## 資本フロー変動の影響への対応~IMFの「機関としての見解(IV)」見直し

#### 目次

- I. はじめに
- Ⅱ. IMFの「機関としての見解(IV)」見直しでの主な変更点
- Ⅲ. 資本フロー管理で重要な概念と政策運営の指針
- 1. マクロ的な重要性
- 2. 資本流入急増の評価
- 3. 差し迫った危機の状況
- 4. 時期尚早な自由化
- IV. 投資ファンドと金融安定~IMF 金融資本市場局のレポート
- 1. 投資ファンドの拡大と金融安定へのリスク
- 2. 流動性管理の改善と金融安定の観点からの規制・監督
- 3. 投資ファンドとクロスボーダーの影響波及
- 4. オープンエンド投信経由の資本供給の安定化~受け手国と出し手国の対応
- V. マクロ経済安定化のための統合政策枠組み (IPF)
- 1. IPF の必要性
- 2. 理論的な検討と実証研究の積み重ね
- 3. IPF に基づくマクロ経済安定化政策への示唆
- VI. 結論に代えて

2022 年 6 月 14 日 佐志田晶夫 (公益財団法人日本証券経済研究所)

# 資本フロー変動の影響への対応~IMF の「機関としての見解(IV)」見直し

#### 要約

IMFの「資本フローの自由化と管理に関する機関としての見解(Institutional View: IV)」 見直しについて紹介し、これと関連する IMF 金融資本市場局の「投資ファンドと金融安定」 レポートと「統合的な政策枠組み(IPF)」のポリシー・ペーパーの概要を説明する。

IMF は 2012 年公表の「機関としての見解(IV)」で、資本フローは新興市場国など受け手に利益があるがリスクもあるとして資本フロー管理が適切になる条件を検討した。ただし、予防的管理や資本流出規制には慎重だった。今回の見直しは、マクロ安定化政策の必要性などの原則は維持しつつ脆弱性が懸念される場合に"予防的な資本フロー管理"を認めるなど、政策の柔軟性を高め、政策実施の指針を提供している。また、安全保障上の措置やAML/CFT対応、バーゼルⅢでの措置等は特別な扱いで、IV 枠組みの対象外だとしている。

見直しの背景には、資本流入急増がまだ発生していなくても対外債務が蓄積され、為替ミスマッチが高く、システミックな金融リスクが懸念される状況では、マクロプルデンシャル政策だけでは十分な対応ができないとの経験と研究の蓄積がある。こうした状況では予防的な資本フロー管理手段を用いた資本流入(主に外貨資金)の抑制が有用だとされた。

加えて、金融資本市場局のレポートによれば、新興市場諸国を含むグローバルな資本フローで投資ファンドの重要性が高まった。オープンエンド投信などは投資家に日々の流動性を提供するが、運用対象が流動性の低い新興市場諸国の証券などに広がり、外的ショックによる投げ売りや流動性悪化の悪循環、取付け的な資金流出が発生することが懸念される。

また、投資ファンドの中でもベンチマークに依存するものによる新興市場投資が増加しているが、パッシブ運用やそれに準ずる戦略ではショック要因が伝播しやすい。レポートは、投資ファンドの金融安定への影響を踏まえて、流動性管理の向上などの規制・監督強化とベンチマークへの依存を緩和する措置を検討している。

統合的な政策枠組み(IPF)の調査・研究は、金融政策、為替政策(為替介入を含む)、マクロプルデンシャル政策と資本フロー管理政策の役割及び他の政策も含む政策間の相互作用を検討し、様々な政策手段の使用が適切になる条件の明確化を目指している。IPFの分析では、金融市場の摩擦や資産価格要因を考慮したマクロモデルによる理論分析、定量的な手法による実証研究、ケース・スタディの結果を利用し、為替市場介入や資本フロー管理が有用な状況と不適切な(解除すべき)状況を整理し、IV 見直しにあたっての参考とされた。

## 資本フロー変動の影響への対応~IMFの「機関としての見解(IV)」見直し

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

前回のトピックス(1)で米ドルによる資金調達と新興市場経済(EME)の脆弱性についての FSB のレポートを紹介したが、本稿では同レポートが参照していた IMF の「資本フローの自由化と管理に関する機関としての見解(Institutional View: IV)」の見直しの概要を、3月に公表された IMF のポリシー・ペーパー(2)に基づいて紹介したい。また、関連する IMFのレポート (投資ファンドに関する金融資本市場局のレポート(3)と統合的な政策枠組み (IPF) についてのポリシー・ペーパー(4) も簡単に紹介する。

IMFでは90年代から資本フローへの対応についての議論がされてきたが(5)、2008~9年の世界金融危機をなど経て、資本フローの自由化と管理に関するバランスのとれたアプローチを検討、「機関としての見解(IV)」を2012年に公表した。このIVでは資本フローのプラス面を評価しつつ、新興市場諸国などで大幅な資本流入によって金融安定に懸念が生じた場合は、資本フロー管理政策/マクロプルデンシャル政策の活用が有用だとした。

その後もグローバルな金融緩和の影響などで新興市場諸国への資本流入は拡大傾向で、 資本フローの大きな変動でマクロ安定化政策の運営が困難になる状況が生じた。IMFでは IV 見直しの必要性を認識し、IEO(独立評価室)による資本移動に関する IMFの助言に関 する報告書®での問題提起や統合政策枠組みの調査・研究を踏まえて IV が更新された。

以下では、IMFの資本フローに関する機関としての見解の更新された点を簡単にまとめ、 レポートの主な内容を図表中心に説明する。次いで「投資ファンドと金融安定」及び「統合 政策枠組み」に関するレポートを順に紹介したい。

<sup>1</sup> 拙稿: "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" 当研究所,トピックス 2022 年 5 月を参照。

<sup>2</sup> IMF: "Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows" Policy Paper, March 2022 を参照。トビアス・エイドリアン、ギータ・ゴピナート、ピエール・オリヴィエ・グランシャ、セイラ・パザルバシオグル、ローダ・ウィークス・ブラウン"IMF が資本フローに関する見解を更新する理由" IMF Blog(日本語),2022 年 3 月が変更の背景と変更点を簡潔に説明している。

<sup>3</sup> IMF: "Investment Funds and Financial Stability: Policy Considerations" Departmental Paper("Monetary and Capital Markets Department) September 2021 を参照。トビアス・エイドリアン他 "世界の金融安定を確保するために、投資ファンドの耐性を高める" IMF Blog(日本語),2021 年 9 月を参考にした。

<sup>4</sup> IMF: "Toward an Integrated Policy Framework" Policy Paper, October, 2020 参照。トビアス・エイドリアン、ギータ・ゴピナート、セイラ・パザルバシオグル"資本フローの舵取り 統合的アプローチ" IMF Blog(日本語),2020 年12 月を参考にした。

<sup>5</sup> 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)" 当研究所、トピックス、2020年1月を参照。なお、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年は、90年代の議論を整理している。 6 IMF, Independent Evaluation Office (IEO): "IMF Advice on Capital Flows" September, 2020を参照。

### II. IMFの「機関としての見解(IV)」見直しでの主な変更点

2012 年に公表された IMF の機関としての見解 (IV) では、資本フローは受入国に利益をもたらすがリスクも伴い、金融・制度面のギャップがリスクを増幅しかねないとして、資本フローの管理が適切な状況があるとの認識が示された。秩序だった自由化からは利益が得られる可能性が高いが、完全な自由化が全ての国に適切な目標ではないともされた。

このIVでは、資本フロー変動に伴うマクロ経済や金融安定リスクの管理が必要な国では、 健全な金融の規制・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 に加え、一定の条件下では資本フロー管理手段が有効になりうるとした。また、適切な政策 対応には、資本移動の受け手側と流出側の双方の関与が必要だとした。

IV では資本流入に対する CFM/MPM (資本フロー管理/マクロプルデンシャル政策) は "流入の急増時に有用"だとしていたが(7)、その後の経験や資本移動を考慮した安定化政策 に関する調査・研究の積み重ねなどを踏まえ、見直しの必要性が認識されてきた。

今回の見直しでは、資本流入の利益やマクロ安定化政策の代替ではないとの原則は維持しつつ、脆弱性が懸念される場合の"予防的な"資本フロー管理を導入など政策選択の柔軟性を高め、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での対応などは特別な扱いが必要としてIV枠組みの対象外なことを明示した。

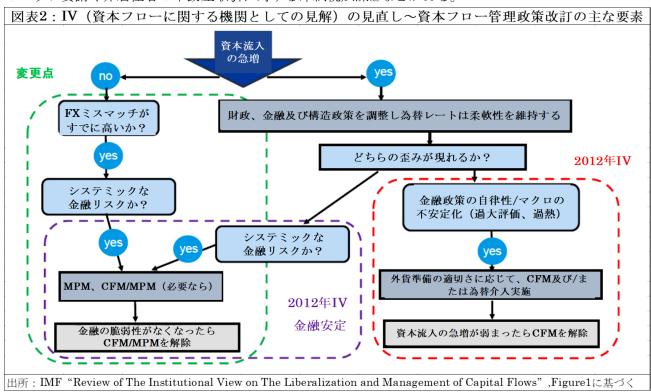
## 図表1:「機関としての見解の再検討」での提案

- ・統合的政策枠組み(IPF)での考察に基づくと、資本流入に対する予防的な(資本流入の急増がない状況での)CFM/MPM(資本フロー管理/マクロプルデンシャル政策)が役立つことがある。
- 通貨ミスマッチなどの脆弱性の蓄積でリスクが生じると、従来の政策では資本フローの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バーゼル枠組みでのレシプロ的なCCyBなどのマクロプルデンシャル政策、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(IVの対象としない)。
- ・資本フローの自由化と資本流入の急増及び混乱をまねく資本流出の管理に関しては、IVの既存の政策アドバイスを維持するが、政策アドバイスを支援するため、以下のような概念に関して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場合に、CFMをIMFサーベイランスで議論するべきである。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の下での政策アドバイスの決定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活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を含めることができる。また、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

<sup>7</sup> 資本フロー管理の有用性を認めた「機関としての見解」について、当時 IMF 副専務理事だった篠原尚之氏は"(見解についての)理事会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。(中略)この「見解」は各国間の妥協の産物といった面があり、なかなか明快な解説はできない"としている。[出所] リーマン・ショック 元財務官の回想録、毎日新聞社、2018 年、283 ページより。

IV 見直しの要点を図式化すると図表 2 の通りである (左側の緑色の破線内を参照)。資本流入が急増していない場合でも、対外債務が増加して FX ミスマッチが高くシステミックな金融リスクが懸念される場合には、マクロプルデンシャル政策だけでは十分な対応ができないと考えられる。この場合は、予防的な資本フロー管理手段を用いた資本流入 (主として外貨資金) の抑制が有用だとされた。CFM/MPM の例としては、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(8)などがある。



IV 見直しの背景には、為替ミスマッチや金融市場の浅さ(取引の制約)などを仮定したモデル分析も含む統合政策枠組み(IPF)に関する調査・研究の成果(後述)や IEO(独立評価室)のレポート®がある。IEO のレポートは、2012 年の IV 公表後のメンバー諸国に対する資本フローに関連した IMF のアドバイスは、首尾一貫し状況に応じていると評価したの上で、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指摘している。

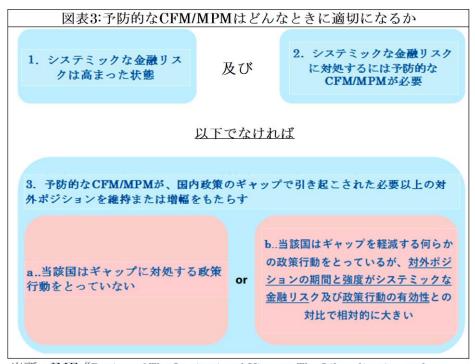
また、CFM/MPM と MPM の区分を厳格にし過ぎてメンバーとの対話の時間を費やすことを懸念し、為替介入の役割をより評価することや混乱を招く資本流出に対するアドバイスの充実、基準の定量化などを求めている。IEO のレポートは資本流入の分配面への影響にも言及しているが、今回の IV の見直しではこの点は検討の範囲から除外されている。

5

<sup>8</sup> IMF:" G-20 Background Note, The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice", July, 2018 より。なお、他の政策手段と CFM/MPM の使用についての説明は注 4 の拙稿を参照。 9 注 6 のレポートを参照。

レポートでは、見直しにより予防的な CFM/MPM が一定の条件の下では有用になるとされたが、適切性の評価には、システミックなリスクの評価、リスクへの対応の必要性に加え、 当該国の対外ポジションの強さなどを検討する必要があるとしている。

例えば、対外ポジション(経常収支の黒字幅など)が、中期的なファンダメンタルズから望ましい水準より強い場合に資本流入を抑制すると、為替レートが減価することによって対外ポジションが維持されるかさらに強められてしまう可能性が高い。このため当該国が対外ポジションに対処するために他の政策を取っていないか、取っている場合でも金融リスク等との対比で不十分であれば、CFM/MPMの採用は不適切になりかねない。



出所:IMF "Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows", Figure 3  $\sharp$   $\vartheta$ 

また、レポートでは、固定相場制を採用している国々は政策の選択肢がより制約され、 予防的 CFM/MPM が妥当になる可能性が高まるとしている。ただし、CFM/MPM はマクロ経済政策や構造調整を代替するものではなく、持続不能な為替ペッグを支えるものでもない。ある国の予防的な CFM/MPM の他国への波及には注意が必要だと指摘している。

予防的な CFM/MPM を継続するかについては、経済状態や政策動向の変化、規制改革の進展などを点検し、その必要性を定期的に評価する必要がある。評価によって政策の適切さを確保するとともに、可能な限り対象を絞った一時的なものにすべきであり、状況が変化したなら CFM/MPM を解除すべきである。

## Ⅲ. 資本フロー管理で重要な概念と政策運営の指針

レポートでは資本フロー管理政策で重要となる概念を説明して政策の円滑な実施を促そ うとしている。以下では、①マクロ的な重要性、②資本流入の急増、③差し迫った危機の 状況、④時期尚早な自由化、について説明したい。

## 1. マクロ的な重要性

IMF とメンバー諸国との2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では、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。

マクロ的な重要性は、当該部門の重要性、対象となる資本フローの重要性と対象への予想される影響など各レベルで分析する。ただし、部門など上位レベルで重要性がないと判断されれば、その後の評価はする必要がない。影響評価には以下の要件が適用される。

- ・現在及び将来的に予想される CFM の影響を評価。
- ・高度に裁量性があるなどの政策手段の性質により影響を事前に評価することが難しい場合は、政策の対象となる資本フローのマクロ的な重要性を評価すべき。
- ・CFM が政策パッケージの一部として導入されたら、パッケージの評価が適切。
- ・マクロ的に重要な CFM は、追加的な変更が小さくてその部分だけならマクロ的に重要でなくても、マクロ的に重要であり続ける。

図表4:マクロ的な重要性の判断の例示										
7. Mr. 7 FB	マクロ的な重要性									
政策手段	部門	対象	影響	全般的な評価						
部門がマクロ的に重要でなければ対象への影響も重要ではない										
輸出の大半が公的部門である国での民間部門輸出に対 する高い交換義務要件	民間部門の輸出は輸出全体 やGDP、経常収支への比率が小さい。マクロ的に重要ではない。	めこれ以上の評価は不要		マクロ的に重要ではない						
	対象がマクロ的に重要で	なければ対象への影響も重	要ではない							
住宅市場の小さな区分への 資金フローに対する大規模 な課税	住宅部門はマクロ的に重要	対象となる区分が不動産部 門に占める比率は小さく、 対象となる資金フローも小 さい	すぎてマクロ経済や金融	マクロ的に重要						
対象や	他のマクロ的に重要な変数に	こに大きな影響がある政策手	<b>-</b> 段はマクロ的に重要							
中央銀行と全ての輸出に対 する資金回帰及び留保要件	外貨準備と輸出はマクロ的 に重要	輸出受取りは、マクロ的に 重要となりうる程に大きい	資本フローと中央銀行の 外貨準備に大きな影響が ありうる							
対象への影響が事前に決定できなければ、対象に焦点を当てて評価する										
鉱業、電力、ガス・石油産 業への直接投資のスクリー ニング措置	鉱業、電力、ガス・石油産 業はマクロ的に重要	これらの部門への直接投資 は、投資と競争力に関して マクロ的に重要		マクロ的に重要						
出所:IMF"Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows", Table1の一部を紹介										

### 2. 資本流入急増の評価

資本流入急増の特定は、IVの下での政策アドバイス決定に重要なステップである。流入の急増はマクロ経済的な不均衡や金融の脆弱性蓄積につながりかねず、その後の資本フロー反転や危機のリスクさえ高めかねない。混乱発生の潜在的な影響を踏まえて、IVでは、一定の条件の下では CFM や CFM/MPM がリスク軽減に有用になると認識している。

レポートは、資本流入の急増を特定するための追加的な指針を提供している。様々な文献では、閾値分析(資本フローの分布の上位30パーセンタイルなど)やトレンド分析 (HPフィルターでの長期トレンドから1標準偏差の乖離)などの定量的な分析が利用されており、定量的な判断に続いて他国との比較による検討、資本フロー受入れ能力の評価を行った上で判断する。各ステップで用いられる諸指標の参考例は下記の通りである。

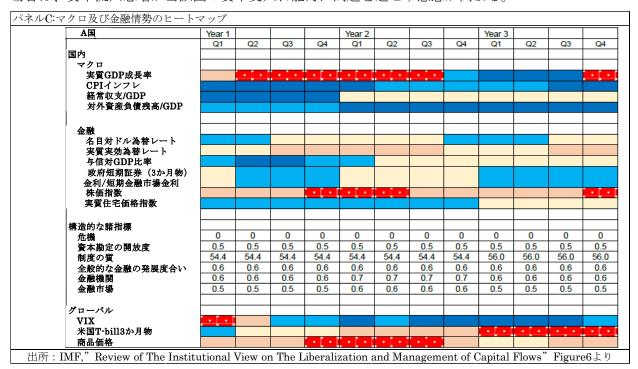
ステップ 1:経済または特定の部門が資本流入の量的な急増を経験しているかについての シグナルを得るため、定量的な手法を使用する。

			図表5	:資本	充入急:	増の評	価の指	針とな	る指標					
パネルA:様々な資本フローでの資本フロー・ヒートマップ														
A国														
グロスの流入急増	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7	Q8	Q9	Q10	Q11	Q12	Q13	Q14
流入合計	0	0	0	1	1	3	5	5	5	4	0	0	0	0
非公的資金流入	0	0	0	1	1	4	5	5	5	3	1	1	0	0
ポートフォリオ流入	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	1	0	0	0
ポートフォリオ債券	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	0	0	0	0
ポートフォリオ株式	2	2	2	1	1	1	2	4	5	3	4	1	0	0
その他の流入	0	0	0	0	4	5	5	4	3	2	1	1	0	0
他の銀行への流入	0	0	0	0	0	5	5	4	4	0	0	0	0	0
ネットの流入急増														
流入合計	0	0	0	1	1	1	5	5	5	5	1	1	0	0
非公的資金流入	0	0	0	0	0	1	5	5	5	5	1	0	0	0
ポートフォリオ流入	0	0	0	0	0	0	2	3	3	2	1	0	0	0
ポートフォリオ債券	0	0	0	0	0	1	2	2	2	2	0	0	0	0
ポートフォリオ株式	2	1	1	0	1	1	1	4	5	3	4	1	0	0
その他の流入	0	0	0	0	3	5	5	3	1	1	1	2	0	0
他の銀行への流入	0	0	0	0	0	4	4	3	0	0	0	0	0	0

ステップ2:比較対象国での流入状況を検討(他国でも急増していればリスクが高い)。

パネルB: 他国との比較														
ネットの総流入							グロスの総流入							
期間	A国	B国	C国	D国	E国	F国		期間	A国	B国	C国	D国	E国	F国
Q1	0	3	1	0	4	1		Q1	0	1	1	2	2	2
Q2	0	3	3	0	4	2		Q2	0	3	1	2	4	2
Q3	0	2	0	0	3	4		Q3	0	3	0	1	4	4
Q4	0	2	0	0	3	5		Q4	0	3	0	2	4	4
Q5	0	1	0	0	2	4		Q5	0	3	0	1	5	4
Q6	1	0	0	0	2	4		Q6	1	2	0	1	3	4
Q7	1	0	2	0	3	3		Q7	1	3	4	2	4	3
Q8	1	0	4	3	2	3		Q8	3	3	4	4	3	4
Q9	5	1	4	5	2	3		Q9	5	4	4	5	2	4
Q10	5	1	5	4	2	3		Q10	5	4	5	5	3	3
Q11	5	0	5	5	2	2		Q11	5	3	5	5	2	2
Q12	5	0	5	4	3	2		Q12	4	3	5	5	3	2
Q13	1	0	5	2	3	2		Q13	0	3	4	3	2	2
Q14	1	0	3	0	2	2		Q14	0	2	2	3	0	3
Q15	0	0	0	0	2	1		Q15	0	0	0	0	0	2

ステップ 3: 当該国の受入れ能力とマクロ経済と金融の安定で問題が生じていないか評価する。様々なマクロ金融変数を分析する。変数が歴史的なトレンドを大きく上回っている場合は、資本流入急増が当該国の資本受入れ能力に問題を起こす懸念が高まる。



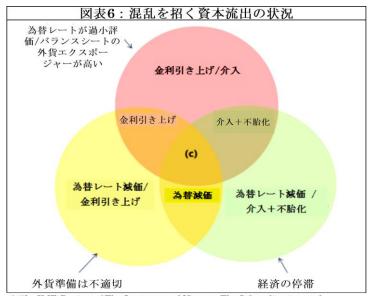
#### 3. 差し迫った危機の状況

資本流出への CFM には投資家心理へのマイナスの影響などがあり、資本流入に対する 措置よりもしばしばコストが高い。このため、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ており、レポートは資本流出規制についての 方針は妥当だとしている(今回の見直しで変更は提案されていない (10))。

ただし、危機は予測が難しく差し迫った危機の識別は困難である。IV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(図表6参照)。

レポートは、様々な文献によれば、国際収支の危機には銀行、ソブリンあるいは実体経済の危機または資産バブルが関連し、過度の為替の減価、外貨準備の枯渇、総需要の大幅な減少、経常収支の急速な変化、金利の急上昇などを伴っていると指摘している。

<sup>10</sup> 注 7 で参照した、篠原尚之氏によれば "なお、資本流出規制については、上記の議論では明示的な議論はなかったと思う。しかし、リーマン・ショック以降の危機局面で、資本流出規制に対し、IMF は、アジア通貨危機の際と異なり、寛容な姿勢をとった。-中略- 資本流出規制は、危機対応として行われることが一般的であり、それに対する IMF の考え方もより現実的になったといえよう"「リーマン・ショック 元財務官の回想録」毎日新聞社、2018 年、285 ページ、としている。IV の変更はなかったものの、IV 公表後は状況に応じた運営は定着してきているようだ。なお、IEO のレポートでも政策パッケージの一部として資本流出規制の利用を検討すべきだとしている。



出所:IMF"Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows"Figure2より(2015年のIMFのレポートに基づく)

#### 4. 時期尚早な自由化

レポートは、IVの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た場合に利益がより大きくリスクは少ないとしている。自由化は十分な計画をし、時宜を得て、段階的に行う必要があり、時期尚早だったと評価されたら、条件が満たされるまで CFM を再導入することもありうる。早すぎる自由化の識別には、CFM 解除が、解除の結果で生じる資本フローに対処する経済や金融システムの能力よりも速くないか評価することが必要になる。こうした能力は様々な特質に依存しており、早すぎる自由化を識別するには幅広いマクロ・金融指標を考慮すべきである。

図表7:早すぎる自	由化に関する兆候
自由化による不安定なマクロ経済・金融状況	金融部門が資本流入や資本フロー変動を処
・為替レート制度の信頼性が疑わしい	理できない
・マクロ経済政策枠組みが弱体	・金融市場が浅く、金融の発達程度が概して
・資産バブル	低い
・不十分な外貨準備	・信頼できるヘッジ市場がない
・不十分な為替の変動性	・金融機関のガバナンスとリスク管理が弱い
・信用ブーム	・金融機関のバランスシートが強靭ではない
弱体なガバナンスと情報開示	金融部門の規制基準が弱く、監督が効果的
・国際会計基準の順守が弱い	でない
・株主保護の水準が低い	・個別金融機関、証券及び/またはマクロプ
・ガバナンスの基準が不適切	ルデンシャルな規制と政策が不適切
	・規制当局間の協力が弱い
	・預金保険が不十分
	・危機管理及び破綻処理が弱体

出所:IMF,"Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows",Figure8より

早すぎる自由化の可能性が示されたら政策対応を検討すべきであり、必要な政策枠組みと金融勘定の開放度を安全に管理するための金融、制度の発達、再導入された CFM の段階的な解除などを特定するべきである。

### IV. 投資ファンドと金融安定~IMF 金融資本市場局のレポート

本章では、IMF 金融資本市場局のスタッフの「投資ファンドと金融安定」レポートから、資本フローでの投資ファンドの重要性の分析と規制・監督上の課題を紹介したい。

## 1. 投資ファンドの拡大と金融安定へのリスク

レポートは、過去 20 年間、特に国際金融危機(GFC)後に市場型金融が拡大し、投資ファンド(MMFやオープンエンド投信など)の重要性が高まったと指摘している。投資ファンドは先進国でシェアを高め新興市場諸国などへのグローバルな資金フローでも重要性を増してきた。これには、リスク管理強化や規制改革などで銀行の活動が抑制されたことと、技術進歩、市場構造の変化、投資家の利回り追求の動きなどが影響している。

オープンエンド投信など投資ファンドの多くが、投資家に日々の流動性を提供している。その一方で、投資ファンドの運用対象は大型株や先進諸国の国債などの流動性が高い資産から、社債(投機的格付けを含む)や新興市場諸国の証券に広がっている。また、銀行とは異なり、中央銀行へのアクセスや預金保険はない。このため、大きな外的ショックによる投げ売りや流動性悪化の悪循環、取付け的な資金流出が発生する懸念がある。

2020年3月の新型コロナショックでは、投資家のリスク回避や現金への駆け込みにより MMF やオープンエンド投信の大規模な解約が起きて資金流出が発生し、資産価格の変動を増幅させて市場の混乱の一因となった。市場の機能維持と金融安定を確保するために、主要国の中央銀行は大規模な支援をせざるを得なかった。再発を防ぐために投資ファンドのリスク管理を改善し、規制・監督の見直す必要があるだろう。

#### 2. 流動性管理の改善と金融安定の観点からの規制・監督

証券分野の規制枠組みでは、投資家保護と市場コンダクトが伝統的な基盤であり、証券市場や幅広い金融システムとの相互作用よりも証券会社と顧客の関係が規制の中心とされてきた。投資ファンドは投資対象の金融リスクや損益を顧客に伝達する装置とみなされ、ファンド関連の規制は、意思決定のための適切な情報の投資家への提供や証券会社が顧客の利益を優先することを主に目指していた。だが、投資ファンドなど資産運用業のシステミックな重要性が高まったため、金融安定の問題に焦点が当てられるようになった。

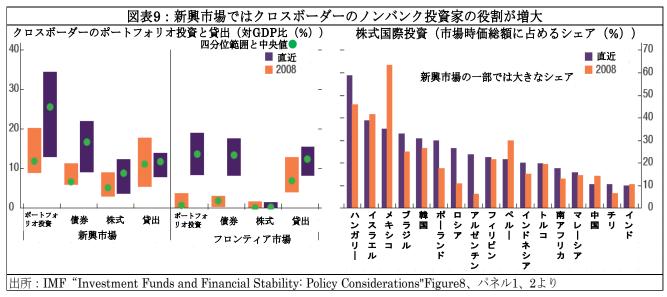
レポートは、投資ファンドの流動性変換に内在するリスク削減のため、金融情勢の変化に応じた流動性管理手段の段階的(ウォーターフォール)な使用を検討している。段階的アプローチは、より強まる複数の手段から構成され、流動性を保持し価値を損なう投売りを抑える。ディーラーの売買機能の維持・強化も有用である。例えば、MMFでは流動性資産要件を高めた上で反循環的に運営し、次いでスイング・プライシングやMBR(最低

額は解約を留保)を導入、さらに必要なら機関投資家に現物償還を行う。これらの手段でも資金流出が止なられなければ、マクロプルーデンス的な介入措置として一時的にゲート(解約の制限)を導入する。追加的に規制当局からの承認を求めるストレステスト義務や、中期的な改革では政府債 MMF での安定基準価格(CNAV)の制限も考えられる。

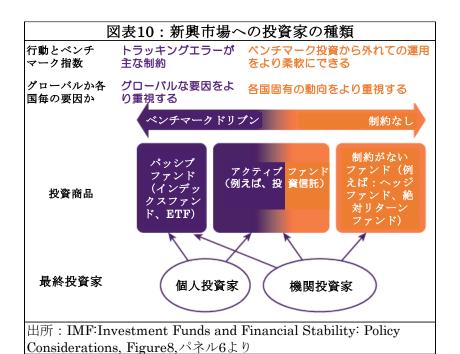
レポートでは、オープンエンド投信についても日々の解約と資産の流動性のミスマッチという根本的な原因への対処策を検討している。状況悪化に応じて、まず MBR、次に一定の投資家への現物償還、さらに一時的な償還手数料とゲートを導入する。オープンエンド投信は大きな満期変換を行っており、バランスシートのマッチングでは大型株や政府債など流通市場で活発に取引され流動性が十分高い資産での運用のみ日次解約を提供するといった規制が考えられる。必要な法的な枠組みの変更を行い、低流動性資産で運用するファンドでは当初から解約頻度を制限すれば、投資家の流動性に対する期待を管理できる。

### 3. 投資ファンドとクロスボーダーの影響波及

国際金融危機(GFC)以降、各国の資本市場自由化と先進諸国の金融緩和政策により、 新興市場経済とフロンティア市場へのポートフォリオ投資が増加してきた(図表 9)。オー プンエンド投信による資本フローの仲介がこうした動きを支えている。

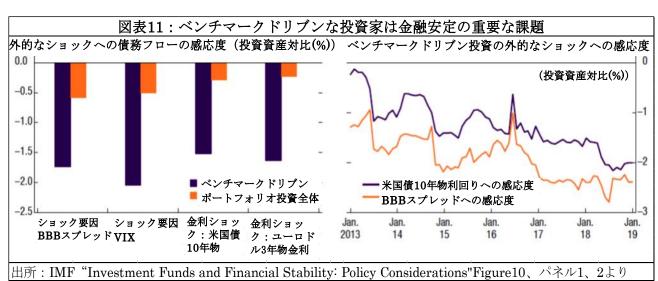


レポートは、EMDE (新興市場・発展途上国) へのクロスボーダーの波及効果の可能性について、投資ファンドの種類に応じた分析を行っている (図表 10)。資本フローの性質とショック波及の強さは投資家ベースと投資戦略に依存し、規模の増加が著しい BDI (ベンチマークドリブン投資家) に注目する。これらの投資家の運用戦略は相対的にパッシブであり、伝播のリスクに曝されている。これに対してベンチマークによる制約がない投資家は、アクティブな運用戦略をとっている。



BDIは、ベンチマーク指数を用いてポートフォリオ配分を行い、ベンチマークを上回るパフォーマンスを目指している。エマージング債券指数に含まれる新興市場諸国数が増え、指数の対象となる債券の残高も社債や各国通貨建てソブリン債なども増えて、運用資産額は増加している。また、アクティブ投資家でもパフォーマンスを新興市場指数と比較されるために、以前よりベンチマークになる指数をトラッキングするようになっている。

BDI の資金フローを分析すると、国際収支統計のポートフォリオフローよりグローバルなリスク要素に反応しやすく(図表 11 左)、ショックへの感応度は時系列的に見て高まってきている(図表 11 右)。BDI はエマージング市場全体を一つの資産として扱いがちであり、新興市場各国の固有の動向よりも新興市場全体に影響する要因を注目しやすい。



なお、BDI のような制約はないがマルチセクター債券ファンド(MSBF)の資金フローにも注意が必要である。新興市場国の一部では、ソブリン債への海外投資家中で MSBF が20%のシェアを占めることもある。また、MSBF はレバレッジ投資戦略をとるものが多い。MSBF ではポートフォリオマネージャーが配分に責任を持つためベンチマークからの乖離が大きいが、リスク回避度が高まった時期にはリターン低下を伴って新興市場諸国への資産配分を減らして新興市場国の一部に大きな影響を及ぼすことがある。

### 4. オープンエンド投信経由の資本供給安定化~受け手国と出し手国の対応

資本フローへの対応には、資本の出し手国側と受け手国側の双方の政策が必要である。 受け手側では、国内金融市場の発展と債務管理が重要であり、また、統合政策枠組み(後述)に基づいた為替市場介入、マクロプルデンシャル政策、資本フロー管理を含むマクロ安定化政策の適切な運営を行うべきである。一方、出し手側は、投資ファンドの規制・監督及びクロスボーダーの影響波及抑制で重要な役割がある。

資本の受け手側は自国市場の発展で強靭性を高められる。市場の深さを増し年金基金など投資家層を増強すれば、債券価格のボラティリティ削減や大幅な資金流出の可能性軽減ができる。CFM/MPM(資本フロー管理/マクロプルデンシャル政策手段)は、企業部門の資金調達安定化に寄与できるが、必要なマクロ経済調整の代替と考えてはならない。

新興市場・低所得国の構造改革では、①効率的な短期金融市場の開発、②発行市場強化と透明性・予測可能性の向上、③頑健な市場インフラの開発、④市場流動性の増強、⑤健全な証券法制・規制枠組みの確立、が必要である。BDIが外部要因に反応しやすいことを踏まえると、過度の対外債務や短期債務調達への依存を引き下げ、財政政策の余地と外貨準備を適切に維持し、対外的な脆弱性を減らしてバッファーを強化すべきである。

資本の出し手側の投資ファンドの解約リスク削減策は資本の受け手側にも利点があるが、より効果を上げるためにはグローバルな実施をすべきである。解約条件を資産の流動性に揃えることが資金流出時のリスク管理に重要である。こうした措置により、新興市場インデックスに含まれる(大きな)国でのストレス発生にで、ベンチマークの対象となるファンド全般から投資家が資金を引き上げることに対処できる。また、先進諸国から新興市場・低所得国へのクロスボーダーの資金フロー安定化にも有用である。

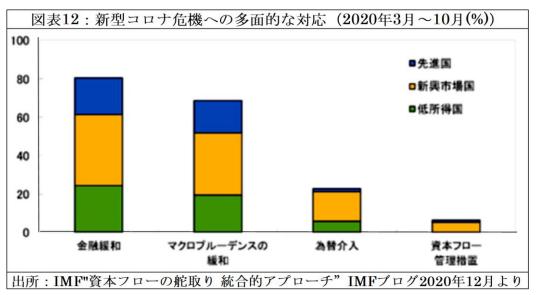
ベンチマークに左右されるポートフォリオ投資の重要性が高まったため、新興市場インデックスの提供者と投資家コミュニティ及び規制当局の緊密な対話が必要になっている。 インデックスへの適格性基準などの透明性向上やインデックス変更についての事前のコミュニケーションは、首尾一貫性を高めて資金フローの変動性の軽減に有益だろう。 V. マクロ経済安定化のための統合的な政策枠組み (IPF)

1. 統合的な政策枠組み (IPF) の必要性

本章では、IV 見直しで参照された IMF ポリシー・ペーパー "Toward an Integrated Policy Framework (統合的な政策枠組み (IPF) に向けて(11))" の概要を紹介する。主要 先進国では外的ショックに対するマクロ安定化政策として、変動為替レート制を活用して 金融政策の自律性を確保し、金融システム安定のためマクロプルデンシャル政策を必要に 応じて用いる。伝統的なマクロ経済モデルの分析結果もこうした政策を裏付けている。

だが、新興市場諸国などでは資本フローの大幅変動によるショックへの対応に為替介入 や資本フロー管理措置を用いている。この背景には、新興市場諸国では為替レート変動が 物価に与える影響が大きいこと、為替や国内金融市場が未発達であり大規模な資本フロー が為替レートや資産価格を大きく変動させうること、外貨(主にドル)建ての対外債務に よる為替ミスマッチが企業部門などに影響し不安定化要因となることなどがある。

新型コロナ危機への対応でも、新興市場諸国や低所得国では、為替介入や資本フロー管理措置を活用して金融政策の自由度を確保しようとしたようだ(図表 12)。

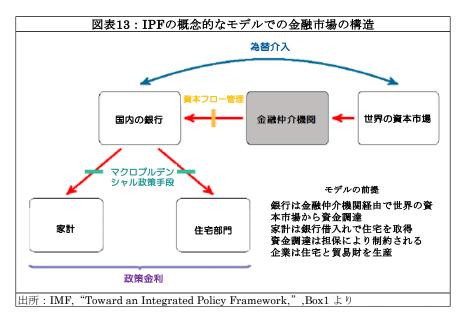


IPFの調査・研究では、金融政策、為替政策(為替介入を含む)、マクロプルデンシャル政策及び資本フロー管理政策の役割及び他の政策も含む政策間の相互作用を一体として検討し、そうした政策手段の使用が適切になる条件を明確化することを目指している。IPFの検討では、金融市場の摩擦や資産価格要因を考慮したマクロモデルによる理論分析や定量的な手法による実証研究、ケース・スタディの結果が利用されている。

<sup>11</sup> 注 4 のレポート及び関連する IMF ブログを参照。

## 2. 理論的な検討と実証研究の積み重ね

レポートが紹介しているモデルの概念的な枠組みは図表 13 の通りで、海外からの資本フローが国内貸出と資産価格に影響し、為替レートの変動が貸出に影響する経路が組み込まれ、為替介入や資本フロー管理、マクロプルデンシャル政策は一定の効果がある。



理論的なモデルの構築と並行して IMF スタッフによる実証研究が積み重ねられてきた。その成果からは、外的なショックに対処する手段として為替介入や資本フロー管理の利用、様々な政策間の相互作用や補完的な効果と有用性が指摘されている(図表 14)。

図表14: IPF政策手段の実証的な結果										
政策手段	マクロプルデンシャル政策手段	外国為替介入	資本フロー管理手段							
	・国内信用の管理	・予防的に外貨準備を蓄積	・資本の流出入の管理、または特							
		・浅い為替市場での変動を弱める	定の資産クラスへの資本フローの							
主な用途		<ul><li>通貨ミスマッチリスクを軽減する</li></ul>	管理							
		・インフレを管理する	・資本フローの構成を変える							
		・為替レートの不整合を抑える								
	・グローバルな緩和的金融環境に	・短期的には為替レートに影響を及	・資本フローの構成を変更できる							
	よる国内での脆弱性の蓄積を軽減	ぼす	・資本フローの規模に影響すると							
	する	・資本フロー管理を支える	考えられるが明確ではない							
有効性	・産出高への悪影響は少ないとみ		・予防的なCFMは資本流入急増							
	られる	せる	による金融安定へのリスクの抑制							
			を支援できる							
			・反応的な利用の効果は不確か							
		・より多くの外貨借り入れを誘発し	・使われ続けがちになる							
	給で"漏れ"が生じうる	かねない	・成長への影響は明確でない							
果と影響波及	・他の国々の強靭性を高めるかも	・中央銀行の信頼性に影響するかも	・資本フローを他の国へと逸らせ							
	しれない	しれないが、証拠は弱い <b>を融政策の自律性を高めるとみられ</b>	かねない							
	3									
政策の相互作用	  ・高い信用の伸びに伴う為替レー	・金融政策と為替介入の組合わせ	・為替介入の有効性を高める							
	トの増価を限定するのを助ける	は、対外資金調達ショックの影響を	・マクロプルデンシャル政策から							
	1 1 1 1 m C 1 2 / C / C / C / C / C / C / C / C / C /	軽減する	の漏れを削減、フィードバック効							
			果を弱める							
出所: IMF, "Toward an Integrated Policy Framework," Annex II より										

- 3. IPF に基づくマクロ経済安定化政策への示唆 IPF の分析結果から、マクロ経済安定化政策の運営についての以下の指針が得られる。
- ・政策当局者が直面する困難なトレードオフでは、一定の条件の下で複数の政策手段の使用が妥当になる。政策手段の展開は、明確な枠組みと利害の評価に基づくべきである。
- ・最適な政策の組み合わせは、ショックの性質、各国の特質及び初期条件に依存する。あらゆる国がいかなる状況でも為替レートの柔軟性に完全に依存することはない。
- ・IPFの政策手段は不整合な為替レートの支援に用いるべきではない。
- ・変動為替レート制の国では、深みのある為替市場と継続的な市場アクセス、経済・金融ショックに応じた完全な為替調整が、通常は最適である。
- ・新興市場・低所得国では摩擦と脆弱性がよくあるため、変動為替レートには利点がある ものの、一定のショックには他の手段も有用である。政策手段の利用について事前に決ま った序列・順番はなく、最適な組み合わせは各国及びショックの状況による。
- ・マクロプルデンシャル政策(MPM)、外国為替介入(FXI)と資本フロー管理(CFM)は、金融の摩擦とバランスシートの脆弱性がある状態で、金融政策の自律性を高め、金融と物価の安定を改善し、産出量の変動を抑える。加えて、平常時の予防的な外貨準備の蓄積は、状況が悪化したときのバッファーを創出する。
- ・資本流入の急停止に影響されやすい国では、ショック発生前の予防的な CFM 適用が金融安定のリスクを低下させる。 CFM は MPM の対象にある隙間を埋めるのに役立つ。
- ・これらの原則は、あらゆる状況で複数の政策手段の無差別な使用を正当化するものではなく、使用すべきか否かを明確にするものである。また、こうした手段はより深みのある市場や健全なバランスシート及び強固な制度を代替するものではない。
- ・IPFの手段の利用による安定化の利得は、市場動向やコミュニケーションの問題及び望まざる結果といった潜在的コストと比較する必要がある。持続的な使用は(為替ミスマッチの継続など)脆弱性を長期化させかねない。
- ・政策手段の使用による短期及び長期的な実際的問題と潜在的なリスクからは、政策手段 の適用には注意深さと判断が必要であることや、行動と目的の明確なコミュニケーション の重要性が示唆される。

#### VI. 結論に代えて

本稿では、IMFの資本フローに関する「機関としての見解」の見直しの変更点と背景を紹介し、合わせて投資ファンドの資本移動と金融安定への影響を分析した IMF の金融資本市場局の「投資ファンドと金融安定」レポート、及びマクロ経済安定化政策に関するポリシー・ペーパー「統合的な政策枠組み(IPF)に向けて」の要点を説明した。

グローバルな資本フローは、資産配分の効率化を促して資本の受け手側諸国の発展に寄与するが、大幅変動は為替市場や国内金融資本市場が未発達な国では、物価や資産価格に大きく影響し安定化政策を困難にする。為替市場市への介入(FXI)や資本フロー管理手段(CFM)の活用は、金融政策運運営の自律性確保などの利点がある。

国際金融危機や新型コロナショックでの経験及び IMF などでの調査・研究活動の積み重ねにより、資本フロー管理を含むマクロ経済安定化政策の選択肢が広がり、運営面で注意すべき点や不適切な利用の問題点もより明らかになってきた。こうした努力が IMF などの政策アドバイスの改善につながることを期待したい。

投資ファンドが資本フローに及ぼす影響と対応策については、FSB(金融安定理事会)でも重要な課題とされ、NBFI(ノンバンク金融仲介)の規制改革は主要な作業テーマの一つとされている。IMF金融資本市場局のレポートが示唆するように、伝統的な証券分野の規制では投資家保護や適切な情報開示が重要視されてきたが、2020年3月の市場混乱を経て、金融安定に焦点を当てた規制改革が必要になっている。

ただし、FSB と IOSCO が主導する投資ファンド(MMF やオープンエンド投信など)の規制見直し作業は、各国の実施に向けたスケジュールが示されたところである。投資ファンドに対する規制を金融情勢に合わせて強化するという金融資本市場局のレポートの考えは興味深いが、そうした規制の具体化は容易ではなく運営上の課題も少なくない。

FSB はノンバンク金融仲介(NBFI)への取組みでの主要な調査結果とシステミックリスクへの対処策を今年の作業計画での課題の一つとしており、10 月にレポートが公表される予定である。継続的にフォローしていきたい。

以上