

# 資本流入と資本規制

## ～ASEAN主要国のケース～

神尾 篤史

### 要 約

アジア通貨危機以降、ASEAN4の金融資本市場は大きく発展し、資本流入規模も拡大した。アジア通貨危機前、リーマン・ショック前・後で比べると、徐々に資本流入規模が拡大し、リーマン・ショック後が最も多くなった。リーマン・ショック後で最も多いのが証券投資であった。国別ではEUと米国からの株式投資が多かったが、債券投資も一定のシェアを占めている。流入資金の性質では、短期債務よりも長期債務の規模が大きい。

資本流入増加の背景の一つとして、資本取引規制の緩和が挙げられよう。ASEAN4の資本取引規制は国によって特徴は異なるが、おおむね非居住者による証券投資を自由化している。他方で、金融機関への健全性規制によって資本流入への規制を行う傾向にある。

先行き、ASEANは経済共同体創設の一環として資本取引規制の自由化をさらに進める予定である。資本流出が急激かつ一時的に増加し、当該国の経済運営や金融システムの健全性に問題をもたらす場合、ある程度の規制導入が必要な場合もあろうが、金融セーフティネットを十分に整備することも重要と思われる。

### 目 次

- 1章 はじめに
- 2章 金融資本市場の発展動向
- 3章 資本流入に対する対応策
- 4章 ASEAN経済共同体における資本取引規制の自由化
- 5章 結びにかえて

## 1章 はじめに

A S E A Nでは2015年のA S E A N経済共同体創設に向けて、域内金融資本市場の自由化・統合への取り組みが進められている。

域内金融資本市場の発展、そして自由化・統合の取り組みは資金余剰主体から資金不足主体へ金融仲介を促進する働きがある。いわば、成長するための資金の取り込みである。同時に、資本の流入が急激かつ一時的に増加する場合、当該国の経済運営や金融システムの健全性に影響をもたらす可能性がある。

このうち、本稿では資本流入に焦点を当て、同時に資本取引規制の状況を概観する。具体的には、A S E A N 4（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）のアジア通貨危機後、リーマン・ショック前、リーマン・ショック後の資本流入を直接投資、証券投資、その他投資に分け、その特徴を検討し、データの制約もあるが、その資本の由来や性質も併せて考察する。次に、このような資本流入に対して、A S E A N 4が採用してきた資本取引規制の特徴を検討する。そして、今後のA S E A Nの資本取引規制の方向性を考察し、そ

れに従ってA S E A Nが行うべき施策を検討する。なお、本稿ではA S E A N 4を対象とする。

## 2章 金融資本市場の発展動向

### 1. 経済発展と金融資本市場の発展

周知の通り、アジア通貨危機後、A S E A N 4は大きな成長を遂げた。名目G D Pは1995年に562億ドルであったものが、2012年には1,800億ドルまで増加した。A S E A N 4平均の一人当たりG D Pも1995年に2,367ドルであったものが、2012年には5,501ドルに増加した。特に、リーマン・ショックを境にして、世界経済からのアジア新興国への成長期待が高まったことは記憶に新しい。2010年から2012年の平均実質G D P成長率も先進国は+2.0%であったが、A S E A N 4は+5.8%であった。

同時期には金融資本市場も拡大した。図表1は、1995年末と2012年末の銀行融資残高・株式時価総額・債券発行残高の名目G D Pに対する割合である。1995年末と2012年末の各項目の合計を比べるとマレーシアを除いた3カ国で増加した。マレーシアも全体的に減少したわけではなく、

図表1 A S E A N 4の銀行融資残高・株式時価総額・債券発行残高（対G D P比）（対G D P比：%）

	1995年末					2012年末				
	銀行 融資残高	株式 時価総額	債券 発行残高		合計	銀行 融資残高	株式 時価総額	債券 発行残高		合計
			国債	社債				国債	社債	
インドネシア	50.5	32.6	0.0	1.6	84.7	42.6	45.2	14.2	5.0	107.0
マレーシア	126.7	244.0	37.0	34.2	441.9	133.8	156.9	65.0	51.7	407.4
フィリピン	64.3	80.8	35.3	0.3	180.7	50.9	105.5	46.9	8.3	211.6
タイ	135.1	81.6	1.3	7.9	225.9	169.3	104.8	59.8	18.5	352.4

（出所）世界銀行、A D B（アジア開発銀行）、清水聡 [2009] 『アジアの域内金融協力—金融「地産地消」モデルの模索』東洋経済新報社から大和総研作成

図表2 ASEAN4の銀行融資残高・株式時価総額・債券発行残高 (構成比：%)

	1995年末				2012年末			
	銀行 融資残高	株式 時価総額	債券 発行残高		銀行 融資残高	株式 時価総額	債券 発行残高	
			国債	社債			国債	社債
インドネシア	59.6	38.5	0.0	1.9	39.8	42.2	13.3	4.7
マレーシア	28.7	55.2	8.4	7.7	32.9	38.5	15.9	12.7
フィリピン	35.6	44.7	19.5	0.2	24.0	49.9	22.2	3.9
タイ	59.8	36.1	0.6	3.5	48.0	29.7	17.0	5.3

(注) 銀行融資残高、株式時価総額、債券発行残高の合計は100%となる  
 (出所) 世界銀行、ADB、清水聡 [2009] 『アジアの域内金融協力—金融「地産地消」モデルの模索』  
 東洋経済新報社から大和総研作成

株式時価総額の変動によるところが大きく、金融仲介能力が低下したというものではない。

特徴的なのは、各国で債券発行残高対GDP比が上昇したことだ。インドネシアでは1995年末の1.6%から2012年末には19.2%に拡大し、同様にマレーシアでは71.2%から116.7%、フィリピンでは35.6%から55.2%、タイでは9.2%から78.3%に上昇した。一国全体の資金調達における債券発行残高の割合も大きくなった。図表2は銀行融資残高・株式時価総額・債券発行残高の構成比で、いわば一国全体の資金調達の割合を見たものである。特にタイは債券での資金調達の割合が1995年末は4.1%であったが、2012年末には22.3%に拡大した。

このような金融資本市場拡大の源泉は、もちろん自国で創出された貯蓄によるところも大きいですが、諸外国からの資本流入も寄与している。

## 2. ASEAN4への資本流入

### 1) 国際収支統計上の区分から

諸外国からの資本流入の特徴を区分する上で一般的に用いられるのが直接投資、証券投資、その他投資の国際収支統計での区分である。この区分

に従い、アジア通貨危機前(1995年～97年)、リーマン・ショック前(2005年～07年)、リーマン・ショック後(2010年～12年)の時期に分けて、資本流入(非居住者のASEAN4への対内投資)を示したものが図表3である。なお、マレーシアは、2010年～12年のその他投資の非居住者と居住者の投資の内訳が示されていないため、以下に示すデータには、当該期のマレーシアのその他投資を合算していない。

アジア通貨危機前の資本流入は、その他投資が439.8億ドルと最も多く、次いで直接投資の421.3億ドル、証券投資の262.7億ドルとなった。リーマン・ショック前では直接投資が753.4億ドル、証券投資が609.5億ドル流入したが、その他投資は53.6億ドルのわずかな流出となった。リーマン・ショック後では証券投資が1,440.8億ドル、直接投資が1,187.4億ドル、その他投資が598.7億ドルの流入となった。

それぞれの期間によって、最も多く流入した資金の区分が異なることは興味深い。特徴をまとめると以下の通りとなる。

○各時期に流入した資金規模を比較すると、最も

- 大きいのはリーマン・ショック後であること
- 直接投資は時代を経るごとに徐々に増加
  - 証券投資はリーマン・ショック後に目立って流入額が拡大（リーマン・ショック前後で比べると2倍以上の増加）
  - その他投資はアジア通貨危機前には多くの流入を記録した<sup>1</sup>が、リーマン・ショック前後では直接投資、証券投資の流入額よりも小さい

注目したいのは証券投資とその他投資である。もちろん、直接投資はASEAN4の成長力を高めるために重要なものであるが、子会社や工場の建設等に使われる資金であるため、危機が起きたとしてもすぐには流出しない一方で、証券投資とその他投資は直接投資に比べ流出入が容易であるため、よりその動向に注意を払う必要があるためだ。

なお、資本流出（ASEAN4の居住者の対外

投資）はアジア通貨危機前では45.0億ドルと直接投資が最も大きく、リーマン・ショック前では824.2億ドルとその他投資が最大、リーマン・ショック後では943.1億ドルと直接投資が最大であった<sup>2</sup>。

## 2) 流入資金の由来（国・地域別）

ここでは、国別の資本流入額について、証券投資はIMF（国際通貨基金）の“Coordinated Portfolio Investment Survey”（C P I S）を、その他投資はB I S（国際決済銀行）の“Banking Statistics”を用いる。なお、両統計ともに残高を示すものであるため、資本流入額は明らかにはならないが、残高の増減で資金の動向を測ることとする。注意点は、両統計ともに国際収支統計の対象に比べ、対象国が限定されること<sup>3</sup>、そしてBanking Statisticsは融資等の国際与信残高であり、忠実にその他投資の内容を反映するものでは

図表3 ASEAN4の非居住者による投資額（億ドル）

	非居住者による		
	直接投資	証券投資	その他投資
アジア通貨危機前 (1995~1997年)	421.3	262.7	439.8
リーマン・ショック前 (2005~2007年)	753.4	609.5	-53.6
リーマン・ショック後 (2010~2012年)	1,187.4	1,440.8	598.7

(注) 図表のデータはASEAN4の国際収支データ（対全世界）の合計  
(出所) IMFから大和総研作成

- 1) アジア通貨危機時（1998年～99年）に非居住者が最も多く資金を引き揚げたのは、その他投資で279.6億ドルであり、証券投資は4.6億ドルである。直接投資は209.0億ドルの流入であった。荒巻〔2009〕では、アジア通貨危機の要因について「短期の債務性資金で、かつ国際収支統計上のその他投資に該当する資金、即ち、主として短期性の銀行貸付の流入・流出であったと見られる」（118頁）と指摘している。
- 2) 各時期の各項目の収支（資本流入と資本流出の合計）では、アジア通貨危機前は1,034.7億ドルの資本流入で、その他投資収支が409.0億ドルの流入と最も大きい。リーマン・ショック前は181.6億ドルの資本流出で、その他投資収支が877.7億ドルの流出と最も大きい。リーマン・ショック後は1,456.2億ドルの資本流入で、証券投資収支が1,029.9億ドルの流入と最も大きい。
- 3) C P I Sの対象は80カ国・地域、B I S統計は30カ国・地域の銀行。

ないことである。

### (1) 非居住者による証券投資残高

図表4はASEAN4へのEU、米国、ASEAN、日本・中国・韓国の証券投資額（残高増加額）である。

リーマン・ショック前の期間（2004年末～07年末）では、EUからの証券投資が494.7億ドルと最も大きく増加し、次いで米国が443.8億ドルの増加となった。この証券投資を株式投資と債券投資に分けると、株式投資ではEUが351.8億ドル、米国が378.8億ドルとなり、EUは証券投資額の71%、米国は85%を占めた。EUと米国からASEAN4への投資は株式投資が中心であった。

リーマン・ショック後の期間（2009年末～11年末）では、EUからの証券投資が566.4億ドルと最も大きく増加し、次いで米国が506.6億ドルの増加となった。同様に、株式投資と債券投資に分けると、株式投資ではEUが287.9億ドル、米国が318.2億ドルとなり、EUは証券投資額の51%、米国は63%を占めた。EUと米国ではリーマン・ショック前の期間よりも株式投資の割合が減少し、債券投資の割合が増えた。アジアは、リーマン・ショック後の経済の牽引役として期待され、さらに先進国よりも相対的に健全な財政、高い債券利回り等が

欧米の投資家に好感されたことが理由と思われる。

リーマン・ショック後の期間ではリーマン・ショック前と変わらず、EUと米国からの投資が引き続き高い割合を占めたが、投資対象としては債券が増加した。

### (2) 非居住者によるその他投資残高

図表5はBIS報告銀行によるASEAN4への欧州の銀行、邦銀、米銀の与信残高の増加額である。

リーマン・ショック前の期間（2004年末～07年末）では、欧州の銀行から与信が367.0億ドル増加し、次いで邦銀が146.5億ドル、米銀が105.9億ドルの増加となった。

図表4 ASEAN4への証券投資額（残高増加額）  
（億ドル）

	リーマン・ショック前 (2004年末～2007年末)	リーマン・ショック後 (2009年末～2011年末)
EU	494.7	566.4
米国	443.8	506.6
ASEAN	184.9	238.3
日中韓	78.7	97.0
全体合計	1,297.3	1,273.1

(注) リーマン・ショック後は、EU・米国・ASEAN・日中韓の合計が全体合計を上回るが、これはその他の国・地域での残高減少に加え、2010年以降データの取得ができなくなった国・地域があることによる  
(出所) IMFから大和総研作成

図表5 BIS報告銀行によるASEAN4への国際与信額  
（残高増加額）  
（億ドル）

	リーマン・ショック前 (2004年末から2007年末)	リーマン・ショック後 (2009年末から2012年末)
欧州銀行	367.0	346.4
邦銀	146.5	389.4
米銀	105.9	261.4
全体合計	873.8	1,720.8

(出所) BISから大和総研作成

リーマン・ショック後の期間（2009年末～12年末）では、邦銀が最も多くなり389.4億ドル、欧州の銀行が346.4億ドル、米銀が261.4億ドルの増加となった。この期間、リーマン・ショックや欧州債務危機の影響で、欧州の銀行は全世界向け与信残高を2.7兆ドル減少（与信残高全体の14%減少）させていたが、ASEAN4には与信を増加させた格好である。

### 3) 流入資金の性質

流入資金の性質については、世界銀行の対外債務残高統計を用いる。この統計も残高の統計であるため、純粋な資本流入額は明らかにならない。また、フィリピンは2010年第3四半期以降のデータしかない。図表6はASEAN4の対外債務残高をまとめたものである。

リーマン・ショック前の期間（2005年第1四半期～07年第4四半期）で見ると、短期債務は240.2億ドル増加し、長期債務は82.5億ドル減少した。短期債務をセクター別で分けると、その

他セクター（金融機関以外の企業や銀行以外の金融機関など）が140.7億ドル、銀行セクターで81.2億ドルの増加となった。

リーマン・ショック後の期間（2010年第1四半期～12年第4四半期）で見ると、短期債務は684.4億ドル、長期債務は1,378.8億ドルの増加となった。短期債務をセクター別で分けると、銀行セクターが425.7億ドル、その他セクターが223.1億ドルの増加となった。長期債務をセクター別に分けると、一般政府は703.4億ドル、その他セクターは440.9億ドル、銀行セクターは195.8億ドル、通貨当局は38.6億ドルの増加となった。

リーマン・ショック前に比べて、債務残高合計額が増加し、特に長期債務が増加した。各国共に、リーマン・ショックに対する自国経済への影響を考慮して、財政政策と金融政策を実施したことが背景にあると思われる。すなわち、各国共に急減した需要を埋め合わせるために国債発行で資金を調達したこと、金融緩和を行うことで債券金利が

図表6 ASEAN4の対外債務残高 (億ドル)

	リーマン・ショック前 (2005年Q1～2007年Q4)	リーマン・ショック後 (2010年Q1～2012年Q4)
短期債務	240.2	684.4
一般政府	-2.8	7.2
通貨当局	21.2	28.3
銀行セクター	81.2	425.7
その他セクター	140.7	223.1
長期債務	-82.5	1,378.8
一般政府	18.3	703.4
通貨当局	-93.0	38.6
銀行セクター	-9.1	195.8
その他セクター	1.2	440.9

(出所) 世界銀行から大和総研作成

低下し、相対的に低いコストで長期資金を取得しやすくなったことが背景にある。

なお、対外債務だからといって必ずしも外貨建て債務とは限らない。限られたデータであるものの、タイとフィリピンの通貨別の対外債務を見ると、タイではリーマン・ショック前では全体債務残高に対する外貨建ての割合が2005年第1四半期の84%から2007年第4四半期の76%へと低下し、自国通貨建ては16%から24%へ上昇した。リーマン・ショック後では外貨建ては2010年第1四半期の76%から2012年第4四半期の69%へと低下し、自国通貨建ては24%から31%へ上昇した。

フィリピンは2010年第3四半期から2012年第4四半期のデータであるが、外貨建ての割合は98%、自国通貨建ての割合は2%となっている。

以上をまとめると、リーマン・ショック前では短期資金の流入が大きく、特にその他セクター（金融機関以外の企業や銀行以外の金融機関など）への資本流入が大きかった。リーマン・ショック後では経済対策に使用する資金や民間セクターへの長期資金の流入が大きかった。なお、国によって違いはあるが、タイでは債務残高の外貨建ての割合が低下し、現地通貨建ての割合が上昇したことは特筆すべきであろう。

## 3章 資本流入に対する対応策

### 1. 資本取引規制

各国は経済状態、制度、政策等の違い、そして資本自由化のプロセスが異なることから、資本取引規制も異なる。資本取引規制に関しては、経済状態、資本自由化プロセスによって、特定の手法が行われるべきといった処方箋はない。そのため、

各国によって規制の種類は多種多様である。各国の資本規制を一律に論じることは困難であるが、本稿では、規制の枠組みを3つに類型化してその推移を確認する。3つの類型は、①非居住者の証券投資に対する規制、②非居住者の与信に対する規制、③金融機関に対する健全性規制——である。金融機関に対する健全性規制とは、主に銀行の流動性に着目した準備率規制（銀行の預金等に対して一定率の支払準備を保有させるものなど）や外貨資産のポジションに着目した規制（資本に対する外貨資産の割合を一定率に定めるなど）である。なお、以下の資本取引規制は原則、IMFが毎年出版する“Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”に基づくものである。最新刊は2012年版となっており、2011年までの規制について言及されている。資本取引規制をまとめたものが後掲図表7である。

#### <マレーシア>

マレーシアはアジア通貨危機時に極めて強力な資本取引規制を行ったが、その後はこの資本取引規制の解除・緩和を含めて段階的に自由化を行ってきた。

#### (非居住者の証券投資)

アジア通貨危機時に行った資本取引規制は、例えば以下のようなものである。

- 現地通貨建て（リンギ）証券の全ての売買は、認可された保管機関（authorized depository institutions）を通さなければならない
- 現地通貨建て証券を売却する場合、その代金を国外送金せず、少なくとも12カ月間国内で保有（1999年解除）

○上記規制に代わり、1999年2月15日以前に投資した証券に対して決められた期間（12カ月）内に本国に代金を送金する場合、その代金への課税（7カ月未満：元本に30%、7カ月～8カ月以内：元本に20%など）（2001年解除）

非居住者の証券投資は、株式投資と債券投資に分けられるが、アジア通貨危機時に行った規制を廃止して以降、債券投資の源泉徴収税の免除（2001年）を経て、他国と比べて自由化が進んでいる。2011年の段階では規制は課されていない。

#### （非居住者の与信）

非居住者による居住者への与信は現地通貨建てと外貨建てに分かれるが、1998年の段階では現地通貨建ては認められておらず、外貨建ては500万リング相当までは中銀の事前の認可なしで与信が可能であった（認可された取扱業者やマーチャントバンクであれば与信は自由）。その後、現地通貨建ての与信は認可を得ることで可能となり、外貨建ては認可なしでの与信上限額が徐々に増加した。2008年には大きな改正が行われ、現地通貨建てと与信は、非銀行の親会社（非居住者）から居住者（企業）への与信であれば自由に行うことが可能になり、他の非居住者からはマレーシアで使用する場合は100万リングまで認可なく与信が可能になった。外貨建ても同様に、非銀行の親会社から居住者（企業）への与信であれば自由に行うことが可能になった。この規定は2011年の段階も続いている。

#### （健全性規制）

健全性規制は商業銀行に外貨建て資産と負債のネットポジション規制が課されてきたが、2007

年に廃止された。外貨預金は2007年に準備率規制の対象から外れた。

以上のように、アジア通貨危機時の資本取引規制の解除・緩和を含めて段階的に自由化を行ってきた。とりわけ、非居住者による証券投資は自由化が進んでおり、現在において規制はない。非居住者による居住者への与信は現地通貨建て、外貨建て共に認可の必要のない上限金額の増加や非銀行の親会社から居住者への与信自由化が進んだ。健全性規制も緩和が進んでいる。規制は金融機関への間接的な規制ではなく、非居住者の与信に金額上限を設ける等、資本流入に直接的な規制を課す傾向が強い。

#### ＜タイ＞

タイで特徴的だった資本取引規制は、2006年の大量の資本流入による現地通貨（バーツ）の増価に対する対応である。もっとも、現状では当時の規制は緩和・解除された。

#### （非居住者の証券投資）

債券投資は短期債券等（3カ月以内）への投資上限、株式投資は株式保有シェアに対する規制のみであった。しかし、上述したように2006年にバーツ増価への対応として、外貨による新規総投資額の30%をタイ中銀の無利子準備金として預託するという重い規制が課された（対象は証券投資、その他投資で直接投資は除外された）。この影響で株価は規制発表日に約15%下落したことから、その次の日には株式に対する規制は解除に追い込まれた。一方、債券投資への同規制は2008年によく解除された。2011年の段階では、株式投資は株式保有シェアの制限、債券投資は原則自由に投資が可能だが、国内銀行が発行

した債券への投資額の上限は 1,000 万バーツと  
なっている。

### (非居住者の与信)

非居住者による居住者への与信は、1998 年の  
段階では原則、外貨・自国通貨建て共に規制が課  
されていなかった。外貨建てに対しては 2006 年  
のバーツ増価への対応で、外貨による新規投資額  
の規制が課されたが、2008 年には解除された。  
自国通貨建ては、2005 年に 3 カ月未満の貸付で  
は上限 5,000 万バーツまで可能となり、翌年には  
期間が 6 カ月まで延長された。現状では、国内金  
融機関以外であれば、自由に与信が可能になった。  
国内金融機関への与信上限は 1,000 万バーツで、  
それ以上は中銀の許可が必要となる。

### (健全性規制)

健全性規制は流動性規制、ポジション規制、  
外貨預金に対する金利規制が使用されている。  
2004 年までは非居住者の外貨預金の金額のうち  
6 %は中銀当座預金や現金等での保有を求める流  
動性規制と中核的自己資本 (Tier 1 資本) に対す  
る外貨建てエクスポージャーの割合を 15%未満  
にするというネットポジション規制が課されてい  
た。2005 年以降は、流動性規制が廃止され、ネッ  
トポジション規制と金利規制となった。金利規制  
は、非居住者口座には利子につかない (満期 6 カ  
月以上の定期預金を除く) というものである。

以上のように、タイは 2006 年のバーツ高対応  
にもみられたように、不安定な資本フローへの対  
応に苦慮している様子がうかがえた。もっとも、  
2006 年当時の規制は解除されており、非居住者

による証券投資、非居住者による居住者への与信  
は規制緩和が進んでいる。規制は資本流入額に上  
限等を設けるというよりは金融機関への規制とい  
う間接的な規制に重きを置いている。

### <インドネシア>

インドネシアはアジア通貨危機後の対応の大き  
な流れとして、非居住者の証券投資が自由に行え  
る一方で、非居住者による居住者への与信は金額  
の上限を決めるのではなく、銀行の資本に対する  
短期債務の割合等でコントロールを行っている。

### (非居住者の証券投資)

非居住者の証券投資は、株式投資と債券投資  
共に自由に行える環境にある。株式投資はアジア  
通貨危機以後、国内証券取引所であれば、自由に  
投資が可能であり、その状況は直近まで変化はな  
い。債券投資に関しては、2006 年以降、国債が発  
行市場で金額に制限なく購入できるようになり<sup>4</sup>、  
2009 年には流通市場で購入が可能となった。た  
だし、個人向け国債は流通市場での購入のみに限  
定されている。なお、2008 年以降、中銀の金融  
政策手段として使われる中銀債 (S B I) の取得  
が流通市場で可能となった。

### (非居住者の与信)

非居住者による居住者への与信は、アジア通貨  
危機以降、原則として中銀メンバー等で構成され  
る C O L T (Commercial Off-shore Loan Team)  
の認可が必要であった。ただし、銀行は中銀の認  
可なく、期間が 2 年以内で 2,000 万ドルまでの与  
信を受け入れることができるが、与信額を資本の

4) それ以前は、文言の記載はない。

30%以内に維持する必要がある。しかし、2005年には、1年以内の短期借入は、銀行の資本の30%に制限されることになった。長期借入は中銀の許可を要した。この短期借入に対する規制は2008年に解除されるものの、再び2011年に導入されている。

### (健全性規制)

この他、ネットポジション規制、流動性規制を行っている。ネットポジション規制は資本の25%に規制されていたが2000年以降、20%になり、2011年の段階でも続いている。流動性規制は、外貨預金に対する準備率規制があり、3%であったが、2009年に1%まで引き下げられた。しかし、2011年に8%まで引き上げられた。

インドネシアは上述のように、非居住者の証券投資は自由化されている一方で、非居住者の国内銀行に対する与信には、短期借入に対する規制やネットポジション規制を行い、注意を払っている。非居住者の与信に上限を設けるといよりは、銀行の健全性を重視する間接的な規制に重きを置いている。

### <フィリピン>

フィリピンは他国に比べて、アジア通貨危機の影響が軽微であったことからか、非居住者の証券投資や非居住者による居住者への与信について、大きな改正は行われていない。

### (非居住者の証券投資)

非居住者の証券投資でアジア通貨危機後から一

貫しているものは、国外送金等で外貨を国内銀行システム（2008年からは公認外為銀行や外為専門会社）から取得した場合、中銀への登録が必要ということである。これ以外は、原則として株式投資、債券投資共に自由に行うことができる。

### (非居住者の与信)

非居住者による居住者への与信は、公的機関もしくは国内銀行から保証を受けた場合や、公認外為銀行と外為専門会社で取得した外貨を使用しなければ、中銀の認可もしくは登録の必要はない。金融機関では、銀行間の短期与信は中銀の認可は必要なかったが、中長期の与信（再借入）をする場合は中銀の認可が必要であった。しかし、2008年から中長期与信（再借入）も中銀の認可は必要ではなくなった。

### (健全性規制)

健全性規制はネットポジション規制が行われている。1998年の時点では、銀行の外貨勘定<sup>5</sup>の負債が資産で100%カバーされていること（その資産のうち30%は流動資産）、長期の外貨ポジションの割合は資本に対して20%未満、短期の外貨ポジションは10%未満に規制されていた。1999年には外貨ポジションに対する規制が長期は5%未満、もしくは1,000万ドル未満となり、短期に対する規制は廃止された。2003年には長期は2.5%未満、もしくは500万ドル未満となった。2007年以降は、長期と短期という区分は廃止され、資本に対する外貨ポジションの割合は20%未満、もしくは5,000万ドル未満となって

5) F C D U (Foreign Currency Deposit Unit) と呼ばれるもので、中銀に認可された国内銀行や外国銀行の現地支店が保有する外貨建てに限った預金・与信取引等を取り扱うことができる勘定であり、オフショアマーケットの一部を構成する。

図表7 ASEAN4の主な資本取引規制（1998年～2011年）

	マレーシア	タイ
非居住者の証券投資 に対する規制	<p>【株式投資】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○現地通貨建て証券の売買は認可された保管機関を通すこと（1998年→2003年には記述削除）</li> <li>○現地通貨建て証券を売却する場合、代金は少なくとも12カ月間国内で保有（1998年→1999年解除）</li> <li>○上記規制に代わり、1999年2月15日以前に投資した証券に対して、決められた期間（12カ月）内に証券を売却し本国に代金を送金する場合、その代金（元本）への課税。7カ月未満は元本に30%、7カ月から8カ月以内は元本に20%、9カ月から12カ月以内は元本に10%課税（1998年→2001年解除）</li> <li>○1999年2月15日以降に投資した証券に対して、元本ではなくキャピタルゲインへの課税。12カ月以内の送金はキャピタルゲインに30%、12カ月超では10%の課税</li> </ul> <p>【債券投資】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○上記の株式投資と同様の規制が課され、その後、同時期に廃止</li> <li>○源泉徴収税免除（2001年）</li> </ul>	<p>【株式投資】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○タイ国内金融機関への投資は全株式の25%まで投資可能（個人やその家族等の投資は銀行の場合は5%、その他金融機関は10%まで）（1998年）</li> <li>○金融機関以外への投資は全株式の49%まで投資可能（1998年）</li> </ul> <p>【債券投資】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○実需を伴う取引でない場合、国内金融機関の発行した短期債券等（3カ月以内）への発行市場での投資は5,000万バーツ以下まで投資可能（2003年）</li> <li>○外貨による新規総投資額の30%を中銀の無利子準備金として預託、当該準備金は取引後1年間は全額償還されず、1年以内に再両替する場合は当該準備金の3分の1を没収（2006年→2008年解除）</li> <li>○実需を伴う取引でない場合、国内金融機関の発行した債券等への発行市場での投資は1,000万バーツ以下まで可能（2008年）</li> </ul>
非居住者の与信 に対する規制	<p>【現地通貨建て】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○現地通貨建て与信は禁止（1998年）</li> <li>○現地通貨建て与信は中銀の認可が必要（2002年）</li> <li>○非銀行の親会社から居住者（企業）に対して、自由に与信可能、その他非居住者からはマレーシアで使用する場合に100万リングギまで認可なく与信可能（2008年）</li> </ul> <p>【外貨建て】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○500万リングギ相当まで与信可能（超過する場合は中銀の認可が必要）、認可された取扱業者やマーチャントバンクに対しては自由に与信可能（1998年）</li> <li>○一つの企業グループ（居住者）に対して、5,000万リングギ相当まで与信可能（超過する場合は中銀の認可が必要）（2005年）</li> <li>○一つの企業グループ（居住者）に対して、1億リングギ相当まで与信可能（超過する場合は中銀の認可が必要）（2007年）</li> <li>○非銀行の親会社から居住者（企業）に対して、自由に与信可能（2008年）</li> </ul>	<p>【現地通貨建て】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○実需を伴う取引でない場合、国内金融機関に対して、3カ月未満で5,000万バーツまで与信可能（2005年→2006年に期間は6カ月未満に変更）</li> <li>○実需を伴う取引でない場合、国内金融機関に対して、1,000万バーツまで与信可能（2008年）</li> <li>○金融機関以外であれば、自由に与信可能（2010年）</li> </ul> <p>【外貨建て】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○外貨による新規総投資額の30%を中銀の無利子準備金として預託、当該準備金は取引後1年間は全額償還されず、1年以内に再両替する場合は当該準備金の3分の1を没収（2006年→2008年解除）</li> </ul>
銀行等に対する 健全性規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>○外貨預金は準備率規制の対象外（2007年）</li> <li>○外貨ネットポジション規制は解除（以前は資本に対して20%）（2007年）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○非居住者の外貨預金のうち、少なくとも6%は中銀当座預金（内訳：最低2%）、現金（同：最大2.5%）、適格証券（同：残り）で保有（1998年→2004年解除）</li> <li>○中核的自己資本（Tier1資本）に対する外貨建てエクスポージャーの割合を15%未満（1998年）</li> <li>○非居住者口座に利子を付さない（満期6カ月以上の定期預金を除く）（2005年）</li> </ul>

（注）カッコ内は制度改正年。イタリック体での記述事項は記述した時点に導入されていた規制等（出所）荒巻 [2009]、IMFから大和総研作成

インドネシア	フィリピン
<p>【株式投資】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○国内証券取引所であれば、自由に投資可能（合併金融機関への投資は制限あり）（1998年）</li> </ul> <p>【債券投資】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○国債は発行市場で自由に投資可能（2006年）</li> <li>○個人向け国債は流通市場でのみ投資可能（2007年）</li> <li>○中銀債は流通市場で投資可能（2008年）</li> <li>○国債は流通市場でも自由に投資可能（2009年）</li> <li>○社債の投資制限はなし（2009年）</li> </ul>	<p>【株式投資】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○中銀への登録は強制ではない。しかし、資金の本国送金等で国内銀行（2008年からは公認外為銀行と外為専門会社）で外貨を購入する場合、中銀への登録が必要（1998年）</li> <li>○証券取引の中に中銀の規制下の銀行や銀行以外の金融機関がある場合、投資した証券は認可カスタディアン等に保管することを求められる。しかし、証券取引者が非居住者で外国法に準拠するグローバル保管協定（global custody agreement）に参加する場合は、上述の規定の遵守は求められない（2004年）</li> </ul> <p>【債券投資】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○資金の本国送金等で国内銀行で外貨を購入する場合、中銀への登録が必要（1998年）</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>○中銀メンバー等で構成されるCOLT（Commercial Off-shore Loan Team）の認可が必要（1998年）</li> <li>○国内銀行や与信機関（貿易や国際的な投資を行う）は制限内で与信可能（償還期間2年を超える与信は中銀によって上限額が設定される）（1998年）</li> <li>○銀行は中銀の認可を得ず、償還期間2年以内で2,000万ドル相当の与信を受け入れることができるが、与信額を資本の30%に維持しなければならない（1998年）</li> <li>○銀行に対する短期与信は、日次ベースで資本の30%に制限される（2005年→2008年に解除されるも2011年に再規制）（ただし、①支配株主からの流動性支援、②外国銀行のインドネシア支店の営業資金（表明された営業資金の100%まで）、③外国国家の代理人及び国際機関が保有する当座ないし貯蓄勘定及び定期預金、④非居住者によりインドネシアにおける投資活動のために保有される当座勘定、は除かれる）</li> <li>○銀行に対する長期与信は中銀の認可を要する（2005年）</li> <li>○非金融機関に対する与信は特段の制限はない（ただし、中銀への報告や適用される規制やリスクマネジメント等の遵守が求められる）（2008年）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○非金融機関に対する与信で公的機関もしくは国内銀行から保証を受けた場合は、中銀の認可もしくは登録が必要（国内銀行システムの外で外貨を購入した場合は、中銀への登録が必要）（1998年）</li> <li>○銀行セクターの外で外貨を購入した場合で、銀行の外貨勘定やオフショアからの民間セクターに対する与信は、中銀の事前認可は必要ない（1998年）</li> <li>○外貨勘定をもつ商業銀行に対して他の銀行の外貨勘定や非居住者から与信可能（既存の外国借入ルールを守った場合）（1998年）</li> <li>○銀行間の短期与信は中銀の事前認可は必要ない、再借入の中長期与信は中銀の認可と登録が事前に必要（2002年）</li> <li>○再借入の中長期与信に対する中銀の認可と登録が不要（2008年）</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>○外貨ネットポジション規制は資本の25%を超えてはならない（1998年→2000年に20%に引き下げ）</li> <li>○外貨預金の準備率規制は3%（2000年→2009年に1%に引き下げられたが、2011年に8%に引き上げ）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○長期の外貨ポジションの割合は資本に対して20%未満、短期の外貨ポジションは10%未満（1998年）</li> <li>○銀行の外貨勘定の負債が資産で100%カバーされていること（その資産のうち30%は流動資産）（1998年）</li> <li>○外貨勘定の少なくとも70%は一つの通貨で、残り30%は他の通貨で保有（1998年）</li> <li>○長期の外貨ポジションの割合は資本に対して5%未満、もしくは1,000万ドル未満にする必要があるが、短期に対する規制は課されない（1999年）</li> <li>○長期の外貨ポジションの割合は資本に対して2.5%未満、もしくは500万ドル未満（2003年）</li> <li>○外貨ポジションの割合は資本に対して20%未満、もしくは5,000万ドル未満（2007年）</li> </ul>

いる。

以上のように、フィリピンは非居住者からの資本流入に規制を課すのではなく、非居住者の送金等で資金が流出する際の外貨への交換に注意を払っているようである。加えて、銀行への健全性規制によって、資本流入を規制している。

## 4章 ASEAN経済共同体における資本取引規制の自由化

先行き、ASEANは資本取引規制の自由化を目指している。これは、2015年に創設されるASEAN経済共同体の構築に向けた動きの一つである。ASEAN経済共同体は、端的に言えばASEAN域内で「ヒト、モノ・サービス、カネ」の自由な移動を目指し、物品、サービス、資本、熟練労働者の自由な移動等を目標としている。資本の自由な移動を目指すために、資本取引規制の自由化を図っている。

2013年4月にADB(アジア開発銀行)は“The Road to ASEAN Financial Integration”という報告書をASEANに提出した。本報告書はASEANの資本取引規制を評価し、自由化に向けた計画を提案した。本稿に係る部分については以下のように指摘している(14頁~15頁)。

(資本取引規制の評価)

- 2、3の加盟国では、資本勘定は非常に自由化が進んでいるものの、マクロ・プルデンシャルな理由による、資本フローに関するいくつかの制約が残っている
- 加盟国の多くが、非居住者の証券投資よりも、非居住者の居住者への与信に制約を課している
- 2、3の加盟国では、一定の証券から生じる金

利収入およびキャピタル・ゲインに対して源泉税を課している

(自由化に向けた提案)

- 資本流入規制は撤廃すべきである。事実上、既に高いレベルで規制が緩和されている国々が複数存在することを考えれば、こうした国々の資本流入に対する障害の撤廃は、追加的なリスクをもたらすわけではない。

要約すれば、資本フローに関する制約が残っていると評価し、資本流入規制を撤廃すべきとした。本報告書では特定の国への言及は避けているものの、本稿で取り上げた国も、資本フローに関する制約が残存していると評価されていると思われる。

## 5章 結びにかえて

アジア通貨危機以降、ASEAN4の金融資本市場は大きく発展してきた。発展には海外からの資本流入が寄与していたと思われる。アジア通貨危機前、リーマン・ショック前、リーマン・ショック後で比べると、徐々に資本流入規模が拡大し、リーマン・ショック後が最も多くなった。このうち、最も多く流入したのが証券投資であった。国別ではEUと米国からの投資が多く、株式投資が流入していた。もっとも、株式投資の割合はEUで51%、米国で63%と、株式投資が圧倒的に多いわけではなく、債券投資も一定のシェアを占めていた。流入資金の性質では、短期債務よりも長期債務の規模が大きくなっていった。

資本流入増加の背景には、ASEAN4への投資の期待リターンが高かったことが挙げられるが、資本取引規制が徐々に緩和されてきたことも

要因の一つとして挙げられよう。A S E A N 4 の資本取引規制は国によって特徴が異なったが、非居住者はおおむね証券投資を自由に行えるようになった。近年ではタイの外貨による新規総投資額の30%を中銀の無利子準備金として預託するという規制の解除や、インドネシアでは流通市場で国債や中銀債の取得が可能になるなど、アジア通貨危機直後や2000年代初頭と比較して、証券投資の自由度が拡大したといえる。他方で、タイ、インドネシアやフィリピンは対外債務に対して、金融機関への健全性規制を課すことで資本流入の規制を続けている。特に、インドネシアは近年、規制の強化と緩和を繰り返しており、当局は不安定な資金フローに注意を払っている。

今後を目を向ければ、足元ではA S E A N 経済は減速してきているものの、まだ中長期的な成長ポテンシャルへの期待は高く、資本流入は続く予想される。A S E A N 経済共同体の構築で資本取引の自由化が進めば、その勢いが加速する可能性があると思われる。

この中で重要なのは、一つには成長分野や国・地域に資金を回せるようにすることである。特に、貯蓄が少ない国に資金が回るように金融資本市場のさらなる発展と効率化が重要になってくるだろう。

もう一つ重要なことは、資本流出入が急激かつ一時的に増加し、当該国の経済運営や金融システムの健全性に問題をもたらす場合の対処方法である。その際には、ある程度の規制導入が必要な場合もあるが<sup>6</sup>、金融セーフティネットを十分に

整備することも重要と思われる。アジア通貨危機後、A S E A N は A S E A N + 3 (日本・中国・韓国) の取り組みとして、チェンマイ・イニシアティブを創設した。チェンマイ・イニシアティブとは、アジア通貨危機を教訓に域内の短期流動性問題等に対応するために、危機国に対して危機国の現地通貨と各国の外貨準備をスワップするスキームで、資金規模は2,400億ドルである。チェンマイ・イニシアティブはA S E A N + 3 当局の努力があり、資金規模の増加(2012年に1,200億ドルから2,400億ドルへ倍増)、発動の迅速性が増した。しかし、チェンマイ・イニシアティブの発動には、I M F プログラムの発動が必要な部分<sup>7</sup>が大きい。すなわち、チェンマイ・イニシアティブを100%発動するためにはI M F プログラムの発動が必要であり、I M F プログラムを発動しない場合は総額の30%しか発動することができない<sup>7</sup>。A S E A N の中には、アジア通貨危機時にI M F 支援を受けるための融資条件(コンディショナリティ)の厳しさから生じたI M F へのスティグマ(悪感情)を持つ国もあると思われる。その意味ではI M F の関与がない、もしくは少ない金融セーフティネットを構築する必要があるだろう。例えば、チェンマイ・イニシアティブのような多国間の取り組みではなく、2国間の通貨スワップ協定の締結の増加や締結済みの協定については、規模の増加である<sup>8</sup>。

資本取引の自由化を通して、成長資金の取り込みを行いつつ、健全なマクロ経済運営と金融シス

6) I M F は、資本取引規制に関して、秩序だった資本取引自由化がI M F 加盟国に便益をもたらすとの基本スタンスを持っていたが、I M F [2012] ではそのスタンスを変え、各国の経済政策余地がほとんどない場合や資本流入急増が金融安定を脅かす場合など、一定の状況下では資本規制が有効になり得ると指摘した(p.18)。

7) I M F プログラムの発動なしでの総額に対する発動金額の割合は、一定の条件を満たせば、2014年に40%に引き上げられる予定である。

8) 現状、日本とインドネシアの2国間スワップは120億ドル、日本とフィリピンは60億ドルで、I M F プログラムの発動で総額を実行できる(I M F プログラムなしでは総額の20%の実行にとどまる)。日本とマレーシア、タイとの2国間通貨スワップは現状失効しているが、再締結に向けた検討が行われる予定である。

---

テムの構築の両立にいかに取り組むか、A S E A  
Nにとって重要なテーマである。

## 【参考文献】

(日本語文献)

- ・荒巻 健二 [2009]「資本取引自由化と国際資本フロー—韓国、タイ、インドネシアのケース—」『フィナンシャル・レビュー』第93号、財務総合政策研究所
- ・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3/4月号、社団法人世界経済研究協会
- ・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、外国為替貿易研究会
- ・清水 聡 [2009]『アジアの域内金融協力—金融「地産地消」モデルの模索』東洋経済新報社
- ・寺井 義明 [2012]「ASEAN5の資本取引規制の現状と課題について」『国際金融』1232号、外国為替貿易研究会
- ・寺西 重郎・奥田 英信・三重野 文晴・福田 慎一 [2008]『アジアの経済発展と金融システム—東南アジア編』東洋経済新報社
- ・余 永定・張 明「資本規制と資本勘定自由化の国際的新動向」『国際金融』1244号、外国為替貿易研究会

(英語文献)

- ・Asian Development Bank(2013) “The Road to ASEAN financial integration: A combined study on Assessing the financial landscape and formulating milestones for monetary and financial integration in ASEAN”, April 2013
- ・IMF “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions” various issues
- ・IMF[2012] “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”, November 2012

[著者]

神尾 篤史 (かみお あつし)



金融調査部兼経済調査部  
 研究員  
 担当は、金融・資本市場（アジア）