

リスクオフ局面における新興国の 対内株式投資

大野 早苗

要 旨

本研究は、アジア諸国を含む新興国の対内株式投資を対象に、リスクオフ局面における新興国固有の要因と株式売却との関係を検証したものである。リスクオフ局面では、経済ファンダメンタルズが脆弱な国がより大規模な資本流出に晒されるとの主張がある。ここでは、グローバルリスク要因の変動を基にリスクオフ局面を特定化し、プーリング推計によりリスクオフ局面における新興国の対内株式投資と固有要因の関係を分析した。経済ファンダメンタルズと株式売却の間に一定の関係が見出されたものの、経済ファンダメンタルズの影響を強く示唆する結果は得られなかった。むしろ、主要な株式インデックスに採用されるか否かが資本流出の規模と強く関連することが示唆された。主要な株式インデックスへの採用の有無は新興国への投資を行う外国人投資家の投資行動に大きな影響を及ぼすものと考えられる。アジア諸国の株式市場の規模は大きく、新興国向け投資を行う外国人投資家の投資資金の大半を吸収する。外国人投資家の投資行動はグローバルリスクに大きく左右されると考えられるが、ネガティブなグローバルショックの発生による株式の同時売却により、新興国のファンダメンタルズと対内株式投資の関係が希薄化する可能性が示唆された。

キーワード：新興国，対内株式投資，リスクオフ，パッシブ運用，経済ファンダメンタルズ

目 次

- | | |
|-------------|---------|
| 1. はじめに | 4. 分析結果 |
| 2. 先行研究 | 5. おわりに |
| 3. 分析方法とデータ | 参考文献 |

1. はじめに

2020年の新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う国際金融市場の逼迫、世界的なインフレ進行を背景とする急速な金利引き上げなど、リーマンショック以降も新興国は様々なリスクオフ局面に直面してきたが、現時点では深刻な事態は見受けられず、おおむね新興国市場は安定している。近年、新興国の資本フローがリスク耐性を高めている点については、小嶺、他（2023）やIMF（2025）なども指摘しており、リスク耐性が高まった背景として、新興国のファンダメンタルズの改善、自国通貨建てでの資金調達増大、外貨準備の蓄積、あるいはインフレターゲットの導入やマクロプルーデンス政策といった政策対応の改善などが指摘されている。

一方で、先進国において異次元金融緩和が実施された時期には、グローバル投資家の利回り追求（search for yield）が顕著となり、投資先として新興国向け証券投資が拡大した経緯があった。その後、先進各国は金融政策の正常化に向けて政策を方向転換するとともに2022年以降の急速な利上げ局面では新興国からの資本流出が拡大した。現状では、資本流出がさらなる事態の悪化を招いているわけではないが、先進各国の中央銀行の資産規模は異次元金融緩和の実施前と比較すれば依然として巨額である。新興国が今後も資本流出圧力に対するリスク耐性を維持できるか、注視する必要がある。

異次元金融緩和からの政策転換が新興国の資本フローに与える影響について最初に注目された現象は2013年のTaper Tantrumであろう。当時を分析対象とする研究では、新興国の経済

ファンダメンタルズの優劣が資本流出圧力の違いを説明できるか否かが関心を集めた。Taper Tantrum から12年以上が経過し、クロスボーダーの資本取引規模もさらに拡大した。本研究では、Taper Tantrum から最近までに起こったリスクオフ局面における新興国の資本フローの変化が、新興国のどのような特性によって説明できるかを検証している。

新興国の中では中国やインドなどのアジアの証券市場の成長が目覚ましく、新興国向けの投資資金の大半がアジア地域に流入している。また、アジア地域においても規制緩和が進展しており、アジアの証券市場がグローバル証券市場との統合度を高めつつある。このことは、アジアの証券市場がグローバルショックの影響を受けやすくなることを意味している。アジア諸国もリスクオフ局面では資本流出に見舞われたが、アジア諸国のどのような特性と関連付けられるのか考察したい。

本研究では、リスクオフ局面における新興国の対内株式投資の決定要因を、新興国の固有要因に着目した上でプーリング推計により分析する。新興国の中でもとりわけアジア諸国の対内株式投資に注目するが、アジア諸国だけではサンプル数が限られるため、アジア諸国以外の国も分析対象に含めて回帰分析を行い、その上で、得られた推計結果をもとにアジア諸国へのインプリケーションを考察する。

2. 先行研究

新興国向け資本フローに影響を及ぼす要因としては、プッシュ要因（push 要因）とプル要因（pull 要因）がある。プッシュ要因は新興国共通の要因となるグローバル要因であり、重要

なグローバル要因として先進国、とりわけ米国の金融政策やグローバル投資家のリスク認識などが挙げられる。近年では、新興国経済と米ドルとの関係が注目されており、米ドルの増価が新興国経済を減速させる要因と指摘されている。プル要因は新興国固有の要因であり、マクロファンダメンタルズが脆弱な国ほど、ネガティブなグローバルショックの発生時における資本流出の規模が大きくなるとも言われている。その一方で、リスクオフ局面において新興国が受けるマイナスの圧力は、マクロファンダメンタルズとの関連が小さいとの指摘もある。

グローバル要因の影響について、たとえば、Miranda-Agrippino and Rey (2020) は、リーマンショック以降の資産価格の共変動をもたらす要因として米国の金融政策の重要性を強調している。また、Hoek et al (2022) も米国の金融政策の影響に着目しているが、彼らは米国の金利上昇がインフレ懸念やHawkishな金融政策を背景とするならば新興国に共通の要因としてネガティブな影響を与えるが、米国の景気拡大期待を反映した金利上昇ならば、必ずしもネガティブな影響を与えるわけではないとの結果を示している。Brauning and Ivashina (2020) は外国銀行によるドル建て貸付に着目しているが、米国の金融政策から新興国への波及が生じることから米国の金融政策サイクルによる新興国の景気変動の振幅の影響を検証しており、リスクの高い新興国や借り手企業ほど波及効果は大きいと述べている。Chari et al (2020, 2023) は高頻度の金融データなどを用いてRORO (Risk-On Risk-Off) 指数を作成しており、グローバル投資家のリスク・アペタイトの代理変数として新興国市場の資本フローの変動特性を分析したり、国際ポートフォリオのリア

ロケーションやリターンの予測可能性について分析している。

米国の金融政策やグローバル投資家のリスク認識は米ドルの変動とも密接に関連しているはずだが、最近では米ドルと新興国経済との関係性が注目されている。Obstfeld and Zhou (2023) は米ドルの名目実効為替レートと新興国経済には負の関係があり、米ドルの増価が新興国経済を減速させる要因として指摘している。米ドルの増価（新興国通貨の減価）は新興国の輸出拡大による新興国経済の拡大を想起させるかもしれないが、輸入面を考慮すると、ドル建ての輸入への依存度が高い国ではドル高が実質消費を減少させることになる。このような貿易チャネルだけではなく、米ドルの変化は金融チャネルを通じても新興国経済に影響を及ぼし得る。米ドルは基軸通貨であり、新興国の中には米ドル建て資金調達への依存度が高い国がある。また、米ドルは世界の安全資産でもあり、リスクオフ局面ではリスク性資産から米ドルへと需要がシフトする。例えば、米国の金融引き締め政策へと転換し、また外国人投資家のリスク認識が高まる中で米ドルへの需要が高まると米ドルは増価する。資産需要は新興国株式などのリスク性資産から米ドルにシフトするとともに、ドル資金市場の需給が逼迫するため、とりわけドル資金調達への依存度が高い国には経済減速への影響が大きく現れることになる。Cavani and Shousha (2024) は米ドルが新興国経済に影響を与える経路としては、貿易チャネルよりも金融チャネルのほうが重要であると指摘している。Gelos et al (2024) は米ドルの名目実効為替レートの変化が外国人投資家のリスクアペタイトに影響を与え、新興国向けの株式・債券フローに影響を及ぼす重要な要因であると

リスクオフ局面における新興国の対内株式投資

言及している。大野（2025）は米ドルの名目実効為替レートと新興国の株価には負の相関関係がみられることから、リスクオフ局面における米ドルの増価がアジア諸国の株価にどのような影響を与えたかを検証している。

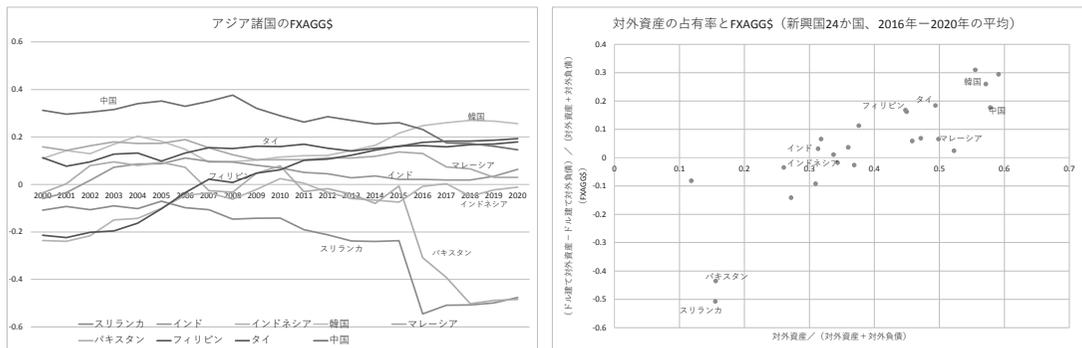
アジア諸国には経常収支が黒字の国が多く、そのため国際資産負債ポジションは良好な国が多いはずだが、米ドルの名目実効為替レートの変動の影響をみるには米ドル建てで測った対外ポジションを把握する必要がある。通貨建て別の対外資産・対外負債のデータの入手は困難であり、IMFでも一部の先進国に関してのみデータを公開している状況だが、Benetrix et al (2019), Allen et al (2023) は各国のカレンシー・エクスポージャーを推計している。

図表1は、Allen et al (2023) が公表しているカレンシー・エクスポージャーのデータを利用して米ドル建ての対外純資産を計測し、それを対外資産と対外負債の和で除した指標（ここではFXAGG\$と表す）を掲載したものである。図表1の左はアジア9カ国のFXAGG\$の推移を示しているが、パキスタンやスリランカのFXAGG\$の下落基調が顕著であること、インドネシアのFXAGG\$がゼロを若干下回る領域

で推移しているのを除けば、アジア諸国のFXAGG\$は比較的高い。ただし、中国やマレーシア、インドなどのFXAGG\$は最近において低下気味に推移している。図表1の右はアジア9カ国を含む新興国42か国について、2016年から2020年までの対外資産の占有率とFXAGG\$の平均値をプロットしたものである。対外資産の占有率が0.5であれば、対外資産と対外負債は拮抗し、対外純資産はゼロになる。しかし、対外資産の占有率が0.5以下でも、米ドル建ての対外純資産がプラスの国が比較的多い。アジア地域ではタイ、フィリピン、マレーシア、インドがこの領域に属する。これは直接投資や株式投資を含む自国通貨建てでの資金調達が増大していることによる。おしなべて、アジア諸国のFXAGG\$は高い水準にある。

グローバルショックが発生した際に、どの程度の資本流出が発生するかは新興国固有の要因に依存すると考えられる。まずは、マクロファンダメンタルズが脆弱な国ほど、リスクオフ局面では激しい資本流出に見舞われると推察される。一方、外国人投資家の資金は良好なマクロファンダメンタルズを有する国に集中する可能性も考えられ、そのため市場環境がリスクオン

図表1 アジア諸国におけるFXAGG\$



(注) Allen et al (2023) のデータを利用して筆者が作成。

からリスクオフに転じると、リスクオンの時期に資本を受け入れていたことの反動で、リスクオフ局面下では資本流出がより大規模になる可能性もあり得る。Aizenman et al (2016) は、経済ファンダメンタルズが良好で、2013年の Taper Tantrum の前に多くの海外資本を受け入れていた国ほど、リスクオフ局面では資本流出や通貨の減価を経験したと主張し、More-in More-out 現象を示唆した。また、資本が流入する際には新興国通貨の実効為替レートが増価することも予想されるが、Eichengreen and Gupta (2015) は、リスクオフ局面が始まる前に実効為替レートの増価が進行し、経常赤字が拡大していた国ほど、大きな影響を受けていたと指摘している。一方、Ahmed et al (2017) も同じく2013年の Taper Tantrum を対象に分析しているが、リスクオフ局面における新興国の資本フローや資産価格の変化はマクロファンダメンタル要因でも説明できるが、More-in More-out 仮説を示唆する結果も得た。

近年では主要な株式インデックスの追随を目指す運用スタイルであるインデックス運用（パッシブ運用）が新興国株式の運用の世界でも広く展開されている。この点に関して、Patnaik and Pundit (2019) は2013年の Taper Tantrum の時期における EMP (Exchange Market Pressure) を検証しているが、MSCI EM インデックスに含まれる国がより大きな減価圧力を受けていたことを確認しており、ファンダメンタルズよりも MSCI EM インデックスの採用の有無のほうが EMP への影響は大きいとの結果を得ている。Chari (2023) は、近年では、新興国の対外資金調達においてミューチュアルファンドなどのノンバンクが占める占有率が高まっており、新興国市場の資金フロー

のボラティリティーを高める要因にもなっている点を指摘している。とりわけ、パッシブ運用は米ドル資金調達コストの変化などのグローバルリスクショックの影響を受けやすく、ミューチュアルファンドの景気変動増幅効果がマクロプルーデンス政策における1つの課題となっていると述べている。

Ahmed et al (2017) は、リスクオフ局面における新興国の資本フローの変化を、マクロファンダメンタル要因や More-in More-out 要因に加えて金融市場ストラクチャー要因や制度要因も考慮した上で新興国固有の要因に着目して分析している。こうした固有要因には年次でしかデータを取得できないものも多いが、リスクオフの影響による資本フローの変化は短期で消滅することも多い。そのため、年次の資本フローデータを用いて時系列分析やパネルデータ分析を行っても、リスクオフ局面における資本フローの変化と固有要因との関係を捉えられない可能性がある。そこで、Ahmed et al (2017) はリスクオフ局面の時期を特定し、リスクオフ局面で計測した資本フローと年次の固有要因との関係をクロスセクション分析により検証している。ただし、分析に必要なデータを取りそろえられる新興国は限られることから、小サンプルのクロスセクション分析を行わざるを得ない。

そこで、本研究では以下のような手続きにより分析を行う。ここでは対内株式投資に分析を限定する。新興国の対内株式投資の共通ファクターとなるグローバルショックの動きからリスクオフ局面を特定し、リスクオフ局面における新興国の対内株式投資を測定する。リスクオフ局面を複数特定し、それぞれのリスクオフ局面における対内株式投資を抽出する。その上で、新興国の対内株式投資と新興国の固有要因との

リスクオフ局面における新興国の対内株式投資

関係をプーリング推定により検証する。まずは、リスクオフ局面における対内株式投資とマクロファンダメンタル要因との関係に着目するが、More-in More-out 仮説あるいは主要な国際株式インデックスの採用の有無がリスクオフ局面における対内株式投資とどのように関連しているかについても考察する。

3. 分析方法とデータ

本研究では、Ahmed et al. (2017) に倣い、新興国の資本フローの決定要因を検証する。ただし、推計に要するデータが利用可能な新興国は限られており、Ahmed et al. (2017) が採用するクロスセクション分析では特定国の特異な数値によって推計結果が左右されたり、安定的な結果が得られない可能性がある。そこで、本研究では、複数のリスクオフ局面を対象にデータを収集し、プーリング推計を行う¹。

ここでは以下のような推計式を想定する。

$$\Delta FinVar_{i,t} = a + \sum_j \beta_j X_{i,j,t-1} + \sum_k \gamma_k Y_{i,k,t-1} + \sum_l \delta_l Z_{i,l,t-1} + \zeta DM_t + \varepsilon_i \quad (1)$$

ここで、 $\Delta FinVar_{i,t}$ は、リスクオフ局面 t における新興国 i の対内株式投資を表す。 $X_{i,j,t-1}$ は新興国 i に関する j 番目のマクロファンダメンタル要因、 $Y_{i,k,t-1}$ は新興国 i に関する k 番目の金融市場ストラクチャー要因、 $Z_{i,l,t-1}$ は新興国 i に関する l 番目の more-in-more-out 要因である。 DM_t はリスクオフ局面 t を表すダミー変数であり、 ε_i は残差項である。

また、マクロファンダメンタル要因に対する

外国人投資家の反応がリスクオフ局面によって変化する可能性を考慮し、以下の推計式も想定する。

$$\Delta FinVar_{i,t} = a + \sum_j (\beta_{j,0} + \beta_{j,1} DM_t) X_{i,j,t-1} + \sum_k \gamma_k Y_{i,k,t-1} + \sum_l \delta_l Z_{i,l,t-1} + \zeta DM_t + \varepsilon_i \quad (2)$$

以下では、新興国の対内株式投資を3種類の説明変数およびリスクオフ・イベントを表すダミー変数を用いて回帰し、新興国向け株式投資における新興国固有の要因の影響を分析する。なお、説明変数の多くは年次データであり、リスクオフ局面の前年の値を用いている。

外国人投資家はグローバルな市場環境の変化に応じて即座に株式を売却すると考えられるが、その動きは一時的なものとなる可能性がある。そこで、まずはリスクオフ局面を特定し、特定された期間における対内株式投資額を抽出する。次に、対内株式投資額を国の規模を測る変数で基準化する。本研究では基準化のための変数として、GDP、外国人株式保有残高、株式時価総額の3つを用いる。対内株式投資額をそれぞれの基準変数で除すが、分子の対内株式投資額は四半期、分母の基準変数は年次のデータであるため、対内株式投資額を年次化して被説明変数としている。対内株式投資はIMFの国際収支統計に収録されている金融収支の借方項目の証券投資(株式)を使用している。GDPと株式時価総額は世界銀行のWorld Development Indicatorsに収録されているデータを採用し、外国人株式保有残高は、IMFの国際資産負債残高(International Investment Posi-

1 本研究で使用する説明変数のなかには、通時的な変動がほとんどない変数も含まれているが、パネルデータ・モデルにおける主体固定効果とほぼ共線となり識別が難しくなるため、国固定効果付きのパネル回帰は行わない。また、リスクオフ局面のみを抽出してデータセットを作成するため、データに時系列的連続性はないが、個々のリスクオフ局面の変動特性は異なると考えられることから、危機イベント固定効果を導入する。

tions: IIP) に収録されている各国の負債項目から証券投資の株式のデータを取得した。

説明変数のうち、マクロファンダメンタル変数としては、各機関が作成しているリスク指標、およびインフレ率、経常収支の対 GDP 比、外貨準備の対 GDP 比、Allen et al. (2023) のカレンシー・エクスポージャーを用いる。

外部機関が作成しているリスク指標として、まず、Oxford Economics が作成している各種の Risk Indicators を用いる。これには、個々のリスク要因指数を加重平均して作成された総合リスク (Overall Risk) 指標の他に、複数のサブ指数がある。サブ指数は、複数の関連項目を数値化・標準化し、スコア化して作成される。本研究は、サブ指数として、Sovereign Risk, Exchange Risk, Political Risk の指数と Credit Rating を用いる。Credit Rating 以外は 0 から 10 までの値をとるように作成されており、数値が高いほどリスクが高いことを示す。Credit Rating は 0 から 20 までの値をとるように作成されており、最高値 (トリプル A に相当) が 20 となっている²。また、米非営利団体 Fund for Peace が公表している国家脆弱性指数 (Fragile States Index) も用いる。この指標は、社会の結束・治安、経済の脆弱性、政治・統治、社会構造の 4 カテゴリーについて複数の変数をスコア化して指標化したものであり、本研究は総合指数を使う³。その他には、Ahir et al. (2022) の World Uncertainty Index (WUI) の

カントリー指数を用いる。WUI は世界各国の主要新聞等をもとに「uncertainty」というキーワードの頻出度をテキストマイニングにより計測し、指標化したものである。本研究では WUI のうち、3-quarter weighted moving average index を採用しており⁴、リスクオフ局面の直前の 3 か月間に関する数値を用いている。Allen et al. (2023) のカレンシー・エクスポージャーのデータは、著者が IMF のホームページに掲載している⁵。本研究では、Allen et al. (2023) のデータを利用し、ドル建て対外純資産の対外資産・対外負債の総和に対する比率を算出して用いた。

説明変数の 2 つ目のカテゴリーである金融市場ストラクチャー変数としては、国内信用の対 GDP 比、株式時価総額の対 GDP 比、外国人持ち株比率、Heritage Foundation の経済自由度指数を用いた。国内信用と株式時価総額の対 GDP 比は、実体経済に対する金融部門の膨張度合いの指標となり、景気の過熱感を描写するものとして捉えることも可能だが、金融資本市場の深化、発達度合いの指標とみなすことも可能であり、金融市場ストラクチャー変数の一部として採用した。外国人持ち株比率は、IMF の IIP から取得した負債項目の証券 (株式) の残高を株式時価総額で除して近似している。Heritage Foundation の経済自由度指数は、当該機関がウォールストリートジャーナルと作成した指数であり、本研究ではサブインデックス

2 Oxford Economics のリスク指標に関する詳細は当該機関のホームページから確認できる。
(<https://www.oxfordeconomics.com/>)

3 Fund for Peace のリスク指標に関する詳細は当該機関のホームページから確認できる。なお、国家脆弱性指数は、当該機関ホームページからもダウンロードできる。(<https://fragilestatesindex.org/>)

4 WUI は四半期データとして作成されているが、本研究では 3 か月間の加重移動平均で作成された指標を使用している。詳細は作成者のホームページを参照。(https://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html)

5 Allen et al (2023) の Currency Exposures のデータは下記のウェブサイトより取得可能。
(<https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2023/11/18/currencies-of-external-balance-sheets-541610>)

リスクオフ局面における新興国の対内株式投資

の一つである投資の自由度指数 (Index of Investment Freedom) を用いた⁶。外国人持ち株比率と投資の自由度指数は、新興国の資本市場に関する開放度の指標とみなす。

説明変数の3つ目のカテゴリーである More-in More-out 要因として、対内株式投資の累積額、過去の株式リターンおよび実質実効為替レート⁶の増価率を用いる。対内株式投資の累積額は、リスクオフ局面の直前の四半期までの3年間における対内株式投資の総額を、3つの規模変数で除して算出している。規模変数の1つはGDPであり、過去3年間のGDP総額とした。2つ目および3つ目の規模変数は外国人保有株式額と株式時価総額であり、それぞれ過去3年間の平均値としている。株式リターンは、現地通貨建てのMSCIカントリー・インデックスのトータルリターンの3か月平均を用いて、リスクオフ局面の前月までの3年間における上昇率を計測している。実質実効為替レートはBISのデータを採用し、BISの収録がない国については当該国の統計局からリリースされているレートで補充している。実質実効為替レートの増価率の計測方法は株価上昇率と同様である。Ahmed et al. (2017) も More-in More-out 変数を3年間で計測しているため、本研究も Ahmed et al. (2017) に倣った。

データは、LSEG社のデータベース、*Datastream*より取得しており、*Datastream*に収録されていないデータについては、各機関のホームページからダウンロードして入手した。分析対象国について、アジアは中国、インド、インドネシア、マレーシア、パキスタン、フィ

リピン、韓国、スリランカ、タイの9カ国であり、それ以外の地域はアルゼンチン、ブラジル、ブルガリア、チリ、コロンビア、クロアチア、チェコ、ガーナ、ギリシャ、ハンガリー、イスラエル、メキシコ、モロッコ、ナイジェリア、ペルー、ポーランド、ルーマニア、スロベニア、南アフリカ、チュニジア、トルコの21カ国である。合計30カ国を対象とする。

被説明変数となる対内株式投資を計測するにあたり、まずリスクオフ局面の特定を行う。本研究は、新興国のリスク耐性が向上したと評価されているグローバル金融危機以降において、また、主要国が実施した非伝統的金融緩和の影響も視野に入れることを考慮した上で、新興国の対内株式投資にどのような特徴がみられるかを分析することから、分析対象は2013年のTaper Tantrum以降とする。

IMF (2025) は Chari et al. (2023) の Risk-On Risk-Off (RORO) 指数の改良版に基づきリスクオフ局面を特定し、グローバル金融危機の前後におけるリスクオフ局面の影響を分析している。まず、本研究では、IMF (2025) を参照してリスクオフ局面を特定する。

新興国の資本フローには米ドルの変動が影響を及ぼしていることが推察される。その背景には、米国の金融政策に対する見通しなどが関連していると考えられ、実際、米国の国債利回りが急騰し、米ドルが増価する時期に新興国における資本の同時流出が観察されるが、これらの時期にRORO指数の上昇がみられるとは限らない。そこで、本稿では、分析対象国の半数以上で対内株式投資が流出超となり、かつ新興国

6 指標の詳細は当該機関のホームページで確認できる。なお、投資の自由度指数は0から100までの数値をとるように作成されており、為替管理や資本規制の有無、資金送金の制限、投資手続きの複雑さ、キャピタルゲインや配当金に関する外国人に対しての不利な措置の有無などの項目に基づいてスコア化しており、数値が高いほど投資の自由度が高いことを表している。
(<https://www.heritage.org/index/>)

全体の対内株式投資がマイナスとなる時期に、米ドルの名目実効為替レートの増価や米国の10年物国債の利回りの上昇が観察される場合には、それらの時期もリスクオフ局面に追加した。以上の手続きにより、選択されたリスクオフ局面は以下のとおりである。

2013年第2四半期
 2015年第3四半期
 2016年第4四半期
 2018年第2～第4四半期
 2019年第2～第3四半期
 2020年第1四半期
 2022年第1～第3四半期
 2023年第3四半期
 2024年第4四半期

上記の時期のうち、2015年第3四半期、2018年第2四半期から第4四半期にかけての時期、2019年第2四半期から第3四半期にかけての時期、2020年第1四半期、2022年第1四半期から第3四半期にかけての時期は、IMF (2025)でもリスクオフ局面と指定されている時期であり、グローバル投資家のリスク認識の代理変数とみなされる RORO に基づいて特定されている⁷。2013年第2四半期は、FRB が量的緩和縮小を示唆したことにより国際金融市場が動揺した時期に相当し、米国における金融政策の正常化(利上げ)が連想されたことから、いくつかの新興

国・途上国が資本流出に見舞われている⁸。また、2016年第4四半期は、ゼロ金利が解除された2015年12月からのさらなる金利引き上げが実施された2016年12月を含む時期であり、米国の長期国債利回りが高騰したり米ドル実効為替レートが増価した時期に相当する。2023年第3四半期の背景には2022年から継続するインフレ防止のための米政策金利の高止まりと米長期国債利回りの高騰があり、多くの新興国で資本流出が発生した。2024年第4四半期の時期には米政策金利は引き下げに転じてはいたものの、米長期国債利回りの上昇と米ドル名目実効為替レートの増価が進行した時期でもあり、比較的大規模な資本流出が起こっている。これらの時期はIMF (2025) ではリスクオフ局面に含まれてはいないものの、本研究の分析対象国の半数以上で資本流出超となっており、グローバルショックとしての米金利の上昇や米ドルの増価が観察されることから、リスクオフ局面として追加している。

図表2が本研究で使用する変数の基本統計量である。マクロファンダメンタルズに関するリスク指標を比較してもアジア地域とその他地域の平均値に大差はないが、アジア地域のほうが政治リスクや国家脆弱性は高めであり、その他地域のほうが為替リスクやWUIは高めである。その他地域の物価上昇率がアジア地域に比べてかなり高いが、アルゼンチンの高インフレ

7 IMF (2025) は月次で時期を指定しているため、本研究におけるリスクオフ局面とは厳密に一致しているわけではない。なお、特定されたリスクオフ局面の背後における出来事としてIMF (2025) で説明されている事項は以下のとおりである。

2015年第3四半期：チャイナショックの発生、国際商品価格の暴落

2018年第2四半期～第4四半期：米中貿易摩擦の悪化、FRBの利上げに対する懸念

2019年第2四半期～第3四半期：米中貿易摩擦に対する懸念、世界的な製造業の減速懸念

2020年第1四半期：パンデミック宣言による国際金融市場の混乱

2022年第1四半期～第3四半期：ロシアのウクライナ侵攻、世界的なインフレーションと利上げ予想

8 Ahmed et al. (2017) は2013年4月から8月の時期をTaper Tantrumによるリスクオフの時期と指定している。本研究では四半期データを使用していることと、資本流出超になっている国のカウントに基づき、リスクオフ局面を2013年第2四半期とした。

図表2 基本統計量

	平均			最大値			最小値		
		アジア	その他		アジア	その他		アジア	その他
Overall Risk	4.850	4.800	4.871	7.7	6.9	7.7	2.7	3.1	2.7
Sovereign Risk	4.653	4.709	4.630	7.1	7.1	6.7	2.4	2.4	2.6
Exchange Risk	4.353	4.000	4.504	8.4	7.8	8.4	1.7	2.0	1.7
Political Risk	4.793	5.117	4.654	7.5	6.7	7.5	2.0	3.2	2.0
Credit Rating	10.953	11.603	10.675	17.7	17.7	17.0	0.3	0.3	0.3
Fragile State Index	65.204	73.157	61.625	103.0	103.0	102.5	0.0	31.5	0.0
World Uncertainty Index	0.083	0.049	0.098	0.455	0.155	0.455	0.000	0.000	0.000
外貨準備/GDP (%)	20.003	21.401	19.403	66.787	48.589	66.787	1.739	2.559	1.739
物価上昇率 (%)	7.280	4.648	8.408	133.489	45.214	133.489	-2.097	-0.899	-2.097
経常収支/GDP (%)	-1.236	0.405	-1.939	9.631	9.631	6.793	-10.799	-5.655	-10.799
FXAGG\$ (%)	4.255	1.910	5.662	39.050	28.514	39.050	-50.894	-50.894	-18.553
Investment Freedom	60.407	47.160	66.085	90.0	70.0	90.0	20.0	20.0	30.0
国内信用/GDP (%)	63.612	86.343	53.871	194.674	194.674	128.838	7.250	11.977	7.250
株式時価総額/GDP (%)	49.701	71.076	40.540	322.710	153.160	322.710	6.270	7.660	6.270
外国人株式保有額/株式時価総額 (%)	18.349	14.689	19.917	61.333	33.507	61.333	0.187	3.131	0.187
株式リターン (累積, %)	19.227	18.201	19.868	182.774	64.195	182.774	-151.459	-33.772	-151.459
株式投資額/GDP (累積, %)	0.141	0.106	0.155	2.931	1.733	2.931	-3.213	-1.111	-3.213
株式投資額/外国人株式保有額 (累積, %)	0.234	0.864	-0.123	44.319	26.720	44.319	-73.605	-42.931	-73.605
株式投資額/株式時価総額 (累積, %)	0.380	0.130	0.492	10.924	1.231	10.924	-2.877	-1.159	-2.877
実質実効為替レート変化率 (累積, %)	-1.502	-0.635	-2.090	29.284	19.236	29.284	-69.147	-23.951	-69.147
株式投資額/GDP (%)	-0.195	-0.510	-0.061	4.519	4.519	3.852	-3.677	-3.556	-3.677
株式投資額/外国人株式保有額 (%)	-6.263	-4.019	-7.225	85.329	55.815	85.329	-161.392	-44.556	-161.392
株式投資額/株式時価総額 (%)	-0.378	-0.624	-0.272	11.295	2.961	11.295	-16.872	-3.763	-16.872

の影響が大きい。アジア地域はその他地域よりも外貨準備の対 GDP 比が高く、経常収支もプラスだが、米ドル建て対外純資産の対国際資産負債残高比 (FXAGG\$) はその他地域よりも大幅に低い。これは、パキスタンやスリランカなど対外ポジションを大幅に悪化させた国が含まれているためである⁹。

投資の自由度のスコアや外国人持ち株比率はその他地域のほうが高く、アジア地域の資本市場は相対的に閉鎖的であることがわかる。ちなみに、投資の自由度のスコアの最小値を示したのは中国である。一方、国内信用や株式時価総額の対 GDP 比はアジア地域のほうが高く、アジア諸国の金融セクターの発達度合いを表しているといえる。中国の国内信用の対 GDP 比は162%と最も高く、韓国、タイ、マレーシアも

120%超となっている。株式時価総額の対 GDP 比はマレーシア、タイ、インド、韓国で高い。中国、インドの株式市場の成長は目覚ましく、それぞれの株式市場の時価総額は2024年時点で世界第2位、第4位である。こうした巨大な資本市場を有する新興国がリスクオフ局面で資金流出に見舞われる傾向が強くなるのかどうかも考察点の一つとなる。

リスクオフ局面の直前までの株式収益率は平均ではプラスであり、アジア地域よりもその他地域のほうが収益率の幅は広い。一方、実質実効為替レートの平均はマイナスだが、その他地域よりもアジア地域のほうが減価率は小さく、リスクオフ局面の直前までの増価率の最大値は20%弱である。リスクオフ直前までの対内株式投資の累積増値は平均でプラスになる傾向が強

9 パキスタンとスリランカを除くアジア7カ国で測ると、FXAGG\$の平均値は16.15%である。

く、リスクオフ局面で資本流出が起こるまでの間に資本流入が蓄積していた傾向が見て取れる。アジア地域とその他地域を比較すると、アジア地域のほうが最大値と最小値の幅が小さく、リスクオフ局面の直前まで流入資金が蓄積していたとしても、過剰な流入が発生していたとはいえない様子が窺える。

被説明変数の対内株式投資については、いずれの基準変数を用いても負値を示しており、リスクオフ局面では資本流出超となる傾向にある。アジア地域とその他地域のどちらでより大規模な資本流出が起こっていたのかは変数によって異なり、対GDP比や対株式時価総額で見るとアジア地域のほうが資本流出の平均的な規模が大きい。対外国人株式保有額で測る場合にはその他地域のほうが資本流出の平均的な規模が大きい。

図表3は、各リスクオフ局面における対内株式投資を示したものである。いずれの基準変数を用いた場合でも、対内株式投資比率の平均値が最も減少したのはパンデミック宣言がなされた2020年第1四半期であり、次いでチャイナショックが発生した2015年第3四半期であることがわかる。また、基準変数としてGDPを用

いた場合には、2015年第3四半期にマレーシアが、2016年第4四半期にはタイが最も大きな対内株式投資の下落を経験している。また、2015年以降のリスクオフ局面における対内株式投資額の比率の平均値は2013年第3四半期よりも低下している。主要国が大規模金融緩和と政策からの出口を探るなかで、2013年5月にはFRBの元議長バーナンキの資産買入縮小を示唆する発言を契機に、多くの新興国・途上国が資本流出に見舞われたことが注目されたが、2013年以降のリスクオフ局面における資本流出の規模は平均で見るとTaper Tantrumの時期よりも拡大していることがわかる。2013年当時よりも資本のクロスボーダー取引は拡大しており、新興国・途上国の資本市場はグローバル資本市場との統合度を高めつつあると言える。近年における新興国のリスク耐性は向上したと指摘されており、リスクオフ局面における資本流出が持続的かつ深刻な影響を残しているわけではなさそうだが、まずは、近年におけるリスクオフ局面の資本流出にどのような特性がみられるのかを確認しておくことは意味があると言えるだろう。

図表3 各リスクオフ局面における対内株式投資

リスクオフ局面	対内株式投資額/GDP			対内株式投資額/外国人株式保有額			対内株式投資額/株式時価総額		
	平均	最大	最小	平均	最大	最小	平均	最大	最小
2013 Q2	0.289%	4.519%	-2.700%	1.867%	47.103%	-83.804%	0.318%	7.585%	-4.887%
2015 Q3	-0.484%	2.133%	-3.538%	-9.732%	21.462%	-125.490%	-1.216%	1.464%	-6.287%
2016 Q4	-0.224%	0.817%	-3.556%	1.797%	26.933%	-30.671%	0.133%	3.142%	-7.776%
2018 Q2-Q4	-0.255%	1.528%	-3.038%	-3.830%	40.939%	-22.520%	-0.386%	11.295%	-6.080%
2019 Q2-Q3	-0.170%	0.411%	-1.562%	-7.612%	11.052%	-161.392%	-0.796%	2.799%	-16.872%
2020 Q1	-0.680%	0.572%	-3.677%	-11.589%	78.629%	-145.078%	-1.374%	4.104%	-10.239%
2022 Q1-Q3	0.023%	1.126%	-1.223%	-3.477%	55.815%	-59.732%	-0.336%	1.748%	-9.110%
2023 Q3	-0.072%	0.510%	-1.190%	-1.948%	37.282%	-113.643%	0.100%	3.243%	-1.379%
2024 Q4	-0.238%	1.515%	-2.631%	-3.458%	85.329%	-116.939%	0.002%	5.562%	-4.974%

4. 分析結果

本章では回帰分析の結果を示す。図表4は回帰式(1)（金融市場ストラクチャー要因を除く）

の推計結果を表している。なお、ここでは2015年以降のリスクオフ・イベントに関してダミー変数を導入しているが、一部のリスクオフ・イベント・ダミーを集約し、2018年と2019年のリスクオフ局面で1をとるダミー変数をDM2018-19、

図表4 回帰式(1)の推計結果（被説明変数：対内株式投資／外国人保有株式額，金融市場ストラクチャー要因除く）

パネル(a)

サンプル数	251	251	251	251	251
定数	0.213	0.232	0.120	0.247 *	-0.045
Overall Risk	-0.041				
Sovereign Risk		-0.042 *			
Exchange Risk			-0.021		
Political Risk				-0.047 *	
Credit Rating					0.007
株式リターン（累積）	-0.081 *	-0.095 **	-0.079 *	-0.063	-0.093 **
株式流入額／外国人株式保有額（累積）	-0.027	-0.050	-0.019	-0.049	-0.047
実質実効為替変化率（累積）	-0.411 *	-0.396 *	-0.393	-0.428 *	-0.349
DM2015	-0.106 *	-0.114 *	-0.115 *	-0.111 *	-0.108 *
DM2016	-0.016	-0.027	-0.026	-0.019	-0.020
DM2018-19	-0.070	-0.087	-0.083	-0.077	-0.074
DM2020	-0.139 *	-0.159 *	-0.149 *	-0.143 *	-0.142 *
DM2022-24	0.003	-0.011	-0.005	0.002	-0.004
adjR ²	0.092	0.080	0.074	0.108	0.069

パネル(b)

サンプル数	245	251	249	250	250	162
定数	0.179	0.049	0.031	0.030	-0.001	0.029
Fragile State	-0.002 *					
Uncertainty		-0.264				
インフレ率			-0.00818			
経常収支対GDP比				0.0337		
外貨準備対GDP比					0.117	
FXAGG\$						-0.017
株式リターン（累積）	-0.070 *	-0.092 **	-0.093 **	-0.091 **	-0.083 **	-0.099 **
株式流入額／外国人株式保有額（累積）	-0.050	-0.035	-0.036	-0.030	0.055	0.172
実質実効為替変化率（累積）	-0.333	-0.313	-0.280	-0.291	-0.331	-0.051
DM2015	-0.117 *	-0.104 *	-0.110 *	-0.108 *	-0.108 *	-0.057 **
DM2016	-0.026	-0.019	-0.023	-0.023	-0.017	-0.032
DM2018-19	-0.077	-0.071	-0.073	-0.074	-0.072	-0.044 *
DM2020	-0.161 *	-0.133 *	-0.140 *	-0.141 *	-0.136 *	-0.073 ***
DM2022-24	-0.019	-0.003	-0.005	-0.005	-0.005	
adjR ²	0.082	0.063	0.055	0.056	0.059	0.092

(注) 1) White ロバスト標準偏差を用いて t 検定を行っている。

2) ***, **, * はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10% で有意であることを示す。

2022年から2024年までのリスクオフ局面で1をとるダミー変数を DM2022-24と記している。

被説明変数としては対内株式投資の外国人保有株式額に対する比率をとっている。マクロリスク要因としてはソブリン・リスク、政治リスク、国家脆弱性指数などが有意で符号条件も満たしている。すなわち、国家の財務基盤、統治機構の安定性が劣化する国ほど、リスクオフ局面では外国人投資家による株式売却に見舞われる傾向が観察されている。

また、リスクオフ直前までの株式リターンはすべてのケースで負値で有意であり、実質実効為替変化率も負値で有意な結果がみられる。すなわち、リスクオフ局面が発生する直前まで高い株式リターンを実現し、また通貨価値が実質ベースで上昇していた国ほど、リスクオフ局面では規模の大きな資本流出を経験していることが示唆される。株式流入額の累積値は有意ではないが、Eichengreen and Gupta (2015)と同様に、リスクオフ局面が始まるまでの間に資本流入が増大し、実効為替レートの増価が進行していた国ほど、リスクオフ局面では反動で株式売却が増幅されていた可能性がある。また、高

いリターンが外国人投資家による株式投資を後押しする可能性が考えられるが、リスクオフ局面ではその分だけ株式売却が加速する可能性も示唆された。

リスクオフ・イベントを表すダミー変数に関しては、2015年のチャイナショックと2020年のパンデミック宣言を表すダミー変数が有意であり、2013年の Taper Tantrum と比較して対内株式投資比率が有意に低下していることが示されている。DM2015と DM2020の推計された係数値の平均はそれぞれ-0.105、-0.138であり、他の要因の影響をコントロールした上で、対内株式投資の外国人株式保有額に対する比率は Taper Tantrum と比べてそれぞれのリスクオフ局面では平均して10.5ポイント、13.8ポイント低下していたことになる。

図表5は金融市場ストラクチャー要因を追加した上で推計した結果である。ここでも被説明変数は対内株式投資額の外国人株式保有額に対する比率をとっており、マクロリスク要因としては Oxford Economics 社のリスク指標である総合リスク (Overall Risk) のみを用いているが、他のリスク要因を用いても結果は同様であ

図表5 回帰式(1)の推計結果 (被説明変数:対内株式投資/外国人保有株式額, 金融市場ストラクチャー要因含む)

サンプル数	228	229	233	228	234	228	231	228
定数	0.310	0.244	0.365 *	0.305 *	0.273	0.313	0.332 *	0.282 *
Overall Risk	-0.049	-0.038	-0.065 *	-0.049	-0.045	-0.049	-0.049	-0.047 *
株式リターン (累積)	-0.084 *	-0.106 *		-0.083 *	-0.076	-0.083 *	-0.093 *	-0.084 *
株式流入額/外国人株式保有額 (累積)	-0.044	-0.067	0.345		0.042	-0.047	-0.120	-0.041
実質実効為替変化率 (累積)	-0.291		-0.328	-0.296	-0.461 *	-0.291	-0.276	-0.287
Investment Freedom	-0.0002	0.00004	-0.0008	-0.0002	-0.00003	-0.0003	-0.0006	
国内信用対GDP比	-0.006	0.001	-0.004	-0.008		-0.0001	-0.006	-0.003
株式時価総額対GDP比	0.009	0.009	0.012	0.010	0.004		0.005	0.009
外国人持ち株比率	-0.007	-0.002	0.037	-0.011	-0.011	-0.011		-0.010
DM2015	-0.142 **	-0.137 **	-0.150 **	-0.143 **	-0.149 ***	-0.143 **	-0.139 **	-0.144 ***
DM2016	-0.059	-0.052	-0.044	-0.059	-0.067 *	-0.060	-0.059	-0.060
DM2018-19	-0.105 **	-0.102 **	-0.096 **	-0.104 **	-0.108 **	-0.105 **	-0.105 **	-0.106 **
DM2020	-0.175 **	-0.175 **	-0.147 *	-0.173 **	-0.175 **	-0.176 **	-0.177 **	-0.177 **
DM2022-24	-0.050	-0.058	-0.034	-0.047	-0.037	-0.052	-0.049	-0.053
adjR ²	0.075	0.063	0.112	0.079	0.098	0.079	0.080	0.079

(注) 1) White ロバスト標準偏差を用いて t 検定を行っている。

2) ***, **, * はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10% で有意であることを示す。

リスクオフ局面における新興国の対内株式投資

る。マクロリスクが劣位にある国ほど、またリスクオフ局面が始まるまでの間に株価や通貨価値が増価を続けていた国ほど、グローバル金融市場の緊張状態が高まった状況下では、より大規模な資本流出を経験していたことがここでも示されている。また、図表5では、2015年のチャイナショックや2020年のパンデミック宣言の時期に加えて、2018年から2019年にかけての時期、あるいは2016年第4四半期に関するダミー変数が有意であり、資本流出の規模がTaper Tantrumよりも大規模になっていたことが窺える。なお、ここでは金融市場ストラクチャー要因の影響は観察されない。

図表6は被説明変数として対内株式投資のGDPおよび株式時価総額に対する比率を用いた場合の推計結果である。被説明変数を入れ替えた場合でも、国家の脆弱性に懸念があると評価されている国がリスクオフ局面でより大規模な資本流出を経験していることが示唆されている。また、ここでも株式リターンや実質実効為替変化率の係数は負値と推計されているが、GDPを基準変数とする対内株式投資比率を被説明変数とした場合に、対内株式投資の累積額の係数が正値である。More-in More-out仮説によれば、過去に流入資金が蓄積していた国では、その反動でリスクオフ局面では資本流出がより大規模になるとのことが、その傾向は対内株式投資の累積額では示されていない。ただし、資本が流入する過程では実質実効為替レートの増価が進行することも予想されるため、More-in More-out仮説が示唆する状況が部分的に捉えられている可能性もある。この点は更なる検証が必要である。

また、GDPや株式時価総額を基準変数とした場合には、金融市場ストラクチャー要因の影

響を確認できる。外国人持ち株比率は負値で有意である。すなわち、外国人の株式市場への参入度合いが高い国ほど、リスクオフ局面では大規模な株式売却を経験している。一方、投資の自由度の係数は正値であり、資本市場の自由度が高く、開放度が高い国のほうが資本流出が軽微であるとの結果が示されている。一見、矛盾する結果ではあるが、投資の自由度が当該国の資本市場に対する信頼性を描写しているならば、信頼度の高さが外国人投資家の株式売却を見送らせているとも解釈できる。

アジア地域の資本市場は開放度が比較的 low、最も開放度の高い韓国でも外国人持ち株比率は本研究で使用したデータに基づく33.5%にとどまり、投資の自由度スコアも60である。外国人持ち株比率が低ければ、ネガティブなグローバルショックの発生に反応した外国人投資家の株式売却に晒される程度も小さくなり、リスクオフ局面における資本流出が軽微で済む可能性はある。ただし、外国人持ち株比率で外国人投資家の影響を適切に捉えられているかどうかは注意が必要である。

被説明変数として対内株式投資の対GDP比を用いた場合には、国内信用の対GDP比が負値で有意になるケースがみられる。国内信用の対GDP比が金融部門の深化、発達度合いを表しているならば、リスクオフ局面においては金融部門への信頼性ゆえに株式の売却が緩やかになるとのストーリーも考えられるが、経済の金融部門への依存度が大きい故に、リスクオフ局面では株式売却の一因として作用していたのかもしれない。この点については、さらに精査する必要がある。

また、ここでもチャイナショックやパンデミック宣言のリスクオフ局面を表すダミー変数

図表6 回帰式(1)の推計結果(被説明変数:対内株式投資/GDP および対内株式投資/株式時価総額, 金融市場ストラクチャー要因含む)

パネル(a)

被説明変数	STINFMV	STINFMV	STINFGDP	STINFGDP	STINFGDP
サンプル数	228	228	226	226	226
定数	0.048 *	0.024	0.005	0.016 ***	0.004
Overall Risk	-0.006 *				
Sovereign Risk		-0.003			
Exchange Risk			-0.0001		
Political Risk				-0.002 **	
Credit Rating					0.00004
株式リターン(累積)	-0.015 **	-0.016 **	-0.002	-0.002	-0.002
株式流入額/規模変数(累積)	-0.123	-0.158	0.347 *	0.342 *	0.343 *
実質実効為替変化率(累積)	-0.024	-0.017	-0.011 *	-0.014 **	-0.011 *
Investment Freedom	-0.0001	0.0001	0.00005 *	0.00000	0.00005
国内信用対GDP比	-0.0001	-0.0007	-0.004 *	-0.005 **	-0.004
株式時価総額対GDP比	-0.0004	-0.0002	-0.0004	-0.0008	-0.0004
外国人持ち株比率	-0.025 *	-0.022	-0.012 ***	-0.012 ***	-0.012 ***
DM2015	-0.012 **	-0.014 **	-0.009 **	-0.009 **	-0.009 **
DM2016	-0.003	-0.004	-0.007 *	-0.007 *	-0.007 *
DM2018-19	-0.007	-0.010	-0.006	-0.005	-0.006
DM2020	-0.017 **	-0.020 ***	-0.010 ***	-0.010 **	-0.010 ***
DM2022-24	-0.003	-0.006	-0.004	-0.003	-0.004
adjR ²	0.087	0.059	0.137	0.157	0.137

パネル(b)

被説明変数	STINFGDP	STINFMV	STINFMV	STINFGDP	STINFGDP	STINFMV
サンプル数	220	228	226	226	226	154
定数	0.018 ***	0.002	-0.003	0.003	0.005	0.012 **
Fragile State	-0.0001 ***					
Uncertainty		-0.008				
インフレ率			0.022			
経常収支対GDP比				-0.0255		
外貨準備対GDP比					-0.007	
FXAGG\$						0.005
株式リターン(累積)	-0.003	-0.014 **	-0.016 **	-0.002	-0.002	-0.015
株式流入額/規模変数(累積)	0.302	-0.142	-0.152	0.310	0.312	0.087
実質実効為替変化率(累積)	-0.013 *	-0.011	-0.003	-0.008	-0.009	-0.012
Investment Freedom	-0.00001	0.0001	0.0002 **	0.00006 **	0.00007 **	-0.0001
国内信用対GDP比	-0.0001 **	0.002	0.004	-0.003	-0.003	-0.003
株式時価総額対GDP比	0.0001	0.0000	-0.0003	-0.0004	-0.0004	0.001
外国人持ち株比率	-0.015 ***	-0.018	-0.017	-0.011 ***	-0.011 ***	-0.029 *
DM2015	-0.010 **	-0.014 **	-0.014 **	-0.009 **	-0.010 **	-0.007
DM2016	-0.008 *	-0.004	-0.005	-0.007 *	-0.007 *	-0.002
DM2018-19	-0.006	-0.009	-0.009	-0.005	-0.006 *	-0.002
DM2020	-0.011 ***	-0.019 ***	-0.019 ***	-0.010 ***	-0.010 ***	-0.008 *
DM2022-24	-0.005	-0.006	-0.007	-0.004	-0.004	
adjR ²	0.163	0.053	0.056	0.145	0.143	0.093

(注) 1) White ロバスト標準偏差を用いてt検定を行っている。

2) ***, **, *はそれぞれ有意水準1%, 5%, 10%で有意であることを示す。

3) STINFGDP: 対内株式投資/GDP, STINFMV: 対内株式投資/株式時価総額

リスクオフ局面における新興国の対内株式投資

の影響が顕著であり、また2016年第4四半期のリスクオフ局面を表すダミー変数も有意であるケースがみられる。

図表7は、回帰式(2)の推計結果である。ここでは、被説明変数として対内株式投資額の外国人株式保有額に対する比率を用いた場合の結果を掲載しており、マクロリスク要因としてOxford Economics社の総合リスク(Overall Risk: OR)とAllen et al. (2023)のドル建て対外純資産の対外資産負債残高に対する比率(FXAGG\$)を用いた場合の結果を取り上げている。なお、Allen et al. (2023)のカレンシー・エクスポージャーのデータは2020年までしか入手できないため、分析対象となるリスクオフ局面は2020年第1四半期のパンデミック宣言時までとなる。ここでも過去の株式リターンや実質実効為替変化率はリスクオフ局面における対内株式投資に対して負の影響を与えていることがわかる。

総合リスク(Overall Risk)を用いた場合の推計結果を確認すると、リスク指数とダミー変数の交差項が2018年、2019年のリスクオフ局面やパンデミック宣言時に関して有意でとなっている。すなわち、リスクオフ局面では常にマクロリスクの多寡が外国人投資家の株式売却の判断に影響を及ぼしているわけではないが、米中貿易摩擦などを背景に政治的政策的不確実性が高まった時期に米国の利上げ傾向が鮮明となり、政治的・経済的な頑健性への関心が高まった時期では、外国人投資家の投資先の選別の姿勢が強まったとも解釈できる。こうした傾向は、感染症の世界的な流行という非常事態にも強まっていたのかもしれない。

FXAGG\$をマクロリスク要因として用いた場合には、チャイナショック、2018、2019年のリスクオフ局面、パンデミック宣言時を表すダミー変数との交差項の係数値が正值で有意であり、ドル建ての対外純資産が潤沢な国ほど、リ

図表7 回帰式(2)の推計結果(被説明変数:対内株式投資/外国人保有株式額)

サンプル数	251	228	サンプル数	162	153
定数	-0.021	0.025	定数	0.044	0.051
Overall Risk (OR)	0.010	0.011	ドル建て対外純資産/対外純資産負債(FXAGG\$)	-0.390	-0.143
OR*DM2015	-0.076	-0.104	FXAGG\$*DM2015	0.493 *	0.268
OR*DM2016	-0.011	0.007	FXAGG\$*DM2016	0.432	0.201
OR*DM2018-19	-0.111 *	-0.116 *	FXAGG\$*DM2018-19	0.437 *	0.168
OR*DM2020	-0.134 *	-0.135	FXAGG\$*DM2020	0.694 **	0.452 ***
OR*DM2022-24	0.012	-0.007	株式リターン(累積)	-0.087 **	-0.083 ***
株式リターン(累積)	-0.081 **	-0.074 *	株式流入額/外国人株式保有額(累積)	0.275	0.359 ***
株式流入額/外国人株式保有額(累積)	0.043	0.072	実質実効為替変化率(累積)	-0.071	-0.109
実質実効為替変化率(累積)	-0.466 **	-0.424 *	Investment Freedom		-0.001
Investment Freedom		0.000	国内信用対GDP比		-0.010
国内信用対GDP比		-0.010	株式時価総額対GDP比		0.013
株式時価総額対GDP比		0.013	外国人保有比率		0.012
外国人保有比率		0.011	DM2015	-0.090 ***	-0.076 **
DM2015	0.247	0.338	DM2016	-0.057	-0.048
DM2016	0.029	-0.107	DM2018-19	-0.066 **	-0.043 *
DM2018-19	0.449 *	0.437 *	DM2020	-0.107 ***	-0.085 ***
DM2020	0.484	0.455	adjR2	0.171	0.181
DM2022-24	-0.059	-0.013			
adjR2	0.153	0.135			

(注) 1) White ロバスト標準偏差を用いてt検定を行っている。

2) ***, **, * はそれぞれ有意水準1%, 5%, 10%で有意であることを示す。

スクオフ局面に直面しても資本流出が軽微にとどまっていることが示されている。特に、2020年のパンデミック宣言時にその傾向が強くみられる。2020年3月は国際金融市場の混乱のなかで米ドルの需給が急速に悪化し、米ドルの調達コストが一気に高まった時期でもある。米ドルの調達に対する不安視を和らげる目的でFRBと各国の中央銀行との間で締結されているスワップラインの強化策が発表され、それを受けて、米ドルの調達コストも低下していった。最終的に、マーケット環境は安定性を取り戻していったが、市場の緊張状態が高まった状況下では米ドルの調達への依存度の高い新興国の株式が売却されやすい状態にあったことが窺える。また、同様の傾向は、米国がゼロ金利政策を終了させ、利上げプロセスに入った時期やチャイナショックの発生時においてもみられた可能性がある。

アジア諸国には経常収支が黒字の国が多く、パキスタンとスリランカを除けば国際資産負債ポジションは比較的良好である。中国やマレーシアなど、FXAGG\$が低下傾向にある国も存在するが、本研究の分析対象である新興国の中では高位のFXAGG\$を維持している国が多い。こうした対外ポジションの特性は、リスクオフ局面においてアジア諸国の株式売却を抑制させる方向に作用していた可能性がある。

以上、回帰式(1)および回帰式(2)の推計により、新興国の対内株式投資における新興国固有の要因の影響を検証した。リスクオフ局面において、マクロリスク要因の対内株式投資への影響が常に観察されたわけではないが、マクロリスク要因の中でも政治リスク、ソブリン・リスク、国家脆弱性の影響は比較的顕著であった。特に、米中貿易摩擦の激化を背景に国家の財務

健全性や政策執行能力、統治機構の安定性などへの関心が高まった時期に、外国人投資家のこれらのリスク要素に対する関心が高まり、リスクオフ局面では、これらのリスク要素が劣位にある国の株式が売却されやすい傾向にあった。同様のことはパンデミック宣言が公表され、国際金融市場が混乱に陥った2020年3月の時期にも見られる。また、こうしたリスクオフ局面は米国の利上げや米ドルの増価が進んだ時期でもあるが、ドル建て対外純資産が低位であるほど株式が売却される傾向もみられた。すなわち、ドル高が進行する中で、ドル建てでの資金調達への依存度が高い国の返済能力が懸念され、当該国の株式の売却が強まる傾向にあった可能性が窺える。

経済ファンダメンタルズが良好であるが故に、優良な新興国に投資資金が集中し、市場環境がリスクオンからリスクオフに反転すると、リスクオフ局面以前の資本流入の反動で資本流出が加速する、すなわち More-in More-out 仮説をダイレクトに示す結果は得られなかった。ただし、資本流入が増加する過程では実質実効為替レートが増価する可能性があり、リスクオフの事態になるまで自国通貨が増価していた国ほどリスクオフ局面では株式が売却されやすい傾向がみられた。また、過去の株式リターンが高い国ほど、リスクオフ局面では株式が売却されやすい傾向もみられた。

資本市場の開放度とリスクオフ局面における対内株式投資との関係に関して、外国人持ち株比率の高い国ではリスクオフ局面において外国人投資家の売却が増大する傾向が示された。新興国に投資する外国人投資家の行動はグローバル要因の影響を強く受けることが予想され、そのため、ドル高や米長期国債利回りの上昇など

リスクオフ局面における新興国の対内株式投資

を含むグローバルショックの発生が外国人投資家の株式売却を促進させるものと推察する。一方、投資の自由度が高い国のほうがリスクオフ局面での対内株式投資の減少が軽微にとどまるという一見矛盾する結果も得られた。Heritage Foundation の投資の自由度に関する指標が、資本市場に対する投資家の信頼度を反映していると解釈できるならば、市場がリスクオフに転じて、外国人投資家は信頼性の高い国の株式を保持し続けたのかもしれない。

リスクオフ局面における対内株式投資に対してマクロリスク要因の影響が常に確認できたわけではなく、マクロリスク要因よりも過去の実質実効為替変化率や株式リターン、あるいは金融市場ストラクチャー要因のほうが対内株式投資への影響が顕著であるようにも見受けられ

た。グローバルショックが発生した際、外国人投資家は新興国のどのような要因に着目して株式売却の選別を行うのかについて、以下では別の検証も行ってみる。

Patnaik and Pundit (2019) は、リスクオフ局面においては MSCI Emerging Markets (EM) に採用される国の通貨のほうが強い減価圧力を受けることを指摘しており、Chari (2023) は、近年では新興国市場の資金フローにおいてミューチュアルファンドなどのノンバンクによる資金仲介が重要な位置付けにあり、パッシブ運用による景気変動増幅効果を懸念している。

そこで、回帰式(1)を修正し、以下の回帰式を推計してみる。

$$\Delta FinVar_{it} = \alpha + \sum_j (\beta_{j,0} + \beta_{j,1} DM_MSCIEM_t) X_{i,j,t-1} + \sum_k \gamma_k Y_{i,k,t-1} + \sum_l \delta_l Z_{i,l,t-1} + \zeta DM_t + \eta DM_MSCIEM_t + \varepsilon_i \quad (3)$$

ここで、 DM_MSCIEM_t はリスクオフ局面 t にて MSCI EM インデックスに採用されている国を表すダミー変数である¹⁰。MSCI EM インデックスは主要な新興国株価インデックスの一つであり、世界中の投資家が新興国の株式パッシブ運用において採用しているベンチマークである。本研究では、 DM_MSCIEM 単独の項とマクロリスク要因との交差項を導入することで、株式パッシブ運用の対象になること自体の対内株式投資への影響と、リスクオフ局面においてマクロリスク要因がどのように関わるかを検証する。

図表 8 が回帰式(3)の推計結果である。ここでは、マクロリスク要因として Oxford Econom-

ics 社の総合リスクと Ahir et al. (2022) の World Uncertainty Index を用いている。以下では DM_MSCIEM に関する項の係数値を中心に解説するが、それ以外の変数に関してはほぼ同様の結果が得られている。

まず、 DM_MSCIEM の単独項はいずれのマクロリスク要因を用いても負値で有意である。すなわち、他の要因を除去すると、MSCI EM インデックスに採用されていること自体がリスクオフ局面での株式売却を促進させることを表している。この結果は Patnaik and Pundit (2019) とも整合的である。外国人投資家の行動はグローバルショックに左右されやすいが、外国人

10 中国の A 株は2018年から MSCI EM 指数への組み入れが開始されたため、2018年のリスクオフ局面から 1 を付与している。

図表8 回帰式(3)の推計結果

パネル(a)

被説明変数	STINFMV	STINFMV	STINFMV	STINFFH	STINFFH	STINFFH	STINFGDP	STINFGDP	STINFGDP
サンプル数	228	228	230	228	228	231	226	229	229
定数	0.069 **	0.058 ***	0.054 **	0.495 *	0.454 **	0.517 **	0.014 **	0.012 *	0.016 ***
Overall Risk (OR)	-0.010 **	-0.009 **	-0.009 **	-0.084 *	-0.081 *	-0.083 *	-0.001 *	-0.001 *	-0.002 ***
OR*DM_MSCIEM	0.009 *	0.009 *	0.009 **	0.078 *	0.078 *	0.075 *	0.001	0.001	0.001
株式リターン(累積)	-0.017 **	-0.017 **	-0.018 **	-0.101 **	-0.100 **	-0.109 **	-0.003	-0.002	-0.003
株式流入額/規模変数(累積)	-0.157	-0.154	-0.188	-0.054	-0.049	-0.122	0.361 *	0.359 *	0.363 *
実質実効為替変化率(累積)	-0.019	-0.018	-0.018	-0.249	-0.243	-0.236	-0.013 *	-0.014 **	-0.014 **
Investment Freedom	0.000			0.000			-0.001	0.000	
国内信用対GDP比	-0.006	-0.004	-0.003	-0.010	-0.004	-0.009	-0.004 *	-0.004	-0.005 **
株式時価総額対GDP比	-0.001	0.000	0.001	0.005	0.006	0.001	0.001	0.001	0.001
外国人保有比率	-0.021	-0.021		0.014	0.014		-0.008 *		
DM2015	-0.012 *	-0.012 **	-0.012 **	-0.137 **	-0.140 **	-0.135 **	-0.009 **	-0.009 **	-0.009 **
DM2016	-0.003	-0.003	-0.003	-0.058	-0.060	-0.058	-0.007 *	-0.007 *	-0.007 *
DM2018-19	-0.007	-0.008	-0.008	-0.100 **	-0.102 **	-0.100 **	-0.006	-0.006	-0.005
DM2020	-0.017 ***	-0.018 ***	-0.018 ***	-0.175 **	-0.177 **	-0.176 ***	-0.010 ***	-0.010 ***	-0.010 **
DM2022-24	-0.003	-0.004	-0.004	-0.048	-0.051	-0.046	-0.003	-0.003	-0.003
DM_MSCIEM	-0.043 *	-0.043 *	-0.049 **	-0.366 *	-0.367 *	-0.355 *	-0.009	-0.011 *	-0.010 *
adjR ²	0.114	0.116	0.113	0.100	0.104	0.102	0.148	0.146	0.148

パネル(b)

被説明変数	STINFMV	STINFMV	STINFMV	STINFFH	STINFFH	STINFFH	STINFGDP	STINFGDP
サンプル数	228	230	230	231	228	231	226	226
定数	0.014 *	0.014 *	0.018 ***	0.167 *	0.182 **	0.202 ***	0.005	0.009 ***
Uncertainty	-0.126 **	-0.132 **	-0.138 **	-2.147 **	-2.248 **	-2.198 **	-0.013	-0.019 *
Uncertainty*DM_MSCIEM	0.144 **	0.151 **	0.158 **	2.273 **	2.378 **	2.336 **	0.019	0.026
株式リターン(累積)	-0.014 **	-0.015 **	-0.015 **	-0.079 *	-0.072	-0.079 *	-0.002	-0.002
株式流入額/規模変数(累積)	-0.175	-0.199	-0.206	-0.165	-0.114	-0.175	0.338	0.338
実質実効為替変化率(累積)	-0.010	-0.011	-0.010	-0.163	-0.182	-0.156	-0.011 *	-0.010
Investment Freedom	0.0001	0.0001		0.0005			0.0001 **	
国内信用対GDP比	0.001	0.0010	0.0005	0.032	0.026	0.028	-0.003	-0.004 *
株式時価総額対GDP比	-0.002	-0.001	-0.001	-0.013	-0.008	-0.018	0.0003	-0.0002
外国人保有比率	-0.014				0.104		-0.007	-0.006
DM2015	-0.014 **	-0.013 **	-0.013 **	-0.144 ***	-0.142 ***	-0.141 ***	-0.010 **	-0.009 **
DM2016	-0.005	-0.005	-0.004	-0.079 *	-0.076 *	-0.077 *	-0.008 **	-0.007 *
DM2018-19	-0.009	-0.009	-0.009	-0.113 **	-0.110 **	-0.110 **	-0.006 *	-0.006
DM2020	-0.019 ***	-0.019 ***	-0.019 ***	-0.185 **	-0.178 **	-0.182 **	-0.010 ***	-0.010 ***
DM2022-24	-0.006	-0.006	-0.005	-0.069 *	-0.064	-0.067	-0.004	-0.003
DM_MSCIEM	-0.010 *	-0.013 ***	-0.013 ***	-0.139 **	-0.150 **	-0.138 **	-0.004 **	-0.004 **
adjR ²	0.065	0.067	0.070	0.112	0.111	0.115	0.141	0.136

(注) 1) White ロバスト標準偏差を用いて t 検定を行っている。

2) ***, **, * はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10% で有意であることを示す。

3) STINFMV: 対内株式投資/株式時価総額, STINFFH: 対内株式投資/外国人株式保有額, STINFGDP: 対内株式投資/GDP

投資家の投資資金の相当部分が株式パッシブ運用によるものであることから、グローバルショックの発生時に MSCI EM インデックスに採用されている国の株式が売却されやすくなることを示唆している。

また、マクロリスク要因との交差項の係数値は正值で有意のものが多い。リスクオフ局面における対内株式投資のマクロリスク要因に対す

る反応度は、MSCI EM インデックスの採用国に関しては、マクロリスク要因の単独項の係数値と DM_MSCIEM との交差項の係数値との和になる。そのため、MSCI EM インデックスの採用国の株式の売却はマクロリスクとの関連性が小さくなることがわかる。すなわち、主要な株式インデックスに採用されると、当該新興国の株式は、国内のマクロリスクの多寡に関わらず、

リスクオフ局面における新興国の対内株式投資

グローバルリスクの発生にともなって同時に売却される傾向が強くなることを示唆している。

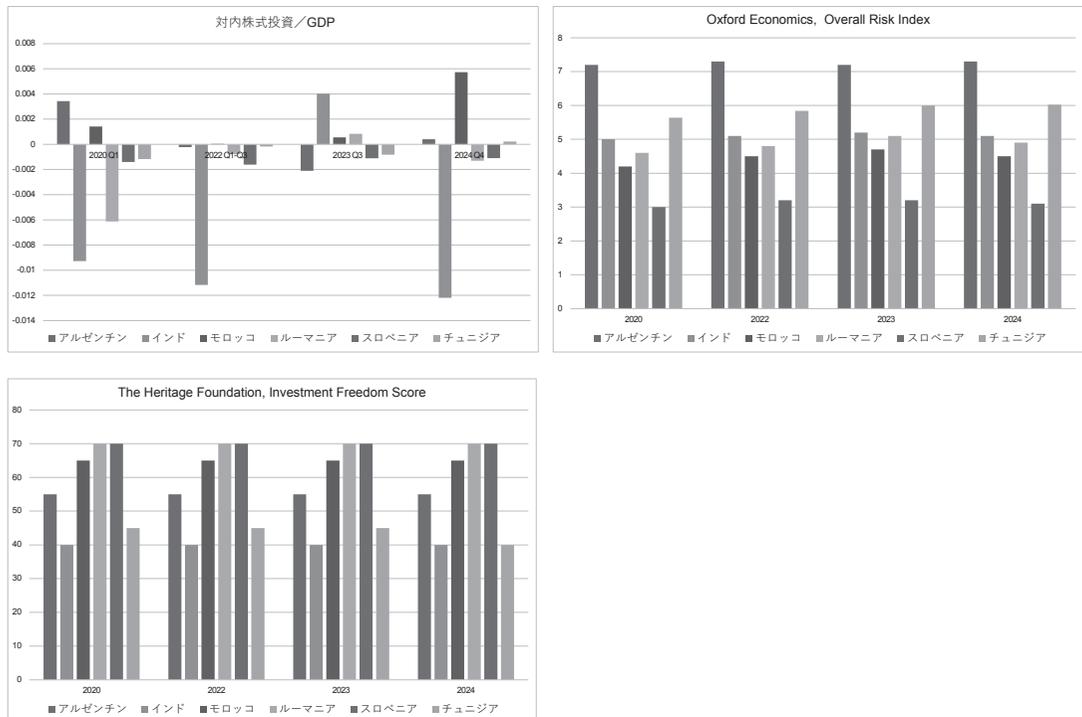
図表9は本研究で用いたリスクオフ局面における対内株式投資の対GDP比率とOxford Economics社の総合リスク指数およびHeritage Foundationの投資の自由度スコアを掲載している。ここでは、2020年以降のリスクオフ局面におけるインドとMSCI EMインデックスの非採用国の数値を載せている。

まず、リスクオフ局面においてインドが最も大規模な株式売却を経験していることがわかる。インドのマクロリスクの水準をみると、ルーマニアやモロッコとほぼ同程度であり、アルゼ

ンチンやチュニジアよりも安全性が高いと評価されているが、グローバルショックの発生時にはインドの株式のほうが売却される傾向が強かったことになる。

投資の自由度スコアをみると、インドの資本市場は6カ国の中でもっとも閉鎖的である。東欧諸国はEU加盟国であり、資本規制などは撤廃されているが、リスクオフ局面ではインドのほうが株式売却に晒されやすいことになる¹¹。インドの外国持ち株比率もそれほど高くはないが、株式の保有をストックではなくフローに基づいて判断すると、外国人投資家の影響力について異なる様相が見えてくる。日本でもそうだ

図表9 インドとMSCI EM Indexの非採用国のリスクオフ局面における対内株式投資比率とマクロリスク指数および投資の自由度スコア



(注) LSEG社のデータベース、Datastreamから取得したデータを元に筆者が作成。

11 アルゼンチンは一時的にフロンティアから新興国(EM)へと昇格されたが、外国人に対する資本規制を強化する措置がとられたため、2021年にはスタンダードアロンへと格下げされている。

が、外国人投資家の売買回転は速く、特にリスクオフ局面においては売買回転が上昇する（大野（2025））。グローバルショックの影響を受けやすい外国人投資家の売買がリスクオフ局面で拡大し、インドの株式市場に多大な影響を及ぼしている可能性がある。

MSCI EM インデックスに採用されるか否かは、経済的發展レベル、市場アクセス、市場の規模や流動性などを総合的に考慮して判断される。インドでは外国人投資家に対する規制が残されているものの、市場規模が大きく流動性も高いことから、MSCI EM インデックスの構成国となっている。とりわけ、昨今では、経済が減速傾向にある中国に代わる投資資金の受け皿としてインドの株式が注目されており、新興国株式のパッシブ運用のみならず、インドの株式を対象としたアクティブ運用も脚光を浴びており、日本国内でもインド株の様々な投資信託商品が販売されている。今後もインドの株式市場の開放度は高まることが予想されるが、開放度が高まるほどグローバル要因の影響が強まり、リスクオフ局面ではグローバルショックの影響を色濃く受ける外国人投資家の行動によって国内の株式市場が大きく左右される可能性もある¹²。

本研究の分析対象となったアジア諸国は、パキスタン、スリランカを除き、MSCI EM インデックスの採用国となっている。また、MSCI社のファクトシートに基づけば、上位2国の中国とインドでMSCI EM インデックスの5割

程を占め、第3位の台湾と第4位の韓国を含めると占有率は約4分の3となる¹³。タイやインドネシアの占有率も比較的大きい。すなわち、MSCI EM インデックスの大半はアジア諸国が占めており、新興国向け投資資金の大半はアジアの株式市場に流入していることになる。

5. おわりに

アジア諸国は他の地域と比較して市場の閉鎖性が強い傾向にはあるが、アジアの資本市場でも開放度が高まりつつある。

2014年以降、ストック・コネクト制度が創設され¹⁴、香港経由で中国本土のA株市場への投資が可能になり、リスクオフ局面における外国人投資家による株式売却がストック・コネクト制度を通じて急増する傾向がみられるようになった。また、上述したように、中国の本土株もMSCI EM インデックスなどの主要な株価指数に組み入れられるようになり、中国の株式市場もグローバル市場との統合度合いを高めている。さらに、2020年には外国人向け中国株式投資制度の規制緩和が実施された。かつては、中国本土株への投資が認められていた外国人投資家は適格海外機関投資家（Qualified Foreign Institutional Investor: QFII）、あるいは人民元適格海外機関投資家（RMB Qualified Foreign Institutional Investor: RQFII）と呼ばれた機関投資家のみであったが、ストック・コネクト制度の創設により自由に中国のA株を売買でき

12 最近のインドでは、国内投資家による株式投資が急増しており、リスクオフ局面では外国人投資家の資金引き揚げによる効果を抑制する可能性も指摘されているが、効果は定かではない。リスクオフ局面において外国人投資家の売買が急増し、国内投資家が外国人投資家の行動に追随する動きが強まれば、外国人投資家による株式売却の効果を増幅することにもなり得る。

13 2025年時点におけるMSCI EM Indexに関する情報として下記を参照。

(<https://www.msci.com/documents/10199/255599/msci-emerging-markets-index-gross.pdf>)

14 2014年には上海・香港ストック・コネクトが開始され、2016年には深圳・香港ストック・コネクトが開始された。

リスクオフ局面における新興国の対内株式投資

るようになったため、QFII、RQFIIは撤廃されることになった。

また、インドでも自由化が進展している。2014年には外国人投資家による株式投資に関するライセンス制度である外国機関投資家（Foreign Institutional Investors: FIIs）と適格外国投資家（Qualified Foreign Investors: QFIs）が統合され、海外ポートフォリオ投資家（Foreign Portfolio Investors: FPIs）制度が創設された。また、2019年にはFPIsを再定義し、3区分に分類されていた投資家カテゴリーが1つに統合された。韓国でも2023年には外国人向けの事前審査制度が撤廃されている。

こうした規制緩和は外国人投資家の参入を促進させ、市場の流動性を高めることに寄与するとともに、国内市場がグローバルショックに晒されやすくなることになる。

本研究では2013年以降のリスクオフ局面における新興国の対内株式投資に影響を及ぼす要因を、新興国内の要因に着目して分析した。グローバル資本市場の緊張が高まる状況下で、グローバル投資家は新興国の経済ファンダメンタルズに着目した上で投資先の選別を行っているのかどうかに関して一定の議論があるが、本研究では、時期によって、また一部のマクロリスク要因については影響を確認することができた。しかし、マクロリスク要因よりもむしろ過去の実質実効為替変化率や株式リターンのほうが影響が顕著であるようにも見受けられた。ファンダメンタル要因の変数の取り方には工夫の余地があるとはいえ、More-in More-out仮説が示唆するような事態が起こっていた可能性もある。

対内株式投資とマクロ要因との関連性が強くみられない原因の一つとして、パッシブ投資の

広がりがあり得る。主要な株式インデックスに採用された国の株式はリスクオフ局面における売却圧力が非採用国の株式よりも強く、マクロリスク要因と株式売却との関連性が弱まる傾向が確認された。アジア諸国はMSCI EMインデックスの大半を占めており、新興国向け投資資金の大半がアジアの株式市場に集中する状況にある。中国やインドなどの株式市場の市場規模は巨額であるため、外国人持ち株比率は低位にとどまっているが、外国人投資家の売買回転は速く、リスクオフ局面においては外国人投資家の売買が急増する傾向にもある。現状、アジア諸国におけるグローバルショックの影響は短期的なものにとどまっており、リスク耐性は保持されているとはいえ、今後の変化に注視する必要はあるといえる。

参 考 文 献

- 大野早苗 (2025) 「インドの株式市場：リスクオフ局面におけるグローバルショックの影響」、公益社団法人日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』Vol.63, No.8, pp.41-53.
- 小嶺成司, 田平泰啓, 岩井亨, 崎山登志之 (2023) 「新興国への資本フローを巡る最近の動向」、日本銀行『日銀レビュー』2023-J-7.
- Ahir H., N. Bloom and D. Furceri (2022), "The world uncertainty index," *NBER Working Paper*, No.29763.
- Aizenman J., M. Binici and M. Hutchison (2016) "The transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets," *International Journal of Central Banking* 12(2), pp.317-356.
- Allen C., D. Gautam and L. Juvenal (2023) "Currencies of External Balance Sheets," *IMF*

- Working Paper*, WP/23/237.
- Ahmed S., B. Coulibaly and A. Zlate (2017) "International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important are Economic Fundamentals?" *Journal of International Money and Finance* 76, pp.133-152.
- Benetrix A., D. Gautam and L. Juvenal and M. Schmitz (2019) "Cross-Border Currency exposures: New evidence based on an enhanced and updated dataset," *IMF Working Paper*, WP/19/299.
- Brauning F. and V. Ivashina (2020), "U.S. Monetary Policy and Emerging Market Credit Cycles" *Journal of Monetary Economics* 12, pp.57-76.
- Cavani B. and S.F. Shousha (2024) "The Dollar and Emerging Market Economies: Channels and Impact" mimeo.
- Chari A. (2023), "Global Risk, Non-Bank Financial Intermediation, and Emerging Market Vulnerabilities," *NBER Working Paper*, No.31143.
- Chari A., K.D. Stedman and C. Lundblad, (2020) "Capital Flows in Risky Times: Risk-On/Risk-Off and Emerging Market Tail Risk," *NBER Working Paper*, No. 27927.
- Chari A., K.D. Stedman and C. Lundblad (2023) "Risk-On Risk-Off: A Multifaceted Approach to Measuring Global Investor Risk Aversion," *NBER Working Paper*, No.31907.
- Eichengreen B. and P. Gupta (2015) "Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets," *Emerging Markets Review* 25, pp.1-15.
- Gelos G., P. Patelli and I. Shim (2024) "The US dollar and capital flows to EMEs," *BIS Quarterly Review*, September.
- Georgiadis G., G. J. Muller and B. Schumann (2024), "Global Risk and the Dollar" *Journal of Monetary Economics* 144, pp.1-12.
- Hoek J., S. Kamin and E. Yoldas (2022), "Are Higher U.S. Interest Rates Always Bad news for Emerging Markets?" *Journal of International Economics*, Vol.137, pp.1-24.
- International Monetary Fund (2025), "Emerging Market Resilience: Good Luck or Good Policies?" IMF, World Economic Outlook: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim.
- Miranda-Agrippino S. and H. Rey (2020) "U.S. Monetary Policy and the global Financial Cycle," *Review of Economic Studies* 87, pp.2754-2776.
- Obstfeld M. and H. Zhou (2023) "The Global Dollar Cycle," *NBER Working Paper*, No.31004.
- Patnaik I. and M. Pundit (2019), "Financial shocks and exchange market pressure" *ADB Economics Working Paper Series*, No.581.

(武蔵大学経済学部教授)