

# 経済情報

## 加速するアジアへの資本流入と政府の対応

### 【要旨】

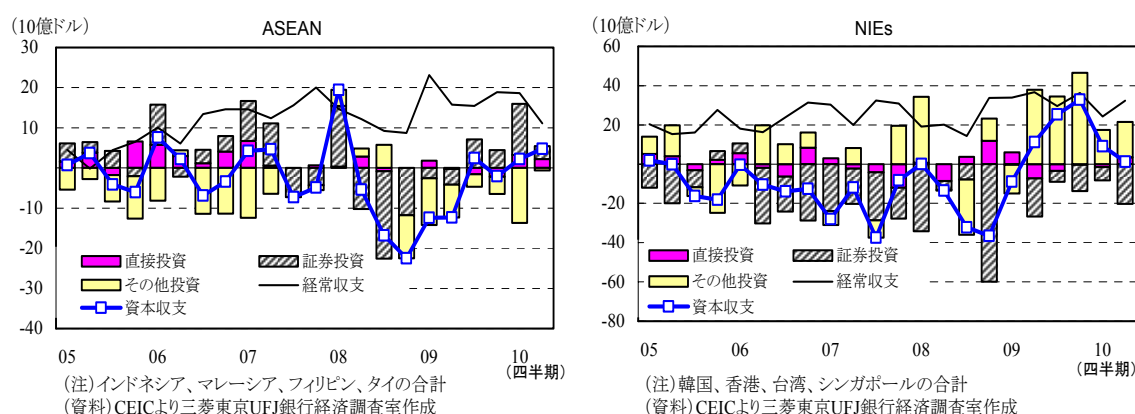
- ◇ 近年、アジアへの資本流入が加速している。タイバーツはアジア通貨危機が発生した 97 年 7 月以来の水準まで上昇、また、インドネシア及びフィリピンの株価が史上最高値を更新するなど、アジアの中でもとりわけ ASEAN への資本流入が顕著となっている。
- ◇ アジアへの資本流入が加速している背景には、米国を中心とした先進国の金融緩和がもたらす世界的な過剰流動性がある。増大したマネーが高いリターンを求め、成長期待が高いアジアに流入している。また、米国の金融緩和策が長期化すると観測が広がる一方、アジアの多くの国・地域は 2010 年に入り利上げに踏み切っており、金利差が拡大していることも投資マネーを引き寄せる一因となっている。
- ◇ 資本流入圧力の高まりに直面している ASEAN 各国は、①資本流出規制の緩和により対外投資を促進、②金融市場の混乱や海外投資家の信頼を損なわない範囲で、緩やかな資本流入規制を実施、③ドル買い介入により通貨高の進行ペースを抑制するスタンスをとっている。
- ◇ 海外からの資本流入は、経済成長を加速させる半面、資産インフレや将来の資本流出リスクを高める。また、資産インフレを抑制するために利上げを実施した場合、現在のように先進国の金利が低水準にあり、世界的な過剰流動性にある環境下では、一層の資本流入を招きかねない。アジア諸国の通貨・金融政策は、こうしたジレンマを抱え非常に難しい舵取りを迫られているといえよう。

近年、アジアへの資本流入が加速している。タイバーツはアジア通貨危機が発生した97年7月以来の水準まで上昇、また、インドネシア及びフィリピンの株価が史上最高値を更新するなど、アジアの中でもとりわけ ASEAN への資本流入が顕著となっている。海外からの資本流入は、経済成長を加速させる半面、資産インフレや将来の資本流出リスクを高めることから、政府は警戒を強めている。以下では、ASEAN を中心としたアジアへの資本流入の状況と政府の対応についてまとめた。

## 1. 資本流入の状況

まず、資本収支の動向をみると、2008年は ASEAN・NIEs とともにグローバル金融危機の影響で赤字幅が拡大した。これは、世界的にリスク回避の動きが強まり、株式を中心とした証券投資が大幅な流出超となったことが主因である。2009年に入ると、金融市場の混乱が沈静化したことを受け、アジアへの資本流入が加速、2010年上半期の資本収支は ASEAN・NIEs とともに黒字を確保した(第1図)。2010年上半期の ASEAN4 カ国(インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ)の証券投資流入額(ネット)は159億ドルと2007年上半期(204億ドル)以来の高水準となった。

第1図：ASEAN・NIEs の資本収支

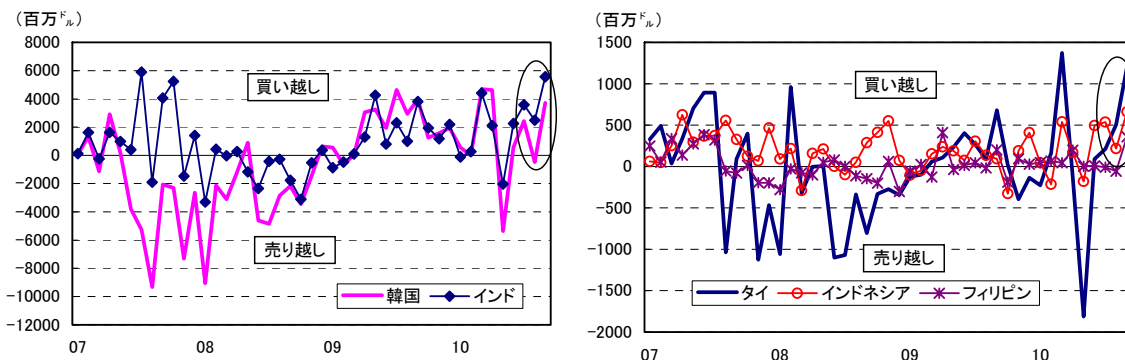


次に、資本収支では補足が困難な7月以降の資本流出入動向を確認するために、海外投資家の株式売買額(ネット)をみると、軒並み買い越し(資本流入超)となっている(第2図)。とりわけ、9月は各国とも大幅な買い越しを記録しており、足元で資本流入が加速していることが窺える。

9月の株価騰落率をみると、史上最高値を更新したフィリピン(15.0%)やインドネシア(13.6%)のほか、インド(11.7%)が二桁の上昇率となっており、海外マネーが株価押し上げの原動力になったと考えられる<sup>1</sup>(第1表)。

<sup>1</sup> 9月のインドの株式市場は、国内投資家が売り越す一方、海外投資家は大幅に買い越した。

第2図：アジア主要株式市場の海外投資家の売買額（ネット）



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：アジアの株価・為替（対ドル）の騰落率

	株価		為替(対ドル)	
	年初来騰落率	9月騰落率	年初来騰落率	9月騰落率
フィリピン	38.7	15.0	7.4	2.9
インドネシア	42.8	13.6	5.7	1.3
インド	18.2	11.7	5.9	4.8
台湾	1.3	8.2	4.8	2.5
韓国	12.8	7.5	4.8	5.1
タイ	35.3	6.8	11.8	3.0
シンガポール	10.9	5.0	8.6	3.1
マレーシア	17.6	2.9	11.3	1.6
中国	▲ 11.7	0.6	2.0	1.8

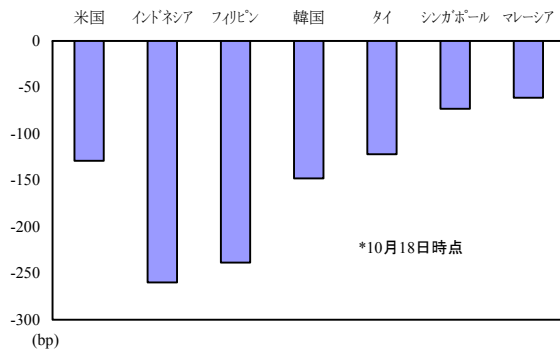
(注) 10月14日時点

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

海外マネーは株式市場のみならず債券市場にも流入しており、アジア主要国の長期金利は軒並み低下している。10年物国債金利の年初来の変化幅をみると、利上げに踏み切っていないインドネシアやフィリピンの低下幅は米国を上回っている(第3図)。他方、既に金融引き締めへ転じているタイ、マレーシア、韓国の長期金利も低下している。インドネシアは、外国人の国債保有比率が2010年1月の19.5%から9月には28.3%まで急上昇、債券市場に海外マネーが大幅に流入している(第4図)。また、タイでは株式市場よりも債券市場への資本流入が顕著である。2010年1-9月期の外国人投資家の債券買い越し額は約72億ドルと、株式市場の買い越し額(約14億ドル)の約5倍に達した。

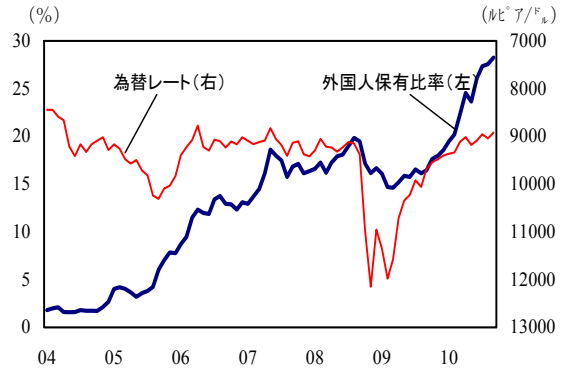
株式や債券市場に海外マネーが流入した結果、アジア通貨の対ドルレートは、軒並み上昇している。10月半ばに、タイバーツは1ドル=29バーツ台とアジア通貨危機発生直後の97年7月以来の水準まで上昇、また、マレーシアリングgitは一時、97年10月以来の高値となる1ドル=3.08リングgit台まで上昇した。その他、韓国ウォン、インドルピーも9月の月間上昇率が5%近くに達した。

第3図：10年物国債金利年初来変化幅



(資料) ADBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：インドネシアの外国人国債保有比率

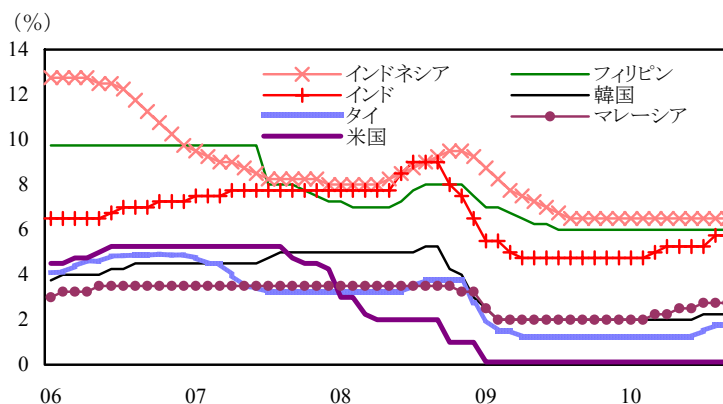


(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 資本流入が加速する背景

アジアへの資本流入が加速している背景には、米国を中心とした先進国の金融緩和がもたらす世界的な過剰流動性がある。増大したマネーが高いリターンを求め、成長期待が高いアジアへ流入している。また、米国の金融緩和策が長期化すると観測が広がる一方、アジアの多くの国・地域は2010年に入り利上げに踏み切っており、金利差が拡大していることもアジアが投資マネーを引き寄せる一因となっている(第5図)。

第5図：アジア主要国の政策金利



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

海外マネーは、アジア全体へ流入しているが、とりわけ ASEAN への資本流入が顕著である。一般に、資本流出入を決定する要因として、金融政策の方向性や成長期待、政治の安定度などが考えられるが(第2表)、ASEAN に資本が流入する理由は、金利要因に加え、成長性が明確であること、政治が安定していること、などが挙げられる。

例えば、インドネシアが投資先として選好される理由は、①利上げに踏み切っていないものの、政策金利(6.5%)が米金利よりも高いこと、②アジアでは中国、インド

に次ぐ人口大国（2.3 億人）であり、かつ、豊富な資源国であることから、資源収入の拡大により購買力が向上し、アジアで有数の消費市場に発展するという成長シナリオを描くことができること、③これまで政局の不安定さが同国のリスク要因の一つとみなされていたが、2004年に誕生したユドヨノ政権は、2期目に入っても安定していること、④政治・経済両面で良好な状況が続いていることを背景に、自国通貨建て長期債格付け（現在、S&P「BB+」）が投資適格へ格上げされるとの観測が強いこと、などがあげられる。

他方、タイの場合、①政治の安定度は、大規模な反政府デモが起きるなど周辺国に比べ低いものの、②金融引き締めに移っていること、③外資企業の誘致やFTA 推進に積極的で、輸出を梃子に経済成長を図るという戦略が明確なこと、などが投資マネーを引き寄せる要因と考えられる。

この他、資本規制や為替制度の柔軟性も海外投資家が ASEAN を選好する一因と考えられる。政治の安定度や経済規模、成長性などを勘案すると、中国はアジアの中でも最も魅力ある投資先の一つであるが、海外投資家の証券投資は一定の制限があり、大量の投資マネーが流入しにくい構造となっている。従って、本来、中国に流入すべきマネーの一部が、相対的に資本規制が緩く、柔軟な為替制度を有している ASEAN に流入しているとも見られる。

第 2 表：資本流出入の決定要因

	流入方向	流出方向
金融政策の方向性	引き締め	緩和
金利水準(米国との金利差)	自国金利 > 米金利	自国金利 < 米金利
成長期待(成長モデルの明確性)	高い	低い
政治の安定度	安定	不安定
格付け(見通し)	格上げ方向	格下げ方向
資本規制の厳格性	緩い	厳格
為替制度の柔軟性	柔軟	硬直的

(資料)三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 政府のスタンス・対応

アジア各国は資本流入への警戒を強めているが、流入額を大幅に抑制する厳格な資本流入規制の導入には慎重である。その理由は、①目下の資本流入は、世界的な過剰流動性が主因であり、自国の資本流入規制でその潮流を変えることは困難であること、②厳格な資本流入規制は、2006年12月のタイのように金融市場の混乱を招き、資本

規制を維持することは難しいこと<sup>2</sup>、③資本流入規制は海外投資家の信用を損ない、海外からの直接投資（FDI）など持続成長に不可欠な長期資金の流入をも阻害する懸念があること、などが考えられる。

資本流入圧力の高まりに直面している ASEAN 各国は、①資本流出規制の緩和により対外投資を促進、②金融市場の混乱や海外投資家の信頼を損なわない範囲で、緩やかな資本流入規制を実施、③ドル買い介入により通貨高の進行ペースを抑制するスタンスをとっている。

最近発表されたインドネシアやタイの資本規制は、資本流出規制の緩和や投資期間の長期化、分散化を狙った対策が中心である（第3表）。この他、フィリピンも資本流出規制の緩和を検討している。もっとも、こうした対策の効果は、その後に資本フローをみる限り限定的であり、資本流入圧力は今後も続く公算が大きい。

資本流入の影響は、金融政策にも及んでいる。アジア各国は、金利正常化（利上げ）を推進してきたが、資本流入を誘発する利上げには慎重になりつつある。10月20日、タイ中銀は金融政策決定会合で政策金利を据え置いた。タイ中銀は、7月と8月に2回連続で利上げを実施、年内の追加利上げを示唆していた。インフレ圧力が高まる中で金利を据え置いた背景には、パーツ高への配慮があるとみられる。また、10月14日、韓国中銀は3カ月連続で政策金利を据え置いた。

海外からの資本流入は、経済成長を加速させる半面、資産インフレや将来の資本流出リスクを高める。また、資産インフレを抑制するために利上げを実施した場合、現在のように先進国の金利が低水準にあり、世界的な過剰流動性にある環境下では、一層の資本流入を招きかねない。アジア諸国の通貨・金融政策は、こうしたジレンマを抱え非常に難しい舵取りを迫られているといえよう。

---

<sup>2</sup> 2006年12月18日、タイ中銀は急激なパーツ高を抑制するため、パーツ売却を伴う為替取引に際し、持ち込み外貨の30%を無利息の準備金と最低1年間中銀に積み立てる、などの資本流入規制を発表。しかし、発表翌日、株価指数が急落したことを受け、政府は同日夜に株式投資を規制の対象外とした。本規制は2008年3月3日に解除されたが、この間、為替レートがオンショアとオフショアで乖離する状態が続いたこと、貿易取引は本規制の対象外とされたが、そのための申請手続きなど実務面の混乱が生じたことから、本規制に対する投資家・企業の評価は思わしくない。最近、中銀が資本流入規制の導入に対して慎重な姿勢を示しているのは、こうした評価が背景にあると考えられる。

第3表：最近のアジアの資本規制

国・地域	導入時期	内容
台湾	2009/11	・海外投資家の定期預金を禁止
インドネシア	2010/6	・中銀短期証券(SBI)の1カ月保有の義務化(対象は国内外の投資家) ・SBIの9カ月、12カ月物を新設(従来は6カ月物が最長)
韓国	2010/6	・為替取引(先物、通貨スワップ、NDFなど)の持高規制を導入 (国内銀行は自己資本の50%、外国銀行は同250%が上限) ・銀行の外貨借入の用途規制強化
タイ	2010/9	5項目の資本流出規制を緩和 ①海外不動産投資の上限額の引き上げ(年間500万ドル→1000万ドル) ②国内外貨預金上限額の引き上げ(法人30万ドル→50万ドル、個人10万ドル→50万ドル) ③海外の関連会社向けの投資上限額撤廃 ④海外の非関連会社向けの貸付は年間5000万ドルまで申請不要 ⑤輸出企業の海外の外貨保有上限額の引き上げ(2万ドル→5万ドル)
	2010/10	3項目のバーツ高対策を発表 ①海外投資家の国債・中銀債・公営企業債に係るキャピタルゲイン税免除措置を廃止 (国内投資家と同様に15%課税) ②政府・国営企業の外貨建て投資予算の執行加速、外貨の先物予約の促進 ③中小輸出企業向けの為替先物予約取引の促進、低利融資の提供

(資料)各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

以上

(H22.10.22 竹島 慎吾 shingo\_takeshima@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

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、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願ひ申し上げます。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、当室は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。