

# 東南アジアはフラジャイルなのか

経済調査部 増川 智咲

## 要約

東南アジア各国は、アジア通貨危機以降、セーフティネットの構築、対外収支の改善、為替制度の変更等、大きな変革を推し進めてきた。リーマン・ショックの影響が軽微にとどまったのも、各国が蓄えた耐久力の効果の一つである。

それにもかかわらず、先進国発の外部イベントが持ち上がるたびに、大規模な資本流出懸念が市場を渦巻く。例えば、テーパー・タントラム、人民元切り下げなどをきっかけに、自国通貨に下落圧力がかったインドネシアがその例である。この例からは、市場が、アジア地域全体を一括りに脆弱であるとみるのではなく、より各国経済のファンダメンタルズに注目するようになったことが示唆される。

本稿では、現在潜んでいるリスクとして、各国の民間債務残高に着目するとともに、制度構築が遅れているベトナムのケースを挙げている。マクロプルーデンス政策の整備と、対外的なリスクに備えた域内の金融連携は、今後重要な課題となるだろう。

## 目次

- 1章 アジアはフラジャイル？
- 2章 リーマン・ショックと東南アジア
- 3章 外部イベントに脆弱なアジア～インドネシアのケース
- 4章 潜むリスク
- 5章 おわりに

## 1章 アジアはフラジャイル?

東南アジアは、これまでアジア通貨危機とリーマン・ショックという2度の大きな金融危機を経験している。そして、2017年はアジア通貨危機から20年、2018年はリーマン・ショックからちょうど10年という節目の年にあたる。

各国はこの20年で大きな変革を推し進めてきた。通貨協定をはじめとするセーフティネットの構築や対外収支の改善、より柔軟な為替政策への移行、自国債券市場の育成等がそれに含まれる。これらの政策を通して、外部リスクに対する耐久力は強化されてきた。リーマン・ショックの影響が、新興国・途上国全体と比較して軽微なものにとどまったのも、各国が蓄えた耐久力の効果の一つと言えるだろう。

それにもかかわらず、先進国発の外部イベントが持ち上がるたびに、大規模な資本流出が生じるのではないかとの懸念が市場に渦巻く。例えば、近年の事例として、2009年にギリシャに端を発した欧州債務危機、バーナンキFRB（連邦準備制度理事会）議長（当時）が量的緩和縮小について言及したことで生じた2013年のいわゆる「テーパー・タントラム」とその後の米国FRBによる利上げ、さらにトランプ氏の米国大統領選の勝利が挙げられる。これらのイベントがトリガーとなり、国際金融市場においてリスクオフの動きが強まると、程度の違いこそはあれ、東南アジア各国市場は売りの対象となる傾向がある。

その場合、東南アジア各国の金融政策は、自律性が乏しくならざるを得なくなり、時には景気鈍化の中でも、通貨防衛のための利上げを迫られる。

アジア通貨危機から20年、リーマン・ショックから10年の時を経てなお、東南アジア諸国

は「フラジャイル」なのか。東南アジア地域の根底に潜むリスクはどのようなものなのか、本稿で解説したい。

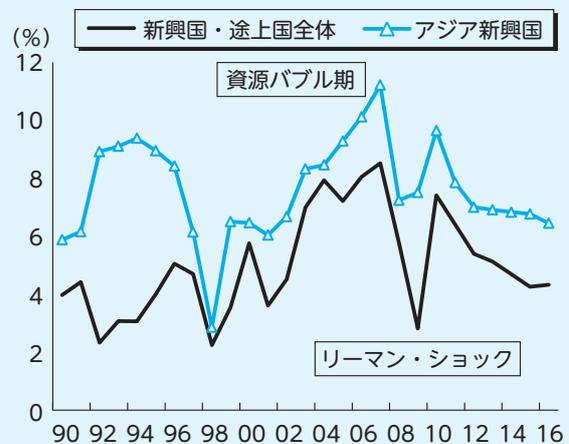
なお、本稿では比較的データが揃っているASEAN4（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）を中心に議論する。

## 2章 リーマン・ショックと東南アジア

リーマン・ショック時、東南アジア諸国は資本フローと貿易の2つの影響を受けたが、その程度は新興国・途上国全体と比較して軽微であった。図表1は地域別の成長率を示したものであるが、新興国・途上国全体の成長率が2007年の8%台から09年には2%台にまで落ち込んだのに対し、アジア新興国の成長率はそこまで大きな落ち込みを経験していない。

その理由として、アジア通貨危機以降、東南アジア諸国が推進した変革と各国を取り巻く環境の変化が、危機に対するバッファーとして機能した

図表1 地域別実質GDP成長率



(出所) IMFから大和総研作成

点が挙げられる。その点を政治面・制度面、耐久力の構築、資本フローから見ていきたい。

## 1. 政治の安定

東南アジア諸国の政治は、国によって程度の差はあるが2000年代に安定性を増した。世界銀行が公表している世界ガバナンス指標<sup>1</sup> (Worldwide Governance Indicators) の「政府の有効性 (Government Effectiveness、行政サービスの質、公務員の能力と政治的圧力からの自立度合い、政府による政策策定・実施の質、政府による政策へのコミットメント)」を見ると、1996年時点と比較して各国とも2016年時点のランキングが上昇している (図表2)。特に、インドネシア、ベトナムのランキング上昇が顕著である。インドネシアに関しては、「暴力やテロにより政府の安定性がそがれる可能性」や「汚職の抑制」「国民の政治参加、報道の自由」といった

指標においても、この20年の間に大きくランキングを上げている。同国の場合、1998年のスハルト政権の崩壊とその後の民主化への評価がランキング上昇として顕著に表れている。

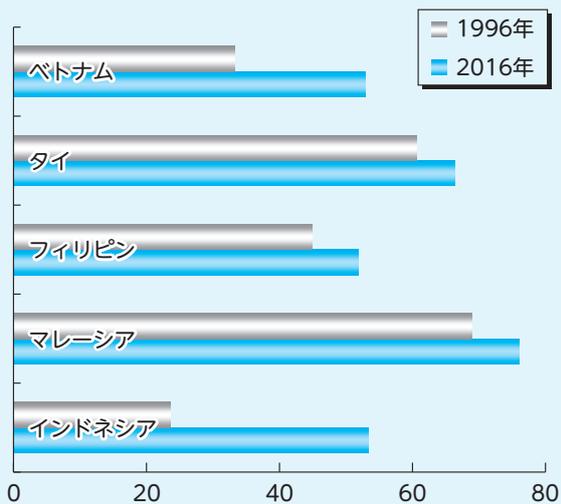
## 2. 耐久力の構築

### (1) 対外収支の改善

アジア通貨危機時と大きく変わるの、東南アジア諸国の対外収支が大きく改善した点である。図表3は、アジア通貨危機が生じた1997年と、リーマン・ショック直前の2007年の各国の経常収支と外貨準備を表している。これによると、1997年に軒並み赤字となっていた各国の経常収支は2000年代に黒字化し、さらに外貨準備が大きく積み増されていることが分かる。この点は、外部リスクに対する各国の耐久力が高まったことを示している。

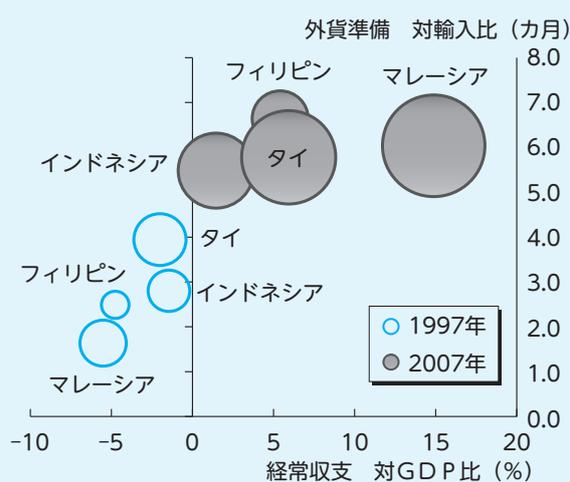
1997年当時、各国は高い投資率を背景に経常

図表2 政府の有効性



(出所) 世界銀行から大和総研作成

図表3 対外バランス指標



(注) バブルの大きさは外貨準備高の規模を示す  
(出所) 世界銀行から大和総研作成

1) 世界銀行研究所が開発した国別資金配分を行う上での参考指標。6つの総合ガバナンス指標により構成されている。ランキングは、その国よりも指標の低い国が全体に占める百分率によって表され、その結果100に近づくほどその国が上位に位置することを意味する。

収支赤字を抱えていた。国内だけで投資資金を賄うことが困難となり、それを補ったのが、海外からの短期資金であった。地場銀行は、これらのドル建て短期資金を現地通貨建て長期資金として貸出したため、いわゆる「期間と通貨のダブルミスマッチ」が生じることとなった。

また、為替制度も危機の根源となった。各国は米ドルとの事実上のペッグ制を採用していたため、為替リスクが認知されないまま海外からの投資流入に拍車がかかる一方、自国通貨に対する増価圧力が増した。これに対して、各国は自国通貨売りと不胎化政策で対応したが、国内では過剰流動性が生じインフレをもたらすこととなった。変動相場制の場合、高インフレ下では、自国通貨に減価圧力が働き、輸出の増加、経常収支赤字の縮小へとつながるケースもあるが、当時のアジア各国は固定相場制を採用していたことから、自国通貨の減価で輸出競争力を高めることもなく、経常収支赤字が常態化することとなった。

このようなアジア通貨危機の経験を踏まえ、2000年代に入ると、各国は改革に着手した。まず、多くの国で米ドルとの事実上のペッグ制を放棄し、変動相場制へと移行した。さらに、金融政策における目標として、インフレターゲット制を導入する国が増加した。このような制度変更を通して、各国は金融政策の独立性を確保することが可能となった。

それから10年後、リーマン・ショック前年の2007年の各国の対外収支を見ると、軒並み経常収支黒字となっている。背景には、アジア通貨危機以降、過熱気味であった投資が抑制されたことで、貯蓄超過となった点や、2000年代半ばからの資源価格の上昇で、資源輸出国が貿易黒字の拡大を享受できた点がある。金融収支を見ると、高

成長を背景に各国への直接投資流入が増加した。経常収支黒字を維持しながら、直接投資の流入超過が続いたことで、外貨準備は対外リスクに耐え得るに十分な水準まで積み増されることとなった。

このように、この10年で対外収支は大きく改善し、さらに各国は通貨・金融制度の変革に努めた。この点が、リーマン・ショックによる影響を緩和する上で大きな役割を果たしたと言えるだろう。

## (2) 金融セーフティネットの構築

アジア通貨危機の経験をもとに、東南アジア地域では金融セーフティネットの構築が進んでいる。一部はリーマン・ショック以前に制度化されていたことから、いざという時の安全弁として機能したと評価されている。

その代表例の一つが、2000年に合意に至ったチェンマイ・イニシアティブ（CMI）である。同制度は、2国間通貨スワップ取極を基盤としており、外貨不足に陥った国が、締結国に対し外貨の融通を要請する仕組みである。ASEAN+3（日本・中国・韓国）域内では、リーマン・ショック以前に多数の2国間スワップ協定が締結されていた。

その後、「チェンマイ・イニシアティブのマルチ化（CMIM）」と呼ばれるように、2010年には1本の契約の下で通貨スワップ発動に必要な手続きが共通化され、危機時には多国間で外貨を融通し合うことが可能となる仕組みが整備された。さらに、欧州債務危機を受け、資金規模を2倍にしたほか、危機予防機能を導入するなど、CMIMは当初の仕組みから深化を遂げている。また、2011年にASEAN+3域内経済のリスク

早期発見と改善措置のための提言実施、CMIMの発動支援をその役割としたAMRO（ASEAN+3マクロ経済リサーチ・オフィス）が設置され、常時、各国の経済分析を行っている。

このように、安全弁の整備は進むものの、リーマン・ショック時やその後においても、CMIやCMIMは実際には発動されていない。図表4は、リーマン・ショック時に流出した資本の規模と外貨準備高を並べたものである。これによると、危機を発端に流出した資金は、各国の外貨準備高で十分賄える規模であったことが分かる。CMI、CMIMの存在は、セーフティネットとして整備されていることに意義があり、発動の有無にかかわらず、それが危機の抑止力として働いていると言えるだろう。

2点目は、2003年に自国債券市場の育成を目的として開始したアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）である。アジア通貨危機時に経験した「ダブルミスマッチ」を克服するため、「ア

ジアの貯蓄をアジアに投資する」目的で設置されている。これにより、日本を除くアジア地域の自国通貨建て債券市場は、1997年末時点の1,760億ドルから2017年6月時点で11兆ドルへと拡大している。

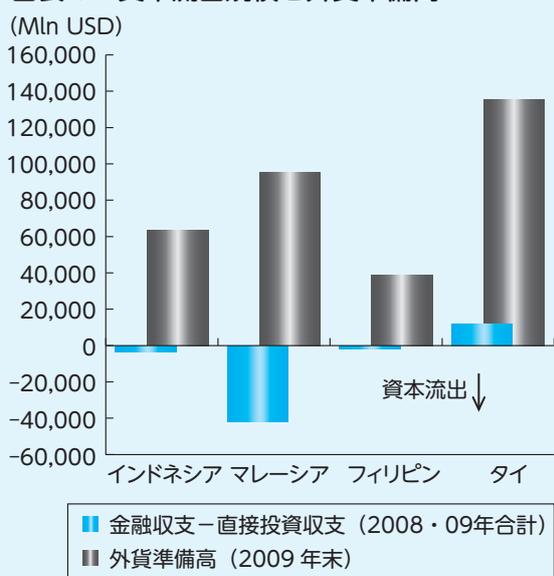
### 3. 資本フローの変化

資本フローにも変化が見られた。ASEAN4の金融収支によると、90年代前半にアジア地域に流入していた資金の大半は、短期の銀行貸付である「その他投資」であった。「その他投資」は96年まで大量に流入し、アジア通貨危機を発端に同地域から一気に流出した。流出の規模は、98年にGDP比30%を超えており、それ以降も07年までGDP比10～20%程度が続いていた。

他方、リーマン・ショック前の資本フローを見ると、2007年まで、長期で安定した資金である直接投資と、比較的「足の速い」証券投資が流入超となっている。同地域の高成長を背景に、企業による直接投資が進んだほか、高い債券利回り、アジア通貨危機以降の資本取引規制の緩和、自国債券市場の整備を背景に証券投資の流入が進んだとみられる。

リーマン・ショックが生じた2008年には、証券投資を中心にGDP比10%程度の流出超となった。ASEAN4各国で、それほど規模の証券投資が一気に流出した経験がなかったことから、そのインパクトは大きかったが、アジア通貨危機時に経験した資金流出の規模と比較すると限定的なものにとどまった。背景には、アジア通貨危機前に見られたような資金の大規模流入が見られなかった点も大きいだろう。証券投資は2009年には流入超に転じている。

図表4 資本流出規模と外貨準備高



(出所) 世界銀行、IMFから大和総研作成

### 3章 外部イベントに脆弱なアジア～インドネシアのケース

リーマン・ショックの影響が、比較的軽微にとどまったにもかかわらず、その後の東南アジア諸国は、主に先進国の金融動向の影響を大きく受けることになる。先進国を中心とした量的緩和により、高利回りを求めた資本がASEAN諸国に流入したためである。ASEAN4の金融収支を見ると、2009年から12年まで先進国の量的緩和を背景に、証券投資が流入超となっていたが、米国FRBによる量的緩和の縮小観測が台頭し始めて以降、流出超に転じている(図表5)。各年の証券投資の流出(ネット)規模は、2008年時よりも小さいものの、流出超となっている期間は数年にわたっている。米国の量的緩和の縮小観測から、実際の利上げのタイミングまで、長期にわたってその影響を受けているのがその特徴だ。

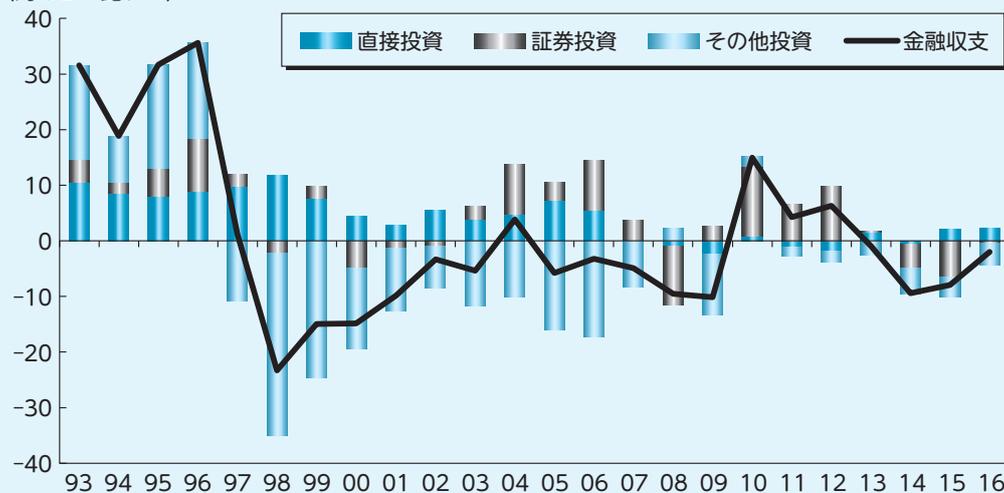
各国の株価、為替相場を見ると、特に影響が大

きかったのは、2013年のテーパー・タントラム、2015年の人民元切り下げ、米国FRBによる利上げ、2016年11月のトランプ氏の大統領選挙勝利といったイベントによるものである(図表6-1、図表6-2)。株価に関しては、ASEAN4のうち、マレーシアを除く3カ国の下落が顕著である。他方、為替に関しては、インドネシアルピア、マレーシアリングがリーマン・ショックの水準を対ドルで大きく超えて下落した。

特に、インドネシアは、マクロ経済の脆弱性から資本流出に晒されやすい「フラジャイル5<sup>2)</sup>」の一つとされ、市場で警戒されることとなった。当時、IMFは、ルピア安の影響でドル建て債務の実質的な負担が増加する点を一つのリスクとして挙げていた。特に、企業の外貨建て債務残高が近年増加しており、ルピア安懸念の渦中にあった2015年6月時点では1,600億ドル(GDP比20%)と2010年の2倍に膨らんでいた(IMF、2016)。背景には、民間企業によるドル建て社債

図表5 ASEAN4金融収支

(対GDP比、%)

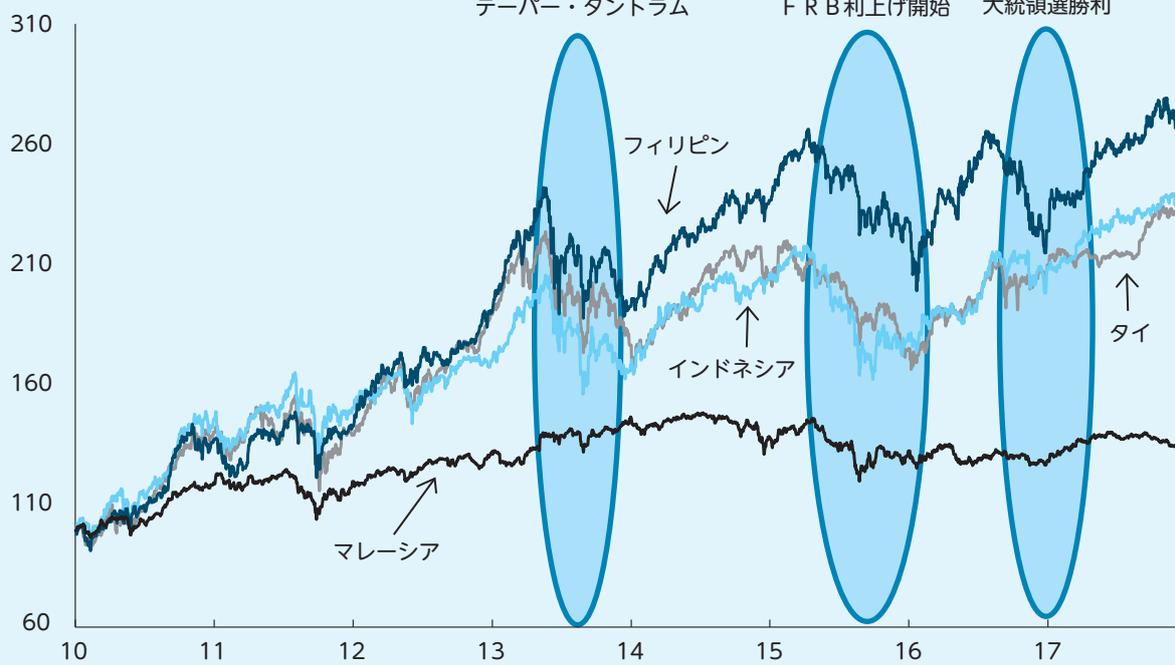


(出所) IMFから大和総研作成

2) 米国FRBによる量的緩和縮小観測で、為替への下落圧力の高まった5カ国で、ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカが挙げられている。

図表6-1 ASEAN4の株価動向

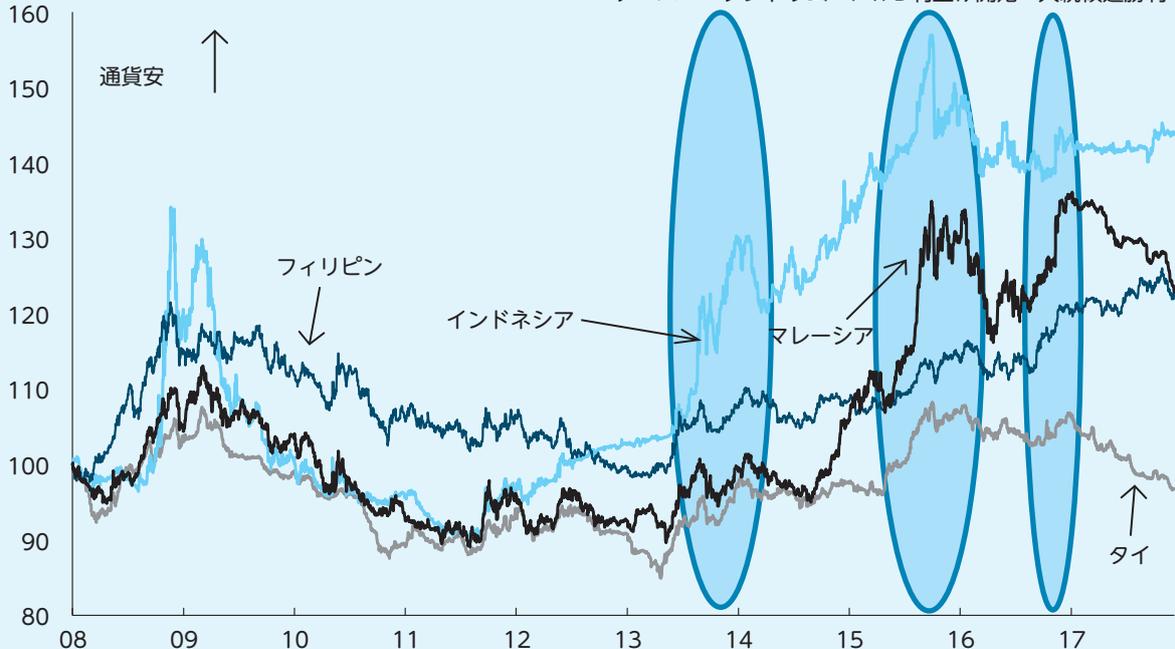
(2010/1/1=100)



(出所) Bloombergから大和総研作成

図表6-2 ASEAN4の対ドル相場

(2008/1/1=100)



(出所) Bloombergから大和総研作成

の発行が増加した点がある。2015 年末時点では、インドネシアの外貨建て債券発行残高のうち、約 40% が民間企業によって占められていた（ADB、Asia Bonds Online）。これを受け、インドネシア政府は、ルピア安が顕著となった 2015 年に、「外貨建て対外債務にかかる為替リスクのヘッジ比率規制」を適用するなどの対応に追われた。

本章では、対ドルでの為替下落が大きく、通貨危機の再燃かと警戒された、インドネシアに焦点を当てる。

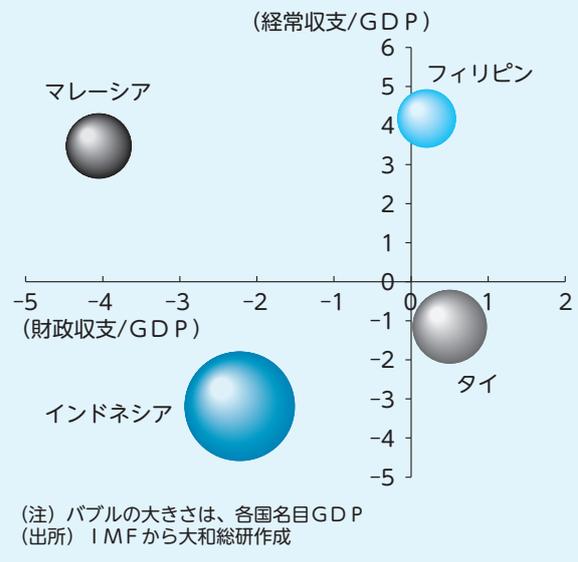
前述の通り、インドネシアはアジア通貨危機以降、民主化を遂げることで政治は安定し、変動相場制への移行、インフレターゲットの導入といった金融政策レジームの改善にも取り組んできた国である。また、外貨準備高は「テーパー・タントラム」前の 2012 年末時点で、輸入約 5.4 カ月分と十分に積み増されていた。

それにもかかわらず、同国が 2013 年の「テーパー・タントラム」を機に「フラジャイル」とされた最大の理由は、経常収支赤字と財政収支赤字のいわゆる「双子の赤字」である。図表 7 は、

2013 年時点の経常収支と財政収支の対 GDP 比を表しているが、両指標とも赤字となっているのは ASEAN 4 の中でもインドネシアのみであった。

双子の赤字の背景には、投資の拡大があった。貯蓄投資バランスで見ると、アジア通貨危機以降、投資率は落ち込んでいたが、2000 年代に入ってからインフラ整備を背景に上昇していた（図

図表 7 双子の赤字（2013年）



図表 8 インドネシア貯蓄投資バランス・対外バランス



表8)。そして2012年には投資が貯蓄を上回り、その結果、経常収支赤字となった。

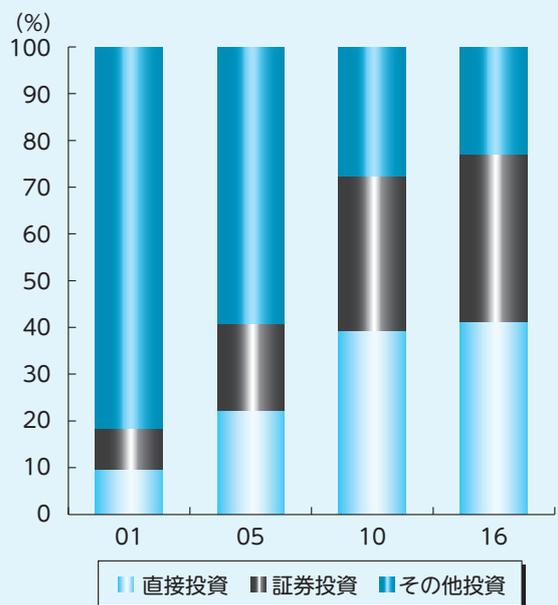
対外純負債残高（対GDP比）を見ると、約40%と他国と比較して高い。その内訳を見ると、2001年には約8割が海外銀行からの借入を中心とする「その他投資」であったが、その割合は10年の間に大きく低下した。これによる「ダブルミスマッチ」のリスクが大幅に低下したことを示している。

その代わりに割合が高まったのが直接投資、証券投資残高である。さらに、証券投資残高の内訳を見ると、2010年には約6割を占めていた株式投資に代わり、2013年の「テーパー・タントラム」以降は、債券投資残高の割合が高まっている。株や債券からの資金流出による影響を受けやすい構造にある。

2013年の「テーパー・タントラム」以降、インドネシアが直面した課題は、経常収支赤字を補うために、海外からの投資を持続的に呼び込むことであった。

一般的に、経常収支赤字の背景にあるインフラ投資は、資本財等の輸入を増加させる一方で、輸出の増加につながりにくい。そのため、今後さらに経常収支赤字を拡大させる可能性が高い。そのような中、継続的に海外からの投資を引き付けるためには、そのようなインフラ投資が持続的な経済成長につながることを示す必要がある。もちろん、その前提として、投資環境の改善、経済ファンダメンタルズの改善は必須となるだろう。政府が行っているインフラ投資が、成長につながらない、ないしは選挙対策等の「ばらまき」とみなされれば、拡大する経常収支赤字のファイナンスへ

図表9 インドネシア対外負債残高内訳



(出所) インドネシア中央銀行から大和総研作成

の懸念が台頭し、通貨は過剰に売りを浴びせられ、市場で「フラジャイル」と認識される可能性が高い。

インドネシアの場合、2013年に「フラジャイル」と言われた時点では、政府の実施しているインフラ投資が成長につながるとの確信を市場に与えることができず、その結果、双子の赤字が資本流出の原因となった。しかしその後、2014年にジョコ・ウィドド大統領が誕生し、エネルギー補助金の見直しやタックス・アムネ스티法<sup>3</sup>の施行を通して、財政規律を維持しながら、インフラ投資のための資金を捻出し、成長戦略に沿った投資を実施したことが次第に市場から評価され始めた。2017年にそれが大手格付け機関等から評価されると、資本流入が加速している。これをもって、インドネシアが「フラジャイル」からの脱却

3) 未申告の資産を申請すれば、特赦として追徴課税を負わない制度。2016年1月から2017年3月末までの期間が対象。

を果たしたとみてよいだろう。

2013年のインドネシアと同様の事例は、2017年のフィリピンにも見られる。2017年に入ってから東南アジア各国の為替相場を見ると、米国による利上げスピードが緩慢になるとの観測が台頭したことで、マレーシア、タイ、インドネシアの通貨は対ドルで上昇圧力が高まった。その一方で、フィリピンペソに関しては、対ドルで下落圧力が高まり、他国と異なる動きとなった。そのきっかけとなったのが、インフラ投資や旺盛な内需に必要な財の輸入が増加したことによる貿易収支赤字の拡大である。当局が、2017年の経常収支が赤字となる見通しを発表すると、ペソはさらに一段安となった。しかし、成長過程にある新興国にとって経常収支赤字は珍しいことではない。この場合も、インドネシアと同様に、持続的な経済成長へのロードマップを政府が示すと同時に、投資環境の改善、経済ファンダメンタルズの向上が確認できれば、ペソ安に歯止めをかけることが可能だろう。

## 4章 潜むリスク

第3章では、既にリスクが顕在化し、市場の反応が大きかったインドネシアの事例を扱った。第4章では、今後、何らかのきっかけで資本流出とそれに伴う通貨の下落が生じた場合、金融システムの安定性に及ぶリスクに注目したい。

### 1. 民間債務残高の増加

世界銀行が2017年9月に発表した「東アジア太平洋地域アップデート」では、民間部門の債務残高増加が懸念事項の一つとして挙げられている。先進国による量的緩和とそれに伴う東南アジ

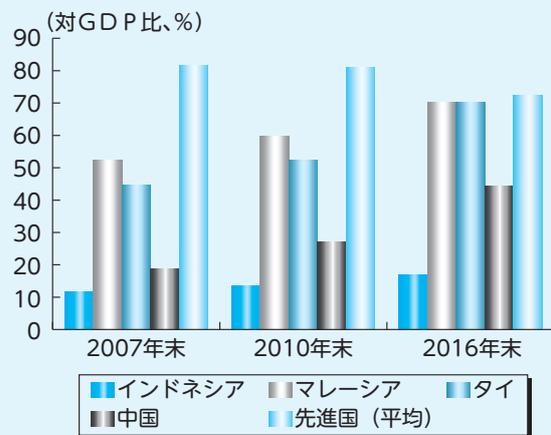
アへの資本流入は、国内信用を拡大させている。世界銀行によると、東アジア太平洋地域の民間債務残高は他の地域と比較して非常に高い水準にある。その中でも特に注目されているのが、タイ、マレーシアの家計債務残高である。B I Sの統計によると、両国の残高（対GDP比）は2016年12月時点で70%に届き、中国や新興国平均を超え、先進国平均とほぼ同じ水準に達している（図表10）。

家計債務負担の増加は、金融不安と、支出の抑制による成長の足かせとなりやすい。

タイの場合、リーマン・ショック以降の景気対策や、2011年の洪水後の景気刺激策（自動車購入プログラム等）による個人ローンの拡大、不動産ローンの増加が、家計債務残高の増加に拍車をかけた。IMFによると、2015年時点で家計債務の25%以上が不動産ローンである（IMF、2016）。

IMFの同レポートで、懸念事項として挙げられているのは、所得別に見た債務負担である。全世界帯を5等分した所得五分位階級別（2013年時

図表10 家計債務残高



(出所) B I S から大和総研作成

点)に見ると、最も所得の高い第V階級が家計債務残高に占める割合は65%と高く、下から2番目の第II階級が20%とされている。したがって、最も下の第I階級の割合は、全体の15%未満である。他方、所得に対する債務返済額の割合(DSR)を見ると、第V階級では23%であるのに対し、第I階級では50%にも上る。職業別では、特に農家のDSRが高い。返済能力の低い層の債務負担が重く、これが景気回復の足かせとなっている可能性が指摘されている。タイ中銀によると、家計債務の不良債権比率は、2016年第3四半期に2.89%と2015年末(2.55%)から若干上昇している(タイ中銀、2016)。

マレーシアの場合も、家計債務残高のうち、その約50%を住宅ローンが占めている(IMF、2017)。住宅価格は頭打ちとなっており、急激な価格下落には注意が必要である。所得別に見ると、第V階級が債務残高に占める割合が38%で、第I、II階級が占める割合は13.2%となっている(マレーシア中銀、2016)。タイと比較して、比較的中間層への貸出が大きいことがその特徴である。DSRを見ると、第V階級が30%であるのに対し、第I階級が37%、第II階級が34%となっている(マレーシア中銀)。タイとの違いは、返済能力の低い層の債務負担が比較的小さいという点にあるだろう。家計部門の不良債権比率は1%台(2016年)と非常に低い。マレーシアの場合、信用リスク管理を強化するとともに、当局による住宅ローンに関する規制の整備が進められるなど、マクロプルーデンス政策が高く評価されている。

次に、BISが発表している企業の債務残高を見ると、2017年6月末時点のGDP比で、マレーシア(68.0%)、タイ(49.5%)、インドネ

シア(22.6%)と家計債務残高に比べてその規模は大きくないが、マレーシアで高水準となっている。しかし、75%以上の企業債務の期間が1年以上であり、外貨建てが占める割合が20%程度にとどまっていることから、脆弱性は低いとIMFは楽観的な評価をしている。民間企業が1億リング以上の外貨建て資金調達を行う場合、中銀の許可が必要であるなどの規制が奏功していると言える。

以上の通り、東南アジアにおける民間債務残高の増加は、健全なマクロ経済運営を行う上で重要な課題となっている。リスクを低減させるためには、マレーシアの例に見られるように、マクロプルーデンス政策の整備がますます重要となるとみられる。その向上のためには、民間債務に関するデータの整備が今後一層求められる。より詳細な統計の整備は、マクロプルーデンス政策の向上に寄与するものとみられる。

## 2. ベトナムのリスク

これまで、データの取得が容易なASEAN4カ国を中心に議論を進めてきた。これら4カ国は、アジア通貨危機の経験から、対外的なリスクに対するバッファーを構築するとともに、規制の整備を行うなどして、金融システムの強化に向けて動き出している国々である。他方で、依然として硬直的な為替制度を有しており、国際金融・資本市場に変動が起きると、その歪みが表れやすいリスクがあるベトナムについて言及する。

アジア通貨危機以降、多くのASEAN諸国が変動相場制に移行する中、ベトナムは中銀が介入して為替レートを一定の水準に保つ、管理フロート制を維持してきた。中銀は対ドルの公定レートを発表し、ドンの変動幅を設定することで、その

範囲内での自由取引を可能とした。近年、その歪みが大きく表れたのは、2008年である。

ベトナムでは従来、ドンへの信認の低さから、ドルや金の保有が選好されてきた。国際収支統計を確認すると、誤差脱漏の流出規模が大きい期間があったが、これが非公式なドルへの資金逃避を意味していた。このようなドンへの信認の低さに加え、成長を重視した緩和的な金融・財政政策による高インフレ、さらに貿易収支赤字がきっかけとなり、2008年に入ってから、ドン安圧力が高まることとなった。

なお、ドンの公式レートは当局が決定しているが、ドル以外の通貨は自由に取引されているため、ドンの対ドルに対する実際のレートを計算する<sup>4</sup>ことができ、これは、実勢レートと呼ばれている。2008年以降、実勢レートは公定レートを大きく下回って推移し、それに合わせる形で、当局は為替の切り下げを実施した（図表11）。しかし、度重なる切り下げは、その後も近い将来に切り下げが実施されるとの期待を生み、ドルを抱え込む動きが見られ、市場では深刻なドル不足が生じることとなった。

これに対応するため、当局は外貨準備を切り崩す形でドル売りを実施したほか、国営企業に対して、強制的にドルを拠出するよう要請を行った。その結果、外貨準備高は、2010年末時点で輸入比2カ月分を割り込む水準まで低下した。これら一連の動向を受け、ベトナム通貨危機説が取り沙汰されるほどであった。

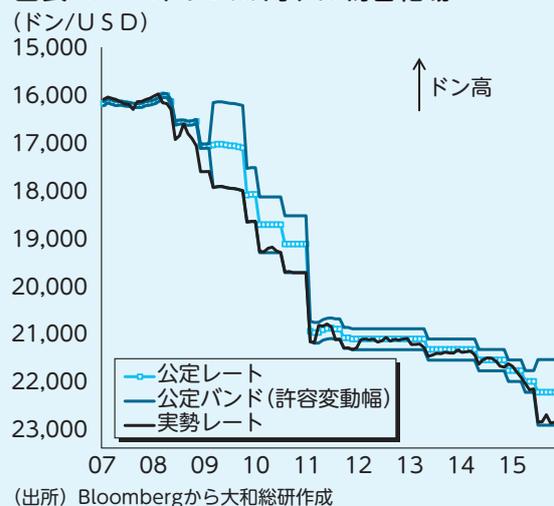
この状況からベトナムは、成長よりもマクロ経済の安定を目指す政策への方針転換、金融システム安定化へ向けた不良債権や銀行再編などの構造

的な課題への切り込みを実施することで危機を回避した。2017年のベトナム経済は高成長を遂げるとともに、TPP（環太平洋経済連携協定）への交渉などを背景に投資環境が大きく改善され、直接投資、証券投資ともに流入超となった。株式市場は、2017年に入ってから過去最高値を更新し続け、東南アジア諸国の中でもそのパフォーマンスの高さは目立っている。

しかし、国際金融・資本市場に一度変動が起きると、その歪みが表れやすい経済・金融構造であることには変わりはない。その理由として以下の2点が挙げられる。

1点目は、2016年に為替制度に修正が加えられたが、依然としてその制度が硬直的であることである。市場にリスクオフの動きが強まるとドン安圧力がかかり、為替相場を維持するために、政府の積極的な介入が必要となる。2点目は、中央銀行の独立性が確保されておらず、政府の成長目標の達成のために金融政策が積極的に使われる点

図表11 ベトナムの対ドル為替相場



4) 例えば、円・ドンは自由に取引されているため、これとドル円相場から、実際のドン/ドルレートが計算されることとなる。

である。ベトナムでは、政策金利のトランスミッションチャンネルが曖昧であることから、主な金融政策手段として銀行の貸出目標が重視されている。2017年は、それまでのマクロ安定を重視した政策から、政府が設定した高成長率を達成するための政策に方向性が変わってきている。それに合わせて、銀行貸出目標も高く設定されており、これが不動産価格の上昇、インフレ率の上昇をもたらすのではないかとの懸念が生じ始めている。

これらの点で、ベトナムは高成長を遂げている中ではあるが、国際的な資本フローに一度大きな変動が生じた場合、その歪みが表れやすい。

## 5章 おわりに

東南アジア諸国は、アジア通貨危機とリーマン・ショックという2つの危機を経て、セーフティネットの構築、対外収支の改善、為替制度の変更等で大きな変革を押し進めてきた。

その効果もあり、2013年の「テーパー・タントラム」をきっかけとした資本フローの動きを見ても、市場が東南アジア地域を一括りに「フラジャイル」とは見ていないことが分かる。むしろ、世界的なイベントがきっかけとなって生じる各国への影響の違いは大きくなっており、市場が、各国経済のファンダメンタルズにより注目するようになったことが示唆される。これに応えるかのように、各国は近年、財政規律の維持や債務管理の徹底を行うことで、対外的なリスクに対するバッファーを強化させている点は評価できる。今後もその政策手腕が問われていくこととなるだろう。

他方で、民間債務残高やベトナムの例に見るように、一度国際金融・資本市場に変動が起きると、その歪みが生じやすい課題も残されている。各国

によるマクロプルーデンス政策を通じた金融システムの安定化はますます重要となっている。またそれに加え、ASEANにおいては、これまで「内政不干渉」という大前提の下、各国の政策には干渉をせずに、域内の経済・金融発展レベルの違いを受け入れてきた側面があるが、今後は共通のルールの下に域内の金融分野の連携を強化することも重要となるだろう。

【参考文献】

- ・ Asian Development Bank, “Asian Development Outlook 2017 Update: Sustaining Development Through Public-Private Partnership,” 2017
- ・ Bank Negara Malaysia, “Financial Stability and Payment Systems Report,” 2016
- ・ Bank of Thailand, “Financial Stability Report 2016,” 2017
- ・ IMF, “IMF Country Report, 2016 Article 4 Consultation, Indonesia,” 2017
- ・ IMF, “IMF Country Report, 2016 Article 4 Consultation, Malaysia,” 2017
- ・ IMF, “IMF Country Report, Selected Issues, Thailand,” 2016

[著者]

増川 智咲 (ますかわ ちさき)



経済調査部  
エコノミスト  
担当は、アジア経済