

## 第2章概要

### 新興市場への資本フロー：グローバルなノンバンク金融仲介機関の役割

世界金融危機以降、新興市場への証券投資のフローは、ノンバンク金融仲介機関に大きくけん引されて急拡大した。こうした資本流入は、金融市場の発展や深化を促進し、資金調達機会を拡大するなどの重要な便益をもたらすが、現地市場がグローバルなリスクセンチメントの変化に対して敏感に反応しやすくなるといった課題も出てくる。

本章では、グローバルなノンバンク金融仲介機関の国境を超えた保有資産の詳細データを使用することで、世界的な金融ショックが証券投資フローを通じて新興市場へいかに伝播するかについて斬新で包括的な分析をし、資本フローのボラティリティに対する頑健性を強化する政策の選択肢を概説する。

2008年の世界金融危機は、国際的な銀行融資と証券投資フローに関するグローバルなリスクセンチメントへの相対的な感応度の転換期となった。この時期を境に、国境を超える銀行融資は、危機後の規制改革で銀行のリスクテイク能力が抑制されたことが一因で、グローバルリスクの変化に影響を受けにくくなった。対照的に、証券投資フローは危機以降も、グローバルなリスク環境の変化に敏感に反応している。これは先進国と比較して新興市場に顕著であり、制度が脆弱な国や、外貨準備バッファが不十分な国、あるいは公的債務の対GDP比が高い国によく見られる。

ノンバンク金融仲介機関の中でも、グローバルリスクに対する感応度は投資主体によって大きく異なる。ヘッジファンドや投資ファンドは他のノンバンク金融仲介機関よりもグローバルリスクの変化に強く反応する。投資ファンド部門の中でもパッシブ型のミューチュアルファンドと上場投資信託は感応度が最も高い。こうしたリスクに敏感な投資主体へ頼りがちな国々は、グローバル市場がストレスにさらされた際、債券発行の縮小や国債・社債のスプレッド拡大など、金融環境の厳しい引き締めに直面し、マクロ金融の安定性に悪影響をもたらす可能性がある。

従って、一国の政策決定において、ノンバンク金融仲介機関の投資主体の内訳は重要な考慮事項となるべきである。リスクに敏感な投資主体に依存している国を中心に、新興市場では、制度の質を強化し、頑健な財政バッファや対外バッファを構築し、IMFの「統合的な政策枠組み（IPF）」に沿った積極的なリスク管理を追求することが有益であろう。さらに、システム全体のストレステストは、資本フローの急激な逆流に対する金融システムの頑健性を評価するのに役立ち、十分な資本・流動性バッファを金融機関に維持させることに資するだろう。規制ギャップやデータギャップを解消し、グローバルな金融ショックの波及や増幅を抑えるには、国際協調が不可欠である。

新興市場国で急拡大しているプライベートクレジット市場とステーブルコインについては、規制対象の金融機関と相互関連性が強い場合には特に、相応の監視を継続的に行うことが必要である。

報告書全文は、[こちら](#)の英語版をご参照ください。