拡大、変動する資本移動と新興市場諸国の政策対応（上）

令和元年 12 月 24 日
佐志田晶夫
（公益財団法人日本証券経済研究所）

拡大、変動する資本移動と新興市場諸国の政策対応（上）

要約

本稿では、IMF アジア太平洋局が 10 月に公表した報告書“Facing the Tides：Managing Capital Flows in Asia（潮流に立ち向かう：アジアにおける資本移動管理）”に基づき、資本移動の拡大と経済安定化政策について概観する。なお、（下）では資本移動管理に関連する IMF の報告書、BIS 経済年報の新興市場諸国政策枠組みの分析などを紹介する予定。

アジア諸国への資本移動の影響と政策的な対応は以下のように整理できる。

・大規模かつ変動する資本移動は為替レートに大きな圧力を及ぼす。

・通常は、為替レートは経済的なショックを緩和するとみられているが、一定の条件の下ではショックの増幅器ともなりうる。為替の減価は外貨債務が大きく金融市場が未発達な場合には企業の脆弱性を悪化させ投資を妨げる。

・グローバルな資本移動サイクルに直面し、アジア新興市場諸国は複数の政策手段を用いており、伝統的な政策枠組みはからしばしば逸脱している。

・FXI(為替介入)を用いた為替変動の管理はかなり広がっている。

・金融政策は標準的なテイラー・ルール変数（インフレ、産出ギャップ）に反応するだけでなく、米国政策金利、資本移動、為替レート、信用増加などにも反応している。

・マクロプルデンシャル政策手段（MPM）は、信用増加、インフレ、米国政策金利、資本移動などの内外要因に反応する。一方、アジアでは資本移動管理手段（CFM）の使用は限定的。当局のクロスボーダーな資金移動の影響への懸念を反映し、住宅価格の大幅な上昇への対応が多い。

アジア新興市場諸国は、複数の政策手段を活用しているが、様々な政策手段を協調させることは容易ではない。政策の潜在的なコストと課題を検討すべきである。

・FXI（為替介入）は為替レートの上昇を抑えるため、FXI の使用はインフレ抑制へのコミットメントを疑わせる懸念がある。

・FXI に伴う不胎化措置のコストを考慮する必要がある。その大きさは外貨準備の規模と内外金利差に左右される。

・FXI、MPM、CFM の広範な使用が金融市場の発達を妨げる可能性がある。中央銀行が為替市場の主要プレーヤーになると、外貨デリバティブ市場の発達は抑えられるかもしれない。

・FXI は、特に大きな経常収支黒字がある場合には、不公平な競争優位を目指したものと受け止められる可能性がある。

拡大、変動する資本移動と新興市場諸国の政策対応（上）

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

Ⅰ．はじめに

本稿では、IMF アジア太平洋局が 10 月に公表した報告書“Facing the Tides：Managing Capital Flows in Asia（潮流に立ち向かう：アジアにおける資本移動管理）(1)”に基づいて、拡大、変動する資本移動に対応したアジア諸国の経済安定化政策の動向を概観する。なお、本稿に続いて（下）では資本移動管理に関する IMF での議論(2)、BIS 経済年報の新興市場諸国の金融政策枠組みについての分析 (3)などを紹介したい。

自由な資本移動の下で金融政策の独立性を確保するには、変動為替レート制の採用が必要だとされてきた（国際金融のトリレンマ）。だが、近年のグローバルな資本移動の拡大によって、変動為替制度を採用していても政策運営の独立性は制約されるとの指摘が注目されてきている(4)。実際に、少なからぬ新興市場諸国が、国内経済・金融の安定を目指すため、為替市場への介入をマクロプルデンシャル政策手段（MPM）や金融政策と組み合わせて利用している。加えて、何らかの資本移動管理手段（CFM）が用いられることもある。

こうした政策が広がってきた理由として、資本移動の規模と変動が新興市場諸国の経済規模との対比で極めて大きくなってきたこと、新興国の国内金融資本市場の発達が十分でなく資本流入の影響が大きくなりがちなこと、対外債務の大きさなどによって為替レート変動が各国のバランスシートに及ぼす影響に注意が必要なことなどが指摘されている。

---

1 IMF, Asia and Pacific Department, Prepared by an IMF team led by Harald Finger and Pablo Lopez Murphy “Facing the Tides：Managing Capital Flows in Asia” Departmental paper, No. 19/17, October 2019.

2 IMF, “The Liberalization and Management of Capital Flows - An Institutional View”, Policy Papers, November 14, 2012 及び IMF Executive Board Discusses Review of Experience with the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows, December 20, 2016 を参照。

3 BIS, Annual Economic Report 2019, Chapter II “Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability” 30 June 2019

4 Hélène Rey, “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence” August 2013, Paper presented at the Jackson Hole Symposium (August 2013) なお、Maurice Obstfeld, “Trilemmas and trade-offs: living with financial globalization” BIS Working Papers No 480, January 2015 などを参照。

IMF は、各国の経済・金融情勢に対する資本移動の影響に注目し、2012 年に資本勘定の自由化と管理に関する Institutional View（機関見解）公表した。その後は、各国との協議でマクロ経済政策手段と合わせて資本移動管理の検討も行っている。アジア太平洋局の報告書は、様々なデータを用いてアジア諸国の安定化政策を分析し、資本移動の影響を緩和する FXI（為替介入）や MPM(マクロプルデンシャル政策手段)の効果と政策運営の課題を整理している。なお、BIS の経済年報（2109 年）も同様な問題意識を踏まえた分析に基づき、為替介入の活用など現実の政策運営が理論的裏付けより先行していると論じている。

2．IMF アジア太平洋局の“Facing the Tides”報告書の構成

アジア太平洋局の報告書の構成は図表 1 の通り。序章ではグローバルな資本移動の拡大と変動幅の増大、アジア新興市場諸国に対する資本流入と各国金融情勢への影響などの事実を整理し政策対応を概観し、次いで第 1 章で為替レートの変動が各国の経済・金融に影響する経路についてミクロレベル、マクロレベルのデータを用いて分析している。

第 2 章では各国が採用している政策を整理し、第 3 章で為替市場介入や金融政策、マクロプルデンシャル政策（MPM）などが、何を目標に操作されてきたかを、IMF のデータベースを活用して分析している。分析結果を踏まえて第 4 章では、資本移動管理手段（CFM）を含む各種の政策の潜在的コストを論じ、第 5 章で課題を整理している。以下では、アジア太平洋局の報告書の内容を構成に沿って紹介する。

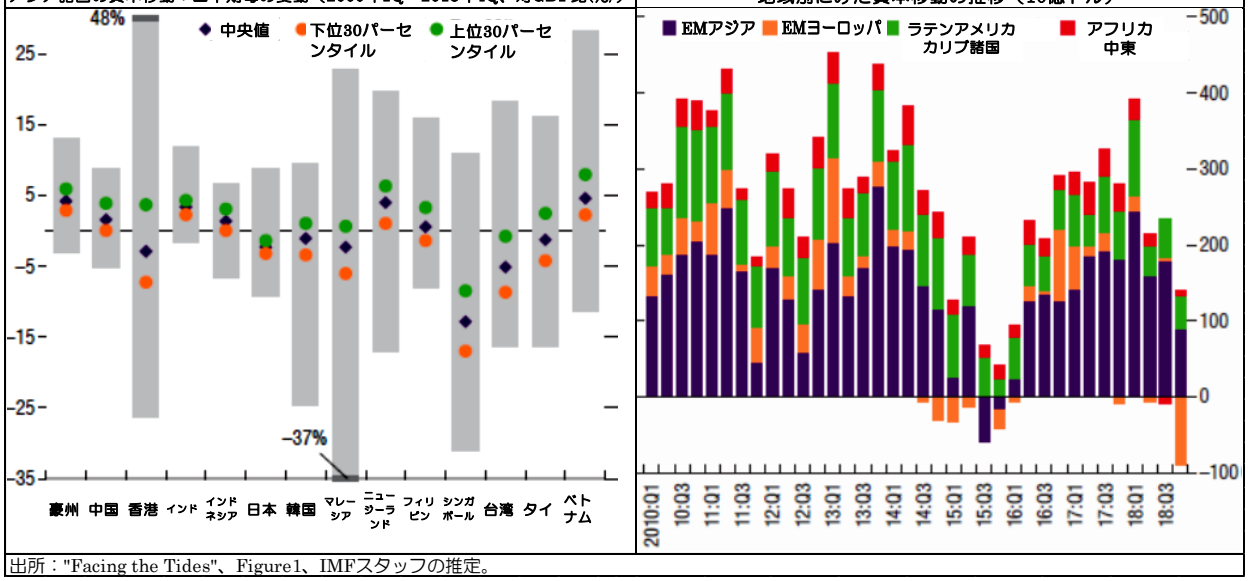
図表1：IMFアジア太平洋局報告書“Facing the Tides”の構成
要約
序．はじめに
1．為替レート：ショックの緩衝器か増幅器か
ミクロレベルの証拠 マクロレベルの証拠 グロース・アット・リスク
2．アジア新興市場諸国での政策対応
鳥瞰図 各政策手段とリスクの結び付き
3．推計された政策反応関数
為替介入は資本移動のかなりの部分を吸収 金融政策の反応関数は複数の目的を反映 マクロプルデンシャル政策手段（MPMs）は国内マクロ金融リスクとグローバルな要因に反応 住宅リスクがCFM（資本移動管理手段）利用の主要な要因
4．各政策アプローチの潜在的なコスト
5．結論
付属文書1．IMFアジア企業の脆弱性（外貨債務要因） 付属文書2．金融部門の発達、為替レートの変動及び債務のドル化 付属文書3．為替レートショックに対する投資と経済成長の反応 付属文書4．為替レートのボラティリティとグロース・アット・リスク 付属文書5．政策反応関数の推定
参考文献

Ⅱ．拡大する資本移動とその影響

1. 拡大する資本移動のアジア諸国への影響

金融危機以降もグローバルな資本移動は大規模かつ大きく変動し、新興市場諸国への影響が注目されてきた。例えば、主要先進諸国の非伝統的な金融政策が国際金融システムに大量の流動性を供給しアジア諸国にはかなりの資本が流入、さらに、その後の主要国の政策変更や投資家のリスクオフの動きが、資本移動の変動幅を大きくしてきた（図表 2）。

図表2：資本移動の規模は各国の経済規模との対比で拡大



出所："Facing the Tides"、Figure1、IMFスタッフの推定。

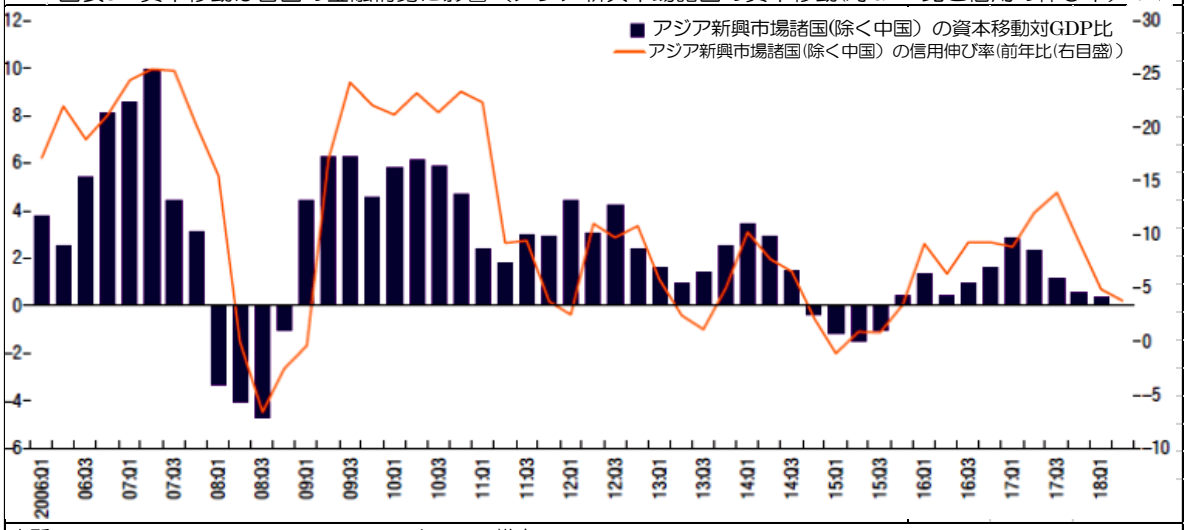
一般的には資本移動は受け手国に利益をもたらすが、変動する資本の潮流は混乱を招く要因となりうる。アジア新興市場諸国への資本移動は国内金融システムと比べて大きく、その大幅な変動は効率的な資本配分への課題を引き起こしかねない。また、急激な資本流入はレバッレッジを全般的に上昇させてリスクを高めうる。さらに、資本流入はしばしば実質為替レート上昇と共に経常収支を悪化させ、急激な反転は経済変動を増幅させかねない。

資本移動の中でもポートフォリオ投資は、投資家のリスク選好の変化などによるグローバルな金融サイクルに左右され、各国の国内金融情勢に影響を及ぼす（図表 3）。このため金融政策の独立した運営と効果が脅かされかねない (5)。また、為替レートは対外競争力、バランスシート、インフレ率と金融政策枠組みの信頼性に影響するため、その過度な変動には懸念がある。アジアの新興市場諸国にとって資本移動への対応は重要な課題である。

---

5 注 4 の Rey の論文を参照。Rey はグローバルな資本移動の拡大により“国際金融のトリレンマ”ではなく、為替制度に関わらず金融政策の独立性と自由な資本移動の間の“ジレンマ”になったと主張している。ただし、新興市場諸国の政策当局は外貨債務などを通じた影響を踏まえ、経済・金融の安定化のため為替介入などで変動を抑制している点に注意が必要であり、資本移動による過度な為替変動への対応が問題となっている。

(%) 図表3：資本移動は各国の金融情勢に影響（アジア新興市場諸国の資本移動(対GDP比と信用の伸び率）(%)



出所："Facing the Tides"、Figure2、IMFスタッフの推定。

報告書は、アジア新興市場諸国の政策当局者は、資本移動による問題に対処するために、金融政策（政策金利)、為替政策（FXI)、マクロプルデンシャル政策手段（MPM）及び資本移動管理手段（CFM）の 4 つの政策手段を用いていると指摘、アジア諸国に対する外的なショックと、各国がどんな政策を用いて対応したかを以下のように整理している。

・大規模かつ変動する資本移動は為替レートに大きな圧力を及ぼす。
・通常は、為替レートは経済的なショックを緩和するとみられているが、一定の条件の下ではショックの増幅器ともなりうる。為替の減価は外貨債務が大きく金融市場が未発達な場合には企業の脆弱性を悪化させ投資を妨げる。
・グローバルな資本移動サイクルに直面し、アジア新興市場諸国は複数の政策手段を用いており、伝統的な政策枠組みからしばしば逸脱する。
・FXI を用いた為替変動の管理はかなり広がっている。
・金融政策は標準的なテイラー・ルール変数（インフレ、産出ギャップ）に反応するだけでなく、米国政策金利、資本移動、為替レート、信用増加などにも反応。
・MPM(マクロプルデンシャル政策手段)は、信用増加、インフレ、米国政策金利、資本移動など内外要因に反応。一方、CFM(資本移動管理手段)の使用は限定的。当局のクロスボーダーな資金移動の影響への懸念を反映し、住宅価格の大幅な上昇に対する使用が多い。

2. 為替レート変動の影響を左右する要因

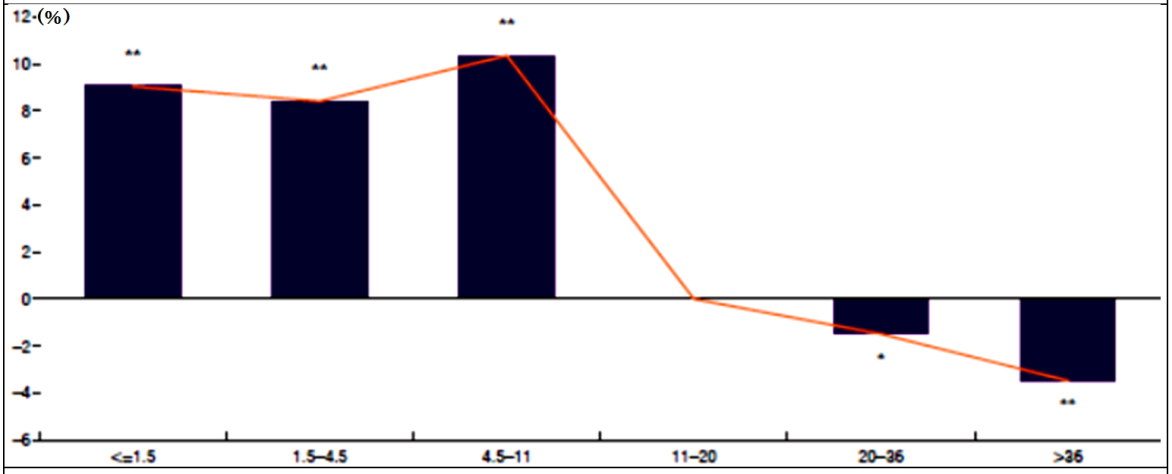
為替レートの下落は、様々な経路を通じて各国経済に相反する効果を及ぼす。為替下落が輸出価格を低下させ貿易取引（数量）を増加させる対外競争力への効果だけでなく、輸出財の価格決定が主に外貨建てで、短期的には価格変動が限定的な場合は、企業の収益性が改善することを通じて内部資金調達と投資に及ぼす影響がある。

加えて、バランスシートへの影響を通じた金融面の経路が注目されている。金融面の影響は、金融摩擦やバランスシート上の通貨ミスマッチから生じる。外貨借入が大きい場合には自国通貨下落が債務負担を重くするなど、為替レート変動の影響が増幅される。

報告書では、アジア 12 か国の個別企業レベルのデータ（1994 年～2016 年）を用いて為替レートの変動が企業の脆弱性（倒産確率の代理変数である Z スコアの変化）にどう影響するかを分析している。対ドルでの 30%の下落によってサンプル企業の 7%が、高いデフォルト確率の状態になる。外貨債務の比率が高い場合には為替変動の影響はより強くなる。また、企業財務の悪化は銀行の資産内容を劣化させ金融システムに影響を及ぼす。

為替変動は企業の設備投資にも影響する。平均的な影響としては対外競争力改善の効果などから為替下落は投資の増加につながっているが、企業の外貨建て債務が大きくなると効果の方向が逆転し、ドル建て債務比率 20%以上で投資は減少している(図表 4)。輸出を行っていない企業では、設備投資への影響はより大きい。また、個別企業データに基づき、金融市場の発達度合いがどう影響するかを分析すると（先進諸国と新興市場諸国の計 21 か国が分析対象)、金融の発達度合いが低いと（民間信用の対 GDP 比率を指標として利用)、為替レートショックの企業設備投資への影響は大きくなるとの結果が得られた。

図表4：為替レート変動がショックを増幅~10%の為替レート下落が企業の設備投資に及ぼす影響



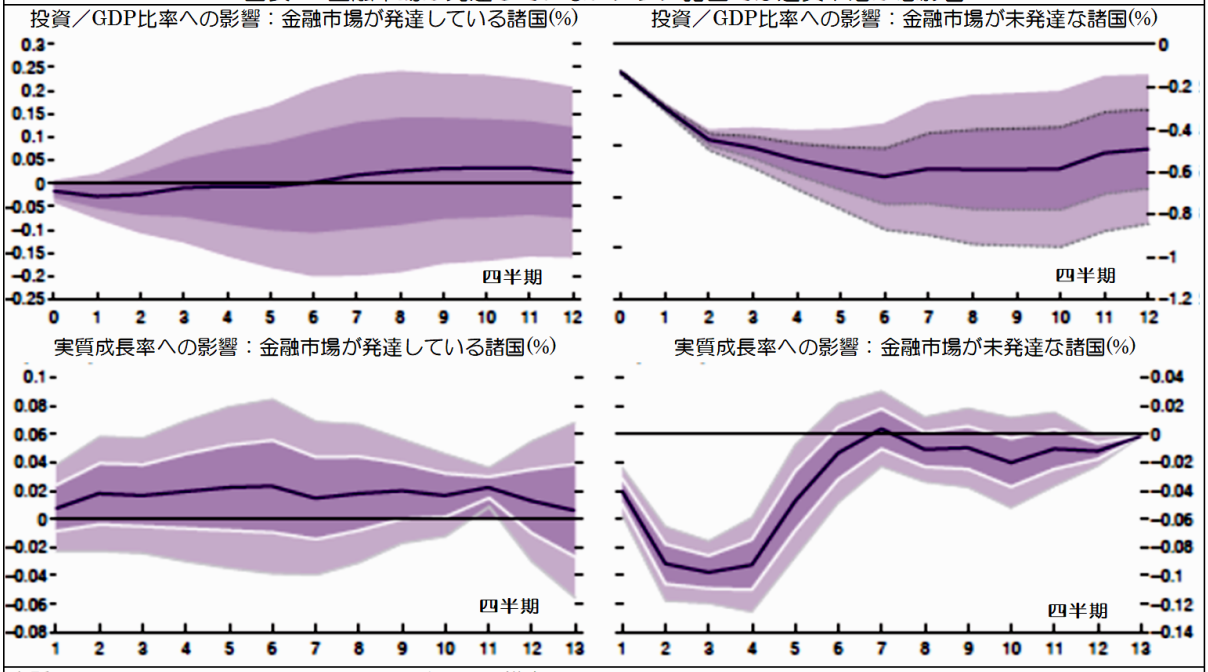
注：債務に占めるドル建て債務の比率（企業レベルのデータで推定）、**はp値＜0.05、*はp値＜0.1
出所："Facing the Tides"のFigure4より。IMFスタッフによる推定。

上記のミクロ(企業レベル)の分析結果は、マクロ経済データを用いた分析からも裏付けられ、金融市場が未発達な諸国では、為替下落は経済全体での投資比率低下を招く(図表 5 の右上)。成長率も同様に低下するが、投資比率と比べると影響が及ぶ期間は短い。これは為替下落による対外競争力改善などのプラス効果が影響を相殺するためだと考えられる。

なお、より長い期間を前提とした分析（グロース・アットリスク）によると、グローバ

ルなリスク選好の高まりによる資本流入は、短期的には金融状態緩和と為替レートの変動低下を通じて経済を拡大させるが、中期的には過度の信用拡大などで金融の脆弱性が増大する可能性が上昇し、成長率低下のリスクが高まることが示唆される。

図表5：金融市場が発達していないアジア諸国では通貨下落が悪影響



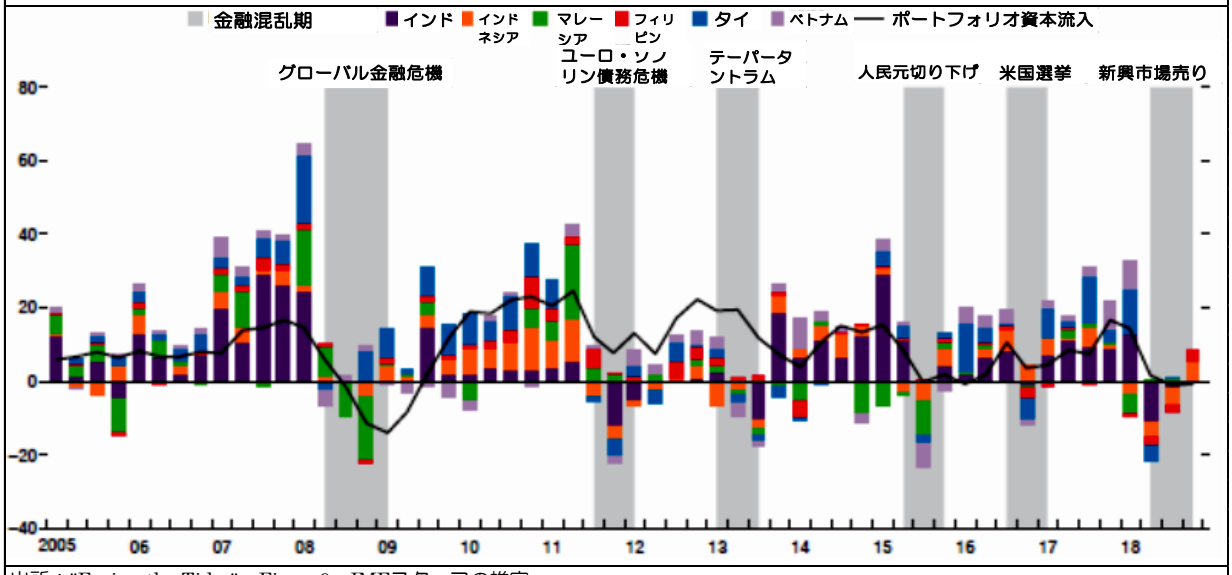
出所："Facing the Tides"、Figure6、IMFスタッフの推定。

Ⅲ．アジア新興市場諸国の政策対応

1．アジア諸国の政策対応状況の概観

アジア新興市場諸国は、資本移動への対応手段として FXI を用いており、介入で資本流入時に増加した外貨準備を、流出時には取り崩す動きがみられる（図表 6）。

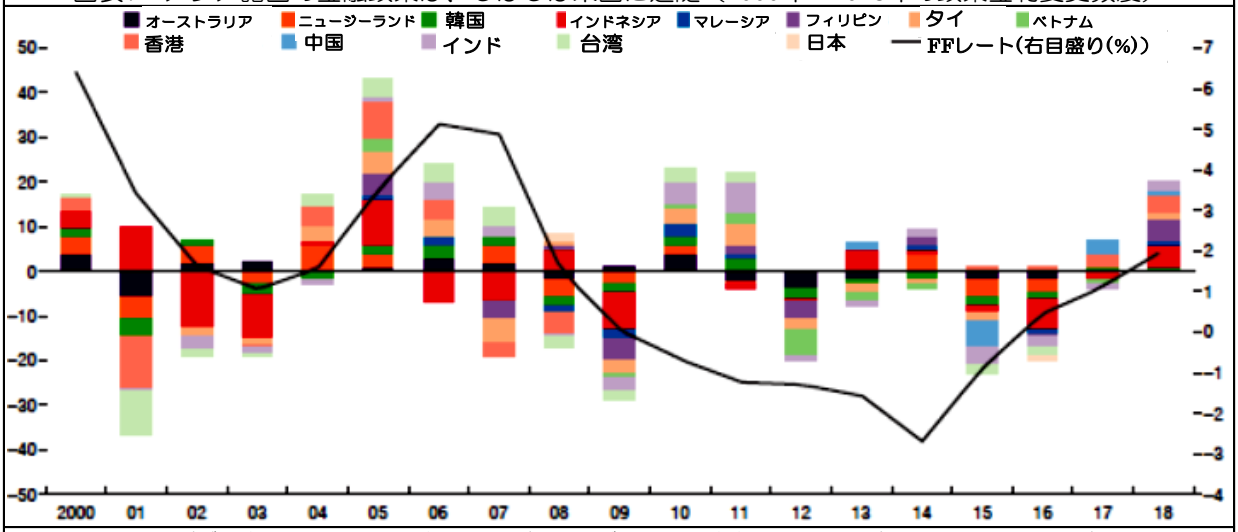
図表6：為替介入(FXI)により資本移動を吸収～新興アジア諸国の外貨準備変動(10億ドル)



出所："Facing the Tides"、Figure9、IMFスタッフの推定。

各国の政策金利の動きをみると、米国政策金利に追随して金利変更が行われることが少なくない（図表 7）。これからみると、変動為替制度の場合でもグローバルな金融情勢の影響からの隔離効果には限界があり、金融政策の独立性には制約があることが示唆される。

図表7：アジア諸国の金融政策は、しばしば米国に追随（2000年～2018年の政策金利変更頻度）

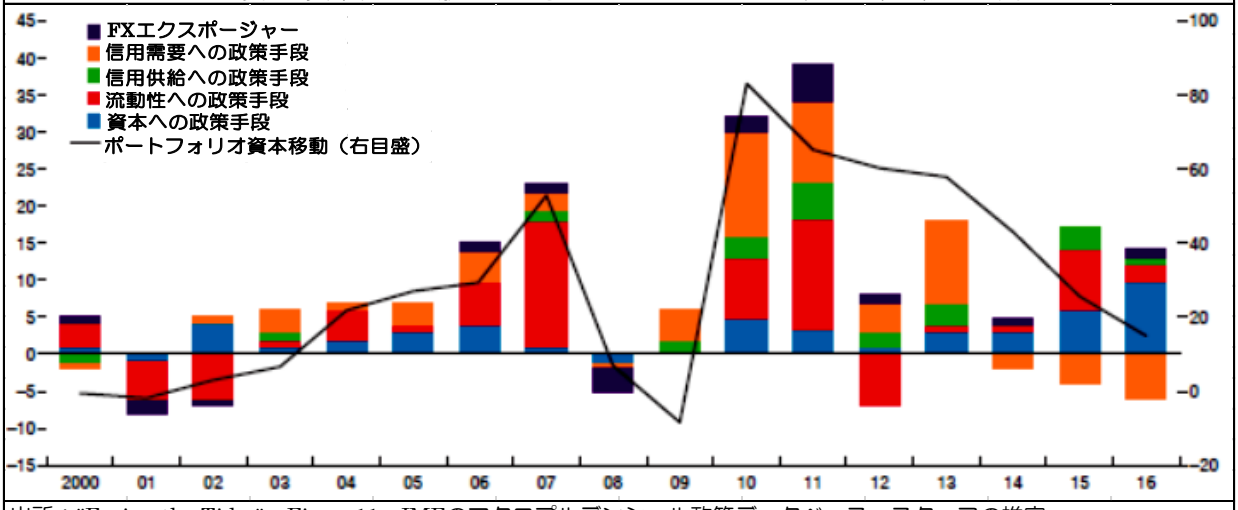


米国：FFレート（ゼロ金利期はシャドー金利も利用）、棒グラフは政策金利変更回数（引締め＝1、緩和＝-1）

出所："Facing the Tides"、Figure10、IMFスタッフの推定。

こうした状況下でグローバルな金融サイクルの影響による金融システムの脆弱性の高まりに対処するため、MPM(マクロプルデンシャル政策手段)が利用されている（図表 8）。例えば、GFC（金融危機）以前のリスク・オンの時期（グローバルな投資姿勢が積極化）や先進諸国が積極的な緩和を行った 2010 年から 11 年にかけては MPM 引締めが行われ、流動性と信用需要をターゲットとした手段が多く用いられていた。その後、比較的最近では、資本移動が鈍化するとともに MPM 引締めも徐々に低下しているが、そうした中で銀行システムの資本強化を目指す政策手段がより利用されている。

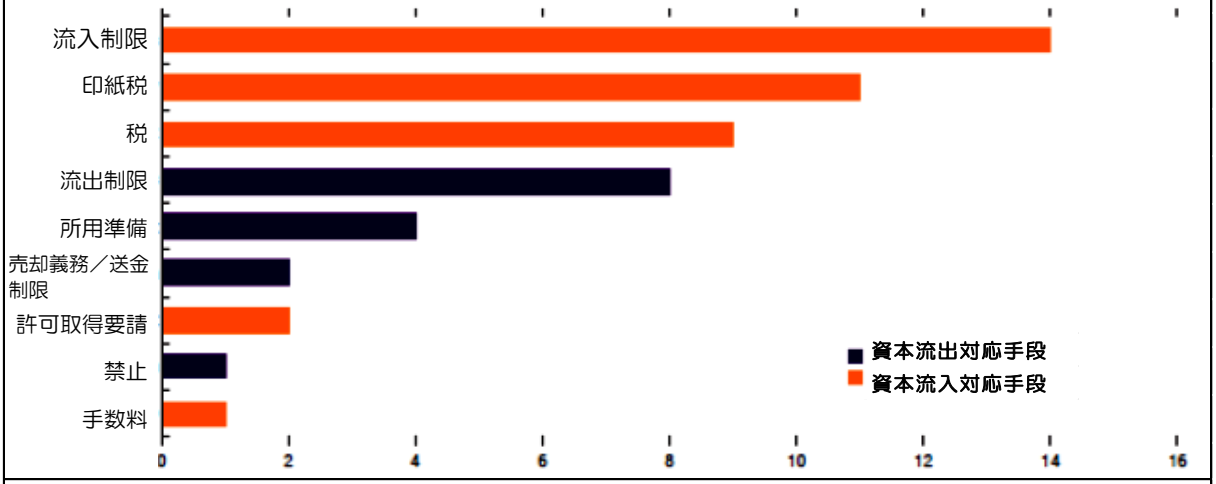
図表8：資本流入が激しいときはマクロプルデンシャル政策手段を活用　（10億ドル）



出所："Facing the Tides"、Figure11、IMFのマクロプルデンシャル政策データベース、スタッフの推定。

MPM と比べると、CFM（資本移動管理手段）の利用は限定的である（図表 9）。また、資本流出時より資本流入時の利用が多い。例えば、アジアの先進国の一部では、不動産価格の上昇を抑制するために非居住者の不動産取引に印紙税が賦課されている。また、CFM は資本流入と資本流出で補完的に用いられることが少なくない。資本流入に対する CFM を強化する場合には合わせて流出に関する措置を緩和し、ネットの流入減が図られている。

図表9：資本移動管理措置は流入制限が多い（不動産との関連性が高い）：2010年～2018年



出所："Facing the Tides"、Figure12、IMF－2018 Taxonomy of CFMより

2. 各政策手段の反応関数

前述のようなアジア諸国の政策の概観を踏まえて報告書では、FXI や金融政策などが、どんな経済・金融情報の推移・変化に応じて運営されているかを分析するため、各国のデータに基づく政策反応関数を推計している。具体的には、アジアの 13 ヶ国（オーストラリア、中国、香港、インド、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイ、台湾）を対象に、FXI、政策金利、MPM の反応関数を、四半期データで推計している[6]。以下では、政反応関数の推計結果に基づいて、政策手段と政策目標の関係について簡単に整理する。

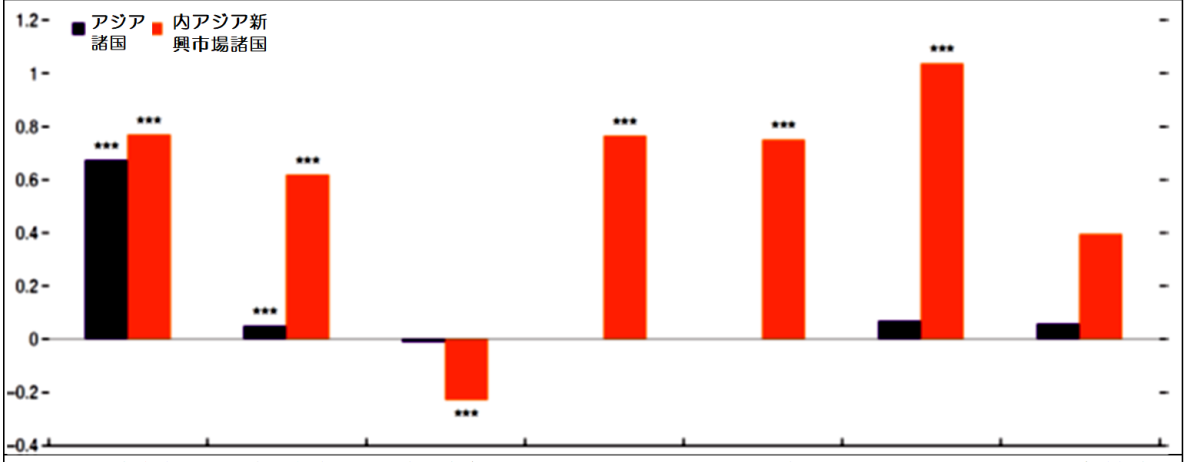
①FXI（為替介入）の反応関数

FXI の反応関数からは、ネットの資本移動への対応が確認できる。FXI は平均的にはネット資本流入のほぼ 70%を吸収している。資本移動の種類別では、変動が大きくリスクが高いものにより反応し（図表 10）、債券ポートフォリオ投資の 75%、株式ポートフォリオ投資にはほぼ 100%に対応、一方、直接投資にはシステマティックには用いられていない。

6 MPM の反応関数は、プロビットモデルに基づいて推定し引締めが行われるか否かを求めている。

外貨建て企業債務が相対的に大きい場合は FXI が実施されやすく、資金流出時には外貨流動性の提供も行われやすい。為替下落と外貨債務の高さが組み合わさった状況では FXI がかなり実施されている。一方、金融市場の発達度合が高い国々では FXI の利用は少ない。

図表10：資本移動の種類別にみた為替介入の反応度



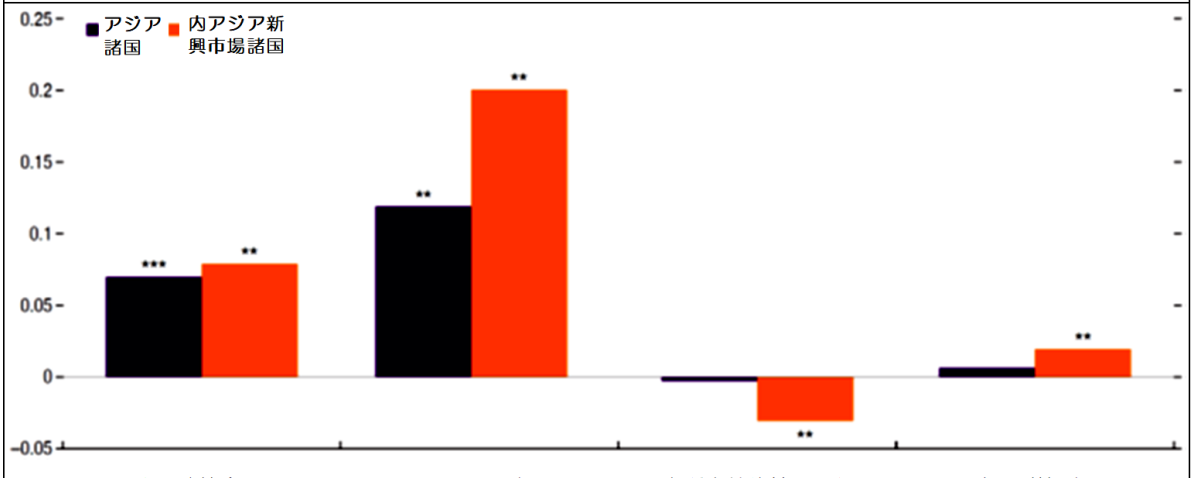
注：***はp値＜0.01、**はp値＜0.05、*はp値＜0.1

出所："Facing the Tides"、Figure16、IMFスタッフの推定。

②政策金利の反応関数

政策金利の反応関数の推計結果からは、標準的なテイラー・ルール（政策金利はインフレ率と産出ギャップに反応）には止まらない複数の要因が示された。インフレ率は極めて重要な要因だが、アジア新興市場諸国の金融政策は米国の政策金利にかなり反応（追随）しており（図表 11）、金融政策の独立性に一定の制約があることが示唆される。

図表11：金融政策の反応関数



注：***はp値＜0.01、**はp値＜0.05、*はp値＜0.1

出所："Facing the Tides"、Figure18、IMFスタッフの推定。

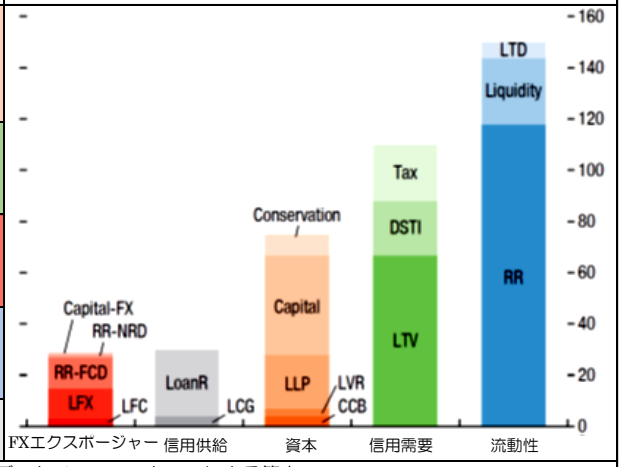
アジア新興市場諸国では、ポートフォリオ投資などの変動が大きい資本流入には金融政策を引き締め気味にして対応している。また、他の諸条件を一定とすると、実質為替レート

の下落時には金利引上げの動きがみられ、反対に為替レート上昇時には金利引下げの傾向がある。こうした為替変動への対応は、金融市場が未発達な国でより大きくなっている。

③MPM（マクロプルデンシャル政策手段）の反応関数

MPM には幅広い手段が含まれるが、大別すると銀行の資本、流動性、信用需要、信用供給、外貨（FX）エクスポージャーの 5 つに分類できる。アジア諸国では、信用需要への政策手段である貸出担保比率（LTV）と銀行の流動性への政策手段である所用準備（RR）が、もっとも多く用いられている（図表 12）。

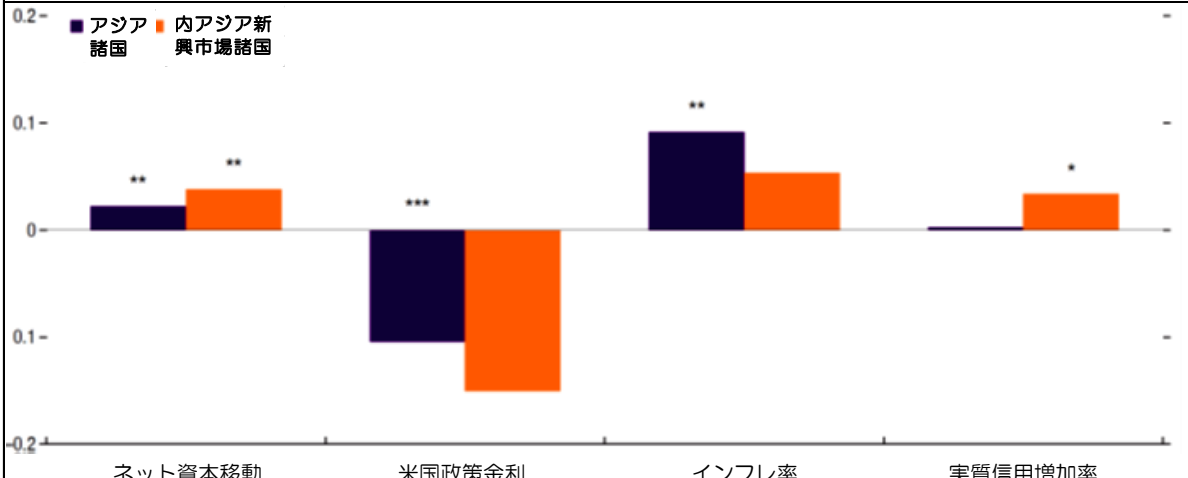
図表12：アジアでのマクロプルデンシャル政策手段の種類別利用状況～流動性と信用需要関連が多い

主要なマクロプルデンシャル政策手段		マクロプルデンシャル政策手段の利用：2000年～2018年（件数）
資本	カウンターシクリカル＋SIFI資本バッファー（CCB+SIFI） レバレッジ上限（LVR） 規制資本要件（Capital） 資本保全バッファー（Conservation）	
信用需要	貸出担保比率（LTV） デットサービス・所得比率（DSTI） 貸出への課税措置（TAX）	
FXエクスポージャー	外貨貸出上限（LFC） FXオープンポジション上限（LFX） 外貨預金への所要準備（RR-FCD）	
流動性	所要準備（RR） 流動性カバレッジ比率、安定調達比率（Liquidity） 預貸率上限（LTD）	
信用供給	信用増加率上限（LCG） 貸出制限（LoanR）	

出所："Facing the Tides"、Figure21、IMFマクロプルデンシャル政策手段データベース、スタッフによる算出。

MPM は、グローバルな動向（ネット資本移動、米国政策金利）と国内要因（インフレ率、実質信用増加率）に対して用いられている。資本流入はアジア新興市場諸国が MPM を引締める確率を高め、米国政策金利の低下も MPM 引締めの確率を高める（図表 13）。

図表13：マクロプルデンシャル政策の反応関数



注：***はp値＜0.01、**はp値＜0.05、*はp値＜0.1

出所："Facing the Tides"、Figure22、IMFスタッフの推定（プロビットモデル）。

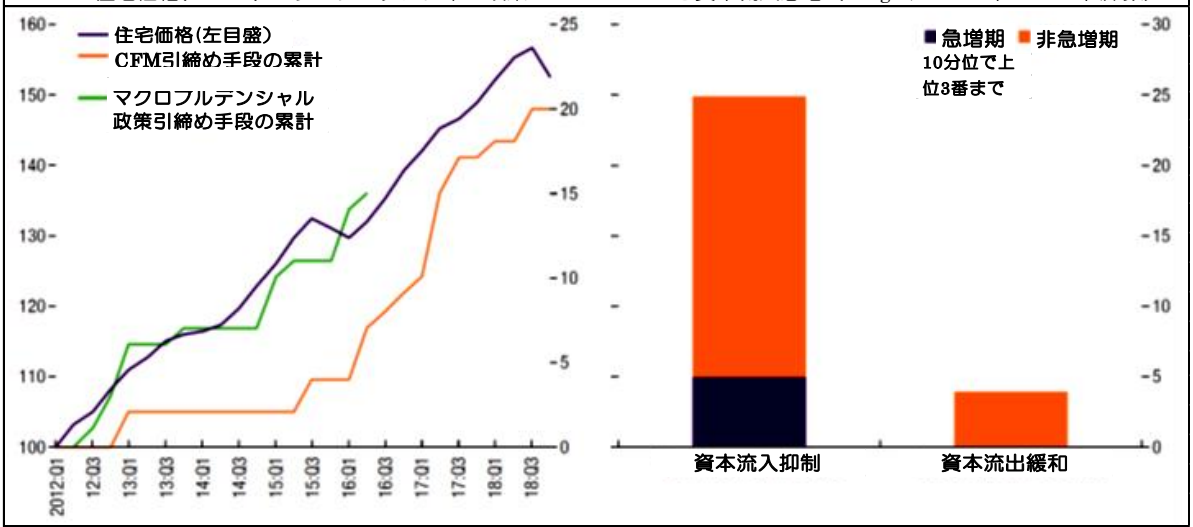
金融政策の独立性への制約を踏まえ、国内経済のリスクに対応して MPM を活用していると考えられる。同様にインフレにも MPM 引締めが行われる。ただし、この分析は所要準備（RR）を MPM の一つと捉えているため、金融政策と重複している可能性がある。

3．MPM（マクロプルデンシャル政策）と CFM（資本移動管理手段）の活用

アジアでは広範な CFM の活用事例は多くはなく、資本流入の急増期（四半期データで 10 分位で上位 3 番まで）以外での利用が少なくない（図表 14 右）。オーストラリアなどの先進国で不動産など特定部門のリスクへの対処策として用いられている点が興味深い。

図表14：アジアでの資本移動管理手段(CFM)利用は急増期以外が多い（住宅価格上昇時の先進アジア諸国）

住宅価格、CFM、マクロプルデンシャル政策　　CFMと資本流入急増（Surges）：2012年～2018年(件数)



出所："Facing the Tides"、Figure23、Haver Analytics、IMFのCFMデータベース、スタッフの算出。

報告書は、オーストラリア、香港、ニュージーランド、シンガポールの住宅価格上昇と CFM 利用を比較し（図表 14 左）、海外からの不動産投資に対する印紙税賦課などが用いられたとしている。これらの国々では、CFM は MPM（貸出担保比率（LTV）や債務返済対所得比率（DSTI））と組み合わせて用いられている。LTV や DSTI は資金調達の抑制を図る措置だが、非居住者は国内での資金調達は多くはないために効果が限定される。このため、MPM 引締めを行った上で補完的に CFM が用いられたと考えられる。

Ⅳ．安定化政策アプローチに伴う潜在的コスト

アジア新興市場諸国は、資本移動の増大と変動に対応するため FXI、金融政策、MPM を組み合わせて活用している。だが、複数の目的を達成するため様々な政策手段を協調させるためには、政策手段の効果や目的とする経済要因に関する情報と、情報に基づいた政策実施の判断が必要であり、的確に実施するのは容易ではない。報告書に基づいて政策の潜在的なコストと課題を簡単に整理する。

①FXI は為替レートの上昇を抑える。このため、FXI 使用はインフレ抑制へのコミットメントへの疑わせる懸念がある。ただし、アジア諸国ではインフレの悪化は生じていない。

②FXI に伴って実施される不胎化措置のコストを考慮する必要がある。コストの大きさは外貨準備の規模と内外金利差に左右される。

③FXI、MPM、CFM の広範な使用が金融市場の発達を妨げる可能性がある。MPM は金融仲介を抑制するかもしれないし、FXI による為替変動抑制は外貨リスクヘッジのインセンティブを削減しかねない。CFM はクロスボーダーの資金調達を抑制する懸念がある。FXI で中央銀行が為替市場の主要プレーヤーになることによって、外貨デリバティブ市場の発達が抑えられるかもしれない。

④FXI は、特に大きな経常収支黒字がある場合などには、不公平な競争優位を目指したものと受け止められる可能性がある。

以上でみてきたように、アジア新興市場諸国では為替変動が外的なショックを増幅させる懸念があり、また、為替レート下落は、外貨債務が大きい企業の脆弱性を高めかねない。金融市場が未発達でヘッジ手段が限定される場合には影響が大きくなる。一方、為替レート上昇は外貨借入のある企業の財務制約を緩和し、資金調達ブームを引き起して将来のショックへの脆弱性を高め、マクロ金融安定を損なうことになるかもしれない。このため、新興市場諸国の当局者は、為替レートの過度の変動に注意を払うようになっている。

アジア新興市場諸国の金融政策運営には、インフレの動向に加え、他の様々な要因（米国政策金利、資本移動、為替レートなど）も影響している。このため MPM が国内のマクロ金融リスクと外部からの影響に反応して補完的に用いられている。様々な政策での対応は、アジア新興市場諸国がボラタイルな資本移動の管理で直面する課題の複雑さを反映しているといえよう。政策手段とその効果について更なる分析を行っていくことが重要である。

Ⅴ．結論に代えて

資本自由化の利点を確保したうえで、活発な資本移動とそれに伴う為替レート変動の影響にどう対応していくかは、新興市場諸国にとって難しい問題である。アジア太平洋局の報告書は、新興市場諸国の政策当局が考慮すべき問題を幅広く検討し、変動相場制の隔離効果を前提とした教科書的な議論と実際の政策運営が異なることを、データによって裏付けている。

ただし、分析結果が示すように、どんな政策を用いるべきかは各国の状況（金融市場の発

達度合いや対外債務、インフレの落ち着きなど）による違いが少なくない。このため、現状では依拠できるような”標準的な政策枠組み”は確立しているとは言いづらい。各国の状況に応じて対応する柔軟さが重要になっている。

冒頭で述べたように、IMF は資本移動の管理と自由化についての考え方を整理した“Institutional View”を 2012 年に公表、各国との政策協議など、2016 年にその後の経験を整理して公表するなど、各国の政策運営事例を蓄積するとともに状況に応じた政策提言を行う努力を強化してきている(7)。

また、BIS の経済年報での分析は（注 3 を参照）、本稿で紹介した IMF アジア太平洋局の報告書を補完し、新興市場諸国の金融政策枠組みを理解するために、若干の理論的な裏付けも論じている。本稿に続く“拡大、変動する資本移動と新興市場諸国の政策対応（下）”で、これらの報告書の概要を紹介したい。

以上

7 注 2 の文書に加え、IMF, “G-20 Background Note, The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice”, July 30, 2018 及び IMF, “IMF 2019 Taxonomy of Capital Flow Management Measures” October 15, 2019 を参照。