

## 新興国への資本フローを巡る最近の動向

国際局 小嶺成司、田平泰啓\*、岩井亨、崎山登志之

Bank of Japan Review

2023年6月

新型コロナウイルス感染症の感染拡大や米国金利の上昇など、資本流出圧力が強まる局面がみられているが、これまでのところ、新興国の資本フローは過去の平均的な流入超を維持してきている。このようにグローバルな市場センチメントや先進国の金利動向の影響に対し新興国の資本フローが高い耐性を示してきている点については、多くの新興国において、流動性の高い資産である外貨準備の確保など財務の強化が進んできていることや、マクロ経済政策やマクロプルーデンス政策などの面で資本流出圧力を減じる方向での様々な政策対応が講じられてきたことを指摘できる。今後も新興国の資本フローが資本流出圧力に対し高い耐性を示し続けるかどうか注目される。

## 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が継続するも、投資家の利回り追求の動きが続き、新興国への資本流入が進んできた。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きた<sup>1)</sup>。

ところが、近年の新興国の資本フローをみると、2020年の新型コロナウイルス感染症の感染拡大や、2022年以降の米国金利の上昇など、資本流出圧力が強まる局面においても、新興国の資本フローは、過去の平均的な流入超を維持している。

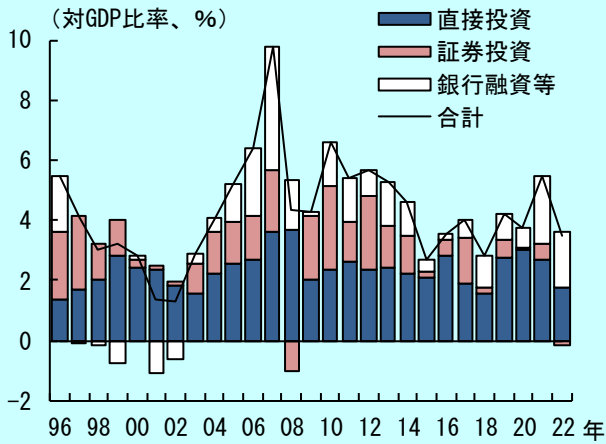
本稿では、最近の新興国の資本フローの動きを確認したうえで、こうした動きの背後にあると考えられる新興国の財務基盤の状況や、金融政策や為替政策といったマクロ経済政策、マクロプルーデンス政策、資本フロー管理の利用状況について整理する。その後、将来のショック時の資本流出圧力などを考える観点から、政策対応の余地や債務負担の状況について確認する。

## 資本フローの推移

新興国の資本フローは、海外からの安定的な直接投資などを背景に、資本の流入が続いている。中国を除く新興国の資本フローの内訳をみると（図表1）、海外からの直接投資は安定している一方、海外投資家の証券投資や海外銀行の銀行融資等は振れが大きいという特徴がある（BOX1参照）。例えば、アジア通貨危機が発生した1997年には、前年と比べて銀行融資等による資本の流入が大きく減少し、その後も数年間にわたって、銀行融資等を通じた資本が引き揚げられていた。また、リーマンショックが発生した2008年をみると、前年と比べて銀行融資等による資本の流入が大きく減少したほか、証券投資を通じた資本も引き揚げられていた。もともと、いずれの場合も、多くの国・地域において直接投資は流入超を維持している。

最近の動きに目を向けると、2020年に新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴いリスクセンチメントが悪化する中でも、2020年の資本フローは過去の平均的な流入超を維持した。2022年以降については、米国金利が上昇し米国国債等の投資妙味が増す中で、投資家が新興国への投資を控えるなど、資本流出圧力が強まる局面もみられているが、全体として資本フローの流入超は維持されている。

【図表 1】新興国における資本フロー



(注 1) 直接投資、証券投資、銀行融資等を通じた流出入（負債側）。銀行融資等は、統計上の其他投資として、主に、海外銀行の融資や海外投資家の預金による流出入を示す。

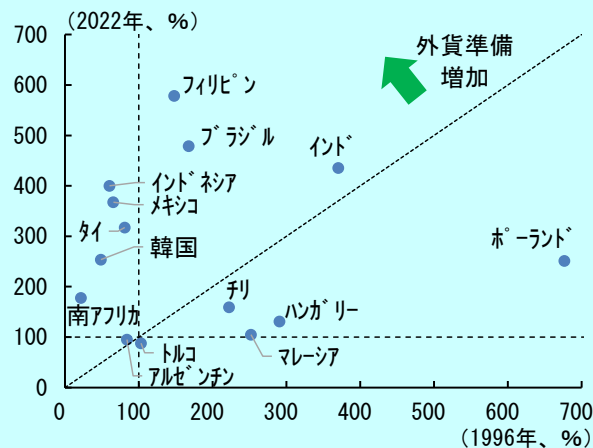
(注 2) 対象国は、韓国、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、アルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ、ロシア、トルコ、南アフリカ、ハンガリー、ポーランドの 15 か国。

(出所) HAVER、IMF

## 新興国の感染拡大以前の取り組み状況

このように資本フローの流入超が維持されてきた理由として、新興国の高い経済成長に対する投資家の期待に加え、長年、多くの新興国が外貨準備を増やすなど、財務基盤の強化に取り組んできたことが挙げられる。1990 年代中盤と比べると、多くの国で、流動性の高い外貨準備が増加しており、外貨準備の対短期対外債務比率が 100% を大きく上回っている国が多い (図表 2)。これは、仮に海外からの債務の借り換えが 1 年間でできずに返済を求められたとしても、その全額を支払えるだけの流動性の高い資産を十分に有していることを示している。

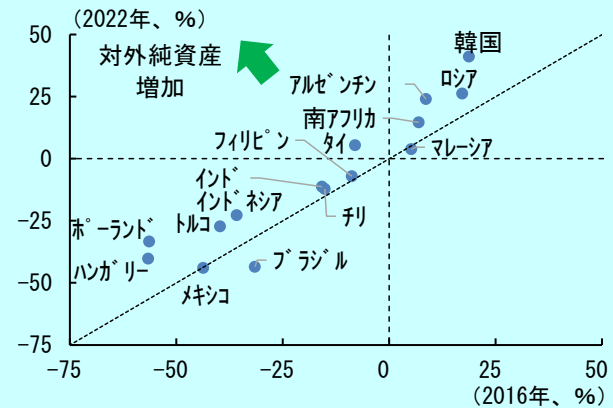
【図表 2】外貨準備の短期対外債務に対する割合



(出所) HAVER、IIF、IMF、世界銀行

また、ほとんどの国で、対外資産の増加額が対外債務の増加額を上回っており、対外純資産の対 GDP 比率は上昇している (図表 3)。こうした新興国の財務基盤強化は、アジア通貨危機やリーマンショックなどの経験を踏まえたものであり、海外投資家の新興国投資に関する不安や懸念を和らげることで、近年の資本流出圧力を緩和する方向に大きく寄与してきたとみられる<sup>2</sup>。

【図表 3】対外純資産の対 GDP 比率



(注) 2022 年の対外純資産の対 GDP 比率については、2021 年の GDP を利用。

(出所) HAVER、IMF

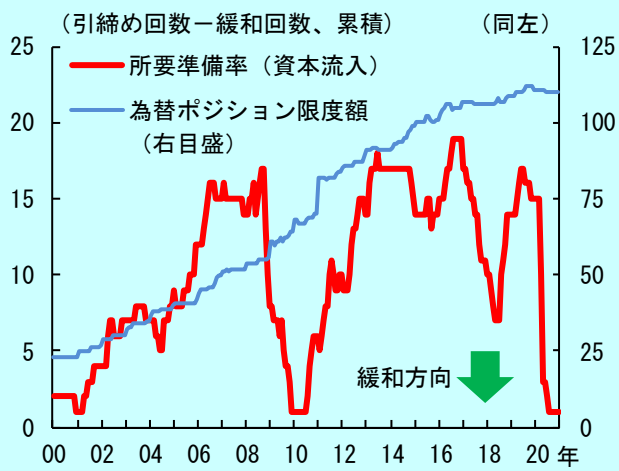
さらに、長い目で見て継続的に資本が流入するもとで、マクロプルーデンス政策や資本フロー管理の枠組みも活用しながら、過度な資本流入を抑制する対策を講じてきた国も少なくない。平時における過度な資本流入を抑制しておくことには、海外資本の受け入れに伴う経済発展の機会を一部逸失するというトレードオフがあるものの、ショック時における資本流出を未然に抑制し、国内経済に及ぼす影響を緩和するという効果が期待される<sup>3</sup>。

具体的な手段としては、金融機関に対し、資本流入の一定割合 (所要準備率) を中央銀行に預け入れることを求めるといったことが行われている。海外からの資本流入に対する所要準備率を引き上げると、金融機関の資本の受け入れに対するインセンティブが低下することで、資本流入の抑制に繋がることを期待される<sup>4</sup>。また、過度な資本流入により為替ポジションが拡大している場合に、金融機関の資本の受け入れに対するインセンティブを低下させるため、ポジションの限度額を引き下げることも可能である。このほか、海外からの過度な資本流入の抑制のため、海外投資家の

銀行口座開設を制限したり、口座に限度額を設定したりする等の直接的な資本フロー管理の手段も講じられている。

新興国の海外からの資本流入に対する所要準備率の動きをみると、リーマンショック後にいったん引き下げられた後、2010年代半ばにかけて再び引き上げられていた<sup>5</sup> (図表4)。一方、為替ポジションに対する限度額については、これまで傾向として限度額を引き下げる引締め方向の動きが続いている。海外投資家の銀行口座については、これまで口座の開設制限や口座の上限額に関する制度が導入されてきている (図表5)。

【図表4】資本フローに影響を及ぼすマクロプルーデンス政策

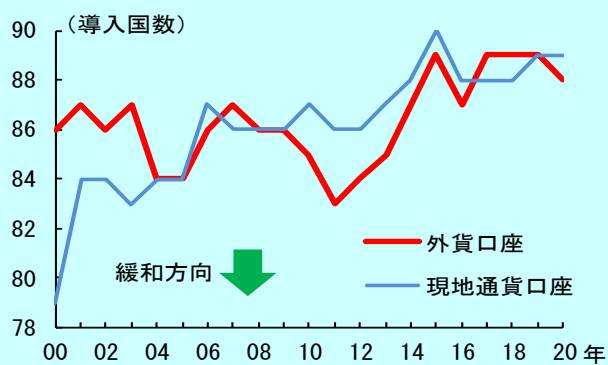


(注1) 各国の政策変更回数(引締め方向の政策変更は+1、緩和方向の政策変更は-1)の合算。1990年1月からの累積。引締め方向の政策変更は、所要準備率(資本流入)の引き上げ、為替ポジション限度額の引き下げ。

(注2) 対象国は、データベースで新興国・発展途上国に分類されている98か国。

(出所) IMF

【図表5】資本フロー管理



(注1) 海外投資家等の外貨口座・現地通貨口座に関する規制を導入している国数。

(注2) 対象国は、データベースで新興国・発展途上国に分類されている92か国。

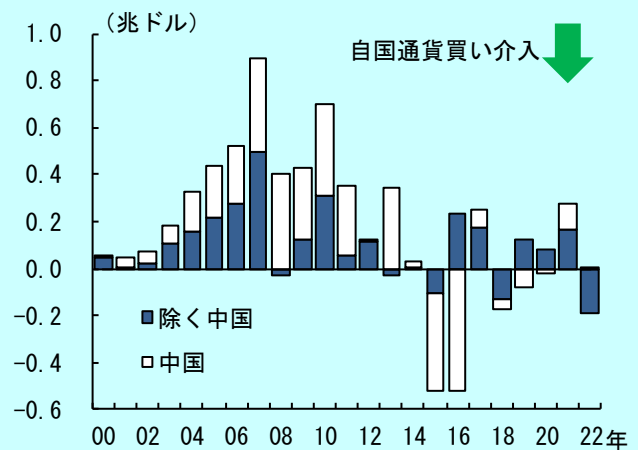
(出所) IMF

## 新興国の感染拡大以降の取り組み状況

新型コロナウイルス感染症の世界的な感染拡大が始まった2020年以降、新興国では、資本流出や通貨安により金利の急上昇や債務負担の増加等が懸念された。こうした局面において、海外からの資本流入に対する所要準備率を引き下げるなど、資本流入を促進し資本流出を抑制する方向の対応が積極的に講じられてきた。とりわけ、感染拡大前にマクロプルーデンス政策を引き締めていた新興国ほど、感染拡大時により積極的に緩和的な政策対応を講じており、資本流出の抑制に努めていた様子が窺われる (BOX2 参照)。

2022年には、米国の利上げに伴い、ドル高が進行する中で、多くの新興国は、急激な資本流出や通貨安への対応として、外貨準備を用いて自国通貨買いの為替介入といった為替政策面での対応を実施する国も少なくなかった<sup>6</sup>。

【図表6】為替政策



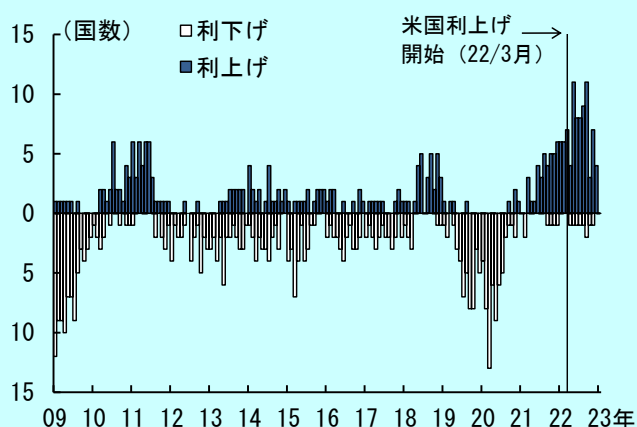
(注) IMFによる為替介入額の推計値。プラスは外貨買い(自国通貨売り)、マイナスは外貨売り(自国通貨買い)。

(出所) IMF

もとより、新興国では、為替介入が頻繁に行われており、平時においては、外貨保有ニーズなどにより外貨買いの為替介入を行う国が多い。為替介入額を確認すると、中国を除く新興国の自国通貨買いの為替介入は、2015年のチャイナショック後や2018年の米国利上げ局面、近年では2022年の米国利上げ局面に実施されている (図表6)。中国を除く新興国の自国通貨買いの為替介入は、2022年には、2015年や2018年よりも幾分大きな規模となったが、仮に金融政策面での対応が講じられなければ、より大きなものとなっていた可能性がある。

すなわち、2022年は、インフレ率が高まるもとで、多くの新興国が政策金利の一段の引き上げを行っており、資本流出や通貨安を一定程度緩和する方向に寄与したとみられる(図表7)。リーマンショック以降、グローバルに緩和的な金融環境のもとで、新興国の利下げ回数は利上げ回数を上回って推移しており、2020年には、感染拡大に伴う経済減速への対応として、多くの国が利下げを決定した。一方、2021年以降は、インフレ率が上昇するもとで、新興国は先進国に先んじて利上げを決定しており、過去と比べて低い水準にあった政策金利は、大きく上昇している。この点、市場参加者からは、2021年以降、新興国が先進国に先んじて利上げを進めたことが、2022年以降の資本流出や通貨安の緩和に寄与したとの声も聞かれている。

【図表7】金融政策



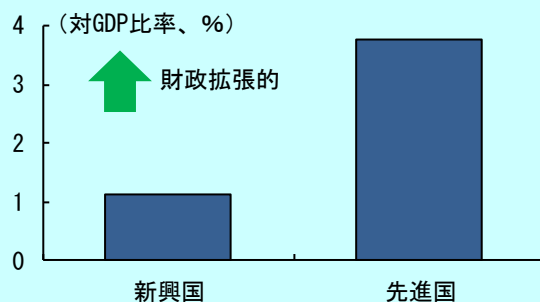
(注) 対象国は、韓国、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、アルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ、ロシア、トルコ、南アフリカ、ハンガリー、ポーランドの15か国。

(出所) 各国中央銀行、BIS

この間、国内向けの政策として、多くの新興国において、各種の財政政策や、担保価格に対する貸出額の比率であるLTV (loan-to-value) に関する規制水準の引き上げなど他のマクロプルーデンス政策も活用されている。

コロナ禍における新興国の財政政策は、先進国と比べて規模自体は小さく抑えられているものの、多くの国では、食料インフレ対応などを目的とした多額の支出により、家計消費や企業活動のサポートに努めた(図表8)。

【図表8】コロナ禍における財政政策



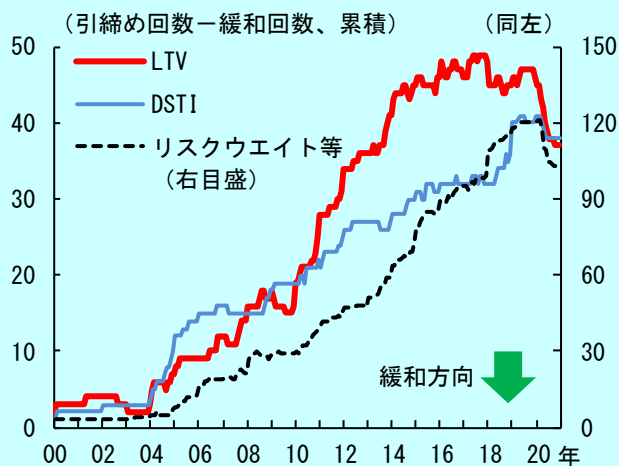
(注1) 景気循環調整済みプライマリー・バランス対GDP比率の2019年から2021年までの累積変化 (fiscal impulse)。

(注2) 対象国は、新興国が図表7の15か国、先進国が4か国(米国、英国、ドイツ、日本)。

(出所) IMF

マクロプルーデンス政策面では、2000年代半ば以降、LTVや債務者の収入に対する元利金支払い額の比率であるDSTI (debt service-to-income)、リスクウエイトに関する規制により、金融機関の過度なリスクテイクを防止する取り組みも進められた。新型コロナウイルス感染症の世界的な感染拡大が始まった2020年には、LTVやDSTIに関する規制水準を引き上げたり、自己資本比率の算出に用いるリスクウエイトを引き下げたりするなど、金融循環に対し緩和方向での政策が実施された(図表9)。LTVやDSTIに関する規制水準を引き上げると、金融機関は、十分な担保を保有していない先や、収入が低く債務返済負担が重い先にも融資が可能になり、国内経済の下支えに寄与する。同様に、資本規制に関するリスクウエイトを引き下げると、金融機関にリスクテイクする余力が生じることから、追加的な融資が期待される。

【図表9】銀行融資に影響を及ぼすマクロプルーデンス政策



(注) 図表4を参照。引締め方向の政策変更は、LTVやDSTIの引き下げ、リスクウエイト等の引き上げ。

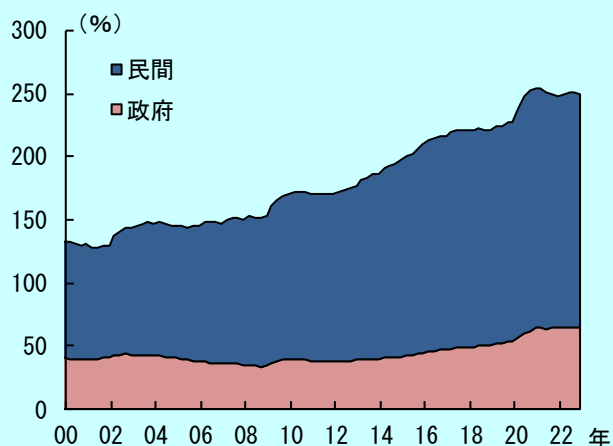
(出所) IMF



これらの様々な対応策は、感染拡大に伴う資本流出や国内経済の下押し圧力を一定程度緩和していたと考えられる。他方、多くの新興国において、緩和的なマクロプルーデンス政策や財政支出等を展開してきた結果として、今後の政策対応の余地が小さくなってきている面はある<sup>7</sup>。最近の新興国の債務対 GDP 比率は、過去と比べて非常に高い水準に達しているだけに（図表 10）、海外投資家の新興国投資に関する不安や懸念が高まり、将来のショック時に多額の資本が流出する可能性が消えていないことには注意が必要である。

ら、一部の新興国では、インフレ高進や外貨建て債務の積み上がりなど、脆弱性が引き続き確認されることには注意が必要である。ファンダメンタルズ要因が改善している国においても、今後のショックへの備えとしての政策対応の余地は小さくなっていることを十分に踏まえ、引き続き丁寧に新興国の資本フローの動きをモニタリングしていくことが重要である。

【図表 10】 債務対 GDP 比率の推移



(注) IMF が集計する新興国 30 か国。

(出所) IMF

## おわりに

本稿では、近年の新興国の資本フローの推移を確認したうえで、この間に講じられた政策対応やこれまでの財務基盤の変化について整理した。新興国の高い経済成長に対する投資家の期待が続いていることに加え、多くの新興国では、流動性の高い資産である外貨準備の確保など財務の強化が進んできているうえ、マクロ経済政策やマクロプルーデンス政策などの面で資本流出圧力を減じる方向での様々な政策対応が講じられてきており、グローバルな市場センチメントや先進国の金利動向の影響に対し高い耐性を示してきている。こうした姿は、過去のそれとは明らかに異なるものである。

ただし、新興国の外貨準備や対外債務状況などのファンダメンタルズ要因の改善度合いは、国ごとにはばらつきがある。本稿で確認したように、全体としては改善に向かっていることは確かなが

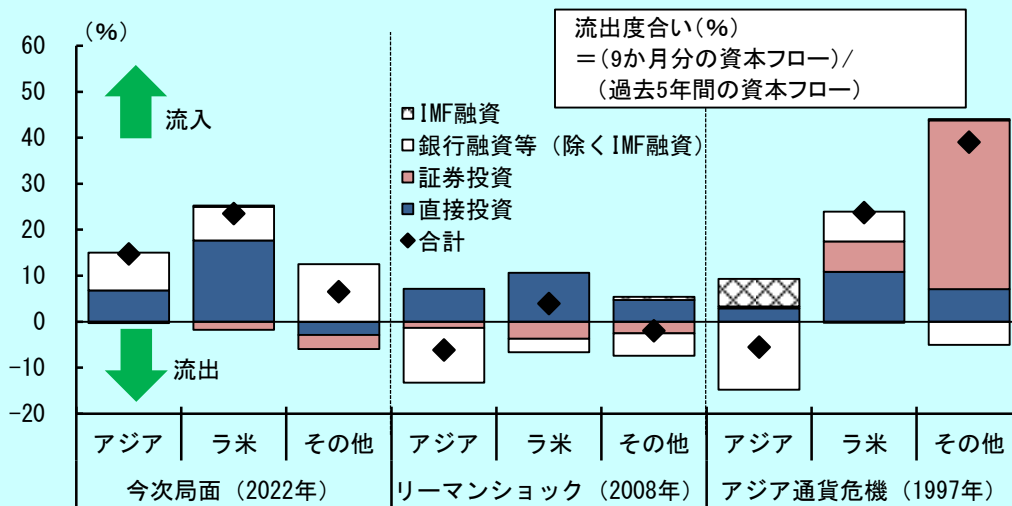
## BOX1：地域別資本フロー（アジア通貨危機、リーマンショック、今次米国利上げ局面）

本 BOX1 では、新興国の資本フローについて、アジア通貨危機やリーマンショックと比較することで、今次米国利上げ局面（2022 年）の特徴を整理する。具体的には、過去 5 年間の資本フローの累積に対する、各局面の資本フローの変化の割合を確認する（BOX1 図表）。

アジア通貨危機では、アジアの新興国において、海外銀行から銀行融資等の返済を迫られるなか、過去 5 年間に蓄積された資本フローの 10%程度の資本が流出した。また、リーマンショックでは、ラ米以外の新興国で、銀行融資等の返済や海外投資家による証券投資の引き揚げなどを通じて資本が流出しており、アジア新興国では過去 5 年間に蓄積された資本フローの 10%程度の資本が、その他の新興国では 5%程度の資本が流出した。もっとも、いずれの場合でも直接投資は流入超を維持するケースが多いのが特徴となっている。

今次局面では、米国金利の上昇に伴い米国国債等の投資妙味が増すもとの、証券投資を通じた資本が幾分流出しているものの、いずれの地域でも全体としてみれば資本流出超にはなっておらず、アジア通貨危機やリーマンショックとは対照的な姿になっている。

【BOX1 図表】地域別の資本フロー



(注 1) 資本フローは、直接投資、証券投資、IMF 融資を除く銀行融資等、IMF 融資を通じた流出入（負債側）の合計。銀行融資等と IMF 融資の合計は、統計上のその他投資と一致。

(注 2) アジアは、韓国、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。ラ米は、アルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ。その他は、ロシア、トルコ、南アフリカ、ハンガリー、ポーランド。

(注 3) 今次局面は、22/1Q～22/3Q の資本フロー。リーマンショックは 08/4Q～09/2Q、アジア通貨危機は 97/3Q～98/1Q の資本フロー。マレーシアとポーランドは、アジア通貨危機時の計数が利用不可であり、ロシアについては、2022 年の銀行融資等の計数が利用不可。

(出所) HAVER、IMF

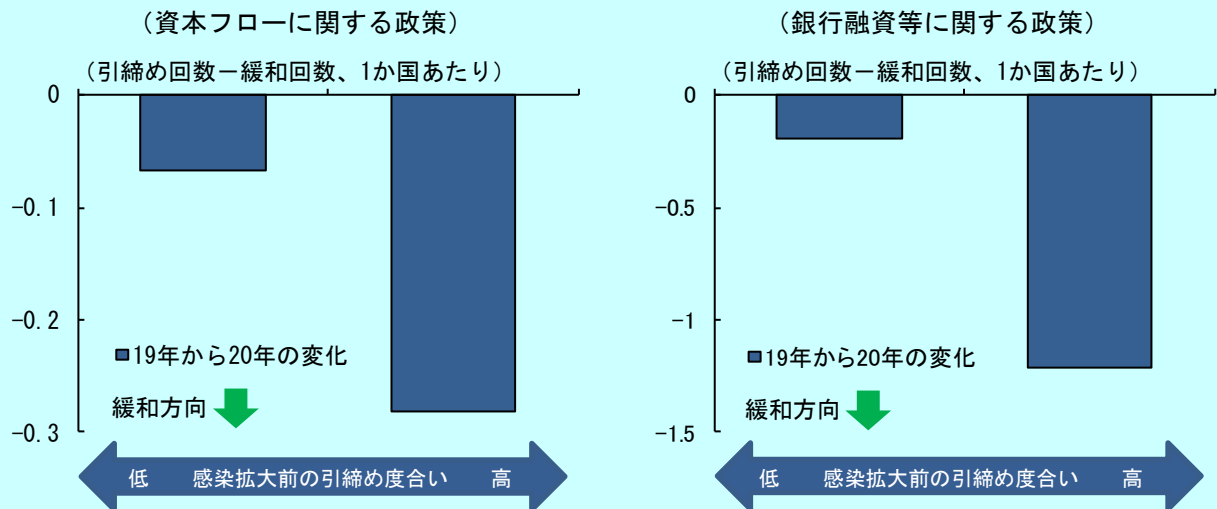
## BOX2：感染拡大前の政策引締め度合い別にみたコロナ禍の政策対応

本 BOX2 では、感染拡大前のマクロプルーデンス政策の引締め度合いと、2020 年中の政策対応との関係を簡単に考察する。具体的には、資本フローに影響を及ぼしうる政策について、感染拡大前の引締め度合いによって、新興国を 2 つのグループに分類したうえで、コロナ禍においてそれぞれのグループが実施した政策変更を比較する（BOX2 図表）。

その結果からは、感染拡大前に引締め度合いが高いグループでは、2020 年中に政策を緩和していることが分かる。これは、政策対応の余力を有している国では、感染拡大時に政策対応を積極的に講じて、資本流出圧力の抑制に努めていた可能性を示唆している。

同様に、銀行融資等に関する政策に焦点を当てて分析しても、感染拡大前に引締め度合いが大きいグループにおいて、2020 年中に政策を緩和していることが分かる<sup>8</sup>。

【BOX2 図表】感染拡大前の政策引締め度合い別にみた 2020 年中の政策対応



（注1）感染拡大前の引締め度合いは、1990年1月から2019年12月までの政策変更回数（引締め方向の政策変更は+1、緩和方向の政策変更は-1）を表す。

（注2）資本フローに関する政策は、所要準備率（資本流入）・為替ポジション限度額等の変更回数を集計。銀行融資に関する政策は、LTV・DSTI・リスクウェイト等の変更回数を集計。

（出所）IMF

\* 現・ニッセイアセットマネジメント株式会社

<sup>1</sup> 詳しくは、藤田太郎・源間康史・小川佳也・高田浩基・菅和聖・山崎さやか「新興国への資本フローを巡る動向」、日銀レビュー、2019-J-6、2019年を参照。

<sup>2</sup> この点に関して、IMFは、財務基盤の強化や、金融市場や制度面での発展が特に重要との見解を示している。詳しくは、次のレポートを参照。

International Monetary Fund, "Toward an Integrated Policy Framework," IMF Policy Paper, October 2020.

<sup>3</sup> この点に関して、IMFは、資本流入は利益をもたらすがリスクを増幅する可能性に言及し、金融システムの安定性に懸念が及ぶ場合などには、予防的に資本流入を抑制することが有用との見解を示している。詳しくは、次のレポートを参照。

International Monetary Fund, "Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows," IMP Policy Paper, March 2022.

<sup>4</sup> 一般的に、マクロプルーデンス政策は、資本フローや為替水準に影響を及ぼすことが目的ではなく、金融システムの安定性を確保することを目的としている。もっとも、いくつかのマクロプルーデンス政策の手段は、資本フローや為替水準にも影響を及ぼしうる。詳しくは、次のレポートを参照。

Lim et al., "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences," IMF Working Paper, October 2011.

<sup>5</sup> IMFが作成する2020年までのデータベースを利用。

<https://www.elibraryareaer.imf.org/Macroprudential/Pages/iMaPPDatabase.aspx>

<https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/Home.aspx>

<sup>6</sup> IMFが作成した2022年までのデータを利用。詳しくは、次のレポートを参照。

Alder et al., "Foreign Exchange Intervention: A Dataset of Public Data and Proxies," IMF Working Paper, February 2021.

<sup>7</sup> この点に関して、国際機関からも同様の指摘が聞かれている。詳しくは、次のスピーチを参照。

Tobias Adrian, "Macroprudential Responses to the COVID-19 Pandemic and Outlook," December 2021.

Agustín Carstens, "The role of macroprudential policies during economic crises," September 2021.

<sup>8</sup> 次の文献を参照。

Bergant and Forbes, "Macroprudential Policy during COVID-19: The Role of Policy Space," *Macro-financial Stability Policy in a Globalised World: Lessons from International Experience*, January 2023.

---

---

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、日本銀行国際局国際調査課（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、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。