

世界経済見通し 2016年4月

第2章 要旨：新興市場国・地域への資本フローの減速を考える

Rudolfs Bems、Luis Catão

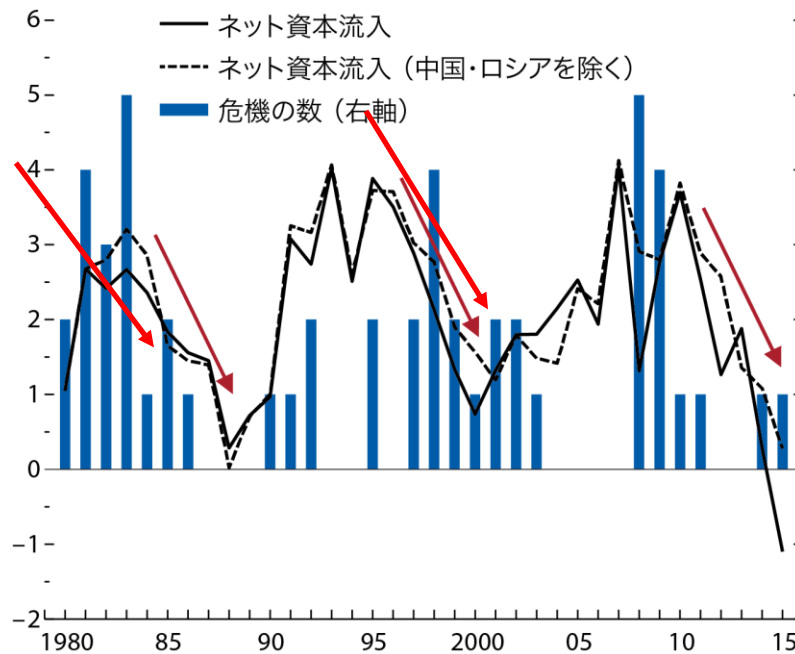
要点

- ▶ 最新の有効データ（2015年第4四半期）によると、新興市場国・地域への資本フローは、5年連続で減少した後、依然抑制された状態にある。
- ▶ これは政策の懸念材料である。というのは（1）資本フローは国内の投資と成長を支えることができ、（2）1980年代、1990年代の長期にわたる国際資本フローサイクルの下降は債務危機の高頻度の発生と関連していたからだ。
- ▶ このことから、2010年以降の資本フローの減速の要因と、当時（1980年代・1990年代）と比較し現在（現下の減速）はなぜ負の影響が少ないのか、その理由を理解することが重要である。
- ▶ 本章の分析により、現下の減速の大半を、新興市場国・地域と先進国・地域の成長の予測される差異が減少したことで説明できることが判明した。
- ▶ マクロ経済への負の影響が少ないことは、主に外貨準備高の増加、外貨建て債務の割合の減少（つまり「原罪」の減少）、及び為替相場の柔軟性の向上などを通じた、政策枠組みの改善にもよる。
- ▶ なかでも、為替相場の柔軟性が一段と高い国々は、それまでの減速期と比べ、国際資本フローのサイクルからより良く切り離されている。

詳細

- 2015年、新興市場国・地域へのネットの資本フローは全体で大きく落ち込んだ。しかし実はこの減速は2010年を過ぎてまもなく始まった—これまでの研究で適切に認識されていなかった開始ポイントである。
- これは、全ての地域、そしてその規模に関わらず新興市場国・地域の大半に影響した。中国、ロシア、あるいはBRICSのみに限られたものではなかった。
- こうした長期間の減速の前例がなかったわけではない。2010年～2015年の減速は、その規模と期間から1980年代・1990年代後半の主な減速におおむね匹敵する（図1）。

図 1. 新興市場国・地域への資本フロー（ネット）と債務危機
 (1980年～2015年、第3四半期、特記ない限り対GDP比、パーセント)



- これで分かるように、2010年～2015年の減速は、これまでの対外危機高発生率と関連していない（図の縦棒）。

こうした事実は以下のような疑問を呈する。本章ではこれらに取り組んでいる。

- 現下の減速はどの程度資本流入の減少あるいは資本流出の増加によるものなのか。
- こうしたフローの要因は何か。
- とりわけ、新興市場国・地域の抑制された成長見通し、世界のリスク選好の低下、あるいは一次産品価格の低下の影響はどれほどなのか。
- 過去にはこうした減速と関連していた大規模な金融危機や債務危機に対し、新興市場国・地域が今回これほどまでに耐性を示している。違いは何か。
- より具体的には、政策枠組みの変化は影響しているだろうか。たとえば、為替相場の柔軟性、外貨準備高というバッファの増加、外貨建て債務へのエクスポージャーの低下は、重要な役割を果たしているだろうか。

こうした疑問に答えるため、40を超える新興市場国・地域のデータを分析した。以下は分析結果である。

- 流入の減少、流出の増加（対 GDP 比、共にグロス）の両者が、2010年～2015年の減速（ネット）の一因だった。
- その原因の大半は新興市場国・地域の成長見通しの低下。
- しかし、構造政策要因・国内の政策要因が、どの国がどれほど影響を受けるか大きく左右した。
- 2010年～2015年の減速時に大半の新興市場国・地域が示した耐性の大きな要因のひとつが、国際金融への統合が進んだことだった。その形は、対外資産（外貨準備も含む）の増加、自国通貨建ての対外債務の増加（原罪の減少）、資本フロー減少のカントリーリスクへの影響の減少などを取っていた。
- 多くの新興市場国・地域では、為替相場の柔軟性の向上が耐性のもうひとつの要因だった。通貨の下落は流出のコストを増やし新たな流入をひきつける。
- 同時に、為替相場の下落は一下落に秩序があり、過去のいくつかの危機と異なり突然の調整という形をとらなければ、消費及び雇用のより効果的なショック吸収材として機能し、成長の減速と債務危機のリスクを緩和することができる。
- 総じて、本章の経済分析によると、資本フローの変化において世界的な（「プッシュ」）要因の重要性は、公的債務が少なく、潤沢な外貨準備を備え、為替相場の柔軟性が高い新興市場国・地域で低くなっていた。

主な政策的含意は以下のとおり：

- 国は、世界の金融サイクルの単なる傍観者ではない。
- 特に、**堅実な財政政策**（公的債務の削減に寄与）、**マクロ・プルーデンス政策**（通貨のミスマッチの制限に寄与）、**為替相場の柔軟性**（ショック吸収材として機能）、及び**堅実な外貨準備の管理**（投資家によるリスク回避の発生の軽減に寄与）などが、新興市場国・地域での国際資本フローサイクルの縮小の緩和及び国内への波及的影響の軽減に寄与する。
- つまり、これまでの事例と異なり、直近の国際金融フローの減速のマクロ的影響がそれほど劇的でなかったのは、より健全な政策枠組みの効果だと言える。しかし、こうした枠組の性能をより高めるためには、依然課題が残っている。

世界経済見通し 2016年4月

第3章 要旨：供給サイドによる強化の時？

先進国・地域における労働・製品市場の改革のマクロ経済的影響

Romain Duval、Davide Furceri

要点

- 多くの先進国・地域は、製品・労働市場の改革をさらに推し進める好機を手に入れている。改革へのニーズは高く改革余地は大きい。政治的にはこれを助長する環境である。こうした改革は、潜在GDPと雇用水準を中期的に高めることができる。
- 製品市場の改革は短期的に利益をもたらす。一方で、労働市場の改革の影響は、改革のタイプによって異なり、さらに経済状況にも左右される。労働税の削減と労働市場活性化政策への支出の拡大は、経済に余剰能力がある場合より大きな効果をもたらす。一方で、雇用保護のための制度や失業給付制度の改革は、経済が好調な時はプラスだが、経済が弱い場合には弊害をもたらしかねない。
- 大半の先進国・地域では経済が長期にわたり余剰能力を抱えている。こうした現在の環境で、改革の当面の効果を最大限に引き上げるためには、改革の優先順位と順序を慎重に計画すること、そしてマクロ経済政策による支援が必要である。労働に対する税の楔の削減や労働市場活性化のための政策への支出の拡大など、財政刺激を伴う改革が、最も有意だろう。製品市場の改革もやはり優先されるべきである。

多くの先進国・地域で、弱い成長が続きマクロ経済政策の余地が縮小していることから、政策担当者は構造改革を重視している。課題のなかでも重要なのが、製品市場・労働市場の機能の強化のための改革である。各国のそれぞれの状況によるが、サービス部門の参入障壁の削減、労働市場活性化のための政策の強化と/あるいは、失業給付手当の見直し、正社員・派遣社員の雇用保護法制の合理化や調和化、労働税の削減、さらには若者、女性、高齢者の労働市場参加を促進する絞った政策の導入などが考えられる。

こうした製品・労働市場改革は、中期的に多くの先進国・地域で成長及び雇用を促進する可能性がある。このことから、更なる努力が求められる。しかし、その効果は短期的にはそれほど大きくない可能性が高い。というのは、特に経済状況が引き続き弱いところで、その効果が現れるには時間がかかるからだ。

製品市場の改革には、短期的にもある程度の拡張的な効果を期待できる。この効果と経済状況全体との間に目立った相関関係は存在しない。たとえば、多くの先進国・地域で主に1990年代に広く起こった航空輸送業界や電気通信業界の規制緩和は、産出高、生産性、サービスの質の大幅な改善につながった。

対照的に、労働市場改革の影響は、総合的な経済状況に左右される。

- 労働市場分野の財政構造改革（労働税の減税、労働市場の活性化のための政策への支出の増加など）は、マクロ経済状況が弱くてもより大きな効果を期待できる。これは、こうした改革は通常、ある程度の財政刺激を伴うということも反映している。
- 対照的に、雇用保護のための制度や失業給付制度の改革は好況時にプラスの効果を及ぼすが、不況時には総需要を弱め縮小的となる可能性がある。

表3.1 製品・労働市場改革のマクロ経済への影響

構造改革の効果は、改革のタイプ、総合的な経済状況、及び考慮される時間枠で異なる。

改革分野	正常な経済状況		弱い経済状況		強い経済状況	
	短期	中期	短期	中期	短期	中期
製品市場	+	++		+	+	++
雇用保護法制			-	--	+	++
失業給付	+	++	-		+	++
労働税	++	++	++	++		
労働市場活性化政策	++	++	++	++		

出所: IMFスタッフ推定

注: マクロ経済の結果は、産出高及び/あるいは雇用: +(−)は、それぞれプラス(マイナス)の効果を示す。"+"(−)の数は効果の強さを示す。労働税減税及び労働市場活性化政策への支出増加の効果は他より小さいが、こうした措置が予算中立の形で導入されたときは継続的にプラスの効果を及ぼす。

補完的な政策は、構造改革の短期的効果を高めることができる。余力があり強力な中期財政枠組みを導入している国や地域での財政刺激策など、マクロ経済政策による支援は、一部の労働市場改革の短期的コストを相殺することができる。銀行や企業のバランスシートの弱さへの対処策の強化は、製品市場の規制緩和の民間投資への影響を強めることができる。

大半の先進国・地域の経済が長期にわたり余剰能力抱えているという環境において、改革の優先順位付け及び順序付けも改革の効果を強めることができる。労働に対する税の楔の削減や労働市場活性化政策への支出の拡大などを含めた、財政刺激を伴う改革が最も有意だろう。製品市場の改革も、総合的な経済状況にかかわらず産出高を押し上げることから、やはり優先されるべきである。