

新興市場諸国向け資本フローの拡大、変動への対応 ～FSBとIMFのレポート紹介～

佐志田 晶 夫

一、はじめに

国際的な資本フローの趨勢的拡大と変動の大きさに
よる新興市場諸国への影響が懸念されている。これに
関連してFSB（金融安定理事会）は「米ドルによる資
金調達と新興市場諸国の脆弱性」レポート⁽¹⁾を四月に公
表、IMFは「資本フローの自由化と管理について」の
見解⁽²⁾（IV）を見直し、ポリシー・ペーパーを三月に
公表している。

資本フローは資源配分を改善し新興市場諸国の
発展に寄与するが、大幅な変動はマクロ安定化政
策の運営を困難にする。また、資本フローの形態
が銀行経由の貸出から債券・株式取得へシフト
し、投資ファンドなどノンバンク金融仲介（NB
FI）経由の比率が高まってきたため、外的な
ショックの影響経路も変化している点への注意が
必要になっている。

以下では、まずFSBのレポートを紹介し、次
いでIMFの見解⁽²⁾の主な変更点
と主要な概念や運営上の指針を簡単に説明する。

二、新興市場諸国への資本フロー 動向

(1) 新興市場諸国の対外債務が増加、通貨ミスマッチ拡大

FSBのレポートによれば、新興市場諸国⁽³⁾への資本流入が続き、二〇一九年末の対外債務は合計五・六兆ドルに達して対GDP比も高まった。資本フロー流入は利用可能な資源を増やすが、国際的な金融情勢の影響を受けやすくなり、ストレス時には海外投資家の資産売却による調達コストの上昇が避けがたい。

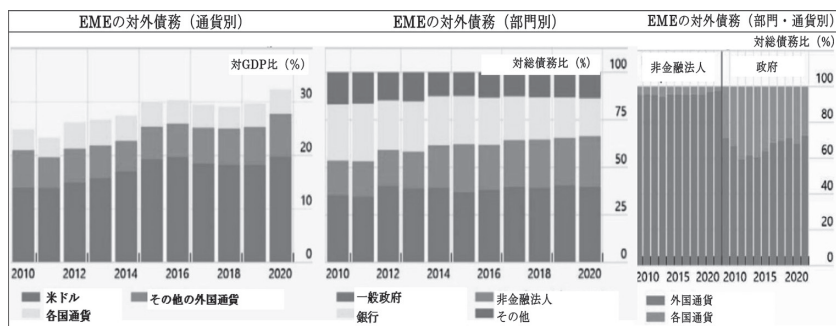
また、対外債務の約八〇％は外貨建て（米ドルが主）であるため通貨ミスマッチが大きく、為替レート変動で債務負担が変化する。部門別にみると最大の借手は政府だが、政府の対外債務は自国

通貨建てのものもある。非金融法人では対外債務が増加し、大半は外貨建てである。銀行部門もドル建て債務が増加しているがドル建て資産も増え、ミスマッチはある程度は抑制されている。為替下落などで政府や非金融法人の外貨資金調達が困難になり、国内金融での調達を増やそうとすれば、家計や中小企業の資金調達に影響が波及する。

(2) NBFの役割拡大とベンチマークを意識した運用増加、取引の複雑化

対外債務の調達形態では銀行貸出は引き続き重要だが、NBFの役割が高まってきた。NBF I経由の調達の一定部分はオープンエンド投信⁽⁴⁾などの新興市場株式、債券の取得によるものである。また、世界金融危機以降、ベンチマークに基づいて投資するパッシブファンドが拡大し、二〇一九

図表 1 新興市場経済諸国（EME）の対外債務の推移（通貨別、部門別）



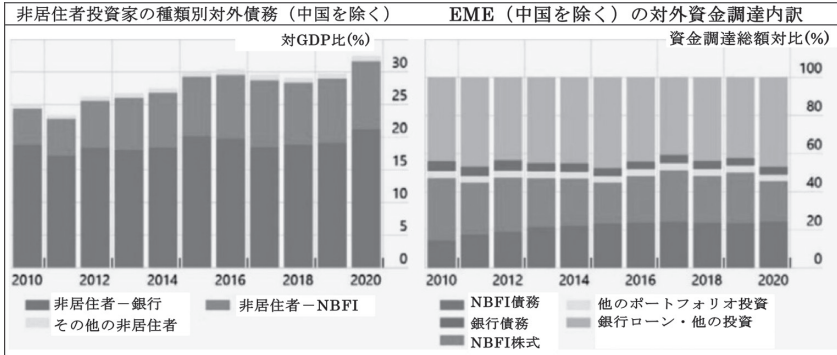
〔出所〕 FSB “US Dollar Funding and Emerging Market Economy Vulnerabilities” Graph2より

年には新興市場株式ファンドの約四五%、新興市場債券ファンドの一七%を占めている。

パッシブファンド以外にもベンチマークを参照して資産配分する投資家が増え、また、一部のアクティブファンドはベンチマークへの追従度合いを高め、現地通貨建て債券ファンドではアクティブ比率が低下傾向である。こうした変化はパッシブ運用とアクティブ運用の共通性を高め、ショックに対して同様な行動がとられやすくなった。ストレス時に類似した売買が行われると価格変動とリスクを増幅しかねない。

資金調達の多様化は新興市場諸国の調達コストを低下させ、市場の有効性と効率性を改善するが、NBFI経由の資金フローはグローバルな金融情勢に左右されやすいとみられる。また、ベンチマークに基づく投資家は新興市場諸国全体を一つの資産クラスとした資産配分をしがちで、各国

図表2 新興市場経済諸国（EME）ではNBFIを通じた資金調達が増加傾向



〔出所〕 FSB “US Dollar Funding and Emerging Market Economy Vulnerabilities” Graph4より

固有の動向が軽視されかねない。

加えて、新興市場諸国への資金供給の背後にはグローバルな金融システムのクロスボーダーな結びつきがある。銀行貸出や機関投資家の証券投資には、銀行やブローカー・ディーラーなどの市場仲介者が関与する。証券投資に伴うリスクの管理では為替やデリバティブを含む市場取引が利用され、取引は複雑さが増している。

一連の仲介のつながりでは、最も弱い部分に全体の強さが左右される。対外資金調達での債務市場とNBFIの役割増大によりショックの吸収能力では流動性（特にドル資金）が重要になってきている。例えば、二〇二〇年三月のストレス時には、流動性低下やブローカーなどの仲介能力低下が資本フローを抑制している。

三、新興市場諸国の対外資金調達への新型コロナウイルスの影響

(1) 二〇二〇年三月の市場混乱⁽⁵⁾の新興市場諸国などへの影響

新型コロナウイルスは金融市場への大きなショックとなった。投資家は高リスクの証券を売却して現金や安全資産に移し、新興市場の資産価格は大幅に下落した。債券スプレッドが急拡大して金融環境はタイト化し、発行市場が枯渇して借り手は市場での調達を制約され、ドル資金調達コストが上昇した。ショックは新興市場諸国全般に影響したが、外貨準備資産が多かった国では相対的には影響が少なかったとみられる。

銀行部門は規制改革による自己資本増強でショックを吸収し、ポートフォリオ投資よりは影

響が小さかったが、ストレス時にはドル資金市場タイト化が新興市場諸国への資金フローに影響した。各国中央銀行の流動性支援や当局による規制の一时的緩和などの支援をせざるを得なかった。

また、為替レート下落で新興市場国通貨建て債券では海外投資家の評価損が発生、分析結果によれば為替レート下落と共に新興市場諸国から資金が流出している。この時期には新興市場国通貨建て債市場でも海外投資家比率が低下している。

市場混乱時には投資家や企業がドル資金流動性の確保に注力し、キャッシュへの駆け込み (cash hoarding) が発生、資産価格変動によるデリバティブ取引などでの証拠金請求増大も影響し、ドル資金供給は減少し資金市場が逼迫した。為替レート下落もあり米国外の借手では支払い能力低下が懸念され、ドル資金のアクセスを制約されて為替スワップなどを絡めた調達を増やしている。

新興市場諸国の中央銀行は、銀行や企業の支援のためもあつて米国債売却やレポ調達でのドル資金確保に努めた。

二〇二〇年三月に主要な新興市場の投資家（主に中央銀行）の米国債売却は一五〇〇億ドルに達し、これは中核的な新興市場諸国の外貨準備資産の二・五％に相当する。米国債売却額は石油など燃料輸出国でより大きく、また、短期対外債務が多かった国々で米国債売却とレポでの調達が大きかった。新興市場諸国以外の投資家では、レバレッジ投資家（ケイマン籍）の売却も多かった。

(2) 新興市場ファンドの変動増幅性、格下げの影響

新型コロナウイルスでは、世界金融危機よりは少ないが二〇一三年のテーパートラム（FRBの量的緩和縮小懸念での混乱）を上回る資金流

出が生じた。通貨別ではハードカレンシー債券ファンドからが多いが、各国通貨建てファンドからの流出も少なくなかった。また、グローバルファンドやパッシブ債券ファンドへの依存度が高い国で資金流出が大きかった。

オープンエンド投信で解約請求に伴う大規模な資産売却があり、債券ファンドの資金流出率が大きかった。資産規模上位一〇〇〇の新興市場ファンドでは、低流動性資産を保有するファンドでより多くの資金流出がみられた。なお、かなりの新興市場債券ファンドで、二〇二〇年三月初めよりも三月末のキャッシュ残高が多く、ファンドマネジャーは不確実性に対応して必要最小限以上に資産を売却したようだ。

新興市場諸国のソブリン格付け引き下げも市場への圧力となった。二〇二〇年前半にはメキシコ、南アフリカ及び以前から低格付けだったアル

ゼンチンが格下げされた。メキシコと南アフリカでは社債スプレッドがかなり拡大し、南アフリカでは最初の格下げ後にさらに拡大した。これは投資不適格レベルになって債券インデックスから除外されたためと考えられる。格下げや格下げ予想が影響し、メキシコと南アフリカでは第1四半期末以降も資金が流出したが、他の新興市場諸国では三月二〇日頃が流出のピークだった。

四、新興市場諸国の対応と政策的な含意

(1) 市場の緊張に対する当局の政策対応

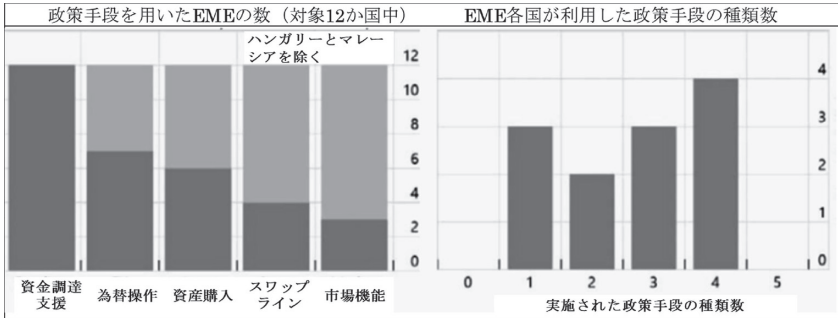
新興市場諸国の当局は、市場への圧力を軽減し資本流出を止めるために様々な手段を活用した。中核的な新興市場諸国の全ての中央銀行が資金調達支援を行い、自国通貨に加えて一部ではドルで

も支援し、準備要件の緩和も行った。分析対象の新興市場諸国の半分は過度な変動に対処するための為替操作を実施している（図表3）。

大規模な資産購入を初めて実施をする国もあるなど、新興市場諸国の多くが資産購入を行い、市場機能の維持に有効だった。サーキットブレーカーの調整や空売り禁止など市場機能改善措置も活用した国もあった。各国は様々な政策手段を組み合わせることで市場の機能不全に対応し、経済的影響を軽減する幅広い財政政策や規制監督上の対応措置も取られた。

先進諸国の中央銀行は主に自国の金融システムのために対策を実施したのだが、新興市場にも波及効果があり、投資家心理を回復させてドル資金不足を軽減した。また、新興市場国の一部を対象としたF R Bのスワップラインや海外中央銀行に対するF I M Aレポファシリティも導入され、E

図表3 新興市場経済諸国(EME)は市場圧力に対応し様々な政策手段を利用



〔出所〕 FSB “US Dollar Funding and Emerging Market Economy Vulnerabilities” Graph13より

CBも中・東欧諸国に相対でのユーロ・スワップラインを提供した。

(2) 政策的な含意

新型コロナウイルスの流行と投資家のリスクアペタイト反転は新興市場諸国に大きな打撃となった。非金融法人部門の通貨ミスマッチが露わになり、NBFIへの調達の依存による脆弱性と影響があった。中央銀行などによる支援は通貨と流動性のミスマッチなど根本的な問題への対応策ではなく、金融システムの強靱性向上には、以下のような措置が必要である。

(a) 借り手の通貨ミスマッチへの対応

非金融法人の外貨債発行は通貨ミスマッチを増加させたが、為替ヘッジやナチュラルヘッジ（輸出企業など）の程度は不透明である。通貨ミス

マッチを包括的に評価すべきだ。また、リスク管理を促すためにヘッジ市場のさらなる発展を目指すべきだろう。

ソブリン部門では、自国通貨建て債市場の発達でミスマッチが抑制されたが、自国通貨建て債市場でも海外投資家からの影響があった。一方、ソブリン債の多くを銀行が購入すると、ソブリンと銀行の結びつきによる懸念が生じかねない。債券市場の深化と年金などより広い国内投資家層の育成が必要である。銀行部門ではバンデミック前からミスマッチが抑制されていたが、銀行システムを守るため、通貨別の流動性要件、外貨準備要件や銀行の外貨ネットポジション制限などの規制措置を続けるべきである。

なお、資本流入急増がシステミックリスクを高め、金融市場に摩擦があれば資本フロー管理（C F M）が活用できる。だが、こうした手段が必要

なマクロ経済調整を代替すべきではない。

(b) 投資ファンドの流動性ミスマッチへの対応

固定利付債 E T F（特に低流動性資産が対象の E T F）で大きな資金流出があり、市場流動性が低下した状況での資産売却が売却圧力を増幅させた。新興市場諸国の金融システムの安定には資金を仲介する投資ファンドの強靱性強化が必要である。F S B は I O S C O と共同でオープンエンド投信の状況、解約圧力や流動性リスク管理手段の有効性などを検証している。

I M F の分析でも投資ファンドの流動性ミスマッチによる脆弱性が認識されている。F S B と I O S C O はこうした分析も活用し、オープンエンド投信の流動性リスク管理や資産運用業務の構造的脆弱性に関する提言を見直そうとしている。I M F は流動性ミスマッチ管理や運用資産の適格

性要件などを対策として取り上げ、レバレッジのより詳細な開示や監督当局の人員とスキルの確保も重要だとしている。対策実施でのグローバルな協調が望まれる。

なお、多くの債券インデックスが格付けを利用し、パッシブ投資家は格下げで投資不適格となつてインデックスから外された債券の売却が必要になる。グローバルファンドも格付けに依存しているとみられる。投資家は格付けへの依存を検証すべきである。インデックス提供者もストレス時にはリバランスを避けるなどで、格付けの機械的な利用を減らすことに利点があるだろう。

(c) 危機管理手段として為替介入、中央銀行間スワップ

ライン、NBFIへの流動性提供

変動為替レートは外的ショックの吸収に有用だが、新型コロナウイルスの経験では、金融システ

ムが脆弱な国が大きなショックに直面したときは、過度な変動を抑える為替介入が有用なことがある。これには外貨準備の適切な水準の維持が重要である。

市場の混乱にはドル資金市場での危機対応手段として中央銀行間スワップラインとレポファシリテイが有効だった。緊急時のNBFI向けのレポ操作も検討すべきかもしれないが、得失を考える必要がある。一部のNBFIに中央銀行へのアクセスを認めるのなら、規制・監督の適切さを評価すべきである。新興市場諸国の中央銀行の資産購入も、厳しい市場ストレスへの対応手段になるかもしれないが、中央銀行の独立性と信頼性の維持が重要である。

(d) データギャップへの対応とリスクモニタリング
リスクモニタリングとタイムリーな政策実施の

ためにはデータの増強が必要である。N B F Iの新興市場諸国投資に関する包括的なデータがなく、脆弱性の評価にはより多くのデータが必要である。国際機関と各国当局はデータの開発で協力すべきである。また、国際機関と各国統計当局は、通貨別の資本フローの包括的な情報を開発すべきである。非金融法人の通貨ミスマッチの評価にはヘッジ取引やナチュラルヘッジのデータ収集が重要だろう。

五、I M Fの機関としての見解 （IV）の見直し

（1）機関としての見解／見直しでの主な変更点

資本フロー管理手段（C F M）を含む新興市場諸国のマクロ経済安定化政策では、I M Fの機関としての見解（以下、IVと略す）の見直しに

関する議論に注目したい。

二〇一二年に制定されたIVは、⁽⁶⁾資本フローは受入国に利益があるがリスクもあるとの認識を示した。金融・制度面にギャップがあるとリスクが高まり、秩序だった資本フロー自由化では利益を得る可能性が高いが、完全な自由化が全ての国に適切な目標ではないとされた。

資本フローの変動による経済・金融の不安定化には、金融の規制・監督、強固な制度、金融、財政と為替レート管理を含むマクロ経済政策での対応が必要で、一定の条件では資本フロー管理手段が有用になる。また、適切な対応には資本フローの受け手と出し手の双方の関与が必要だとされた。

二〇一二年のIVでは資本流入に対するC F M／M P M（資本フロー管理／マクロプルデンシャル政策）が、流入の急増時に「有用だとしたが、今

図表4 “機関としての見解の見直し”の概要

・統合的な政策枠組み(IPF)によれば、資本流入への予防的な(資本流入の急増がない状況での)CFM/MPM(資本フロー管理/マクロブルデンシヤル政策)が有用なことがある。 通貨ミスマッチなど脆弱性の蓄積などでリスクが生じ、従来の政策では資本フロー逆転に効果的に対処できないかもしれない。一定の状況では予防的な措置が適切になる。
・マクロ的に重要なCFMでも、①国内及び国際的な安全保障上の措置、②バーゼル枠組みのレシプロ的CCyBなどマクロブルデンシヤル政策、③AML/CFTの国際基準に基づく措置、④租税回避・脱税防止に関する国際的な協力の基準に基づく措置は、特別な扱いとする。
・資本フローの自由化と資本流入の急増や混乱をまねく資本流出の管理に関するIVの既存の政策アドバイスを維持するが、政策アドバイスの支援のために追加的な指針を示す。 ・マクロ的な重要性：国内安定か国際収支の安定に多大な影響を及ぼすなら、CFMはIMFサーベイランスで議論すべきである。マクロ的な重要性を実際に評価する基準を提案する。 ・資本流入の急増：資本流入の急増を識別することは、IVの下で政策アドバイスを決定するのに重要なステップである。急増を識別するのに役立つ定量的な方法と指標を検討する。 ・差し迫った危機：資本流出に対するCFMが政策パッケージの一部として有用となるような、差し迫った危機的な状況を識別するための指標の利用と分析手段を検討する。 ・早すぎる自由化：早すぎる自由化の指標にはCFM撤廃に続くマクロ金融安定の深刻な悪化が含まれ、安全な自由化の条件を満たすまでは、CFMの一時的な再導入がありうる。

〔出所〕 IMF “Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows” 要旨より

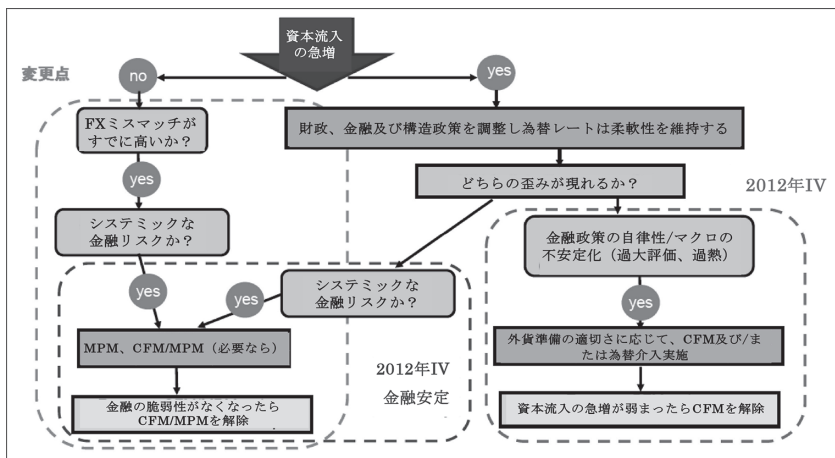
回の見直しでは、脆弱性が懸念される場合の、予防的な資本フロー管理導入など政策の柔軟性を高め、政策実施の指針も提供している。また、安全保障上の措置やAML/CFT対応、バーゼルⅢ規制に関連した措置などは特別な扱いが必要だとし、IV枠組みの対象外なことを明示している。

IV見直しの要点は図表5の通り(左側の破線内)。資本流入の急増がなくても対外債務が増加し通貨ミスマッチが高水準な場合は、マクロブルデンシヤル政策だけではシステミックな金融リスクの懸念に十分な対応ができないかもしれない。

この場合には予防的な資本フロー管理手段での資本流入(主に外貨資金)抑制が有用である。CFM/MPMには、企業に対する対外債務へのヘッジ要請や非居住者の不動産取引に対する印紙税賦課などがある。

今回の見直しの背景には、ミスマッチや金融市

図表5 IV（資本フローに関する機関としての見解）の見直し～資本フロー管理政策改訂の主要要素



〔出所〕 IMF “Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows”, Figure1に基づく

場の浅さ（取引の制約）などを仮定したモデル分析を含む統合政策枠組み（IPF）の調査・研究⁽⁷⁾やIEO（独立評価室）のレポートがある⁽⁸⁾。IEOは、二〇一二年のIV公表後のIMFメンバー諸国に対する資本フロー関連のアドバイスは首尾一貫し、状況に応じたものだったと評価した上で、CFMの予防的な利用やより長期的な利用を検討すべきだとした。なお、IEOは資本流入の分配面への影響も指摘しているが、今回の見直しではこの点は検討範囲から除外されている。

(2) 資本フロー管理で重要な概念と運営の指針

IMFのポリシーペーパーでは資本フロー管理政策の運営上で重要な概念として、(a)マクロ的な重要性、(b)資本流入の急増、(c)差し迫った危機の状況、(d)時期尚早な自由化、を取り上げて政策の円滑な実施を促そうとしている。

(a) マクロ的な重要性…IMFとメンバー諸国との二者間サーベイランスでは、マクロ的に重要な政策手段を取り上げて協議する。CFMがマクロ的に重要か否かの判断には、資本フローの制限が当該メンバーの現状、または将来の国内安定や国際収支の安定に大きく影響するかを評価する必要がある。これにはマクロ経済及び金融面の課題を含む各メンバー固有の状況の検討が求められ、ケースバイケースで評価することになる。

(b) 資本流入の急増…資本流入の急増を識別することが、政策アドバイスの決定に重要なステップである。資本流入の急増はマクロ経済的不均衡や金融の脆弱性蓄積につながりかねず、資本フロー反転や危機のリスクを高める。混乱発生 of 潜在的影響を踏まえてIVは、一定の条件の下でCFMやCFM/MPMがリスクの軽減に有用だとした。レポートは、閾値分析(資本フロー分布の上位三

〇パーセントイルなど)やトレンド分析など、資本流入の急増を識別するための追加的指針を提供している。

(c) 差し迫った危機…IVでは資本流出に対するCFMは、危機または差し迫った危機でのみ使用すべきだとし、レポートはこの考えは引き続き妥当だとしている。ただし、危機は予測が難しく、差し迫った危機の特定は困難だと指摘している。IVの見直しでは、外貨準備が不十分で、為替レートが過小評価されているかバランスシートの為替エクスポージャーが高く、経済が停滞している場合、危機発生の可能性が高いとしている

(d) 時期尚早な自由化…レポートは、資本フロー自由化の指針は引き続き妥当だとした上で、金融や制度の発展が一定水準に達していれば利益がより大きく、リスクは少ないとしている。資本フローの自由化は十分に計画し、段階的に行う必要

があり、時期尚早と評価された自由化では、条件が満たされるまでCFMの再導入もありうる。

早すぎる自由化を識別するには、CFM解除による資本フローが資金フローに安全に対処する経済や金融システムの能力を上回らないかを評価する必要がある、幅広いマクロ・金融指標を考慮するべきである。

六、結論に代えて

新興市場諸国では資本流入による対外債務増加傾向が続き、通貨ミスマッチなどで脆弱性が高まってきた。こうした状況が新型コロナウイルスショックによる資本流出の影響や市場の混乱による打撃を大きくした要因だったと考えられる。IMFのポリシーペーパーが整理しているように、資本フローの受け手では国内市場整備などの構造

改善策が重要である。問題が生じたら経済・金融の安定化策に加え、資本フローの管理の適切な活用も検討すべきだろう。

また、NBFIを経由する資本フロー拡大により影響の波及経路が変化している。これには新興市場諸国などの受け手側の対応とともに、規制改革やモニタリングに必要なデータの収集など資本の出し手側での取組みが必要である。FSBはNBFIへの取組みに関する調査とシステムリスクへの対処策の検討を今年の課題の一つとしており、年内にレポートを公表する予定である。今後フォロワーしていきたい。

(注)

- (1) FSB [2022] “US Dollar Funding and Emerging Market Economy Vulnerabilities” April 2022^{※参照}。
- (2) IMF [2022] “Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows” Policy

- Paper, March 2022を参照。
- (3) FSBのレポートでは、一四の中核的な新興市場国、アルゼンチン、ブラジル、中国、ハンガリー、インド、インドネシア、マレーシア、メキシコ、ポーランド、ロシア、サウジアラビア、南アフリカ、タイ、トルコに焦点を合わせている。中国は経済規模や対外債務が大きいため、適宜、分析上で別扱いしている。
- (4) 投資ファンドの資本フローと金融安定への影響に関して、IMF [2021] “Investment Funds and Financial Stability: Policy Considerations” Departmental Paper (Monetary and Capital Markets Department) September 2021を参照。
- (5) 二〇二〇年三月の市場混乱は、FSB [2020] “Holistic Review of the March Market Turmoil” November 2020を参照。なお、氷見野良三 [二〇二二]、世界の金融規制当局はコロナ・ショックにどう対応したか、ニッセイ基礎研究所、基礎研レポート、二〇二二年五月が参考になった。
- (6) 二〇二二年の、機関としての見解、制定時の議論については、当時IMF副専務理事だった篠原尚之氏のコメントを参考にした。リーマン・ショック 元財務官の回想録、毎日新聞社、二〇一八年を参照。
- (7) IMF [2020] “Toward an Integrated Policy Framework” Policy Paper, October, 2020を参照。
- (8) IMF [2020] “Independent Evaluation Office (IEO) : “IMF Advice on Capital Flows” September, 2020を参照。
(さしだ あきお・当研究所特任リサーチ・フェロー)