

IMF サーベイ

国際金融安定性報告書

新興市場は世界投資家の構成の変化に対応可能

2014年3月31日



中国の証券取引所の前を歩く投資家：新興市場への投資機会が拡大するなか、変動の激しい債券のフローが増大した（写真：Bei Feng/Corbis）

- 新興市場株式と債券に投資する世界の投資家の構成は過去 15 年間で変貌した。
- 新たな構成により、資本フローは世界金融ショックにより敏感に反応するようになっている。
- 新興市場金融システムを深化させる政策はリスクの管理に貢献することができる。

国際通貨基金（IMF）の新たな調査によると、新興市場の株式と債券に投資する人々の構成は過去 15 年間、大幅に変化した。その結果、これらの国々の資本フローと資産価格は、国外で起こる事象からより影響を受けるようになった。

IMF は最新の「国際金融安定性報告書」で、こうした世界投資家集団の構成の変化の影響を調査した。

債券ファンド、特に現地通貨建て債券ファンド、の役割は 2000 年代初期から増している。先進国経済の貯蓄家は、ここに来てますます先進国と新興国の両方に投資する国際的なミューチュアルファンドに貯蓄資金を回している。政府系投資ファンド（SWF）や中央銀行のこうした金融市場への参入も増えている。

1990 年代はこれと対照的に、新興市場国に投資することは主にこれらの国に特化したファンドを通じて株式を購入することを意味した。

IMF 調査は、投資家のタイプによりそれぞれの行動パターンが違うとしている。2013 年と 2014 年初期の新興市場国株式と債券の急落局面では、長期戦略を持つ年金基金や保険会社など機関投資家は、新興市場国投資資産を幅広く維持した。小売顧客向けのミューチュアルファンドは資金を引き揚げた。債券や株式に集中するさまざまなタイプのミューチュアルファンドも、世界金融の動揺に対して異なる度合いの反応を示した。

IMF 金融資本市場局の国際安定性分析課のチーフでこの調査を作成したチームのリーダーであるガストン・ジェロスは「誰が投資しているかを知ることは新興市場へ

の資本フローの変遷する安定性を理解するのに不可欠。特に先進国の金融政策に対する不透明性が高いときはそうである」と述べた。

いかなる新興市場も隔離されていない

IMFによると、新興市場国株式や債券を購入する世界の投資家の構成の変化により、資本フロー全体が国際的な金融状況からの影響をより受けやすくなる。

今回の分析で、よりボラティリティの高い債券フローの割合が新興市場投資への機会の増加につれて高まったこと、そして、外国人投資家の現地金融市場への直接参加の拡大が世界のボラティリティを現地の資産価格へ波及させる可能性があることを突き止めた。

ミューチュアルファンドによる投資の方が、機関投資家のそれと比べ国際金融状況の浮き沈みからより強く影響を受ける。ミューチュアルファンドに投資する小口投資家の多くは、情報がより限られた貯蓄家で市場のボラティリティの高まりの兆しに対しパニック的に投資資産を売却する可能性がある。ミューチュアルファンドはまた、短期的にパフォーマンスの良好な株式や債券に投資する一方、短期的に悪いものは売却するのが普通で、こうした戦略は「モメンタム・トレード」と呼ばれる。IMFはこれが資産価格のブームと破裂のサイクルを引き起こす一因となっている可能性があるとしている。

機関投資家からの投資が拡大することは、平常時や相場の振れが穏やかな時は一般的に資本フローの安定のために良い事である。なぜなら機関投資家は長期の投資をする傾向があるためだ。しかし、これらの機関投資家が世界金融危機などのより激しい外生ショックの後や、その国の国債が投資非適格に格下げされたりすると、より大きく資金を引き揚げたり、市場へ資金を戻すまでより長く様子を見る可能性があることを、今回のIMF調査は警告している。

ファンダメンタルズは重要だが、世界の投資家は依然、しばしば群集心理的な行動を取っている。

投資が盛んになって20年を経た今日、世界投資家らは新興市場をより良く理解し、パニックに陥りにくくなったであろうか。今回のIMF調査では、それを示す証拠はほとんどなかった。

ある国の経済状況は投資と現地の資産価格に影響を及ぼしていることをIMFは確認した。たとえば、2013年5、6月の初期の価格急落の後の数カ月で、世界の投資家はファンダメンタルズがより良い国々と弱い国々とで異なる扱いを始めた。

しかし調査によれば、全体としてみると、近年のストレス時における投資家の選択が1990年代遅くや2000年代初頭の時の危機と比べ、投資先の国々のファンダメンタルズにより大きく突き動かされたとの証拠は全く見当たらなかった。

IMF調査はまた、投資家がお互いの選択行動をまねがちな、群集心理行動として知られる投資が減少しなかったことも確認した。

新興市場国の政策決定者のための選択肢

ただ、これが、新興市場国の経済を強化する努力が無効で、これらの国々が世界投資家と先進国経済の政策に翻弄されていることを意味しているのではない、とIMFは考えている。

経済ファンダメンタルズの強化とともに、新興市場国は過去15年間にわたりその金融システムの強化と深化に取り組んできた。自国のミューチュアルファンドや年金ファンド、保険会社や銀行などの国内投資家の基盤は、時に外国人投資家による国内市場への直接参加などにも助けられて拡大した。

それに加え、より多くの新興市場国が自国通貨建ての債券を外国人向けに発行できるようになり、いわゆる「原罪」問題を克服した。さらに自国市場の制度的な質も大幅に改善した。

調査の分析はまた、より豊富な国内サービスや商品を取りそろえ、流動性の高い市場のある自国の金融市場は、新興市場国の株式のリターンや債券の利回りが国際金融状況の変化から受ける影響を小さくする一助となることを浮かび上がらせた。そして、この影響減少は量的に大きなものであるとIMFは指摘する。

このため、自国金融システムの一層の発展を促す政策は、新興市場国が金融のグローバル化の潜在的コストを引き下げる一方で、その恩恵をより享受しやすくなるためのより良い下地の整備につながると報告書は付け加えた。

IMFはまた、現地通貨建て債券市場の発達を支援する戦略は有益なものであると指摘した。各国は外国人投資家の自国市場への直接参加の規模を監視すべきだ。というのは非常に大きな外国人のプレゼンスは新たなボラティリティを波及させる可能性があるためだ。このことは、自国の投資家基盤を発展させることの重要性も示している。

IMFは4月9日に全文発表する国際金融安定性報告書で、より多くの分析を示す。

関連リンク:

[報告書を読む](#)

誰が新興市場のソブリン債を保有しているか。
新興市場&世界経済成長