

新興国への資本フローを巡る動向

Bank of Japan Review

金融市場局 藤田太郎、源間康史、小川佳也
国際局 高田浩基、菅和聖、山崎さやか

2019年7月

世界金融危機以降、グローバルに緩和的な金融環境が継続するも、投資家は、利回り確保のために新興国への投資を拡大させてきた。こうした新興国への資本フローは、先進国の金利動向や市場のリスクセンチメントといった「グローバル要因」と、新興国側の経常収支や債務状況、国内経済・物価動向といった「個別国のファンダメンタルズ要因」の、双方の影響を受ける。グローバル要因に関する最近の動向をみると、先進国金利の低下は、全体として新興国からの資本流出圧力を緩和する方向に作用している。一方、個別国のファンダメンタルズ要因については、新興国の中には、インフレ高進や高水準のドル建て債務を抱えている国も存在し、ばらつきがみられる。こうした脆弱性を有する一部の国の存在によって、新興国からの資本流出圧力が再び強まるリスクについては、留意する必要がある。

はじめに

世界金融危機以降、グローバルに緩和的な金融環境を背景に、投資家の利回り追求（search for yield）の動きが続いており、新興国への資本流入が進んでいる。こうした新興国への資本フローについては、米国を中心とした先進国の金利動向や、グローバルな市場のリスクセンチメントからの影響を強く受ける傾向があることが指摘されている。実際、これらの要因の変化が契機となって、新興国から急速に資本フローが巻き戻された局面が過去にみられた。代表的な例としては、2013年5月のテーパー・タントラムや、2015年の夏場から2016年初めにかけてのチャイナ・ショックが挙げられる。直近でも、2018年秋頃にかけての米国金利の上昇局面において、資本フローの巻き戻しリスクが市場で意識された。

こうした先進国の金利動向やグローバルな市場のリスクセンチメントに加え、新興国側の経常収支や債務状況、国内経済・物価動向といった個別国のファンダメンタルズも、新興国への資本フローの動向に影響を与える。過去の資本流出局面では、ファンダメンタルズに脆弱性を抱える国ほど、資本流出リスクが高まる傾向がみられる。

本稿では、このような新興国への資本フローを

規定する要因について、米国を中心とする先進国の金利や市場のリスクセンチメントなどの「グローバル要因」と、新興国側の経常収支や債務状況、国内経済・物価動向といった「個別国のファンダメンタルズ要因」に分けたうえで、過去の資本流出局面における特徴点を整理する¹。また、先行きの新興国の資本流出リスクや、モニタリング上の留意点についても、若干の考察を行う。

新興国からの資本流出局面

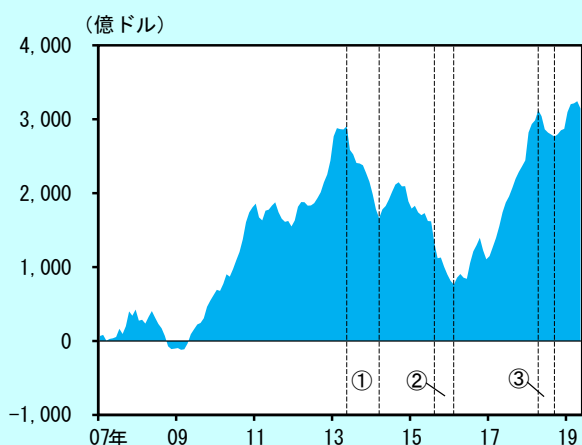
以下では、新興国からの資本流出リスクが高まった局面として、①2013年5月のテーパー・タントラムや、②2015年夏場から2016年初めにかけてのチャイナ・ショックといった代表的な事例のほか、ここ最近の動きとして、③2018年の春頃から秋頃にかけての米国金利上昇局面を取り上げる（図表1）。

（テーパー・タントラム）

2013年5月、バーナンキFRB議長（当時）が先行きの債券購入ペースの減速に言及したことをきっかけに、米国金利は大きく上昇し、金融市場に動揺が広がった。これを受け、それまで高い収益機会を求めて新興国において投資姿勢を強めていた投資家は、資本の巻き戻しを図り、幅広

い国の通貨が減価した（図表2）²。後に「テーパー・タントラム」と呼ばれるこの国際金融市場における混乱は、先進国金利と新興国への資本フローとの関係をこれまで以上に強く意識させることとなり、それ以降、国際会議やアカデミックの場において、両者の関係についての活発な議論が行われることとなった。

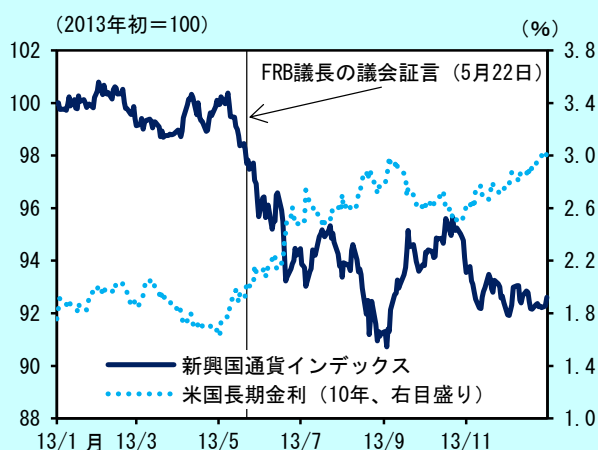
【図表1】新興国のファンド・フロー



（注）EPFR Global が集計する新興国ファンドへの資本フロー（債券・株式合算ベース）の2007年からの累積額。①（2013年5月～2014年3月）、②（2015年8月～2016年2月）、③（2018年4月～9月）は、それぞれテーパー・タントラム、チャイナ・ショック、2018年4月～に対応する資本流出局面。直近は2019年5月。

（出所）Bloomberg、Haver Analytics、EPFR Global

【図表2】新興国通貨と米国長期金利



（注）新興国通貨インデックスはJ.P. Morgan EMCI 指数。

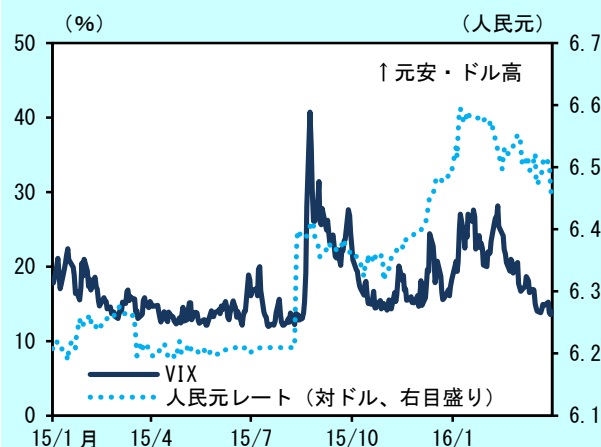
（出所）Bloomberg

（チャイナ・ショック）

2015年夏場から2016年初めにかけて、中国当局による人民元レートの基準値切り下げや、上海株の急落を受け、中国経済に関する不透明感が高

まった（図表3）。世界金融危機以降、世界経済の成長を牽引してきた中国経済の先行きに関する懸念の高まりは、グローバルな市場のリスクセンチメントの悪化を招き、世界的に株価やコモディティ価格の急落を引き起こしたほか、中国にとどまらず、ほぼ全ての新興国から資本流出を生じさせた。この経験は、世界経済や国際金融市場における中国の影響力の高まりを改めて示すとともに、グローバルな市場のリスクセンチメントの悪化が幅広い新興国への資本フローに影響を与える事例となった。

【図表3】米国株のボラティリティ指数（VIX）と人民元レート



（注）人民元レートはオンショア相場。

（出所）Bloomberg

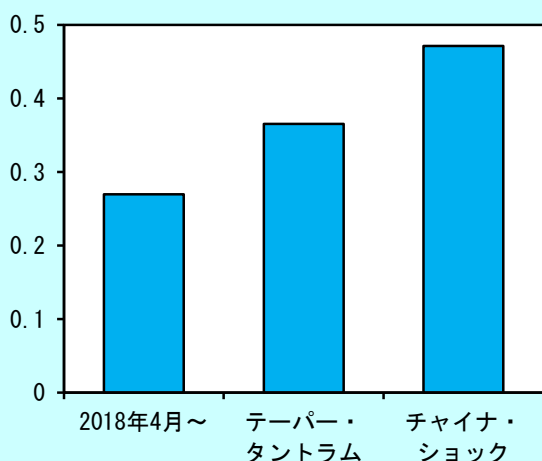
（2018年入り後の資本流出局面）

2018年4月以降、米国が緩やかな利上げを継続するも、米国長期金利が3%の水準を超えるとともに米ドル高が進行した。こうしたなか、個別の政治問題のほか、高水準のドル建て債務などファンダメンタルズに係る脆弱性が強く意識されたアルゼンチンやトルコで資本流出圧力が強まった。加えて、米中間の通商問題を巡る不透明感などを背景に、中国経済との連関性が高いアジア新興国市場においても、通貨が減価する動きがみられた。

もっとも、この局面では、資本流出はファンダメンタルズの脆弱性をはっきりと有する一部の新興国にとどまった。この点、2018年以降の新興国市場の反応を過去の資本流出局面と比較すると、2018年の局面の方が、通貨騰落率の相関は低く、新興国市場間の連動性が低かったことが確認

できる（図表4）。ファンド・フローの流出規模からみても、2018年の局面における資本流出は、テーパー・タントラムやチャイナ・ショックの時よりも抑制されていた（図表5）。

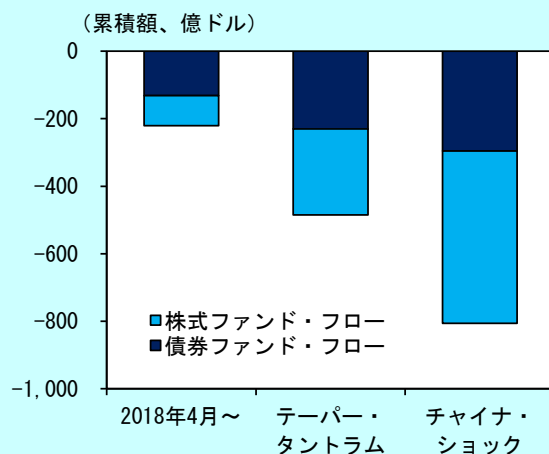
【図表4】新興国通貨騰落率の相関係数



（注）テーパー・タントラム（2013年5月～）、チャイナ・ショック（2015年8月～）、2018年4月～の3つの資本流出局面における、新興国11か国（トルコ、アルゼンチン、ブラジル、インド、韓国、マレーシア、メキシコ、フィリピン、ロシア、南アフリカ、タイ）の通貨ペアの日次対米ドル騰落率（150営業日間）についての相関係数の平均値。

（出所）Bloomberg

【図表5】新興国からの資本流出の規模



（注）図表4の各イベントに対応する6か月間のファンド・フローの流出額。

（出所）Haver Analytics、EPFR Global

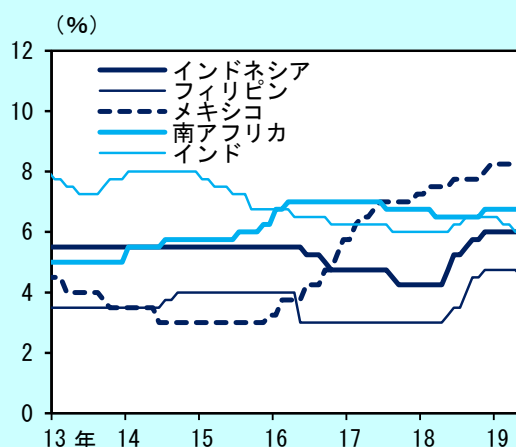
新興国への資本フローを規定する要因

（グローバル要因）

資本フローに影響を与えるグローバルな要因には様々なものが考えられるが、先行研究では、

先進国の金利変動、なかでも、米国の金利変動が及ぼす影響の大きさを指摘する研究が多い³。グローバル投資のベンチマークである米国金利の上昇は、新興国投資の収益性を相対的に低下させ、資本流出や新興国通貨減価への圧力を高める方向に作用する。こうした圧力を緩和させるため、新興国では政策金利の引き上げによる対応がよくみられる。実際、新興国の政策金利の動きをみると、2010年代半ば以降、米国が金融政策正常化を進めるもとの、金利を引き上げている国が少なくない（図表6）⁴。

【図表6】新興国の政策金利



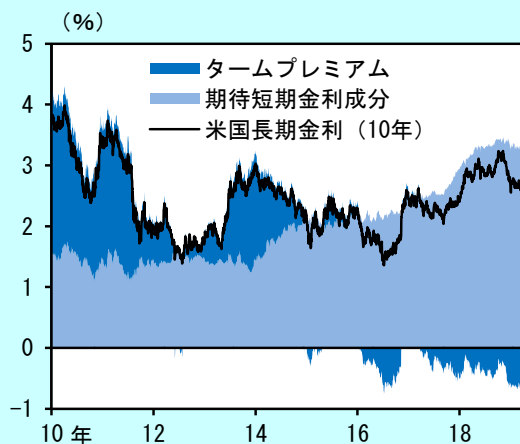
（注）直近は2019年5月。

（出所）Bloomberg

このように、米国金利上昇のスピードやマグニチュードは、新興国の利上げペースに大きな影響を与える。このため、米国金利変動の不確実性が高いほど、新興国側の政策対応コスト（利上げコスト）の不確実性も増していくと考えられる。この点、テーパー・タントラム時の米国長期金利の上昇が、タームプレミアム⁵の拡大を伴っていたことは、新興国の資本流出圧力をさらに高めた一因になった可能性がある。見方を変えれば、テーパー・タントラム以降、米国長期金利のタームプレミアムが安定的に推移していたことも、新興国からの資本流出圧力を緩和する方向に作用したと考えられる（図表7）（詳細はBOX参照）。

ここ最近の動きをみると、中国を含め世界経済の先行きに対する慎重な見方が拡がるなか、米国長期金利は低下してきている。こうした市場の見方は、緩やかに低下するタームプレミアムの動きとも相まって、新興国からの資本流出リスクを抑制する方向に寄与していると考えられる。

【図表 7】 米国長期金利の分解



(注) 米国長期金利（10年）の期待短期金利成分やタームプレミアムはNY連銀推計値。直近は2019年6月21日。

(出所) Bloomberg

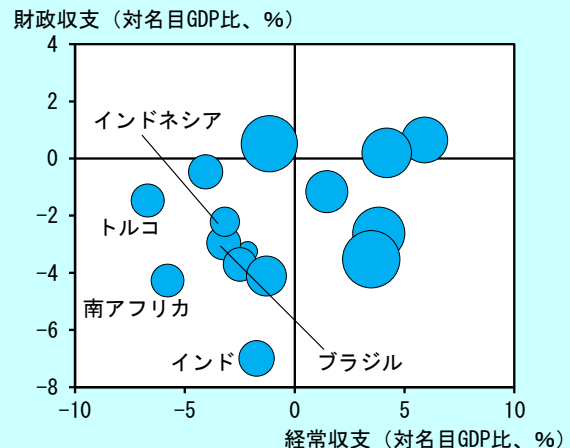
（個別国のファンダメンタルズ）

前節で取り上げた過去の資本流出局面において、その契機となったのは、先進国の金利やグローバルな市場のリスクセンチメントなどのグローバル要因の変化であった。もっとも、そうした要因の変化による資本流出のマグニチュードは、個別新興国のファンダメンタルズによって規定されていた面があると考えられる。

例えば、テーパー・タントラムの時は、幅広い新興国から資本流出がみられたものの、個別にみるとその反応は一様ではなく、双子の赤字（経常赤字と財政赤字）などファンダメンタルズに脆弱性が目立つ、いわゆる「フラジャイル5」⁶（インドネシア、インド、ブラジル、トルコ、南アフリカ）において、大規模な資本流出がみられた。一方、東アジアや東欧を中心とした相対的にファンダメンタルズが安定していた新興国については、資本流出は軽微にとどまった（図表 8、9）。

2018年の資本流出局面についても、米国の金利上昇が緩やかに進んでいたこともあり、新興国全体としての資本流出規模は限定的ではあったが、ファンダメンタルズの脆弱性が高い一部の国では、通貨が大幅に減価し、多額の資本が流出した。各国における通貨騰落率とファンダメンタルズを表す経済指標（インフレ率、財政収支、経常収支）の分位点との関係を見ると、脆弱性の高い国ほど通貨が減価している（図表 10）。これは、グローバル要因が変化するもとで、投資家が各国の

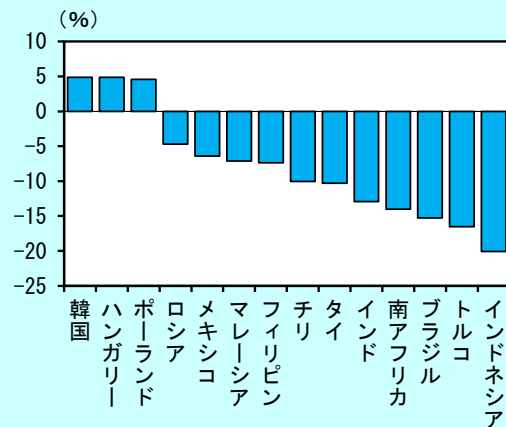
【図表 8】 新興国の脆弱性



(注) 新興国 15 か国（トルコ、アルゼンチン、ブラジル、チリ、ハンガリー、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、メキシコ、フィリピン、ポーランド、ロシア、南アフリカ、タイ）を、財政収支・経常収支（対名目 GDP 比）に応じてプロットしたもの。バブルの大きさは外貨準備残高（同）を表す。数値はすべて 2013 年。

(出所) IMF、Haver Analytics、Refinitiv 社 Datastream

【図表 9】 新興国の通貨騰落率



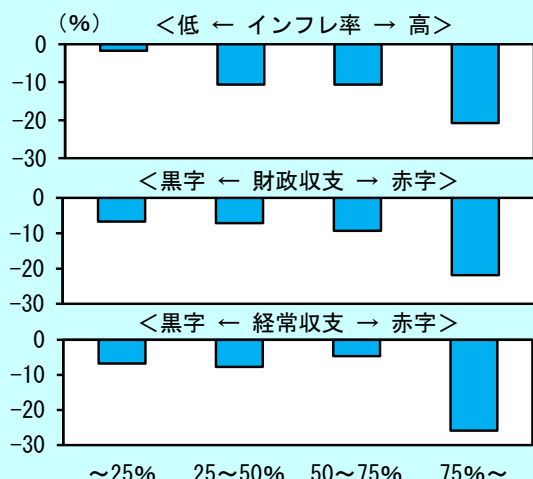
(注) 図表 8 の新興国 15 か国からアルゼンチン（2015 年 12 月から変動相場制に移行）を除いた 14 か国における、2013 年 5 月 1 日～12 月 31 日の通貨騰落率（対米ドル）。

(出所) Bloomberg

ファンダメンタルズを重視して投資先を選別しているためだと考えられる。

ここ最近の新興国のファンダメンタルズに関する状況は、国内経済・物価情勢が総じて良好なもとで、新興国の政策当局が、過去の通貨危機やテーパー・タントラムを教訓として外貨準備の蓄積や経常収支の改善を図ってきたことを受けて、全体としては改善方向にある（図表 11）。こうしたファンダメンタルズの改善も、2018年の米国金利上昇局面における資本流出規模が限定的となった一因であると考えられる。

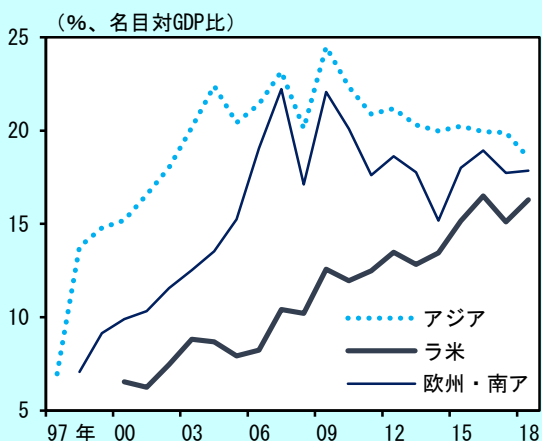
【図表 10】新興国の脆弱性と通貨騰落率



(注) 図表 8 における新興国 15 か国を、インフレ率、財政収支 (対名目 GDP 比)、経常収支 (同) に基づき 4 つのグループに分類し、2018 年の通貨騰落率 (対米ドル) を集計したもの。インフレ率は 2018 年平均、財政収支および経常収支は 2018 年。

(出所) IMF、Haver Analytics、Refinitiv 社 Datastream、Bloomberg

【図表 11】新興国の外貨準備残高

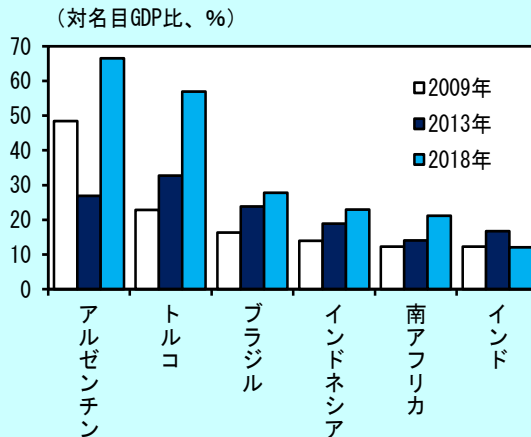


(注) アジア 6 か国 (韓国、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、インド)、ラ米 4 か国 (ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、チリ)、欧州・南ア 5 か国 (ポーランド、ハンガリー、ロシア、トルコ、南アフリカ) の外貨準備残高 (対名目 GDP 比率)。直近は 2018 年。

(出所) Haver Analytics

もともと、新興国のファンダメンタルズに関する状況を仔細にみると、その改善度合いには、国ごとのばらつきが存在する。この点、一部の新興国では、ドル建て債務の規模が拡大しており、脆弱性が高まっている (図表 12)。これらの国では、既往の通貨安による輸入物価の上昇が、国内のインフレ率を押し上げ、経済成長を妨げており、こうした経済情勢の悪化が一層の通貨安につながるという悪循環が生じている。加えて、ファンダ

【図表 12】新興国のドル建て債務



(注) 企業部門、金融部門、政府部門のドル建て債務の合計値の対名目 GDP 比率。

(出所) Haver Analytics、Institute of International Finance

メンタルズの改善が進まない背景として、政治的な不安定性を抱えている場合も多く、政治情勢も追加的なリスク要因となっている。実際、こうした脆弱性を背景に、米国政策金利の引き上げ観測が後退した 2019 年入り後も、資本流出や通貨安が続いている国もある。

こうした点を踏まえると、米国金利が低下するような局面でも、新興国側の経済・物価情勢や政治情勢、ドル建て債務の状況など個別国のファンダメンタルズに留意する必要がある。

おわりに

本稿では、世界金融危機以降、新興国から資本フローが巻き戻された過去の局面を取り上げ、新興国への資本フローを規定する要因を、グローバルな要因と新興国側の個別国のファンダメンタルズ要因という 2 つの観点から整理し、最近の新興国からの資本流出リスクの評価を行った。

新興国側のファンダメンタルズ要因は、全体としては改善方向に向かい、また新興国への資本フローに大きなインパクトを与える先進国金利は、足もととはむしろ低下してきている。こうした動きは、新興国からの資本流出リスクを抑制する方向に作用していると考えられる。

ただし、米中間の通商問題など、外的なショックがグローバルな市場のリスクセンチメントを大きく悪化させる場合や、先進国の長期金利が市場の予想に反して上昇する場合などには、それら

グローバル要因が新興国からの資本流出圧力を再び強める可能性がある点に留意が必要である。

また、新興国側のファンダメンタルズ要因は、全体として改善方向に向かいながらも、その改善度合いには国ごとにばらつきがある。一部の新興国では、インフレ高進やドル建て債務の積み上がりなど脆弱性が高まっており、外的ショックに直面した場合に、これまで以上に資本流出圧力が高まりやすい点には注意が必要である。

先行きの新興国の資本フローを評価するうえでは、こうしたグローバル要因や新興国側の個別国のファンダメンタルズ要因の動向について、丁寧にモニタリングしていくことが重要である。

¹ 本稿では、分析対象とする資本フローを新興国へのファンド・フローとする。ファンド・フローは、ミューチュアルファンドとETFを経由した証券投資のみを集計対象としているほか、データの取得頻度が高く、短期間で変化しやすい市場のリスクセンチメントの影響度合いを分析し易いといった特徴がある。なお、銀行貸出のフローに関する議論としては、例えば、Shirota, Toyochiro (2015) “What is the Major Determinant of Cross-border Banking Flows?” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 53(C), pp. 137-147 がある。

² 2013年5月22日の議会証言において、バーナンキFRB議長(当時)は、「経済状況の改善が継続していることを確認し、今後も持続可能と確信できれば、今後数回の会合で資産買入れを縮小することは可能」と発言。また、2013年6月19日の定例記者会見においても、「2013年中に資産買入れ額を減額し、2014年半ばに完全に終了する可能性がある」と、一段と踏み込んだ発言をし、市場で話題となった。

³ 先進国金利の新興国へのスピルオーバーに関する議論としては、例えば、Rajan, Raghuram (2015), “Competitive Monetary Easing: Is It Yesterday Once More?” *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, Vol. 8(1-2), pp. 5-16 がある。

⁴ 資本流出圧力の高まりへの対応については、政策金利の引き上げのほかにも、自国通貨買い介入や資本流出抑制策を実施する国もみられた。

⁵ 金利の期間構造に関する期待仮説では、期間の長い金利は、対応する期間の期待短期金利の平均値に、期待短期金利の不確実性への対価であるタームプレミアムを加えたものに等しくなる。例えば、1年物金利は、現在から1年後までの短期金利の予想の期間平均値に、その不確実性に伴うプレミアムを加味したものとなる。

⁶ 2013年当時、先進国の金融政策の変化に影響されやすいとされた新興国5か国の総称。高いインフレ率や経常赤字などの脆弱性を抱え、国外資本への依存度が高かった点が市場で意識された。

BOX 新興国への資本フローとタームプレミアムの関係

先進国金利、とりわけ米国長期金利の変動について、その背景の違い（期待短期金利成分の変動によるものなのか、タームプレミアムの変動によるものなのか）によって、新興国への資本フローに対する影響が異なる可能性がある。これは、新興国へ資本を投じるグローバル投資家のリスク認識が、米国長期金利変動の背景次第で異なり得るためである。

米国長期金利の上昇それ自体は、その背景の違いにかかわらず、新興国への投資の収益性を相対的に低下させ、新興国からの資本流出を生じさせ得る。しかし、その金利上昇がタームプレミアムの拡大による場合、新興国側の政策対応コスト（利上げコスト）についての不確実性も高まるため、結果として投資家が新興国資産に対して要求するプレミアムも高まり、新興国からの資本流出圧力が一段と強まる可能性がある。

この点を検証するため、米国長期金利の期待短期金利成分とタームプレミアムの、それぞれの変動による新興国への資本フローに対する影響について、実証分析を行った（BOX 図表）。その際、推計式について複数の定式化を試し、結果の頑健性も確認した。実証分析からは、タームプレミアムの拡大は、統計的に有意な、新興国からの資本流出の要因であることが示された。また、この結果には一定の頑健性があることが確かめられた。一方、期待短期金利成分の上昇がそうした要因かどうかについては、推計式の定式化に因ることがわかった。このことは、新興国への資本フローに対する先進国金利の影響を議論するうえで、金利変動の背景も重要であることを示唆している。

【BOX 図表】推計結果

被説明変数：新興国ファンド・フロー（10億ドル）、推計期間：2013年1月～2019年3月				
説明変数	係数			
	推計 1	推計 2	推計 3	推計 4
被説明変数ラグ項（1期）	0.67 ***	0.67 ***	0.65 ***	0.67 ***
タームプレミアム（米国10年）	-8.35 ***	-8.18 ***	-6.61 ***	-5.40 **
期待短期金利成分（米国10年）	-6.13 *	-5.80 *	-1.24	-0.18
新興国国債の対米国債スプレッド（EMBI）	-8.84 ***	-9.72 ***	—	—
原油価格（WTI）	—	—	0.08 **	0.03 **
米国BBB社債スプレッド	-4.09	—	-16.40 ***	—
VIX	—	0.04	—	-0.11
定数項	0.10	0.11	0.06	0.07
修正決定係数	0.53	0.53	0.47	0.45

- (注) 1. 被説明変数は、EPFR Global が集計する新興国ファンドへの資本フロー（週次、債券と株式の合算ベース）。プラスの係数が資本流入を表す。***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを表す。
2. 米国長期金利の期待短期金利成分やタームプレミアムはNY連銀推計値。ただし、こうした推計値は推計方法によって異なるため、ここでの分析結果については相応の幅をもつてみる必要がある。なお、そうした点からの上記実証分析の結果の頑健性を確認するため、NY連銀推計値の代わりに、NY連銀、FRB、SF連銀の推計値の平均を用いて再推計したところ、同様の結果が得られた。
3. ファンド・フローを債券と株式に分けて推計したところ、債券・株式とも、タームプレミアムの係数が有意にマイナスとなり、上記と同様な結果が得られた。なお、期待短期金利成分の係数について、債券の場合は、5%水準で有意にマイナスとなったが、株式の場合は、そうした結果が得られなかった。これは、債券への資本フローの方が先進国金利に影響されやすいという先行研究の結果と整合的である。
4. なお、ここでの実証分析に関し、長期金利の期待短期金利成分は、先行きの一定期間に予想される短期金利の平均値であり、変動が均されているため、同成分と資本フローの関係を見出しにくくなっている可能性には留意が必要である。

(出所) Bloomberg、Haver Analytics、EPFR Global

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局総務課市場分析グループ（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。