

# 世界を駆け巡る資本フロー

信金中金月報掲載論文編集委員長

小川 英治

(一橋大学大学院 経営管理研究科教授)

今年の3月は外国出張が続いた。2月末から3月初めにかけてボストンへ、3月半ばにベルリンへ、そして3月末にソウルへ、出かけてきた。この1か月の間に東京⇒ボストン⇒東京⇒ベルリン⇒東京⇒ソウル⇒東京と移動したので、移動先の各都市においては徐々に春めいてきて、季節が変化しているものの、移動した都市間においては春めく中で冬に逆戻りするという季節感を失うような体験をした。ボストンでは氷点下の気温であったが、ベルリンでは若干暖かく（しかし東京よりは寒く）、ベルリンからの帰国直後に東京では桜の開花宣言を聞いた。そして、ソウルも若干春めいていたが、東京から見ると冬に逆戻りであった。

これらの出張はいずれもThink20 (T20) に直接的にあるいは間接的に関係するものであった。T20とは、日本が今年の議長国となるG20のエンゲージメント・グループの一つである。今年の6月に大阪で開催されるG20サミットに対して世界のシンクタンクが政策提言を行うというものである。他のエンゲージメント・グループとしてB20 (G20ビジネスサミット) やW20 (Women20) がすでに日本で開催されている。

G20の議長国が日本であることに連動して、今年のT20の議長国も日本となっている。今年のT20では10のタスクフォースが設定されている。具体的には、(1) 2030アジェンダ、(2) 国際金融アーキテクチャー、(3) 気候変動・環境、(4) インフラ投資、(5) アフリカとの協力、(6) 社会の一体性・グローバルガバナンス、(7) デジタル時代の教育・仕事、(8) 貿易・投資、(9) 中小企業政策、(10) 高齢化社会・移民をテーマとしてタスクフォースが作られた。その中の1つの(2) 国際金融アーキテクチャーのタスクフォース（タスクフォース2「安定と発展のための国際金融アーキテクチャーと暗号資産・フィンテック」）に私は共同議長として関与している。ボストンとベルリンでは、タスクフォース2のメンバーが集まり、政策提言について議論した。一方、ソウルでは、直接的にはT20には関係しないものの、その政策提言のバックグラウンド・ペーパーをソウル国立大学のコンファレンスと韓国銀行のセミナーで発表してきた。

タスクフォース2の具体的な政策提言のテーマは、資本移動と国際金融アーキテクチャー、金融政策と金融制度の耐性、マクロ・プルーデンス政策のグローバル化、サステイナブル

ル・ファイナンス、暗号資産への規制と国際協調、フィンテックのためのグローバル・ガバナンス・フレームワークなどが含まれている。その中でも、安定と発展のための国際金融アーキテクチャーを考えるにあたって中心的な課題として新興市場国における資本流出の問題を取り上げた。

そのバックグラウンド・ペーパーとして執筆した経済産業研究所のディスカッション・ペーパー (Eiji Ogawa, Junko Shimizu, and Pengfei Luo “Effects of US Interest Rate Hikes and Global Risk on Daily Capital Flows in Emerging Market Countries” *RIETI Discussion Paper Series*, 19-E-019, March 2019) において、政策提言の根拠となるエビデンス、すなわち実証分析について詳細に執筆した。それが以下の通りである。本論文では、米国金利上昇とグローバルリスクの高まりが新興市場国の日次資本フローに及ぼす影響を実証的に分析した。新興市場国の資本フローの日次データ（非居住者による株式・債券の日次純購入（購入マイナス売却））を利用して、2015年11月11日～2018年10月2日の分析期間についてベクトル自己回帰（VAR）モデルを用いて実証分析を行った。

その実証分析の結果、第一に、フェデラルファンド (FF)金利上げの市場参加者の予想およびグローバルリスクあるいは市場参加者のグローバルリスク回避の高まりが新興市場国からの資本流出を導く可能性が見いだされた。第二に、新興市場国の通貨安および株価の下落が新興市場国における資本流出の決定要因であること。第三に、新興市場国の資本流出は一時的なものではなく、持続的で、さらなる資本流出をもたらすこと。第四に、新興市場国の資本流出は国内の株価を下落させ、自国通貨を米ドルに対して減価させること。最後に、新興市場国の資本流出に伝染効果が存在することが明らかとなった。それは、世界規模に新興市場国から資本が流出する状況の下で、特に地域経済・金融の関係が強い新興市場国の間で、資本がさらに流出し、深刻さが増すことを意味する。

これらの分析結果から以下の政策提言が導かれる。第一に、新興市場国の通貨当局が資本流出の可能性に直面した場合、市場参加者による米国金利の予想および市場参加者のグローバルリスク回避行動を注視し、それらに対応する必要がある。第二に、新興市場国における資本流出が持続的であることと新興市場国間の資本流出の伝染効果が存在することから、通貨当局は、一国では対応困難であるため、IMFを中心とする国際機関による対応のほか、グローバルかつ地域的に各国経済のサーベイランスと資本移動の監視に関する国際金融協力を促進すべきである。第三に、一部の新興市場国には資本移動の日次データが整備されているものの、多くの新興市場国ではそうではないためこれらの国々でも国際資本移動の日次データの整備が必要である。