

日本総研記者勉強会

「超金融緩和の潮流変化と 資本フロー急変時の課題」

2017年5月18日

株式会社日本総合研究所

調査部 上席主任研究員

河村 小百合

kawamura.sayuri@jri.co.jp

本レポートは、

JRIレビュー (No. 46、2017年6月12日発行予定)収録論文

「超金融緩和の潮流変化と国際金融市場の課題」

として、近日中に弊社ホームページにアップする予定です。

お問い合わせ先 : 調査部 上席主任研究員 河村 小百合

TEL : 03-6833-1577 E-MAIL : kawamura.sayuri@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

問題意識

- 米連邦準備制度(Fed)が金融政策運営の正常化に向けた取り組みを着実に進めるなど、2008年の金融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の兆し
- 国内に何らかの要因による大きな“不均衡”を抱えた国は、国際金融情勢や市況の変調を契機に、いかなる苦境に陥ることがあり得るのか
 - “不均衡”にはどのようなものがあるのか
 - 一国がひとたび、「資本フロー規制」に突入せざるを得なくなれば、その後、いかなる事態が待ち受けることになるのか
- 国際金融市場の現下の局面は、過去と比較して、どのような特徴があるのか
- わが国は現在、いかなる“不均衡”を抱えているのか
- わが国の今後の財政・金融政策運営上の課題とは何か

構成

- 1. 国際金融市場における資本フローの動向 … 5**
 - (1) 国際収支統計の構成
 - (2) 金融危機後の国際的な資本フローの動向－概観

- 2. 国際的な資本フロー急変時の経済政策運営の在り方 …15**
 - (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) 国際金融市況や資本フロー急変時のケース別にみた経済政策運営の考え方

- 3. 近年における資本フロー反転/急変時の各国の政策対応 …24**

- 4. アイスランドの経験(資本フロー規制:2008年11月～2017年3月) …28**
 - (1) 民間銀行の過剰なリスク・テイクによる“不均衡”拡大
 - (2) 急転直下で危機状態に突入
 - (3) 政策対応と危機の結末－国民生活と社会構造への重い影響

5. キプロスの経験(資本フロー規制:2013年3月~2015年4月)

…46

(1) 2008年のユーロ導入後の状況

(2) 2011年以降の預金流出

6. ギリシャの経験(資本フロー規制:2015年6月~)

…56

(1) 2012年には資本フローは自由なもとで、対外債務調整(デフォルト)を強行

(2) 2度目のユーロ離脱危機以降は“国内債務調整”状態に転落し、
資本フロー規制に突入

7. 各国の経験からの教訓とわが国への示唆

…61

(1) 各国の経験からの教訓

(2) 現下の国際金融市場の局面の特殊性

(3) わが国の財政・金融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 …71

1. 国際金融市場における資本フローの動向

(1) 国際収支統計の構成

- 「**経常収支** (および資本移転収支)」と「**金融収支**」は表裏の関係
 — 経常収支が黒字であれば、決して問題は起こらないと言えるか？

(図表1) 国際収支統計の構成
 2008年のIMF国際収支マニュアル第6版<最新>ベース)

項目	
貿易・サービス収支	
貿易収支	
輸出	
輸入	
サービス収支	
第一次所得収支(*1)	
第二次所得収支(*2)	
経常収支	
資本移転等収支 (*3)	
直接投資	
証券投資	
金融派生商品	
その他投資	
外貨準備	
金融収支	
誤差脱漏	

恒等式

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

(資料) 神田 真人(編著)『図説 国際金融(2015-2016年版)』財経詳報社、2015年3月、p38を基に日本総合研究所作成。

(注1) わが国は2014年1月分より、IMF国際収支マニュアル第6版に基づく国際収支統計の公表を開始。

(注2) IMF国際収支マニュアル第5版(1993年発行)では、それぞれ以下の項目に対応。

(*1)所得収支、(*2)経常移転収支、(*3)資本収支中の「その他資本収支」。

- 金融収支は、「**対外投資(資産側)**」および「**対内投資(負債面)**」
という2つの側面で構成

(図表2) 金融収支の内訳と正負の符号表示
 (2008年のIMF国際収支マニュアル第6版<最新>ベース)

		(第5版準拠) 投資収支 および外貨準備増減	(第6版準拠) 金融収支
資産側 (対外投資)	資金流出 =資産増加	(-)	(+)
	資金流入 =資産減少	(+)	(-)
負債側 (対内投資)	資金流入 =負債増加	(+)	(+)
	資金流出 =負債減少	(-)	(-)

金融収支
 =(資産の増減)-(負債の増減)

(資料) 神田 真人(編著)『図説 国際金融(2015-2016年版)』財経詳報社、2015年3月、p39を基に日本総合研究所作成。
 (注) わが国は2014年1月分より、IMF国際収支マニュアル第6版に基づく国際収支統計の公表を開始。

(2) 金融危機後の国際的な資本フローの動向－概観

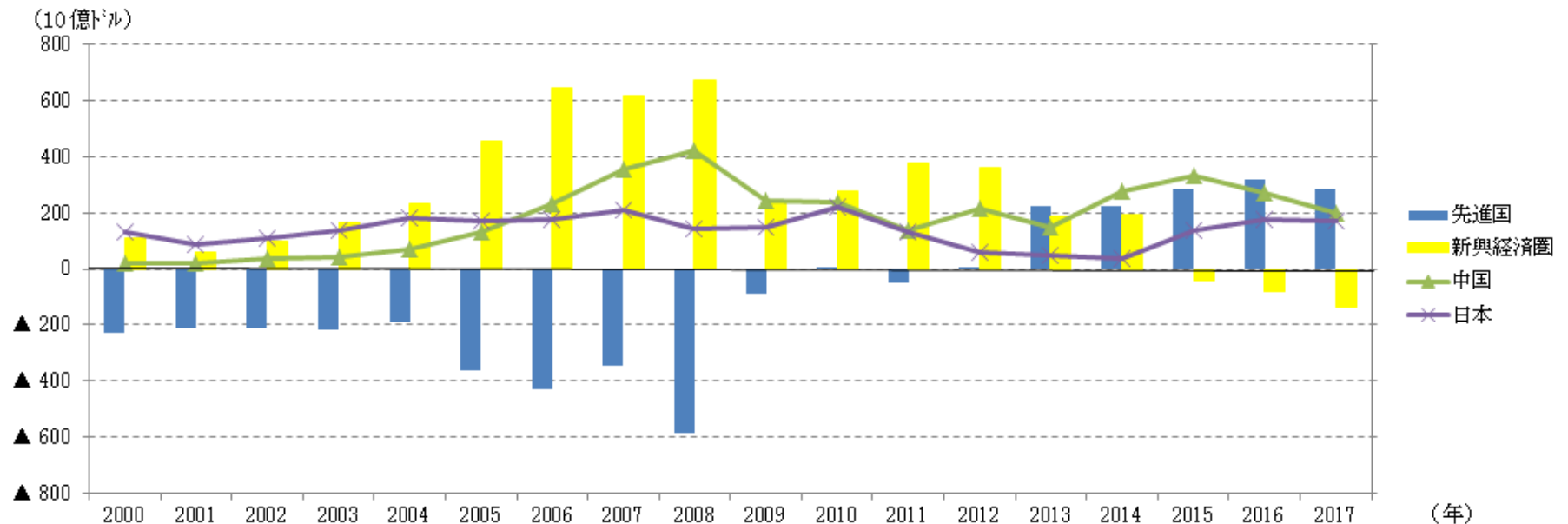
(先進国)

- 危機前は「経常収支赤字」基調→危機をはさみ、「経常収支均衡」→「黒字」基調に転換

(新興国)

- 危機前は大幅な「経常収支黒字」→近年では「黒字幅縮小」→「赤字」基調へ

(図表3) 先進国、新興圏、および日中の経常収支の推移

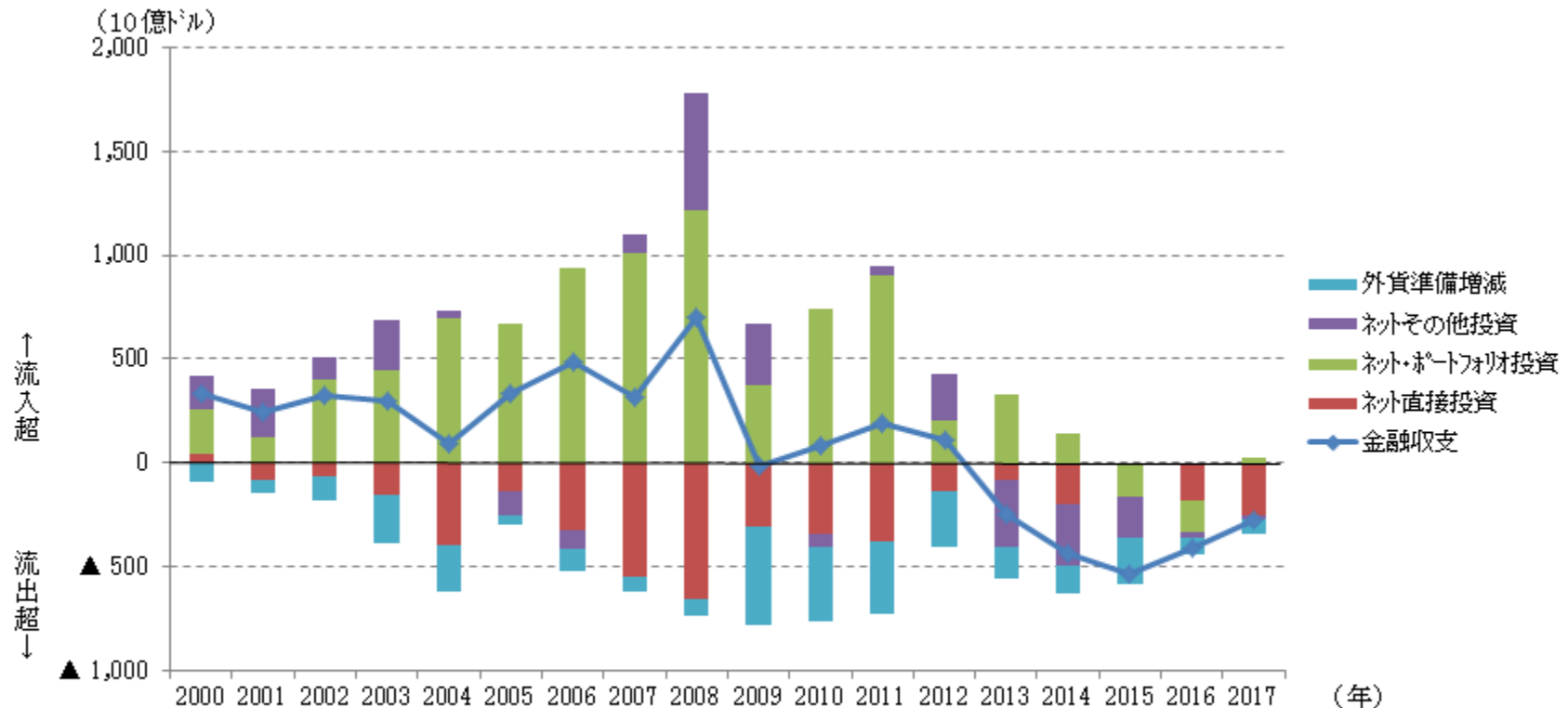


(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成。

(注) 2015年以降はIMFによる見込みおよび見通し。

- 先進国の金融収支は、危機前は「流入超」→危機後は「流出超」
 –ポートフォリオ投資での「流入超」→「流出超」への転換が主因

(図表4) 先進国の内訳別金融収支の推移



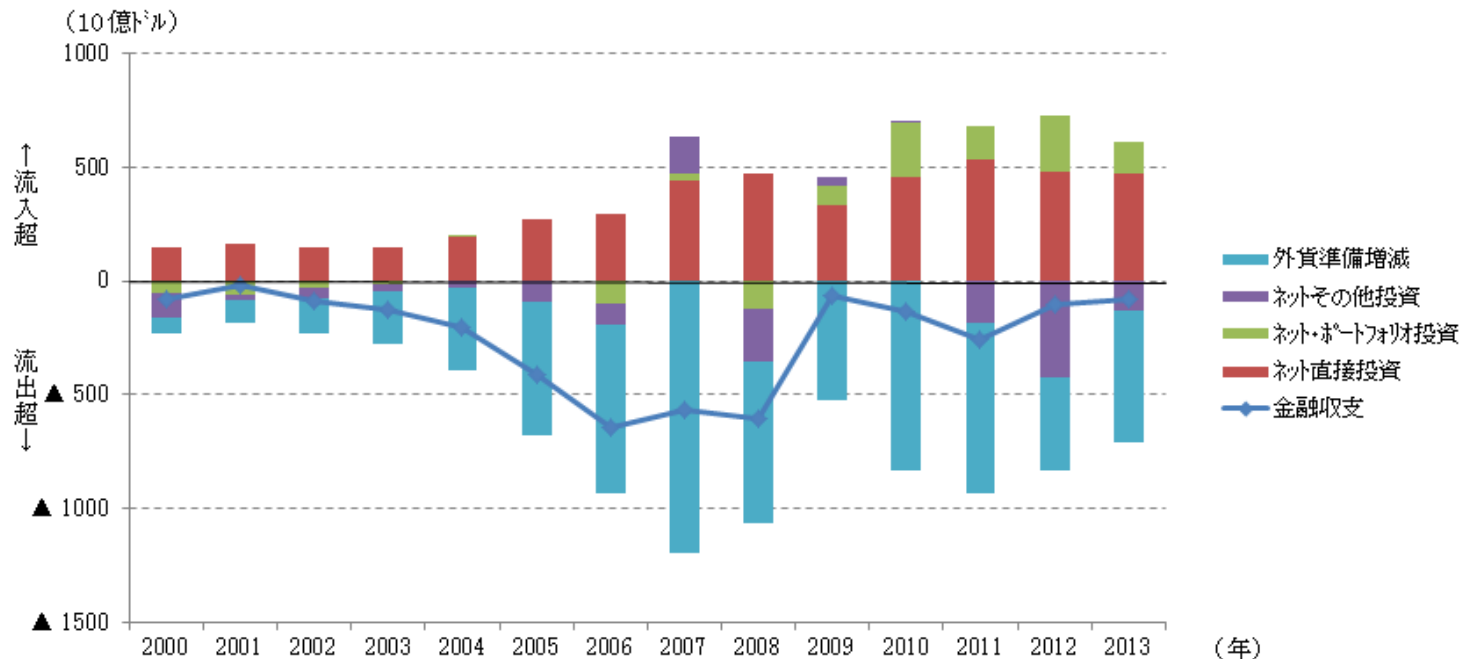
(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成。

(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。

- 新興国では、危機前の金融収支の資金「流出超」幅が、危機を契機に縮小
—外貨準備の積み増しという形での資金流出が継続するなか、
対内直接投資は増加
ポートフォリオ投資も、危機後は流入超が定着

(図表5) 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。

(金融危機前後でのグロスの資本フローの動きとグローバルな流動性の関係－図表6)

- 「**グローバルな流動性**」＝「**先進4カ国(経済圏)の民間金融機関の総負債量**」で把握
 (＝バランス・シート<以下BS>規模から資本勘定を除いたもの)

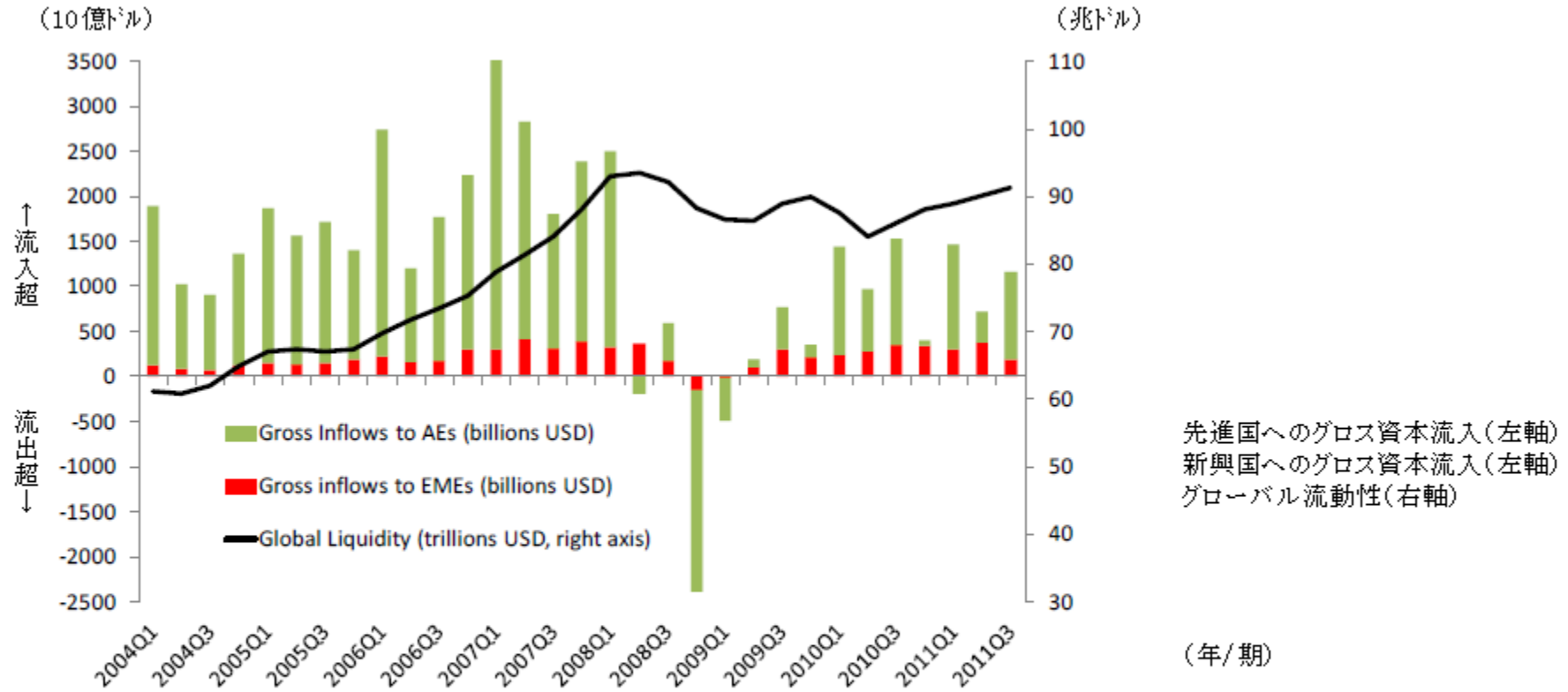
- 危機前には先進国向けを中心に、巨額の資金が流入
 ー 当時は低金利のもと、民間金融機関による活発な与信活動を背景に、グローバルに流動性が積み上げられている状態



- 危機で一変。2009年初には、先進国から巨額の資金流出が発生
- その後は持ち直すも、先進国向けには、危機前ほどの資金流入はみられず
- 危機で民間金融機関は与信活動を縮小せざるを得なくなったにもかかわらず、「グローバルな流動性」が大きく落ち込むことはなし
 ～ 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る
 民間金融機関が手放した資産(国債やMBS等)は中央銀行が買い入れ
 民間銀行は代わりに、中央銀行に当座預金(超過準備)を預け入れ
 自らのBS規模は維持
- 「グローバルな流動性」の供給源は、

危機前: 民間金融機関 → 危機後: 主要中央銀行 へと転換

(図表6) 金融危機前後での、先進国・新興圏向け gross 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。

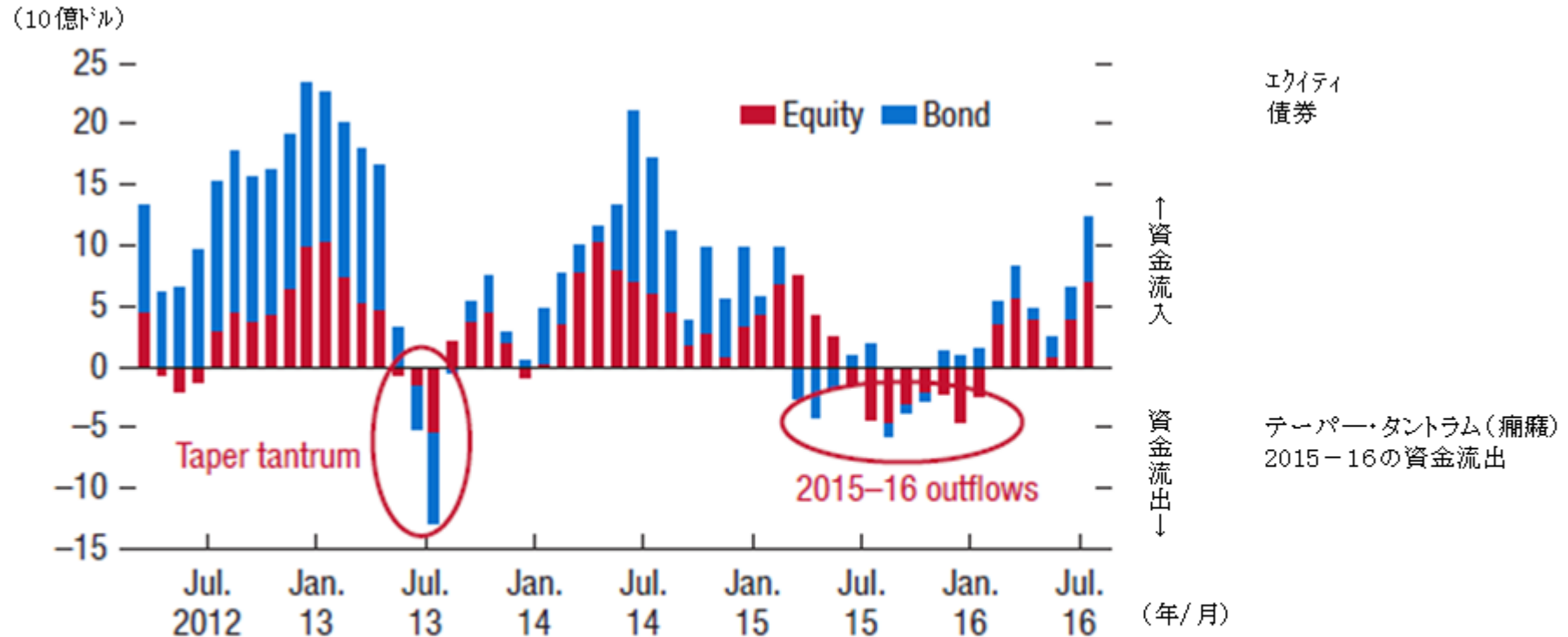
(近年の動き－図表7)

- 危機の緊張は緩和
- 2013年頃からは、米連邦準備制度(以下Fed)が、正常化を視野に入れた取り組みを開始
 - －節々のイベントで、新興国への資金流入が大きな影響を受けたケースも散見

例) 2013年5月のバーナンキ前FRB(連邦準備制度理事会)議長議会証言を受けての「テーパー・タントラム」
(資産買い入れ縮小による“痼癢”の意味)

2015年12月の、Fedの金融危機後初の短期金利引き上げ誘導
(=金融引き締めへの転換)を受けての新興国からの資金流出の動きなど

(図表7) 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。

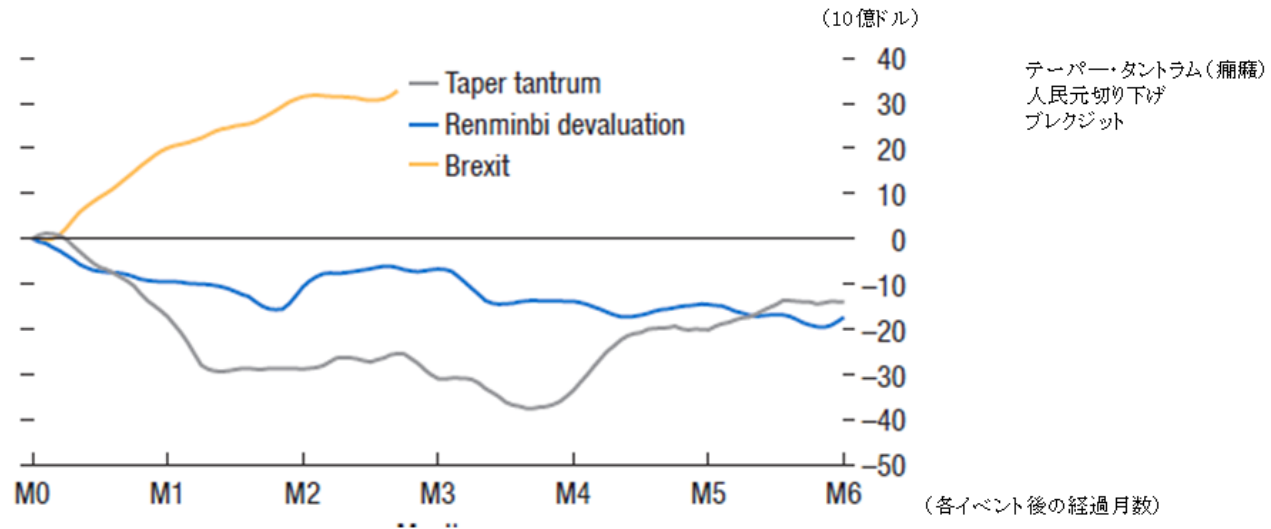
(原資料注) 債券のフローには、インド、インドネシア、メキシコ、ロシア、南アフリカ、タイおよびトルコを含む。

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。

(2016年入り後)

- イベント後の新興国からの資金流出は、2015年までに比較すれば総じて緩やかに
 – 新興各国が資金流出に対応すべく、政策運営を進めた結果(第2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、資金流出の加速の可能性に警戒が必要な状態が継続

(図表8) 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。

2. 国際的な資本フロー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

- 資本フロー管理政策に関する考え方…必ずしもこれまで一貫せず
国際金融システムの発展や、実際の国際金融市場の変動、危機の経験を受けて変化

<第二次大戦後>

- 各国の外国為替は固定相場制。各国が国際的な資金フローを必要に応じて規制することを国際金融界も容認＝「閉鎖経済」体制下

<1970年代～>

- 主要国は外国為替の変動相場制への移行を余儀なくされることに。各国は国際的な資本取引や金融サービスの自由化も進め、わが国も含め1980年代にはそれらをほぼ完了＝「開放経済」体制への移行

- IMFのスタンス：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
 - －加盟国は、他の加盟国に対し不公正な競争上の優位を得るための為替操作は禁止
 - －資本フロー規制は、変動相場制・開放経済体制のもと、「為替操作禁止」という義務を逸脱しない範囲内でのみ、条件付きで容認
 - ＝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」というスタンス確立
 - －1990年代末、IMFでは、資本取引の自由化の、加盟国の一般的義務化すら検討

<1997年アジア通貨危機以降>

- 「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」、
「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」との批判
- 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(図表9)
- 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
 - －「IMFが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、この世界的な金融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」との批判も

(図表9) 資本フロー規制が発動された2011年までの実例

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り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、外国人の国債及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ベース・ポイントから400ベース・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。

(IMFの資本フロー規制に関する2012年のスタンス転換)

- 2010年、国際通貨金融委員会(IMFC。*1)とG20は、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
(*1)IMF総務会に勧告を行うIMF内の組織



- IMFはスタッフによる分析および理事会での検討を経て、2012年に、資本フローに関する「**組織的見解**」(Institutional View)を発表
=資本フロー規制に関する従前の否定的スタンスを全面的に転換
一定の要件のもとでは容認

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

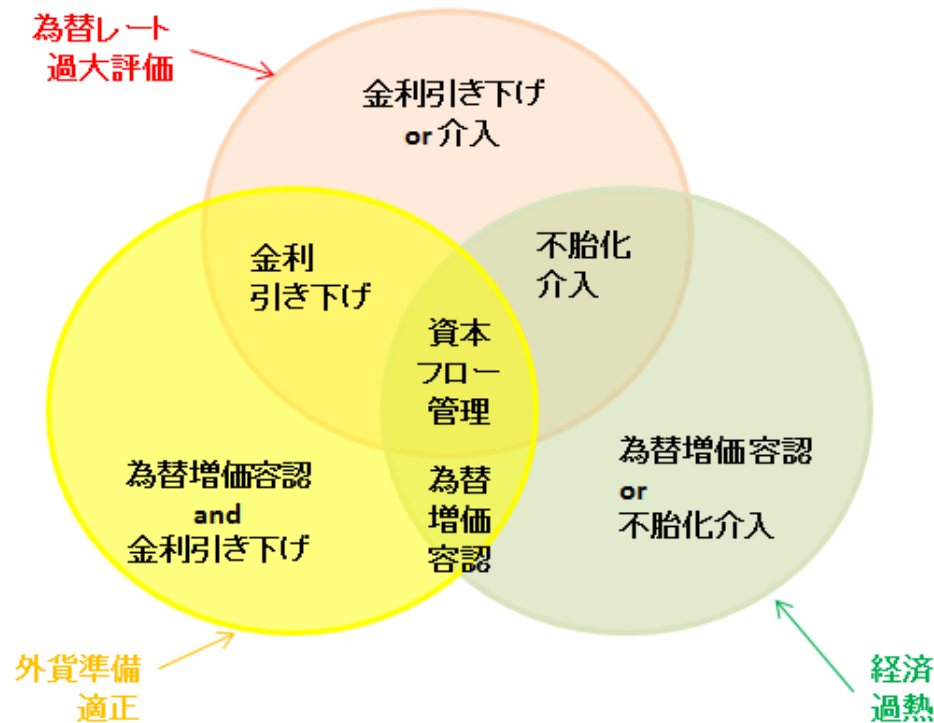
- IMFは2016年、各国が直面するケース(資本流入/資本流出)別での、政策運営のオプションを、以下の3つの前提条件の充足状況に応じて明快に整理
 - ①為替レートの水準
 - ②外貨準備の水準
 - ③実体経済の状況

【資本流入のケース(図表10)】

- …欧州債務危機時にスイス・フラン高が止まらなくなったスイスのようなケース
- ①自国通貨の価値(為替レート)が過大評価され、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
→「金利引き下げ」が選択肢
②'外貨準備を増加させる余地がある場合
→「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

- ①為替レートが過大評価されて
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条件を全て満たす場合
（＝図表10で、3つの円が重なり合った中央部分）
→「資本フロー管理策の導入」が唯一の選択肢
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に
- 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ず、そのための時間稼ぎができるものに過ぎない、と評価

(図表10) 資本フローの自由化と管理に関するIMFの考え方
 (「機関ビュー」、Institutional View)の鍵となる要素
 【資本流入のケース】



(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。3つの円が重なる部分は、3条件が全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。

【資本流出のケース(図表11)】

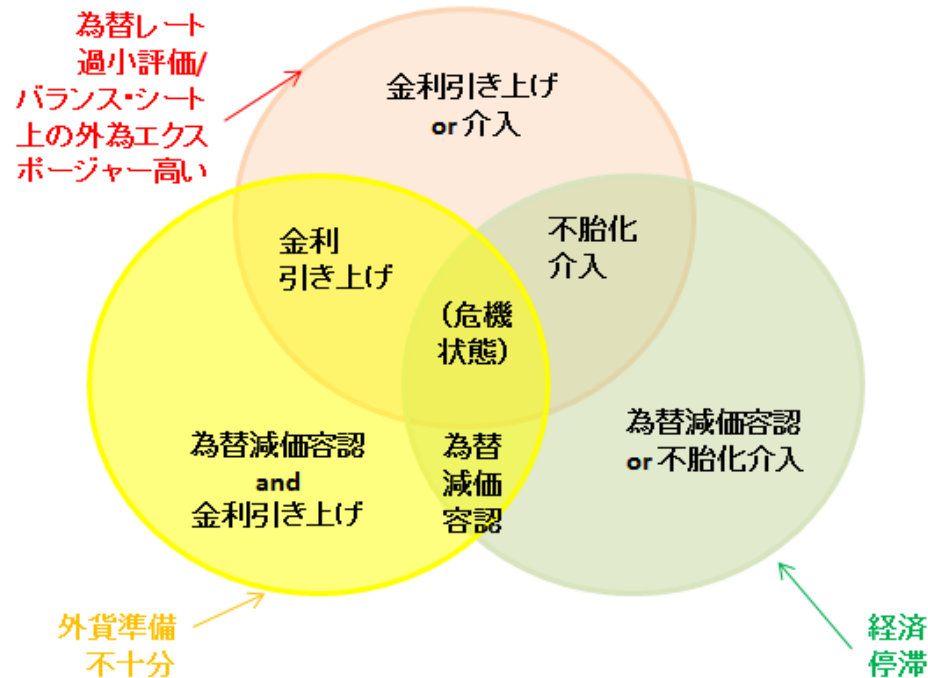
- ①自国通貨の価値(為替レート)が過小評価され、当該国のバランス・シートの外貨エクスポージャーが高く、かつ、
 - ②十分な外貨準備を保有している場合
 - 「金利引き上げ」、および「“自国通貨買い・外貨売り”の外国為替市場介入」が選択肢
 - ②'外貨準備水準が不十分な場合
 - 「外国為替市場介入」は発動できず、「金利引き上げ」のみが残された選択肢

- ①為替レートが過小評価され、バランス・シート(以下BS)の外貨エクスポージャーが高く、
 - 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3つの条件を全て充足する場合
 - (=図表11で、3つの円が重なり合った中央部分)
 - 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
 - 資本フロー管理策を導入するよりほかに手立てなし

- 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IMFは強調

(図表11) 資本フローの自由化と管理に関するIMFの考え方
(「機関ビュー」、Institutional View)の鍵となる要素

【資本流出のケース】



(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。3つの円が重なる部分は、3条件が全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3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。

3. 近年における資本フロー反転/急変時の各国の政策対応

(2013年～2016年の間、実際に資本フロー反転・急変に見舞われた国々の政策対応－図表12)

- この時期は…
 - －欧州では、2012年のギリシャの2度にわたるデフォルトを経て、欧州債務危機の緊張はほぼヤマ越え
 - －もっとも、ギリシャ危機の影響で2013年にはキプロスが財政危機に転落(第5章)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(第6章)
- 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
 - －具体的には…
 - ①2013年5月の“バーナンキ・ショック”
 - ②2015年2月のFedの危機後初のFFレート引き上げ誘導、など
- 欧米各国においてはほかにも、次のようなイベントが国際金融市場に大きな影響
 - ③2016年6月のイギリスのユーロ離脱(Brexit)を決めた国民投票
 - ④2016年11月の米大統領選挙

(図表12) 2013～16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				
	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)	資本流出に 対する資本 フロー管理
【為替レートをショック吸収に用いた一方で、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	+ / -	↑	IL / OV	✓	↓	↓	有	↔	無
フィリピン	+ / -	↓	OV / Less OV	✓	↑	↑	有	↔	無
ポーランド	- / -	↓	IL / IL	✓	↓	変化無	有	↔	無
南アフリカ	- / -	↑	OV / Less OV	*	↑	↓	有	↔	無
タイ	- / -	↓	IL / IL	✓	↓	↓	有	↔	無
トルコ	- / -	↑	OV / Less OV	✓ / *	↑	↓	有	↔	無
【外国為替市場介入をせず、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】									
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3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、個々の特徴全てを満たしていない国も含めて表示されている。

- 各国の実際の政策対応は、大きく3つのグループに分けて把握可能(図表12)
 - 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
- 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に
- 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、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)も散見
- 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は様々(図表13)

(図表13) 資本フロー管理政策として実際に用いられた手段の例(2009～15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 その他	外国紙幣の購入 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

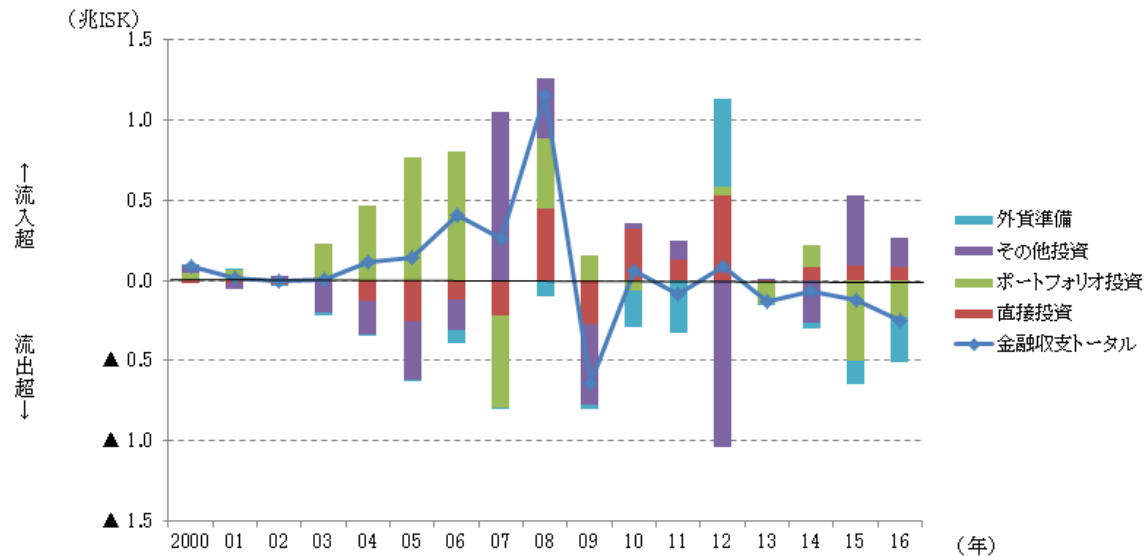
(資料) IMF, “Capital Flows - Review of Experience with the Institutional View”, IMF Policy Paper, December 2016, p52 Annex IIを基に日本総合研究所作成。

4. アイスランドの経験（資本フロー規制：2008年11月～2017年3月）

(1) 民間銀行の過剰なリスク・テイクによる“不均衡”拡大

- アイスランドはEU非加盟の欧州の小国で、島国
- 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つきが強く、「開放経済下の小国」の典型例の1つ
- リーマン・ショックにより「最初の最も悲惨な犠牲国」

(図表14) 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。

- 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
- 3大銀行のうちの2行は2002年および2003年に民営化
 (=同国の銀行システムは民営化完了)
- 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

(図表15) アイスランドの金融収支の推移

(百万ISK)

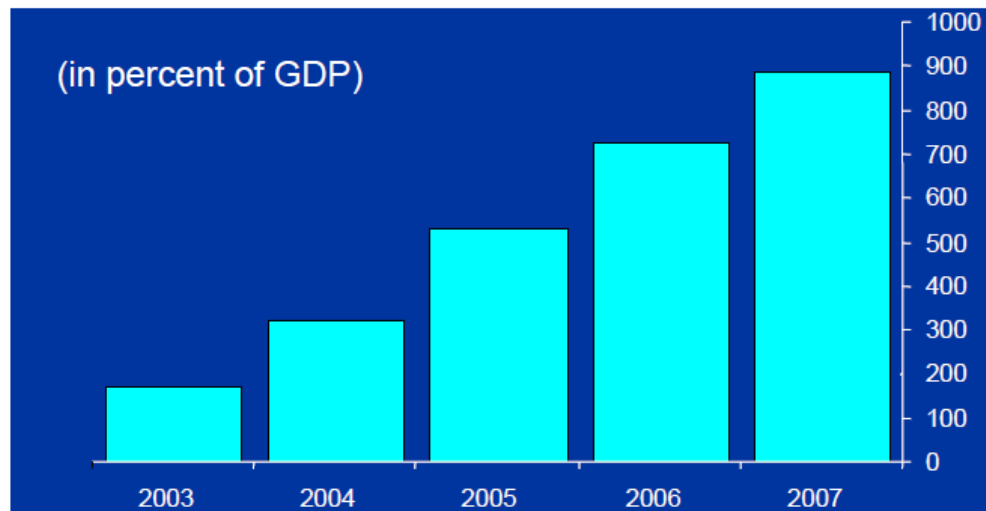
	金融収支			直接投資			ポートフォリオ投資			その他投資			外貨準備増減 資産
	資産 (A)	負債 (B)	収支 (A-B)	資産	負債	収支	資産	負債	収支	資産	負債	収支	
2000	76,950	161,216	▲ 84,266	30,969	13,459	17,510	43,469	93,521	▲ 50,052	8,218	54,236	▲ 46,018	▲ 5,706
01	81,115	92,084	▲ 10,969	33,734	16,933	16,801	4,683	67,165	▲ 62,482	47,539	7,986	39,553	▲ 4,841
02	96,855	96,078	777	29,937	8,005	21,932	28,861	42,488	▲ 13,627	32,424	45,585	▲ 13,161	5,633
03	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
04	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
05	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
06	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
07	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
08	▲ 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
09	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
10	▲ 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
11	▲ 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
12	▲ 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
13	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
14	▲ 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
15	▲ 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
16	▲ 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.

- 民間銀行が拡大した業務の大半はアイスランド国外におけるもの
 - 業務拡大の資金を手当てすべく、各行は当初市場性の債券や証書を発行
 - 次第に短期借り入れに依存するようになり
 - 2005年以降は預金受け入れ(図表14・15の「その他投資」)への依存度が拡大
- とりわけ大手銀行の1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ール勘定において、多額の預金を獲得(ランズバンクの子会社Icesaveによる)
- 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

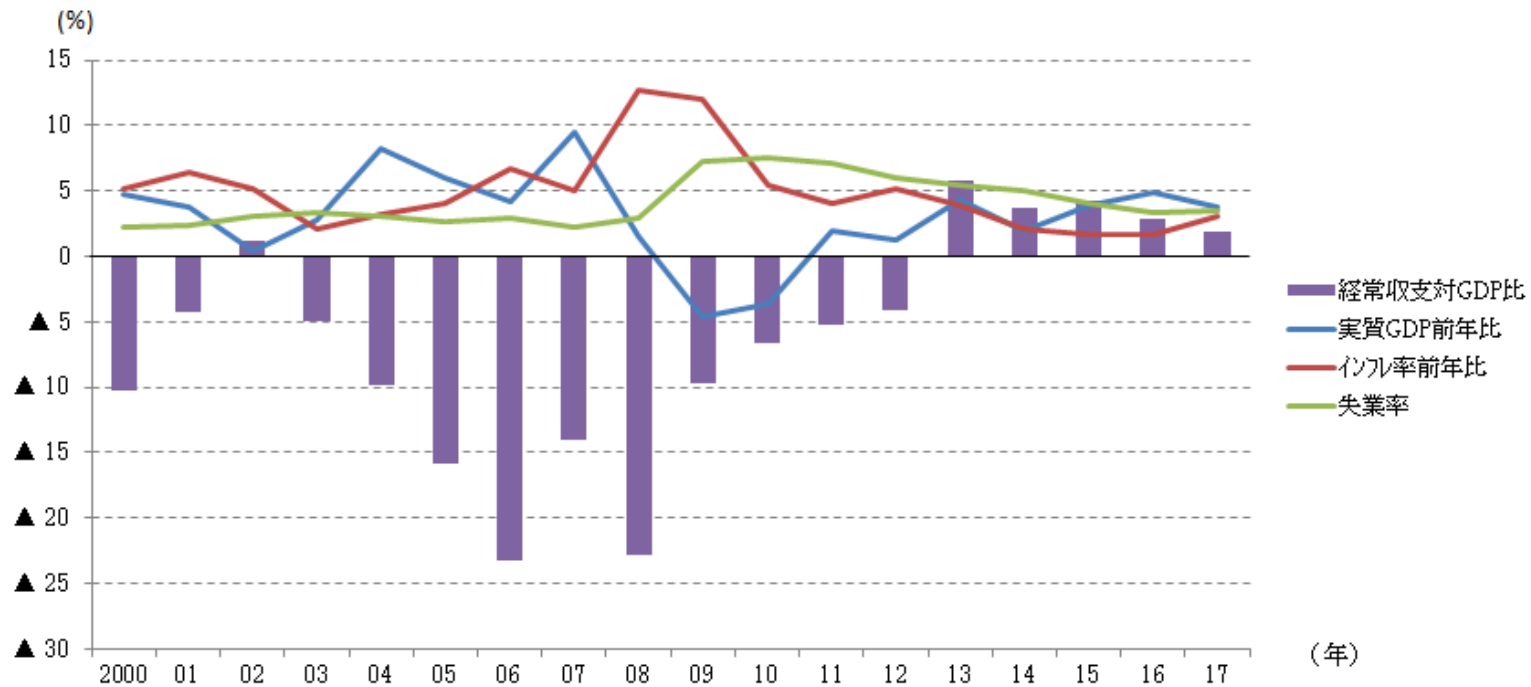
(図表16)リーマン・ショック前のアイスランド3大銀行の資産規模の推移 (%)



(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。

- この間、アイスランドの実体経済は力強く成長
- 他方、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
- その一方で対外的な不均衡が積み上がり

(図表17) 2000年代以降のアイスランドの実体経済指標の推移



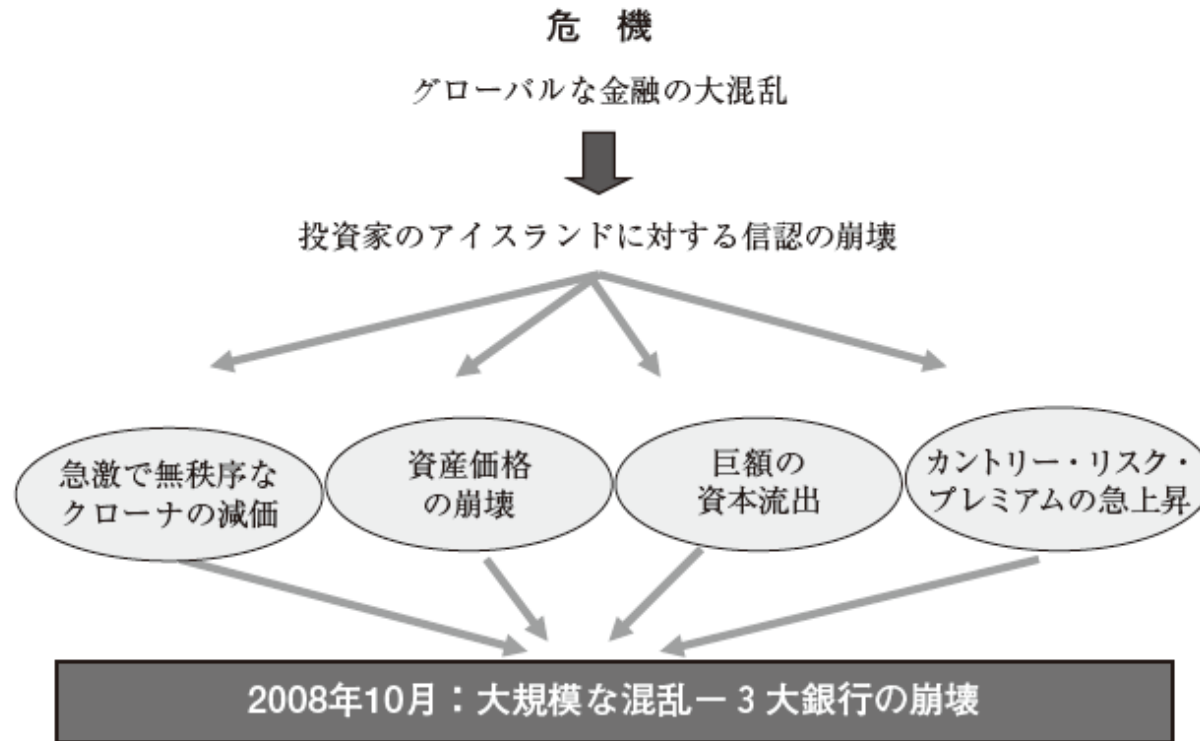
(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成。

(注) 2015年以降は、IMFによる見込み。

(2) 急転直下で危機状態に突入

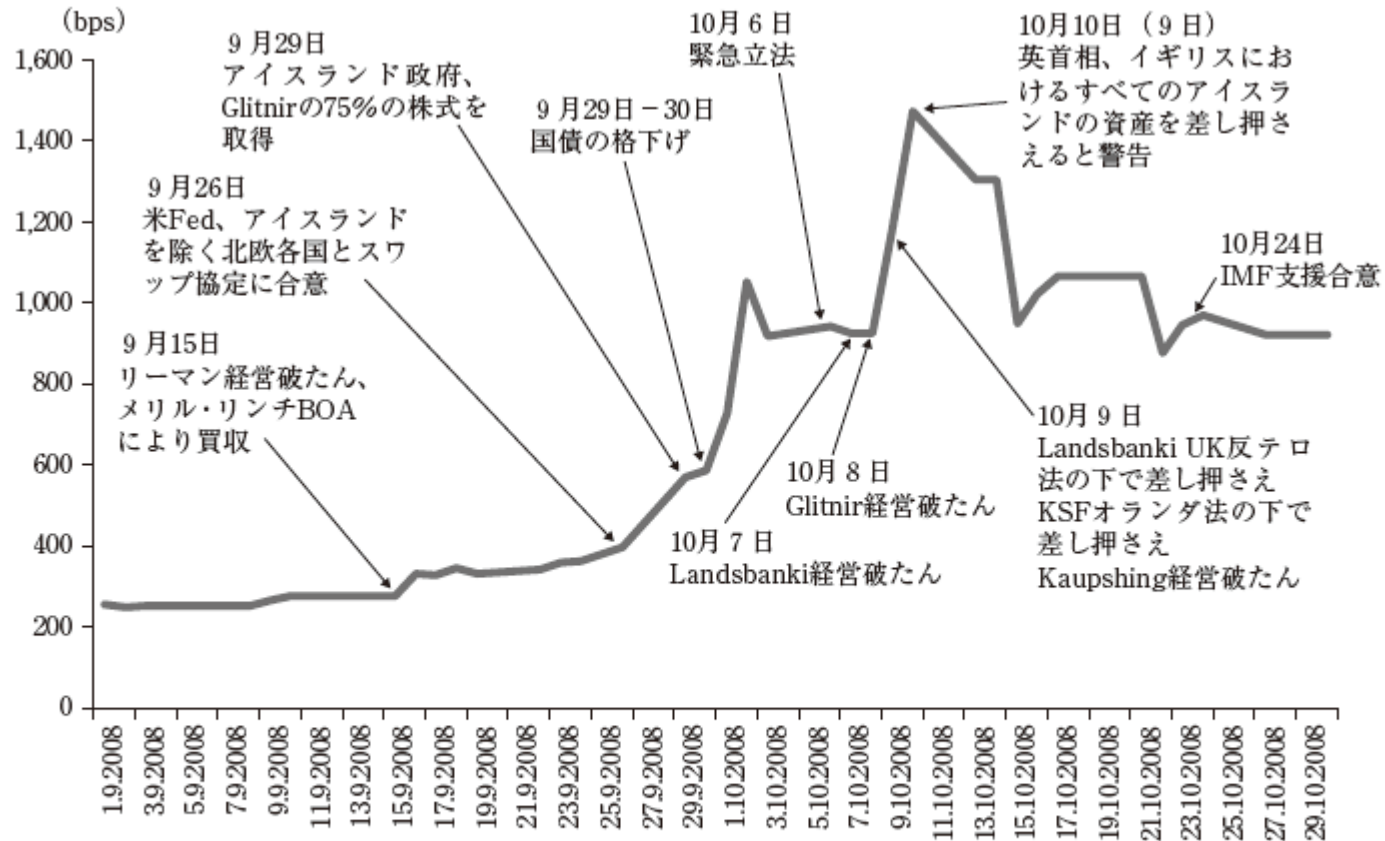
- 2007年のサブ・プライム危機の発生をきっかけに、アイスランドの各民間銀行の資金調達環境は急速に悪化。資金繰り困難に直面
- さらに2008年9月のリーマン・ショックで決定的な打撃
 - 大手民間銀行3行は経営破たんし、国有化されることに
 - クローナは急落
 - 2008年11月28日からは、広範囲にわたる資本フロー規制が導入
 - 非居住者のクローナ建て預金や証券の保有口座は封鎖
 - その後は、海外送金の制限や海外旅行目的での外貨両替の制限も強化
- アイスランドの場合、非居住者によるクローナ建て預金の膨張が危機の引き金となったこともあり、その扱いが資本フロー規制上の大きな焦点に

(図表18) 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19)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

(ネット専業銀行Icesaveの破たん処理問題)

- 大手民間銀行の1つであるランズバンク傘下のネット銀行であったIcesaveは、金融危機前にオランダやイギリスから預金を多額に受け入れ
- 2008年10月に経営破たんし国有化
- オランダ政府とイギリス政府は、自国内のIcesaveの預金者に対して、自国の預金保険から補償金を支払い。
- 他方、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否決し、紛争に

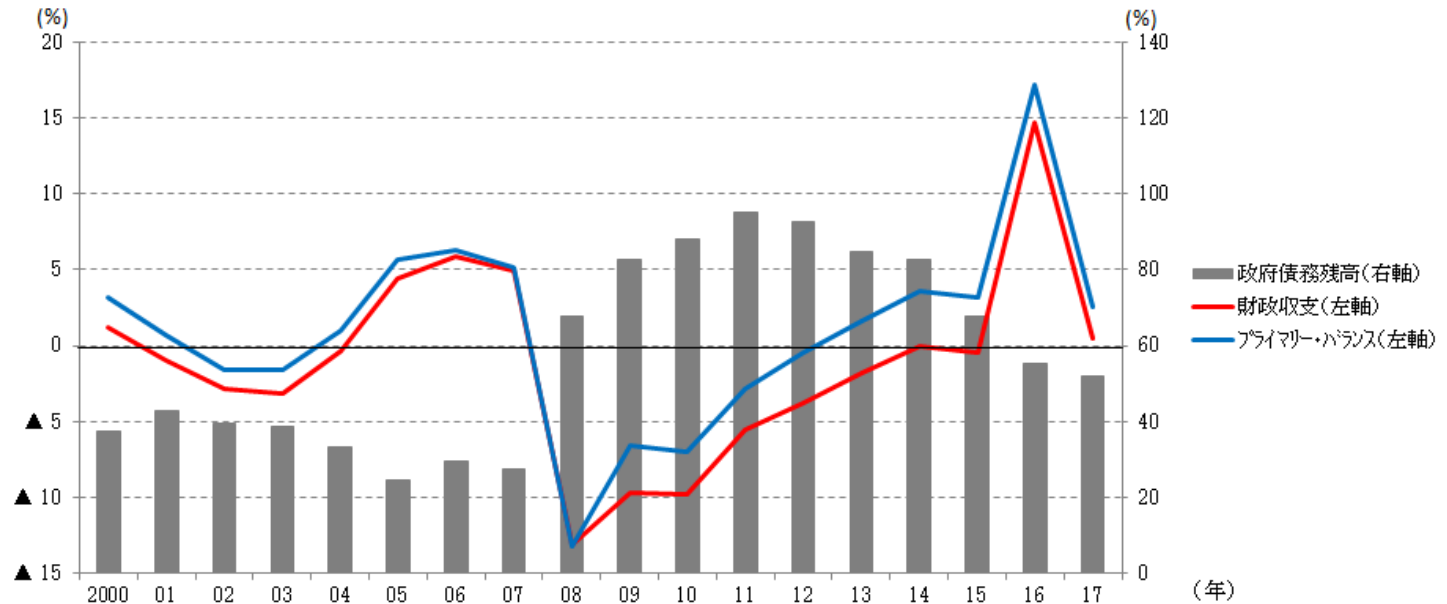
=アイスランドの財政破綻には、このような経路での“**対外債務調整**”の側面も

- アイスランドとイギリス、オランダとの関係はこの問題で完全にこじれ、アイスランドのEU加盟問題は棚上げ状態が今日に至るまで継続

(3) 政策対応と危機の結末－国民生活と社会構造への重い影響

- 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比はわずかに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いう健全財政国
- 危機による大銀行の相次ぐ破たんで一気に悪化。实体经济も大きな打撃(前掲図表17)

(図表20) 2000年代以降のアイスランドの財政指標(名目GDP比)の推移



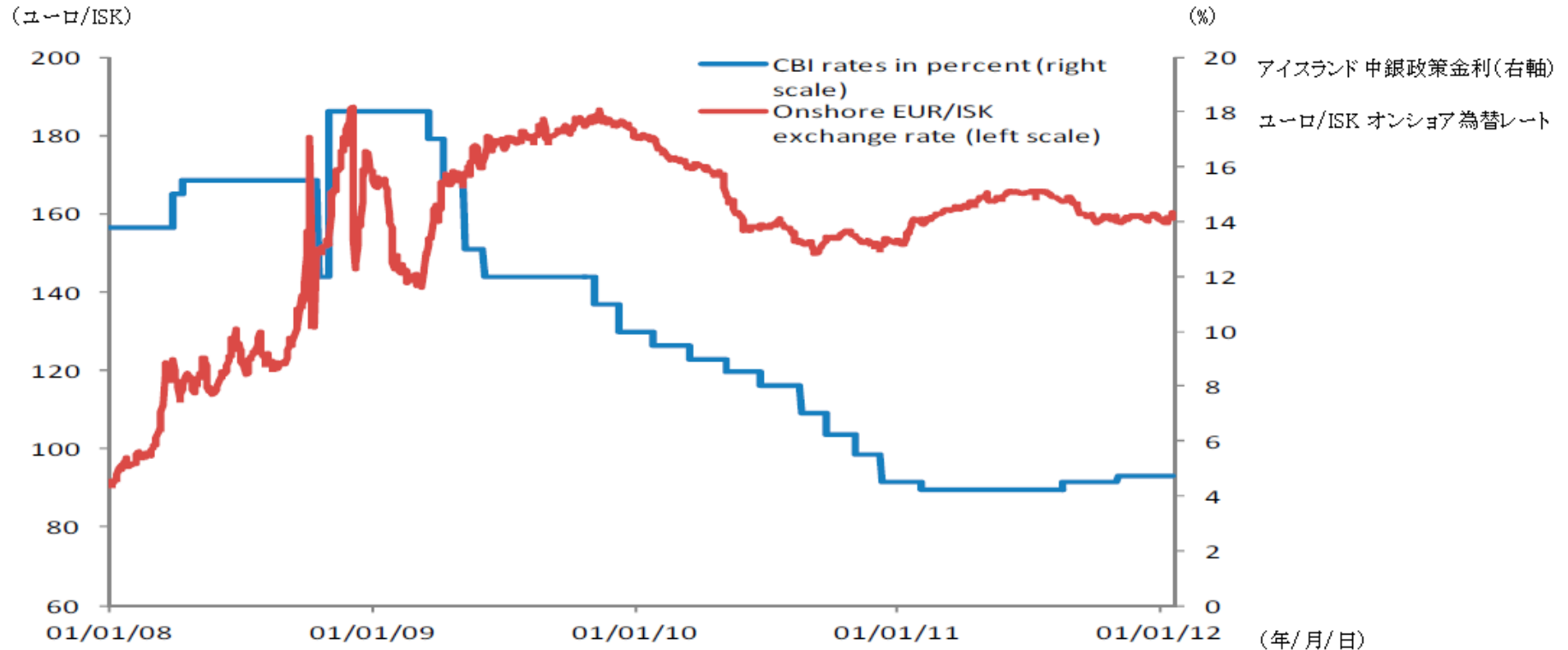
(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成。

(注) 2015年以降は、IMFによる見込み。

（“国際金融のトリレンマ”とアイスランドの選択）

- ①自由な資本移動と、②為替レートの安定、および③金融政策運営の自主性、の3つを同時に達成することは不可能（“国際金融のトリレンマ”）
- アイスランドは、この制約の下、“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政策運営を選択（図表21）
- 資本フロー規制の発動により、アイスランド中央銀行は、少なくともオンショア・ベースではコロナ相場を安定的に維持しつつ、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、金融緩和を行い得る余地を創出
- なお、このような資本フロー規制を発動する場合には、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
 - －オフショア市場では、オンショア・ベースよりも50%割安な価格でコロナが取引
 - －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存在

(図表21) 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つつも、その代替策として、厳しい「国内債務調整」を余儀なくされる結果に
- 危機後は、幅広い税目におわたる、税率の大幅な引き上げという厳しい財政緊縮を断行せざるを得ず

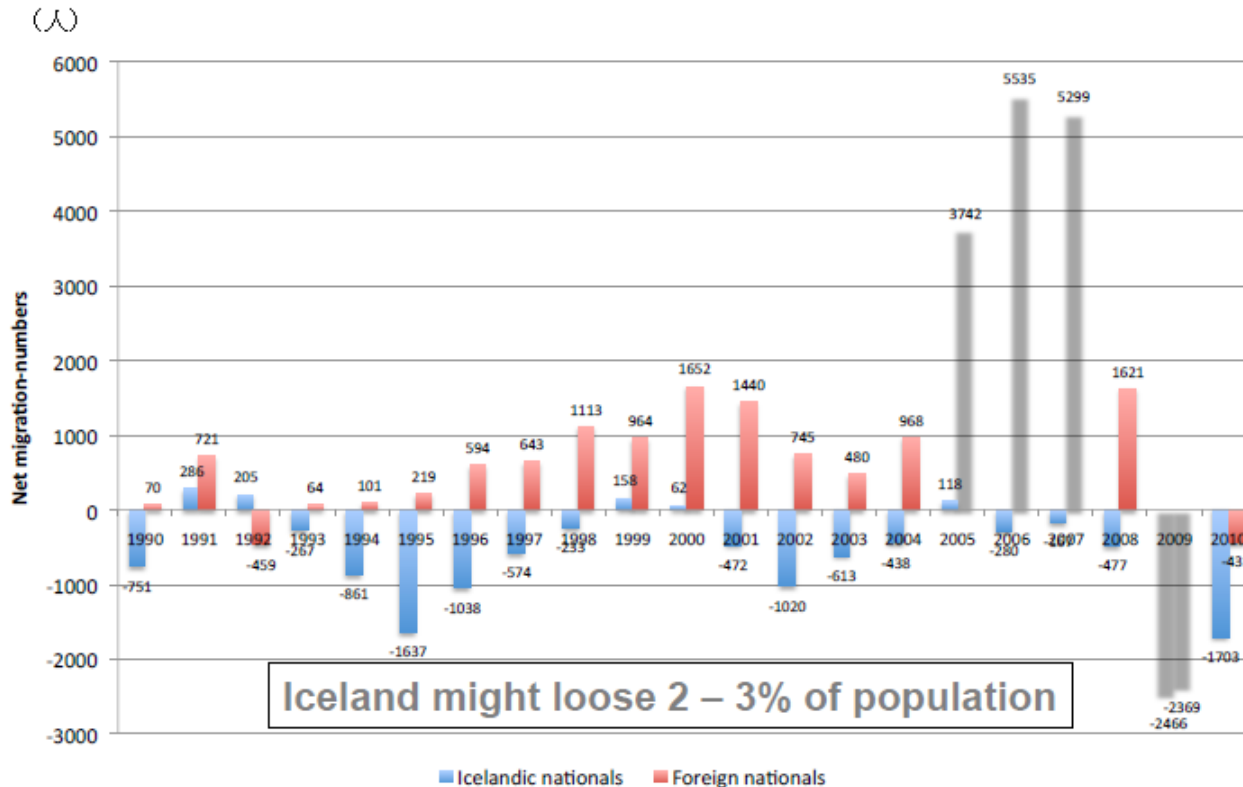
(図表22) 危機前後におけるアイスランドの税率引き上げの例

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。

- アイスランドはわが国同様の島国ながらも、人口の2～3%が危機後に国外に流出。危機で社会的にも極めて重い打撃を受ける結果に

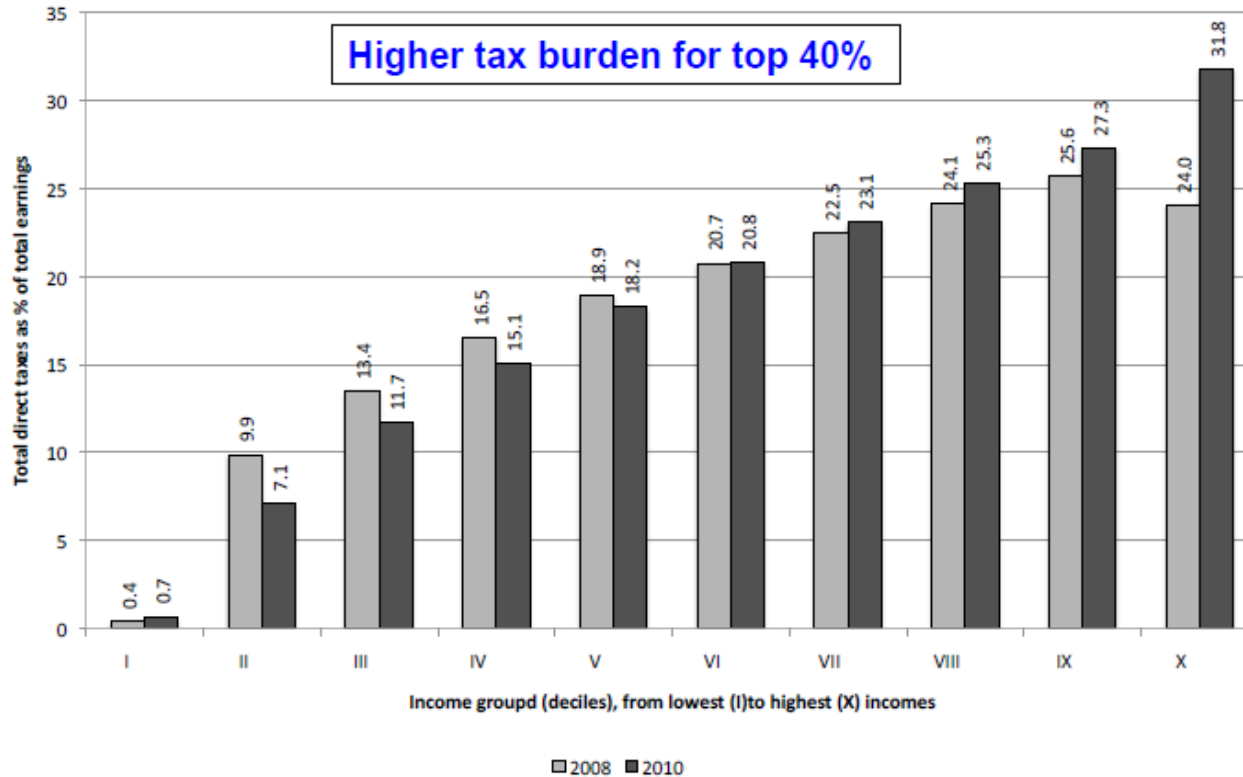
(図表23) アイスランドの移民の流出入の推移(1990年～2010年)
(移入者－移出者：アイスランド国民および外国人)



(資料)Stefán Ólafsson (University of Iceland), Level of Living Consequences of Iceland's financial crisis What do the social indicators tell us?, "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。
(原資料)Statistics Iceland.

- 増税による財政緊縮断行に際しては、経済的な弱者や低所得者に対する配慮も…

(図表24) アイスランドの危機前後での所得階層別ネット実効税負担の推移
(総所得に占める直接税支払いの比率。2008年および2010年)



(資料) Stefán Ólafsson (University of Iceland), Level of Living Consequences of Iceland's financial crisis What do the social indicators tell us?, "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。

(原資料) Statistics Iceland - Universal Tax Data.

(資本フロー規制導入の是非の受け止め方)

- 2011年10月、アイスランド当局とIMFは、危機後の政策運営に関するカンファレンスを共催
- アイスランド当局やIMF関係者の見解
「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」
- 国内の学者や経済界、労働団体の代表等の見解－極めてネガティブ
「厳しい資本フロー規制は、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」
－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を物語るもの
- 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に
－金融システム崩壊、事実上の財政破綻に資本フロー規制で対処せざるを得なくなると、解除までには長い年月を要することに

(アイスランドで起こった現実－リーマン・ショック以降2013年まで)

- 2008年 9月 リーマン・ショック。アイスランド、銀行を相次ぎ国有化(～10月)
- 2009年 1月 ホルデ首相辞任
- 同 2月 シングルザルドゥティル首相就任
- 同 4月 総選挙に勝利しシングルザルドゥティル首相続投
- 2010年 3月 英オランダ預金者への公的資金による返済、国民投票で否決
- 2011年 4月 国民投票で再度否決
- 同 6月 欧州連合(EU)加盟交渉開始
- 2012年 4月 金融危機の過失を問われたホルデ前首相に有罪判決
- 同 9月 シングルザルドゥティル首相、今期限りで政界引退表明
- 2013年 4月 総選挙で野党が勝利

(資料) 2013年4月29日付時事通信記事「○アイスランドの動き」

(図表25)アイスランドで起こった現実



Icesave: President's residence, January 2, 2010
Photo: Ragnar Axelsson

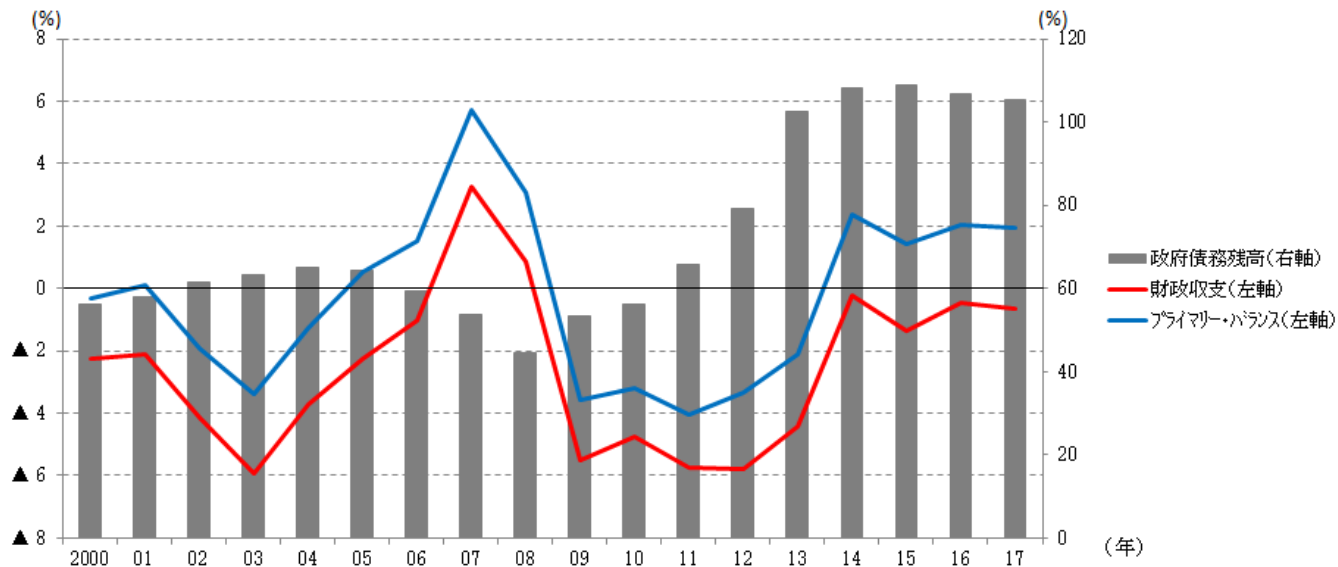
(資料) Fridrik Mar Baldursson (Reykjavik University), Iceland's Program with the IMF 2008-2011, "Iceland's Recovery - Lessons and Challenges", conference hosted by Icelandic Authorities and the IMF, October 27, 2011.

5. キプロスの経験(資本フロー規制：2013年3月～2015年4月)

(1) 2008年のユーロ導入後の状況 (財政規律は弛緩)

- ユーロ導入までは財政再建に励み、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。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財政健全国
- ところが、2008年の導入後は財政規律はあっさりと弛緩…

(図表26) 2000年代以降のキプロスの財政指標(名目GDP比)の推移



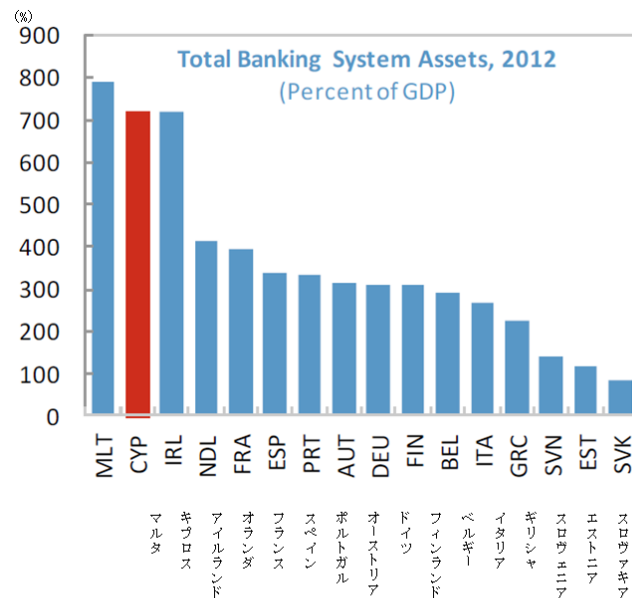
(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成。

(注) 2015年以降は、IMFによる見込み。

(低金利で民間銀行が過剰なリスク・テイク)

- 低い法人税率が好感され、非居住者の資金が流入(後掲図表28)
- 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(図表27)
 - ロシアの富裕層の巨額の資金が流入し、マネー・ロンダリングの温床と化していたのではないか、との指摘も
 - ソブリン(国)の不均衡と民間銀行の不均衡とのリンクが増幅
 - 経常収支の赤字幅も拡大(後掲図表29)

(図表27) 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)

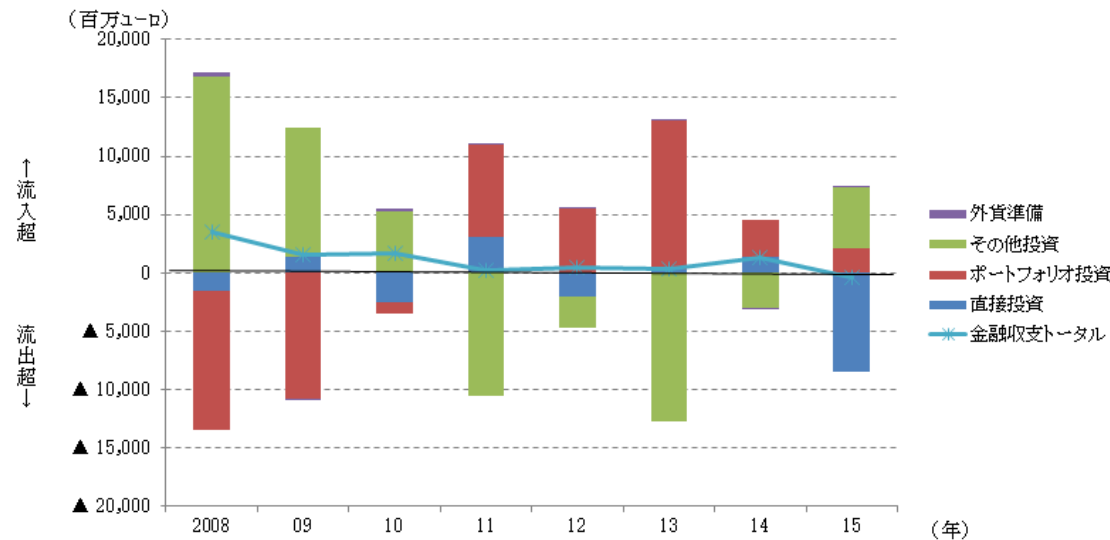


(資料) IMF [2013a]. "Cyprus Request for Arrangements under the Extended Fund Facility", IMF Country Report No. 13/125, May 2013, p27 Figure 1を基に日本総合研究所作成。

(2012年、隣国ギリシャが2度のデフォルト)

- ユーロ導入で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
 - キプロスの民間銀行によるギリシャの居住者向け与信はキプロスのGDPの130%、ギリシャ国債の保有高は30%にまで到達(2011年末時点)。
- 2011年夏頃からは、ギリシャの財政運営をめぐる状況が深刻化
 - 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

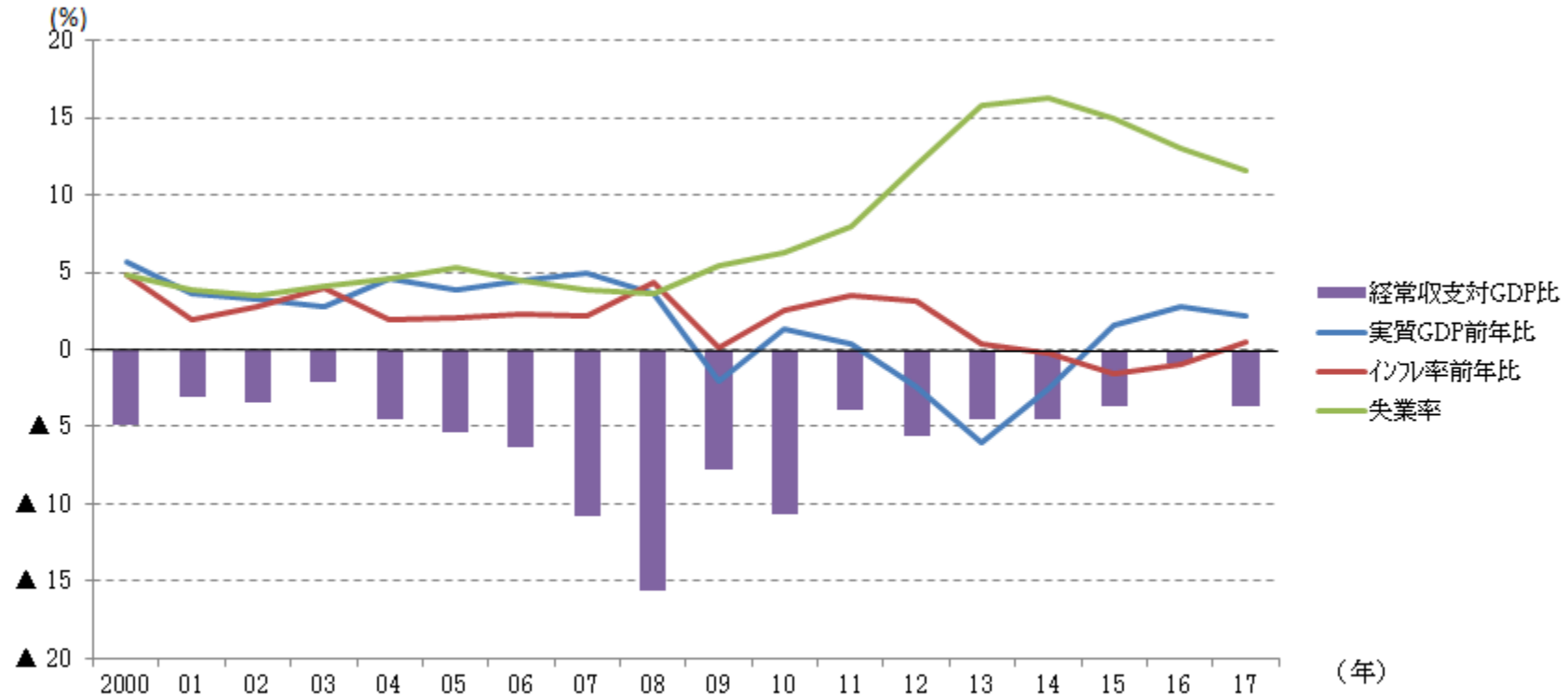
(図表28) キプロスの内訳別金融収支の推移(年ベース)



(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29) 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。

(2) 2011年以降の預金流出

- ギリシャのデフォルトに先立つ2011年夏頃から、多額のギリシャ国債を保有するキプロスの民間銀行も強い緊張にさらされ、預金の流出が始まる
 - 2012年初までには**民間銀行の預金の10%**、同国第2位の銀行に至っては、**預金の3分の1**が流出
 - 預金流出は、ギリシャで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月まで継続
- 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も払底。ユーロシステムからのオペによる資金供給も受けられず
- 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、業務運営を継続する状態
 - 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**に到達

(「バンク・ホリデー」から資本フロー規制に突入)

- 2012年2月、キプロス政府の委託により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
- 2013年3月半ばに「銀行整理法」成立
- キプロス政府はCyprus Popular Bank、Bank of Cyprusの抜本的な経営再建に着手
- キプロスの銀行システムは**GDP比200%の規模で急速な縮小**を余儀なくされる結果に
- 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**」を実施
 - = 資本フロー規制導入の幕開け
 - 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、**厳しい資本フロー規制の賦課開始**

(資本フロー規制の内容)

- 現金の1カ月当たりの引き出し可能額は9,000ユーロに制限
- 旅行目的での現金の引き出しは、1人1回の旅行あたり2,000ユーロに制限
- 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を禁止
- 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
- クレジット・カードやデビット・カードも同様の扱い(国内での電子的な振替決済による取引のみOK)
- 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を防ぐため、1口座保有者当たり1カ月に5,000ユーロまでに制限

- 預金の電子的な振替決済は、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
 - 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
 - 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
 - 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）
 - 新規口座の開設は禁止
 - 定期預金満期の場合、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、満期を1カ月延長

- キプロス当局によるこのような対応は本来、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
 - －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も
 - －他方、IMFはこの点に関するスタンスを2012年にすでに転換していたほか、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大
- 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
 - －解除に際しての鍵となる原則
 - 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
- まず、国内の資本フロー規制から解除し、2014年7月までに完了
- 最終的に、クロス・ボーダーの資本フロー規制解除に至ったのは、2015年4月5日

- 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期間
- しかしながら、国民の生活や企業の経済活動には重い足かせとなったとの指摘

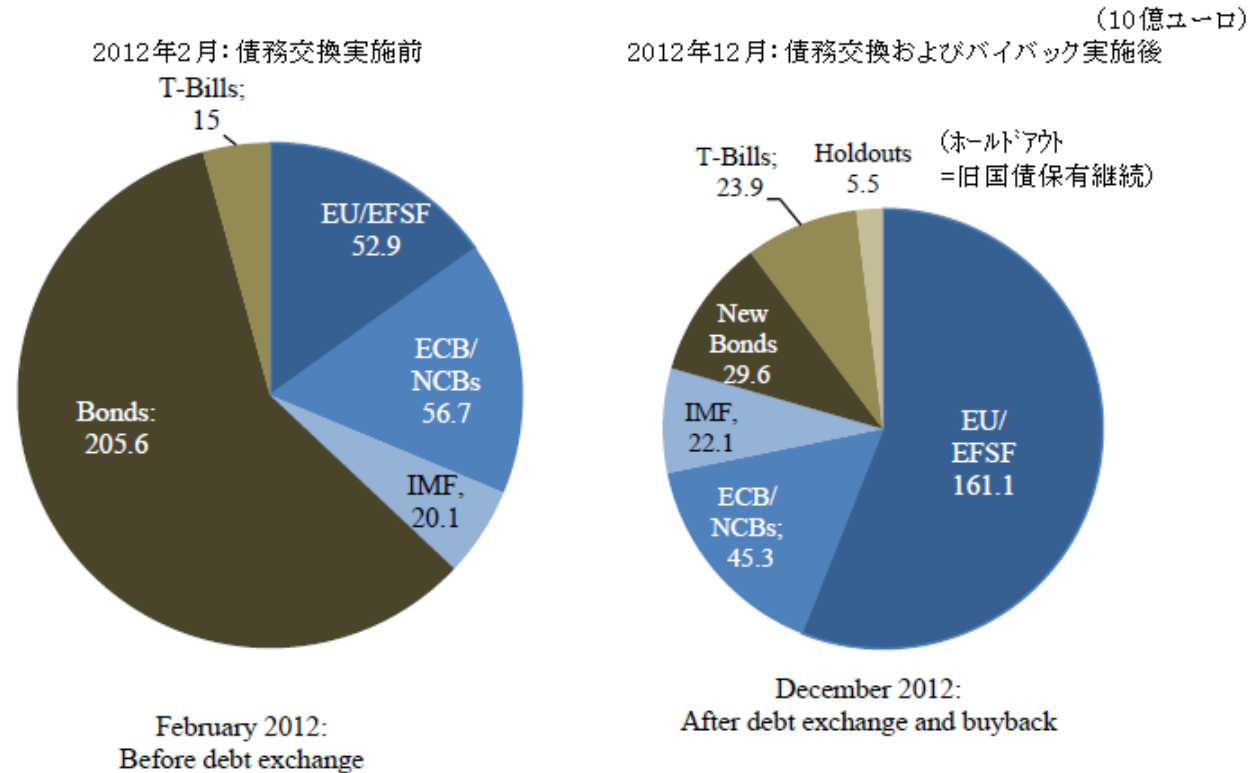
6. ギリシャの経験(資本フロー規制：2015年6月～)

(1) 2012年には、資本フローは自由なもとの、対外債務調整(デフォルト)を強行

- 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
- 1度目は2012年夏。
- 同年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するも、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)を強行
- 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。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に

- 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

(図表30)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。

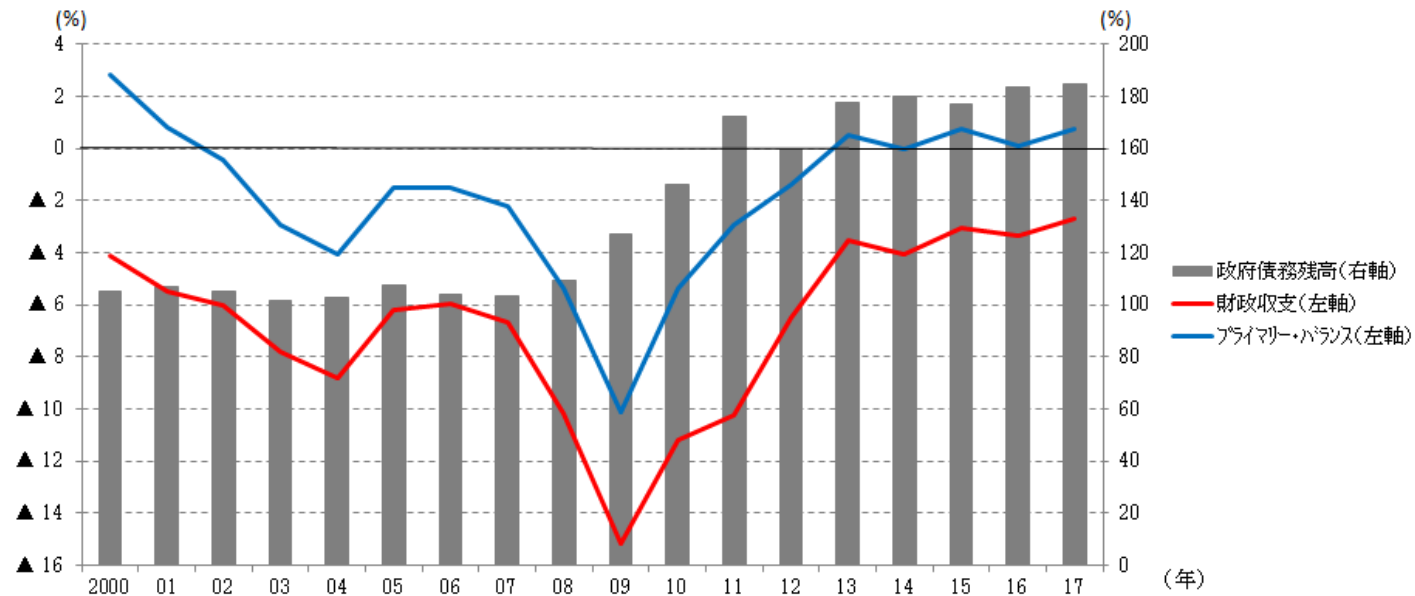
(原資料) Bloombergおよびギリシャ財務省に基づきPIIEが推計。

(2) 2度目のユーロ離脱危機以降は、“国内債務調整”状態に転落し、 資本フロー規制に突入

- 2度目のユーロ離脱危機は、2015年7月の国民投票
- 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
- それまでに強いられた厳しい財政緊縮(図表31)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(図表32)
- チプラス首相は緊縮策の受け入れの是非をめぐって、国民投票を行うと宣言
- この国民投票の結果、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
- しかしながら、国際債権団が唯一、ギリシャの資金繰りを支えていることは図表30からも明らか
- 「国際債権団からの要請を拒否すること」
＝「自力で債務問題を解決せざるを得なくなること」
- ギリシャ国内ではこの点を十分に理解。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ギリシャ国民が預金を引き出す動きが拡大
- ギリシャ政府は国民投票の実施前の2015年6月末、預金の引き出し規制を開始

- 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ふ、国際債権団の要請そのもの

(図表31) 2000年代以降のギリシャの財政指標(名目GDP比)の推移

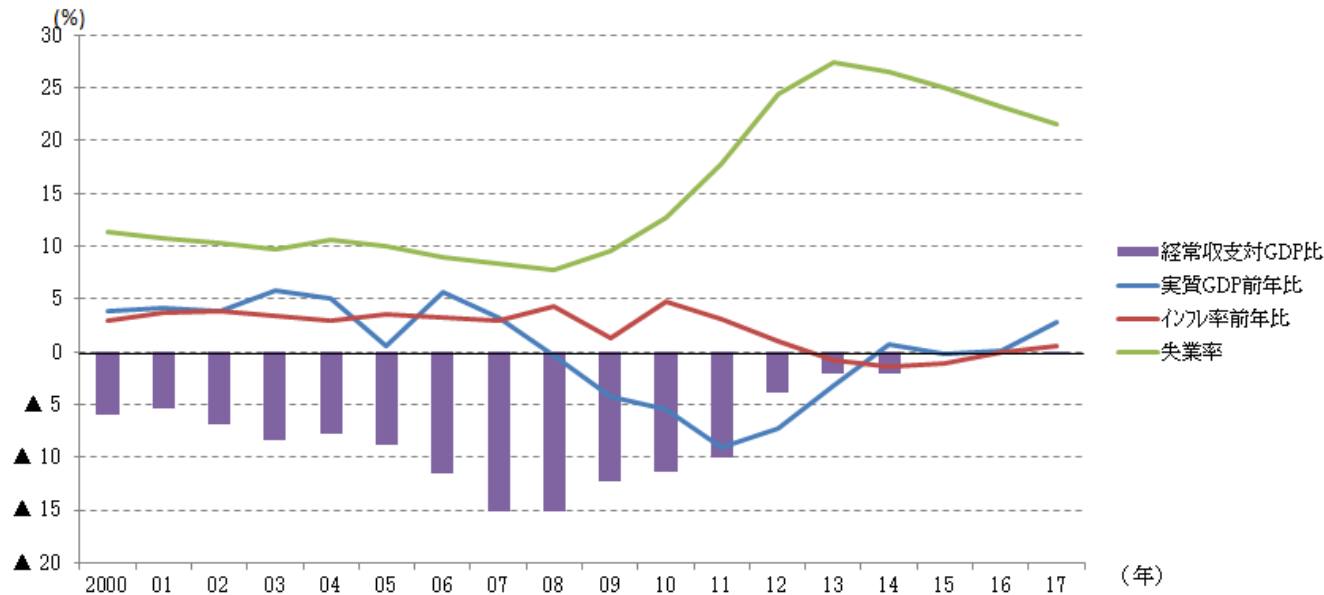


(資料) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を基に日本総合研究所作成。

(注) 2015年以降は、IMFによる見込み。

- ギリシャは引き続き、EU各国やIMFから支援を受ける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らず
- 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拡大に踏み切らざるを得ないことに

(図表32) 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。

(ギリシャの経済・財政再建のためには)

- 2012年3月に実施された「民間セクター・イニシアティブ」(PSI)に続き、今度は「公共セクター・イニシアティブ」(OSI。各国政府によるギリシャ向け債権放棄の意味)を実施するよりほかになし、との見方(IMF等)も
- EU加盟各国政府は、ギリシャ向けの債権放棄に、国として容易に応じるわけにはいかない、とのスタンスを未だ崩さず
- 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、今日に至る。2017年4月の合意も、交渉開始に向けた予備的な合意のレベルにとどまる。ただし、ドイツ等の姿勢に若干の変化の兆しも…
- 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ものの、なお資本フロー規制の完全解除には至らず
- 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点はIMFもたびたび指摘
- しかしながら、その道筋はいまだにつけられていない状態

7. 各国の経験からの教訓とわが国への示唆

(1) 各国の経験からの教訓

- 国内で、何らかの要因による“不均衡”を抱えた国は、国際金融情勢が変化すれば、国内からの資本流出が拡大。“瞬く間”に安定的な経済運営の継続が困難な状態に転落
- そうした事例が、先進国としても近年に複数、存在
- 原因となった“不均衡”の内容は様々
 - アイスランド : 民間金融機関による過剰なリスク・テイク
 - キプロス : 財政規律弛緩、民間金融機関による過剰なリスク・テイク
 - ギリシャ : 財政規律弛緩
- 何が資本流出を“駆り立てる”のか？
 - 預金封鎖や国内債務調整、急激で大幅な増税が切迫しているとの予感では
- ひとたび、資本フロー規制に突入すると、多くの場合、脱却までには長い年数を要する結果に
- 企業は活発なビジネスどころではなくなることに。实体经济には深刻なマイナス影響

(2) 現下の国際金融市場の局面の特殊性

- 2008年の金融危機以降、8年余りが経過し、低金利・低成長局面からようやく抜け出しつつある状況
- ただし、国際金融市場のプレイヤーの顔ぶれは、危機前と同じではない
 - ヘッジ・ファンドや銀行のトレーディング部門の活動は低調
 - 市場参加者の多様性は低下
 - 市況に強いストレスがかかった際の**市場のリスク吸収能力の低下**が懸念される
- Fedは金融政策運営の正常化を、今後、一段と本格化
 - FFレートの引き上げ誘導に続き、2017年内にも資産規模の縮小開始の可能性も
- 欧州中央銀行(以下ECB)も、超金融緩和からの脱却が視野に入りつつある状態
- 「グローバル流動性」(前掲図表6)の縮小傾向は今後、鮮明となるか？
- 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(タイ中銀のサンティプラブホブ総裁)
- 「**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は十分にあり得るのではないか
次世代の国づくり

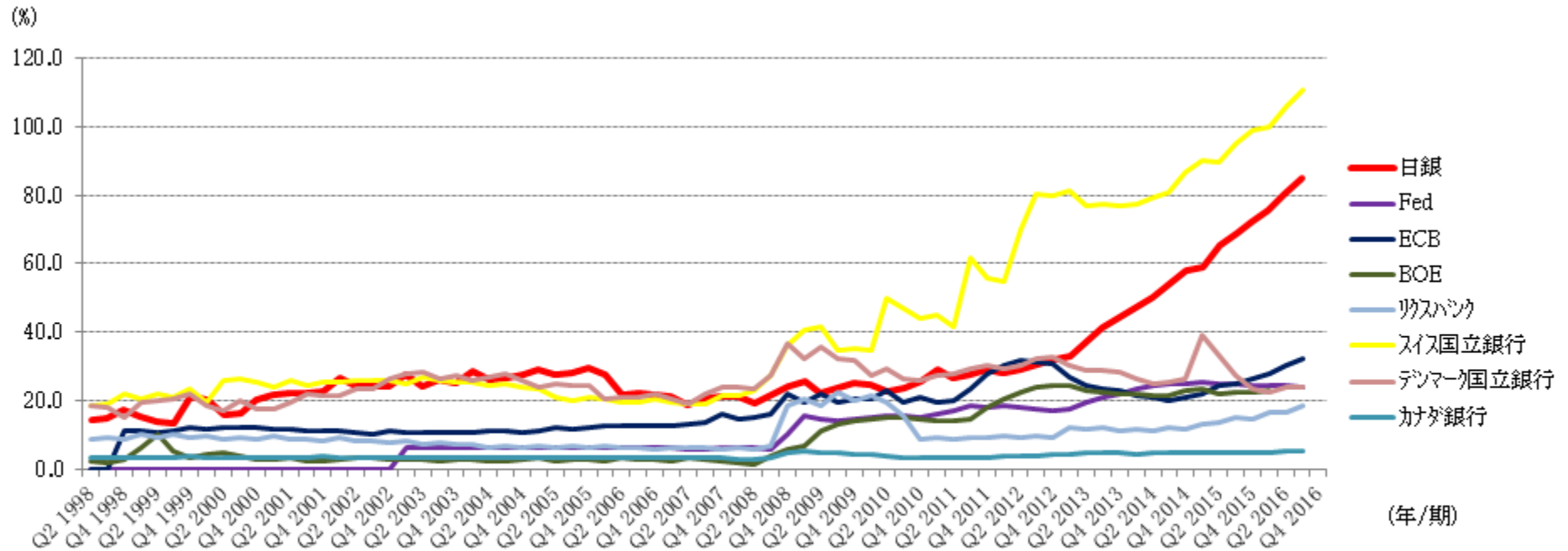
(3) わが国の財政・金融政策運営の現状の特異性と先行きのリスク

- わが国が抱える極めて大きな“不均衡”は2つ：
財政規律弛緩
中央銀行による過剰なリスク・テイク…比肩する先進国の事例は殆ど見当たらず

(中央銀行)

- 日銀はすでに、諸外国の主要中央銀行との対比でかなり特異な状況
先行きの金融政策運営の自由度は事実上、大幅な制約を受けざるを得ない状態
- 危機後にBS政策を採用した他の主要中央銀行は、BS政策の「復路」も見据えた金融政策運営を展開
— 各行のスタンスは、資産規模の推移に顕著(図表33)
- 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」BSを拡大させる政策運営を継続していく構え(「オーバーシュート型コミットメント」)を未だに崩さず
- しかしながら、こうした金融政策運営を永遠に継続することは不可能

(図表33) 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。

(足許の“無風状態”ないし“不気味な静けさ”に転機が訪れるとすれば…)

- あり得る契機は、
 - ①内外金利差の拡大
 - ②テンポの速い円安の進展
 - ③国内物価の上昇(物価目標2%の達成)

- (金融政策運営への影響)
- 現在のような未曾有の規模のBSを抱える日銀は、**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大
(→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」参照)

- 短期金利を「ゼロ金利」ないし「マイナス金利」のまま放置すればどうなるか？
 - 民間銀行は、巨額の超過準備を引き出し、
 - 外貨資産投資に振り向け(円安進行の場合)
 - 国内向け与信に振り向け(国内物価上昇の場合)
 - いずれも、一段の円安ないし物価上昇を加速させる結果に

- わが国の場合、民間銀行が日銀に預ける巨額の「超過準備」こそが、「グローバル流動性」(前掲図表6)の行方の鍵を握る
 - － 現行の日銀当座預金の「階層方式」で対応可能か？
 - 国内外の金融情勢が変化すれば、民間銀行は、「ゼロ金利」、「マイナス金利」、もしくは「人為的な低金利」しか付されていない超過準備は引き出し、他の与信活動に振り向けざるを得ず
 - 日銀が、市場実勢並みの付利を負担できなければ、「法定準備預金制度の拡大」(＝無利子の準備預金預け入れ義務化の範囲を拡大)よりほかに手段はなし
 - 民間銀行、ひいては預金者＝国民に重い負担が転嫁されることに
- 正常化の完了まで、「**超過準備**」をいかに管理するかは、**中央銀行の財務コスト増嵩の問題**と並んで、日銀に限らず、BS政策を展開した中央銀行の「復路」における共通の課題

(財政運営への影響)

- わが国の場合、毎年度の財政運営を円滑に継続するうえで必要な、グロスの所要資金調達額の規模が、諸外国対比で極端に大きい

(図表34) 主要先進国の一般政府債務残高とグロス所要資金調達額
 (2017年4月公表時点における、IMFによる2017年見通し、対名目GDP比)

	債務残高	グロス所要資金調達額			(参考)	
		満期負債	財政収支赤字幅		財政収支	プライマリー・バランス
日本	239.2	36.8	4.0	40.8	▲ 4.0	▲ 3.9
アメリカ	108.3	15.3	4.0	19.3	▲ 4.0	▲ 1.9
イギリス	89.0	6.3	2.8	9.2	▲ 2.8	▲ 1.0
(ユーロ圏各国)						
ドイツ	64.7	3.4	▲ 0.6	2.7	+ 0.6	+ 1.5
イタリア	132.8	14.1	2.4	16.5	▲ 2.4	+ 1.1
スペイン	98.5	14.5	3.3	17.8	▲ 3.3	▲ 0.9
キプロス	109.3	n.a.	n.a.	n.a.	▲ 0.3	2.2
ギリシャ	180.7	8.8	1.2	10.0	▲ 4.2	+ 1.8
(ユーロ圏外欧州)						
アイスランド	74.8	0.7	▲ 0.6	0.2	+ 0.6	+ 3.2
スイス	44.5	2.0	0.1	2.1	▲ 0.1	+ 0.1

(資料) IMF, *Fiscal Monitor*, April 2015およびApril 2017を基に日本総研作成。

(原資料) Bloomberg L.P., およびIMFスタッフによる推計・予測値。

(原資料注1) 殆どの国では、満期負債のデータは、中央政府負債(国債)にかかるもの。一部の国においては、一般政府の収支は、発生主義ベースで報告されている計数。

(原資料注2) 満期負債は、2017年および2018年の短期負債残高が、それぞれ、2018年および2019年に満期を迎える新たな短期負債によって再調達されると仮定。2017年もしくは2018年に財政赤字を計上すると見込まれる国々は、2016年末時点の負債の満期構成に従い、新規負債を発行すると仮定。

(原資料注3) スペインのデータは、連結ベースの一般政府にかかるもの。

(原資料注4) キプロスの収支のデータは、金融セクター支援を含むもの。

(原資料注5) 各国間の比較可能性を確保するため、アメリカ合衆国の歳出および財政収支データは、資金調達未済の年金債務にかかる帰属利子および被雇用者の帰属補償は除外する形で調整。

(注6) 財政収支赤字幅の「▲」は財政収支が黒字であることを示す。

(注7) ギリシャのみ、グロス所要資金調達額(その内訳としての満期負債、財政収支)は中央政府ベースで、2014年10月時点における2015年の計数。債務残高と財政収支、プライマリー・バランスは2017年4月時点における2017年の計数。

- 毎年度、実に**150～160兆円**の国債を発行し、資金調達できなければ、財政運営の継続は不可能に
 - －新規国債のみならず、借換債の発行も無事に消化されなくなれば、“デフォルト”に
- わが国の場合、毎年度の財政運営を安定的に継続するためのハードルは極めて高い
 - －内外の金融環境がひとたび変化すれば、短期間のうちに資本フロー規制に突入せざるを得なくなる可能性大

(図表35) わが国の平成29(2017)年度国債発行予定額

<発行根拠法別発行額>

(単位:億円)

区 分	28年度当初	28年度3次補正後		29年度当初		
	(a)	(b)	(b) - (a)	(c)	(c) - (a)	(c) - (b)
新規国債	344,320	390,346	46,026	343,698	▲ 622	▲ 46,648
建設国債	60,500	89,014	28,514	60,970	470	▲ 28,044
特例国債	283,820	301,332	17,512	282,728	▲ 1,092	▲ 18,604
復興債	21,564	19,037	▲ 2,527	15,145	▲ 6,419	▲ 3,892
財投債	165,000	196,000	31,000	120,000	▲ 45,000	▲ 76,000
借換債	1,091,144	1,092,616	1,471	1,060,790	▲ 30,354	▲ 31,825
うち復興債分	832	—	▲ 832	19,118	18,286	19,118
国債発行総額	1,622,028	1,697,999	75,970	1,539,633	▲ 82,395	▲ 158,365

(資料) 財務省ホームページ。

(わが国で今後、あり得る展開)

- たとえ、経常収支が黒字の国でも資本流出は発生し得る
— 足許の中国が好例(前掲図表3)
- 一国の経済・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

(前掲図表11の資本流出のケースにわが国を当てはめてみれば…)

- 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、財政運営や実体経済への悪影響が過度なレベルに達したケースを想定
- わが国はおそらく、まず、「外貨売り・円買い」の外国為替市場介入で対応
— 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る、牙をむく市場に対する外国為替市場介入の力には限界が存在
— 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ず

- 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、と位置づけ
- しかしながらわが国の場合は、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
- 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必要に
(資本フロー規制解除によろやく漕ぎ着けたアイスランドやキプロスの、前掲図表35における財政指標の水準参照)
- わが国がひとたび「資本フロー管理」状態に陥れば、長期化は必至か
—「資本フロー管理」から脱却するためには、代償としてその時点でこの国を生きる世代の国民の重い負担と、国内経済の大幅な悪化を甘受せざるを得ず
- 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る**

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

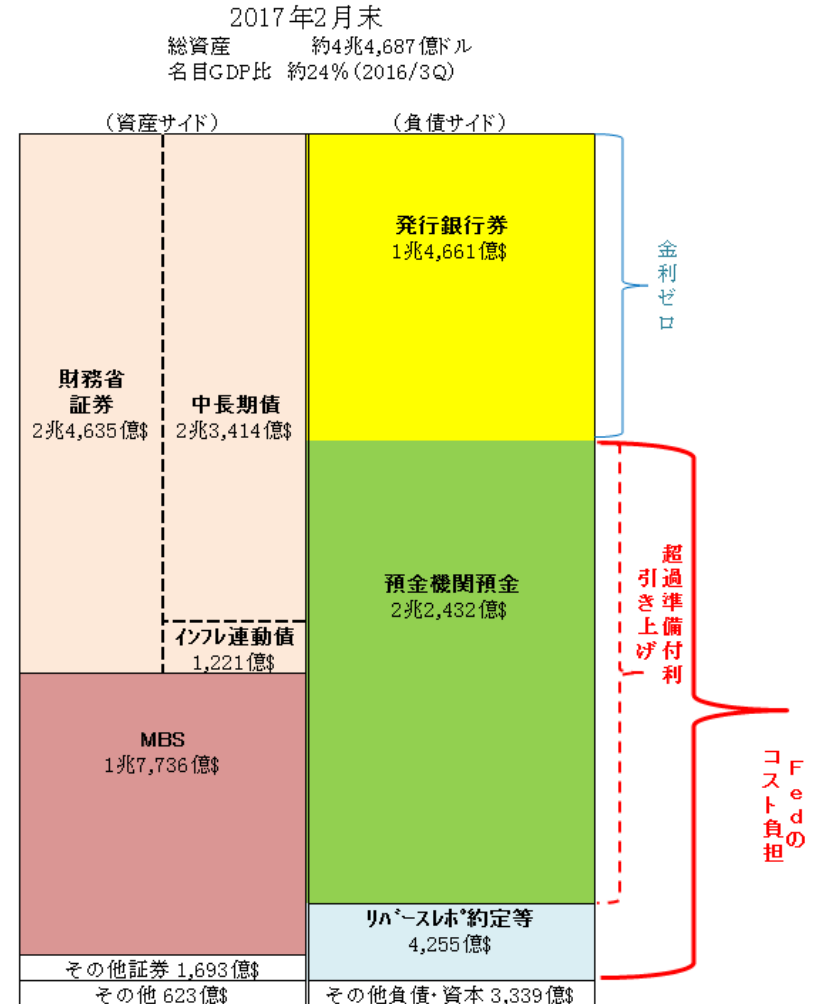
(BS政策採用の中央銀行の「復路」の金融政策運営の在り方)

- 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BS規模を縮小
- その間、多額に脹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を引き上げ誘導しつつ、最終的には超過準備の解消を目指す
- 国際金融界では、現在のFedのこうした取り組みの手法が定石、との認識がほぼ定着
- 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、
 - ①BSの資産サイドに保有する資産の収益性(≒国債等のクーポンの水準)
 - ②当該中央銀行が抱える超過準備の規模
 - ③資産規模の縮小・正常化に要する年数(≒国債等の加重平均残存期間)に依存
- 財務問題が足かせとなって、国内外の情勢に応じて必要な短期金利の引き上げ誘導ができなくなれば、金融政策運営の自由度を喪失することに

(図表36) Fedのバランス・シートの大まかな見取り図(2017年2月末)

【Fed】

- 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り



(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。

【ECB】

- 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**
- 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**
- BS政策展開に伴う、①中央銀行の財務運営の問題や、②短期金利の先行きのコントロールラビリティの問題への懸念は、日米中央銀行に比較すれば、はるかに小さい

(図表37) 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)

総資産 約3.8兆ユーロ
 名目GDP比 約32%(2016/3Q)

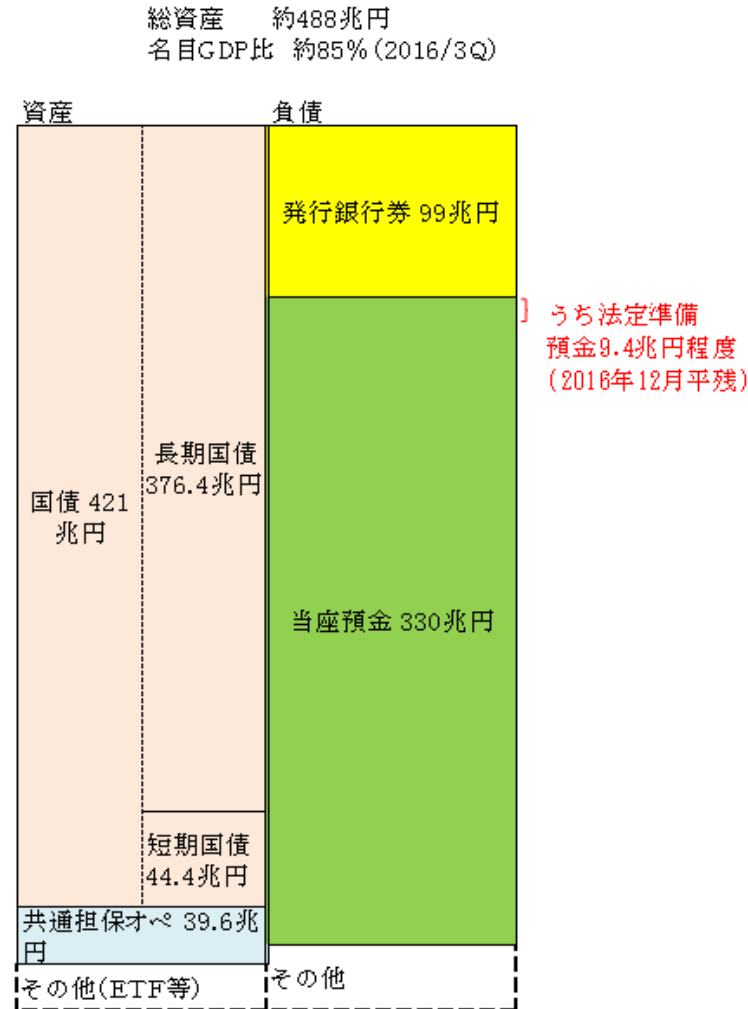
資産	負債
金・外貨資産 7,421億ユーロ	銀行券 1兆1,107億ユーロ
ユーロ圏居住者ユーロ建て証券 2兆1,196億ユーロ	当座預金・預金ファシリティ 1兆4,348億ユーロ
リファイナンスing・オペ 5,847億ユーロ	その他
その他	

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

【日銀】

- 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
- 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「逆ざや」状態への転落が必至
- すでに超過準備の規模は300兆円を大きく超過し、**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
- 加えて日銀は、多額のETF等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
- 日銀の現在の自己資本は**わずか7兆円強**しかなく、これらの事態にひとたび陥れば、数年で自己資本を食いつぶし、**債務超過に転落し、その事態が長期化する可能性大**
- 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。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る可能性**
＝日銀は将来的に**金融政策運営の自由度を喪失する可能性**
- わが国では、時期は国内外の金融・経済情勢の展開いかんにもよるものの、将来的に、**日銀の金融政策運営のために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**というリスクを、今もなお、日々膨張させ続けている

(図表38) 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。

ご清聴ありがとうございました

kawamura.sayuri@jri.co.jp

<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=2790>