ取極を結んでいる (図表 8)。ASEAN+3 各国は危機への対応を着実に進めてきたといえる。

図表 7 2010 年 3 月と 2012 年 5 月の CMIM の内容

	2010年3月	2012年5月
目的	<ul style="list-style-type: none"> ・域内の国際収支困難及び短期流動性問題への対応 ・既存の国際的枠組みの補完 	
契約当事者	ASEAN+3各国の財務大臣・中央銀行総裁及び香港金融管理局	
資金規模	1,200億ドル	2,400億ドル
各国貢献額割合	<ul style="list-style-type: none"> ・日中韓合計(香港含む)で8割、各国の割合は各々32%:32%:16% ・ASEAN合計で2割 	
資金引出可能総額	各国の貢献額に定められた乗数(借入乗数)を掛けた額を限度として、自国通貨と米ドルをスワップ	
IMFプログラムと資金引出可能総額(IMFデリンク割合)	<ul style="list-style-type: none"> ・IMFプログラムを発動しない場合の引出可能額は総額の20%(IMFデリンク割合) →IMFプログラムを発動する場合の引出可能額は総額の100% 	<ul style="list-style-type: none"> ・IMFデリンク割合は30% ・一定条件のレビューを前提として、2014年にIMFデリンク割合を40%に引上げ →IMFプログラムを発動する場合の引出可能額は総額の100%
借入可能期間	基本的に引出後90日間、最大7回の更新が可能(最大支援期間2年)	<ul style="list-style-type: none"> ・IMFデリンク部分:引出後6ヶ月、最大3回まで更新可能(最大支援期間2年) ・IMFリンク部分:引出後1年、最大2回更新可能(最大支援期間3年)
意思決定	<ul style="list-style-type: none"> ・CMIMの基本的事項(資金総額、各国の貢献額等)はASEAN+3財務大臣から成る閣僚級的意思決定会合で全会一致で決定 ・執行レベル事項(資金引出承認、引出更新承認等)は、ASEAN+3財務省・中央銀行及び香港金融管理局の代理級の代表者から成る執行レベルの決定会合において3分の2以上の多数決で決定 	
資金引出の先行条件及び制約条項	<ul style="list-style-type: none"> ・資金引出を要請する場合、経済や金融状況に関するレビューが完了していることや債務不履行事由が生じていないこと等の条件を満たす必要がある ・定期的なサーベイランス・レポートの提出等の制約事項を遵守することが要求される 	
エスケープ(支援への不参加)	<ul style="list-style-type: none"> ・執行レベルの決定会合の承認を得た場合に限り、スワップ要請に対する支援実施に参加しないこと(エスケープ)ができる ・不可抗力による異常な事態が発生するような例外的な場合には、当該会合の承認なしにエスケープが可能 	
危機予防機能		短期間に拡大する危機を阻止するために危機予防機能を導入

(出所) 日本財務省資料より大和総研作成

図表 8 韓国と ASEAN 主要国の ASEAN+3 域内の 2 国間通貨スワップ

	日本との バイスワップ額	中国との バイスワップ額	韓国との バイスワップ額	ASEANとの バイスワップ額
韓国	(CMI型)100億ドル (金融市場安定目的) 30億ドル相当(注1) (円ウォンスワップ)	(経済安定目的)3,600億元		【マレーシア】 (CMI型)15億ドル
インドネシア	(CMI型)120億ドル	—	—	ASEANスワップ取極 6億ドル(注2)
マレーシア	—	(CMI型)15億ドル (輸出・投資促進目的)1,800億元	(CMI型)15億ドル	ASEANスワップ取極 6億ドル(注2)
フィリピン	(CMI型)60億ドル	—	—	ASEANスワップ取極 6億ドル(注2)
タイ	—	(輸出・投資金融目的)700億元	—	ASEANスワップ取極 6億ドル(注2)
ベトナム	—	—	—	ASEANスワップ取極 2.4億ドル(注2)

(注1) 日本と韓国のスワップ取極は、2011年10月に期間1年で130億ドルから700億ドルに増額したが、2012年10月に予定通りに増額を終了することとなった(2012年10月9日：日本財務省プレスリリース)。

(http://www.mof.go.jp/international_policy/financial_cooperation_in_asia/swap/swap_korea_houdou_20121009.htm)

(注2) ASEANスワップ取極はASEAN諸国合計で20億ドルのスワップ。図表では最大引出額(貢献額の2倍)を記載。

(出所) 日本財務省、各国中銀資料、ASEAN事務局資料より大和総研作成

4. 危機への備えは十分か？

域内外で危機が生じ、アジア各国で急激に資本が流出した場合、迅速な対応が求められる。その対処方法を発動しやすい順番に並べると、①自国の外貨準備の使用、②ASEAN+3域内の2国間通貨スワップ取極の発動、③CMIMの発動、④IMF融資(スタンド・バイ取極)となる。

仮に危機が起きた場合に上記4つの対処方法で、金額面で対応できるかをみたものが図表9である。ここでは、アジア通貨危機時、リーマン・ショック時の資本流出額(資本収支から直接投資収支を除いた額)、対外負債残高(除く対内直接投資残高、左数値の2分の1の額)(図表9上段)と上記4つの対処額(同下段)を並べた。資本流出額については、子会社の設立などの金額が含まれるため急激に流出しないという直接投資の性質を考慮し、資本収支から直接投資収支を除いたものとした。対外負債残高も同様の理由から対内直接投資残高を除いたものを記し、さらに金融セーフティネットがどの程度まで対応できるかを調べるために、対外負債残高から対内直接投資残高を除いた数値の2分の1の額を参考として掲載した。

図表9によれば、アジア通貨危機時、リーマン・ショック時の資本流出額は、いずれも外貨準備の枠内で収まっており、通貨スワップ取極やIMF融資を使用せずに対応できるとみられる。また、対外負債残高についても、直接投資残高を除いた額の2分の1までは外貨準備、ASEAN+3域内の2国間通貨スワップ額、CMIM、IMF融資を使えば、対応できるとみられ、危機への備えは十分と評価できよう(実際には、危機が起きたとしてもここまで対外負債残高が減少するとは

考えにくい。)

図表9 韓国と ASEAN 主要国の資本流出額・対外負債残高と金融セーフティネット対応額

(億ドル)

	アジア通貨危機時の 資本流出額(注1) (資本収支－ 直接投資収支)	リーマン・ショック時の 資本流出額(注2) (資本収支－ 直接投資収支)	対外負債残高	除く対内直接投資残高 (A)	
					(A)/2
韓国	-87.7	83.5	8,391.6	7,034.3	3,517.2
インドネシア	-63.2	-30.3	4,723.2	2,865.2	1,432.6
マレーシア	-138.0	-420.2	3,264.2	2,118.6	1,059.3
フィリピン	24.5	-61.7	1,294.8	1,012.5	506.3
タイ	-308.3	46.7	3,157.7	1,652.6	826.3
ベトナム	-4.8	32.6	n.a.	n.a.	n.a.

	外貨準備 (2011年 12月末) (B)	域内間のバイスワップ額 (ドルとのスワップのみ) (C)	CMIM 最大引出可能額 (D)		IMF スタンド・バイローン限度額 (クォーター比600%)(注3) (E)	合計 (B+C+D+E)
				デリック額 (割合: 30%)		
韓国	3,069.3	115.0	384.0	115.2	310.3	3,878.6
インドネシア	1,101.4	126.0	227.6	68.3	191.7	1,646.7
マレーシア	1,335.7	36.0	227.6	68.3	163.5	1,762.8
フィリピン	751.2	66.0	227.6	68.3	94.0	1,138.8
タイ	1,748.9	6.0	227.6	68.3	132.8	2,115.3
ベトナム	135.4	2.4	100.0	30.0	42.5	280.3

(注1) 1998年と1999年の合計値。マイナス符号は資本流出、プラス符号は資本流入を示す。

(注2) 2008年と2009年の合計値。数値表記の見方は(注1)と同じ。

(注3) 1SDR=1.53624(2012年10月10日)で換算。なお、スタンド・バイローンの利用限度額は年間クォーターの600%。

(出所) IMF、世界銀行、各国中銀、日本財務省より大和総研作成

5. CMI の発動可能性はあるか？

金額面では危機への備えは十分と評価できるが、危機が起きた時に実際に発動できなくては意味がない。ここで問題となるのが CMI 型の 2 国間通貨スワップと CMIM を含めた CMI の発動可能性だ。CMI 型の 2 国間通貨スワップと CMIM 共に、100% 使用するには IMF プログラムの発動が必要となる (IMF デリック割合: 2 国間通貨スワップは 20%、CMIM は 30%)。

今までに両者を発動した実績はない。リーマン・ショック時に韓国は、CMI を使用せず、FRB と 2 国間通貨スワップ取極を締結し、ドル資金供給を受けた。この点から考えると、IMF の支援を受けた国は CMI の発動に慎重であると想定される。要因はアジア通貨危機時の IMF プログラムのコンディショナリティ (融資条件) の厳しさの記憶から生じた、IMF へのスティグマ (悪感情) が考えられる。

欧州の欧州金融安定基金 (EFSF) などは金融セーフティネットとして有名だが、ラテン・アメリカ、中東などにもあまり知られてはいないものの、CMI のような金融セーフティネットが存

在する。これらが支援要請国の融資実施に対して必ずしも IMF プログラムを所与としていないことを考えると、地域の金融セーフティネットにおいて IMF プログラムとのリンクが絶対的なものでないといえる（図表 10）。そのため、IMF プログラムとのリンクを必要としない考え方も存在しうるだろう。

IMF プログラムとのリンクの意義は、第一には①東アジアでの IMF の影響力低下懸念を払拭し、国際社会での CMI 導入を容易にすることである²。これは、アジア通貨危機時に日本は AMF (Asian Monetary Fund) という IMF のアジア版の創設構想を持っていたが、米国と IMF の反対により実現できなかったという経験によると推測される。AMF 構想では、AMF が IMF とは独立して資金供給できる余地を持っていたとされ、AMF の支援条件が IMF より緩やかである場合、安易な資金供給が行われる可能性（モラルハザード）があった。融資と引き換えに支援国の政策調整を促す IMF 融資の機能を損なう可能性があるため、米国と IMF が反対を表明した。こうした事情を踏まえ、CMI 導入を円滑にする観点から IMF 融資とのリンクがなされた³。

第二には大きな危機が生じた場合、IMF からの支援を受けなくては危機への対処が難しく、IMF プログラムとのリンクが必要というものである。IMF プログラムの発動がなくとも利用可能な IMF デリンク部分の金額は CMIM の最大引出可能額の 20% にすぎず、十分な資金供給を受けるには IMF 支援が必要となるという考え方である。

IMF 融資とのリンク維持を所与とした場合、スティグマを持つ国が CMI 発動に躊躇することがあるならば、実質的に金融セーフティネットを強固にする手段は、CMI との別枠で 2 国間通貨スワップの拡大と思われる。常設でなくてもよく、危機時に機動的に動ける体制を整えておくことが重要だろう。

² 金京[2011]p. 45 参照。

³ 榊原[2000]では、その当時の模様が回顧録的に詳細に書かれている（pp. 182-190）。

図表 10 ラテン・アメリカと中東の金融セーフティネットの概要

	ラテン・アメリカ準備基金 (Latin American Reserve Fund:FLAR)	アラブ通貨基金 (Arab Monetary Fund:AMF)
構成国	ラテン・アメリカ7ヶ国 ・ボリビア ・コロンビア ・コスタリカ ・エクアドル ・ペルー ・ウルグアイ ・ベネズエラ	中東諸国22ヶ国 (UAE、サウジアラビア、カタール、クウェート、モロッコ等)
目的	・国際収支に問題が起きた場合の対応 ・中銀、当局に対する定期預金サービス、など	・国際収支に問題が起きた場合の対応 ・中東の金融市場発展促進 ・加盟国間の輸出促進、など
資金規模	資本金:約20億ドル	資本金:約45億ドル
支援手法	【融資】 ・国際収支向け ・中央銀行外債建債務の再構築向け ・流動性向け、など	【融資】 ＜国際収支向け＞ ・Automatic Loan(総合収支赤字改善) ・Ordinary Loan(Automatic Loanのみでは資金が足りない場合に使用) ・Extend Loan(慢性的な国際収支赤字改善) ・Compensatory Loan(予想外の国際収支悪化の改善) ＜金融セクター等構造改革向け＞ ・Structural Adjustment Facility
融資条件	・支援要請する国の中銀が、国際収支不均衡を是正するために、金融、為替、財政政策等をExecutive Presidentに提示	・融資手法により異なる ・Automatic Loan以外は一定の条件の満たす必要あり
IMF融資との関係	言及なし	言及なし

(出所) ラテン・アメリカ準備基金ウェブサイト、アラブ通貨基金年次報告書(2011年)より大和総研作成

[参考文献]

金京 拓司[2011]「東アジアの金融協力：チェンマイ・イニシアティブの現状と課題」『世界経済評論』2011年3月/4月号

栗原 毅[2011]「ASEAN+3 地域金融協力 - 10年の成果と今後の課題 - 」『国際金融』1228号

榊原 英資[2000]『日本と世界が震えた日』中央公論新社

村瀬 哲司[2007]『東アジアの通貨・金融協力』勁草書房

Korea Institute of Finance [2012], “The Role of Regional Financial Safety Nets in the Global Architecture”

Fiscal Policy Research Institute [2012], “The Role of Regional Financial Safety Nets in the Global Architecture”