

〈〈カントリーレビュー〉〉

送金リスクで重視される指標—インドネシアとベトナムを例に

審査部カントリーリスクグループ 福島 由貴¹

貿易保険と送金リスク

貿易保険において填補するカントリーリスクは、主に戦争・テロ・騒擾・自然災害等の不可抗力リスク、収用・権利侵害リスク、そして為替規制等で決済不能となる送金リスクに分けられるが、輸出や投融資の債権が付保対象である性質から、具体的な保険事故は、主に現地からの輸入決済・融資返済・配当に関わる送金等の不能から顕現することが多い。為替・送金の規制の導入は一般的にその国の外貨が不足していることが主たる理由であり、その外貨の過不足状況や見込は経済指標に表れてくるため、貿易保険ではカントリーリスクのうち、送金リスクを見極めるために各国の経済指標を特に注視していると言っても過言ではないほどである。本稿では弊社でも引受実績の多いインドネシアとベトナムを例に、その送金リスクの観点で重視されるマクロ指標をIMF・世銀のレポートからいくつか紹介していきたい。

為替規制

まず足下の為替規制状況を調べるには IMF が毎年、各国の為替規制や為替管理の状況を纏めて発行しているレポート「Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions」がある。個別国に関する記載は割愛するが、2020年8月に公表されている現時点の最新版においても、2018年時点で50カ国が何らかの規制を導入している（図1参照。なおインドネシアとベトナムは斯かる50カ国に含まれていない。）。当然最終的には現地当局の情報で確認を取る必要はあるが、少なくともIMFが毎年夏時点で把握している範囲の状況を確認するには有効だ。

Table 7. Exchange Restrictions and Multiple Currency Practices, January 1–December 31, 2018

(図1)

	Member under ...								
	Article XIV status			Article VIII status			Total		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Restrictions on payments for imports	9	7	6	3	3	4	12	10	10
Restrictions on amortization on external loans	2	2	2	3	2	2	5	4	4
Restrictions with general applicability	12	10	13	19	20	19	31	30	32
Administered allocations, rationing and undue delay	7	6	9	9	10	9	16	16	18
Payments above a threshold				1	1	1	1	1	1
Tax clearance certificates				1	1	1	1	1	1
Exchange taxes	1	1	1	3	3	3	4	4	4
Surrender of export earnings to have access to foreign exchange				1	1	1	1	1	1
Other	4	3	3	4	4	4	8	7	7

¹本カントリーレビューの中の意見や考え方に関する部分は筆者個人としての見解を示すものであり、日本貿易保険(NEXI)としての公式見解を示すものではありません。なお、信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、その正確性・確実性を保証するものではありません。

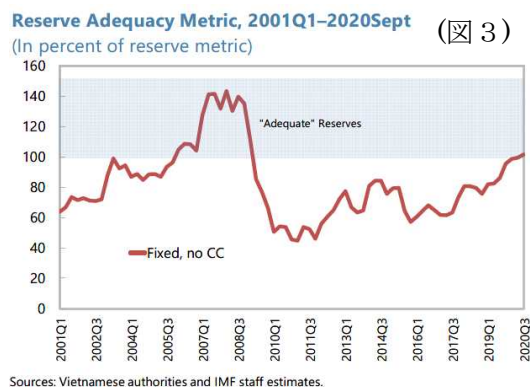
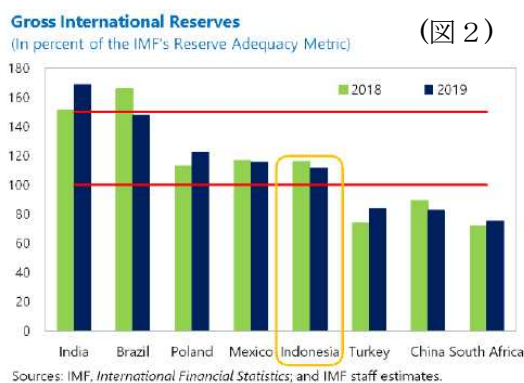
Memorandum items:									
Average number of restrictions per member	4.3	4.1	4.4	1.8	1.9	1.9	2.6	2.5	2.6
Number of countries with restrictions	15	14	14	35	36	36	50	50	50

出所:IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019
より、筆者抜粋

経済指標については、主に直近 2021 年 3 月に公表されたインドネシアとベトナムのIV条協議レポートからピックアップしていく。

外貨準備

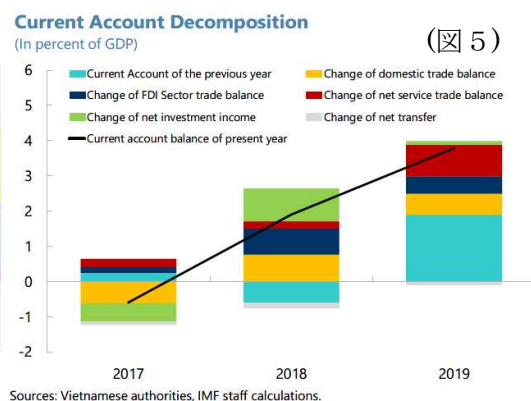
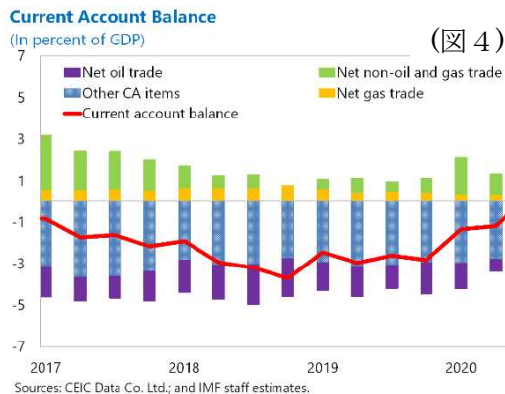
一国外貨不足状況の判断材料の一つとして、外貨準備の水準がよく使われる。一般的には財およびサービス輸入の何ヵ月分保有しているかを示す輸入カバー月数の指標として、3 ヶ月が一つの目安とされているが、IMF はそこから踏み込み、輸出、マネーサプライ、短期対外債務やその他負債から算出したARA(Assessing Reserve Adequacy) metric を望ましい外貨準備水準の目安としている。インドネシア(図2)とベトナム(図3)いずれも、ARA metric により基準とされる 100 を超えているが、後者ベトナムは 2019 年までその水準を下回っていたが 2020 年に到達したところである。後者ベトナムの急激な改善は、近年スマートフォン等電子機器の輸出が大きく伸びていることが要因として挙げられよう。



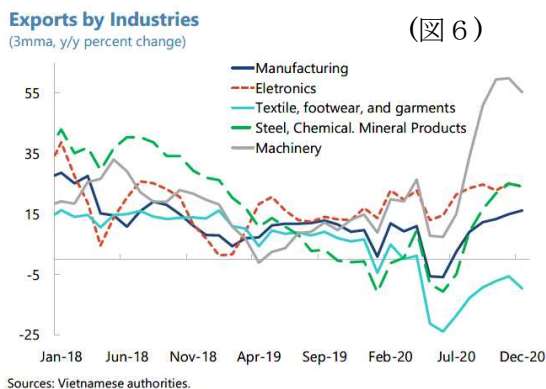
出所:IMF インドネシアIV条協議レポート 及び ベトナムIV条協議レポート

経常収支

上述外貨準備の増減の大きな要因の一つが経常収支だ。経常収支黒字であれば、足下の財・サービスの輸出入や企業配当や労働者送金等の結果として外貨の流入の方が流出を上回り国内に出回る外貨が増えている状況と言え、逆に赤字であれば外国からの投融資等が外貨準備の取り崩しで国外への外貨流出を補っている状況と言える。こちらはインドネシア(図4)が 2019 年まで赤字であったが直近 2020 年第三四半期に黒字転したところ、ベトナム(図5)は 2018 年から黒字転し 2019 年黒字幅が拡大している。インドネシアはコロナ禍での国内需要の減退による輸入減で経常黒字化した面もあるが、ベトナムの経常黒字の中身を更に見てみると機械や電子機器等の輸出が 2020 年のコロナ禍の中においても年初の落ち込みから急回復しており、斯かる点がベトナムの強みとなっていると見て取れる(図6)。



出所:IMF インドネシアIV条協議レポート 及び ベトナムIV条協議レポート

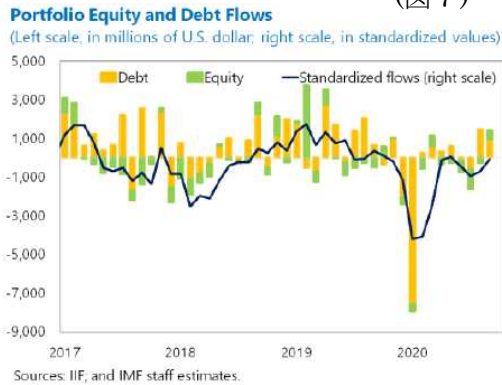


出所:IMF ベトナムIV条協議レポート

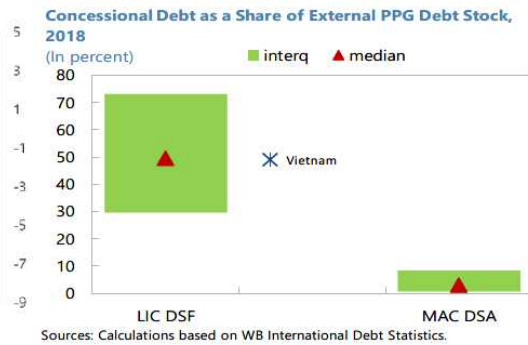
外国等からの外貨調達力

上記にて経常赤字の場合は外国からの投融資か外貨準備の取り崩しと記したが、前者については IMF や世銀・ADB や各国開発援助機関等からの援助の他、外国企業からの対内投資や、民間金融機関等からの調達(ドル建て国債発行等)が考えられる。このうち最後の点が円滑に成し得るか否かがインドネシアとベトナムで事情が異なるところだ。インドネシアは多くの民間の投資資金が入りしており(図7:インドネシアのポートフォリオ投資フロー推移)金融市場でのドル建て国債発行等も比較的円滑に成し得る一方、ベトナムはまだまだ対外借入のうち ODA 等譲許的借入の割合が高い状況。(図8参照。左欄の低所得国(LIC)、右欄のマーケットアクセスを有している国々(MAC)の債務のうちの譲許的借入の割合の分布を、それぞれ下位 25%以上上位 25%以下を緑色枠、中央値を赤三角で表し、中央の米印がベトナムだ。ベトナムの譲許的借入の割合が、同国が 2010 年に卒業している低所得国の中央値並みに高いことがわかる。)

(図 7)



(図 8)



出所: IMF インドネシアIV条協議レポート 及び ベトナムIV条協議レポート

対外債務の返済負担

対外債務の返済負担がどの程度かという点も、外貨不足による外国為替規制導入の可能性を見極めるにあたり重要な点である。これには GDP 比での対外債務残高のほか、対外債務を分子として財・サービス輸出で割った ORR(Outstanding Receipt Ratio)、またその ORRと同じ分母で分子にその年の対外債務返済額及び金利支払い額を置き計算する DSR(Debt Service Ratio)も、その国全体としての対外債務返済能力を見るのに重要な指標となる。対外債務 GDP 比率は 50%以下、ORR は 250%以下、DSR は 25%以下が一般的に目安とされる。インドネシアとベトナムのこれら指標を見ると、対外債務 GDP 比率ではインドネシアの方が低いが DSR で目安を超えており、一方ベトナムは ORR 及び DSR で目安から一桁異なるほど大幅に下回っている等、両国の実態が異なることがわかる。これは分母である GDP と輸出ボリュームの大きさの違い、またベトナムの対外債務の内容が民間からの借入より譲許的な ODA によるものが大宗であることが要因である点、これまでの説明からもご高察頂けるだろう。このように単一の指標だけでは見えてこない違いが、複数の経済指標をあわせて見ることによりわかることがある。

2019 年実績値	インドネシア	ベトナム
対外債務 GDP 比率 (下記①/②)	35.9%	44.8%
ORR(下記①/④)	201.0%	41.8%
DSR(下記③/④)	40.9%	5.9%
①対外債務(百万 USD)	402,083.88	117,344.05
②GDP(百万 USD)	1,119,190.78	261,921.24
③デット・サービス(百万 USD)	81,780.26	16,428.46
④財・サービス輸出(百万 USD)	200,069.50	280,826.00

出所: 下記世銀データ(最終アクセス日 2021 年 3 月 29 日)及び筆者計算

- ① External Debt Stocks, total <https://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DECT.CD>
- ② GDP <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=IW>
- ③ Debt Service on External Debt, total <https://data.worldbank.org/indicator/DT.TDS.DECT.CD>
- ④ Exports of Goods and Services <https://data.worldbank.org/indicator/BX.GSR.GNFS.CD>

おわりに

以上、各国の外貨繰りを見る為に重要な指標の一部をご紹介したが、日本貿易保険では、これらを使いつつ様々な分析を行って、送金リスクが顕在化する可能性がどの程度高いか、日々見極めを図っている。

コロナ禍が続く中、世界のどこかの国では今後為替規制導入やそれによる決済不能等が起こる可能性はゼロとは言えない。弊社が公的貿易保険機関としてこのような経済危機時こそ期待される役割を十二分に発揮し、日本企業や国民の皆様に貿易・投資に関する安全網を提供して安心して海外ビジネスを続けて頂けるよう、引き続き全力で業務を遂行して参りたい。

(2021年3月29日記)