

報告書要旨 (Executive Summary) の和訳

グローバル金融システム委員会報告書

「変容する資本フローのパターン」

要旨 (日本銀行仮訳)

グローバル金融危機 (2007-09 年) 以降の 10 年間において、資本フローのパターン、特に内訳の構成には大きな変化がみられた。こうした変化によって、例外的に大きくかつボラタイルな資本フローが与える潜在的な影響に対する懸念は、和らぐことはなく、むしろ新たなもの変わった。特に、非居住者からの資本流入の極端な増減は、マクロ経済および金融安定に対して、深刻なリスクとなっている。こうしたリスクは、自国経済が外国資本に依拠している一方、自国の金融システムがショックに対して脆弱である新興国において、取り分け顕著である。

新興国から証券投資の流出が過去に例を見ないほどの速さ・量で進行したコロナ危機の初期段階において、資本フローの大きな変動をもたらす課題に再び焦点が当たった。今次危機は、各種政策ツールによって、資本フローの極端な変動に伴うリスクが有効に抑えられた点を浮き彫りにした一方、政策を実施するにあたって、その手段や枠組みはなお発展途上にあることを示唆している。

過去に公表されたグローバル金融システム委員会による新興国の資本フローに関する報告書 (2009 年) では、資本の自由化をもたらすネット便益について明確な結論は得られなかった。しかし、現在より豊富なデータに基づく実証分析では、こうした便益はより明確に示唆されている。資本フローの流入は実体経済の成長や金融市場の発展にポジティブな効果をもたらさう。ただし、特に急速に資本流入が途絶えること (sudden stops) で生じる悪影響をはじめ、リスクもより明確となっている。

こうしたリスクは重大なものとなり得るとともに、3つの要素によって形成されている。第一に、これらリスクは資本フローを「引き寄せる (pull)」資本の受入国が有する特性に依拠する。第二に、資本フローを海外市場に「押し出す (push)」外的要因に依拠しう。第三に、様々なタイプの金融仲介主体およびそれらが従っている規制や慣行をはじめとする、資本を仲介する「導管 (pipes)」に依拠している。全体として、資本フローがグローバルな金融環境によって左右されている場合や資本フローが金融面の摩擦を内包している国内金融システムを経由している場合、資源が適切に配分されないリスクが高い。

前述の報告書（2009年）によれば、多くの新興国が、国際的な資本移動の便益を享受するために必要なマクロ経済および金融システムの前提条件をすでに満たしている。今回もこうした点が当てはまることが明らかとなった。新興国のマクロ経済ファンダメンタルズや制度面の枠組みにおける改善がみられた結果、投資家は新興国の投資機会を見定める際に、より差別化を行うようになっている。こうした改善によって、構造的な課題が克服されたことで、投資家の焦点は経済成長等の景気循環的な要因にシフトしている。

グローバル金融危機以降の年月において、新興国への資本フローは、先進国と比べた場合、ファンダメンタルズの改善に支えられつつ、平均的には高い水準を維持している。先進国向け資本フローは、グローバル金融危機以前の水準を大きく下回って推移している一方、新興国向け資本フローは、振れを伴いつつもグローバル金融危機以前の水準付近で推移している。しかしながら、自国の経済規模と比較した場合、新興国向け資本フローは低水準に止まっている。中国はグローバル金融危機以降、資本流入が大きく増加した数少ない新興国の一つとして突出している。

新興国は金融システムや政策の枠組みの発展において、先進国にキャッチアップし続けているが、こうした構造面の改善によって、必ずしも sudden stops から免れられる訳ではない。新興国への資本流入における sudden stops の発生頻度はグローバル金融危機以降、大きくは減少していない。しかし、より重要な点として、新興国における危機に対する耐性の改善は、sudden stops による影響の深刻度合いを和らげている。例えば、過去のグローバルなストレス時とは対照的に、コロナ危機において、多くの新興国はショックに対する調整をスムーズに行うために必要なカウンターシクリカルな政策を実施する政策余地を有していた。

Sudden stops は、典型的には、外的なグローバル・ショックによって引き起こされる。主要先進国における金融政策の引き締めは、2013年のTaper Tantrumにみられたように、潜在的な引き金として顕著である。また、2015年のsudden stopでは、コモディティ価格の変動が影響したほか、コロナ危機時にみられたようにグローバル投資家のリスクアペタイトのシフトも潜在的な引き金となっている。

一般的に、グローバル要因は、新興国への資本流入に関する重要なドライバーである。低金利環境が長期化する中で、グローバル金融危機以降、グローバルな流動性は潤沢であり、国際的な投資家の間で利回り追求の動きを加速させた。リスクアペタイトのシフトもまた資本フローの波の満ち引きを形成するのに重要な影響を与えてきた。加えて、2015年の人民元切り下げに伴い、金融市場が変動した

ように、グローバルな経済活動における中国のプレゼンスの拡大を受けて、中国における経済および政策面の動向は益々資本フローのパターンを形成している。

グローバル金融危機以降、新興国への資本フローを仲介している pipes は大きく変化している。ポートフォリオ投資家（投資信託・ファンド等）を介した外国資本のシェアは高まっており、実際、多くの国で、ポートフォリオ投資家は対外与信の最大の供給主体として銀行を上回っている。Pipes における他の変化としては、新興国の銀行や投資家が国際的に拡大していることが挙げられる。こうした主体は、国際資本市場における公的セクターの投資家が有する役割の拡大にも寄与している。また、対外直接投資はこれまで最も安定的かつ有益な資本フローであったが、過去に比べて、より金融や租税に関連した戦略から影響を受けている。

こうした pipes における変化に伴い、新興国向け資本フローに関連したリスクは変化している。Pipes における変化は、投資家構成の多様化や新興国の金融市場発展の一助となっており、政府が外貨でなく自国通貨で借り入れることができるようになった結果、過去の危機を助長させた通貨ミスマッチの削減に繋がっている。他方、ポートフォリオ投資家の重要性が高まることで、新興国は新たなリスク（形を変えた従来のリスクとも見做せる）に晒されている。資産運用業界におけるパッシブ投資戦略や他の慣行は、例えば、債券・株式指数の変更によって指数をトラックしているポートフォリオ投資家のリバランスが生じるように、群衆行動や危機の伝播に繋がりが得る。また、為替ヘッジ無しの投資は、為替レートと資産価格の間でフィードバック・ループを助長させ、潜在的な不安定化に繋がりが得る。格付機関のような他の市場参加者は、グローバルな金融インフラに不可欠な要素となっており、新たなリスクと便益を提示している。より一般的に、コロナ危機を経て、ノンバンク金融仲介に関連した潜在的なシステミックリスク及びどのように強靱性を高めていくかに対する注目が高まった。

前述の報告書（2009年）では、マクロ経済政策および構造政策の組み合わせによって、大きくかつボラタイルな資本フローに対して最適な対処が可能であると結論付けていた。また、正確にこうした政策をどのように組み合わせるべきかについては、最適な組み合わせは国毎や状況に拠るため、万能薬は存在しないとして結んでいた。今回の報告書では、こうした結論を再確認するとともに、強固な構造政策や健全なファンダメンタルズに支えられた新興国でさえも、追加的な政策ツール（特に、マクロプルーデンス政策、時機をみての為替介入、流動性供給メカニズム）が資本フローに関連したリスクを和らげることができることを示している。

さらに、コロナ危機は、国際的な協調が有する重要な役割を明確に示した。資本を仲介する pipes は相互に結びついており、グローバルに機能している。したがって、こうした pipes に影響する政策対応や pipes を介した資本フローはグローバルなインプリケーションを持つ。これは、潜在的なスピルオーバーに関する国際的な対話の重要性を示唆している。また、短期的な流動性のプレッシャーを緩和するツールや中期的な調整を和らげる施策など、様々なショックに適したツールの組み合わせから構成される強固なグローバル・金融セーフティネットの必要性を再確認している。そして、政策ツールがもたらすスピルオーバーやその他の多国間の影響を考慮すると、資本フローの極端な変動に対処するための様々な政策ツールの適切な利用に関して、明確かつ国際的なガイダンスの必要性を示している。

本報告書の第一章は、グローバル金融危機以降の資本フローのトレンド（特に、内訳およびボラティリティ）を整理している。第二章は、平時と極端なボラティリティ局面を区別しつつ、資本フローの決定要因を考察している。第三章は、資本フローの便益とリスクを分析している。最終章では、様々な政策ツールの有効性や潜在的な副作用に関する中央銀行の見方を紹介しつつ、政策ツールおよびリスクを抑制するための教訓を考察している。

以 上