

グローバル金融システム委員会報告書
「資本フローとエマージング市場経済」
結論（日本銀行仮訳）

国際資本フローは、原則として資本輸出国および資本輸入国の双方に便益をもたらすものである。しかし、今般の世界的危機が改めて示したように、過去の経験は資本フローが新たなリスクをもたらしうることを示している。エマージング市場経済では、こうしたリスクに対する分析や理解が十分でなかったり、性急に資本勘定の自由化を進めた場合、或いはより市場機能を活用した資本の配分がもたらすボラティリティの高まりに対処するためプルーデンス上のバッファが未整備であったケースにおいて、マクロ経済や金融システムの安定性が一度ならず損なわれてきた。他方、資本勘定の厳格な管理はマクロ経済金融面の政策運営を難しくするという側面もある。本レポートは、過去 20 年間に於ける資本フローへの対処に掛かる政策的教訓を改めて洗い直す目的で執筆された。

本レポートでは、世界的なマクロ経済不均衡の問題については取り上げていない。これは、グローバル金融システム委員会（CGFS）から与えられた当ワーキング・グループのマンデートの範囲を超える。とはいえ、エマージング市場経済全体への大規模な民間資本フロー流入と、これら諸国における巨額の経常黒字の共存には問題がある¹。急速な発展を遂げている途上国にとっては、経常赤字のもとで、海外からの安定的な投資により資金調達していくのが理想的である。資本流入が、経常収支の変化によって相殺されることなく変動する場合、実質為替レートが大きく、おそらく混乱を招くかたちで変動する可能性がある。このような資本流入の変動は、概して不安定で脆弱な資金調達がもたらすことが多い。資本流入を実体経済への投資に結びつける金融仲介機能が発達していない経済ほど、資本フローの流入を吸収して受け止める余地が限定される。もっとも、近年エマージング市場経済が経験したような GDP の 10%あるいはそれ以上の大量の純資本流入については、国内市場が発達してさえいれば吸収しきれたのかは明らかではない。過去の経験からみても、大量の資本流入は、吸収の程度如何に拘わらず、既存の資産の価格高騰をもたらす可能性がある一方で、必ずしも新たな資産の創出をもたらす訳ではない。資産価格バブルは、幾つかのエマージング市場経済において混乱を引き起こしており、政策担当者はこうしたリスクについて認識しておかねばならない。

¹近年のエマージング市場経済向けの巨額資本フローは、pull 要因（高い成長率、より高いリターン、強固なファンダメンタルズ）と push 要因（先進国における長期に亘る金融緩和政策および低金利、極めて低いリスク・プレミアム、収益の追求）の双方が寄与している。

本レポートでは、まず資本勘定の自由化が実際にどれだけ経済パフォーマンスの改善に寄与したかにつき実証分析をレビューする。実証研究に使われた幾つかの指標の妥当性については議論の余地が残るが、殆どの研究成果が資本勘定の自由化と経済成長の間に単純な或いは頑健な正の相関関係を見出せていない。株式への資本フロー、特に直接投資はリスクを海外に分散するほか、外国企業の価値ある専門知識を取り込める点で有益であるとの結果が得られている。

他方、債券への資本フローがもたらす便益についてはそこまで明白ではない。エマージング市場経済のインフレ率は、この10年でかなり落ち着いたものの、主要先進国と比べると依然としてやや高めである。この結果、名目金利はエマージング市場経済の方が高くなることが期待され、債券投資が自由化されている場合は、比較的柔軟な為替政策の下でも短期裁定取引を狙った不安定な資本流入をもたらすリスクがある。したがって、エマージング市場経済は、マクロ経済が安定しインフレが落ち着くまでは短期債券投資の自由化には慎重に対応することが望ましい。Chapter Cでは各種資本フローに関する「金融的な安定の視点からみたヒエラルキー」を示しており、過去の多くの危機からは外貨建てで、短期の資本流入がいかにより一国の脆弱性を高めるかが示される。

エマージング市場経済がしばしば外貨建てで短期の資本流入に頼ってきた背景として、自国通貨での長期資金の調達能力が限定的であった点が指摘できる。先進国で低金利および緩和的な金融環境が続いた時期には、為替リスクや流動性リスクへの配慮が不十分なこともあって、外国の貸し手側もエマージング市場経済向けに短期の外貨建て貸出を行うことに熱心であった。資本勘定自由化と成長の相関関係についての実証研究は、国内金融市場の発展の重要性を示唆しているようだ。また、資本勘定の自由化は、主として国内金融市場の拡大および深化、国内金融機関の強化、マクロ経済政策の改善といった効果を通じて、実質所得水準にポジティブな影響をもたらすと指摘する研究もある。逆にこれらの要素が欠ける場合には、資本フローの自由化は危険を伴いかねない。

国内の金融仲介機能の発展は、国内からの投資を海外資産に効率的に振り向けるためにも重要である。Chapter Gでは幾つかのエマージング市場経済で年金基金や他の投資ファンドの成長が果たす役割の重要性について述べている。国内投資家に対して、外国株等の海外投資対象が拡大することは、国全体としての外債保有について中央銀行や商業銀行に依存している状況を是正することにつながる。

国際的な金融統合の更なる進展が金融政策運営上の課題を増やすことには疑問の余地がない。長期金利は純粋な国内要因よりもますますグローバルな要因の影響を受け易くなっている。金融政策は短期金利の変化を介して作用し、短期資本フローは国内短期金利への感応度が高い。資本勘定自由化のプロセスにおいて、短期資本フローに対する規制の撤廃が最後となりがちなのはこのためである。

金融政策、為替政策、外為介入、国内金融セクターのバランスシートの間の相互関係は複雑であり、当ワーキング・グループでもかなりの議論を招いた。2002 年から 2007 年にかけて、幾つかのエマージング市場経済の中央銀行は 2000 年代前半には誰も想像しえなかった規模の外為介入を実施した。こうした大規模介入の背景としては、エマージング市場経済の経常黒字もあってかつて無いほど大量の純資本流入がみられたケースや、幾つかの先では為替レートの柔軟性が限定的であったケースが指摘できる。また、この期間の大半の時期における先進諸国の金融緩和スタンスも資本流入に寄与した。

これだけ大規模な外貨流入は国内金融システムの流動性に多大な影響を与えており、Chapter D ではこうした問題に対処するための手段につき考察している。中央銀行の政策手段には、不胎化のための債券発行といった市場性のものと、銀行貸出の直接的規制や準備預金比率といった非市場性のものがある。それぞれの手段が利点と欠点を持ち合わせており、どの手段を用いるかは、資本流入によるショックの性質、当該国のマクロ経済がおかれた状況、および金融システムの発展度合いによって異なる。多くのエマージング市場経済の中央銀行にとって、外為介入およびその不胎化は保有する政策手段の中でも重要な位置を占めている。これらの施策によってマクロ経済と金融システムの安定を維持することによって得られる便益は、不胎化に伴う準財政コストを含む様々なコストを十分に上回るとみられる。計量化して示すことは困難であるが、特に金融のグローバル化が進む中にあるのは、金融システムの安定維持は最優先の政策目標といえる。

為替レートの変動に配慮し過ぎると、通貨価値の安定という金融政策の課題がおざなりにされる惧れがある。この 10 年、多くのエマージング市場経済では、為替レートの柔軟性を一段と許容してきており、インフレ率も低下してきている。それにも拘らず、長期に亘り大規模な外為介入を繰り返すと、将来の為替レートの増価期待を生んだり、国内金融システムおよび国際金融システムに歪みを生じさせるリスクがある。

もっとも、中期的に為替レートの柔軟性を高めていく政策の方向性が掲げられている下で為替介入が実施される場合には、こうしたリスクは小さくできると考えられる。通貨は長期の実質均衡為替レートから永久に乖離し続けることはなく、いずれ内外インフレ格差により名目為替レートが調整され、持続可能な実質為替レートへと回帰する。実質為替レートの変化は国際的な調整のプロセスにおいて重要な鍵を握っている。エマージング市場経済が名目為替レートの日々の変動に対処する際には、ファンダメンタルズと整合的なトレンドに沿った変動を許容することが鍵となる。為替レートの過度な変動は、労働集約的な商品の輸出に依存する低所得エマージング市場経済にとっては、雇用と生産に多大な打撃を与えかねないため、特に懸念材料となる。為替レートを含む主要金融指標の著しい変動はセンチメントを悪化させ、マクロ経済の安定を損ない、金融システム不安を引き起こす懸念がある。国内金融市場が発展することで、こうしたボラティリティが抑制され、市場参加者が主要金融指標の変動に対応し易くなることが期待される。

Chapter F では、外国銀行の役割の高まりが及ぼす影響についてみる。外国銀行による与信がクロスボーダーの米ドルないしは他の外貨建ての短期貸出から現地子会社を通じた現地通貨建て貸出へ長期的にシフトしてきたことは金融システムの安定に貢献した。しかし、現地子会社が資金調達を国内通貨建て預金ではなく、国際市場あるいは親銀行からの外貨借入に依存し続ける場合には、金融システムは引き続きリスクに晒されていることになる。実際、今般の金融危機では、欧州エマージング市場経済を中心に幾つかの国がこのようなリスクに見舞われている。金融システムが脆弱な国の当局に対しては「借入れの多い先は要注意」(“Borrowers beware”) というアドバイスが適切であろう。これらの先では貸し手銀行のリスク管理能力、市場シグナル、そして信用格付を全面的に信頼することに対して慎重であるべきである。効果的な金融監督を実施するためには、外銀の母国および受入国の銀行監督者間での包括的な対話も必要となる。

国内資本市場の機能度は、資本流入が金融システムの安定性を阻害することなく経済成長を促進する上で重要な鍵を握る。本レポートは金融システムの頑健性と資本流入には正負両方の関係があることを指摘している。すなわち、一般的には、外国人投資家の存在が大きいほど、金融市場は深化し、投資家層の多様化や流動性向上に寄与するといえる。他方、今般の金融危機からも明らかなように、外国人投資家がエマージング市場経済向け投資を大量に引揚げる場合には国内マクロ経済を悪化させ、流動性危機を引き起こす。したがって、金融システムの頑健性を高めるためには、洗練された多様な国内投資家層の存在も不可欠である。

繰返しになるが、銀行監督者は急速に開発される新しい金融商品について絶えず注意を払う必要があり、不透明な仕組みでレバレッジが掛けられた商品には特に注意を要する。金融市場の育成には、政府と中央銀行の双方の果たす役割も重要である。例えば、過去の CGFS(2007b) レポートでは現地通貨建て債券の満期構成の延長の方法について詳細に検討している。

2008 年 9 月および 10 月には、主要エマージング市場経済のファンダメンタルズは頑健であると広く認識されていたにも拘わらず、国際的に活動する主要銀行、ヘッジファンドやその他投資家によるデレバレッジに伴い、殆どのエマージング市場経済の市場性資産は幅広く下落圧力に晒された。このため、市場のボラティリティは急激に高まり、これら諸国の政策当局は難しいジレンマに直面した。

このショックは資本流入のもたらす問題という本レポートで焦点をあてている事象を覆したが、それでも導かれた幾つかの教訓については再確認させた。資本勘定を自由化している国々は海外の金融システムからのショックの伝播に備えておく必要がある。柔軟な為替制度はこうしたショックに対する効果的なバッファーを提供し、民間セクターにおける慎重さを欠いた外為ポジションの積み上げの阻止にも寄与しうる。また、潤沢

な外貨準備を有する国は、突然かつ大量の資本流出による為替レート下落圧力の悪影響を軽減するうえで有利であった。すなわち、大規模介入の実施により過度の為替変動に対処できただけでなく、自国銀行に対し米ドルないし他の外国通貨の流動性供給も行うことができた。さらに、外貨建て債のソブリン・スプレッドの拡大に対して、外貨準備を用いて債券の買戻しを実施した先もみられた。また、大量の資本流入局面において準備預金率の引上げ等により流動性を吸収していた先では、こうした施策を反転させることで流動性逼迫を緩和することが可能となった。このように、プルーデンス政策上効果的なバッファーを有していた国は、そうでない国よりも今次危機への耐性が高かったと考えている。2004年から2007年に掛けて、殆どのエマージング市場経済でみられた大量の外貨準備の積み上がりが当時は過剰と考えられていたことは興味深い。多くのエマージング市場経済の政策当局は大量の資本流入やコモディティ価格の上昇に伴う経常黒字は一時的なものと捉えていたようである。だからこそ、これらの流入資金は外貨準備として吸収され、今般の資本の巻き戻しが生じた際に、防御の最前線となり得たのである。今になってみれば、柔軟な為替レートの下でのこうした資本流入への対応は慎重で分別のあるものであったと考えられる。また、中央銀行による協調行動、特にスワップ取極も、金融市場の不安定化や市場間の危機の伝播を抑制するうえで一定の効果があった。

外貨建てエクスポージャー等の本レポートで指摘した脆弱性は顕現化し、大きな危機に直面している国も見られる。もっとも、投資家によるポジション解消に伴う売り圧力が強かったのは事実であるが、外国人投資家は銀行や市場の潜在的な頑健性を国毎に見極めようとしていた点は注目される。今般の危機により改めて各国の金融システムの健全性強化の重要性が認識された。

まとめると、健全なマクロ経済政策、慎重な債務管理、柔軟な為替レート、資本勘定の効果的な管理、自己保険としての適正水準の外貨準備水準の維持、そして健全な国内金融市場育成の組み合わせが、エマージング市場経済にとって、急激かつ大量の資本フローへの適切な対応を可能とする。そして、これらの最適な組み合わせは、それぞれの国の状況や時期によって異なり、共通の処方箋は存在しないのである。

以 上