

FSB レポート「米ドルによる資金調達と新興市場経済（EME）の脆弱性」の紹介

目次

I. はじめに

II. 新興市場経済（EME）への資本フロー～新型コロナパンデミック前の動向

1. 新興市場経済の対外債務は増加傾向が続いた
2. NBF（ノンバンク金融仲介）経由の資金調達がより重要に

III. 新興市場経済の対外資金調達への新型コロナの影響

1. EME での 2020 年 3 月の市場混乱
2. EM ファンドの変動増幅性
3. 信用格付けの引き下げと 2020 年 3 月のストレス

IV. 新興市場経済での市場の緊張に対する政策対応

V. 政策的な含意

1. 借り手（非金融法人とソブリン、銀行）の通貨ミスマッチへの対応
2. 投資ファンドの流動性ミスマッチへの対応
3. 危機管理手段～為替介入、中央銀行間スワップライン、NBF への流動性提供
4. データギャップ対応とリスクモニタリング

VI. 結びに代えて

2022 年 5 月 24 日

佐志田晶夫

（公益財団法人日本証券経済研究所）

FSB レポート「米ドルによる資金調達と新興市場経済（EME）の脆弱性」の紹介

要約

FSB のレポートはドル資金調達と EME の脆弱性の相互作用に関する FSB と IMF の作業の成果で、FSB のノンバンク金融仲介（NBFI）に関する作業プログラムの一部である。

過去 10 年間、グローバルな流動性と投資家の利回り追及で EME への資本流入が続き、2019 年末の対外債務は 5.6 兆ドルに達して対 GDP 比も高まった。EME の資金調達コストに対するグローバルな資金移動の影響が大きくなっている。対外債務の 80%は外国通貨建て（米ドルが主）で通貨ミスマッチが大きく、為替レート変動の影響を受けやすい。

対外資本調達では、債務調達に加えてポートフォリオ株式投資も増えたため、NBFI の役割が高まった。一定部分は、オープンエンド投信の資産取得によるもの。パッシブファンドの運用が増大し、それ以外でもベンチマークを参照して資産配分を行う投資が増え、EME の金融情勢はグローバルな投資家の資産配分変更の影響を受けやすくなっている。

海外からの資金供給の背後にあるグローバルな金融システムでの結びつきは、過去 10 年間でより複雑になった。貸出や証券投資に市場仲介者が関与し、リスクの管理には為替やデリバティブなどの市場取引が利用されている。銀行貸出と比べて債券市場や NBFI の役割が高まったため、ショックの吸収では資金市場の流動性（特にドル）が重要になった。

新型コロナ流行のショックでは、投資家が高リスクの証券から現金や安全な資産へ資金をシフトさせ、市場での緊張が高まった。投資ファンドは解約請求に応えるために資産売却を余儀なくされ、EME では債券スプレッド急拡大や金融環境のタイト化が生じて市場調達が制約された。さらに、EME のソブリン格付け引下げも資本フローに影響を及ぼした。

EME の中央銀行や当局は為替介入、流動性支援などに加え、大規模な資産購入など複数の手段を組み合わせ対応した。また、米国など主要国の中央銀行は、前例のない流動性供給や中央銀行間スワップライン、レポファシリティの提供で金融市場の安定化に努めた。

だが、中央銀行の緊急対応は基本的な脆弱性への対処策ではなく、EME の金融システムの強靱性向上が必要である。レポートは、①通貨ミスマッチの削減措置（非金融法人やソブリンへの対応、銀行の規制監督）、②投資ファンドの流動性ミスマッチ対応、③危機管理手段の整備（スワップラインやレポ利用準備、NBFI への流動性提供と規制監督）、④データギャップに対応しリスクモニタリングと早期の政策対応を促すことが必要だとしている。

FSB レポート「米ドルによる資金調達と新興市場経済（EME）の脆弱性」の紹介

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 FSB（金融安定理事会）が 4 月 26 日に公表した「米ドルによる資金調達と新興市場経済（EME）の脆弱性」レポート⁽¹⁾の概要を紹介する。国際的な資本フローは世界的な資源配分を改善させて新興市場経済の発展にも寄与するが、資本流出入の大幅な変動は EME のマクロ安定化政策の運営を困難にしかねない。

また、国際金融危機後に EME への資本フローは銀行経由（貸出）から債券や株式にシフトし、投資ファンドなどノンバンク金融仲介（NBFI）の重要性が高まった。このため外的なショックが EME に影響する経路も変化しており、NBFI の分析と対応が重要である。

レポートは FSB と IMF の作業の成果で、FSB の NBFI に関する作業プログラム⁽²⁾の一部であり、EME の対外資金調達の動向と脆弱性に及ぼした影響、新型コロナショックによる 2020 年 3 月の市場混乱⁽³⁾が EME の金融安定をどう脅かしたかを分析している。なお、銀行部門については、ノンバンクの資金調達の動向に関連した点に焦点を合わせている。

EME の対外資金調達の内訳では、金融安定への影響の大きさを踏まえて主に対外債務に注目しているが、資本フローや為替への影響という点ではポートフォリオ株式投資と非居住者の売買動向も考慮している。ただし、直接投資は長期的な投資であって市場ストレスの影響が大きいいため、レポートでは取り上げていない。

以下本稿では FSB のレポートの構成に沿って EME⁽⁴⁾の対外債務の動向を概観し、NBFI 部門と脆弱性への影響を整理、次いで市場ストレス時の EME の対外資金調達と各国市場への波及、政策対応による回復に関する分析を紹介し、政策的な含意についてまとめる。

1 FSB：“US Dollar Funding and Emerging Market Economy Vulnerabilities” April 2022 を参照。

2 FSB：“Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report” November 2021。拙稿：“FSB による NBFI（ノンバンク金融仲介機関）の強靱性向上への取組み”当研究所トピックス、2021 年 12 月参照。

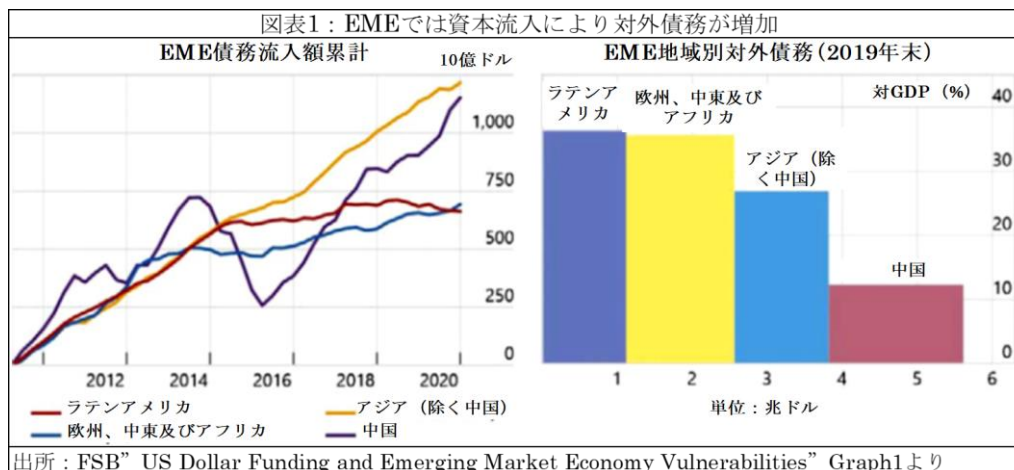
3 2020 年 3 月の市場混乱については FSB：“Holistic Review of the March Market Turmoil” November 2020 を参照。市場混乱への FRB の対応や各国金融当局の反応については、氷見野良三氏（ニッセイ基礎研究所、エグゼクティブ・フェロー）の“「3 月事件」の後始末”、金融財政事情 2022 年 2.1 号「時論」の指摘（中央銀行と規制当局との見解の相違）が興味深かった。なお、拙稿：“FSB レポート「2020 年 3 月の市場の混乱についての包括的レビュー」の紹介” 研究所、トピックス、2020 年 12 月も参照。

4 本レポートでは、14 の中核的な EME としてアルゼンチン、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。なお、中国は経済規模や対外債務が大きいため、適宜、中国を別扱いした分析を行っている。

II. 新興市場経済（EME）への資本フロー～新型コロナパンデミック前の動向

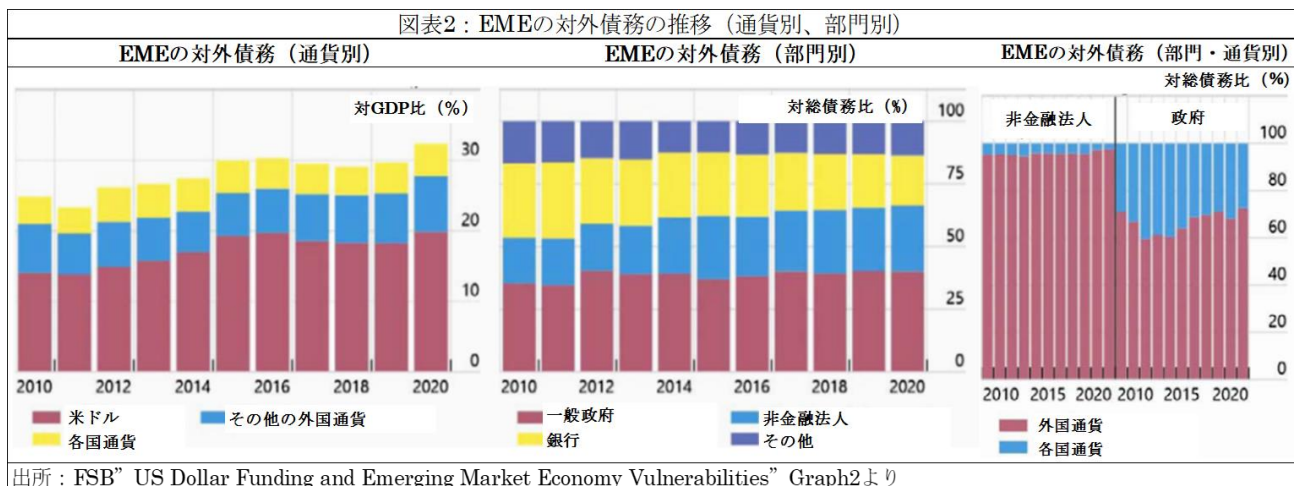
1. 新興市場経済の対外債務は増加傾向が続いた

過去10年間、EME（特に中国を除くアジアとラテンアメリカ）には、グローバルな流動性と投資家の利回り追及に支えられた資本の流入が続いてきた。2019年末の対外債務は合計5.6兆ドルに達し、対GDP比も高まってきた（図表1）。対外資金調達の増加はEMEに利点があるが、一方ではグローバルな金融情勢の変化の影響を受けやすくなる。ストレス時に海外投資家がEMEの資産を売却すれば、企業などの調達コストが上昇する。



また、対外債務の80%は外国通貨建て（米ドルが主）なために通貨ミスマッチが大きく、為替レート変動に影響されやすい。外貨の資金調達が困難になった時に非金融法人や政府が国内金融部門から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も影響する。

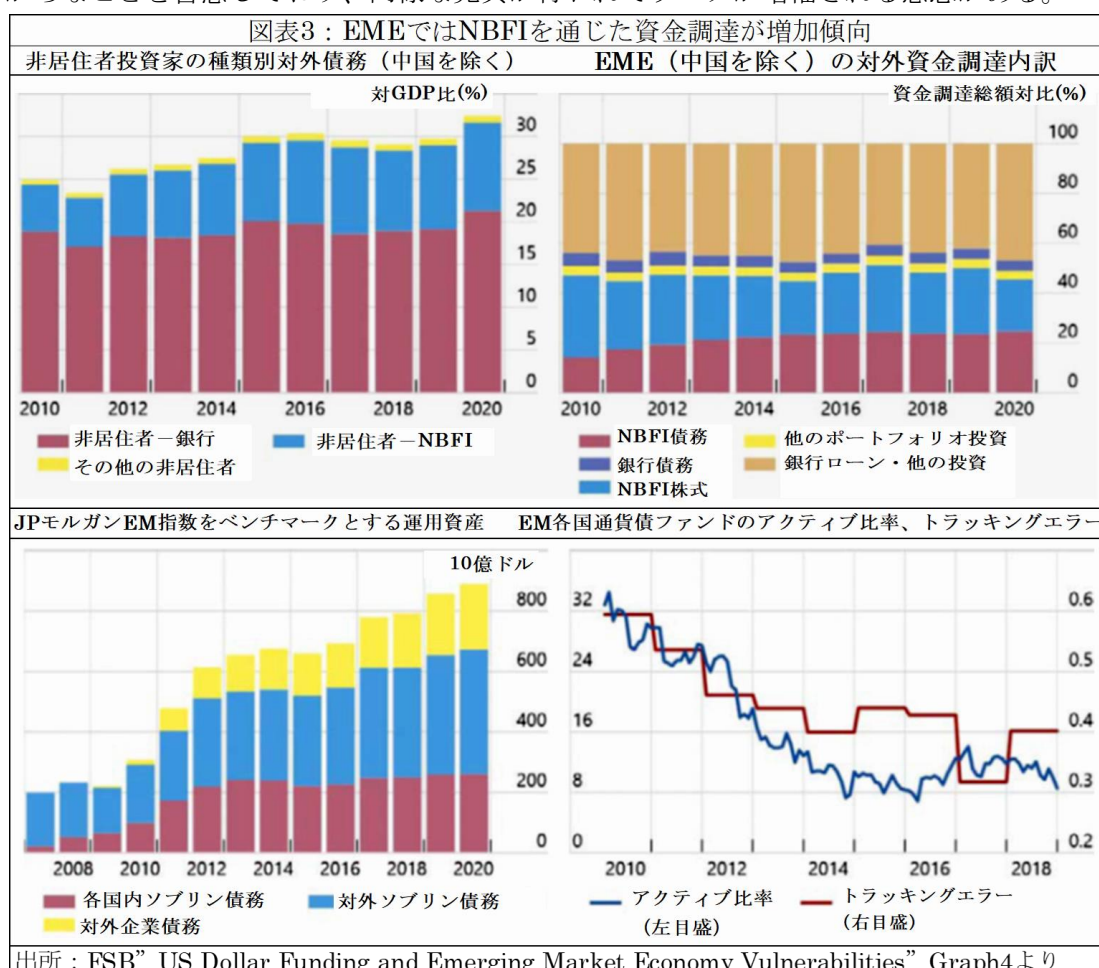
部門別では非居住者からの最大の借手は政府だが、非金融法人の債務も増加してきた。債務の通貨別構成比は様々だが、非金融法人では大半が外貨建てである。政府債務は現地通貨建て市場の発達で外貨比率が低下してきたが、最近はやや上昇、銀行部門ではドル建て資産がかなり増加したが、ドル建て債務増加でミスマッチはある程度は抑えられている。



2. NBFI（ノンバンク金融仲介）経由の資金調達により重要に

対外債務調達では銀行は引き続き重要だが、NBFIの役割は高まり、EMEへのポートフォリオ株式投資も含めると対外資金調達に占めるNBFIの比重はより高い。NBFI経由の資金調達の一部は、オープンエンド投信などのEM資産（株式、債券など）取得によるものである。グローバル金融危機以降は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、2019年にはEM株式ファンドの約45%、EM債券ファンドの17%を占めた。

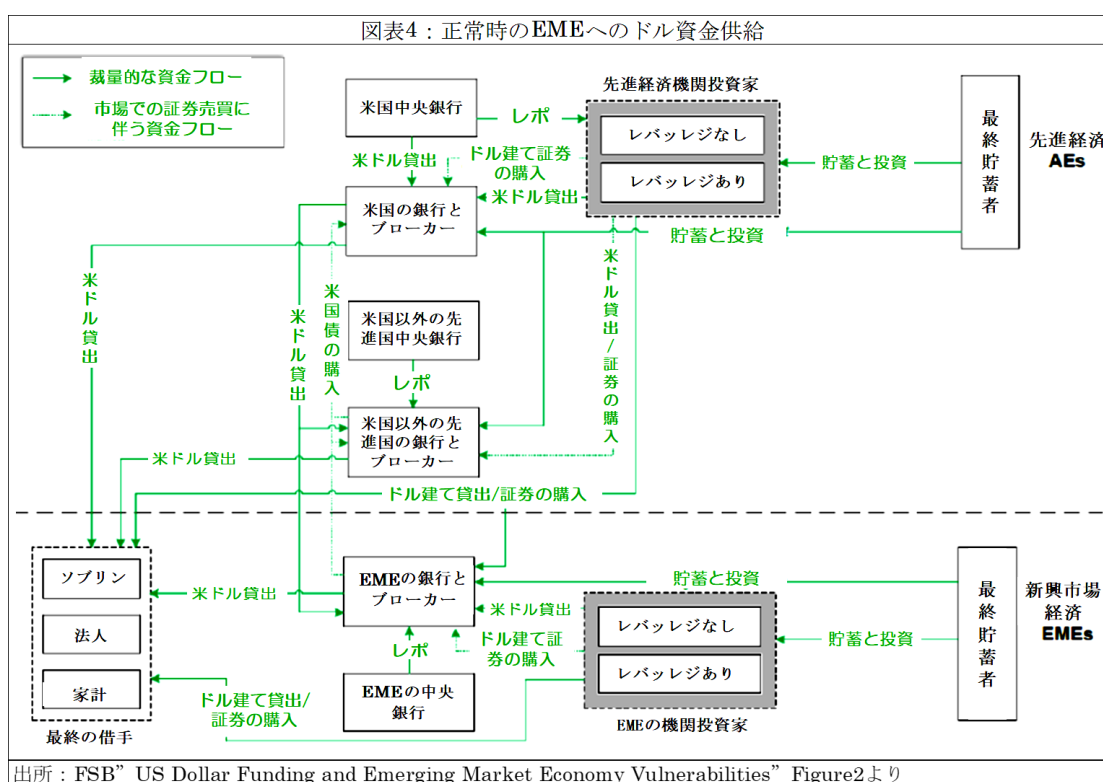
パッシブファンド以外でもベンチマークを参照して資産配分を行う投資が増え、また、一部のアクティブファンドはベンチマークをかなりトラッキングしている証拠もある。現地通貨建て債券ファンドではアクティブ比率が低下傾向である。パッシブとアクティブで運用の共通性が高まったことは、リスク・オフのショックに対してどちらも類似した行動をとりがちなことを含意しており、同様な売買が行われてリスクが増幅される懸念がある。



過去10年間にEMEは資金調達の多様性を高めたことは、資金調達をより容易にしてコストを低下させ、市場の有効性と効率性を改善する利点がある。ただし、NBFIへの依存の上昇により新たな課題も生じた。例えば、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の指摘が多くあり、ベンチマークに基づく投資を行う投資家が EME 全体を一つの資産クラスとして資産配分することにより各国固有の動向が軽視されかねない。

非居住者の資金供給の背後にはグローバルな金融システムに亘るクロスボーダーな結びつきがあり、これは過去 10 年間でより複雑になった (図表 4 参照)。EME への資金は、銀行などからの貸出と機関投資家の証券投資で供給され、銀行やブローカー・ディーラーなどの市場仲介者が関与し、投資に伴うリスクの管理では市場取引 (為替やデリバティブを含む) が利用される。一連の仲介のつながりの強さは、最も弱い部分に左右される。EME の対外資金調達で債務市場と NBFI の役割が増大したため、ショックの吸収能力では資金の流動性 (特にドル資金) が重要になっている。後述するように、2020 年 3 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で資金フローに問題が発生している。



III. 新興市場経済の対外資金調達への新型コロナの影響

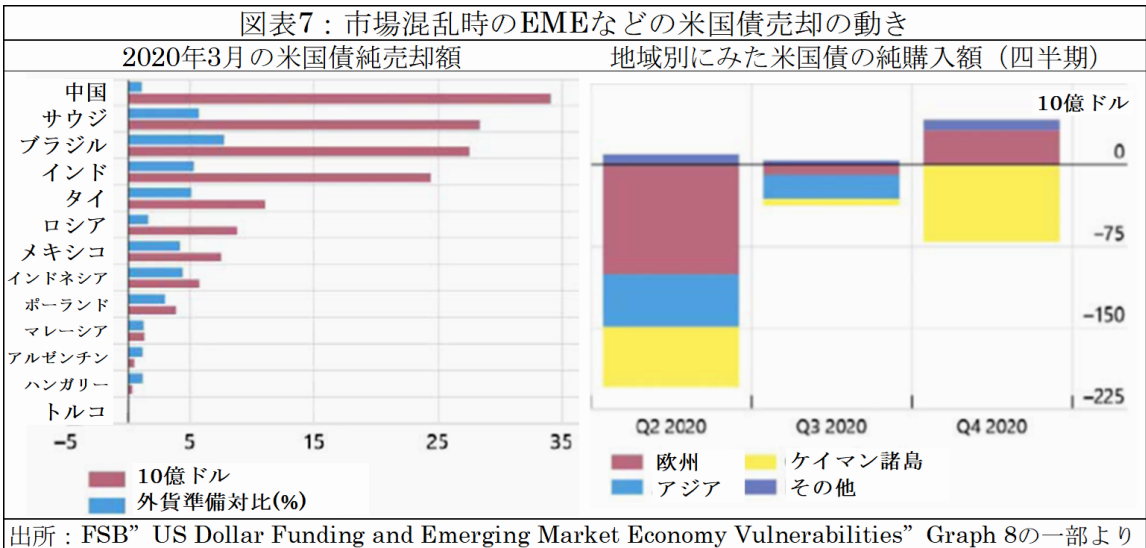
1. EME での 2020 年 3 月の市場混乱

新型コロナはグローバルな金融市場に大きなショックをもたらし、投資家が高リスクの証券を売却して現金や安全な資産に移したため、EM の資産価格は大きく下落した。債券スプレッドが急拡大し、金融環境はタイト化、発行市場は枯渇した (図表 5)。EM の借り手は市場での調達を制約されドル資金調達コストも上昇した。グローバルなショックは EME 全般に影響したが、外貨準備資産が多かった国などは相対的には影響が少なかった。

る。また、この期間には各国通貨建て債券市場で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にドル資金流動性への強い懸念が生じ、キャッシュへの駆け込み（dash for cash）が起き、ドル資金供給が減少して資金調達市場は逼迫した。為替レート下落もあって米国外の借手は支払い能力低下が懸念され、ドル資金への直接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た。EME 諸国の中央銀行は自国の銀行や企業への支援のためもあり、米国債売却やレポ調達によるドル資金確保に努めた⁵⁾。

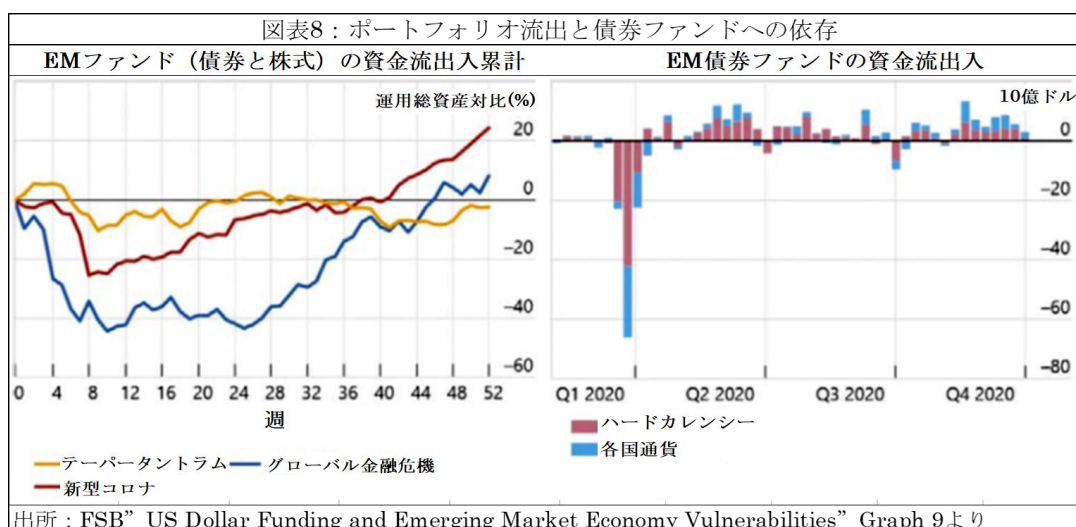
2020年3月に主要な EME の投資家（主に中央銀行）による米国債売却は 1500 億ドルに達した。これは中核的な EME の外貨準備資産の 2.5%に相当する（図表 7 左）。米国債の売却額は石油などの燃料輸出国でより大きかった。また、短期の対外債務が多かった国々では米国債売却とレポでの調達が大きかった。EME 以外の投資家ではレバレッジ投資家（ケイマン籍）によるポジション解消のための売却が多かったとみられる（図表 7 右）。なお、レバレッジ投資家が EME からの資金流出をもたらしたという証拠は少ない。



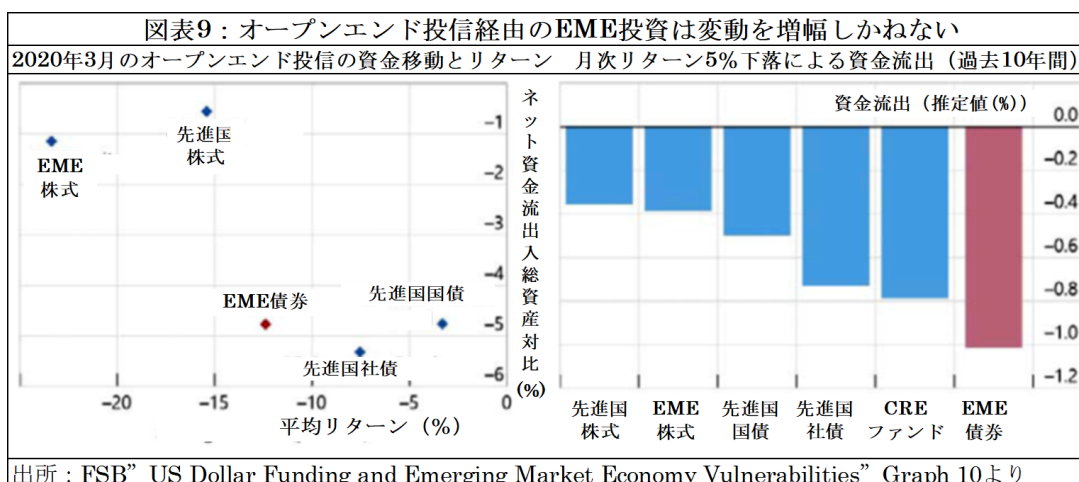
2. EM ファンドの変動増幅性

新型コロナショックでは EM 投資ファンドで解約がかなり発生、グローバル金融危機よりは少ないが、2013年のテーパータントラム（FRBの量的緩和縮小への懸念による市場混乱）を上回った（図表 8 左）。通貨別ではハードカレンシー債券ファンドの流出が多いが（図表 8 右）、各国通貨ファンドからの流出も少なくはなかった。ファンドの種類別ではグローバルファンドと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ようだ。

5 当時の米国債流通市場の状況は、注 3 で紹介した FSB: “Holistic Review of the March Market Turmoil” 及び拙稿：“米国債流通市場の構造的な問題と強靱性向上への取組み” 当研究所、証券レビュー2021年11月参照。コロナ危機時の Fed の対応と米国債市場の問題は、伊豆久：“SRF 導入の背景～FRB と国債市場～” 当研究所、証研レポート 1729 号（2021年12月）、同：“FRB・国債市場・PTF” 当研究所、証研レポート 1730 号（2022年2月）が参考になった。



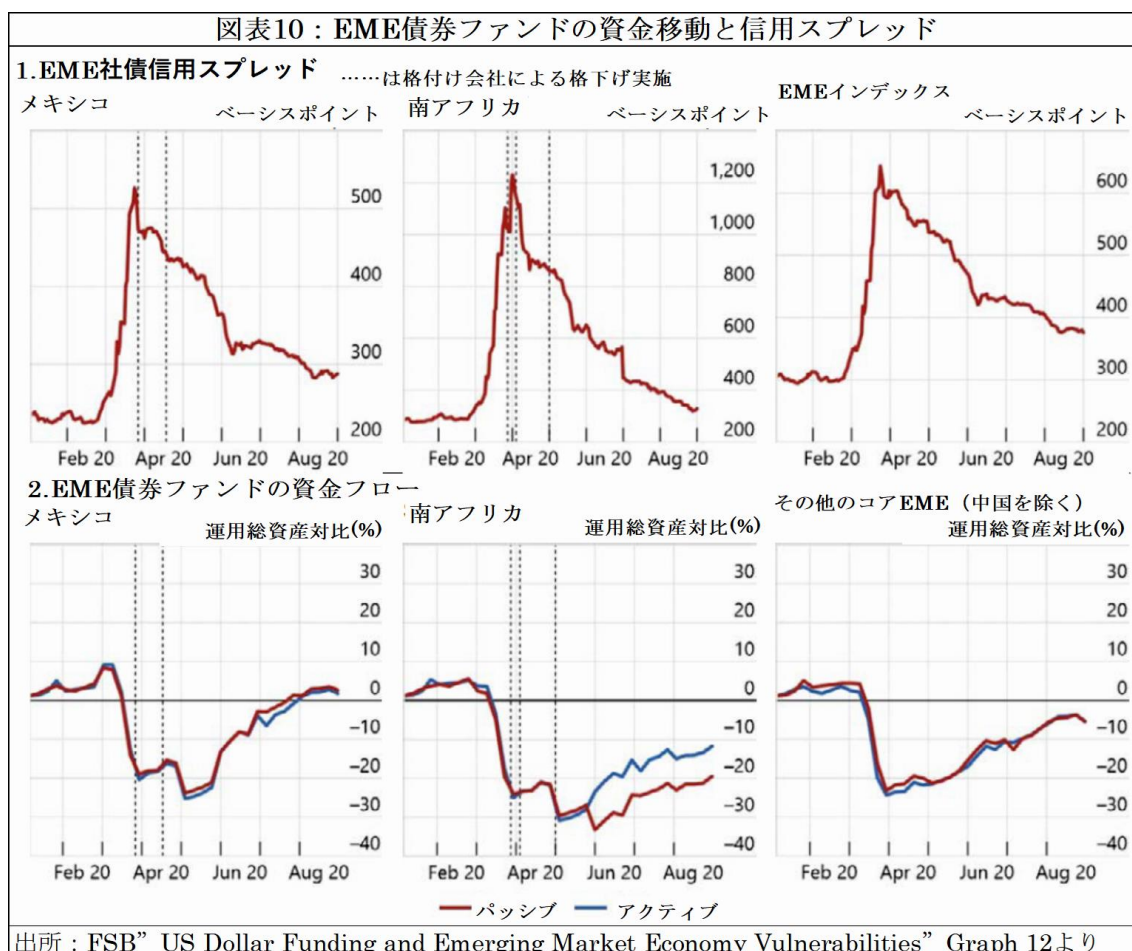
オープンエンド投信では解約請求に対応するための大規模な資産売却がみられ、資金流出率を比べると債券ファンドの方が株式ファンドより大きかった（図表9左）。ストレス時の資金流出をファンドの種類別に比べると（図表9右）、EM債券ファンドからの流出が多く、変動を増幅させたと考えられる。資産規模上位1000のEMファンドでみると、流動性の低い資産を保有するファンドでより多くの資金が流出していた。なお、かなりのEM債券ファンドが2000年3月末には3月初めより多くキャッシュを保有しており、ファンドマネジャーは不確実性に対応して必要最小限以上の資産売却を行ったものとみられる。



3. 信用格付けの引き下げと2020年3月のストレス

EMEのソブリン格付け引き下げは市場への圧力となり、特に投資適格からの引き下げの影響が大きかった。2020年前半にはアルゼンチン、メキシコ、南アフリカが格下げされたが、アルゼンチンは債務の持続性への懸念で以前から低格付けだったため、新型コロナによる影響ではメキシコと南アフリカの格下げに注目する。ソブリン格付けの引き下げは、社債への全般的な影響（ソブリン・シーリング効果）を通じて債券市場全体への圧力になる。

新型コロナ発生で、メキシコと南アフリカは他の EME と共に社債スプレッドが拡大した（図表 10 上段）。南アフリカでは最初の格下げ後にさらに拡大しているが、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資金流出圧力に影響したためか、メキシコと南アフリカは第 1 四半期末以降も資金が流出したが、他の EME では平均的には 3 月 20 日頃が流出のピークだった（図表 10 下段）。

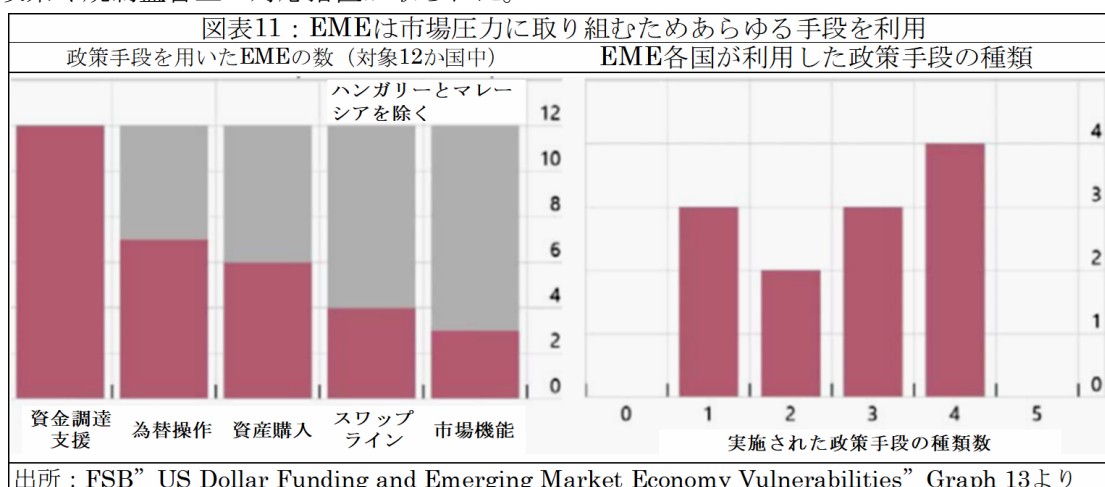


IV. 新興市場経済での市場の緊張に対する政策対応

EME の当局は各国市場への圧力を軽減し資本流出を食い止めるために様々な手段を活用した（図表 11 左）。中核的な EME の全ての中央銀行が資金調達支援を行っており、各国通貨に加えて一部の国ではドルでも支援を実施し準備要件の緩和も行っている。中核的な EME の半分は市場での過度な変動に対処するための為替操作を実施している。

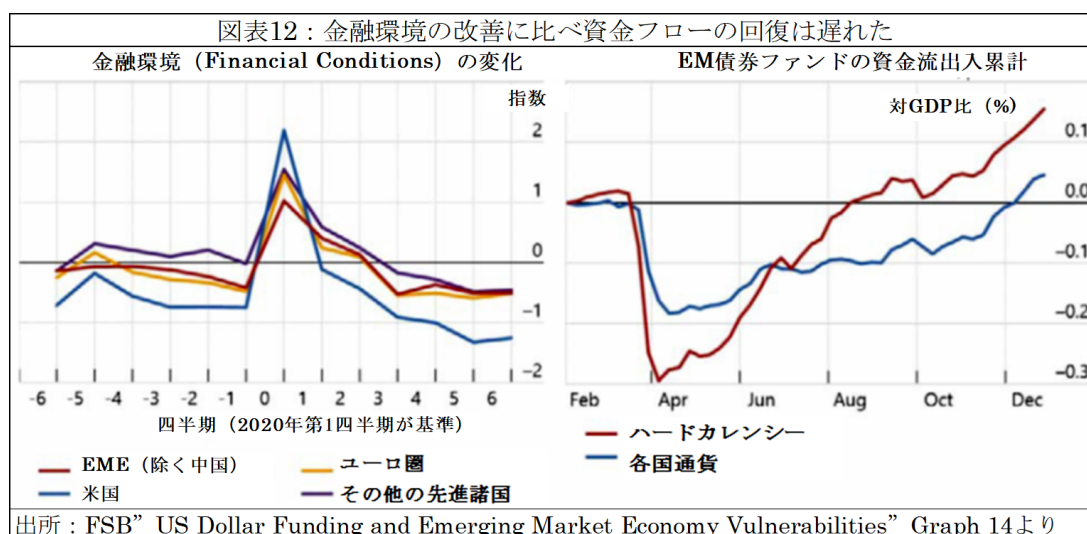
伝統的な政策手段と共に新しい手段も利用された。いくつかの中央銀行が大規模な資産購入を初めて実施するなど、中核的な EME の多くが資産購入を行い、市場機能の維持に有効だった。いくつかの国では、サーキットブレーカーの調整や空売りの禁止などの市場機能改善措置も活用された。各国は市場の機能不全と戦うために様々な政策手段の組み合わせ

を利用している（図表 11 右）。加えて、パンデミックの経済的な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が取られた。



先進経済諸国（AE）の政策も EME 市場の緊張緩和に重要である。AE の中央銀行の政策は主に自国の金融システムに向けられたものだが EME への波及効果があった。流動性供給、資産購入や緊急対策は投資家心理を回復させ、ドル資金不足を軽減した。また、EME を対象とした政策として Fed によるスワップライン（ブラジルとメキシコ向け）やニューヨーク連銀に口座を持つ海外中央銀行に対する FIMA レポファシリティが導入され、ECB も中・東欧諸国に対して相対でのユーロ・スワップラインを提供した。

グローバルな中央銀行の大規模な介入により EME の資産価格は回復し、IMF の金融環境指数（Financial Conditions Index）でみると全般的な状況はパンデミックの 2 四半期後に正常な状態に戻っている。ただし、EM 債券ファンドへの資金流入の回復はかなりゆっくりとしていた（図表 12 右を参照）。また、ポートフォリオ債券投資の回復は EME 間での違いも大きく、格付けと債券ファンドフローには一定の相関関係がみられた。



V. 政策的な含意

新型コロナ大流行と投資家のリスクアペタイト反転が EME への打撃となった。非金融法人部門の通貨ミスマッチが露呈され、NBFI への依存の増加による新たな脆弱性と相互に影響しあった。市場の緊張や資本フローの急変動に対して各国の中央銀行が前例のない介入で対応したが、これは通貨と流動性のミスマッチなどの根本的な問題への対処策ではない。将来のショックに対して EME の金融システムの強靭性を高めるためには、追加の政策措置が必要である。以下では、主要な課題と対応手段についてのレポートの分析をまとめる。

1. 借り手（非金融法人とソブリン、銀行）の通貨ミスマッチへの対応

EME の非金融法人の外貨建て債発行は通貨ミスマッチを増加させたとみられるが、為替ヘッジやナチュラルヘッジ（輸出企業など）での軽減の程度は不透明である。金融当局は金融安定サーベイランスの一環として企業の通貨ミスマッチの包括的な評価を行うべきであり、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。

ソブリン部門のミスマッチは、各国通貨建て債券市場の発達により以前と比べると抑制されてきた。だが、各国通貨建て債券市場でも海外投資家の売却でストレスが生じた。また、各国通貨建てソブリン債の多くは銀行が購入しており、ソブリンと銀行の結びつきに懸念が生じかねない。海外資本流出の影響を緩和するには、債券市場の深化とより広い国内投資家層の育成が必要である。一方、銀行部門の通貨ミスマッチは金融危機後の改革の成果でパンデミック前から抑制されていた。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が実施されており、銀行システムを守る規制措置を続けるべきである。

資本フロー管理（CFM）手段が役に立つことがあり、とりわけ資本流入急増がシステムリスクを高め、金融市場に摩擦がある場合には活用できる⁶。ただし、こうした手段は必要なマクロ経済調整を代替すべきではない。

2. 投資ファンドの流動性ミスマッチへの対応

投資ファンドへの投資家とファンドマネジャーの行動が脆弱性の追加的な要因だったと考えられる。固定利付債 ETF（特に低流動性資産を対象とする ETF）では大きな資金流出があり、市場流動性が低下した状況で資産を売却して売却圧力を高めた。EME の金融システムを増強するには投資ファンドの強靭性の強化が重要である。FSB は IOSCO と共同で 2020 年 3 月の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利用可能性と有効性などを検証している。

6 資本フロー管理（CFM）の有効性については、IMF が他の政策との組み合わせの効果や資本自由化の進め方などを含めて検討を行い“機関としての見解（Institutional View）”を改訂した。IMF：“Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows” Policy Paper, March 2022 を参照。なお、拙稿“拡大、変動する資本移動と新興市場諸国の政策対応（下）”2020 年 1 月で、この時点での機関見解の更新の検討状況を紹介した。

IMF も投資マネジャーに関する作業⁷⁾で投資ファンドの流動性ミスマッチによる脆弱性を認識している。FSB と IOSCO 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な脆弱性に関する既存の提言を見直そうとしている。

IMF はオープンエンド投信の脆弱性の軽減策として、流動性ミスマッチ管理や運用資産の適格性要件などを指摘している。加えてレバレッジに関するより詳細な開示や監督当局の必要な人員とスキルの確保も重要だとしている。なお、AE の投資ファンドが EME への資本フローに影響することを考えると、対策の実施ではグローバルな協調が望まれる。

多くの債券インデックスが格付けを利用し多くの投資家も利用している。パッシブ投資家は指数から外された債券の売却が必要であり、EME への投資も行う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り、また、インデックス提供者がストレス時にはリバランスを避けることなどにより、格付けの機械的な利用を減らすことも利点があるだろう。

3. 危機管理手段～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なショックの吸収に役立つはずだが、新型コロナの経験によれば、金融システムに脆弱性がある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ための為替介入が必要なことがある。このため外貨準備の適切な水準の維持が重要である。

市場の混乱は、ドル資金調達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ィが有効なことをはっきりさせた。EME の中央銀行はこれらを活用する業務運営体制面の備えが必要であり、ストレス時にドルの流動性を銀行や NBFI、非金融法人に配布できることも重要である。緊急時の NBFI へのレポ操作も検討するべきだが、利益とコストの慎重な考慮が必要である。一部の NBFI に中央銀行の流動性へのアクセスが認められるのなら、規制当局は NBFI への規制枠組みが適切かを評価すべきである。

EME の中央銀行の資産購入は、厳しい市場ストレスで当局が使う手段の一部にできるかもしれない。ただし、IMF は資産購入では中央銀行の独立性と信頼性を維持し、中央銀行の目的を達成のため実施することが重要だと指摘している。また、資産購入を流通市場で完結することが、直接的な政府ファイナンスの回避に有用である。

多くの国が脆弱性とストレスに対処するため複数の政策手段を同時に活用した。為替介入、マクロプルデンシャル政策手段、金融政策の調整などは相互作用するため、政策担当者

7 IMF Monetary and Capital Markets Department : "Investment Funds and Financial Stability Policy Considerations" Department Paper, DP/2021/018, September, 2021 を参照。

は、目的の達成に最適な組み合わせを特定しなければならない⁽⁸⁾。また、EME の当局者は、政策の目的と決定を明確に情報伝達して信頼性を高めることが重要である。

4. データギャップ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を支えるため、データギャップに対応すべきである。第一に NBFIs の EME 投資に関する包括的なデータがない。NBFIs が様々な種類のリスクに直面していることを踏まえると、脆弱性の正確な評価にはより多くのデータが必要である。IMF のデータでは不十分だったため、本レポートはいくつかのデータを組み合わせ使用した。国際機関と各国当局はデータの開発に協力して取り組むべきである。

第二に国際機関と各国統計当局は、通貨別の資本フローのより包括的な情報を開発すべきである。IMF が借入通貨のデータを公表しているが対象範囲に限られる。非金融法人の通貨ミスマッチを評価する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である。

第三に投資ファンドに関する大量の情報は脆弱性の評価に役立つ。監督当局の多くがファンドの流動性評価に必要な詳細なデータと様々な投資ファンドの流動性リスク管理手段を持っていない。IOSCO が情報の対象範囲と比較可能性の改善に取り組んでいる⁽⁹⁾。小規模な EME 市場での投資ファンドのポジション集中度合いに関する理解も有用であり、当局は大規模な投資ファンドからの情報収集の利益とコストを検討するべきである。

VI. 結びに代えて

新型コロナショックによる市場の混乱、資本流出は EME への打撃となった。ショックの発生前から先進諸国の金融緩和などを背景に EME への資本流入が続いて対外債務が増加し、脆弱性の高まりが懸念されていた。加えて、銀行経由と比べて NBFIs を経由する資本流入が拡大したことにより、外的なショックの波及経路は変化してきた。

FSB のレポートでは、FSB と IMF の共同作業を踏まえて EME のリスク軽減のために対処すべき課題と対応策を整理しているが、NBFIs 規制の改革や EME 側の政策手段の整備、必要なデータの収集などには時間がかかるだろう。そうした中でロシアのウクライナ侵攻によるショックや米国の金融引き締めの影響が高まっており、EME は難しい政策運営を迫られている。FSB や IMF などが短期及び中長期的にどう対処していくのかを引き続き注意していきたい。

以上

⁸ 資本フローの影響に対処する様々なマクロ政策手段については、IMF : “Toward an Integrated Policy Framework” Policy Paper October, 2020 を参照。また、注 6 の拙稿で紹介した BIS の 2019 年の経済年報での分析も参照。

⁹ IOSCO の取組みについては、IOSCO : “IOSCO Investment Funds Statistics Report” January 2022 を参照。