

## 連邦準備制度による引き締め措置の結果、 新興市場国への証券投資が減少する可能性がある

ロビン・クプケ

2017年12月14日



シンガポールで働くデリバティブのトレーダーたち。連邦準備制度の金融引き締めの結果、海外勢による新興市場国の株式や債券の購入が減少する可能性が高い (写真: Caro/Rupert Oberhaeuser/Newscom)

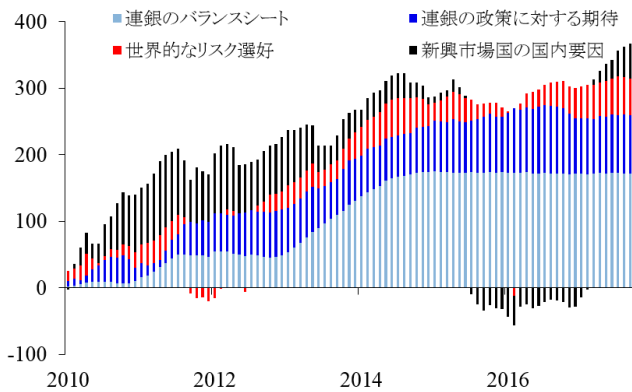
今、世界の投資家が直面している重要な問題は、アメリカ連邦準備制度による金融政策の正常化プロセスが新興市場への資本の流れにどのような影響を与えるかである。IMF の新しいモデルによる試算では、政策金利の引き上げとバランスシートの縮小という正常化の結果、今後2年間で新興市場に流入する証券投資は700億ドルほど減少する可能性が高い。2010年以降、新興市場国に流入した証券投資の規模は年平均で2,400億ドルだった。

連邦準備制度が抱える4.5兆ドルのバランスシートについては、その縮小が10月に始まっている。新興市場国の株式や債券を国外から購入する証券投資に対する影響のほとんどがこの縮小に起因する。利用できる外国資本が減少することで、新興市場国が赤字に伴って資

金調達を行うことや、支払期日が到来した債務を借り替えることが難しくなる可能性がある。このため、連邦準備制度は段階的に動き、その計画を明確に示す必要がある。

### プッシュ要因とプル要因

新興市場国の国内要因や世界的なリスク選好よりも、連銀のバランスシートの規模と、連銀による政策の将来的な動向に関する期待が新興市場国への証券投資に対して大きな影響を与えた。



出所: IMF 職員による試算



IMF が出した最新の[国際金融安定性報告書](#)では、世界金融危機後、新興市場国に流入する証券投資のかなりの部分を大規模な金融緩和が支えてきたことが示されている。とりわけ、2010 年以降に流入した証券投資のうち約 2,600 億ドルが国内の「プル」要因ではなく、連邦準備制度による非伝統的金融政策という「プッシュ」要因に由来するものだと IMF は試算している。この試算は[2014 年のペーパー](#)から採用された計量経済学モデルに基づいている。連邦準備制度による大規模な資産購入はアメリカの長期金利を引き下げ、投資家が利回りのより高い新興国の資産に投資の比重を置き直した結果、1,700 億ドルが新興国に流入したと試算されている。

残りの 900 億ドルについては、連邦準備制度の将来の政策金利に対する市場の予測が引き下げられたことによる影響だ。

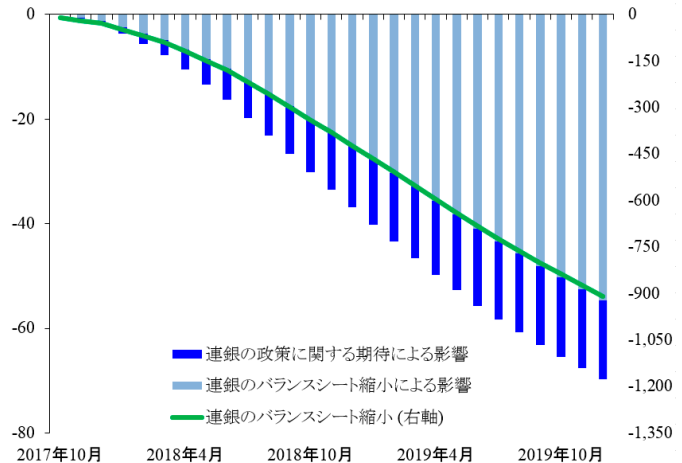
私たちのモデルは連邦準備制度の金融政策が今後も証券投資の流れに影響を与え続けることを示している。連邦準備制度のバランスシートの規模が縮小することで、今後 2 年間に流入する証券投資が 550 億ドル減少すると私たちは試算している。短期金利が IMF の予測通りに上昇した場合、流入する証券投資はさらに 150 億ドル減少する可能性がある。こうした試算結果の前提として、アメリカの政策金利が 2019 年末までに 3%をわずかに下回る水準まで上昇すると私たちは仮定している。また、引き締め過程で混乱が生じず、新興市場国の経済成長も損なわれないと仮定を置いている。

したがって、正常化を徐々に行うことが、新興国が資本流入の低下に合わせて確実に調整できるようにするために非常に重要となる。外国資本の流出が限定的であっても、もし比較的短期間に流出が生じた場合、新興市場国の借り手にとっては大きなストレスになりかねない。例えば、2013年には市場参加者が連邦準備制度の情報を「連銀が想定よりも早く資産購入のペースを落とし始める」というシグナルだと解釈して「テーパー・タントラム」が引き起こされ、7週間の間に新興市場国から400億ドルの資本が流出し、為替レートが急落し、資産価格も低下した。

こうした調査結果によって、連邦準備制度など先進国の中央銀行は政策変更を徐々に行う必要があるということが改めて示されている。正常化プロセスが円滑に進むよう、金融当局は保有している証券の段階的な縮小について情報を明確に伝達するプランを持つべきで、また、現在の枠組みを変更する可能性についても見通しを示すべきである。

### 縮小を行う

連銀のバランスシート縮小は、新興市場国への証券投資の減少に対して一番大きな影響を与える可能性が高い。



出所: IMF 職員による試算。連邦準備制度



INTERNATIONAL  
MONETARY FUND



ロビン・クプケは IMF 金融資本市場局のエコノミスト。市場監視や金融の安定性に関する問題に重点を置いている。また、国際金融安定性報告書にも貢献している。2016年に IMF で勤務を開始する前には、金融機関の国際的な組織である国際金融協会 (IIF) に6年間勤め、グローバルな資本の流れとアメリカ経済の専門家として活動した。

\*\*\*\*\*