

国際的な資本フロー

## 金融グローバル化の進展に向けて

パオロ・マウロ、ジョナサン・D.オストリー  
IMF 調査局  
2007年8月16日



アラブ首長国連邦（UAE）ドバイで建築中のビル群。海外投資の開放後、不動産市場は活況を呈している。（写真：Karim Sahib/AFP）

新興市場・発展途上国への資本流入は、近い将来1兆ドルを超えると予想されている。IMFの新たな調査によると、大半の国は海外直接投資（FDI）から恩恵を受ける状況にあるが、これ以外の資本フローの自由化は、あくまでもより抜本的な改革パッケージの一環として実施されなければならない。

金融のグローバル化はすでに定着しており、基本的にすべての国が多かれ少なかれその影響を受けている。先進国ではここ20年、資金フローがかつてないほど急速に拡大したが、新興市場・開発途上国でも金融面での統合は進んでいる（図参照）。

広範な資本規制を維持することで金融グローバル化の「流れに逆らって行動」してきた国でさえ、対外資産負債残高は一定の増加をみている。

### キーポイント

**テーマ：**そもそも金融のグローバル化とは、リスクを国際的に分散し、成長を促す投資プロジェクトの資金を調達するための好機であるのか、それとも経済の変動や経済危機の原因であるのか。

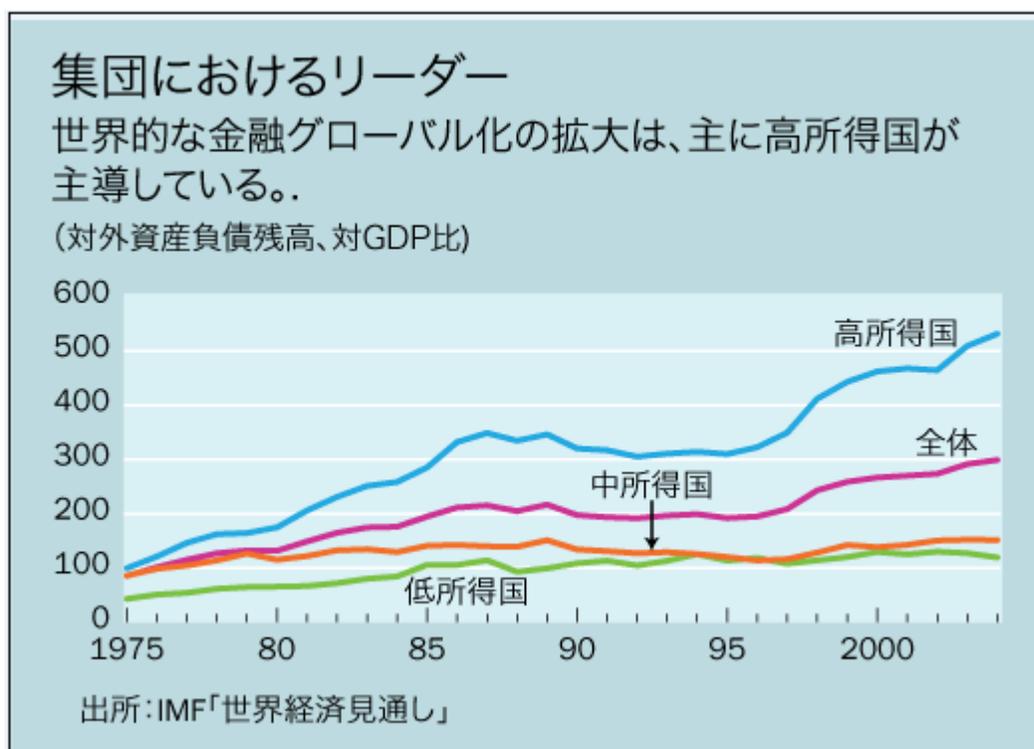
**政策上の検討：**早い段階で海外直接投資（FDI）に門戸を開くことはどの国にとってもプラスになるとみられるが、短期の債務性資金の流入を自由化すべきかどうかは、その国の金融市場の発展度合いや認識されている制度の質、マクロ経済政策を考慮して判断する必要がある。しかし、開放の遅れもまたコストを伴う。

**政策的意味合い：**資本勘定の自由化は、その国のマクロ経済政策の枠組みや国内金融システム、健全性規制を盛り込んだ、より抜本的な改革パッケージの一環として実施されるべきである。

金融のグローバル化は、国々が国境を超えて資産を保有することで関係を深める度合いと定義される。はたして金融のグローバル化は、その国にとって成長にプラスとなる投資プロジェクトの資金を調達する好機ととらえるべきなのか、それとも、資本フローの突然の反転がもたらす経済変動や経済危機の原因になるものと考えべきなのか。IMF 調査局のスタッフはここ数年、この問題について調査を行い、影響を分析し、「金融グローバル化の恩恵を受ける ([Reaping the Benefits of Financial Globalization](#)) 」というタイトルのレポートにまとめた。

過去 30 年間のデータは、各国が参考にすべき二つの重要な点を浮き彫りにしている。

まず、調査結果は、各国が自由な資本フローのメリットとリスクを十分に比較検討する必要があるという見方を裏づけている。先進国経済は概ね自由な資本の移動から恩恵を受けているが、新興市場・開発途上国は、自国の制度や政策立案の質、国内金融市場の発展レベルを含め、一定の基準を満たしているかどうかを確認したうえで資本勘定を開放するのが望ましい。そうした基準を満たさない場合、金融の自由化はマクロ経済の変動を招く可能性がある。



第二に、資本移動にあまりに慎重であることにもコストが伴う。自国経済を外部からの投資に対して開放することはそれ自体、例えば国内金融部門の発展を促すことなどにより、効率性と成長に好ましい変化をもたらす可能性がある。

## 金融グローバル化の影響

理論的には、海外投資への経済の開放は概ねプラスの効果をもつと考えられる。金融のグローバル化は国際的なリスク分散を促進し、家計と政府の支出を安定させ（歳入不足の際には海外資本で国内資本を穴埋めできる）、経済成長を促すからである。

しかし現実には、こうしたメリットはそれほど明快なものではない。先進国はリスク分散から恩恵を受けているが、新興市場・開発途上国でも同じことが起きているという証拠はほとんどない。国際的な金融統合が進むにつれて市場の不安定さが増すのは、国内の金融部門と制度が相対的に弱い国に限られている。

成長の点からみても、やはり明暗を分ける結果となった。FDIは実際に長期的な成長を促しているが（今回の調査によると、FDIの対GDP比が10%ポイント上昇すると、成長率は平均で0.3%ポイント上昇する）、債務が成長に対して与える影響は、その資金が適切に使われたかによって決まる。そして資金の適切な使用自体は、国の政策と制度の質によって左右されるのである。

今回の調査を分析した結果、金融のグローバル化が経済の変動と成長に与える影響については、以下のような数多くの要素が関わっていると推察される。

- ・ **金融部門の発達**。十分に発達した金融市場では、資金フローの突然の増加や停滞から生じる好・不況のサイクルが極端に振れにくい。
- ・ **制度の質**。法の支配や腐敗との絶縁、より一般的には政府の業務効率などを含めた堅固な制度は、FDIと株式資産に資金の流れを導くうえで重要な役割を果たしている。健全な制度上の枠組みがあると、国際的なリスク分散と経済成長の下支えが容易になる。
- ・ **健全なマクロ経済政策**。マクロ経済政策が脆弱である場合、金融の開放は過剰な借入れと債務の累積につながり、経済危機のリスクを高めかねない。
- ・ **貿易の統合**。貿易の自由化が進んだ国は、資本流入の突然の停滞や経常収支の反転に見舞われにくくなる。また、貿易が開放的であると、危機が生じても景気回復を促すことによりその影響を緩和できる。

今回の調査ではまた、金融のグローバル化は各国の危機への抵抗力を弱めるわけではないことも判明した。実際、危機が生じる頻度は、どちらかといえば金融面で開放的な経済の方が資本移動を制限している経済よりも少なくなっている。また我々の推定によると、十分に発達した国内金融システムとしっかりした制度、健全な政策を持ち、貿易が自由で金融面で開放的な国は、危機に見舞われるリスク自体が低い。

## 資本規制にはコストがかかる

どの国も自国経済の資本フローに対する開放は慎重に進めるべきだが、政策立案者は同時に、資本規制の維持は、自国経済にとって大きなコスト増となることにも留意すべきである。このコストには以下のようなものがある。

- ・ **国際貿易の減少**。資本規制が請求ミスなどによる不正行為を招きやすいという証拠は多い。新しい調査ではまた、資本規制は、資本規制を免れようとしていない企業にとってでさえ国際貿易に関わるコスト増となることが示唆されている。
- ・ **資本コストの増加**。資本規制があると、小規模な企業の資金調達がより困難となり、調達コストも高くなる。また、資本規制のある国に存在する多国籍企業は、規制のない国の多国籍企業より借入れコストが高くなる（平均で5%前後）。
- ・ **経済の歪み**。資本規制があると個人も企業もそれを回避する方法を探そうとするため、経済行動が歪む可能性がある。この結果、公平さが保たれず、最も効率的な企業よりも有力なコネを持つ企業が生き残ることになりかねない。
- ・ **行政コスト**。政府は、資本規制の遵守状況の監視や、抜け道や違反行為の防止に向けた規制の改善に多大な資源を投入しなければならない。

それでは今回の調査結果は、IMFによる加盟国へのアドバイスにどのような意味合いをもつのだろうか？ 一般に資本勘定の自由化は、その国のマクロ経済政策の枠組みと国内金融システム、健全性規制を含めた、より広範な改革パッケージの一環として実施されるべきである。特に、FDIのような長期の非債務性資金の流入は、短期的な債務性資金の流入より先に自由化されなければならない。

我々の実証的結果はこの見方を概ね裏づけている。FDIへの開放は、ほぼすべての国にとって一比較的ファンダメンタルズが脆弱な国にとってでさえ一プラスの効果をもたらす。しかし、他のタイプのフローの自由化については、金融のグローバル化からのメリットが正味で、つまりリスクを差し引いてもプラスとなる基準点に達しているかどうかを慎重に見極めたうえで実施する必要がある。

つまり、どの国も金融のグローバル化の受け入れを目標とすべきだが、資本勘定を自由化する前に、政府は自国の金融部門の準備状況と制度の成熟レベルを十分に検討しなければならない。同時に、資本フローの開放に伴って生じるリスクと、資本規制に伴う効率面でのコストを天秤にかける必要がある。

## 将来展望

国内のファンダメンタルズが脆弱な間は、自由化に対する慎重なアプローチも説得力を持つが、将来的には、金融の統合から得られる正味のメリットがより重みを増してくるだろう。

まず、市場は株式中心のシステムへと向かっており、これは国際的なリスク分散と経済成長にとってプラスの効果をもたらす傾向がある。

第二に、多くの新興市場国は近年、自国の経済を改革しており、金融のグローバル化に伴うメリットがリスクを上回り始める基準点に近づいている。

こうした動きを背景に、各国は今後、金融のグローバル化による恩恵を得やすくなるとみられる。

本文は「IMF サーベイ」誌 ([www.imf.org/imfsurvey](http://www.imf.org/imfsurvey)) の記事の日本語訳。