



変貌した東アジアの 資金フローと米国経常赤字

福居 信幸

はじめに

アジア危機後の東アジアへの資金フローは、経常黒字が定着して著しく変化している。ここでは、NIES（韓国、台湾、香港、シンガポール）、ASEAN4（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン）及び中国の九カ国を対象とした東アジアの国際収支動向の変化や、アジア地域を巡る米国、欧州、日本を含めた四極の資金フローの現状を明らかにする。また、米国経常赤字のファイナンスの観点から東アジアからの資金フローの影響について考察してみたい。

一 アジア危機後の国際収支動向からみた東アジアの資金フロー概観

東アジアの国際収支動向を経常収支ベースで見ると、危機前は赤字基調であったタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンで黒字基調が定着し、九カ国計で、一九

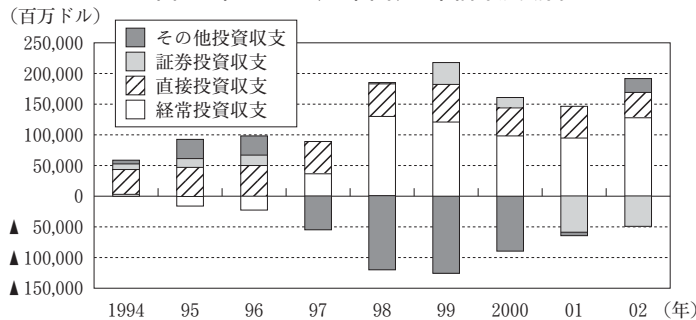
九六年には二三〇億ドルの赤字であったものが、二〇〇二年は一、二〇〇億ドル（IMF統計ベース、一部中銀統計を含む）を超える巨額の黒字に転じている（図1）。

資本収支動向をみると、対内直接投資は、危機直後にタイなどで日系企業を中心に経営支援型の増資が増加した以外は、中国を除けば危機前の水準に達していない。特に、インドネシアでは、一九九八年からネットベースで対内直接投資の出超が続いていて、進出による投資額よりも撤退に伴う回収額の方が大きいという状況が続いている。二〇〇二年の対内直接投資は、中国とマレーシア以外は、各国とも軒並み前年比三〜七割の大幅ダウンとなっている。また、対外直接投資を差し引いた収支ベースでは、韓国、台湾、香港で赤字となっている。一方、中国は、東アジア域内からの対中投資も増えて、二〇〇二年は、鉄鋼大手三社（アルセロール・グループ）の合併による特殊要因で巨額（一、二九〇億ドル）の受入国となったルクセンブルクを除けば、事実上世

界第一位の受入国（四九三億ドル）となっている。

このように急増する中国への直接投資は、WTO加盟によって貿易・投資環境が整備されたことや、高成長を遂げる中国国内市場をターゲットとした投資が活発化していることなどが要因となっている。一方、最近のASEAN諸国に対する直接投資の減少は、コスト競

図1 東アジア（9カ国計）の国際収支動向



(出所) IMF、中銀（台湾、シンガポール、マレーシア、フィリピン）統計

争力が劣っていることに加え、理工系技術者や管理職などの人材の不足や、部品を供給する地場の裾野産業の厚みが十分でないことなどが要因となっている。加えて、インドネシア、フィリピンのように、米国同時多発テロ事件以降、イスラムのマイナス・イメージが影響して治安面での不安が大きな減少要因となっている国もある。

証券投資をみると、危機前は、タイ、インドネシア、フィリピン、韓国で大幅な入超となっていたが、危機後は出超に転じ、二〇〇二年は、ほとんどの国で出超となっている。但し、韓国では、外国人による株式取得制限の撤廃等の規制緩和により対内投資が増加して、一九九九年から再び入超基調となっており、インドネシアも、二〇〇二年は、国営銀行の民営化に伴う対外株式投資が増えて入超に転じた。中国については、対内投資はWTO加盟等好材料が多く堅調であったものの、香港上場を果たした中国企業の香港現法に対する投資や、居住者の外貨預金を背景にした国有商業銀行の対外投資が増

加して収支尻では大きく出超となっている。

これらの動きの背景には、東アジアの株式市場が、一九九九年以降、取引規制の緩和や税制面の優遇等により外国人投資の誘致策が打たれ魅力的な市場になりつつあるものの、各国の市場時価総額がそれほど大きくなかったため、基本的に投資比率を時価総額ウェイトで決定していくインデックス運用を主体とする海外機関投資家の資金の流入額が相対的に小さくならざるを得ないという制約があった。特に、日米からの対内証券投資の停滞は、これが主な要因の一つであったといえよう。

もっとも、今年に入って、韓国、台湾、タイなどの株式市場が活況を呈していて、欧米の年金資金の対東アジア投資ウェイトに変化の兆しが見られている。このように、今後、株式市場が発展し時価総額が増加すれば、さらに海外投資家の資金流入は増えてくるものと思われる。特に、ASEANのエネルギー、インフラ関連産業を中心とする民営化、東アジア全域にわ

たる金融セクターの構造改革、あるいは中国国営企業の政府株放出などに伴う外資導入の動きは、対内証券投資の増加要因としてますます大きくなってくるものと思われる。

一方、債券市場は、従来から市場が発達していた香港、シンガポールや、最近、資産担保証券の増加が目覚ましい韓国を除いて、各国とも未だ国債中心の市場であり社債市場は小さい。その国債市場も、アジア危機以降の国内景気刺激策に伴う財政負担から大量発行されることによって漸く育ち始めた市場であり歴史も浅い。その結果、外国人投資家にとっては、市場整備が十分でなく保有比率も低い。民間銀行の貸付・借入・返済の資金の動きを中心とするその他投資では、危機前は、タイ、韓国、マレーシア、フィリピン、インドネシアで巨額の入超となっていたが危機後は一転して二〇〇一年まで出超が続いた。但し、二〇〇二年は入超に転じている。中国でも九七年以降、GITICの破綻等に伴う外国金融機関のエクスポー

ジャーの減少、中国金融機関の対外貸出増加で二〇〇〇年まで出超が続いたが、その後は一進一退の動きとなっている。

その他投資は、危機前は、日本からの資金フローのウェイトが非常に大きく、邦銀貸出の動向で大きく左右されていた。九八年から日本からの資金の引揚げが続いて、九九年は一〇〇〇億ドル近い資金が引揚げられた。二〇〇二年になって、漸く流出の趨勢に歯止めがかかったようにみえる(表1)。このような流出の背景には、邦銀の海外部門の縮小と、日系企業を中心に邦銀顧客の財務リストラによる資金需要の大幅減少がある。また、米国からの対内投資については、日本に比べてもともと流入額が少ない。BISの国際与信統計でも、危機以降東アジア向け与信の顕著な増加はみられていない(表2)。欧州からの与信額は、一九九八年から二〇〇〇年まで大幅に減少したものの、二〇〇二年になって増加に転じている(表2)。東アジアのリテール部門にも強い現地欧州系の銀行が、

表1 日本・米国から東アジア向けその他投資対内投資推移

(単位：億ドル)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
日本	26	541	▲ 372	▲ 971	▲ 151	▲ 105	▲ 7
米国	140	18	▲ 164	▲ 91	▲ 7	122	6

(注) プラスは東アジアへの流入、マイナスは東アジアから日本・米国への引揚げをあらわす。
(出所) 日本銀行、米国商務省

表2 東アジア向け与信(含む現地通貨建て)残高増減推移

(単位：億ドル)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
日本	324	539	▲ 156	▲ 576	▲ 165	▲ 946	▲ 83	▲ 48	▲ 276	▲ 245
米国	109	76	130	147	24	▲ 89	17	35	▲ 13	▲ 11
欧州	831	492	736	717	692	▲ 846	▲ 171	▲ 354	3	175
合計	1,263	1,107	710	289	551	▲ 1,881	▲ 237	▲ 366	▲ 286	▲ 82

(注) 1. 東アジアは、香港、シンガポール、中国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、韓国、台湾、タイの9ヵ国
2. 欧州は、英国、ドイツ、フランス、オランダ、イタリア、スペイン、スイスの7ヵ国
(出所) BIS 国際与信統計

表3 東アジア各国の国際収支概観

	経常収支		直接投資収支		証券投資収支		その他投資収支	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
韓国	+	+	+	-	+	+	+	+
台湾	+	+	-	-	-	-	+	+
香港	+	+	+	-	-	-	+	+
シンガポール	+	+	-	+	-	-	-	-
タイ	+	+	+	+	-	-	-	-
マレーシア	+	+	+	+	-	-	-	-
インドネシア	+	+	-	-	-	+	-	-
フィリピン	+	+	+	+	+	+	-	-
中国	+	+	+	+	-	-	+	-

(注) 2001年は台湾を除いてIMF調べ。2002年は、台湾、シンガポール、マレーシア、フィリピンが中銀調べ。

旺盛な個人ローン需要を中心に与信を増やしているものと推測される。

また、各国の二〇〇一年及び二〇〇二年の収支項目毎の収支尻を、まとめて表3にしたので参照されたい。

図2、3で、一九九六年および二〇〇二年の東アジアを含めたアジア地域全体を取り巻く資金フローを、国際収支ベースで四極図にして比較してみた。

一九九六年と二〇〇二年の時点と比較すると、米国からアジアへ

は、一九九六年の時点においても証券投資の流入額は二億ドルに止まっていた、その他投資は回収超のポジションにあった。二〇〇二年は、証券投資、その他投資とも回収超のポジションになっている。欧州からアジアへの統計は整

の流入では、一九九六年は、直接投資、証券投資、その他投資の合計で五〇〇億ドル以上の大量の資金の流入があったが、二〇〇二年では大幅に減少している。但し、直接投資は、対中投資の増加により二〇〇二年の方が一九九六年を上回っている。日本からアジアへの流入については、

備されていないが、BISの与信統計の動きから、米国同様、一九九六年には巨額の流入があったものと推測される。

二〇〇二年の状況を地域間で比較すると、グロス・ベースで互いに巨額のやりとりを行っている欧米間の資金フローに比べると、アジアを取り巻く資金の流れはそれほど大きくはない。特に、日本との資金パイプが非常に細くなっている。また、アジアから米国向けの資金フローをみると、証券投資とその他投資の合計で一、〇〇〇億ドルを上回る資金が米国に流れしており、これらの資金が米国の経常赤字の一部をファイナンスしていることが良く判る。

二 アジア危機後に積み上がった経常黒字の評価と課題

東アジアの経常黒字は、韓国が純債務国から純債権国へ転換したように、危機時に膨れ上がった各国の対外債務の返済を可能にしたことや、輸出主導の景気回復が危

図2 1996年の国際資金フロー

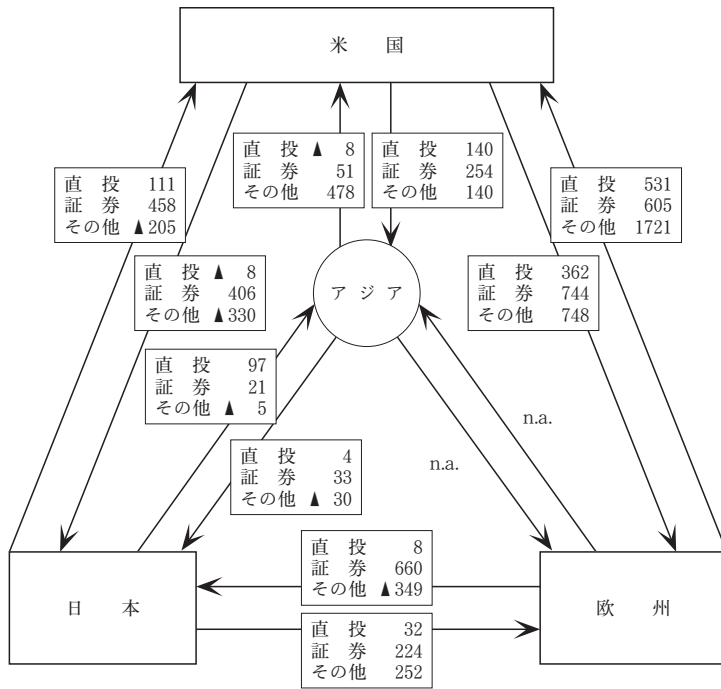
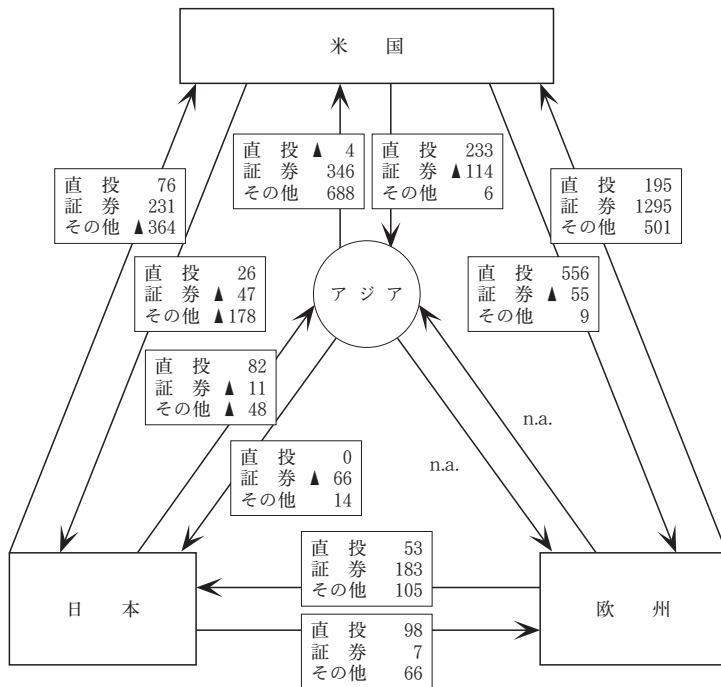


図3 2002年の国際資金フロー



(注) 単位：億ドル。金融派生商品の資金フローを含む。アジア・欧州間は統計が整備されていない。
 (出所) 日・米、日・欧、日・アジアは日本の地域別国際収支統計、米・欧、米・アジア（南アフリカ、ニュージーランドを含む）は米商務省の国際収支統計から筆者作成。

機後の金融セクターの構造改革や企業リストラに伴う痛みを和らげたことから、一応プラスの評価が与えられよう。
 しかし、マクロ的な会計原則に導かれる「一国の経常収支の大きさは、必ずその国の貯蓄と投資の差額に等しい」とするISバランス論からは、寧ろ、通貨危機以降

続いている東アジア各国の投資率落ち込みによる貯蓄超過が問題視されるべきであろう。この現象は、東アジアの金融セクターが未だ不良債権問題を抱え金融仲介機能が低下している一方、過剰設備や財務リストラによって企業の資金ニーズが低下していることが要因となっている。このような問題を改善す

るためには、不良債権問題の早期解決を図って金融の仲介機能を活性化させるとともに、債券市場の振興や国内機関投資家の育成により、国内貯蓄を動員して生産性の高い国内投資に向かわせることが肝要である。
 また、経常黒字は同時に巨額な外貨準備をもたらしているが、こ

れらは先進国の低リスク資産に向かつて流れている。米国の財務省証券の国別保有内訳でみると、中国、香港、台湾、韓国、シンガポール、タイの六カ国計の保有比率は、一九九七年末の一三・九%から大きく上昇しており、直近（二〇〇三年八月末）では二一・五%、保有額は三、二〇〇億ドルを超え、

表4 米国財務省証券の保有国別内訳推移

(単位：10億ドル)

	1997	シェア (%)	98	99	2000	01	02	03年8月	シェア (%)
中国	49.9	4.1	46.4	51.8	60.3	78.6	102.9	151.1	10.6
香港	35.0	2.8	44.2	46.7	38.6	47.7	48.2	52.9	3.7
台湾	33.2	2.7	31.3	29.3	33.4	35.3	34.6	38.4	2.7
韓国	5.2	0.4	18.0	26.1	29.6	32.8	43.1	44.4	3.1
シンガポール	35.2	2.9	43.1	30.7	27.9	20.0	18.2	21.1	1.5
タイ	12.0	1.0	10.5	10.7	13.8	15.7	16.3	13.0	0.9
アジア6ヵ国計	170.5	13.9	193.5	195.3	203.6	230.1	263.3	320.9	22.5
日本	277.6	22.6	276.1	320.0	317.7	317.9	364.7	451.2	31.7
合計	1,230.5	100.0	1,273.8	1,283.8	1,015.2	1,040.1	1,204.5	1,423.1	100.0
うち外国公的部門	599.5	48.7	593.5	623.6	609.2	619.4	657.6	729.2	51.2

(出所) 米国財務省 “Treasury Bulletin”

この間に一、五〇〇億ドルの増加となっている。なかでも、中国はこのうち一〇〇〇億ドル以上の増加となっている(表4)。また、統計は整備されていないが、欧州各国の国債に対する東アジア諸国の保有比率も増加してきているものと推測される。IMFの外貨準備の通貨別構成推移をみると、東アジア諸国の多くが含まれる発展途上国計でみると、ユーロの比率は一九九九年の一四・一%から二〇〇二年は一六・八%に急増しており、東アジアの外貨準備が欧州の資産に流れていることが伺える(表5)。

東アジアの外貨準備が先進国の低リスク資産に流れることについては、東アジア諸国は、自国内や域内に資本市場が発達していないために、先進国の安全資産による低い収益率での運用を余儀なくされてきて、本来享受でき得る自国や域内の危険資産の収益率との差を、一種のプレミアム形で欧米に払わされているとの見方もできよう。この問題点の解決策としては、域内資本市場の整備と外貨準備

表5 IMF加盟国外貨準備の通貨別構成推移

(単位：%)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
全加盟国合計						
米ドル	62.4	65.7	67.9	67.6	67.7	64.8
円	5.2	5.4	5.5	5.2	4.9	4.5
英ポンド	3.6	3.9	4.0	3.8	4.0	4.4
スイスフラン	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
ユーロ	—	—	12.6	13.0	13.3	14.6
独マルク	12.9	12.2	—	—	—	—
仏フラン	1.4	1.4	—	—	—	—
蘭ギルダー	0.4	0.4	—	—	—	—
ECU	5.0	0.8	—	—	—	—
その他	8.4	9.3	9.4	9.7	9.7	11.0
うち発展途上国						
米ドル	65.8	64.9	64.2	63.8	63.8	61.3
円	4.7	4.5	4.6	4.4	4.3	4.3
英ポンド	5.1	5.1	5.3	5.2	5.5	5.8
スイスフラン	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
ユーロ	—	—	14.1	14.9	15.6	16.8
独マルク	10.3	11.3	—	—	—	—
仏フラン	1.8	1.5	—	—	—	—
蘭ギルダー	0.6	0.5	—	—	—	—
ECU	—	—	—	—	—	—
その他	10.6	10.8	10.7	10.7	9.9	10.9

(出所) IMF annual report 2003

備運用の多様化が重要であり、このような課題を克服するために、アジア債券市場育成イニシアティブ(以下ABMIという)やアジア・ボンド・ファンド(以下ABFという)構想が打ち出されている。

ABMIは、アジアの債券市場において、多様な通貨・期間の債券をできる限り大量に発行し市場に厚みを持たせて流動性の高い市場を育成する構想であり、ASEAN+3(日中韓)を中心に各国

が協力して、中長期的な措置も含め様々な項目を包括的に検討するものである。現時点では「官」主導が進められているが、今後は「民」の積極的関与が期待されている。また、ABFは、域内各国の外貨準備を活用して、その一部をプールのし、アジア(除く日本)の国債に投資しようとするものであるが、初回の基金(総額一〇億ドル)では、投資対象が米ドル建ての国債あるいは準政府機関債に限られていたため、現地通貨建て

債券市場、一般社債市場、あるいは資産担保証券市場の育成には直接寄与していない。もっとも、基金の母体となったEMEA P（東アジア・オセアニア中央銀行役員会議）のステートメントにもアジア通貨建ては展望されており、次の基金設定の際に、現地通貨建ての国債や民間債を運用対象に含める動きがあるとの報道もある。

三 米国経常赤字と東アジアの資金フロー

最後に、東アジアからの資金フローを中心に、米国の巨額な経常赤字がどのようにファイナンスされてきたかを概観し、その持続性について考えてみたい。

米国の経常赤字の動向をみると、二〇〇二年は四、八〇〇億ドル（以降米国商務省統計ベース）を記録し史上最大の赤字を記録した。特に、最近になって赤字は拡大傾向が続いており、二〇〇三年第2四半期は一、三八七億ドルを記録、赤字額のGDP比率は五・一四％となっている。欧州は、近年ほと

んど収支均衡を保っている一方で、米国の経常赤字の突出は顕著になってきている。地域別にみると、一、〇三〇億ドルの対中貿易赤字を中心として対アジア地域の赤字の比率が拡大しており全体の赤字の四〇％以上を占めている。また、対欧州での赤字額も増加傾向（全体の二割弱）にあり対日赤字を上回っている。

一方、この赤字をファイナンスしている資本収支を地域別にみると、二〇〇二年は、対欧州での資本収支黒字が、近年減少傾向にあるとはいえ一、四〇〇億ドル近くで突出しており、対アジアでは対前年比で三倍以上に急拡大して九〇〇億ドル強、対日本も同様に拡大して五八〇億ドルの黒字になっている。また、民間部門と公的部門に分けてみると、民間部門では四、三七〇億ドルの黒字、公的部門では米国債投資が前年の二・三倍に膨れあがり九一〇億ドルの黒字を記録した。二〇〇三年に入っても、海外の公的部門の米国債投資は、四半期ベースで三〇〇億ドルを超えるペースで行われている。

このように、最近の米国経常赤字の急拡大に伴い、従来の欧州を中心とした民間投資によるファイナンスだけでは賄いきれなくなり、東アジアや日本の外貨準備による米国債投資でファイナンスの補完がなされている状況がみてとれる。しかし、東アジアを中心とした海外公的部門の米国債投資の増勢が余りに急激であることから、米国経常赤字ファイナンスの持続性の観点からは不安材料の一つとなっている。また、今まで、こうした資金の流入によってドル相場を下支えしてきた面もあるので、流入が減少してさらにドル安が進むという二重の意味で不安要因といえる。さらに、前述の通り、外貨準備のユーロ建債へのシフトの動きが進んだり、まだまだ時間がかかると思われるもののABMIやABFの試みが奏効して東アジアの公的資金が域内の市場に向かうようになったりすれば、現状のような勢いで米国赤字をファイナンスすることは困難になってこよう。

但し、米国への資金流入に占める海外公的資金のウエイトは、二

〇〇二年以降急増しているとはいえ民間部門に比べれば小さいことも指摘しておきたい。米国の経常赤字は五、〇〇〇億ドル程度であるが、そのうち一、〇〇〇億ドル近くが東アジアの公的資金で埋められているとしても、残りの四、〇〇〇億ドルは民間部門からの投資や融資でファイナンスされていることになる。

従って、米国経常赤字のファイナンスの持続性については、欧州を中心とした民間資金の動きの影響の方が大きいといえよう。その民間資金は、今のところ、証券投資を中心として米国への資金流入に大きな変化はみられていない。しかし、東アジアの公的資金の流入が減少するなかでドル安が進んだり、徐々に減少していく国際資本フローを惹きつけるために米国金利が上昇を余儀なくされて米国の経済成長に陰りが生じたりすると、欧州投資家を中心とした民間資金の自国回帰が本格化する可能性がある。そうなれば、プラザ合意のような米国経常赤字の削減を主目的とした通貨調整が必要となってくるか

もしれない。

(注)

(1) 台湾では、一九九九年に、上場企業に対する外国人投資家の持株比率上限引き上げや、特定外国人機関投資家(QFII)の投資上限の引き下げが行われ、韓国でも、二〇〇一年に、外国人による株式取得制限の撤廃など規制緩和が行われた。香港では、二〇〇〇年に、キャピタル・ゲインの免税、証券決済システムの充実、取引手数料の大幅引き下げなどの諸施策を講じて外国人投資家の資金吸収を図ってきた。タイ、マレーシアでは、二〇〇〇年以降、資本市場育成策を打ち出し、決済制度や会計制度などの市場インフラ整備や、コーポレート・ガバナンス、ディスクロージャーの質的な改善が図られている。また、中国でも、二

〇〇二年末にQFII制度が導入され、中国人向けに制限されていたA株市場が外国人投資家に開放された。

(2) After the launch of the US dollar ABF, the EMEAP Group will proceed to study the extension of the ABF concept to include bonds denominated in regional currencies, further strengthening the contribution of the initiative to the broadening and deepening of bond markets in the region.

(3) 二〇〇三年十月二十日付「The Asian Wall Street Journal」

(4) 日本側の国際収支統計では、対米資本収支は一四〇億ドルの赤字に止まっており大きく相違している。

(5) 東アジアの公的部門の対米資本収支統計はないが、中国、香港、台湾、韓国、シンガポール、タイ六カ国の

米国財務証券投資残高(含む民間投資)は二〇〇三年一～八月で五七〇億ドル増えている(表4)。

(参考文献)

・浦田秀次郎「急増する中国への直接投資」、「経済セミナー」二〇〇三年三月号

・高安健「変貌するアジアを巡る国際資金フローと日本の対応」(環太平洋ビジネス情報)、日本総研調査部環太平洋研究センター、二〇〇二年四月)

・森純「アジア債券市場をいかに育てていくか」、「国際金融」一一〇号、二〇〇三年八月

・吉國真「アジアの資金フローとアジア債券ファンダ」、「国際金融」一一〇号、二〇〇三年八月
・みずほ総合研究所アジア調査部「編」

「アジア経済二〇〇三」中央経済社、二〇〇三年三月

・McCauley R. "Capital Flows in East Asia since the 1997 crisis" BIS Quarterly Review June 2003

・IIF "Capital Flows to Emerging Markets Economies" May 2003

・UNCTAD "World Investment Report" 2002 & 2003

尚、本稿は十二月に発行予定の日本経済研究センター主催「アジア研究会」報告書筆者執筆部分の一部及び日本経済研究センター会報十月号「グローバル・ウォッチ」掲載内容を踏まえている。

(国際通貨研究所 主任研究員)