

拡大、変動する資本移動と新興市場諸国の政策対応（下）

令和 2 年 1 月 17 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（下）

要約

本稿では、前稿に続いて活発な資本移動が、新興市場諸国の経済政策運営に及ぼす影響と対応について、IMF が公表した報告書と BIS 経済年報の分析を取り上げる。

IMF では 90 年代は資本取引自由化に肯定的な主張が有力だったが、アジア危機の経験や資本移動拡大の影響などを踏まえ、自由化と規制の是非が再検討された。2012 年に議論を整理した “Institutional View（以下 IV）” が公表され、為替介入を含むマクロ経済政策の効果を検証、資本移動規制手段（CFM）も条件付きで一定の評価がなされた。IV は、資本自由化を常に目標とすべきではなく、資本移動の下でのマクロ経済調整の重要性を指摘しているが、理事会での議論は意見が分かれた模様であり “妥協の産物” との指摘もある。

その後 IMF は、IV の公表後の資本移動の変化（資本流出の事例が増加）やメンバー諸国との協議の経験などを整理した報告書を 2016 年に公表、さらに G20 向けの報告書を 2018 年にまとめている。これらの報告書では、金融政策や為替介入などのマクロ経済政策を行い、資本流入で生じる金融のインバランス拡大や脆弱性にはマクロプルデンシャル政策の利用が適切なことを指摘している。

また、適切な政策の実施を前提として、資本流入に対す規制・管理措置の一時的な実施を評価し、資本流出（危機的な状況とそれ以外）でも資本移動規制が妥当と考えられる事例と他の政策手段をとるべき場合を示している。また、資本の出し手である米国などには、グローバルな影響を考慮した運営を協議の場などで提起している模様である（実効性は不明）。

BIS は 2019 年の経済年報で、資本移動や為替変動の影響経路と新興市場諸国の政策運営を分析し、新興市場諸国の金融政策運営でもインフレターゲットが増えてきたが、自由な為替変動を基本とする先進諸国とは異なり、為替動向を重視し外貨準備を増やしてきたと指摘。また、早くからマクロプルデンシャル政策を活用してきたとしている。

BIS は、資本移動とそれに伴う為替レート変動が、輸入インフレや輸出競争力、輸出企業の収益性、貿易金融、各国の金融環境などに影響を及ぼすと分析。新興市場諸国では金融政策でインフレターゲットを採用した上で、資本移動の影響を踏まえた為替レート変動の活用と管理、資本移動による脆弱性に対処して金融安定を確保するマクロプルデンシャル政策など、複数の政策手段の利用が適切だとしている。また、政策運営の実務が先行しているとして、効果の分析と理論的な裏付けの必要性についても論じている。

拡大、変動する資本移動と新興市場諸国の政策対応（下）

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、前稿に続いて活発な資本移動が新興市場諸国の経済政策運営に及ぼす影響と対応について、IMF が公表した報告書⁽¹⁾と BIS 経済年報の分析を取り上げる。IMF では資本移動の自由化と規制を巡る議論が以前から行われ、90 年代までは自由化に肯定的な主張が有力だった⁽²⁾。だが、2000 年代以降はアジア危機の経験や資本移動拡大の影響などを踏まえ、資本移動自由化の是非が再検討されてきた。2012 年に内部の研究や議論を整理した “Institutional View（以下 IV）” が公表され、為替介入をマクロ経済政策の一つとして検証し、補完的な資本移動規制手段（CFM）の利用も条件付きで一定の評価がされた。

その後も、2016 年には IV 公表後の協議や資本移動の動向を踏まえた報告書⁽³⁾、2018 年には G20 向け報告書が公表され⁽⁴⁾、2018 年及び 2019 年にメンバー諸国の CFM（資本移動管理手段）の実施状況を整理したタクソノミー（Taxonomy：分類集）を公表している。

BIS の経済年報⁽⁵⁾の分析は、金融政策の運営枠組みについて、先進国では（自由な）変動相場制の下でインフレ・ターゲティングが主だが、新興市場諸国では為替介入やマクロブルデンシャル政策を金融政策と組み合わせた運営が行われていると指摘。また、こうしたポリシーミックスについて若干の理論的検討を行っている。以下で順次紹介したい。

1 IMF, “The Liberalization and Management of Capital Flows - An Institutional View”, Policy Papers, November 14, 2012 及び IMF, “Review of Experience with the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows”, IMF Policy PAPER, December 20, 2016.

2 90 年代の IMF 等の資本自由化に関する議論は、S.フィッシャー 他著、岩本 武和監訳 “IMF 資本自由化論争” 岩波書店 1999 年 9 月を参照。また、IMF 公表の文書を整理し 2012 年の Institutional View に至る議論を概観したものとして、中林伸一 “G20 の経済学 - 国際協調と日本の成長戦略” 2012 年 1 月、を参考にさせていただいた。

3 Institutional View を巡る IMF 内の議論は、2010 年から 5 年間 IMF 副専務理事を務めた篠原尚之氏が、著書 “リーマン・ショック 元財務官の回想録：毎日新聞出版、2018 年” の中で「資本自由化（あるいは資本規制）の考え方」として紹介されている。公表文書や理事会討議の要約では理解しづらい点が補うことができて大変有益だった。

4 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.

Ⅱ. IMF での資本移動に関する議論～90年代の自由化の動きから 2012 年の IV まで

1. 90 年代の資本取引自由化論議を振り返る

90 年代は資本取引自由化を肯定的に評価する見解が有力であり、経常取引に加えて資本勘定取引も原則自由とする IMF 協定見直しが検討されていた(1997 年 4 月の暫定委員会)。M.カムドシュ(当時の IMF 専務理事)は、為替管理について“80 年代初期のフランスの経験は私を確信させるものだった。私は、あらゆる機会に為替管理に長期的な依存はできないと説いて回った”と述べている⁽⁶⁾。また、S.フィッシャー(当時の IMF 副専務理事)は、アジア危機に言及しつつ“資本勘定の自由化がもたらす潜在的な便益は、そのコストを上回る”とし、資本勘定の自由化を支える IMF 協定の改正は適切だと論じている(注 2 の「IMF 資本自由化論争」所収、S.フィッシャー「資本自由化と IMF の役割」岩本武和訳より引用)。

S.フィッシャーは、“長期的には完全な自由化を受け入れること”を目指した上で、経常勘定についての IMF 協定 8 条(為替取引制限の禁止)と 14 条(IMF 加盟時の制限の維持)を資本勘定にも類推して発展させるべきだと論じている。ただし、自由化に向けた十分な準備の必要性も指摘し、また、“IMF—および経済学の専門家—は、異なる種類の資本移動の規制の分析をさらに開発しなければならない”とはしている(前掲書より引用)。

当時も資本移動自由化の望ましさや進め方にはやや異なる見方があり、例えば、ジョン・ウィリアムソン(国際経済研究所)は、ワシントン・コンセンサス(議会や政府高官、国際機関の専門家等に共通する政策手段)を論じた中で、直接投資受け入れは制限すべきではないが、資本取引自由化が優先課題だとの考えには支持は少ないとしている⁽⁷⁾。

2. アジア危機を踏まえた資本移動規制の評価と 2012 年の Institutional View (IV)

中林伸一氏によれば(注 2 の文献より)、アジア危機後の 2005 年 5 月に IMF の独立評価機関が公表した「資本勘定の自由化に関する IMF のアプローチ報告書⁽⁸⁾」は、“IMF のプログラムにおいて、IMF が資本勘定の自由化を正式なコンディショナリティーとして要求したケースはなかった”とする一方で、資本自由化のペースや順序(sequencing)の問題意識が IMF で不十分だったことを指摘している。

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

6 カムドシュ IMF 専務理事(当時)の言葉は、Atish R. Ghosh, and Mahvash S. Qureshi, “What’s In a Name? That Which We Call Capital Controls” IMF Working Paper, WP/16/25, February 2016 を参照。

7 John Williamson, “What Washington Means by Policy Reform, Chapter 2 from Latin American Adjustment: How Much Has Happened?” Edited by John Williamson. Published April 1990. を参照。

中林氏は IMF の姿勢について“資本流入の急増に直面する国が適切なマクロ政策と金融規制・監督によって、自衛することが、まず重要”だが、“対処しきれない時には、できるだけ、市場を歪めない形で、一時的に資本取引規制を行うことを容認するようになってきている。”としている。また、“条件付きで資本取引規制を容認するという方針転換を初めて体系的に示したレポートが、2010 年 2 月に IMF のスタッフから出された「資本流入：規制の役割」というスタッフ・ポジション・ノート⁹⁾である。”と指摘している。

IMF 内の議論について篠原氏の記述（注 3 参照）を引用すると“私が IMF に入った 2010 年頃には、グローバルな金融危機を経て、国際的資本移動に係る規制についての議論が活発になっていた。この頃の IMF 内の支配的議論は、「資本フローに対する規制は、一定の環境のもとでは有効である」というものに大きく変化してきた”とのことである。

さらに“資本フローの自由化と管理に係る IMF の見方を確立する作業”により、“2012 年末、「資本移動自由化と管理に関する IMF の見解」（Institutional View）が理事会で議論され、承認された。この見解はそれまで 1～2 年の間に作業されたさまざまな研究ペーパーをいわば総括したものであったが、理事会での議論は大変にもめたのを記憶している。先進国の一部に、資本移動の管理を正当化することへの大きな抵抗感があった。一方、新興市場国を中心に資金フローの出し手（source countries）の役割（例えば米国 FRB の金融政策変更）についての議論が十分入っていないとの議論は強かった。また、資金フローに関する立場を IMF としてまとめるのは時期尚早との議論もあった。”としている¹⁰⁾。

IV の主なポイントは以下のとおりで、バランスをとったものと言えよう（詳細は図表 1）。

- ・資本移動は様々な利益をもたらするが、リスクが伴う。資本移動自由化には条件の整備と秩序だった実施が必要であり、完全な自由化が常に目標ではない。
- ・急速な資本流入や破壊的な流出には、資金フローの受け手と共にフローの出し手となった

8 IEO, Evaluation Report “The IMF’s Approach to Capital Account Liberalization” 2005, なお、update 版 “The IMF’s Approach to Capital Account Liberalization: Revisiting the 2005 IEO Evaluation”, 2015 も参照。

9 Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt “Capital Inflows : The Role of Controls”, February 19, 2010, IMF Staff Position Note, SPN/10/04 を参照。なお、Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry, Mahvash S. Qureshi の “Taming the Tide of Capital Flows: A Policy Guide” 2017, The MIT Press は、上記の主な筆者である IMF スタッフが関連レポートなどを踏まえて執筆したもので、著者達は、“Capital Inflows : The Role of Controls”は、“proved highly controversial”だったとしている。

10 Institutional View について篠原氏は、“この「見解」ができたこと自体は大きな進歩であったが、これによりどこまで IMF の、特に新興市場国への政策アドバイスが有効になるかは、今後の展開、そしておそらく次に金融危機が生じた際の動きを見守る必要がある”としている。

国の双方の対応が求められる（ただし、受け手側が行う政策手段の記述に比べると、資金フローの出し手側についてはグローバルな影響への考慮が必要と指摘したに止まる）。

・対応策としては、マクロ経済政策（金融、財政及び為替政策）と金融の監督・規制が重要であり、その上で、一定の条件下での資本移動管理（CFM）の有効性を認める。

図表1：The Liberalization and Management of Capital Flows an Institutional View ～資本移動の自由化と管理に関するIMFの機関見解（2012年公表、要旨）
・資本移動は、効率性向上、金融部門の競争力増進、生産的投資と消費の円滑化の促進などの利益をもたらす ・同時に、資本移動はリスクを伴い各国の金融・制度面のインフラのギャップがリスクを増幅しかねない ・金融・制度面で一定水準（閾値）に達していれば、資本移動の自由化はより有益でリスクは低い ・資本移動自由化は各国内及び多くの国に大きく影響する。利益が費用を上回るのを確実にするには十分な計画と時宜を得たかつ順序だった実施が必要。広範かつ長期の資本移動制限をしていた国は、秩序だった自由化実施で利益を得る可能性が高い。だが、完全な自由化が全ての国に常に適切な目標ではない ・急速な資本流入増大や破壊的な資本流出は、政策運営の障害となりうる。適切な政策的対応は一連の手段から構成され、資本移動の受け手側と流出側の双方の関与が求められる 資本の流入急増や破壊的な流出に伴うマクロ経済および金融安定へのリスクの管理を行う必要がある国々では、健全な金融の監督と規制、強固な制度と共に、金融、財政及び為替レート管理を含むマクロ経済政策が重要な役割を果たすべきである 一定の条件下では、資本移動管理の諸手段は有効なものとなりうる。だが、資本移動管理は必要なマクロ経済調整を代替するものではない ・大規模な資本移動を生み出す国々を含む全ての国の当局者が、自国の政策がグローバルな経済・金融安定に影響することを考慮すべきである。クロスボーダーな協力は資本移動のリスク削減に有用である ・IMFは、各国当局や国際機関と緊密に協力することでメンバーへの適切なアドバイスと評価の提供に適している 本文書は、資本移動への対処策の選択肢、資本移動の利点の活用の相反関係を明確にし、資本移動管理のグローバルな経済・金融安定への影響に対処している ・提起された見解は、IMFによるメンバーへの助言やサーベイランスでの評価の指針となる。ただし、メンバーの権利や義務を変更するものではない

IV の採択後はメンバー諸国との協議や政策助言では IV と IV に沿った指針⁽¹¹⁾が活用され、主な経験をまとめたポリシー・ペーパーが 2016 年に公表されている（概要を後述）。

Ⅲ. Institutional View 以降～為替介入、マクロブルデンシャル政策活用、資本流出対応

1. 2016 年のポリシー・ペーパー～IV 以降の経験

(1) IV 採択以降のメンバー諸国との政策協議、資本移動の変化

前述のように IV の採択時にはその活用が課題だったが、メンバー諸国との協議の事例などが徐々に蓄積されていった。2016 年のポリシー・ペーパー（Capital Flows - Review of Experience with the Institutional View）は、グローバルな資本移動の変化と各国の状況を踏まえ、CFM（利用は限定的）が妥当となる条件を整理し、資本移動によって生じる悪影響に対する MPM(マクロブルデンシャル政策)の利用も紹介している（図表 2）。

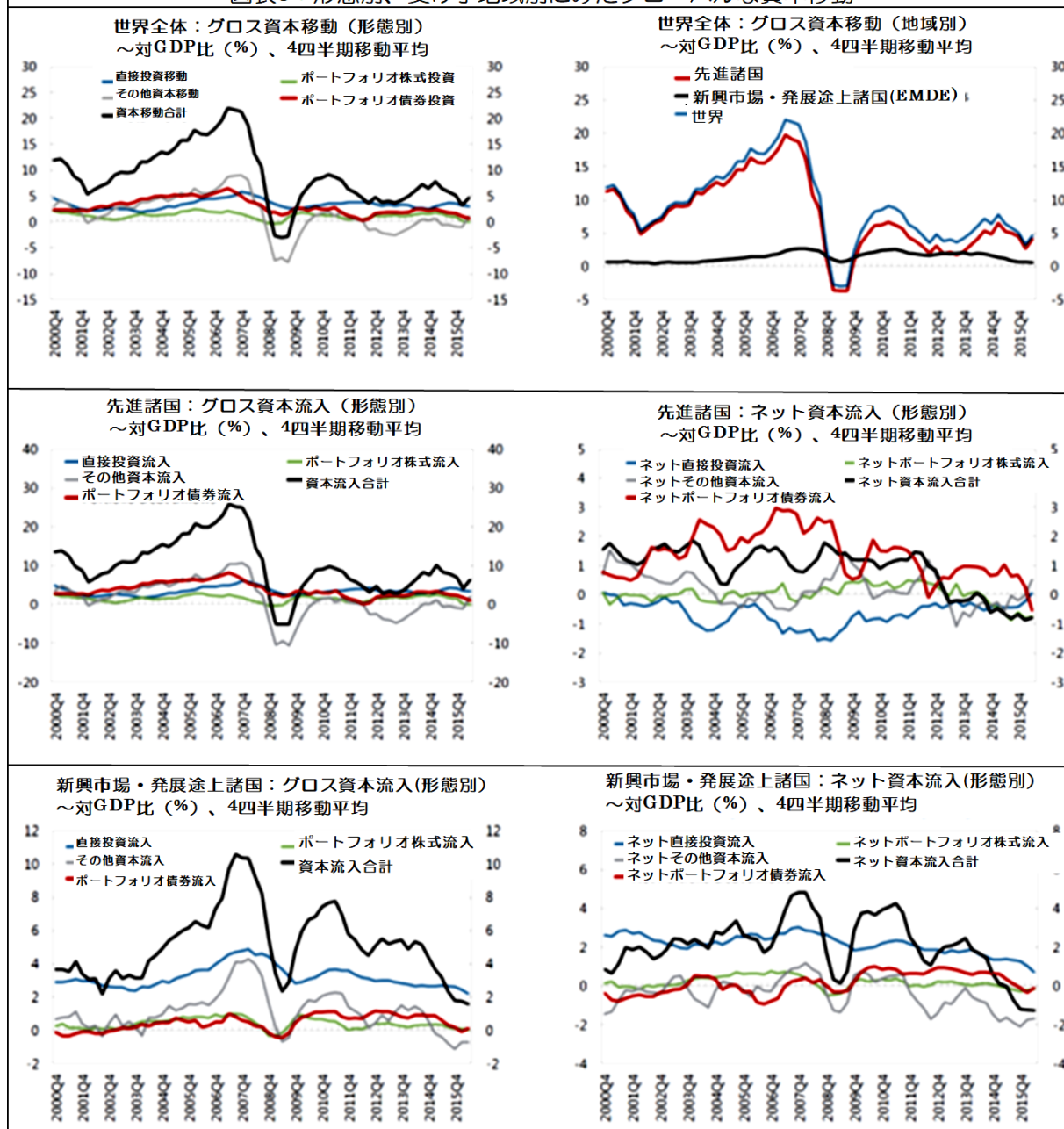
11 IMF, “Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows” April 25, 2013 及び資本流出への対応をまとめた “Managing Capital Outflows - Further Operational Considerations” December 7, 2015 を参照。

図表2：Capital Flows・Review of Experience with the Institutional View（2016年公表、要旨）
目的：資本移動は国際通貨システムの重要な特徴の一つ。直接・間接に多大な利益をもたらすがリスクも伴う。リスクを管理し利益を得ることは重要な課題。IVはIMFに首尾一貫した助言の基盤を提供。本報告書は、IV以降の資本移動の管理に関する各国の経験をレビューし、さらなる明確化と精緻化が有用な分野を特定する
背景：グローバルな経済動向を反映して資本移動の状況は2012年以降に大きく変化した。資本勘定をより開放する緩やかな傾向が続き、資本移動の受け手側の課題は、急激な流入への対応からボラティリティを管理し資本移動の逆転に対処することへ移った。資本移動を送り出す要因と引き込む要因が共に重要であり、これは資本移動の源泉の国と受け手国の双方の政策の重要性を強調する
政策 ・資本移動の管理:政策対応は概ねIVの想定に沿っていた。各国は資本移動の逆転に対処するためマクロ経済政策（為替レートの変動、為替介入、金融政策、財政政策）を使用。資本流出でのCFMの使用は、危機または目前に迫った危機の状況で広範な政策パッケージの一部であることが一般的だが、そうした状況以外にも若干あった。巨額の資本流入を経験した国は概ねIVに沿ってマクロ経済政策で対応。資本流入への新しいCFMの実施は稀だが、2012年以前に実施されたCFMの縮小は部分的。いくつかの国は、金融サイクルによるリスク（資本移動に関連するものもあり）にマクロブルデンシャル政策（MPM）も活用 ・資本移動の自由化:資本移動の利益を得るため資本勘定を自由化しより開放する緩やかな傾向が続いた。長くCFMを実施してきた国の中には、金融及び制度が一定水準まで発達し自由化を進めたものもあった。自由化の速さと順序は、マクロ経済と金融部門の政策と諸条件、補完的な改革を考慮し、IVの統合的なアプローチに概ね沿うものだった。様々な状況に対応してCFMを再導入した国もあった
多面的な特徴：IVは、様々な国際協定にわたって、資本移動に対応する政策をデザインするためのより整合的で多面的なアプローチを育むのに役立つ。国際的な議論の動向は、IVで示された考察を反映している。金融部門の政策に関する国際的な協力と協調では、資本移動に影響するリスクと波及効果に対処するために、監督当局の間及びマクロブルデンシャルな分野で進展がみられた
IMFの役割：IVはIMFのメンバーへの助言と資本移動に関連する政策評価の指針になっているが、IMF融資に際して義務的な役割を持つものではない、メンバーの権利や義務は変えない。IVは採択以降、能力増強とともに、IMFサーベイランスや政策助言に重要な役割を果たし、政策助言の首尾一貫さの基盤とされた。資本移動の出し手側の諸国のサーベイランスでは、波及効果が議論され国内目標を達成しグローバルな影響は最小限にする政策が提言された。IMFはメンバー諸国及び他の国際機関とともに資本移動データの改善作業に取り組み続ける
新たな課題：グローバルに及び各国レベルで、資本移動のリスクを管理しつつ利益を引き出すにはどうすることが最善かは、引き続き政策当局の重要な課題である。最近の経験と継続的な議論は、さらなる明確化と精緻化のためのいくつかの問題を際立たせる。これには、マクロブルデンシャル政策と資本移動政策の相互作用（特に、資本移動から生じるシステム的な金融安定リスクに対するマクロブルデンシャル政策枠組みの役割）、自由化の中で及び各国が特定の問題に直面した際に、CFMを再実施する条件の明確化、資本移動に対応する政策のデザインで、どうすればIVが多国間の整合性をより高める枠組みとなりうるか、を含んでいる

なお、IV が公表された 2012 年以降、資本移動の規模はやや縮小傾向であり、受け手側の課題も、流入急増への対応から資本移動の急停止や逆転の管理に変化している（図表 3 参照）。変化の背景には米国の金融政策正常化の動きなどがある。

形態別にみると、直接投資は規模が大きいが変動は大きくはなく、受け手の貿易の開放度や金融市場の発達度合など構造的要因が影響している。ポートフォリオ投資とその他資本移動（銀行貸出、デリバティブ取引）は変動がより大きく、成長率格差、投資家のリスク回避度、金利差などが主な変動要因である。

図表3：形態別、受け手地域別にみたグローバルな資本移動



出所：IMF, "Capital Flows—Review of Experience with The Institutional View" IMF Policy Paper, December 2016, Figure1より作成。

(2) 各国の政策対応概観～CFM の利用事例は多くはない

このポリシー・ペーパーはメンバーとの4条協議などに基づいたもので、26カ国を分析対象に含んでいる。各国の政策対応はマクロ経済の状況を反映し（図表4参照）、マクロ経済政策（為替変動と為替介入、金融・財政政策）を資本移動の管理に用いている。為替変動の活用と状況に応じた介入の実施が重要な対応手段で、CFMの利用は多くはない。

ただし、ベラルーシ、キプロス、ギリシア、ウクライナ、アイスランドは危機的状況の対応手段として CFM を使用し、その多くが金融・財政政策の引締めも実施している。危機的状況以外に特定の要因で CFM を用いた国もあり、中国は経済・金融安定へのリスク、ロシアはグローバルなショックへの対応、ペルーは外貨エクスポージャーの大きさ、マケドニアは金融リスクの伝播への対応などの固有の要因が指摘できる。CFM の使用は多くが一時的であり、(居住者・非居住者に対し) 非差別的で包括的な措置だった。

図表4：資本移動の逆転が生じた際の状況と政策対応

	状況				政策対応				
	産出ギャップ	インフレ	実質実効為替レートの評価(前/後)	外貨準備の適切さ	政策金利	名目実効為替レート	為替介入	財政政策	流出に対するCFM
ブラジル	+/-	↑	OV/less OV	✓	↑	↓	Yes	↔/↔	No
チリ	+/-	↑	IL/UV	✓	↓	↓	No	↔	No
インド	-	↑/↓	IL/IL	✓	↑	↓/↑	Yes	↔	No
インドネシア	-	↓	OV/IL	✓	↓	↓/↑	Yes	↔	No
韓国	-	↓	UV/UV	✓	↓	↑/↓	Yes	↔	No
マレーシア	-/+	↑/↓	UV/UV	✓/✗	↑	↓	Yes	↔	No
メキシコ	-	↓	IL/IL	✓	↓/↑	↓	Yes	↔	No
ペルー	+/-	↑	IL/OV	✓	↓/↑	↓	Yes	↔	Yes
フィリピン	+	↓	OV/less OV	✓	↑	↓/↑	Yes	↔/↔	No
ポーランド	-	↓	IL/IL	✓	↓	N/C	Yes	↔	No
南アフリカ	-	↑/↓	OV/less OV	✗	↑	↓	No	↔	No
タイ	-	↓	IL/IL	✓	↓	↓	Yes	↔	No
トルコ	-	↑	OV/less OV	✓/✗	↑	↓	Yes	↔/↔	No
中国	-	↓	IL/IL	✓	↓	↓	Yes	↔	Yes
マケドニア	-	↓	IL/UV	✓	N/C/↑	N/C	Yes	↔	Yes
ロシア	+/-	↑	OV/IL	✓	↑	↓	Yes	↔	Yes
ベラルーシ	-	↑	OV/less OV	✗	↑/↓	↓	Yes	↔	Yes
キプロス	-	↓	OV/IL	✓	N/A	↓	N/A	↔	Yes
ギリシア	-	↓	OV/OV	N/A	N/A	↓	N/A	↔	Yes
ウクライナ	-	↑	OV/less OV	✗	↑	↓	Yes	↔	Yes

注：2013年～2016年に各国で生じた資本移動の逆転が対象。実質実効為替レートの評価は逆転の発生時と解消時。OV:過大評価、IL:ファンダメンタルズと政策に合う、UV:過小評価。政策金利と名目実効為替レートのN/Cは変化なし。
財政政策の ↔ は拡張的、↔ は縮小的。

出所：出所：IMF, "Capital Flows—Review of Experience with The Institutional View"IMF Policy Paper, December 2016,Table1より作成。

各政策の実施状況を整理すると以下の通り。

・通貨が過小評価ではなく、外貨エクスポージャーが大きくはない国々では、主に為替レートの変動がショック緩衝の役割を担った。

- ・多くの国が適切な外貨準備を蓄積し為替介入を実施。過度の為替変動を抑制した国が多く（メキシコ、ポーランド、タイ）、外貨エクスポージャーを懸念した国（インドネシア、ペルー）もあった。介入で外貨準備が適正水準を下回った国（マレーシア、トルコ）もあり、大幅な為替下落を容認して介入しなかった国（チリ、南アフリカ）もあった。
- ・金融政策は各国の対外及び国内の状況に応じたもので、金利は為替下落や介入と組合せて変更され、産出ギャップがマイナスでも為替下落に伴うインフレ圧力（ブラジル、ロシア、南アフリカ）や対外資金調達圧力（マケドニア、インド、ロシア、トルコ）に対応して金利を引き上げた国もあった。インフレがターゲット範囲内に収まっていた国（チリ、中国、韓国、メキシコ、ペルー、ポーランド、タイ）では、金融緩和を実施している。
- ・いくつかの国では財政政策が引締められ、補助金削減や財政緊縮策をとった国もあった。一方、産出ギャップがマイナスだった場合、拡張的な財政政策をとった国もある。

マクロ経済調整策と共に実施された CFM は概ね効果的だったと評価されている。危機的状況での利用では、資本流出と預金逃避の緩和（キプロス、ギリシア）や非居住者の国内通貨ポジションの急激な縮小防止（アイスランド）など、より厳しい状況を回避しマクロ経済調整の余地が得られた。ただし、資金調達の制約、居住者の資産運用多様化の制限、監視と実施のコスト、金融発展の阻害などの CFM のコストが指摘できる。経常取引の承認が煩雑になった国（ギリシア）や対外直接投資の制限（アイスランド）もあった。

資本流入急増を経験した国でも、マクロ経済政策の対応が主で CFM 利用は稀だった。コロンビア、インド、インドネシア、タイ、トルコは主に為替レート変動と為替介入で対応、金利を引き下げた国（コロンビア、タイ、トルコ）もあった。チェコとスイスは介入と金融緩和で対応した。アイスランド、中国、コスタリカが CFM を利用した。なお、資本流入急増を経験した国では MPM（マクロブルデンシャル政策）でシステミックな金融リスクに対応した事例がみられ、MPM の中には CFM にも該当する措置があった。

（3）資本移動の出し手となる国々の役割～米国、ユーロ圏、日本

ポリシー・ペーパーでは、IMF は資本移動の出し手（発生源）諸国との協議も紹介している（ただし、その成果は明確ではない）。こうした国々の金融政策や金融監督・規制を含む政策は、グローバルな資本移動の規模とリスクに影響を及ぼしうる。

2013 年 5 月に米国がテーパリングの可能性を公表、グローバルな流動性減少が見込まれて受け手諸国からの資本流出と為替レート下落が発生した。ユーロ圏と日本の金融緩和政策も重要だが影響はより小さかった。ECB の金融緩和は、非ユーロ圏 EU 諸国への資本流入と為替レート上昇を引き起こし、日銀の金融緩和は他の先進諸国の債券市場とアジアの新興市場諸国の一部への資本流入に影響を及ぼした。

主要国の金融政策のネットの効果が議論され、出し手となる国々も潜在的な影響は認識したが、全般的には他の国々にも利益が及ぶとしていた。米国は、金融政策正常化の波及効果を認めつつ、その影響は正常化が行われる状況に依存すると主張。ユーロ圏は、ユーロ安より低成長・低インフレの懸念が大きいとした。また、よりバランスの取れたポリシーミックスが好ましいことに同意したが、財政政策を取る余地がある国では利点が限られると指摘した。日本の当局は、アベノミクスはプラスの波及効果が期待できるとした。

2. G20 への報告書—The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice(2018 年)

(1) CFM 利用が適切となる条件、MPM との関係

IMF が G20 に提出した IV に関する報告書（2018 年）は、IV の適用と CFM の事例、MPM（マクロプルデンシャル政策）との関係などを説明している。簡単に紹介したい。

報告書では CFM を“資本移動を制限するようにデザインされた手段”と定義。CFM には資本移動の管理的な制限（禁止、制限）と価格に基づく制約（課税、所要準備）があり、居住者か非居住者かで区別する措置とその他の資本移動制限に分けられる。居住地での区別は、その意図や動機に関わらず、CFM 実施に当たっての各国の状況を全体的に評価する際に考慮される。資本移動で生じる問題には、まず、マクロ経済調整や金融安定措置（プルデンス政策）での対応が求められ、CFM はこれらの政策を支援するために用いられる。IV は CFM の利用が適切な状況、望ましい特徴を整理している（図表 5）。

図表5：CFMの適切性の検証		
	資本流入へのCFM	資本流出へのCFM
指針	・CFMが必要なマクロ経済調整の代わりになってはならない	
CFMが適切になり得る状況	・資本流入の急増 ・政策調整の余地が限られているか、または、調整が効果を上げるには時間がかかる ・金融安定のリスク	・破壊的な流出 ・危機または目前に迫った危機 ・広範な政策対応
	・時期尚早、または不適切に連続した資本勘定の自由化	
CFMの望ましい特徴	・透明性 ・居住者と非居住者の間で差別しない ・一時的な措置	
	・対象を絞った措置	・効果を上げるのに十分に包括的な措置
出所：IMF,G-20 Background Note,The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice, July 30, 2018,Table1より作成。		

IMF は、CFM と MPM（マクロプルデンシャル政策手段）を区別している。CFM は資本移動を制限する手段だが、MPM はシステミックな金融安定リスクを抑制するための手段である。MPM にはカウンターシクリカルバッファや変動貸倒れ引当、部門別所要資本、貸出担保比率、債務返済所得比率、流動性要件などがある。

MPM についての IMF の助言は、IMF のマクロブルデンシャル政策枠組み⁽¹²⁾に基づいて行われる。資本移動を抑制し、資本移動から生じるシステム的な金融安定リスクを削減する手段は、CFM 及び MPM (CFM/MPM) と分類され、IV 及びマクロブルデンシャル政策枠組みの両方を指針とする。MPM は資本流入急増の影響に対する事前的な措置として実施され、長期間持続することもありうる。一方、CFM は一時的な利用が基本である。CFM/MPM の維持はその効果、コストを継続的に評価すべきである。

(2) サーベイランスなどでの IV の適用、CFM の具体例の検討

IMF のサーベイランスでは、マクロ経済的な含意（各国経済や国際収支の安定性）やグローバルな安定に影響する場合に資本移動政策を検討する。IV 採択後に実施または変更・調整された措置が対象となる。全ての国に同じ分析枠組みを用いるが、評価は各国の状況に応じる。最初に各手段を分類（CFM と MPM の区分、居住地別の扱い）するが、居住地に基づかない措置は注意深い分析が必要である。その上で各手段の適切性を評価する。

・資本流入に対する CFM

①ポートフォリオ資本流入と対外借入の制限

対外借入へのヘッジ要件と債務資本の流入に対する無利子の預託という措置を取り上げると（図表 6）、前者は金融安定へのリスク軽減手段でもあり CFM/MPM と分類される。この事例ではマクロ経済政策は妥当で、対外借入が急増していた。リスクへの対応手段は適切で、定期的な再検討の実施と監督の強化、対外借入に限定せずに外貨借入（国内借入も含む）を対象にすることが助言された。一方、後者では資本流入の急増は生じておらず

図表6：ポートフォリオ資本流入と対外借入を制限する手段

	手段	ケースA	ケースB
		企業の対外債務に対するヘッジ要請	一定の債務流入に無利子の所要準備
分類	資本流入抑制措置か？	○	○
	居住性に基づくか？	○	×
	システム的な金融リスク対応か？	○	×
	分類	CFM/MPM	CFM
適切性	流入急増か？	○	×
	マクロ経済調整の余地は？	×	○
	利用可能な代替的手段は？	×	○
	差別的でない手段は？	なし	なし
	他の政策手段は？	なし	為替の上昇、外貨準備蓄積、財政引締め
	適切性の評価	適切	不適切
	IMFスタッフの提言	企業の外貨債務全体を適用の対象とし、定期的な再評価を実施	資本流入の急増はないため政策措置を解除すべき

出所：IMF,G-20 Background Note, The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice, July 30, 2018, Table2より作成。

12 IMF, “Staff Guidance Note on Macroprudential Policy” November 6, 2014 を参照。

マクロ経済政策としては為替調整（上昇）や外貨準備増強、財政引締め之余地があった。このため措置は不適切と評価され、IMF はマクロ経済政策での調整実施を助言した。

②不動産市場への資本流入の削減

図表 7 は非居住者による不動産取引への対処の事例で、住宅価格上昇への対応で非居住者の不動産取引に印紙税が賦課（またはより高い税率を適用）された。ケース A と B では MPM で住宅価格下落への適切なバッファが備えられ、住宅価格上昇はシステミックな金融リスクをもたらしていないが、ケース C はシステミックな金融リスクがあるとされ、ケース C は妥当な CFM/MPM と評価された。ケース B では供給面や MPM を含む多様な政策対応が行われており、印紙税の賦課は補完的な役割を果たすと評価された。ケース A では他の MPM の余地があり、印紙税を他の政策手段で置き換えることが助言された。

図表7：不動産取引への印紙税の賦課				
分類	資本流入抑制措置か？ 居住性に基づくか？ システミックな金融リスク対応か？ 分類	ケースA	ケースB	ケースC
		○ ○ ×	○ ○ ×	○ ○ ○
適切性	流入急増か？	×	○	○
	マクロ経済調整の余地は？	×	×	×
	利用可能な代替的手段は？	○	×	×
	差別的でない手段は？	あり	なし	なし
	他の政策手段は？	MPM引締め	なし	なし
適切性	適切性の評価	不適切	適切	適切
	IMFスタッフの提言	非差別的な政策手段に置き換える	資本流入急増が弱まった段階的に解除	システミックな金融リスクがなくなったら段階的に解除
出所：IMF,G-20 Background Note, The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice, July 30, 2018, Table3より作成。				

・資本流出に対する CFM

①輸出外貨収入の交換を強制

資本流出を抑制するため、輸出者が外貨収入を対外資産に投資することに規制措置が取られることがある（輸出外貨収入の自国通貨への交換の強制）。こうした措置は CFM の一つと考えられる。図表 8 は外貨収入に関する規制の事例の比較である。ケース A は、危機的な状況の下で広範な政策措置の一環として行われたもので、措置は適切と評価された。

図表8：外貨の交換義務要件				
分類	資本流出抑制措置か？	ケースA	ケースB	ケースC
		○	○	○
適切性	危機または目前に迫った危機か？	○	○	×
	広範なマクロ経済政策対応は？	○	×	×
	適切性の評価	適切	不適切	不適切
適切性	IMFスタッフの提言	危機の状況が収まった段階的に解除	広範な政策手調整を実施	危機ではなく他の政策手段の余地があるため、解除する
出所：IMF,G-20 Background Note, The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice, July 30, 2018, Table4より作成。				

ケース B も危機的な状況での措置だが、問題の根本的な原因に対する必要なマクロ政策調整が実施されていなかった。このため措置は不適切と評価され、広範なマクロ経済調整の実施が提言された。ケース C は、資本流出ではあったが危機的な状況ではなく、マクロ経済政策での調整の余地があった。措置の撤回とマクロ経済政策での対応が提言された。

②その他の対外投資の制限

図表 9 は、資本流出に対応した金融機関の対外取引を制限する措置の検討事例である。ケース A は銀行の外貨デリバティブポジションへの制限で、資本移動の自由化が進められつつあり、危機的な状況ではなかった。ただし、自由化の速度が速すぎ、マクロ経済及び金融安定政策枠組みの改革は、資本流出に安全に対処するには十分ではなかった。このため大幅な為替下落が生じ、経済安定が損なわれるリスクがあった。こうした状況では、一時的な CFM の再導入は適切だと評価され、必要な改革の実施促進が提言された。

ケース B では、当該国は危機的な状況に直面し、広範なマクロ経済政策の一環として銀行の対外送金が制限された。この状況では CFM は適切と評価され、危機が鎮まるとともに措置を段階的に解除することが提言された。一方、ケース C では、潜在的な金融安定リスクへの対処策として金融機関の対外投資を制限したが、状況は危機的ではなく MPM の利用が可能だった。CFM は不適切と評価され MPM の引締め強化が提言された。

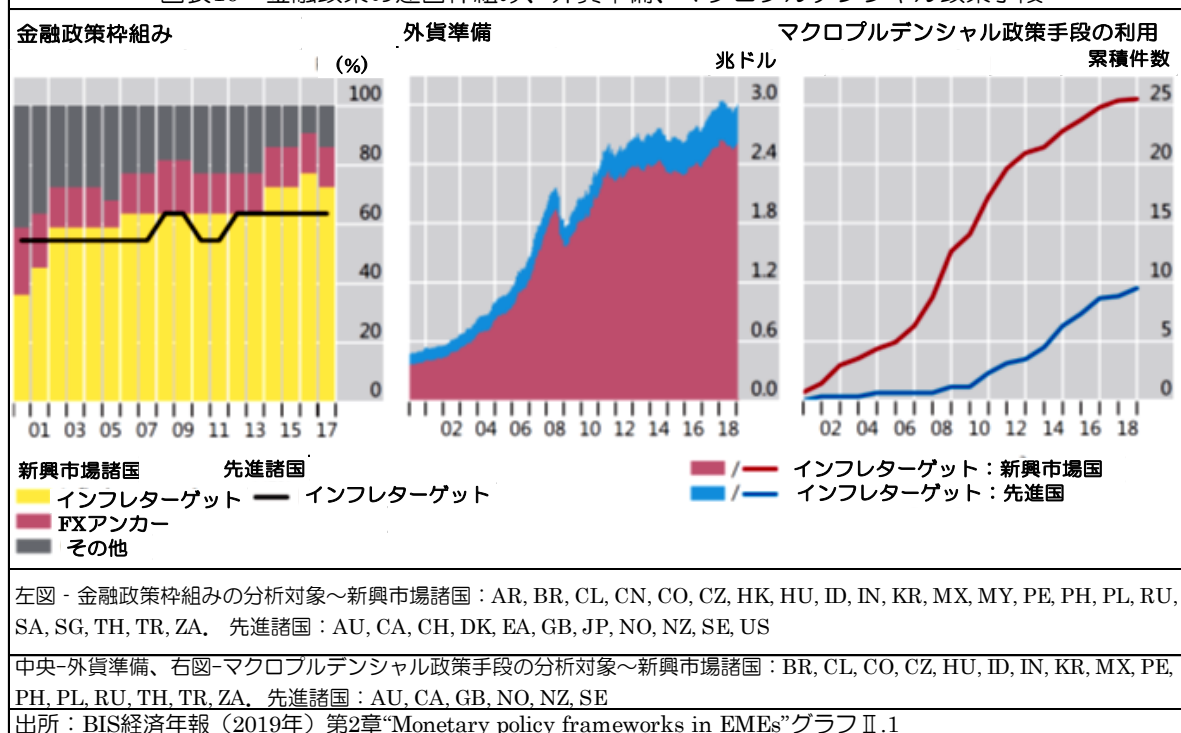
図表9：対外投資の制限手段				
分類	手段	ケースA	ケースB	ケースC
		銀行のグロスの外貨デリバティブポジションを制限	銀行の対外送金を制限	金融機関の対外投資を制限
適切性	資本流出抑制措置か？	○	○	○
	時期尚早な自由化か？	○	×	×
	危機または目前に迫った危機か？	×	○	×
	広範なマクロ経済政策対応は？	○	○	×
	適切性の評価	適切	適切	不適切
	IMFスタッフの提言	資本勘定自由化に関して支援となる改革を実施	危機の状態が収まったら段階的に解除	危機ではないため解除しマクロブルデンシャル政策を適用
出所：IMF,G-20 Background Note, The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice, July 30, 2018, Table5より作成。				

IV. 新興市場諸国の金融政策枠組み～BIS 経済年報の分析

1. 新興市場諸国の金融政策運営

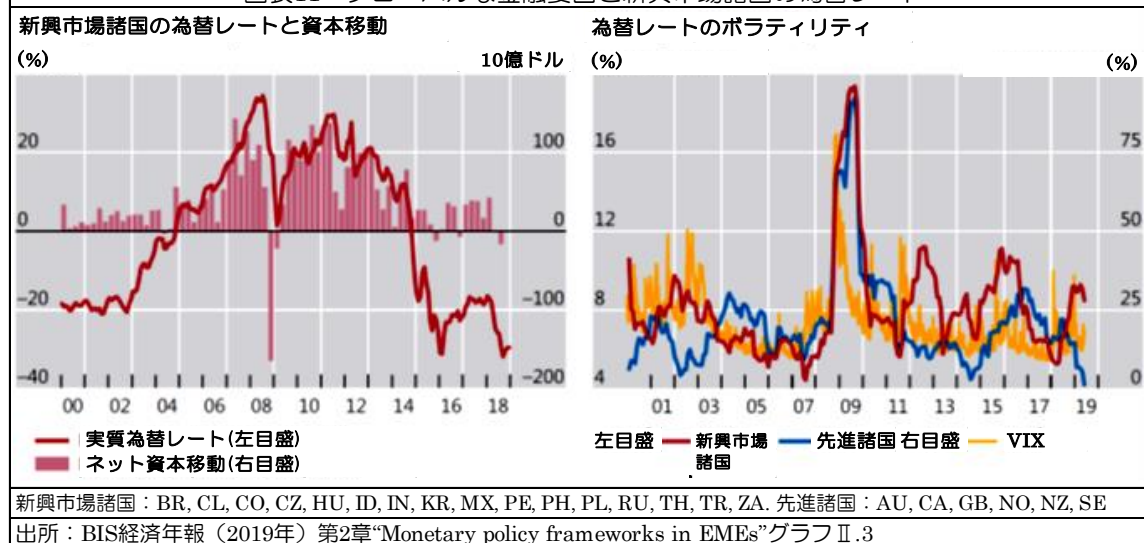
BIS は 2019 年経済年報で、資本移動や為替変動の影響経路と新興市場諸国の政策運営を分析し、新興市場諸国でもインフレーターゲットが増えてきたが（図表 10 左図）、先進諸国とは異なり、為替動向を重視し外貨準備を増やしてきたと指摘（同中央）。また、新興市場諸国は早い時期からマクロブルデンシャル政策を活用したとしている（同右図）。

図表10：金融政策の運営枠組み、外貨準備、マクロブルデンシアル政策手段



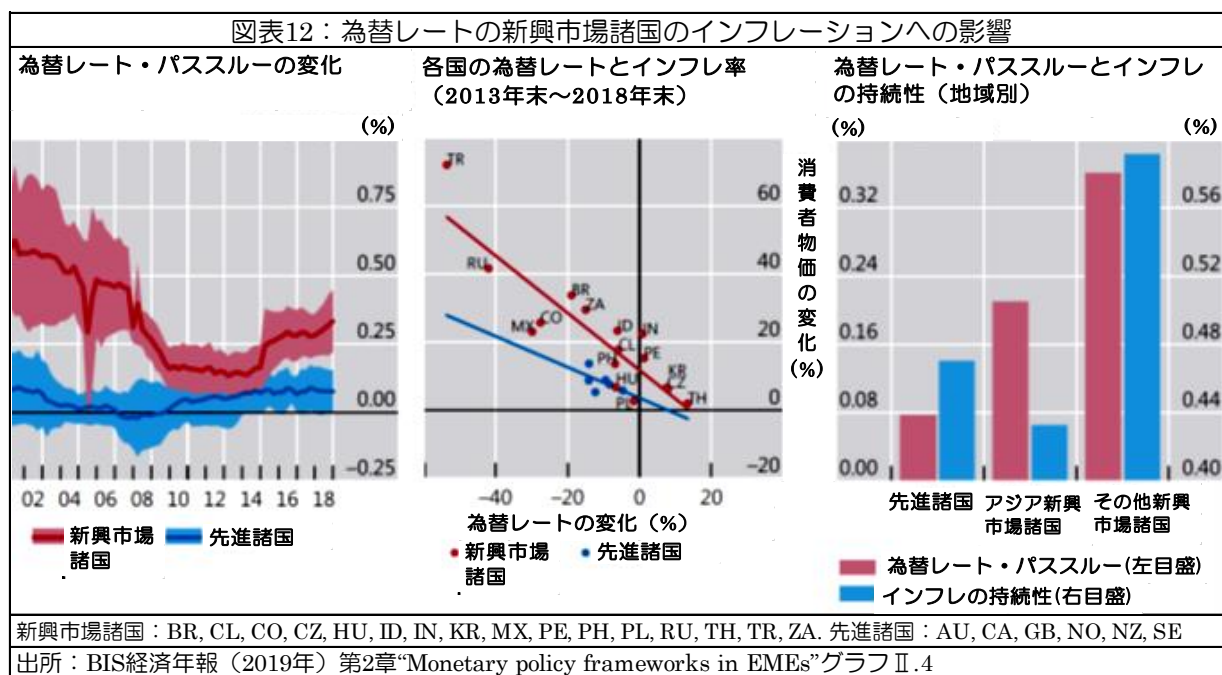
こうした新興市場諸国の政策運営枠組みは、資本移動と為替レートの変動に対応したものである。2000年代には資本流入増加とともに実質為替レートが上昇（図表11左図）、その後、グローバル金融危機後は両者の変動が拡大し、2013年以降は資本流入の鈍化と為替の下落傾向がみられた。金融危機以降、新興市場諸国の為替レートのボラティリティが先進諸国以上に高まる局面が多くなっているが（図表11右図）、グローバルな金融市場の投資家のリスク選好変化の影響がより大きいと考えられる。

図表11：グローバルな金融要因と新興市場諸国の為替レート



2. 為替レート変動の新興市場諸国経済への影響経路～インフレ、貿易取引、外貨債務

為替変動は輸入物価を通じて各国のインフレに波及する。新興市場諸国では消費に占める貿易財の比率が高いためインフレへの影響が大きい。影響の持続性は賃金への波及を通じた2次的効果が左右する。期間を変えた推計の係数変化で為替変動の影響をみると（図表12左図）、先進諸国よりは大きい。2000年代前半と比べて低下している。なお、最近の上昇傾向には、ロシアやトルコなど少数の国の大幅な為替下落が影響している。



インフレへの影響を地域別にみると（図表12右図）、アジアの新興市場諸国では為替変動の影響は他の地域の新興市場諸国より小さく、インフレの持続性は先進諸国より低くなっている。金融政策への信頼性を維持してインフレ期待を抑え、賃金への波及を抑制することが重要なことが示唆される。ただし、先進諸国と比べれば為替変動の一次的な影響は大きく、大幅な為替変動には注意が必要である。

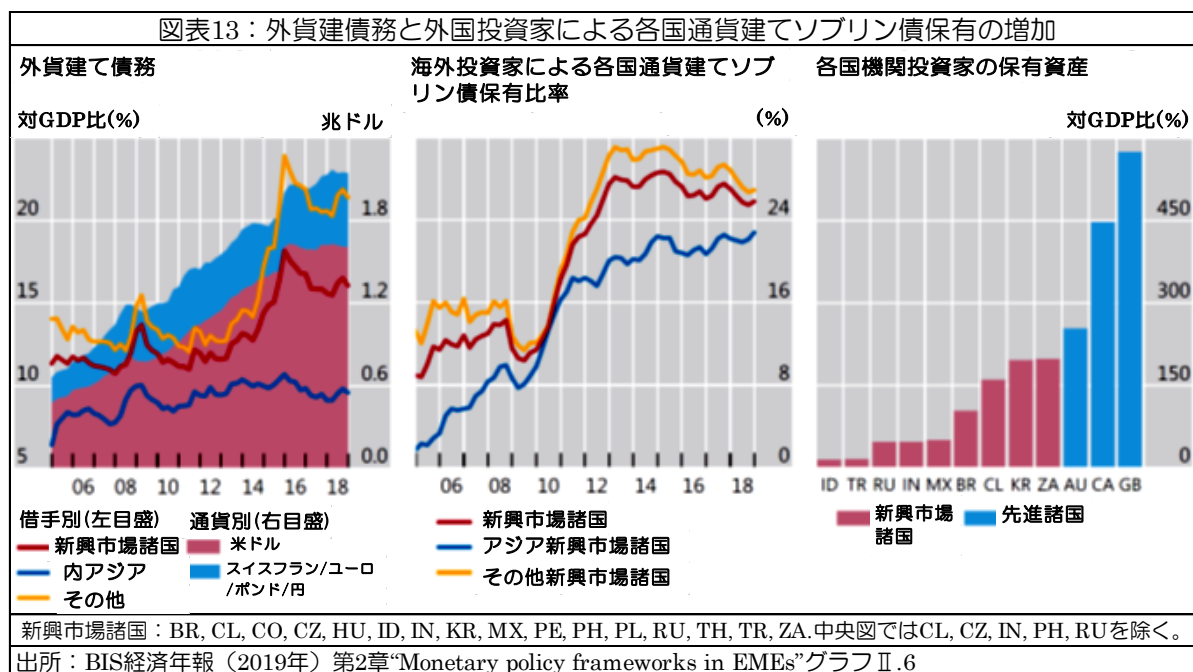
為替レートの変動は輸出数量への効果によっても経済に影響する。だが、輸出品の価格設定が外貨建てで決まる場合は輸出数量への短期的な影響は限られ、輸出企業の収益性変化を通じた雇用や投資への効果が重要になる。貿易取引でドル建て比率が高いと貿易金融ではドル資金調達が必要である。また、グローバル・バリューチェーンの延長とともに貿易金融での需要は増える。ドルの上昇は各国通貨ベースの資金需要を高めて各国の金融状況をタイト化し、これは輸出数量増の拡張的な効果を弱める。

資本移動とそれに伴う為替変動は、金融面の効果を通じてマクロ経済と金融安定に影響する。新興市場諸国では外貨債務と海外投資家の新興市場諸国資産の保有増という構造的

要因が脆弱性を高めている。過去 10 年間で外貨債務は大幅に増加している（図表 13 左図、ただし対 GDP 比でみるとアジア諸国の変化はより小さい）。輸出収入がドル建てなら債務返済負担はある程度ヘッジされるが、外貨債務はかなり大きくなっており、通貨ミスマッチが拡大している。このため為替レート上昇は外貨債務負担を抑えて借手の信用リスクを低下させ金融を緩和し、為替下落の場合は逆の効果が生じる。

各国債券市場への海外からの投資比率上昇も各国の金融環境を左右する（なお、アジア諸国は相対的には比率は低い）。海外投資家は通貨ミスマッチをあまりヘッジしないため、新興市場諸国の為替増価は、評価益を増やしてリスク制約を軽減しさらなる投資を促す。

投資の増加は信用リスクプレミアムを圧縮する。新興市場諸国の為替レートと信用リスクスプレッドには逆相関がみられ、為替変動は金融環境に影響する。金融政策枠組みでインフレターゲットを採用する新興市場諸国は、補完的手段として為替介入を用いている。



為替介入の効果は資本流入の影響と数量的にはほぼ等しい（図表 14 右図左側）。また、国内信用への影響を相殺する効果（同、右側）もあり、介入は金融面での資本移動の影響を軽減しうる。ちなみに、テーパータントラムの時期をみると（図表 14 左図）、外貨準備が大きな国では為替の下落率が相対的に小さいという逆相関がみられた。

ただし、外貨準備保有は金利差による負担があり、為替変動抑制はキャリートレードでの投資を促して長期的には通貨ミスマッチ増大の懸念もある。こうしたコストへの注意が必要である。

図表14：為替介入が新興市場諸国の強靱性を高める

外貨準備が主要なショックの影響を緩和（21カ国）

為替介入の安定化効果（20カ国、2000年～17年で推計）
対GDP比(%)

対ドル下落率 (%)

2013 Q1～2015 Q4

外貨準備 (対GDP比(%): 2012年)

為替介入 (左目盛) 信用増加率 (右目盛)

為替介入 資本移動

出所: BIS経済年報 (2019年) 第2章“Monetary policy frameworks in EMEs”グラフⅡ.8

V. 結論に代えて

資本移動の管理は、マクロ経済調整実施などの前提条件付きで一定の妥当性が認められているが、それを継続することへの懸念も指摘されている。IMF とメンバー諸国などが具体的な経験をさらに蓄積する必要がある。一方、米国など資本移動の出し手となる先進諸国の政策については、協議などは行われているが、その成果はまだ限定的なようだ。

以上

(補論) 活発な資本移動に対応するポリシーミックス～モデルによる検討⁽¹³⁾

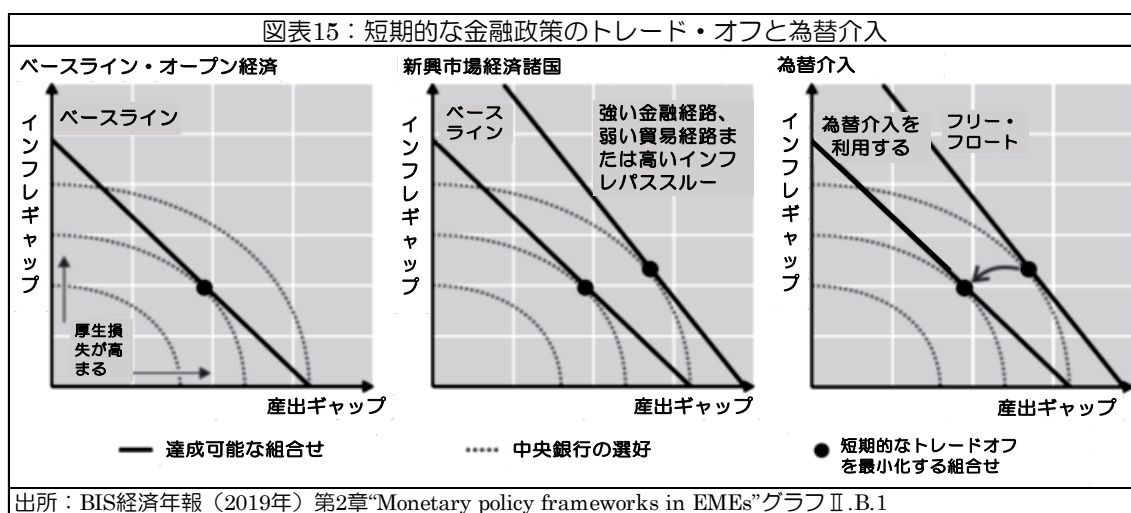
BIS 経済年報では単純化したモデルで目標間のトレードオフ（インフレと産出量、現在のインフレと将来の経済安定）に対処する政策を論じている。概要を紹介する。

(1) 資本移動の影響経路と短期的なトレードオフ

単純化したモデルでは、資本流入急増は、為替レート上昇と輸入物価の下落を招き、輸出競争力を低下させる。ただし、輸出への影響は取引通貨と貿易金融にも依存する。また、為替レートは国内金融環境を通じた経路で国内支出にも影響する。政策金利は国内需要と為替レートに標準的な効果があると前提する。様々な経路を通じた効果の強弱が資本移動の経済への最終的な影響を左右し、政策当局が直面するトレードオフを変化させる。

ベースラインとして、為替レートの金融経路を通じた影響は少なく、インフレへの影響と貿易への強い影響があるケースを考える（図表 15 左図）。資本流入急増による為替レート上昇はインフレと産出量を低下させる。中央銀行は政策金利を操作し、インフレと産出量のトレードオフ（図では直線で表示）を所与とした上で経済的厚生（図の点線は経済的厚生が一定になるインフレギャップと産出ギャップの組み合わせを表す）の改善を図る。

これは政策金利により、トレードオフを表す直線と経済的厚生の水準を表す点線との接点に経済活動を導くことになる。



為替レートからは金融経路を通じた影響もあり、インフレへの効果が強く、貿易を通じた効果は弱いという現実の新興市場諸国により近いケースを考えると、資本流入と為替レート上昇による産出量低下は少なく、インフレの低下はより大きい（同中央、トレードオ

13 以下の記述は BIS 経済年報第Ⅱ章、“Box II.B, Monetary policy in EMEs: a simple analytical model”に基づく。

フを表す直線の傾きが急)。金融経路の影響がさらに大きく貿易経路の影響を上回る場合には、為替レートが上昇すればインフレは低下する一方、産出量は増加する。この場合は金融政策だけでは対応が困難である。

もし、為替介入が政策金利とは独立して為替レートに影響するなら、介入によって為替レートの上昇を抑制し、トレードオフの改善を図って経済的な厚生を高めることができる（同右図、トレードオフを表す直線が下方にシフト）。

（2）異時点間のトレードオフ、マクロブルデンシャル政策の役割

次に異時点間のトレードオフを検討する。資本流入は外貨債務を増やし、全般的な金融不均衡を高めるため、結果として資本移動の変動への経済の感応度が高まり、現時点でのインフレの安定と将来的な変動性の増大との間でトレードオフが生じる。

特に、資本流入の急増と為替レート上昇は、将来それが逆転した場合のリスクと影響度を高める。中央銀行は、インフレ低下圧力を抑えるために政策金利引き下げが可能だが、これは国内需要への効果を通じて輸入を増やし、経常収支悪化で対外債務を増加させる。結果として資本移動が逆転した場合のリスクが高まり、将来時点の変動性を増加させる。

インフレの将来的な変動を抑制する政策は、現時点のインフレギャップを悪化させる（図表 16 左図、トレードオフ直線に沿った右下への動き）。だが、マクロブルデンシャル政策によって金融脆弱性の蓄積が抑えられ、資本移動と為替レート変動への経済の感応度を引き下げられれば、トレードオフが改善できる（同左図、トレードオフ直線の下方向へのシフト）。為替介入も強靱性は高めないが、為替レート上昇を抑え外貨債務の蓄積を直接的に抑制することで類似の効果があり、トレードオフを改善すると考えられる。

