

超金融緩和の潮流変化と国際金融市場の課題

調査部 上席主任研究員 河村 小百合

目 次

1. はじめに
 2. 国際金融市場における資本フローの動向
 3. 国際金融市況や資本フローの急変時の経済政策運営の在り方
 - (1) 国際的な資本フロー管理政策に関する考え方の変遷
 - (2) 2012年のIMFの資本フロー規制に関するスタンス転換
 - (3) 国際金融市況や資本フローの急変時のケース別にみた経済政策運営の考え方
 4. 近年における資本フロー反転・急変時の各国の政策対応
 - (1) 概 要
 - (2) アイスランド（2008年11月～2017年3月）
 - (3) キプロス（2013年3月～2015年4月）
 - (4) ギリシャ（2015年6月～）
 5. 今後の展望とわが国への示唆
 - (1) 各国の経験からの教訓
 - (2) 現下の局面の特殊性
 - (3) わが国の政策運営の現状の特異性と先行きのリスク
- 補論. 中央銀行のバランス・シート政策採用後の金融政策運営の自由度の考え方

要 約

1. リーマン・ショックに端を発する金融危機後すでに8年余りが経過した今日、アメリカの連邦準備制度（Fed）が金融政策運営の正常化に向けた取り組みを着々と進展させるなど、危機以降続いてきた“超金融緩和”状態という潮流には変化がみられ始めている。金融危機の経験を経て、国際的な資本フローの急変や反転の際の政策運営に関する国際金融界の考え方は近年、いかに変化してきているのか。それを踏まえたうえで、実際にそうした急変に見舞われ、異例の政策対応を余儀なくされた近年の先進国の事例も参照しつつ、こうした潮流変化が、各国やわが国の政策運営にもたらす課題について考えることとしたい。
2. 1970年代の変動相場制移行後、IMFは、自由な国際貿易や自由な国際的資本フローが、グローバルにみた資源の効率的な配分を確保するうえで重要という考え方に立ち、加盟国に対して、資本フロー規制はよほどのことがない限り認められない、というスタンスを維持してきた。しかしながら、1997年のアジア通貨危機に際してのIMFの対応に批判が唱えられたことや、2008年の金融危機は、IMFとともに国際的な資本移動の自由化に積極的なスタンスをとってきた先進国が震源となったことなどから、IMFは2012年、一定の要件のもとでは資本フロー規制を容認する、というスタンスに転換した。
3. IMFはその際、国際金融市場や資本フローの急変時のケース別にみた、採り得る政策の選択肢の考え方についても、整理して公表している。それによれば、資本流入急増のケースと資本流出急増のケースのいずれにおいても、まずは実際に可能な範囲で金融政策運営や外貨準備（外国為替市場介入）政策による対処を試み、それが不可能となった時点で、「資本フロー管理政策」の導入が正当化される。ただし、これは決して財政政策や金融政策といったマクロ経済政策の代替たり得るものではなく、あくまで、マクロ経済政策によって危機の原因となった“不均衡”を解消するまでの間の“時間稼ぎ”に過ぎない、とIMFは念を押している。
4. 2013年以降に限ってみても、各国が資本フローの急変や反転に直面し、その対応のための政策運営を迫られた例が多く存在する。そのなかで、「資本フロー規制」の発動にまで至ったケースは多くはない。ただし、金融危機後の先進国の三つの事例についてみると、「金融危機の最初の犠牲国」となったアイスランドでは、3大民間銀行がいずれも巨大化したバランス・シートを抱えて経営破たんし、2008年11月から2017年3月に至るまでの実に8年あまりの長期間にわたり、資本フロー規制の発動を余儀なくされた。これに伴い、同国の財政ポジションも急激に悪化し、国債のデフォルトこそかろうじて回避したもの、国民は広範かつ大幅な増税を強いられるなど、実質的な「国内債務調整」を余儀なくされた。
5. また、キプロスでは、同様に民間銀行がバランス・シートを拡大させていたところ、2012年のギリシャ国債デフォルトの影響で、民間銀行部門がシステムック・リスクに瀕し、2013年3月から2015年4月まで、資本フロー規制を余儀なくされた。
さらにギリシャにおいては、2012年に2度の国債デフォルトを経験した後、2015年の2度目のユー

口離脱危機の際に、国外への資金流出が強まり、資本フロー規制の導入を余儀なくされた。同国の財政再建のめどはいまだに立っておらず、資本フロー規制は徐々に緩和されてはいるものの、完全解除の見通しはなお立っていない状況にある。

そしてこれらの実例においては、いずれも資本フロー規制が实体经济活動の重い足かせとなり、成長を妨げたことが確認されている。

6. 足許で、一部の国々は、2008年の金融危機以降8年余りにわたって続いてきた低成長、低金利から脱け出しつつある。ただし、先進国の主要中央銀行が、これまでにはない手法で金融引き締めや金融政策運営の正常化を行っていることに十分に注意する必要がある。

各中央銀行がバランス・シートを縮小させる過程に入れば、長期金利には需給面から、過去の引き締め局面以上に強い上昇圧力がかかることが想定される。また、Fedをはじめとする各中銀の多くは、短期金融市場にかつてない規模の過剰流動性を抱えた状態にある。これらを中央銀行の当座預金に適切にひきつけ続けながら、首尾よく正常化を完了させられるか否かも、今後の大きな課題となろう。

新興国側からは、こうした潮流変化を「大転換（The Great Transition）の時代」と呼び、これに備える必要性を指摘する見解もきかれている。「大転換」に備えるべきは新興市場各国ばかりではなく、先進国もまた然りであろう。

7. わが国の場合は、財政事情が世界でも最悪の状態にあることのみならず、日銀のバランス・シートがすでに、諸外国の主要中央銀行との対比でかなり特異な状況に陥りつつあり、先行きの金融政策運営の自由度が事実上、大幅な制約を受けざるを得ない状態に陥っていることが懸念される。そうした状況下で、わが国が今後、国際金融市況や資本フローの急変や反転といった事態に見舞われることとなれば、マクロ経済政策による対処は不可能となり、残された道は、「資本フロー規制導入」のみとなってしまうかねない。そのような事態に至る前に、わが国として、財政政策運営を少しでも健全化させ、金融政策運営を少しでも正常化させるべく、今から取り組んでいくことこそが喫緊の課題である。

1. はじめに

2008年のリーマン・ショックから8年余りが経過した。このショックは、欧米主要国の多くの金融機関を巻き込み、金融仲介機能は麻痺状態に陥った。危機の震源となった国々では、実体経済が1930年代の「大恐慌」(The Great Depression) 以来の「大不況」(The Great Recession) とも称されるほどの厳しい落ち込みを余儀なくされることとなった。欧州に至っては、2009年以降ギリシャを皮切りに欧州債務危機が立て続けに発生し、金融・経済危機を一段と深刻化させることになった。

このような金融・経済情勢を受け、米連邦準備制度(以下Fed)やイングランド銀行(以下BOE)、欧州中央銀行(以下ECB)といった欧米の主力の中央銀行はいずれも、危機を収束させ、また大きく傷んだ実体経済を立て直すために、着手の時期や実施期間、選んだ手段等は様々ながら、危機前とは大きく異なる手法での金融政策運営に乗り出した。わが国においても、金融システムへの痛手は欧米ほどではなかったものの、「デフレ脱却」を経済政策運営上の最優先課題に据える第2次安倍政権が2012年末に誕生し、日本銀行もそれに歩調を合わせる形で、2013年3月に就任した黒田総裁のもと、欧米の中央銀行の金融政策運営を大きく上回る規模での「量的・質的金融緩和」(以下QQE)を開始した。QQEは、2014年10月に国債等の買入れ規模が拡大(「年当たり約50兆~60兆円」ペース→「年当たり約80兆円」ペース)され、その後も2016年2月には「マイナス金利」政策が追加された。2016年9月には、政策目標が「長短金利操作」に切り替えられ、国債等の買入れ規模は金融政策運営上の直接的な目標からは外されたものの、「めど」というあいまいな位置づけで残り、「年約80兆円程度」のペースでの国債買入れが続行され、今日に至っている。

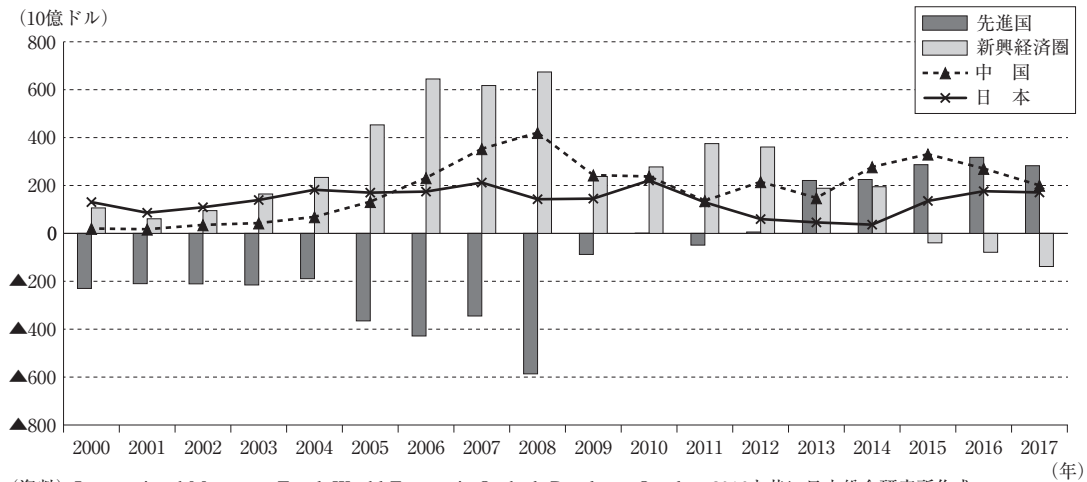
一方で、金融危機後すでに8年余りが経過した今日、各国中銀の積極的な金融緩和が奏功し、金融システムが受けた痛手は、欧州の一部を除けばほぼ癒えつつあり、実体経済の回復の足取りも、アメリカを中心によく確かなものとなりつつあるように見受けられる。半面、危機前と比較すれば、世界経済全体として低成長状態が長期化しており、国際金融市場では現在も、危機前にはおよそ見られなかったレベルでの“超金融緩和”状態が続いている。そこで、本稿においては、このような危機後の8年余りの政策運営が、国際金融市場や国際間の資本フローにどのような変化をもたらしたのかを明らかにし、それを踏まえたうえで、今後の課題を検討する。具体的には、Fedが金融政策運営の正常化を着実に進展させつつあり、ECBも実体経済や物価情勢の好転を受けて積極的なバランス・シート政策からの脱却を探り始めたように見受けられるなか、主要中央銀行のこのような動きに先導される形で、国際金融市場全体において今後強まると想定される“超金融緩和”状態からの脱却という大きな潮流変化が、各国やわが国の政策運営にもたらす影響や課題について考えることとしたい。

2. 国際金融市場における資本フローの動向

まず、2008年の金融危機をはさみ、国際金融市場における資本フローがどのように変化してきているのか、その概要をみてみよう。

国際収支統計上、資本フローは金融収支の各計数で表される。概念上は、金融収支は経常収支および資本移転収支の和と裏表の関係にある(注1)。そこで、2000年代入り後の先進国および新興国の経常収支の推移をみると(図表1)、先進国では危機前の経常赤字基調から、危機をはさみ経常収支均衡か

(図表1) 先進国、新興圏、および日中の経常収支の推移

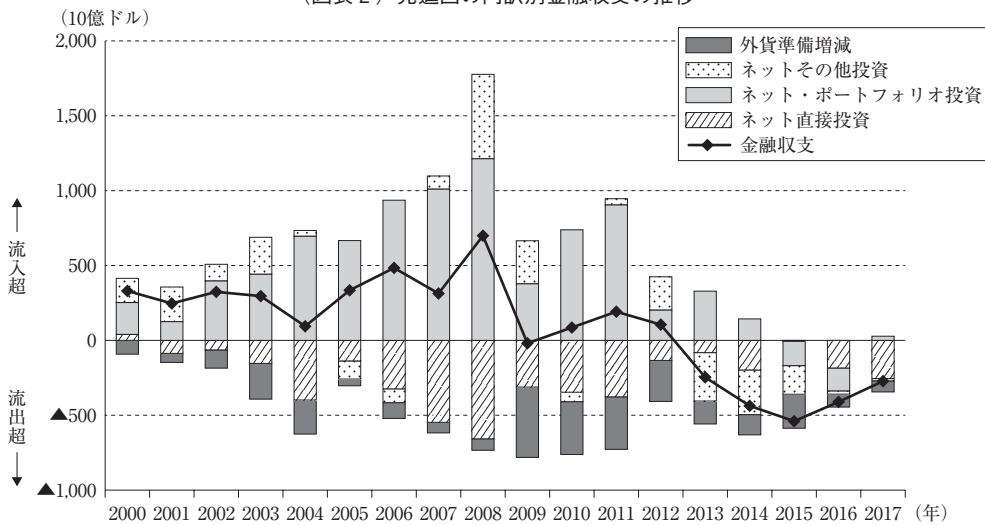


(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成
 (注) 2015年以降はIMFによる見込みおよび見通し。

ら黒字基調に転じつつある。これに対して、危機前に大幅な経常黒字を続けていた新興国では、近年では黒字縮小から赤字傾向が強まっている。

一方、先進国、新興国の金融収支(注2)の動きをみてみよう(図表2、図表3)。先進国では危機前こそ資金流入超(IMFベースの統計上は金融収支はマイナス)であったが、危機後は流出超に転じている(図表2)。内訳をみると、とりわけポートフォリオ投資での流入超から流出超への転換が主因となっている。これに対し、新興国では資金流出超過幅が、危機を契機に縮小している。内訳をみると、外貨準備の積み増しという形での資金流出は続いているものの、対内直接投資が増加したほか、ポートフォリオ投資も危機後流入超が定着している。

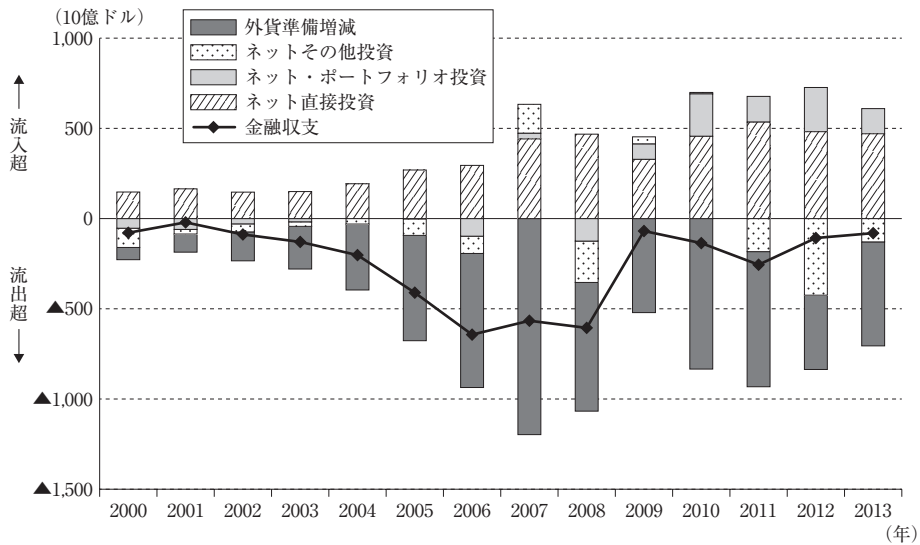
(図表2) 先進国の内訳別金融収支の推移



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成
 (原資料注) 2016年以降の計数は、2016年9月16日時点で入手可能な情報に基づくIMF見通し。

(注) IMFの現行の『国際収支マニュアル第6版』(2008年発行)においては、金融収支は資金の流出超がプラスで表記されることとなったが、本図では符号を逆とし、資金の流入超をプラスで表記している。

(図表3) 新興国の内訳別金融収支の推移



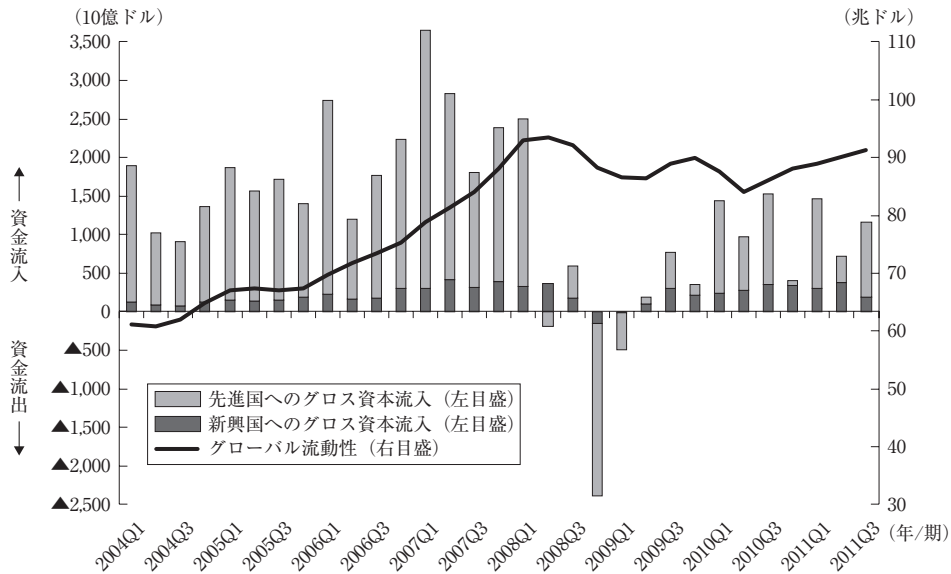
(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成

(注) IMFの現行の『国際収支マニュアル第6版』(2008年発行)においては、金融収支は資金の流出超がプラスで表記されることとなったが、本図では符号を逆とし、資金の流入超をプラスで表記している。

金融危機前後での先進国・新興国向けグロスの資本フローの動きをみると(図表4)、危機前には先進国向けを中心に巨額の資金が流入していたことがわかる。当時は低金利のもと、民間金融機関による活発な与信活動を背景に、グローバルに流動性が積み上げられている状態にあったが、危機で資本フローの動きは一変し、2009年初には先進国から巨額の資金流出が発生している。その後は持ち直しているが、先進国向けには危機前ほどの資金流入はみられない。危機で民間金融機関は与信活動を縮小させざるを得なくなったにもかかわらず、図表4から明らかのように、グローバルな流動性が大きく落ち込むことはなかった。これは、危機後の主要中央銀行による大規模な資産買い入れによって、民間金融機関が手放した資産(国債やMBS等)を中央銀行が買い入れ、民間金融機関側はその対価として得られた巨額の資金を中央銀行への当座預金(超過準備)として預け入れたため、結果として民間金融機関のバランス・シートは規模が維持されたことを意味する。こうした状況から、グローバルな流動性の供給源は、危機前の民間金融機関からは大きく変化し、危機後は非伝統的な手段を用いて巨額の資金供給を行った主要国の中央銀行が主役となっていることがわかる。

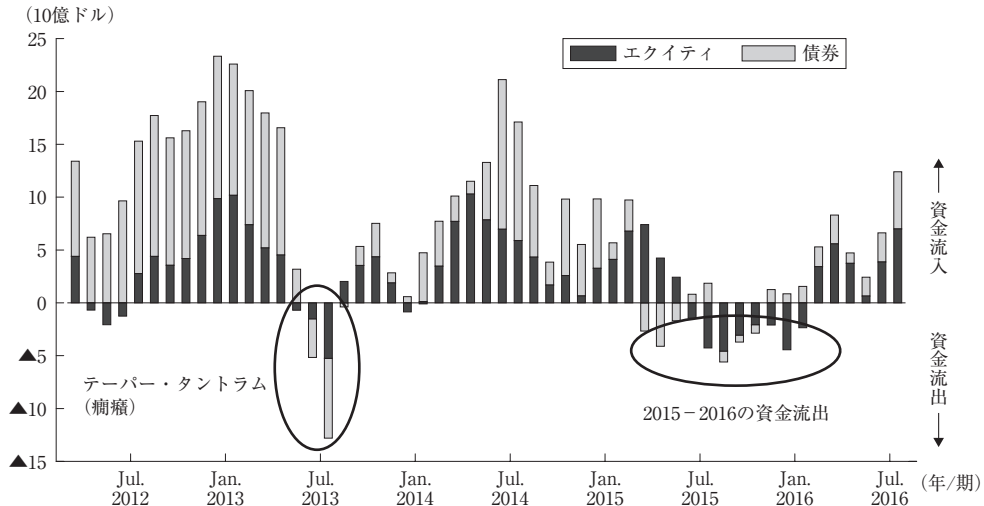
近年の動きをみると、危機の緊張は緩和され、实体经济も回復傾向をたどり始めた2013年頃からは、グローバルな流動性の主たる供給源の一つであったFedが、金融政策運営の正常化への取り組みを視野に入れ、徐々に取り組んでいくなかでの節々におけるイベントによって、新興国への資金流入が大きく影響を受けるケースがみられるようになってきている(図表5)。具体的には、2013年5月のバーナンキ前FRB議長による、正常化策への近々の着手の可能性を示唆した議会証言を受けての、いわゆる「テーパー・タントラム」(資産買い入れ縮小による“痼癩”の意味)や、実際には2015年末に行われたFedの金融引き締めへの転換をにらんでの、同年夏頃から2016年にかけての新興国からの資金流出の動きなどが挙げられる。

(図表4) 金融危機前後での、先進国・新興圏向けグロス資本フローとグローバル流動性の推移



(資料) IMF [2012b]. The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View, November 14, 2012, p23, Figure 24を基に日本総合研究所作成
 (原資料) Chen et al., 2012およびIMFスタッフ推計。
 (原資料注) グローバル流動性とは、G4すなわちユーロ圏、日本、イギリスおよびアメリカの金融機関の総負債量の合計。

(図表5) 非居住者による新興市場経済へのポートフォリオ流入の推移



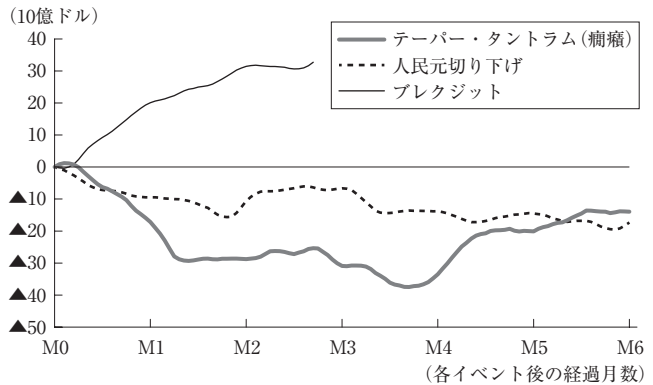
(資料) IMF [2016b]. Global Financial Stability Report Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era, October 2016, p29 Figure 1.22を基に日本総合研究所作成
 (原資料) Bloomberg L.P.、およびIMFスタッフによる推計。
 (原資料注) 債券のフローには、インド、インドネシア、メキシコ、ロシア、南アフリカ、タイおよびトルコを含む。エクイティのフローには、ブラジル、インド、インドネシア、フィリピン、南アフリカ、台湾、タイおよびトルコを含む。

もつとも、2016年入り後は、イベント後の新興経済圏からの資金流出は、2015年までに比較すれば総じて緩やかなものとなりつつあり、6月の“Brexit”を決めたイギリスの国民投票後には、以前とは逆に、新興国に資金が流入する動きも観察された(図表6)。これは各国が、従前のようなケースでの資

金流出に対応すべく政策運営を進めた結果である（第4章で後述）。

ただし、中国、メキシコ、トルコといった国々では2017年入り後もなお、警戒が必要な状態にある。米トランプ新大統領に“標的”にされたメキシコでは、2016年11月の米大統領選挙後にペソ安・資金流出が進み、国内経済の実態には相反する形で、メキシコ中銀が利上げを余儀なくされている。また、中国では最近も、様々な資金フロー管理策が追加され、強化されている。2017年末にかけて、Fedが金融政策運営の正常化を一段と進めていくであろうことに鑑みれば、今後、国際金融市場がさらに大きく変動することもあり得る。そこで次章では、資本フロー管理の是非に関する国際金融界の考え方の変遷と、急変時の政策対応の在り方のオプションについてみていこう。

(図表6) イベント後の非居住者による新興市場経済への
ポートフォリオ流入の推移



(資料) IMF [2016b]. Global Financial Stability Report Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era, October 2016, p29 Figure 1.22を基に日本総合研究所作成

(原資料) Bloomberg L.P.、およびIMFスタッフによる推計。

(注) 各イベント後の非居住者によるポートフォリオ資金流入の月ごとの累積値。

(原資料注) 債券のフローには、インド、インドネシア、メキシコ、南アフリカおよびタイを含む。エクイティのフローには、ブラジル、インド、インドネシア、フィリピン、南アフリカ、台湾、およびタイを含む。

(注1) 現行のIMF国際収支マニュアル第6版ベースでは、以下の形で国際収支の恒等式が成立する。

$$\text{経常収支} + \text{資本移転等収支} - \text{金融収支} + \text{誤差脱漏} = 0$$

(注2) 金融収支は①直接投資、②ポートフォリオ投資（債券、株式投資）、③その他投資（銀行の与信活動を反映）、④金融派生商品、⑤外貨準備から構成されるが、図表2、図表3では金融派生商品を除く主な内訳と、金融収支全体の動きを示した。

3. 国際金融市況や資本フローの急変時の経済政策運営の在り方

(1) 国際的な資本フロー管理政策に関する考え方の変遷

資本フローの変動をいかに捉え、急変時等にはいかに対処すべきかに関して、国際金融界でこれまで一貫した考え方が採られてきたわけではない。むしろ、国際金融界のスタンスは、国際金融システムの発展や実際の国際金融取引上の変動や危機の経験を経て、変化してきている。

第二次大戦後の外国為替相場の固定相場制のもとでは、各国は、国際的な資本フローを必要に応じて規制することを国際金融界において認められており、事実上“閉鎖経済”体制下にあった。

1970年代になると、主要国は変動相場制への移行を余儀なくされた。先進国においては、その後国際的な資本取引や金融サービスの自由化も進められ、わが国を含めて1980年代にはそれがほぼ完了した。先進各国はこれをもって、いわば“開放経済”体制に移行したことになる。

そのもとでのIMFの国際的な取引に対するスタンスは、自由な国際貿易、自由な国際的資本フローがグローバルにみた資源の効率的な配分を確保するうえで重要、というもので、加盟国には、他の加盟国に対し不公正な競争上の優位を得るために為替操作を行ってはならないという義務が課せられることと

なった。また、固定相場制時代に必要に応じて認められていた資本フロー規制は、変動相場制・開放経済体制のもとで「為替操作を行ってはならない」という義務を逸脱しない範囲内でのみ、という条件が付けられた。資本フロー規制は事実上、よほどのことがない限り認められない、というスタンスが確立していくこととなったのである。こうした流れのもと、1990年代末には、IMFでは、資本取引の自由化を加盟国の一般的義務とすることすら検討された。

ところが、1997年に発生したアジア通貨危機によって、そうした流れは方向転換を余儀なくされることとなった。各国が資本取引の自由化を性急に進めたことが危機を招いたのではないかと、また、IMFが危機後の資本フロー規制強化を容認しなかったことが危機を悪化させたのではないかと、との批判がIMFに向けられることとなってしまったのである。

加えて、その後も、各国が資本フロー規制を、部分的なものも含め導入せざるを得ない事態がいくつも発生した（図表7）。そしてついに、それまでIMFとともに、自由な資本移動を積極的に推し進めてきた先進国が震源となって、リーマン・ショックが発生した。この世界的な金融危機に対して、IMFは国際的な資本移動のモニタリングをもっと強化していれば危機による打撃をもう少し緩和することができたのではないかと、との批判にさらされた。

（図表7）資本フローの管理手法が発動された近年の実例（～2011年）

国名	発動した年	内容
＜資本流入の制限のための方策＞		
ブラジル	2009年	ポートフォリオのエクイティと債券の資本流入に2%の課税を導入
インドネシア	2011年	中央銀行債券の6カ月間の保有規制、および銀行の海外からの短期借入れについて資本の30%までとする制限を賦課
韓国	2011年	国内外の投資家の扱いを公平なものとするべく、外国人の国債および金融安定債券への投資による金利収入や移転利益に対する源泉徴収税を復活
ペルー	2010年	非居住者による中央銀行手形への投資に対する手数料を10ベシス・ポイントから400ベシス・ポイントに引き上げ
タイ	2010年	非居住者の国債新規購入による利子所得やキャピタル・ゲイン所得に対する15%の源泉徴収税を賦課
＜資本流出の制限のための方策＞		
アルゼンチン	2011年	銀行からの預金引き出しを制限し、外貨建ての送金やローンに制限を課すCorralitoを設立
アイスランド	2008年	国内通貨勘定の、資本取引のための兌換性を停止
マレーシア	1998年	非居住者に対して、マレーシア債券の売却で得た利益を転換する際に、12カ月の待機期間を義務付け
ウクライナ	2008年	非居住者が、自国通貨建ての利益を外貨に転換する取引について、5日間の待機期間を導入
タイ	1997年	フォワード取引に制限を課し、輸出の引き渡し要求制度を導入

（資料）IMF [2012b]. The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View, November 14, 2012, p41を基に日本総合研究所作成

（原資料注）本表は、資本フロー管理政策に該当すると評価されるものを列挙した。包括的な列挙ではなく、各政策が適切であったか、効果的であったか、という評価は含まない。

（2）2012年のIMFの資本フロー規制に関するスタンス転換

こうした経緯を受け、国際通貨金融委員会（注3、IMFC）とG20は、2010年、IMFに対して資本フローに関する考え方を整理することを要請した。これを受けてIMFは、スタッフによる分析作業および理事会での議論を経て、資本フローに関するIMFの「組織的見解」（Institutional View）を発表した（IMF〈2012b〉）。その内容は、資本フロー規制に関するそれまでのIMFの否定的なスタンスを全面的に転換し、一定の要件のもとではこれを容認するというもので、IMFの従前の頑ななスタンスからすれば画期的な転換であったといえる（注4）。その主要な点は次のようにまとめられている（Executive

Summary部分。訳は筆者)。

- 資本フローは、各国にとって相当な恩恵をもたらす得る。具体的には、効率性を高め、金融セクターの競争力を促進し、生産的な投資の拡大と消費の円滑化を促進する。
- 同時に、資本フローはリスクも伴い、それは各国の金融および組織的なインフラのギャップによって増幅され得る。
- 資本フローの自由化は、一般的には、当該国の金融および組織的な発展が一定のレベルないし“閾値”に到達していれば、より恩恵が大きくリスクは小さくなる。そして、自由化は金融および組織的な発展に拍車をかける。
- 資本フローの自由化は、相当な国内およびマルチラテラルな効果を持ち得るゆえ、その利益がコストを上回ることを確実にするためには、十分に計画され、タイミングが計られ、順序立てて行われる必要がある。資本フローを制限する幅広い策を長期間継続してきた国々は、秩序立った方法でさらなる自由化を進めれば恩恵が得られる。しかしながら、すべての国にとって常に、完全な自由化が適切な目標であるとは想定されない。
- 資本流入の急増や破壊的な資本流出は、政策運営の課題を生み出す。適切な政策対応には、様々な方策が含まれ、資本フローの受け手である国と出し手である国とが含まれる。資本流入の急増や破壊的な資本流出に関連して、マクロ経済および金融の安定にかかるリスクをマネージしなければならない国にとって、主な役割は、健全な金融監督および規制、強い機関のみならず、金融政策、財政政策、外国為替政策を含むマクロ経済政策によって担われる必要がある。一定の環境下では、資本フロー管理は有効たり得る。しかしながら、資本フロー管理は、きちんとしたマクロ経済調整の代替とはなり得ない。
- 大規模な資本フローを生み出す国を含め、すべての国々の政策当局者は、自分達の政策がグローバルな経済・金融の安定にいかに関与を及ぼし得るのかを考慮する必要がある。クロス・ボーダーの政策協調は、資本フローのリスクを根絶する一助となる。
- IMFはメンバー国に対して、当該国の当局やその他の国際機関と緊密に協調して、関連する助言や評価を提供するうえで好位置にある。本ペーパーは、資本移動がもたらす利益をまとめ、資本フロー・マネジメントがグローバルな経済・金融の安定に対していかなる示唆を含むのかを述べつつ、資本フローに対処する政策の選択肢の間でのトレード・オフを明確化している。
- 提案された見解は、IMFによるメンバー国への助言、および関連する場合には、サーベイランスの文脈でのIMFの評価の指針となるものである。しかしながらそれは、加盟国の権利や義務に変更をもたらすものではない。それには、その他の国際的な合意が影響を受けないという前提のもとで、合意条項の修正が必要となる。

(3) 国際金融市況や資本フローの急変時のケース別にみた経済政策運営の考え方

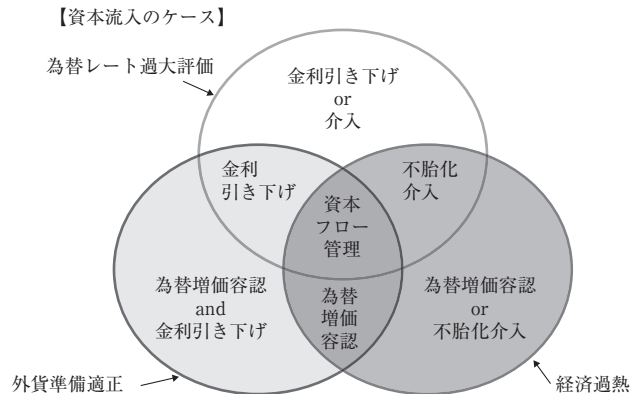
なお、2012年の「組織的見解」の公表以降、さらに検討が重ねられ、2016年には、各国が直面するケース別での政策運営のオプションの考え方が整理して示されている（図表8、図表9）。具体的には、

一国に対する資本流入が急増したケースと一国からの資本流出が急増したケースとに分けたうえで、①為替レートの水準、②外貨準備の水準、および③実体経済の状況という三つの前提条件の充足状況に応じた政策運営のオプションの考え方が、それぞれ明快に整理されている。

例えば、図表8が示す資本流入急増のケースでは、①自国通貨の価値が過大評価されており、かつ、②外貨準備がすでに十分な水準にまで積み上がっている場合には、「金利引き下げ」が選択肢となるが、外貨準備を増加させる余地がある場合には、「金利引き下げ」のみならず、「“自国通貨売り・外貨買い”の外国為替市場介入」も選択肢となる。そして、①為替レートは過大評価されており、②外貨準備水準はすでに十分で、③実体経済は過熱している、という3条件をすべて満たす場合（図表8で、三つの円が重なり合った中央部分）には、「資本フロー管理策の導入」が唯一の選択肢となり、資本フロー管理策によって、金融システムの安定を護ることも可能となる。ただし、IMFはこの「資本フロー管理」について、本来必要とされているマクロ経済の調整策の代替足り得るものではなく、そのための時間稼ぎができるものに過ぎないと評価している。

なお、これに対して、図表9が示す資本流出急増のケースでは、①自国通貨の価値が過小評価され、当該国のバランス・シートの外貨エクスポージャーが高く、かつ、②十分な外貨準備を保有している場合には、「金利引き上げ」および「“自国通貨買い・外貨売り”の外国為替市場介入」が選択肢となるが、②外貨準備水準が不十分な場合には、「外国為替市場介入」は発動できないため、「金利引き上げ」のみが残された選択肢となる。そして、①為替レートが過

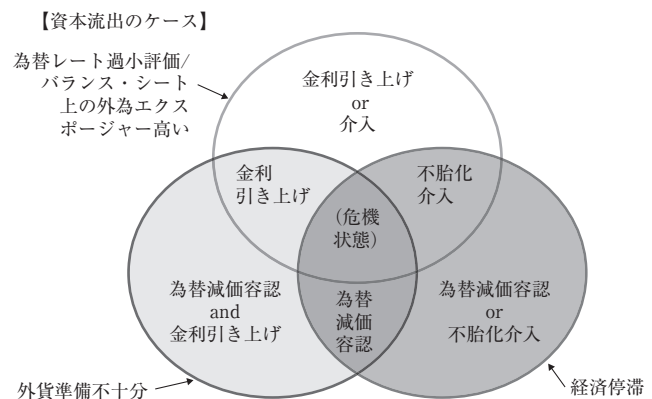
(図表8) 資本フローの自由化と管理に関するIMFの考え方 (institutional View、機関ビュー) の鍵となる要素



(資料) IMF “Capital Flows - Review of Experience with the Institutional View”, *IMF Policy Paper*, December 2016, p17 Box1を基に日本総合研究所作成

(原資料注) 各円は、為替レート、外貨準備、経済のそれぞれの条件の充足状況を示す。三つの円が重なる部分は、3条件がすべて充足されていることを意味し、この資本流入のケースでは、政策運営（金融政策、外国為替市場介入）の自由度が限られることから、資本フロー管理政策によって、必要なマクロ経済の調整が行われるまでの間、時間稼ぎをすることが可能となる。ただし、必要なマクロ経済調整の代替策とはなり得ない。

(図表9) 資本フローの自由化と管理に関するIMFの考え方 (institutional View、機関ビュー) の鍵となる要素



(資料) IMF “Capital Flows - Review of Experience with the Institutional View”, *IMF Policy Paper*, December 2016, p17 Box1を基に日本総合研究所作成

(原資料注) 各円は、為替レート、外貨準備、経済のそれぞれの条件の充足状況を示す。三つの円が重なる部分は、3条件がすべて充足されていることを意味し、この資本流出のケースでは、政策運営（金融政策、外国為替市場介入）の自由度が限られ、すでに危機状態、ないしは危機が差し迫った状態。資本フロー管理政策（流出規制の導入ないしは既存の流入規制がある場合はその緩和）の導入が当該国経済の支援に有効。ただし、必要なマクロ経済調整の代替策とはなり得ない。

(注) 本図の三つの円が重なるケースが現実のものとなれば、IMFの管理下入りも想定される。

小評価され、バランス・シートの外貨エクスポージャーが高く、かつ、②保有する外貨準備が不十分で、③経済が停滞している、という三つの条件をすべて充足する場合（図表9で、三つの円が重なり合った中央部分）には、当該国はすでに危機状態にあるか、もしくは危機がかなり差し迫った状態にあると想定され、資本フロー管理策を導入するよりほかに手立てはない。ただし、このケースにおいてもまた、資本フロー管理策は、金融の安定性を確保し、本来必要なマクロ経済の調整策が発動されるまでの間の、いわば“息をつなぐ役割”を果たすのに過ぎない、と強調されている点に注意する必要がある。

（注3）国際通貨および金融システム問題に関しIMF総務会に勧告を行うIMF内の組織。

（注4）ちなみに、このようなIMFのスタンス転換に関して、2012年12月4日付のFinancial Timesは「画期的（remarkable）」（同日付の社説“Capital Controls IMF U-turn is welcome, but the measure is no panacea”）、「ポラタイルなクロス・ボーダーの資本フローを鎮めるために新興市場国が近年用いてきた直接的なコントロールを用いることを容認するのは、重要なイデオロギー的なシフト」（同日付の記事“IMF drops its opposition to capital controls”）と評価している。

また、同日付のWashington Post（“IMF softens stand on capital controls after surveying financial-crisis damage”）は、「米国発の危機が経済的な思考を改めさせた明確な例」、「危機の発生によって、いかに経済政策が完全に考え直され、世界中のセントラル・バンカーや財務大臣や規制当局が前例のないステップを採らざるを得なくなったのかを示すもの」と述べている（いずれも訳は筆者）。

4. 近年における資本フロー反転・急変時の各国の政策対応

(1) 概要

次に、近年、実際に資本フローの反転や急変に見舞われた国々の事例をみてみよう。図表10は、IMFが資本フロー規制に関するスタンスを全面的に転換した後の2013年以降2016年に至るまでの間、実際に資本フローの反転や急変に見舞われた国々の政策対応をまとめたものである。

この時期は、2012年のギリシャの2度にわたるデフォルトを経て、欧州債務危機が峠を越しつつあったとはいえ、ギリシャ危機の影響で2013年にはキプロスが財政危機に陥ったほか、ギリシャ自身もその後2015年夏に、再度のユーロ離脱危機を経験している。

他方、アメリカにおいては、金融危機以降に継続してきた異例の金融政策運営からの脱却を企図する動きがみられ始めた時期にあたる。具体的には、①2013年5月の“バーナンキ・ショック（注5）”、②2015年12月のFedの危機後初のFFレート引き上げ誘導、などが挙げられる。欧米各国においてはこのほかにも、③2016年6月のイギリスのユーロ離脱（Brexit）を決めた国民投票や、④保護主義的な政策を声高に唱えるトランプ氏が当選した2016年11月の米大統領選挙といったイベントが、国際的な資本フローに大きな影響を及ぼした。

資本フローの反転ないし急変に見舞われた各国の実際の政策対応は、図表10のように大きく三つのグループに分けて捉えることができる（注6）。すなわち、①外国為替市場介入を行いつつも、為替レートをショック吸収に用い、資本フロー管理は用いなかったケース、②外国為替市場介入を（大規模には）行わずに、もしくは資本フロー管理を用いて、為替レートの減価にまかせたケース、③危機タイプの環境下で、資本フロー管理を用いたケース、である。なお、実際にこれらの国々の個々の政策対応の状況をみると、各国経済や政策当局が実際に置かれた前提条件次第で、資本フロー反転や急変への政策対応は必ずしも一様ではなく、国によって異なる結果となっている。一部の国では、自国の実体経済情勢に対して十分な政策対応ができず、むしろ逆方向の政策対応をせざるを得なくなったケース（例えば、

(図表10) 2013～2016年の資本フロー反転事例における経済環境と政策対応

国名	経済環境			政策対応				資本流出に 対する資本 フロー管理		
	生産 ギャップ	インフ レーション	実質実効為替レ ート評価(反転開始時/ 終了時、*2)	外貨準備の 適正さ	政策金利	実質実効 為替レート	外国為替 市場介入		財政政策 (*3)	
【為替レートをショック吸収に用いた一方、外国為替市場介入を実施し、資本フロー管理は用いなかったケース】										
ブラジル	+	↑	OV / Less OV	✓	↑	↓	有	↕	↕	無
チリ	+	↑	IL / UV	✓	↑	↓	有	↕	↕	無
インド	-	↑	IL / IL	✓	↑	↓	有	↕	↕	無
インドネシア	-	↓	OV / IL	✓	↓	↑	有	↕	↕	無
韓国	-	↓	UV / UV	✓	↓	↑	有	↕	↕	無
マレーシア	+	↑	UV / UV	✓	↑	↓	有	↕	↕	無
メキシコ	-	↑	IL / IL	✓	↓	↑	有	↕	↕	無
ペルー	+	↑	OV / Less OV	✓	↓	↑	有	↕	↕	無
フィリピン	+	↓	IL / IL	✓	↓	↑	有	↕	↕	無
ポーランド	-	↓	OV / Less OV	✗	↑	↓	有	↕	↕	無
南アフリカ	-	↑	IL / IL	✓	↓	↑	有	↕	↕	無
タイ	-	↓	OV / Less OV	✓	↓	↑	有	↕	↕	無
トルコ	-	↑	OV / Less OV	✓	↑	↓	有	↕	↕	無
【外国為替市場介入をせずに、もしくは資本フロー管理を用いて、為替レートの減価にまかされたケース】										
中国	-	↓	IL / IL	✓	↓	↑	有	↕	↕	有
FYRマケドニア	-	↑	IL / UV	✓	変化無	↑	有	↕	↕	有
ロシア	+	↑	OV / IL	✓	↑	↓	有	↕	↕	有
【危機タイプの環境下で、資本フロー管理を用いたケース】										
ベラルーシ	-	↑	OV / Less OV	✗	↑	↓	有	↕	↕	有
キプロス	-	↓	OV / IL	✓	n.a.	↓	n.a.	↕	↕	有
ギリシャ	-	↓	OV / OV	n.a.	n.a.	↓	n.a.	↕	↕	有
ウクライナ	-	↑	OV / Less OV	✗	↑	↓	有	↕	↕	有

(資料) IMF "Capital Flows - Review of Experience with the Institutional View", IMF Policy Paper, December 2016, p19 Table 1を基に日本総合研究所作成

(原資料注1) 2013年～2016年の間に発生した、特定国における資本フロー反転の事例。
 (原資料注2) 実質実効為替レートの評価は、資本フロー反転の開始時点と終了時点におけるもの。OV:過大評価、IL:ファンダメンタルズおよび望ましい政策設定に合致、UV:過小評価、の意味。なお、一部の国々では、外為エクスポージャーの高いバランス・シートを抱えていた。
 (原資料注3) 財政政策は、↕:拡張的、↕:緊縮的、の意味。
 (注4) 本表中の三つのグループ分けは、各グループの主な特徴に基づくもの。各グループには、IMFの判断で、個々の特徴すべてを満たしていない国も含めて表示されている。

生産ギャップがマイナスであるにもかかわらず、政策金利の引き上げを実施せざるを得なかったケース等) もみられる。

なお、2013年以前のものも含めて、各国が資本フロー管理政策の一環で採用した実際的手段には、図表11のような様々なものがみられる。

(図表11) 資本フロー管理政策として実際に用いられた手段の例 (2009～2015年)

	手段のタイプ	影響される取引
資本流入 に対する 資本フ ロー管理策	税	固定利付証券、株式、マージン預金、デリバティブ取引、および海外からの直接投資の資金流入 プリペイド・クレジットカード、デビット・カード、トラベラーズ・チェック、およびクレジットカードを用いたATMでの現金引き出し 民間セクター主体が発行した固定利付資産にかかる非居住者の獲得利子 国債および金融安定債券にかかる非居住者の獲得利子 銀行の、預金以外の外貨建て負債 非居住者の、居住者との金融デリバティブ取引による利益 非居住者の国債新規購入による利子収入やキャピタル・ゲイン
	制 限	銀行の、外貨ローン対預金レシオに対するロング・ポジション 資本シェアとしての銀行の短期対外負債の日々の残高 銀行の外貨デリバティブ
	保有期間	中央銀行債券
	準備預金	外貨預金勘定 非居住者による新規の外貨スワップ取引およびフォワード 非居住者向け債務 外国勢による中央銀行債券の新規購入
資本流出 に対する 資本フ ロー管理策	税	銀行による外貨購入
	引き渡し/ 送還要請	輸入品から生ずる利益 すべての外貨利益
	準備預金	外貨フォワード取引、およびある将来の時点での外貨購入を要求するその他のデリバティブの購入
	制 限	銀行からの現金引き出し ギフトおよび贈与としての外貨購入 外貨デリバティブ取引 (移転不可能なフォワード) SOEs (state-owned enterprises、国有企業) のネット外貨資産保有 非居住者向け商業ローンの満期を90日間に短縮 貿易に関係しない、個人の国際送金 外国での外貨支払いカードの使用 銀行による自己ポジションでの日々の外貨購入 銀行の外貨のロングのオープン・ポジション
	禁 止	非居住者への1年未満のローン 海外での資金ないしは現金の送金 配当支払いの移転 銀行の外貨デリバティブ取引 非居住者に対するローンの早期償還
	認可要求	外国紙幣の購入
	その他	外国からの配当、利子および支払は外貨建てで受け取ることを要求 外国での支払いや送金には、外貨を購入する前に、利用可能な外貨残高を利用することを要請

(資料) IMF “Capital Flows - Review of Experience with the Institutional View”, IMF Policy Paper, December 2016, p52 Annex II を基に日本総合研究所作成

以下では、近年、資本フローの反転ないし急変に見舞われた事例のうち、リーマン・ショックにより「最初の最も悲惨な犠牲国」となったアイスランド（資本フロー規制の実施期間は2008年11月～2017年3月）、キプロス（同2013年3月～2015年4月）、ギリシャ（同2015年6月～）という先進国の一角を占める3カ国について、資本フロー急変の契機や背景、実際にとられた資本フロー管理政策や、マクロ経済政策面での運営、各国の実体経済や金融システムに与えた影響やその後の推移について、やや詳しくみてみよう。

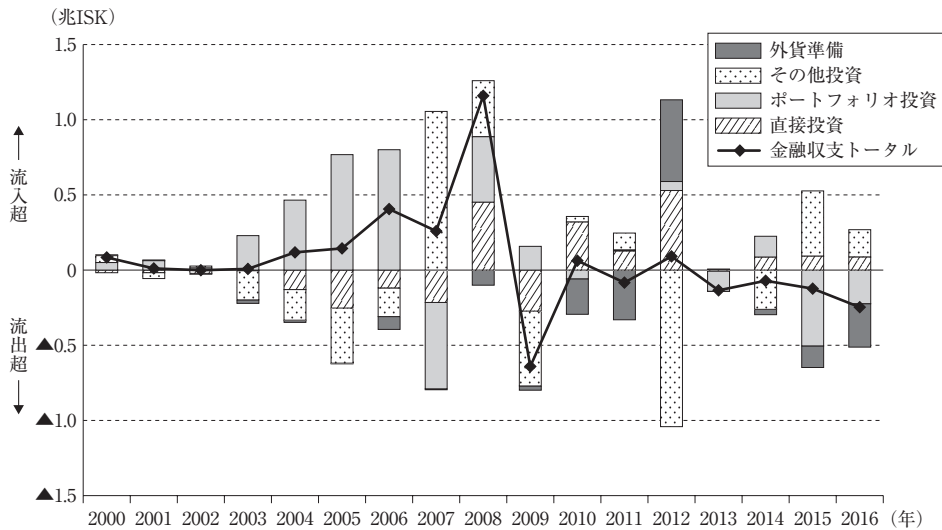
(2) アイスランド (2008年11月～2017年3月)

アイスランドは、EUには非加盟の欧州の小国で、島国である。スカンディナヴィア諸国や北部EU各国との経済的な結び付きが強く、「開放経済下の小国」の典型例の一つと考えられる。

アイスランド中央銀行は、2001年にインフレーション・ターゲティングを採用し、通貨アイスランド・クローナ (ISK) を完全な変動相場制へ移行させた。同国の3大銀行のうちの2行は2002年および2003年に民営化され、同国の銀行システムはこれで完全に民営化されることとなった。同国の民間銀行

は2003年から2007年にかけて、①グローバルな低金利、②潤沢な流動性、③各行の高い格付けを背景に、投資銀行業務を大きく拡大した。その業務の大半はアイスランド国外におけるものであった。そうした業務拡大の資金を手当てするため、各行は当初市場性の債券や証書を発行していたものの、次第に短期借りに依存するようになり、さらに2005年以降は預金受け入れへの依存度が拡大した。こうした状況は、同国の金融収支（注7）の推移からも確認することができる（図表12、図表13）。

（図表12）アイスランドの内訳別金融収支の推移（年ベース）



（資料）Datastreamを基に日本総合研究所作成

（注）IMFの現行の『国際収支マニュアル第6版』（2008年発行）においては、金融収支は資金の流出超がプラスで表記されることとなったが、本図では符号を逆とし、資金の流入超をプラスで表記している。

（図表13）アイスランドの金融収支の推移

（百万ISK）

年	金融収支			直接投資			ポートフォリオ投資			その他投資			外貨準備 増減 資産
	資産 (A)	負債 (B)	収支 (A-B)	資産	負債	収支	資産	負債	収支	資産	負債	収支	
2000	76,950	161,216	▲84,266	30,969	13,459	17,510	43,469	93,521	▲50,052	8,218	54,236	▲46,018	▲5,706
2001	81,115	92,084	▲10,969	33,734	16,933	16,801	4,683	67,165	▲62,482	47,539	7,986	39,553	▲4,841
2002	96,855	96,078	777	29,937	8,005	21,932	28,861	42,488	▲13,627	32,424	45,585	▲13,161	5,633
2003	257,548	265,308	▲7,760	29,138	25,487	3,651	45,161	274,348	▲229,187	159,870	▲34,527	194,397	23,379
2004	551,931	669,767	▲117,836	181,170	51,699	129,471	115,510	580,766	▲465,256	241,035	37,302	203,733	14,216
2005	1,432,191	1,576,415	▲144,224	446,548	194,028	252,520	294,811	1,062,669	▲767,858	686,123	319,718	366,405	4,709
2006	1,457,565	1,863,543	▲405,978	388,312	269,685	118,627	204,661	1,005,239	▲800,578	779,169	588,619	190,550	85,423
2007	2,341,577	2,601,017	▲259,440	652,435	437,137	215,298	606,577	32,043	574,534	1,076,613	2,131,837	▲1,055,224	5,992
2008	▲481,360	677,971	▲1,159,331	▲370,171	80,675	▲450,846	▲431,295	4,763	▲436,058	219,718	592,532	▲372,814	100,517
2009	333,260	▲307,649	640,909	283,362	10,614	272,748	▲113,940	43,983	▲157,923	135,504	▲362,247	497,751	28,395
2010	▲351,640	▲289,029	▲62,611	▲289,451	29,966	▲319,417	▲20,513	▲78,489	57,976	▲277,731	▲240,506	▲37,225	236,123
2011	▲48,458	▲131,819	83,361	2,048	128,418	▲126,370	104,518	111,430	▲6,912	▲484,682	▲371,668	▲113,014	330,514
2012	▲613,103	▲521,936	▲91,167	▲400,971	128,225	▲529,196	78,232	138,007	▲59,775	253,108	▲788,168	1,041,276	▲543,457
2013	100,301	▲34,257	134,558	63,046	57,084	5,962	150,076	15,001	135,075	▲113,323	▲106,340	▲6,983	1,130
2014	▲343,036	▲413,968	70,932	2,799	88,402	▲85,603	▲8,906	130,405	▲139,311	▲371,610	▲632,775	261,165	35,424
2015	▲243,132	▲366,512	123,380	56,571	148,819	▲92,248	▲390,811	▲895,134	504,323	▲54,563	379,803	▲434,366	143,508
2016	▲469,629	▲716,281	246,652	▲225,047	▲138,672	▲86,375	114,494	▲108,808	223,302	▲651,077	▲468,802	▲182,275	289,039

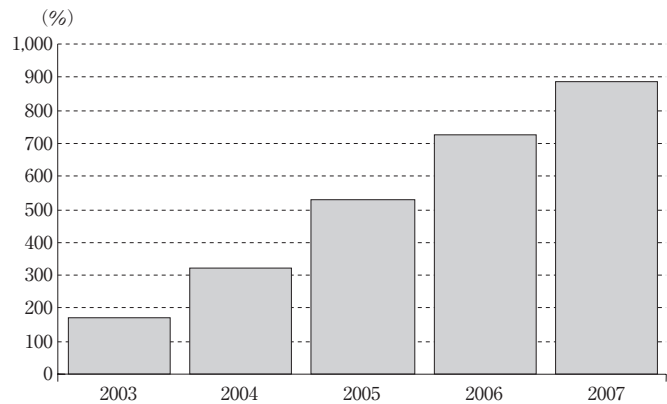
（資料）Datastreamを基に日本総合研究所作成

（原資料）Central Bank of Iceland.

とりわけ大手銀行の一つであるランズバンクは、イギリスとオランダで展開したリテイル勘定において、多額の預金を集めた。危機直前における大手3行のバランス・シートの規模は、アイスランドのGDPの実に9倍近くにも到達していた（図表14）。

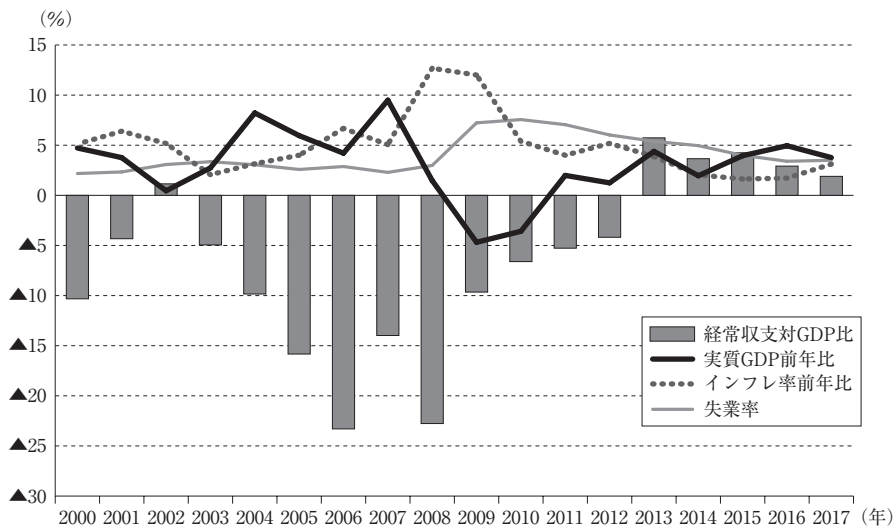
この間、アイスランドの実体経済は力強い成長をみせた（図表15）。しかしながら、国内のバランス・シートが拡大し、資産価格が急伸するなどバブルの様相を呈しており、その一方で対外的な不均衡が積み上がっていた。

（図表14）リーマン・ショック前のアイスランド3大銀行の資産規模の推移（名目GDP比）



（資料）Franek Rozwadowski (IMF), *Iceland: Crisis Management, "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges"*, conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011を基に日本総合研究所作成

（図表15）2000年代以降のアイスランドの実体経済指標の推移

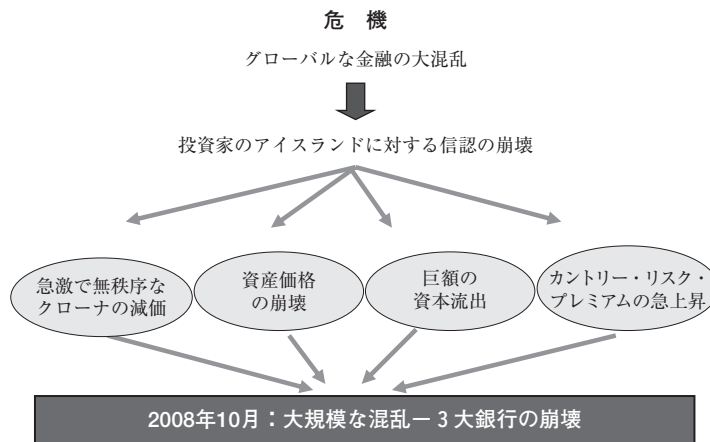


（資料）International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成

（注）2015年以降は、IMFによる見込み。

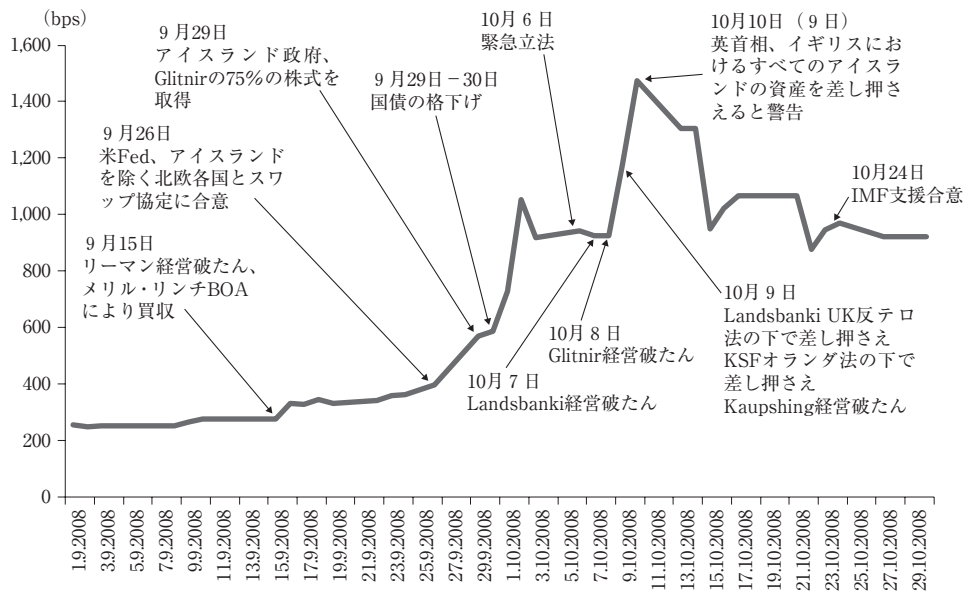
そして2007年のサブ・プライム危機の発生をきっかけに、アイスランドの各民間銀行の資金調達環境は急速に悪化し、資金繰りの困難に直面することとなった（図表16）。さらに2008年9月のリーマン・ショックで決定的な打撃を受けることとなり（図表17）、大手3行は経営破たんし、クローナは急落、2008年11月28日からは、広範囲にわたる資本フロー規制が導入され、非居住者のクローナ建て預金や証券の保有口座は封鎖された。その後は、海外送金の制限や海外旅行目的での外貨両替の制限も強化された。アイスランドの場合、非居住者によるクローナ建て預金の膨張が危機の引き金となったこともあり、その扱いが資本フロー規制上の大きな焦点となった（注8）。

(図表16) アイスランドの危機突入の経緯



(資料) Franek Rozwadowski (IMF), *Iceland: Crisis Management*, "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges", conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011を基に日本総合研究所作成

(図表17) リーマン・ショック前後のアイスランドの危機の展開 (“The Perfect Storm”) と CDSスプレッドの推移



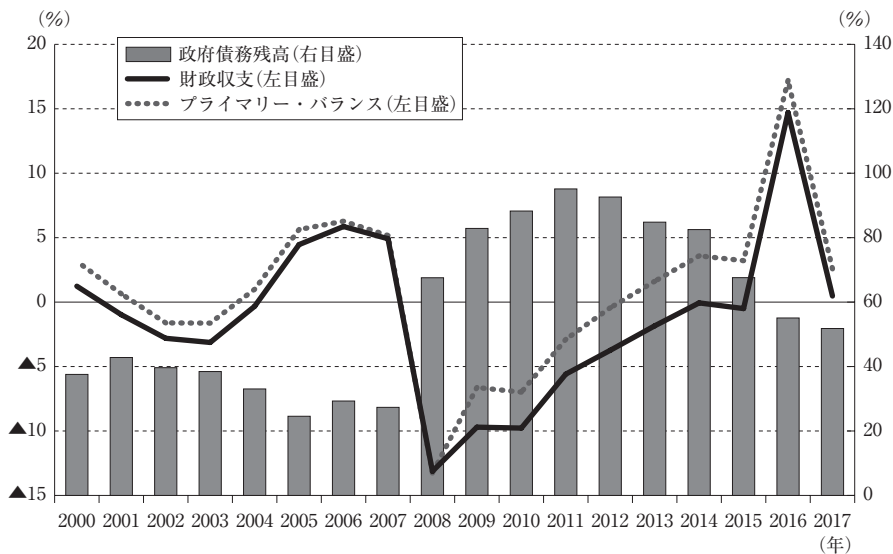
(資料) Fridrik Mar Baldursson (Reykjavik University), *Iceland's Program with the IMF 2008-2011*, "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges", conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011を基に日本総合研究所作成

危機前のアイスランドの財政事情をみると、一般政府債務残高の名目GDP比はわずか30%台、財政収支、プライマリー・バランスともに大幅な黒字と良好だったものの、危機による大銀行の相次ぐ破たんで一気に悪化を余儀なくされ (図表18)、实体经济も大きな打撃を受けた (注9、前掲図表15)。

いわゆる“国際金融のトリレンマ”として、①自由な資本移動と、②為替レート安定、および③金融政策運営の自主性、の三つを同時に達成することはできないことが広く知られている。危機後のアイ

スランドでは、この“トリレンマ”の制約の下、政策運営上“資本移動の自由”を犠牲にし、金融政策運営の自由度を死守するという選択がなされたとみることができる。資本フロー規制の発動によって、少なくともオンショア・ベースではクローナ相場を安定的に維持しつつ（注10）、危機で大きな打撃を受けた国内の実体経済情勢に即して、金融緩和を行うことが可能となった（図表19）。

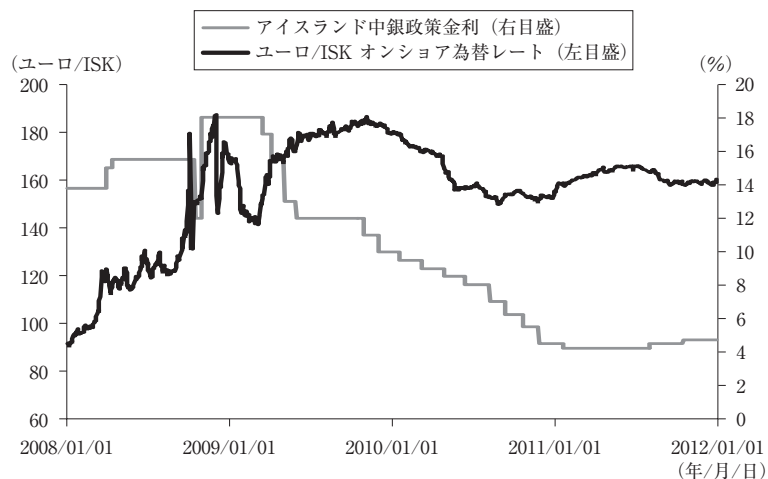
（図表18）2000年代以降のアイスランドの財政指標（名目GDP比）の推移



（資料） International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成

（注）2015年以降は、IMFによる見込み。

（図表19）アイスランド・クローナ（ISK）の対ユーロ為替レート（オンショア）とアイスランド中央銀行の政策金利の推移



（資料） IMF [2012a], Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows - Background Paper, Prepared by the Monetary and Capital Markets Department; the Strategy, Policy, and Review Department; and the Research Department; in consultation with the Legal Department and other Departments, March 16, 2012, p32 Figure 7を基に日本総合研究所作成

他方、財政運営の面では、IMFの支援を受け、国債のデフォルト（債務不履行）はかろうじて回避したものの、その代替策として、厳しい「国内債務調整」を余儀なくされた。図表20には、同国が危機後に実施した増税等の例がまとめられており、幅広い税目にわたり、税率が大幅に引き上げられるという厳しい財政緊縮を余儀なくされたことがみてとれる。こうしたなか、アイスランドでは、わが国同様の島国であるにもかかわらず、人口の2～3%が危機後に国外に流出したとみられており、同国は社会的にも極めて重い打撃を受けた。

(図表20) 危機前後におけるアイスランドの税率引き上げの例

税目	2007年	2012年予算案	増加率(%)
キャピタル・ゲイン税	10%	20%	100
個人所得税	23.75%	22.9% / 25.8% / 31.8%	9
地方所得税	11.24% - 13.03%	12.44 - 14.48%	11
付加価値税	7% / 14% / 24.5%	7% / 25.5%	4
相続税	5%	10%	100
酒類手数料			
ビール	58.70kr	91.33kr	56
ワイン	52.80kr	82.14kr	56
スピリッツ	70.78kr	106.93kr	51
タバコ手数料			
シガレット	286.97kr	459.29kr	52
その他のタバコ製品	14.34kr	22.96kr	52
石油手数料	41.00kr	72.99kr	78
ガソリン手数料	42.23kr	76.31kr	81
一般	9.28kr	31.73kr	242
特定-無鉛	32.95kr	40.52kr	23
特定-その他	34.92kr	42.93kr	23

(資料) Finnur Oddsson (Iceland Chamber of Commerce), *Incentives and disincentives: A systemic view of challenges to recovery*, "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges", conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011を基に日本総合研究所作成

なお、2011年10月にアイスランド当局とIMFの共催で危機後の政策運営に関するカンファレンス（注11）が開催されている。そこでは、アイスランド当局やIMF関係者から、「厳しい資本フロー規制の導入は、アイスランドが直面した事態からすればやむを得ない対応だった」との見解が示されている。一方で、国内の学者や経済界、労働団体の代表等からは、厳しい資本フロー規制について、「消費や企業活動に明らかにマイナスの影響を及ぼした」、「高い代償を伴う失敗であった」といった極めてネガティブな意見が出されており、こうした政策運営が国民生活に対して極めて重い負担を強いたことが窺われる。

アイスランドが、こうした資本フロー規制を完全に解除できたのは2017年3月であり、規制の導入から解除まで実に8年余りという長い年月を要する結果となった（注12）。

(3) キプロス（2013年3月～2015年4月）

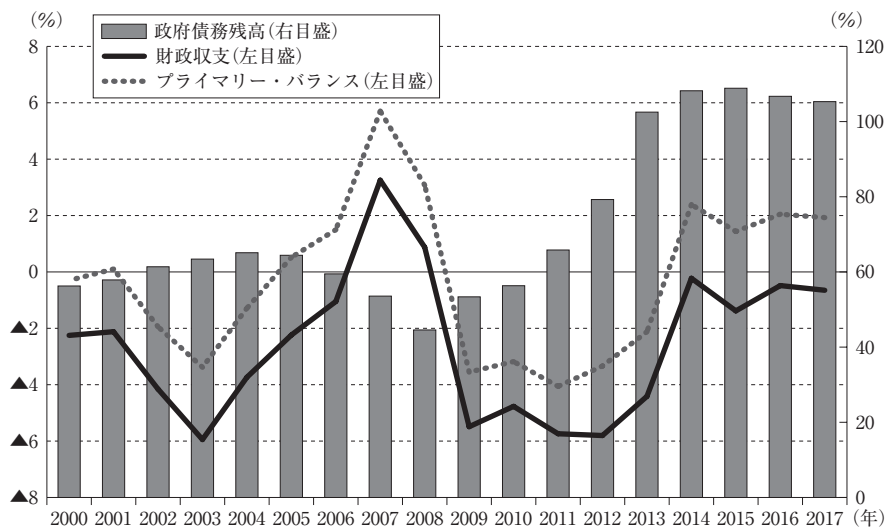
キプロスは2008年に共通通貨ユーロを導入した、ユーロ圏のなかでは後発国である。ユーロ導入までは財政健全化に努めており、2008年の金融危機前後には財政収支・プライマリー・バランスともに大幅な黒字を計上し、一般政府債務残高の名目GDP比も40～50%程度にとどまっていた（図表21）。

ところが、2008年のユーロ導入以降、同国の財政規律は大きく弛緩した（IMF [2013a], p5）。低い

法人税率が好感され、非居住者の資金が流入し（注13、図表22）、民間銀行のバランス・シートはGDPの8倍にまで大きく膨張した（図表23）。ソブリン（国）の不均衡と民間銀行の不均衡とのリンクに共振し、増幅していったのである。経常収支の赤字幅も拡大した（図表24）。

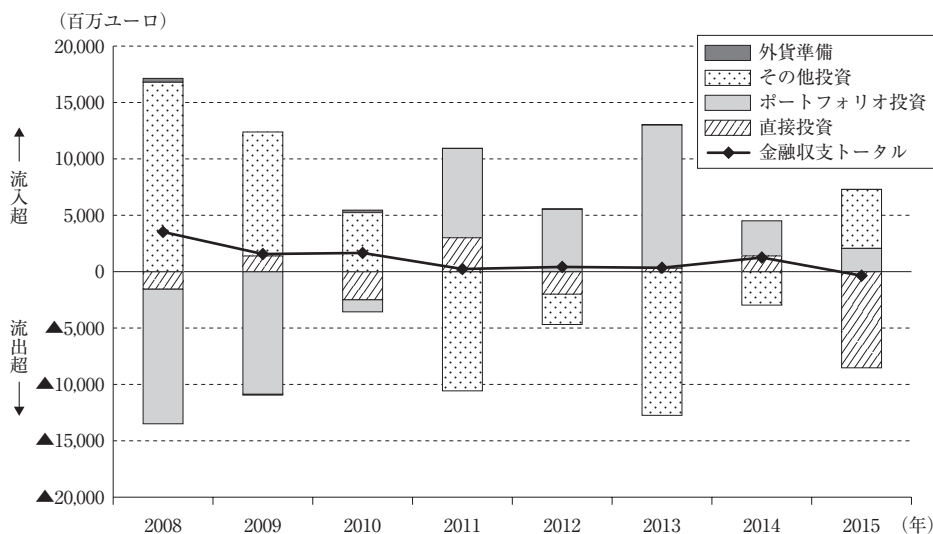
資金調達環境が大きく改善するなか、キプロスの銀行は、もともと経済的なつながりが強かったギリシャ向けの与信スタンスをさらに積極化させ、キプロスの民間銀行によるギリシャの居住者向け与信やギリシャ国債の保有高は、2011年末時点でそれぞれ、キプロスのGDPの130%、30%にまで達した。

（図表21）2000年代以降のキプロスの財政指標（名目GDP比）の推移



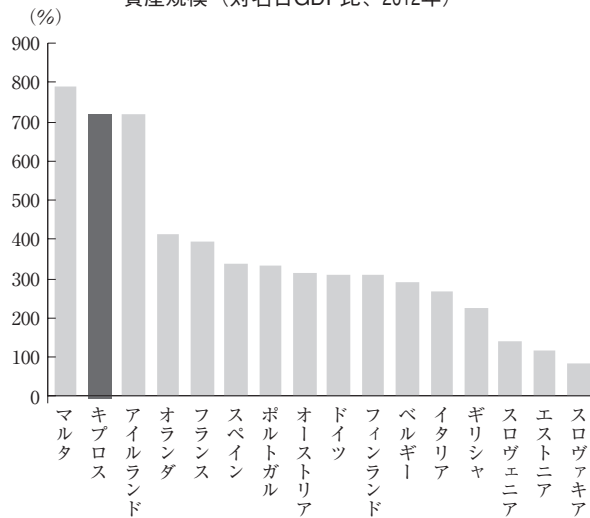
（資料）International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成
 （注）2015年以降は、IMFによる見込み。

（図表22）キプロスの内訳別金融収支の推移（年ベース）



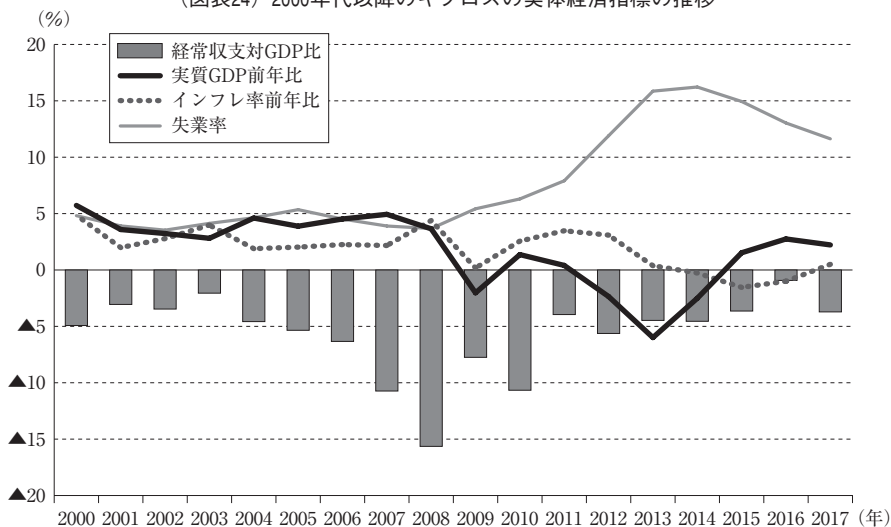
（資料）Datastreamを基に日本総合研究所作成
 （注）IMFの現行の『国際収支マニュアル第6版』（2008年発行）においては、金融収支は資金の流出超がプラスで表記されることとなったが、本図では符号を逆とし、資金の流入超をプラスで表記している。

(図表23) ユーロ圏で突出していたキプロスの民間銀行の資産規模 (対名目GDP比、2012年)



(資料) IMF [2013a]. "Cyprus Request for Arrangements under the Extended Fund Facility", IMF Country Report No.13/125, May 2013, p27 Figure 1を基に日本総合研究所作成

(図表24) 2000年代以降のキプロスの実体経済指標の推移



(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成

(注) 2015年以降は、IMFによる見込み。

そうしたなかで、2011年夏頃からは、ギリシャの財政運営をめぐる状況が厳しさを増し、欧州を中心とする民間金融機関によるギリシャ向け債権の部分的な放棄もやむなし、との機運が高まった。ギリシャは実際、2012年の3月と12月の2度にわたり、国債のデフォルトに陥った。

こうした動きと並行して、キプロスの民間銀行も強い緊張にさらされることとなった。キプロスの民間銀行では2011年夏頃から預金の流出が始まり、2012年初までにはその10%、同国第二位の銀行に至っては、預金の3分の1が流出した。こうした動きは、ユーロ離脱の是非を問う総選挙が行われた2012年5月および6月まで続いた。キプロスの民間銀行は、もはや自力では資金繰りをつけられず、また、キ

プロス国債の格下げにより中央銀行に差し入れ可能な担保が払底したため、ユーロシステムからのオペによる資金供給も受けられなくなった。ユーロシステムからのキプロス中銀経由での無担保での緊急流動性支援（ELA）によって、かろうじて資金を確保したものの、当時のキプロスの民間銀行に対するELAの規模は、2012年末には実にキプロスのGDPの60%相当に達していた。2012年2月、キプロス政府の委託でPIMCOがキプロスの民間銀行の資産査定を行った結果、GDP比60%の規模での資本注入が必要なことが判明した。この報告を受け、キプロス政府は2013年3月半ばに、「銀行整理法」を成立させ、Cyprus Popular Bank、Bank of Cyprusの抜本的な経営再建に着手した。キプロスの銀行システムはGDP比200%の規模で急速な縮小を余儀なくされることとなった。

こうした民間銀行の抜本的な整理・再建策が実行に移されるまでの間、キプロスでは2013年3月、6日間の特別な「バンク・ホリデー」が実施された。これは資本フロー規制導入の幕開けを意味することとなった。ホリデー明けに予想される多額の預金の引き出しに備え、預金の国内およびクロス・ボーダー取引に、次のような厳しい規制が課されることとなった。現金に関しては、1カ月当たりの引き出し可能額は9,000ユーロに制限され、旅行目的での現金の引き出しは、一人1回の旅行当たり2,000ユーロに制限された。また、キプロスの資金決済において大きな役割を果たしていた小切手についても、預金の引き出し規制の抜け道となることを防ぐため、裏書による小切手の流動化が禁じられた。小切手は国内での電子的な振替決済による取引のみで使用可能とされ、クレジット・カードやデビット・カードも同様の扱いがなされた。クレジット・カードによる国外の決済は、過度な資本輸出につながることはないよう、1口座保有者当たり1カ月に5,000ユーロまでに制限された。預金の電子的な振替決済も、銀行の流動性ポジションの悪化につながることはないよう厳しく制限された。具体的には、ビジネス目的での振替決済の上限は、国内向けでは30万ユーロ、クロス・ボーダーの場合は2万ユーロに制限され、これを上回る金額の場合は、制限委員会（メンバーにはキプロス中銀と財務省を含む）の認可が必要とされた。個人取引の場合は、国内銀行向けであれば3,000ユーロ、法人の場合は50,000ユーロが上限とされた（ただし、給与振り込みはこうした規制の対象外）。また、新規口座の開設は禁止され、定期預金満期の場合も、残高の一部（5,000ユーロまで、もしくは預金残高の20%まで）を除き、満期が1カ月延長されることとなった。

キプロス当局によるこのような対応について、単一市場を形成して、ヒト、モノ、カネの域内での自由な移動を保証するというEUの理念にそぐわないものであったことから、当初は戸惑いや、EUの重要な理念を捻じ曲げるものだという否定的な見解が少なからず聞かれた。しかしながら、すでにIMFがこの点に関するスタンスを転換していたことや、キプロスが2013年春の時点で直面していた金融情勢の深刻さに鑑みれば、こうした異例の措置もやむなし、との見方が次第に拡がっていったように見受けられる。

当面の危機を乗り越えると、キプロス当局は、2013年8月9日に、政策の透明性や予測可能性を高めるため、資本フロー規制解除のための工程表（roadmap）を公表した。そこでは、解除に際しての鍵となる原則として、①クロス・ボーダーのコントロールを解除する前に、国内の規制を解除すること、②各民間銀行の経営再建に具体的なめどが立つこと、③銀行システムに対する信認の拡がり具合、民間銀行の流動性の回復度合い、金融の安定に関する指標を検討したうえで、制限の解除を判断すること、が示されている。

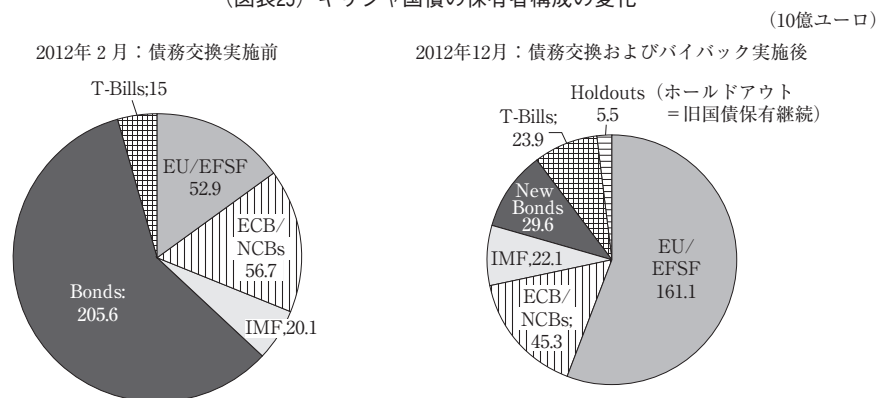
その後、国内における資本フロー規制から順に解除され、2014年7月時点で残存していたのはクロス・ボーダーの資本フロー規制のみとなった。そのうえで、ECBによるキプロスの民間銀行に関する包括査定を受け、また、実際の銀行の流動性や資金調達環境が持続的に改善していることを受け、2015年4月5日に、すべての資本フロー規制が解除されるに至った。

このように、キプロスの場合、資本フロー規制が発動された期間は約2年間と他国の事例に比較すれば相対的に短くなっているが、国民の生活や企業の経済活動には重い足かせとなったことが指摘されている。

(4) ギリシャ (2015年6月～)

ギリシャは、これまで2度にわたるユーロ離脱の危機を経験してきた。1度目は2012年夏で、この時は5月および6月の2度にわたる総選挙を経て、ギリシャ国民はユーロ残留を選択した。前節で述べたように、この総選挙に前後する2012年3月および12月に、ギリシャは国債のデフォルト（債務不履行）を引き起こしている。3月のケースでは、ギリシャ内外の民間金融機関が、「民間セクター・イニシアティブ」(PSI) という形で、旧ギリシャ国債の元本の約53%相当の債権放棄に応じた。もっとも、ギリシャの財政不安は解消されず、3月に旧国債と交換の形で発行された新国債の時価は早々に3割程度にまで下落した。このため、同年12月には、ギリシャ政府は新国債を時価（元本の3割）で買い戻し、ギリシャ新国債の保有者に再度負担を負わせることとなった。このような2度にわたるデフォルトの結果、ギリシャの債権者は、EUの機関やIMFばかりとなり、民間金融機関としてギリシャの国債を保有しているのは、ほぼギリシャ国内の銀行のみになっているとみられている（図表25）。

(図表25) ギリシャ国債の保有者構成の変化

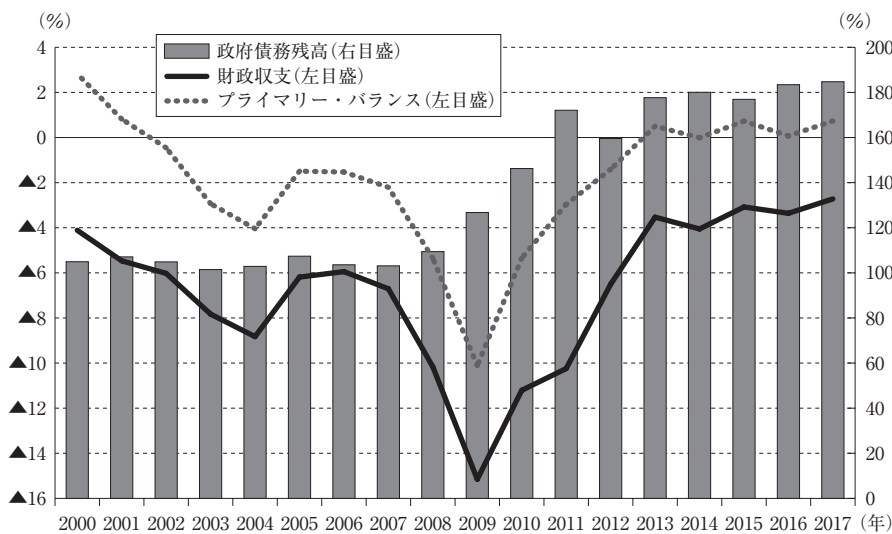


(資料) Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch and Mitu Gulati. "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy", Working Paper Series, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, August 29th, 2014, p28 (Figure 6) を基に日本総合研究所作成
 (原資料) Bloombergおよびギリシャ財務省に基づきPIIEが推計。

2度目のユーロ離脱危機は、2015年7月の国民投票である。ギリシャの追加の財政支援に当たり、EU、ECB、IMFは厳しい歳出削減策等の緊縮策を突きつけた。チプラス首相はこの受け入れの是非をめぐって、国民投票を行うと宣言した。それまでに強いられた厳しい財政緊縮（図表26）を背景に、ギ

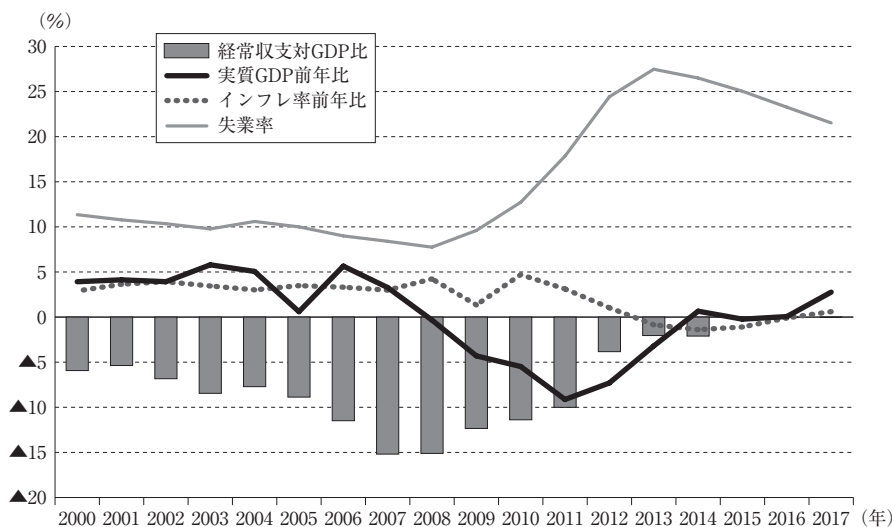
リシャ経済はマイナス成長が続き、失業率もなお20%を超える高水準にあったため（図表27）、この国民投票で、ギリシャ国民は実質的にユーロ離脱につながる“No”を選択した。しかしながら、図表25でみたように、唯一資金繰りを支えている国際債権団からの要請を拒否することは、自力で債務問題を解決せざるを得なくなることを意味する。それを理解していたギリシャ国内では、国民投票に先立つ前月の6月下旬頃から、国内債務調整の動きが強まると見込んで預金を引き出す動きが広がった。このため、ギリシャ政府は国民投票の実施前に預金の引き出し規制に踏み切らざるを得なくなった。

（図表26）2000年代以降のギリシャの財政指標（名目GDP比）の推移



（資料）International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成
 （注）2015年以降は、IMFによる見込み。

（図表27）2000年代以降のギリシャの実体経済指標の推移



（資料）International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成
 （注）2015年以降は、IMFによる見込み。

国民投票で受け入れを拒否したにもかかわらず、その後開催されたユーロ圏首脳会議からキプロス首相が持ち帰ったのは、ユーロ圏に残留してユーロ圏からの支援を引き続き受けつつ、ギリシャの再建を図るという、国際債権団の要請そのものだった。ギリシャは引き続き、EU各国やIMFから支援を受けようにはなったものの、さらなる緊縮策の強化で、経済再生のめどは全く立たず、ギリシャ国外への資金流出圧力はなお収まっていない。そのため、預金の引き出し規制にとどまらず、海外送金の全面禁止といった資本フロー規制に踏み切らざるを得なくなっている。

ギリシャの経済と財政を再建するためには、2012年3月に実施された「民間セクター・イニシアティブ」(PSI)に続いて、今度は「公共セクター・イニシアティブ」(OSI)を実施するよりほかはないのではないか、との見方がIMF等から示されているものの、EU加盟各国政府は、ギリシャ向けの債権放棄に国として応じるわけにはいかない、とのスタンスを崩していない。そのため、ギリシャの債務問題は、抜本的な解決が図られないまま、当座のつなぎ融資が繰り返され、今日に至っている。

こうした状況下、ギリシャ国内での預金の引き出し規制は緩和された(注14)ものの、本稿執筆時点でもなお資本フロー規制の完全解除には至っていない。こうした資本フロー規制が、ギリシャ経済が立ち直るうえで重い足かせとなっているため、IMFによる4条協議等でたびたび、その完全解除の必要性が唱えられている。しかしながら、その道筋はいまだにつけられていない状況にある。

(注5) バーナンキ前FRB議長が2013年5月、米議会の上下両院合同委員会で議会証言を行い、「超低金利の持続が金融の安定を阻害する可能性を深刻に受け止めている」、「副作用の監視を強化する」、「2013年中にも資産買い入れを縮小する可能性がある」などと述べたのを受けて、アメリカの長期金利が急騰し、その影響が国際金融市場に波及した事態をさす。

(注6) ただし、このグループ分けはIMFによるもので、中国が②にグループ分けされている点などには異論もあり得よう。

(注7) 金融収支は主として①直接投資、②ポートフォリオ投資(債券、株式投資)、③その他投資(銀行の与信活動を反映)から構成されるが(正確には①~③以外に金融派生商品、外貨準備がある)、①~③はそれぞれ、「資産」「負債」という二つの統計から成っている。現行のIMF国際収支マニュアル第6版においては、「資産」は当該国の居住者による国外投資を示すもので、プラスは資産の取得超過=資金の流出を意味する。これに対して「負債」は非居住者による国内投資を示すもので、プラスは非居住者による資産の取得超過=資金の流入を意味する。金融収支や各項目の収支は、それぞれ、「資産の増減」から「負債の増減」を控除して算出することになっている。

(注8) 具体的には、大手銀行の一つであるランズバンク傘下のネット銀行であったアイスサーブが、オランダやイギリスから預金を多額に集めていたものの、2008年の危機で同年10月に経営破たんし国有化された。オランダ政府とイギリス政府は自国内のアイスサーブの預金者に対して、自国の預金保険から補償金を支払ったものの、その分の損失補てんにアイスランド政府が応じるかをめぐってその後、アイスランドは2度の国民投票によってこれを拒否するなど、紛争となった。

(注9) ただし、アイスランドの場合は、本国通貨の切り下げによって輸出ドライブをかけて経済再生につなげることができた分、後述のようなキプロスやギリシャよりはまだ、ましであった、との評価もきかれる。

(注10) ただし、このアイスランドのような政策運営を採る場合には、実態上、オフショア・ベースの外国為替市場が形成されることになる。そこでは、オンショア・ベースよりも50%割安な価格でクローナが取引されていた。オフショア市場での取引には、合法的な取引と非合法的な取引とがあった。

(注11) "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges", conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, Reykjavik, Iceland, October 27, 2011.

(注12) ただし、その後の政策運営は容易ではない模様である。2017年4月3日付のFinancial Times紙("Iceland eyes currency peg as free float is 'untenable'")は、アイスランドのJohannesson財務大臣が同紙のインタビューに応じ、「アイスランドがこのままクローナの変動相場制を維持することは困難かもしれない、対ユーロもしくは対ポンドでのベッグ制も選択肢である」旨を述べたと報じている。

(注13) キプロスには、ロシアの富裕層の資金が多額に流入し、マネー・ロンダリングの温床となっていたのではないかと、との指摘も当時、きかれていた。

(注14) 2016年7月26日付Financial Times報道("Greece eases restrictions on cash withdrawals to woo back depositors")によれば、ギリシャでは2015年6月末に、国民の預金引き出し可能額は週当たり一人420ユーロ(1ユーロ=125円として換算すれば、

5万2,500円相当)に制限された。それから1年1カ月が経過した後の2016年7月には若干緩和されたものの、同「2週当たり840ユーロ」(同10万5,000円相当)の預金引き出し規制がなお、かけられている。また、海外から送金を受けても、すぐに現金で引き出し可能なのは3割相当額に限られている。

5. 今後の展望とわが国への示唆

(1) 各国の経験からの教訓

国際金融市場の潮流変化に、財政政策や金融政策、外国為替政策といったマクロ経済政策で対応しきれなくなった場合にいかに対応するか。2008年の金融危機を経て、IMFをはじめとする先進各国は、資本フロー規制の発動を容認する方向にスタンスを転換した。

しかしながら、資本フロー規制の発動に踏み切らざるを得ない事態に追い込まれると、当該国の実体経済には重いマイナス影響が及ぶほか、そこからの脱却には長い年数を要することとなる。4章でとりあげたアイスランド、キプロス、ギリシャの事例は、いずれも先進国における近年の事例であり、「開放経済下の小国」、ないしは金融政策、通貨(外国為替)政策の一国としての自由度がない「巨大な単一通貨圏加盟国」で、わが国とは異なる立場・環境にあるが、これらの国々の実体経済には深刻なマイナス影響が及び、資本フロー規制からの脱却までに長い年月を要していることを、わが国としても十分に理解する必要がある。

(2) 現下の局面の特殊性

では、足許の国際金融市場が直面する情勢とはいかなるものか。現在、2008年の金融危機以降8年余りにわたって続いてきた低成長、低金利局面から脱け出しつつある。先行き成長率や金利がどこまで高まるかは定かでないものの、国際金融市場の様相は、もはや危機前と同じものではなくなっている。外国為替市場やクロス・ボーダーの与信市場で取引量の低下が指摘されている(注14)ほか、プレイヤーの構成にも変化がみられる。しばしば報じられている通り、ヘッジ・ファンドの活動は最近とみに低調になっており、銀行のトレーディング部門の活動も、危機後の規制強化を背景に低下している。年金や保険会社といった機関投資家は引き続き活発な活動を維持しているものの、取引の厚みに欠け、市場参加者の多様性が薄くなっているなか、今後、何らかの大きな潮流変化が生じた場合、市場のリスク吸収能力の低下が懸念される。

とりわけ、低成長・低金利からの脱け出しつつあるなか、先進国の主要中央銀行が、これまでにない手法での金融引き締めや金融政策運営の正常化を初めての経験として行うことに十分な注意が必要である。米FedやBOE、日銀は、過去に例のない大規模な資産買い入れを行って、市場に流動性を供給してきた。ECBも、政策の質はやや異なるが、ここ2年半ほどは積極的なバランス・シート政策を採用してきた。しかしながらFedを先頭にそうした超金融緩和局面からの巻き戻しの動きが今、本格化しようとしている。かつての金融引き締め局面では、中央銀行は短期金利を引き上げ誘導するのみであったが、今回の局面は異なる。Fedが明言しているように、今後バランス・シートを縮小させる局面に入れば、Fedが買い入れた資産を段階的に手放すことを通じて、長期金利には、過去の引き締め局面以上の上昇圧力がかかることになる。前例のない金融政策運営を行わざるを得ない主要中央銀行の多くは、

自らのバランス・シートを拡大させた見返りとして、短期金融市場にかつてない規模での過剰流動性を抱えた状態にある。これらを中央銀行の当座預金に適切にひきつけ続けながら、首尾よく正常化を完了させるまでには、相当に困難な金融政策運営を余儀なくされる局面が出てくることもあり得よう。

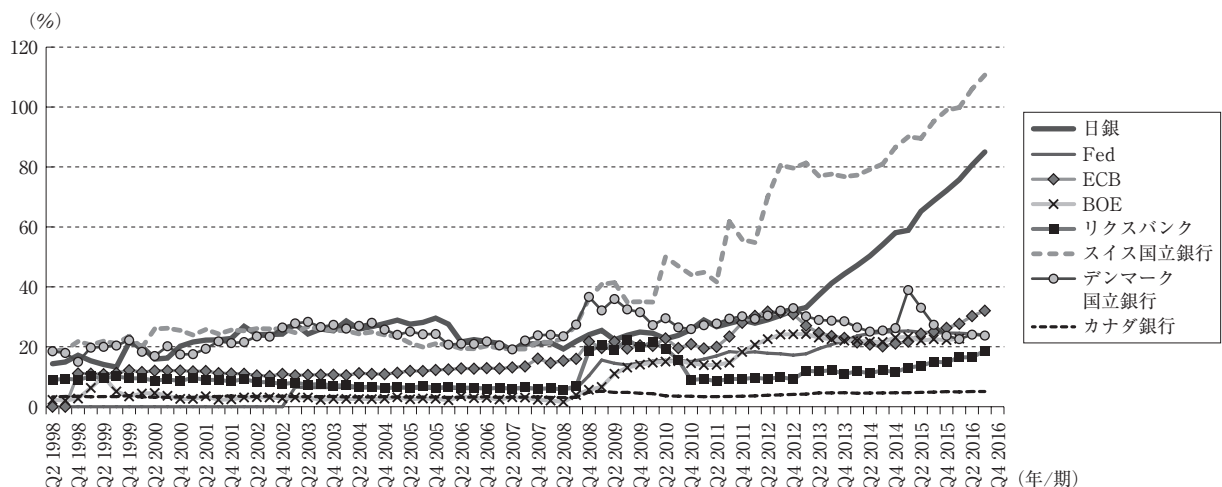
こうした潮流変化を迎えるなかで、新興国側からは、これを「大転換（The Great Transition）の時代」と呼び、これに備える必要性を指摘する見解もきかれている（注15）。「大転換」に備えるべきは新興国ばかりではなく、先進国においても互いにそうした政策運営の影響を受けることが十分にあり得よう（注16）。

（3）わが国の政策運営の現状の特異性と先行きのリスク

わが国が現在置かれた状況をみると、財政事情が世界でも最悪の状態にあることのみならず、日銀がすでに、諸外国の主要中央銀行との対比でかなり特異な状況に陥りつつあり、先行きの金融政策運営の自由度が事実上、大幅な制約を受けざるを得ない状態に陥っていることが懸念される。

拙論〔2017〕で詳述した通り、危機後にバランス・シート政策を採用した他の主要中央銀行は、この政策の「復路」も見据えた金融政策運営を行っており、各行のスタンスは、資産規模の推移に顕著に表れている（図表28、注17）。それとは対照的に、日銀は「量的・質的金融緩和」（QQE）開始後すでに4年が経過した今日においても、「物価が2%を安定的に上回るようになるまで」バランス・シートを拡大させる政策運営を継続していく構えを未だに崩していない。しかしながら、こうした金融政策運営は、永遠に継続できるものではないことは論をまたない。国内外の経済・金融情勢の変化によって「ゼロ金利」ないしは「マイナス金利」状態を継続することが困難となれば、日銀は、現在のような未曾有の規模のバランス・シートを抱えるなかであって、財務コストの増嵩から、短期市場金利の引き上げ誘導を含む機動的な金融政策運営が行えなくなる可能性が高い（「中央銀行のバランス・シート政策採用後の金融政策運営の自由度の考え方」に関しては補論参照）。

（図表28）先進国の主要中央銀行の資産規模の推移（名目GDP比）



（資料）Datastream、日本銀行『金融経済統計月報』を基に日本総合研究所作成
 （原資料）日本銀行、内閣府、FRB、U.S.BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、BOC、CANSIM-Statistics Canada、Sveriges Riksbank、SCB-Statistics Sweden、DNB、Statistics Denmark-statsbank.dk、SNB、SECO-State Secretariat for Economic Affairs Switzerland

国際金融市況や資本フローの急変時に採り得る政策運営については、第3章で整理した通りである。このうち、図表9の資本流出のケースにわが国を当てはめて考えてみよう。確かにわが国は現在もなお、経常収支黒字を計上しており、海外からの借入、預金はほとんどない状況にある。したがって、一時的に資本流出が生じることはあっても、それが長期にわたることは本来あり得ない。しかしながら、近年の中国の例をみれば（前掲図表1）、経常収支黒字であれば、資本流出は決して発生しない、とも言い切れないことは明らかであろう。現に中国では、企業部門や地方の過剰債務を背景とした先行きの財政悪化、景気失速懸念から、資本逃避の動きが活発化し、中国政府は資本流出に歯止めをかける措置の発動を余儀なくされている。当該国の経済・財政に対する信認が失われると、たとえ潤沢な国内貯蓄を抱えていても、カネは安全性確保に向け、いくらでも海外に流出し得るということである。ここで翻ってわが国をみると、すでに債務残高を巨額に積み上げてきた国の財政運営と、中央銀行である日銀のバランス・シートの姿はまさに持続不可能であり、その是正に向けた取り組みが先送りされ続けると、一国に対する信認が失われる可能性も排除できない。

そこで今後、何らかの要因を契機に、わが国から大量の資金が流出し、極端な円安が進行したケースを想定する。实体经济への悪影響が過度なレベルに達した場合、わが国はまず、「外貨売り・円買い」の外国為替市場介入で対応を試みることになる。しかし、過去の幾多の通貨危機の事例と同様に、現時点では潤沢な外貨準備をもっていても、日銀に市場金利の引き上げ誘導ができなければ、わが国に残された道は、「資本フロー管理政策導入」のみとなってしまうかねない。IMFは、「資本フロー管理政策」はあくまで、財政政策や金融政策というマクロ経済政策による抜本的な問題への対応が可能となるまでの間の時間稼ぎができるものに過ぎない、と位置づけているものの、わが国の場合は、財政政策、金融政策運営ともに、現時点ですでに、「健全な」領域から大きく足を踏み外してしまっている状況にある。わが国でひとたび、「資本フロー管理政策」を導入せざるを得なくなると、そこから脱却するためには、財政政策・金融政策の健全化が求められるために、その代償として国内経済の大幅な悪化を甘受せざるを得なくなろう。

世界的に超低金利が続くなか、わが国の財政・金融にいかなる問題があっても、わが国からの資金流出はこれまで発生していない。もっとも、アメリカをはじめ、わが国を除く各国が、徐々に金融政策や財政政策の正常化に着手し始めるなか、内外の政策対応力の違いを背景に、先行きわが国がこのような事態に見舞われる可能性は否定できない。ひとたび「資本フロー管理政策」の導入を余儀なくされれば、企業や家計の経済活動には重い足かせとなり、成長戦略どころではなくなろう。また、そうした事態は長期化せざるを得ないことも予想される。そのような事態に至る前に、財政政策運営を少しでも健全化させ、金融政策運営を少しでも正常化させるべく、今から取り組んでいくことこそが求められているといえよう。

(注14) 例えば、Michael Moore, Andreas Schrimp and Vladyslav Sushko [2016]. "Downsized FX Markets: causes and implications", BIS Quarterly Review, BIS, December 2016.

(注15) タイ中央銀行総裁の2017年1月のスピーチ (Veerathai Santiprabhob [2017]. Monetary Policy Challenges During the Great Transition: Perspectives from an Emerging Market Central Bank, Speech at Official Monetary and Financial Institutions Forum, London, January 10, 2017) 参照。

(注16) 現に、ECBの首脳陣からは、Fedの正常化の進展がユーロ圏市場や国際金融市場へも、かつての金融引き締め局面とは異なる影響を及ぼすことを予想する発言が複数、報じられている。

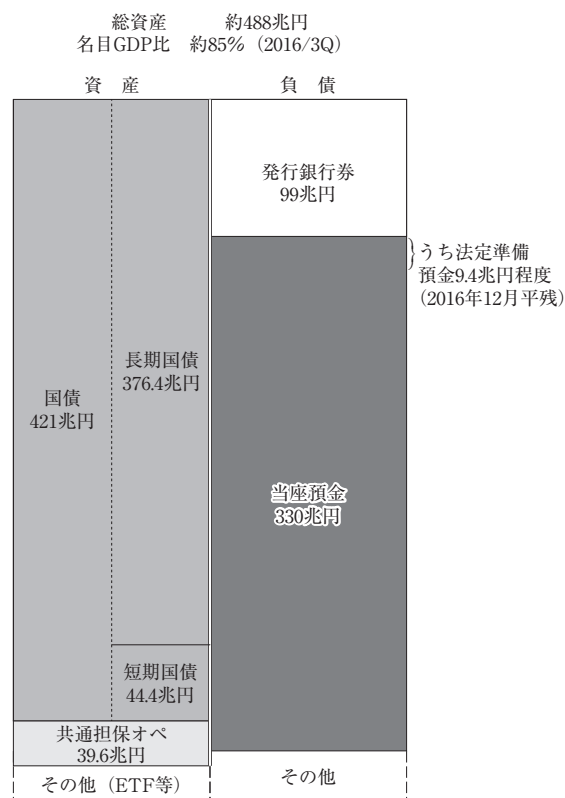
(注17) 図表28では、スイス国立銀行（SNB）の資産規模が日銀を上回っているが、SNBの場合は金融政策運営戦略として為替レート・ターゲティングを採用し、資産の大半は外貨建てのもので構成されているため、日銀とは先行きの金融政策運営の自由度の考え方は全く異なる（詳細は拙論 [2017] 参照）。

補論. 中央銀行のバランス・シート政策採用後の金融政策運営の自由度の考え方

拙論 [2017] で詳述したように、そのいわば「往路」において、主に「多額の資産買い入れ」という手段でバランス・シート政策を採用した中央銀行は、「復路」においては、買い入れた資産の満期到来を待って徐々に手放していく方法で、時間をかけてバランス・シート規模の縮小を図ることになる。その間は、多額に膨れあがった中央銀行座預金（のうち、法定準備預金制度がある場合はそれを除く“超過準備”の部分）に付利をする方法で短期金利の引き上げ誘導を図り、最終的には超過準備の解消を目指す、という現在Fedが取り組んでいる手法がほぼ定石と考えられるようになりつつある。

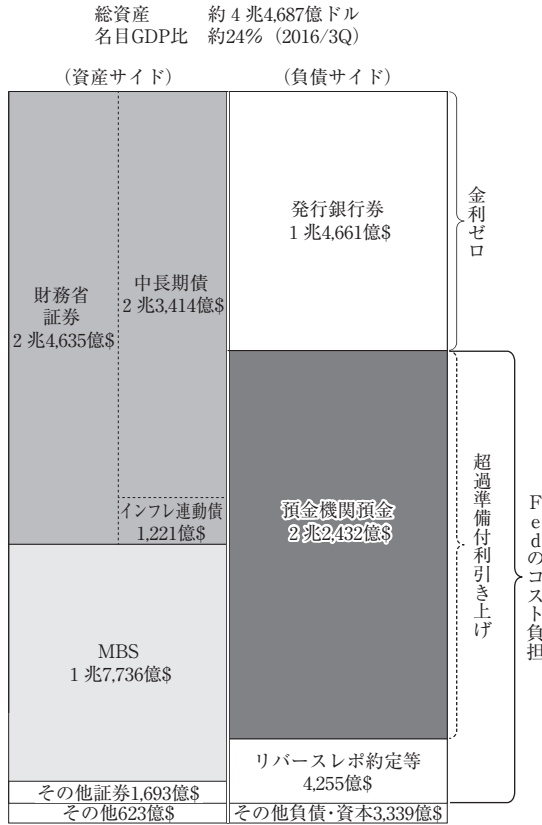
こうした考え方に立てば、当該中央銀行がその財務運営上、どこまで短期金利の引き上げ誘導ができるかは、バランス・シートの資産サイドに保有する資産の収益性（国債に付されているクーポンの水準等）と、当該中央銀行が抱える超過準備の規模、および資産規模の縮小・正常化に要する年数に依存する。この点を踏まえて、日銀のバランス・シートの大きな見取り図（図表29）を、Fed（図表30）やECB（図表31）のそれと比較すると、Fedはあらかじめ行った試算に基づき、正常化局面において、財務コストが増加したとしても、自ら賄える範囲内に「往路」の政策展開をとどめ、現在ではすでに正常化局面に入っている。ECBは、そもそも多額の国債の買入れに踏み切る前に、マイナス金利を先に導入するなどして、超過準備の発生を極力抑えた金融政策運営をこれまで展開しており、現在も、そして将来的にも、必ずしも「超過準備への付利」をしなくても、通常の金融調節を継続することが可能な体制を維持している。これに対して日銀は、低クーポンの長期国債の大量買い入れ等により、資産の加重平均利回りが、2016年9月末時点で約0.3%程度しかない状況にすでに陥っている。こうしたなかで、将来のいずれかの時点で短期金利の引き上げ誘導が迫られる事態となれば、わずか0.5%に引き上げ誘導するだけで「逆さや」状態に陥りかねない状況である。すでに超

(図表29) 日本銀行のバランスシートの大まかな見取り図 (2017年2月末時点)



(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」の計数を基に日本総合研究所作成

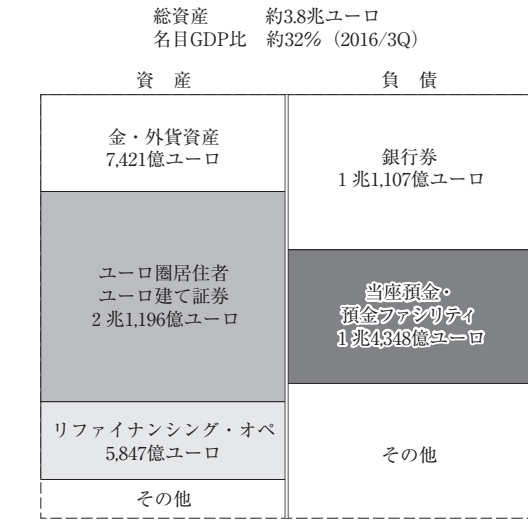
(図表30) Fedのバランス・シートの大まかな見取り図
(2017年2月末時点)



(資料) FRB, Federal Reserve statistical release, H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances of Depository institutions and Conditions Statement of Federal Reserve Banks, December 27, 2007およびFebruary 23, 2017の計数を基に日本総合研究所作成

(注) インフレ連動債の計数にはインフレ変動による元本調整分も含む。

(図表31) ECBのバランスシートの大まかな見取り図
(2017年2月末時点)



(資料) ECB, *Statistics Bulletin*の計数を基に日本総合研究所作成

過準備の規模は300兆円を大きく上回っており、将来的には毎年度、数兆円単位の財務コストが発生する可能性が高い。これに対して、日銀の現在の自己資本はわずか7兆円強しかなく、ひとたびそうした事態に陥れば、数年で自己資本を食いつぶし、債務超過に転落しかねない。加えて日銀は、ETF等の多額のリスク性資産も買い入れ、株式相場が一定水準を超えて下落するような事態となれば、数兆円単位の減損会計発動を迫られる可能性もある。これに対して、わが国は財政事情が極めて悪く、日銀に対して毎年度数兆円規模の財政負担を行う余力は極めて乏しいとみざるを得ない。そのため、日銀は、債務超過への転落回避を最優先せざるを得なくなろう。このように、将来的な国内外の金融・経済情勢の展開いかんにもよるものの、巨額の財政負担を甘受するか、あるいは金融政策運営の自由度を事実上喪失するというリスクが日々膨張し続けているのである。

(2017. 3. 28)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

参考文献

- ・ 神田真人（編著）[2015]. 『図説 国際金融 2015-2016年版』、財経詳報社、2015年3月
- ・ 河村小百合 [2016]. 『中央銀行は持ちこたえられるか —忍び寄る「経済敗戦」の足音』集英社、2016年8月
- ・ 河村小百合 [2017]. 「中央銀行のバランス・シート政策と課題」『JRIレビュー』日本総合研究所、近刊
- ・ IMF [2011a]. *Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department in consultation with the Legal, Monetary and Capital Markets, Research, and other Departments, February 14, 2011.
- ・ IMF [2012a]. *Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows – Background Paper*, Prepared by the Monetary and Capital Markets Department; the Strategy, Policy, and Review Department; and the Research Department; in consultation with the Legal Department and other Departments, March 16, 2012.
- ・ IMF [2012b]. *The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View*, November 14, 2012.
- ・ IMF [2013a]. “Cyprus Request for Arrangements under the Extended Fund Facility”, *IMF Country Report No. 13/125*, May 2013.
- ・ IMF [2013b]. Cyprus: Letter of Intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, Technical Memorandum of Understanding, and Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality (European Commission), August 29, 2013.
- ・ IMF [2014]. “Cyprus Fourth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility and request for Modification of Performance Criteria – Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director for Cyprus”, *IMF Country Report No. 14/180*, July 2014.
- ・ IMF [2015a]. “Cyprus Fifth, Sixth, and Seventh Reviews under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility; Request for Waiver of Nonobservance of Access - Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Cyprus”, *IMF Country Report No. 15/155*, June 2015.
- ・ IMF [2015b]. “Cyprus Eighth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility and Request for Modification of Performance Criteria - Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Cyprus”, *IMF Country Report No. 15/271*, September 2015.
- ・ IMF [2015c]. *Managing Capital Outflows – Further Operational Considerations*, December 2015.
- ・ IMF [2016a]. *World Economic Outlook Subdued Demand Symptoms and Remedies*, October 2016.
- ・ IMF [2016b]. *Global Financial Stability Report Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate*

- Era*, October 2016.
- IMF [2016c]. “Capital Flows – Review of Experience with the Institutional View”, *IMF Policy Paper*, December 2016.
 - IMF [2017a]. “Greece 2016 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the executive Director for Greece”, *IMF Country Report No. 17/40*, February 2017.
 - IMF [2017c]. “Greece EX – Post Evaluation of Exceptional Access under the 2012 Extended Arrangement – Press Release; Staff Report; and Statement by the executive Director for Greece”, *IMF Country Report No. 17/44*, February 2017.

 - Jonathan D. Ostry, Atrish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne [2011]. “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”, *IMF Staff Discussion Note SDN/aa/06*, April 5, 2011.
 - Audun Gronn and Maria Wallin Fredholm [2013]. “Baltic and Icelandic Experiences of Capital Flows and Capital Flow Measures”, *IMF Working Paper WP/13/242*, IMF The Office of the Executive Director for the Nordic – Baltic Constituency, December 2013.
 - Anton Korinek and Damiano Sandri [2015]. “Capital Controls or Macroprudential Regulation?”, *IMF Working Paper WP/15/218*, IMF Research Department, October 2015.
 - Maria Sole Pagliari and Swarnali Ahmed Hannan [2017]. “The Volatility of Capital Flows in Emerging Markets: Measures and Determinants”, *IMF Working Paper WP/17/41*, IMF, February 2017.

 - G20 [2011]. *Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows*, October 15, 2011.

 - Michael Moore, Andreas Schrimp and Vladyslav Sushko [2016]. “Downsized FX Markets: causes and implications”, *BIS Quarterly Review*, BIS, December 2016.
 - Jonathan Keans and Nikhil Patel [2016]. “Does the financial channel of exchange rates offset the trade channel?” *BIS Quarterly Review*, BIS, December 2016.

 - International Conference hosted by Icelandic authorities and IMF, Iceland’s Recovery – Lessons and Challenges, October 27, 2011の各パネル公表資料 (http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/isl/index_content.htm).

 - Veerathai Santiprabhob [2017]. Monetary Policy Challenges During the Great Transition: Perspectives from an Emerging Market Central Bank, Speech at Official Monetary and Financial Institutions Forum, London, January 10, 2017.