



資本フローのパラドックス再考: アップヒルフローの逆転

[エミン・ボズ](#)、[ルイス・キュベッツ](#)、[モーリス・オブストフェルド](#)

2017年3月7日

経済の基礎理論は、資本はより高いリターンを求め、成長の緩やかな富裕国から高い成長を遂げている貧困国へ流れるはずと説いています。しかし、10年前の調査では実際には資本が「アップヒル（上り坂）」に、つまり相対的に貧しい国から裕福な国へと流れていました。IMFの調査局の[エスワール・プラサド](#)、[ラグラム・ラジャン](#)、そして[アービンド・サブラマニアン](#)の3氏は、その理由を調査しました。

[ロバート・ルーカス氏](#)の独創的な研究を土台にして、3氏は制度的な脆弱性や教育水準の低さなどといった相対的に貧しい国の特性が、そうした国々のリスク調整後の投資リターンを低くしているかもしれないという主張を展開しました。

このブログでは、アップヒルフローの謎を再考し、その政策的含意を論じてみようと思います。今回の調査では、世界金融危機の前に激しくなったアップヒルフローが、最近になって逆転したことが分かりました。この変化はいくつかの要因を反映していますが、主要先進国で予想される金融政策の正常化や政策の不透明感の高まりが、この逆転がさらに強まったり継続したりする公算を低めています。今後は新興市場、発展途上の各国は、資本流入の恩恵を拡大し、資本フローの変動をならし、自国の金融市場の耐性を高め、規模を拡大させる政策に集中すべきです。

世界的な資本配分の変化

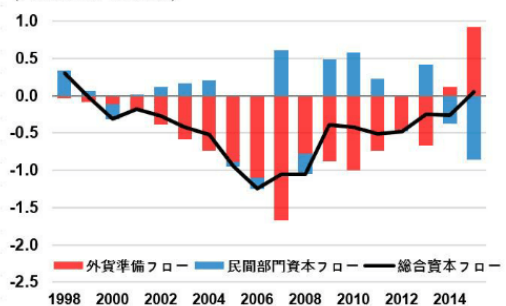
世界金融危機前の数年間、多くの先進国には恒常的で大量の資本の純流入がありました。この流入は発展途上国、とりわけ世界経済へ統合過程にあった最大の途上国であった中国と国際商品価格の上昇から恩恵を受けていた資源輸出国からの大規模で増大しつつあった資本流出を映したものでした。この時期の途上国からの資本流出は、各国の外貨準備の蓄積によるものが支配的でした。

危機以降、このパラドックスが解消しました。先進諸国の企業と家計が債務を削減し、それが投資の減少と資本の純流入の縮小をもたらしました。これは、中国が内需主導型経

資本の流出と流入

直近では発展途上国で民間部門の資本流出が公的部門の資本流入で相殺されている。

(世界GDP比、単位は%)



出典 IMF資本フローアナリティクス; IMF世界経済見通し及びIMFスタッフ計算。
注: グラフは140カ国で構成するパネルに基づく。マイナス数値は資本の流出を示す。つまり、発展途上国の先進国に対する民間部門と外貨準備の債権の積み上がり意味着。

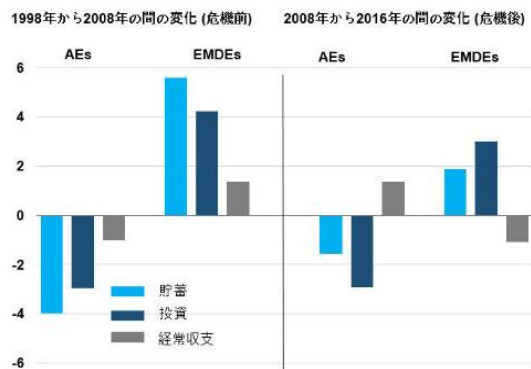
済へのリバランスを始め、資源輸出国の棚ぼた的に増大した輸出代金が雲散霧消したことによる資本流出の減少に見合ったものでした。アップヒルフローの減速とその後の逆転は、2、3年前から始まった各国の外貨準備の減少を概ね反映したものです。実際、IMFの以前の調査に示されているように、2014年以來、途上国の民間資本は純流出に転じています。ただ、中央銀行の外貨資産ポジションの取り崩しによる資本流入でそれが相殺されています。

貯蓄と投資の役割

危機以前のアップヒルフローはほとんど貯蓄に関連した要因を反映したもので、世界のGDP比でみた先進国の投資減少と途上国の投資増大を阻むものではありませんでした。先進国のGDP比で見た投資は減少しましたが、大幅に低下した貯蓄率が対外収支の赤字を増大させました。対照的に途上国では資本流出の激化にも関わらず投資は増えました。各途上国の資本ストックが一般的に低いことを考慮するとこれは不思議なことではありません。しかし、投資以上に貯蓄が伸びました。中国の国内消費を犠牲にした輸出拡大志向と、その結果の資源価格上昇も、こうした動きの背景になっていました。

資本フローのバランス

最近の世界貯蓄の純フローは発展途上国の投資を支援している*。
(世界GDP比、単位は%)



出典: IMF世界経済見通し及びIMFスタッフ計算

注: 2016年のデータは2017年1月時点の予想値。先進諸国 (AEs) と新興市場・発展途上諸国 (EMDEs) の内訳はIMF世界経済見通しに準拠。貯蓄の変化は、経常収支勘定が貯蓄と投資の差に一致するよう小さな誤差を均してある。これは全体の結果を変化させるものではない。



国際通貨基金

危機以降、富裕国と貧困国の投資と貯蓄の傾向は一段とかい離が進みました。先進諸国では投資が減少するにつれて経常収支バランスが改善しました。一方、途上国では、危機以前よりは大幅に減速したものの比較的高い投資の伸びが貯蓄の増加ペースを上回っていたことを反映して、経常収支バランスが悪化しました。このため、直近の世界の貯蓄の正味フローは、途上国の投資増大を支援する方向に向かっています。

展望と政策

富裕国から貧困国に資金が流れる「ダウンヒル」の大きなフローが、このまま継続する可能性はなさそうです。一つには途上国の民間部門の資金は最近純流出となりました。確かに、これら途上国でのより高い成長と社会資本整備の必要性、それに加え富裕国での高齢化などの構造変化が、資本を「正しい」方向に向かわせる可能性があります。しかし、先進国が金融政策を引き締めるにつれて資本が再び先進国へ逆流する可能性もあります。この見通しは、米国の大統領選挙以後に、拡張的な財政政策志向が強まったとの見方によって、より強まったように見え始めています。そして大きな世界的不透明さが継続しています。主に発展途上国に影響を及ぼす保護主義貿易のリスクが高まっているだけになおさらです。

資本流入の恩恵の果実を摘み取ることは途上国にとって引き続き主要な試練です。一般的に言えば、それを達成するには資本フローの流れが反転する潜在リスクを下げる政策的枠組みの一層の強化が必要となります。為替相場の柔軟性はバッファの一助となり得ますが、秩序ある市場環境を維持するために追加的な手立てが必要かもしれません。さらに、[以前の研究](#)でも強調されたように、貯蓄を投資に効率的に振り向けるための円滑に機能する国内及び国際金融市場を含む強靱な制度と政策的枠組みが依然不可欠であることは言うまでもありません。



エミン・ボズ IMF 調査局のシニア・エコノミストで IMF Economic Review (IMF エコノミックレビュー) の共同編集者。IMF には 2006 年から在籍。調査研究分野は主に世界資本フロー、金融危機、新興市場と政府債務。これまでに *Journal of Monetary Economics* (ジャーナル・オブ・マネタリー・エコノミクス)、*Journal of International Economics* (ジャーナル・オブ・インターナショナル・エコノミクス)、*Journal of Money, Credit and Banking* (ジャーナル・オブ・マネー・クレジット・アンド・バンキング)、*the IMF Economic Review*(IMF エコノミック・レビュー)などの学術誌に論文を発表。メリーランド大学で博士号取得



ルイス・キュベッツ IMF 調査局のオープンエコノミー部門の責任者で対外セクター調整グループのリーダー。IMF ではこれまでに新興市場国問題の調査や幾つかの大規模 IMF プログラムに従事。ペンシルベニア大学で経済学の博士号取得し、スペインのバルセロナにあるポムピュー・ファブラ大学で准教授を務めた。



モーリス・オブストフェルド。国際通貨基金の経済顧問兼調査局長。カリフォルニア大学バークレー校休職中。バークレー校では経済学教授で 1998 年より 2001 年まで経済学部長。コロンビア大学 (1979-1986) とペンシルバニア大学の教授 (1986-1989)、ハーバード大学の客員教授 (1989-90)などを経て 1991 年からカリフォルニア大学バークレー校教授。1979 年にマサチューセッツ工科大学で博士号。ペンシルバニア大学で学士号 (1973 年)、ケンブリッジ大学のキングスカレッジで修士号 (1975 年) を取得。2014 年 7 月より 2015 年 8 月までオバマ大統領の経済諮問委員会メンバー。2002 年から 2014 年まで日本銀行金融研究所の名誉顧問。国際計量経済学会及びアメリカ芸術科学アカデミーのフェロー。受賞歴：ティルブルグ大学の Tjalling Koopmans Asset Award、ライク・ラズロ・カレッジ (ブダペスト) のジョン・フォン・ノイマン賞、キール大学の Bernhard Harms Prize など。アメリカ経済学会 Annual Richard T. Ely Lecture、インド準備銀行 the L. K. Jha Memorial Lecture、プリンストン大学 the Frank Graham Memorial Lecture で講義。アメリカ経済学会の実行委員兼副会長。IMF や世界各国の中央銀行で顧問及び指導。

国際経済学の主要な教科書である「International Economics (第 10 版、2014 年、ポール・クルーグマン、マーク・メリッツ)」、「Foundations of International Macroeconomics (1996 年、ケネス・ロゴフ)」を共著。また、為替相場、世界金融危機、世界の資本市場、及び金融政策に関する論文を 100 本以上発表している。