

2013年8月8日 全9頁

資産構成から見るアジア新興国の外貨準備

外貨準備の伸びの停滞・減少も、資産構成への影響は限定的

金融調査部 兼 経済調査部 矢作大祐

[要約]

- アジア新興国は5月後半以降の自国通貨安に対してドル売り介入を行ったとみられ、外貨準備が減少している。また、リーマン・ショック以降、経常収支の黒字幅が縮小した結果、アジア新興国の外貨準備は増加しにくい構造になっていると言える。さらには、米国の量的緩和縮小観測などが、再度アジア新興国からの資本流出につながり、外貨準備を減少させる局面が来る可能性もあろう。
- そこで、注目されるのは、外貨準備の取り崩しや増加ペースの鈍化が、資産構成に与える影響だろう。アジア新興国は主に有価証券かつドル（つまり、米国債中心）で外貨準備を運用している。では、外貨準備の伸びの停滞や減少によって資産構成が変更され、ひいては米国債が売却される可能性はあるのだろうか。
- 過去の経験から見れば、米国債の大々的な売却は考えにくい。なぜなら、アジア新興国は外貨準備を十分に積み上げており、たとえ外貨準備を取り崩すとしても有価証券を売却するまでもなく、現預金を取り崩すだけで事足りるからである。また、通貨構成をみてもドルのプレゼンスはいまだ大きい。各国が保有する米国債についても、継続的に減らしていく動きは一部の経常収支赤字国を除き見受けられない。
- 資産構成内の変化（米国債以外への投資）に関しては、米国債のリターン低下に伴い、資産構成の多様化等を通してリターンを追求する可能性が考えられる。ただし、それは株式等へと保有資産を変えるというよりは、米国債のマチュリティを徐々に長期化するという緩やかな変化に留まるだろう。つまり、米国債中心の資産構成に今後も大きな変化はないと言える。

1. アジア新興国の外貨準備の伸びは鈍化

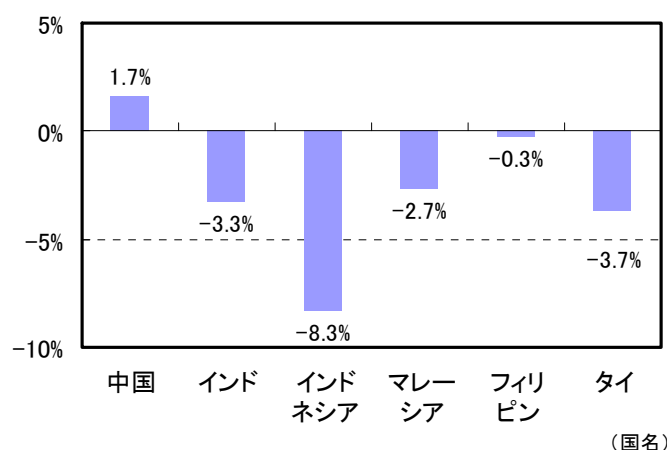
新興国通貨安を背景とした為替介入で、外貨準備は減少

2013年5月以降、アジア新興国（ここでは、中国・インド・ASEAN4（タイ・インドネシア・フィリピン・マレーシア）を対象とする）の通貨安が進み、資金流出の可能性が取りざたされている。結果的に、自国通貨の価値防衛のための原資である外貨準備にも関心が集まっている。

アジア新興国の外貨準備は2000年代のグローバル・インバランスの結果として大きく増加しており、2012年末には世界の外貨準備の36%を占めるに至っている。国によって状況は異なるがアジア新興国全体の傾向として見た場合、安全性の指標である輸入額や短期対外債務に対する外貨準備の比率は、資金流出に伴い外貨が枯渇した1998年のアジア通貨危機に比べて上昇しており、状況は改善されている。ただし、通貨防衛等のために外貨準備が減少した際、その影響は外貨準備を構成する資産にも及ぶと言えよう。例えば、外貨準備の取り崩しにともない、外貨準備の主要な構成資産である米国債が売却される可能性も考えられる。本稿では、アジア新興国の外貨準備の増減といった状況を確認し、外貨準備の資産構成とその変化の可能性について考察する。

まず足元の状況を見ると、米国のQE3の縮小議論の活発化に伴い2013年5月以降、新興国への資金流入が細るのではないかと「思惑」からアジア新興国通貨の多くが下落した。通貨安に伴い、程度の差こそあるものの各国の外貨準備が減少した（図表1）。2013年4月末から6月末の外貨準備残高増減率をみると、中国は+1.7%ptとなったものの、インドは▲3.3%pt、インドネシアは▲8.3%pt、マレーシアは▲2.7%pt、フィリピンは▲0.3%pt、タイは▲3.7%ptとなっている。大幅な自国通貨安は、輸入物価の上昇によってインフレをもたらす可能性があることから、一部の国の通貨当局は為替介入（ドル売り介入）を行ったと考えられる。7月半ば時点でアジア新興国の通貨は小康状態にあることから、継続的かつ大幅な外貨準備の減少は考えにくいだが、今後もQE3の縮小に関する「思惑」に左右され、自国通貨が減価し、外貨準備が散発的に減少する可能性はあろう。

図表1 各国の外貨準備残高の増減率（2013年4-6月末）



（注）中国に関しては2013年4月末の外貨準備残高が公表されていないため、3-6月末の増減率で代用。

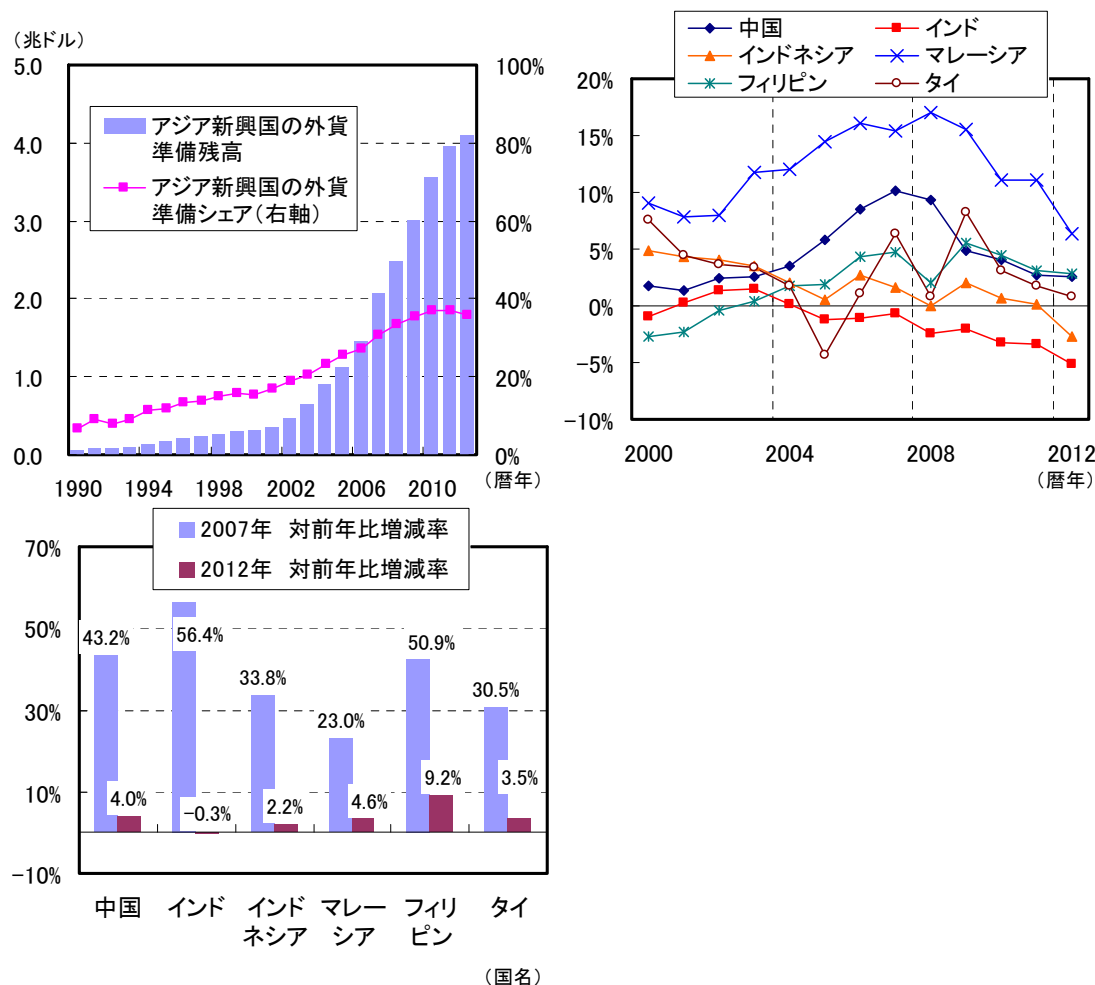
（出所）IMFより大和総研作成

リーマン・ショック以降、外貨準備は伸び悩む

アジア新興国の外貨準備は、今回のような突発的な減少だけではなく、構造的な変化もリーマン・ショック以降に生じている。2000年代前半から中盤にかけて、大幅な経常収支黒字、も

しくは経常収支赤字であっても海外からの資本流入を背景に資本収支黒字であったことから、アジア新興国の外貨準備は大きく増加してきた。しかし、リーマン・ショック以降、経常収支の黒字幅が縮小し、外貨準備の増加ペースは鈍化している（図表2 左上図、右図）。具体的には、中国・マレーシア・フィリピン・タイは2012年も経常収支黒字を維持したものの黒字分は縮小しており、結果的に外貨準備の伸びも鈍化している（図表2 左下図）。インド・インドネシアの二カ国に関しては2012年の経常収支が赤字となっている。この内、インドネシアは資本収支が黒字であり、結果的に外貨準備は増加している。インドに関しては、2005年以降の継続的な経常収支赤字の中で2010年までは資本流入に支えられて、外貨準備も増加した。しかし、2011年・2012年は資本収支の黒字分が経常収支の赤字分を下回ったため、外貨準備を取り崩している。つまり、リーマン・ショック以降の経常収支の黒字幅の減少、米国を震源地としたドル高・アジア通貨安対策という要因から、アジア新興国の外貨準備が2000年代前半から中頃のように大幅に増えるということは考えにくい状況になりつつあると言える。

図表2 アジア新興国の外貨準備残高（左上図）
各国別の経常収支（対GDP比）（右図）
各国の外貨準備残高の対前年比増減率（2007年末、2012年末）（左下図）



（注）左図のアジア新興国の外貨準備残高は中国・インド・ASEAN4の外貨準備残高を足し合わせたもの。また外貨準備シェアは、世界の外貨準備に占めるアジア新興国の外貨準備の割合を示している。

（出所）IMFより大和総研作成

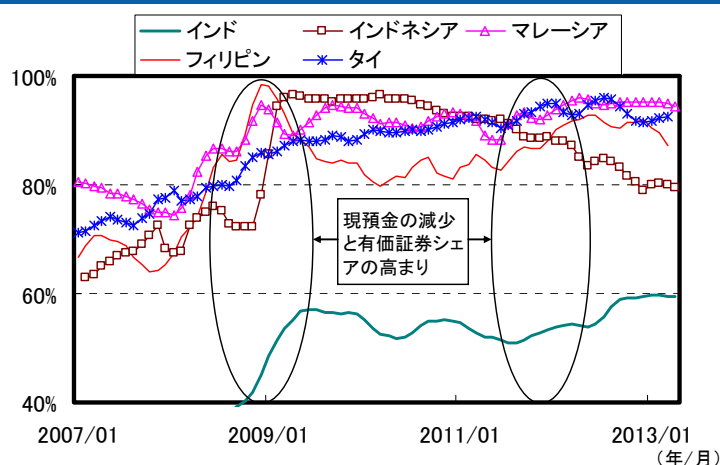
2. 外貨準備が減少しても有価証券のシェアは高い

外貨準備の減少は主に現預金の取り崩しで対応

外貨準備は流動性と安全性の高い資産（現預金や有価証券）で構成される。なかでも、外貨準備はドル建て資産のシェアが高いことから、米国債での運用が多いと言える。では、外貨準備の伸びの鈍化や減少にともない、米国債の売却はあり得るのだろうか。本章では、リーマン・ショック以降の外貨準備における有価証券シェアをみることで、有価証券売却の可能性について分析する。

アジア新興国のうち、外貨準備の資産構成が公表されている国（インド、ASEAN 4）について、その内訳をみると、いずれの国も有価証券のシェアが高いことがわかる（図表3）。2012年末において、マレーシアが95.5%、フィリピンが93.1%、タイが91.8%、インドネシアが79.1%、インドが59.8%となっている。マレーシア、フィリピン、タイ、インドネシアに関しては、有価証券のシェアは2000年代半ば以降徐々に上昇し、2009年以降は概ね8割～9割で推移していた。リーマン・ショックや欧州債務危機を背景にアジア新興国から資金が流出し外貨準備が減少した時期もあったが、その際には有価証券シェアが上昇したことから最も流動性の高い現預金を中心に取り崩すことが多かったと言える。

図表3 各国の外貨準備に占める有価証券の割合



（注）外貨準備（有価証券＋現預金）に占める有価証券の割合。なお、金やSDR等は含まない。

（出所）IMFより大和総研作成

有価証券のシェアが総じて安定し、多くの国で上昇傾向にあるのは、アジア新興国が十分な量の外貨準備の蓄積を進めてきたためであろう。外貨準備は通貨防衛のための手段であり、現預金といった流動性の高い資産で保有する必要がある。ただし、アジア新興国の外貨準備は2000年代に大きく増加し、通貨防衛に必要な資金以上に外貨準備の蓄積が進んだ。むしろ、アジア新興国には膨大な外貨準備を保有することによって生じるコスト¹を意識する必要性さえ生じて

¹ 外貨準備を保有することで負担するコストとは、以下のように理解できる。例えば、ドル安・アジア新興国通貨高を一定範囲内で抑えるために通貨当局はドル買い介入を行うが、その際のドル購入資金は通貨当局や政府が資金調達を行うことになる。資金は主に国債等の発行によって調達されるが、結果的に調達コストがかかる。

いる。結果、通貨防衛のために必要な資金は現預金で保有するものの、余剰分、増加分は利子収入が期待される米国債等の有価証券で保有することとなる。近年、外貨準備の増加ペースが鈍化し、足元では外貨準備が減少している国もあるが、アジア新興国が大きな外貨準備を保有していることに変わりはない。つまり、リーマン・ショックや欧州債務危機を契機に有価証券シェアが上昇したのは、為替介入をするにしても十分に蓄積された現預金を取り崩すことで対応可能であったこと、すなわち、有価証券を取り崩す必要性がなかったということを示唆していると言えよう。

ただし、経常収支赤字国に関しては注意が必要である。例えば、インドネシアのように経常収支赤字が継続すると、より流動性の高い現預金へと持ち変える動きも出てくる。インドネシアの経常収支は2008年に赤字化した後、2009年には黒字へと転化した。しかし、2010年以降黒字幅が縮小し、2011年には再び赤字化、2012年から2013年の現在に至るまで赤字のままとなっている。外貨準備の有価証券シェアについても2010年以降有価証券のシェアが徐々に低下し、2011年にはそのペースを速めた。結果的にインドネシアの有価証券シェアは、ピークであった2009年10月からリーマン・ショック以降で最も低くなった2013年3月では18.9%ptの低下となっている。

インドについても継続的に経常収支赤字であるが、そもそもインドの有価証券シェアは上記四ヶ国に比べて大幅に低く、さらに有価証券シェアが上昇する余地があると言える。実際にリーマン・ショックの影響から現預金と有価証券をとともに取り崩した2008年9月以降については、現預金の減少に歯止めがかかる2009年5月の時点で有価証券残高はリーマン・ショック以前の水準をすでに超過していた。また、2011年8月には、米国債の格下げや欧州債務危機への懸念再燃を契機にインドを含む新興国から資金が流出し、外貨準備も減少した。その際、現預金の取り崩し額が大きかった一方で、有価証券の取り崩し額は小さかった。また、その後も、現預金は減少しているが、有価証券は増加している。

経常収支赤字国は流動性の高い現預金を保有するインセンティブが働くことから保有する有価証券残高を減らしうるが、それはインドネシアのように元々の有価証券シェアが高い国に限る。むしろ、必要最低限の現預金が確保できれば、経常収支赤字国であっても余剰分は有価証券で保有すると言えよう。以上を踏まえれば、アジア新興国が通貨防衛のために外貨準備を取り崩すとしても、保有する現預金がバッファーとしての役割を十分に果たすことから、有価証券を大々的に売却することは考えにくいと言えよう。

3. 通貨構成の多様化への動きは緩やか

外貨準備に占めるドル建て資産のシェアはいまだ高い

次に、外貨準備の通貨構成という観点から、ドル建て資産の動向について分析する。新興国

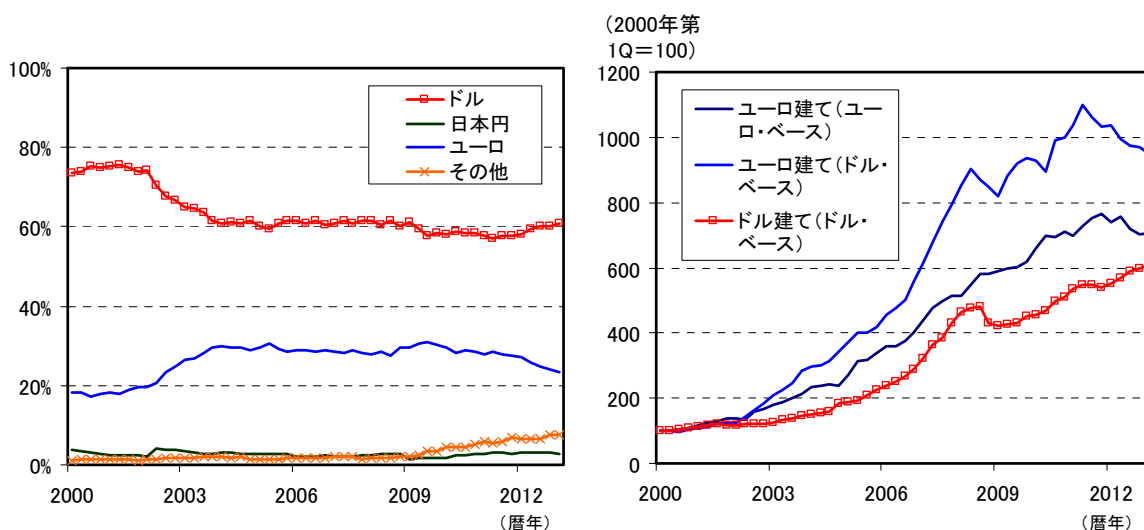
また、外貨準備の増加に伴い不胎化介入を行う際も国債や手形を発行して市中の資金を吸収する場合、コストが発生すると言えよう。

の外貨準備の通貨構成を見ると、ドルは一貫して中心的な存在であるが、2000年代を通じて緩やかに多元化が進んでいく傾向があった²（図表4 左図）。具体的には、外貨準備におけるドルのシェアは2000年末に74.9%であったが、2009年末には58.6%まで低下した。代わりにシェアが上昇したのは、ユーロであった。2000年末に18.0%だったユーロのシェアは、2009年末には30.2%まで上昇した。しかし、2011年以降は異なる様相を示している。ドルのシェアはリーマン・ショックの影響を受けて2008年から2010年にかけて低下したものの、2011年央には底入れし、それ以降はシェアが上昇している。他方で、欧州債務危機を背景に悲観的な考えが強まり、ユーロのシェアは最大であった2009年末から2012年末には24.1%と低下した。

そもそも、2000年代のユーロのシェア上昇は、為替変動によるユーロ資産残高のかさ上げも影響したと考えられる（図表4 右図）。本統計はドル・ベースで作成しており、2000年代のドルに対するユーロの増価は、結果的にユーロ資産の残高増加へとつながった（図表4 右図）。つまり、外貨準備におけるドルのプレゼンスは実際には大きく、今後ドル高・ユーロ安となった場合、ドル建ての外貨準備残高が増加する可能性もあろう。

また、リーマン・ショック後の米国債保有状況³などを見る限り、外貨準備の伸び悩みや減少が、ドル離れにつながるとは考えにくいと言える（図表5）。

図表4 新興国の外貨準備の通貨構成（左図）
ユーロ建て・ドル建ての外貨準備残高の推移（右図）

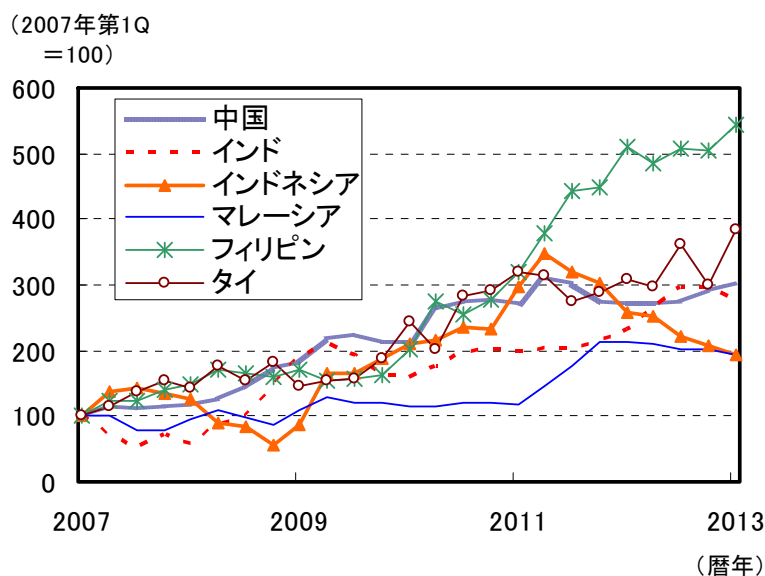


(注1) 新興国とは IMF の COFER の分類に基づく。また、外貨準備の通貨構成は IMF に報告している国を対象にしている。
(注2) また、英ポンドは捨象して作成。その他に関しては、2012年第4Q以降、オーストラリアドル、カナダドルを合算。
(注3) ユーロ建て(ユーロ・ベース)は IMF の COFER が公表している為替レートを基に換算している。
(出所) IMF より大和総研作成

² 外貨準備の通貨構成は、COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) を元に考察している。COFER では、国別・地域別の通貨構成を公表していないため、本稿では新興国の通貨構成で代用することとする。

³ 各国別の米国債残高は外貨準備といった公的部門だけでなく、民間部門が保有するものも含まれる。

図表5 各国が保有する米国債残高



(注) 米国債残高は、短期債 (T-Bills) と中長期債 (T-Bonds、T-Notes) の合計。

(出所) 米国財務省より大和総研作成

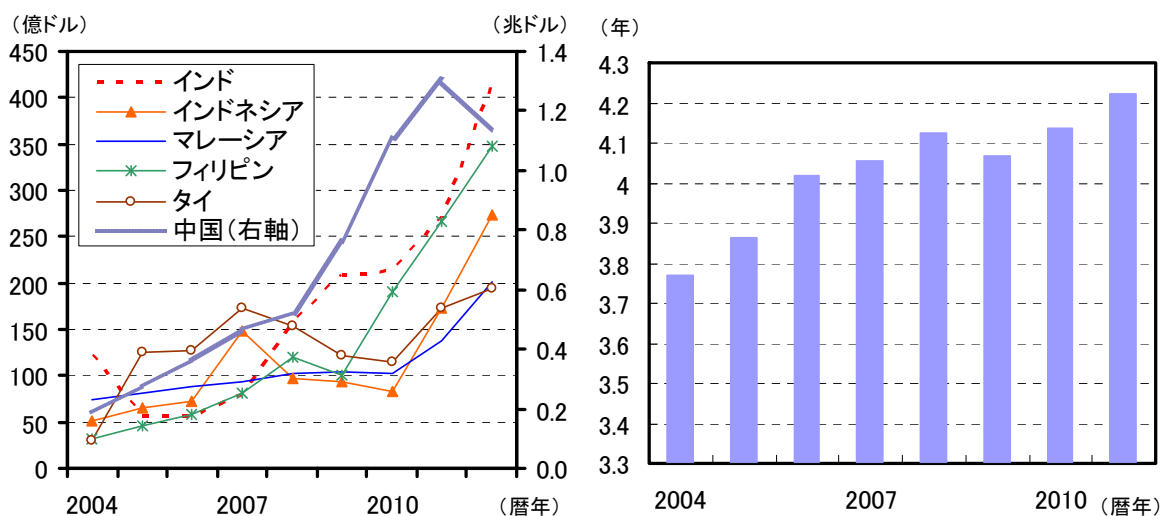
4. ドル建て資産の中でも米国債中心の運用は変わらず

外貨準備運用でのリターン追求は米国債のマチュリティの長期化で進む

最後に、アジア新興国の外貨準備の運用対象資産の変化を考える。上述したように、外貨準備のうち、為替介入に必要な資金以外は、有価証券に投資することでリターンを得ている。ただし、主要な運用対象資産である米国債は3度にわたる金融緩和によって利回りが低下している。足元で、金利は徐々に上昇しつつあるものの、リーマン・ショック以前と比較すれば低水準であることに変わりはない。外貨準備を保有する上で負担するコストを賄うという点において、リターンの低下は懸念材料と言えよう。そのため、アジア新興国は構成資産の多様化等を通して、リターンを確保しようとする可能性があるだろう。各国が保有する米国債券残高（米長期国債、政府機関債、社債）をみると、リーマン・ショック以前に比べて残高が増加した資産は、マレーシアが政府機関債・社債、タイが社債、インドネシアは政府機関債と、それぞれ多様化を進めているとも考えられる。しかし、各国共通して増加し、さらには保有残高の大きい資産は米長期国債である（図表6 左図）。米長期国債は以前から外貨準備を構成する中心的な資産であり、多様化というよりも保守的な運用を行っているように思われる。

しかし、米長期国債の中でも償還されるまでの期間が長いものを保有しようとする動きもみられる。例えば、公的機関の保有する米長期国債のマチュリティを見ると、2009年はリーマン・ショックを背景に、満期までの期間が長い国債から短い国債へと持ち替えたようだが、それ以降は継続的にマチュリティが長期化している（図表6 右図）。言い換えれば、資産構成の多様化というよりも米長期国債の中で満期までの期間がより長いものへ投資することで、リターンを確保しようとしているのではないかと推察される。

図表6 各国が保有する米長期国債の残高（左図）
公的機関が保有する米長期国債のマチュリティ（右図）



(注) 米長期国債は、短期国債 (T-Bills) を除いたもの。

(出所) 米国財務省より大和総研作成

株式への投資は一部の国に限られる

では、株式といったよりリスクの高い資産へと振り分ける動きはみられるだろうか。公的機関が保有する米国金融資産（債券、株式の合計、以下も同様）の内、株式が占める割合は 2009 年に低下したものの、その後は徐々に上昇し、2012 年の時点において 13%程度となっている。アジア新興国についてみると、2012 年における米国金融資産に占める株式の割合は、中国が 13.9%、インドが 2.2%、インドネシアが 0.7%、マレーシアが 14.7%、フィリピンが 2.7%、タイが 4.7%となっている。アジア新興国では、株式の占める割合が比較的高い国（中国・マレーシア）と低い国（インド、インドネシア、フィリピン、タイ）で二分化されていることがわかる。前者二カ国は、外貨準備の規模が他の四カ国に比べて大きいことから、相対的にリスクの高い資産へと投資する余裕があると言えよう。例えば、中国は政府系ファンドを設立するなど、収益性を目指して積極的な投資をおこなっている⁴。

他の四カ国に対しても、中国・マレーシアのように外貨準備の規模が大きくなれば、株式等に投資する可能性はあろう。特にタイは、マレーシアと同水準の外貨準備を有しており、政府系ファンドを設立し外貨準備を積極的に運用すべきとの議論もなされている。ただし、外貨準

⁴ 中国は中国投資有限責任公司を 2007 年に設立、2012 年末時点の資産残高は 5,752 億ドルとなっており、前年比 19.3%の増加となっている。資産ポートフォリオは現金が 3.8%、長期資産（PE、直接投資、不動産、インフラ、資源・エネルギー等への投資）が 32.4%、債券投資が 19.1%、オルタナティブ投資が 12.7%、株式投資が 32.0%と分散投資を行っている。2012 年は現金の割合が低下（前期差、▲7.2%pt）し、代わりに株式投資の占める割合が 2011 年末に比べて上昇（前期差、+7%pt）した。株式投資は米国への投資が約半分を占めており、3 割弱をその他先進国、2 割強を新興国で運用している。また、外貨準備の管理を行っている国家外為管理局は元来保守的な運用を行っていたが、近年はより積極的な運用を行いつつあるとの報道もある。また、マレーシアに関しても、人民元での運用を行うなど多様化を進めているとの報道もあり、資産構成についても多様化を進めている可能性もある。

備残高が伸び悩んでいることや、米国の量的緩和縮小の議論によって資金流出の可能性もあることから、現状ではリスクの高い資産で運用することは考えにくい。つまり、リターンを追求したとしても、マチュリティの長期化といった緩やかに変化していくものと考えられ、当面の間は米長期国債中心の運用は変わらないと言える。