

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

外貨準備の関連統計の活用法

～アルゼンチン、チリ、メキシコ、トルコに関する分析例～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
森川 央
morikawa@iima.or.jp

要旨

- アジア通貨危機の教訓の一つは、新興国の支払い能力についての不完全な情報が、投資家の疑心暗鬼を高めたことであった。当時、外貨準備統計は先物やデリバティブ取引を反映しておらず、正確な準備高をタイムリーに示せていなかったのである。国際通貨基金（IMF）はこの教訓を活かし、2000年代以降、外貨準備の関連統計の情報量を増やしてきていて、契約に基づく今後1年間の外貨流出額をかなり把握できるようになってきた。
- その結果、生まれたのが Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity¹（DT）である。現在、月次でDTを公表しているのは84の国と地域で、IMFのホームページで利用可能である。
- 以下では中南米を中心にいくつかの国について、具体的にDTを分析してみる。アルゼンチンの外貨準備は2017年10月時点で518億ドルである。だが、DTのセクションII（今後1年間で予定される外貨流出額）をみると、442億ドルが流出する予定である。その他にレポ取引に伴う流出等が119億ドルあり、合計すると561億

¹ 統計の定訳はまだ見当たらず、全て仮訳である。

ドルになり外貨準備（518億ドル）を上回っている。アルゼンチンの支払い能力は見かけほど大きくないことが分かる。

- ▶ チリ、メキシコやトルコの DT も、従来の外貨準備高統計だけでは見えない実態を明らかにしてくれる。チリとメキシコは見かけより支払い能力が大きく、トルコは小さい。メキシコとトルコの違いは、セクション III（偶発債務等による外貨移動）によるものである。
- ▶ 融資判断や投資判断において、DT は従来のグロスの外貨準備高をみるだけでは分からなかった対外ポジションの強さ、弱さを分析することができる有益な指標になりつつある。一方、完全な DT を公表している国はまだ少数で、今後の充実が期待される。

1. 外貨準備の関連統計の刷新

外貨準備高は一国の対外支払い能力を示す重要な指標であるが、1997 年のアジア通貨危機時には、外貨準備統計の信頼性に疑問の声があがった。当時、デリバティブなど金融革新が急速に広がっていたが、外貨準備統計がそうした変化に十分対応できていなかったのである。具体的には以下のような不備が指摘された²。

- ・借入の際担保に出した資産（Pledged assets）があるにも関わらず、そのまま外貨準備高として計上されている。注書きもされていない。
- ・経営不安がささやかれている金融機関に預けられている外貨預金が外貨準備に含まれている。
- ・評価額の算定方法に問題がある。
- ・外貨準備の範囲が国により異なり、その差が無視できない規模になっている。
- ・通貨当局が負っている簿外取引（先物やスワップなど）の債務が明らかにされていない。
- ・当局が負っている債務の、当面の支払い予定が明らかにされていない。
- ・当局が、外国通貨当局や IMF、BIS（国際決済銀行）など国際機関との間で設定しているクレジットラインの詳細が不明である。

アジア通貨危機やロシア危機などの教訓の一つが、不完全な情報を放置すれば、危機の際、市場参加者や投資家の疑心暗鬼が強まり、さらにリスク回避行動をおおるとい

² IMF 「International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a data template」 p.2

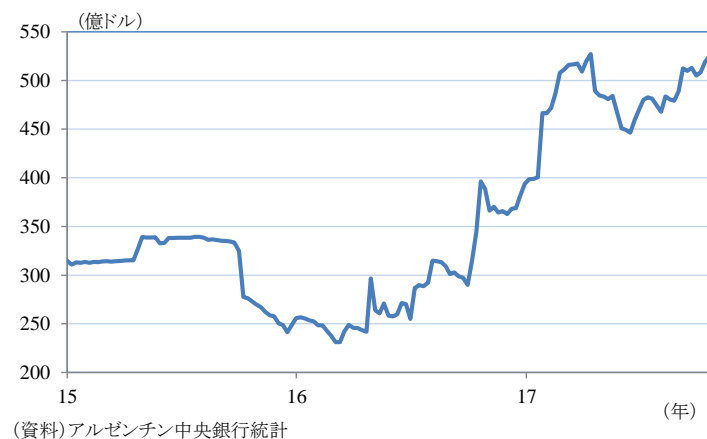
ことであった。IMF もこうした危険性は認識し、2000 年代に入ると外貨準備関連統計の刷新、情報量の追加の検討を始めた。その結果、生まれたのが **Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity** である。DT は上記の問題を改善し、当局が保有している外貨流動性をより正確に公表するようになっている。現在、月次で DT を公表しているのは 84 の国と地域で、IMF のホームページで利用可能である。

2. DT の実例①～アルゼンチン

DT が与えてくれる情報を、アルゼンチンを例にとり紹介する。アルゼンチンは、過去に何度も通貨危機を起こした国で、最近も海外投資家と前政権の債務リストラを巡る対立からテクニカル・デフォルトに陥るなど、国際金融界では悪い方で有名な国である。

現在は、中道でビジネス界出身のマクリ大統領が穏健な経済運営をしており、海外からの投資が増え、外貨準備も増加してきている。政権交代直前の 2015 年 11 月に 250 億ドル前後であった外貨準備は、現在 519 億ドル（2017 年 10 月末）と倍増している。

図 1 アルゼンチンの外貨準備



しかし DT (表 1) をみると、アルゼンチンの外貨準備の実態が明らかになってくる。10 月の外貨準備 518 億ドルで、そのうち外貨は 442 億ドル、その他に IMF リザーブポジション (4 億ドル)、SDR (25 億ドル)、金 (24 億ドル)、その他の準備資産 (23 億ドル) ある。

国によっては、金融当局と中央政府に分散して外貨準備を保有している場合もあるが、アルゼンチンは金融当局に一本化されている。ここまでは、従来の外貨準備統計と大差はない。

表 1 アルゼンチンの外貨準備 (セクション I)

I. Official reserve assets and other foreign currency assets (approximate market value)

外貨準備とその他外貨流動資産 (百万ドル)

	2017年10月	
	金融当局	金融当局+中央政府 (社会保障は除く)
A. 外貨準備	51,809.94	51,809.94
(1) 外貨	44,235.90	44,235.90
(a) 債券	11,415.58	11,415.58
(b) 外国通貨、預金	32,820.33	32,820.33
(i) 外国中銀、IMF、BIS口座	25,411.78	25,411.78
(ii) 外国銀行口座	7,408.55	7,408.55
(2) IMF リザーブポジション	376.41	376.41
(3) SDRs	2,511.18	2,511.18
(4) 金	2,435.02	2,435.02
(5) その他準備資産	2,251.42	2,251.42
金融デリバ商品	119.64	119.64
外国非金融業への貸出	2,131.57	2,131.57
その他	0.21	0.21
B. その他外貨流動資産	0.00	0.00
外貨準備に含まれない債券 (以下空欄のため略)		

(資料)IMF

次のセクション II が新しい情報になる。今後 1 年間で「予定」されている外貨の移動の見積もりが明らかにされている。前表はストック統計であったが、このセクションはフロー統計に拡張されている (表 2)。

表 2 アルゼンチンの今後 1 年間で予定される外貨流出額 (セクション II)

II. Predetermined short-term net drains on foreign currency assets (nominal value)

今後1年間の「予定」外貨流出額 (百万ドル)

	2017M10		
	Total		
	中央政府(除く社会保障)	金融当局	合計
1. 外貨借入、債券、預金	-30,269.36	-13,958.65	-44,228.01
流出 (-) 元本	-21,068.35	-13,958.65	-35,027.00
流出 (-) 金利	-9,201.01		-9,201.01
流入 (+) 元本			
流入 (+) 金利			
2. 先物、先渡し契約の合計			
(a) ショートポジション (-)			
(b) ロングポジション(+)			
3. その他		-11,870.81	-11,870.81
レポ取引に伴う流出 (-)		-11,825.58	-11,825.58
リバースレポ取引による流入 (+)			
貿易信用流出 (-)		-45.23	-45.23
貿易信用流入 (+)			
(以下空欄のため略)			

(資料)IMF

アルゼンチンの中央政府は、今後 1 年間で 302 億ドルの支払いが発生する予定であり、

金融当局も 140 億ドルの支払いがあるため、合計で 442 億ドルが流出する予定である。その他にレポ取引に伴う流出等が 119 億ドルあり、合計すると 561 億ドルになり公的準備資産（518 億ドル）を上回っている。

もちろん一旦は返済されても、投資家が他のアルゼンチン資産に再投資する可能性はあり、レポ取引や先物取引は契約が更新される場合があるので、必ずしも 1 年後に公的準備資産（外貨準備）が枯渇するわけではない。足元では経常赤字を上回る規模で資金流入も続いている。よってこのデータが、国際収支危機が差し迫っていることを示しているわけではないことを認識しておく必要がある。

しかし、アルゼンチンの公的準備資産が見かけよりぜい弱であり、例えば世界的にリスク回避傾向が高まった時（リスク・オフ）には、外貨不足になりやすいことを記憶にとどめておくべきだろう。

なお、表 2 は全体の一部で、今後 1 年間の予定額は、向こう 1 カ月まで、1～3 カ月、3～12 カ月までの 3 期間に分けて記されている（巻末、附表）。

3. DT の実例②～チリ

次にチリを例にとろう。同国の外貨準備は 393 億ドルと決して大きくはない。しかし、チリには「その他外貨流動資産」がある。すなわち外貨準備に含まれていない債券が 235 億ドル、預金が 58 億ドル、合計 293 億ドル（公的準備資産の 75%に相当）の外貨資産があり、外貨準備と合計すると 686 億ドルになる。

外貨準備が国外の公的機関や銀行（自国籍銀行の在外支店を含む）に存在しているのに対し、「その他外貨流動資産」は外国銀行への外貨預金でも国内店舗に存在する預金などを指す。外貨準備と比較すると、流動性がやや劣るということで「その他」の扱いになっているが、資産としては預金や債券など基本的に流動性の高い金融資産であり、危機の際には利用が可能である。世界有数の銅鉱山を持つチリは、輸出代金の一部を政府の特別目的基金にプールしており、それがここに計上されているのである。

そしてチリの短期的な予定外貨流出額は 33 億ドルに過ぎない（表 4）。チリの外貨流動性は、見かけ以上に潤沢といえよう。

表 3 チリの外貨準備と外貨流動資産（セクション I）

I. Official reserve assets and other foreign currency assets (approximate market value)

(百万ドル)

	2017M10
	Mon. Auth. & Cent. Govn excl. Soc. Sec.
A. 外貨準備	39,268.77
(1) 外貨	38,299.25
(a) 債券	33,488.00
(b) 外国通貨、預金	4,811.25
(i) 外国中銀、IMF、BIS口座	0.80
(ii) banks hdqtrd in the rep. cntry.	0.00
(iii) 外国銀行口座	4,810.45
(2) IMF リザーブポジション	197.03
(3) SDRs	760.27
(4) 金	10.10
(5) その他準備資産	2.12
金融デリバ商品	0.00
外国非金融業への貸出	0.00
その他	2.12
B. その他外貨流動資産	29,258.71
外貨準備に含まれない債券	23,465.39
同 預金	5,793.32
同 貸出	0.00
同 デリバ資産	0.00
同 金	0.00
その他	0.00

(資料)IMF

表 4 チリの今後 1 年間で予定される外貨流出額（セクション II）

II. Predetermined short-term net drains on foreign currency assets (nominal value)

今後1年間の「予定」外貨流出額

(百万ドル)

	2017M10		
	Total		
	中央政府(除く社会保 障)	金融当局	合計
1. 外貨借入、債券、預金			-3,307.31
流出 (-) 元本			-2,969.91
流出 (-) 金利			-337.40
流入 (+) 元本			0.00
流入 (+) 金利			0.00
2. 先物、先渡し契約の合計			
(a) ショートポジション (-)			0.00
(b) ロングポジション(+)			0.00
3. その他			-29.20
レポ取引に伴う流出 (-)			
リバースレポ取引による流入 (+)			
貿易信用流出 (-)			
貿易信用流入 (+)			
その他支払い(-)			-29.20
その他受け取り(+)			

(資料)IMF

4. DT の実例③～メキシコとトルコ

メキシコの外貨準備は 1,749 億ドル、その他外貨流動資産は 0.4 億ドルである。そして債務の元利払いにより今後 1 年で予定される外貨流出額は 175 億ドルと、外貨準備の 1 割程度である。また、メキシコの外貨流動性は GDP の 40%前後で、まずまずの健全性を持っている³。ただし、メキシコの公的債務全体の 51%を外国投資家が保有しており、ペソ建て国債の外国人保有比率も 33%と高い。加えて、メキシコペソは新興国通貨の中でトップクラスの取引量を誇り、また規制も少ないことから、新興国通貨に不安が高まった場合に、ヘッジ売りの対象になりやすいなど、国際金融不安の影響を受けることが多い。

そのため、メキシコ政府は IMF と 880 億ドル相当のクレジットライン (Flexible Credit Line : FCL) を契約し⁴、安全性を高めている。FCL のような自由に引き出せる枠の提供を受けている (あるいは供与している) 場合の外貨移動の可能性を示すのが、セクション III (偶発債務等による外貨移動) である (表 5)。

表 5 メキシコの偶発債務等による外貨移動 (セクション III)

III. Contingent short-term net drains on foreign currency assets (nominal value)

(百万ドル)

	2017年9月		
	中央政府(除く社会 保障)	金融当局	合計
1. 外貨建て偶発債務 (Contingent liabilities)			
(a) 短期の担保保証			
(b) その他偶発債務			
2. オプション付き債務			
3. 提供を受けているクレジットライン			94,976.03
(a) 他国中銀やIMFなど国際機関			94,976.03
他国通貨当局 (+)			6,801.80
BIS (+)			
IMF (+)			88,174.23
4. 供与しているクレジットライン			
(a) 他国中銀やIMFなど国際機関			
他国通貨当局 (-)			
BIS (-)			
IMF (-)			
5. オプションポジション			
(a) ショート			
(b) ロング			
(以下空欄のため略)			
(資料)IMF			

³ IMF が 2011 年に考案した ARAM (Assessing Reserve Adequacy Metric) は、短期負債、中長期負債に加え、株、広義マネー (M2 など)、輸出金額との対比で必要と思われる外貨準備高を算出し、それらを足し上げた金額の 100~150%を安全性の目安とする仕組みになっている。メキシコの ARAM は 120%前後であり、健全性の目安の範囲内に収まっている (2016 年末)。詳しくは IMF Policy Paper: 「Assessing Reserve Adequacy- Further considerations」 2013 年 11 月 13 日を参照のこと。

⁴ 2017 年 11 月 29 日に新たに IMF と契約を交わし、2 年先まで延長した。FCL を含めると ARAM は 180% 超となる。

セクション III は、向こう 1 年間で偶発債務等により流出（流入）する可能性のある外貨を示している。外国中央銀行や国際機関からのクレジットラインの供与を受ければ流入（+）に計上し、逆に国有企業の債務を保証すれば流出（-）とする。またオプション付きの債務や、外為のオプション取引のネットポジションがあれば、このセクションに計上される。

メキシコの場合は、外貨調達の手が追加されることで、外貨流動性にとってはポジティブな情報となったが、ネガティブな情報の追加になる場合もある。

トルコの外貨準備は 1,119 億ドル（2017 年 9 月）あり、今後 1 年間で予定されている流出額（セクション II）は 114 億ドルである。しかし、偶発債務等による外貨移動（セクション III）は、641 億ドルの純流出となっている（表 6）。

セクション III まで含めると、外貨準備の 67% になり外貨流動性が潤沢とはいえない。トルコリラが国際金融不安に弱いのもうなずけるだろう。

表 6 トルコの偶発債務等による資金移動（セクション III）

III. Contingent short-term net drains on foreign currency assets (nominal value)

(百万ドル)

	2017M09		
	中央政府(除く社 会保障)	金融当局	合計
1. 外貨建て偶発債務 (Contingent liabilities)			-64,072.00
(a) 短期の担保保証			-1,461.00
(b) その他偶発債務			-62,611.00
2. オプション付き債務			
3. 提供を受けているクレジットライン			
(a) 他国中銀やIMFなど国際機関			
他国通貨当局 (+)			
BIS (+)			
IMF (+)			
4. 供与しているクレジットライン			
(a) 他国中銀やIMFなど国際機関			
他国通貨当局 (-)			
BIS (-)			
IMF (-)			
5. オプションポジション			
(a) ショート			
(b) ロング			
(以下空欄のため略)			
(資料)IMF			

5. 終わりに

過去 10 年ほどの間に、外貨流動性に関する統計は整備が進んでおり、以前に比べると格段に得られる情報が増えている。従来のグロスの外貨準備高をみるだけでなく DT 統計を確認し、表面に現れていない対外ポジションの強さ、弱さを検討することが重要である。

もっとも世界各国に横断的なこの統計は貴重だが、例えばソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) の扱いは国によってバラツキもあるので、利用にあたっては注意も必要である。また IMF が推奨している情報を完全に公開している国はまだ少数である。特にセクション III は空欄となっている国も多い。空欄だから対象債務がないと決めつけず、丁寧に個別国の情報を集める努力も必要である。

以上

付表 アルゼンチンの今後1年間で予定される外貨流出額の内訳

今後1年間の「予定」外貨流出額

(百万ドル)

	2017M10			2017M10			2017M10		
	Up to 1 Month			More than 1 and up to 3 months			More than 3 months and up to 1 Year		
	Central Government, excluding Social Security	Monetary Authorities	Mon. Auth. & Cent. Govn excl. Soc. Sec.	Central Government, excluding Social Security	Monetary Authorities	Mon. Auth. & Cent. Govn excl. Soc. Sec.	Central Government, excluding Social Security	Monetary Authorities	Mon. Auth. & Cent. Govn excl. Soc. Sec.
1.外貨借入、債券、預金	-3,852.78	-13,958.65	-17,811.43	-6,211.88		-6,211.88	-20,204.70		-20,204.70
流出 (-) 元本	-2,666.82	-13,958.65	-16,625.47	-4,170.07		-4,170.07	-14,231.45		-14,231.45
流出 (-) 金利	-1,185.96		-1,185.96	-2,041.81		-2,041.81	-5,973.25		-5,973.25
流入 (+) 元本									
流入 (+) 金利									
2. 先物、先渡し契約の合計									
(a) ショートポジション (-)									
(b) ロングポジション(+)									
3.その他		-1,275.47	-1,275.47		-45.23	-45.23		-10,550.11	-10,550.11
レボ取引に伴う流出 (-)		-1,275.47	-1,275.47		0.00	0.00		-10,550.11	-10,550.11
リバースレボ取引による流入 (+)									
貿易信用流出 (-)		0.00	0.00		-45.23	-45.23		0.00	0.00
貿易信用流入 (+)									
(以下空欄のため略)									
(資料)IMF									

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すよう、宜しくお願い申し上げます。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、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。

Copyright 2017 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>