

先進国金融政策の新興国への影響

— 国際資本移動に伴うリスクと規制の課題 —

大 田 英 明

目次

はじめに

1. 最近の世界経済と国際金融市場
 - 1.1 世界の实体经济と市場
 - 1.2 最近の資本移動に伴う国際経済・市場
 - 1.3 日米金融政策の帰結：先進国市場に左右される新興国経済・市場
 - 1.4 中国の实体经济と市場の乖離：「試験的」自由化とバブル発生
2. 資本自由化と資本取支危機の構図
 - 2.1 インド：資本規制に伴う安定化
 - 2.2 インドネシア：2000年代半ば以降の規制
 - 2.3 ブラジル：間接規制継続
 - 2.4 アイスランド：資本自由化後の管理と規制の効果
 - 2.5 トルコ：危機以降の金融政策の自立性強化
 - 2.6 ロシア：資本自由化維持に伴うリスク
3. 日米金融政策の効果：グローバル市場の観点から
 - 3.1 日米両国による金融量的緩和政策の影響
 - 3.2 日米金融緩和と中国市場
 - 3.3 米国金融緩和政策の中国市場への影響
 - 3.4 日銀金融緩和政策の中国市場への影響
4. 世界経済・市場安定化への課題
 - 4.1 世界経済のリスクと金融・資本自由化
 - 4.2 先進国の課題
 - 4.3 中国と新興国・市場

おわりに

はじめに

2015年8月の中国株価急落に始まる世界市場の低迷は、単に中国だけの問題ではなく、リーマンショック以降の日米を中心とする先進国の歴史的規模の大幅金融緩和がもたらしたものと考えられる。こうした市場の混乱の背景には国際資本移動が急速に拡大するなか、先進各国の歴史的に低金利と金融緩和に伴う大量のマネーが新興国・先進国市場の間で資金移動が大幅に拡大してきたことがある。

急激な資金流出に伴うバブルの崩壊は当該国の為替相場や市場に打撃を与える。しかも最近では株価変動のボラティリティは非常に高くなっており、各国の実体経済との乖離はますます大きくなっている。典型例は2014年末から2015年前半の日本の株価であり、米国株価も同様である。

本稿では、世界経済と市場がますます一体化する中、日米を中心とする金融緩和措置によって国際資本移動が各国経済・市場に与える影響が拡大していることを示し、それをコントロールすることが各国の安定的な成長には必要であることを示す。

2008年の世界金融危機前後の流れは、以下の段階を経ている。

- ①先進国のみならず新興国市場にも国際的資金が拡大し2006/7迄継続していた状況
- ②2008年9月のリーマンショック以降世界経済・市場は大幅に悪化し、その結果欧州ユーロ圏では資金流出の加速から危機が深刻化した状況（2010年～2012年前半）。このユーロ危機に伴う「安全資産」としての円の価値上昇に伴う円高などから実体経済は低迷してきた。
- ③日米両国の大幅な金融緩和では、まず米国では徐々に2012年以降回復に向かったのは、主に株価上昇を通じた資産効果に伴い実体経済に波及したものと考えられる。一方、日銀は世界金融危機以降の包括金融緩和など数々の施策を講じたものの、円高などから経済・市場とも回復しなかった。2013年からの日銀の質的量的金融緩和（QQE）も消費税導入もあいまって実体経済には波及せず、GDP成長率も低迷している。
- ④米国経済の回復に伴い、資金の米国へのシフトは新興国市場に大きな影響を与えた（2014～現在）。中国やインド、東南アジア、ラテンアメリカなど主要新興国では過去数年間株価は低迷している。

米国QE3終了（2014年10月）後の利上げ観測の中、現在新興国や途上国は大きなジレンマを持っている。資金流出に伴う為替下落を阻止するために金利を引き上げる国（例：ブラジル）では、実体経済が低迷する一方、大量の資金流出は金利水準と大きくかかわらず起きる。「金融のトリレンマ」からみても中国の従来の資本規制下での為替水準の固定化は変化を余儀なくされている。

本稿では、世界的な経済・金融市場は主に先進国、とりわけ日米両国の金融政策によって大

大きく左右される構図を示し、その問題点に対して国際的な資本規制と金融規制の重要性と今後の課題を提言する。基本的な認識は以下の通りである。

- ①国際資本移動は近年の量的緩和策によって加速化し、先進国、特に米国の市場環境（金利動向等）によって新興国における為替相場や株価が大幅に左右される。
- ②国際金融危機後に発生したユーロ危機等のリスク回避に伴う資金が日本市場に流入、円高を引き起こした。
- ③米国経済の緩やかな回復に伴い、新興国市場や国際商品市場に投資された資金が米国に回帰する一方、新興国では資金流入から革製や株価下落が顕著となっている。
- ④中国では、過去数年間過剰な公共投資や土地取引規制などで投資が減少しマネーストックやマネタリーベースの伸びも抑制されており、国内経済が低迷していた。しかし、2014年11月以降の香港・上海市場の一体化により株式市場のバブルが発生、しかもそれが事実上の（de facto）金融・資本自由化につながったことから、投機的な動きが顕在化した。しかし、2015年夏に株式市場のバブルは崩壊、当局は規制措置を強化し、「人民元国際化」の一環としての「自由化の実験」における調整を余儀なくされた。
- ⑤中国経済・市場の低迷は先進国・途上国/新興国に実体経済面でも大きな影響を与える。特に日本の貿易相手国の最大である同国経済の動向は大きく左右する可能性が高い。

本稿では、世界的な経済・金融市場は主に先進国、とりわけ日米両国の金融政策によって大きく左右される構図を示し、しかもグローバル規模での資本・金融自由化が根底にあることの問題点に対して国際的な資本規制と金融規制の重要性と今後の課題を提言する¹⁾。

1. 最近の世界経済と国際金融市場

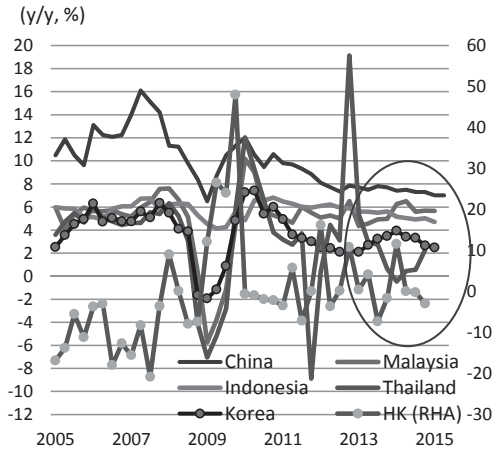
2014年以降低迷してきた新興国での株価低迷や為替下落は、国際的な資本移動が引き起こしたものと考えられる。また、2015年夏に中国上海市場で起きた急激な株価の下落もそれ以前のバブル的状况も資本の急激な流出入に伴うものであると考えられる。さらに、先進国経済とくに欧州の景気低迷に伴い新興国からの輸出の減少が生じ、さらに中国など資源消費の多い経済が低迷するとそれがグローバル経済・市場に波及する。本節ではこうした現在の世界経済の状況を新興国兵財・市場への影響の観点から論じる。

1.1 世界の实体经济と市場

世界金融危機以降、2009年には先進国・途上国・新興国とも大幅な景気後退を経験し、その後いったん成長率は回復したものの、ユーロ危機の発生及び米国経済の回復に伴い、資金が米国に回帰し、新興国や商品市場から資金が流出した。

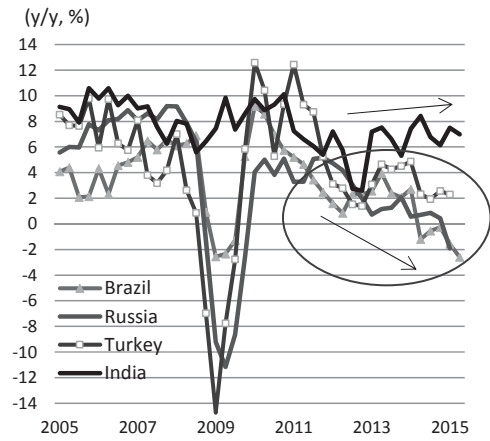
図 1-1, 1-2 に示すようにアジア諸国や新興国では国内経済規模の大きく内需が牽引するインド以外の国々では米国経済の回復に反比例するかたちで成長率は低下してきた。

Fig. 1-1 : Asia: GDP Growth



Source: International Financial Statistics [IFS] (IMF)

Fig. 1-2 : Emerging Economies: GDP Growth



Source: IFS (IMF)

その一方、無制限な金融・資本自由化を実施せず、経常取引や直接投資以外の資本取引は依然規制を維持しているインドでは比較的為替相場への影響や資本流出に伴う不安定性は回避してきた（図 2-1, 図 3-1）²⁾。これとは対照的にユーロ圏や日本など金融・資本取引が完全に自由化した国では資本流出に伴う経済・市場のボラティリティが非常に高くなっている。

新興国全般に米国経済の緩やかな回復が鮮明化した 2013/14 年以降投資資金が流出し、為替の下落基調が続いている。特に、資源国通貨である豪ドル、ロシア・ルーブル、南ア・ランドなどは名目為替レートのみならず、実質実効為替レートも下落している（図 2-2, 図 3-2）。さらに、アジアやラテンアメリカなど新興国では為替下落に伴う輸入物価の上昇によりインフレ圧力も高まっている。こうした為替下落基調に歯止めをかけるべく金利引き上げを実施したブラジルなどでも為替下落に歯止めがかからず、逆に国内景気を悪化させる方向に働いている。すでに 1990 年代の資本収支危機時で明らかになったように資本流出時の引締めはほとんど効果がない。ただし、各国の金融・資本・為替取引に関する規制の状況で各国の経済・市場に大きな差が生じている。

Fig. 2-1 : Nominal Exchange Rate (Emerging Economies)

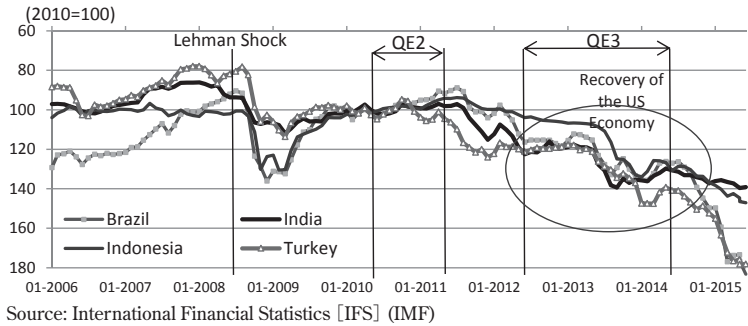


Fig. 2-2 : Nominal Exchange Rate (Resources based Economies)

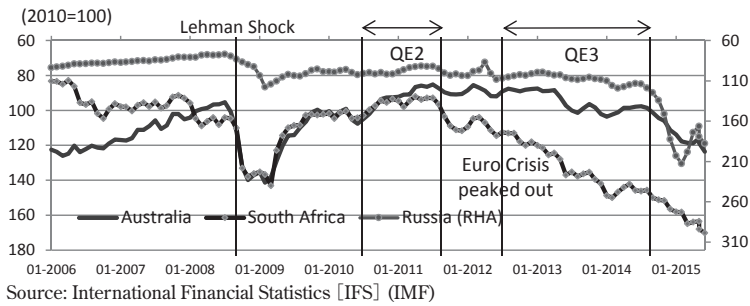


Fig. 3-1 : Real Effective Exchange Rate (Emerging Economies)

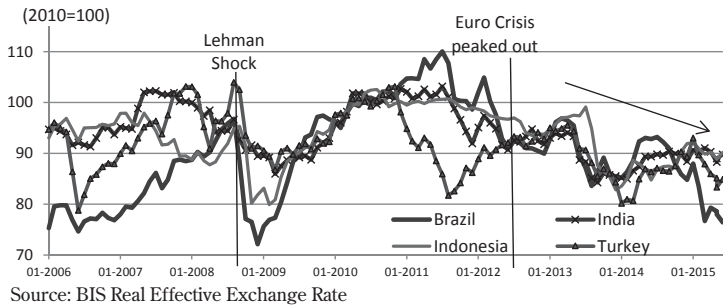
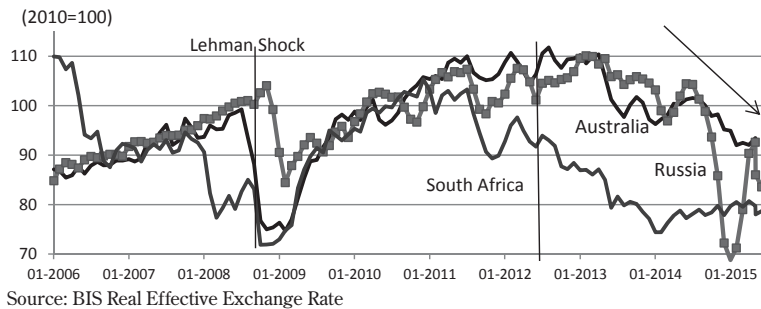


Fig. 3-2 : Real Effective Exchange Rate (Resources based Economies)

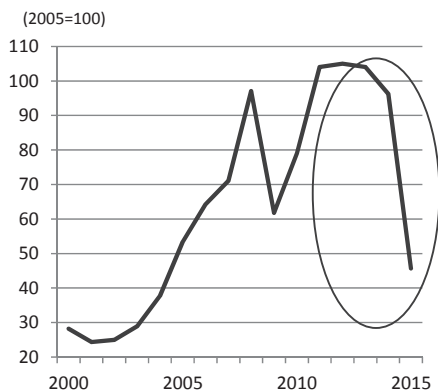


1.2 最近の資本移動に伴う国際経済・市場

国際商品市況では先進国経済が低迷する中、量的緩和政策（特に米国 QE2,3）に伴い豊富な資金がグローバル市場に提供されていた時期には大量に資金が流入し、原油をはじめ鉱物資源など商品市場の価格高騰をもたらされた。また、同時に新興国の株式市場も活況を呈した。さらに、ユーロ危機が深刻化（2010-2012年）した時期にはリスク回避指向が強まり、より「安全な」日本への資金シフトが強まり円高が継続した。その後、2013年4月以降、量的質的緩和（「異次元緩和」）に伴い資金が海外市場に向けられ、大幅に円安に振れてきた。こうした背景から日米株式市場に資金が流入、株価は大幅に高騰した。

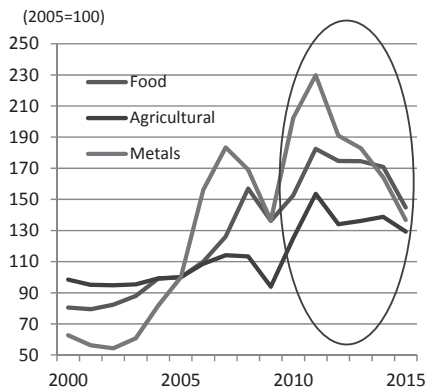
米国経済の回復が鮮明となると次第に資金が米国に回帰するとともに国際商品市況は悪化した。特に新興国の市況は、2014年秋以降悪化しており、これはQE3終了（2014年10月）後に顕著となっている（図4-1, 4-2）。

Fig. 4-1 : Oil Prices



Note: Average of crude Oil prices
Source: WEO database (IMF)

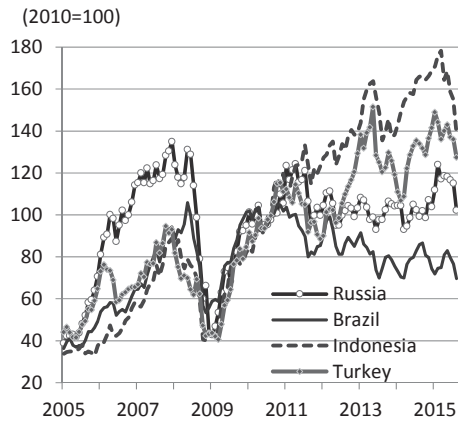
Fig. 4-2 : Commodity Prices



Source: WEO database (IMF)

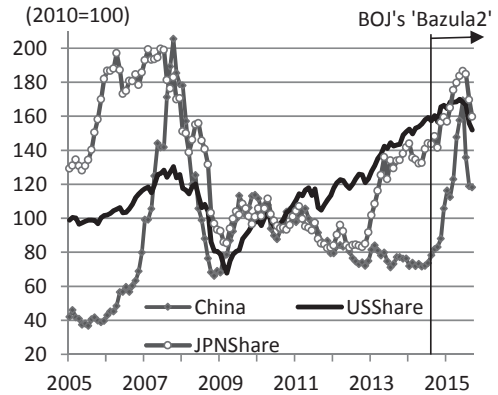
一方、株式市場においても米国市場への資金回帰とともに主要新興国の株価は低迷している（図5-1）。中国の株価は2014年10月末に決定した日銀量的緩和の強化（異次元緩和「バズーカ砲第2弾」）と同時期（2014年11月）に香港・上海市場の一体化が進み、株価は急激に上昇したが、2015年夏の米国金利引上げ観測の高まりなどを背景に大幅に下落し、中国市場の「バブル」は崩壊した³⁾（図5-2）。

Fig. 5-1 : Share Prices (Emerging Markets)



Source: IFS (IMF)

Fig. 5-2 : Share Prices (China&US/Japan)



Source: IFS (IMF)

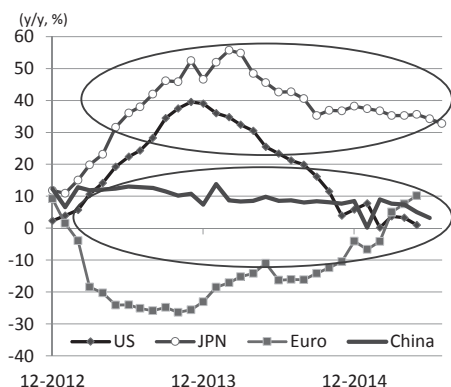
以上のように、グローバル化した状況では新興国において為替下落に歯止めをかけ、市場を安定化するためには、基本的にはグローバル経済環境の改善、特に米国など先進国からの資本流入が進む環境に転ずることが重要であろう。しかし、当面現状が変化しない場合、各国の政策として取りうるのは資本規制、とりわけ直接的規制（一定の数量規制や外貨交換に伴う規制など）を導入する以外困難である。この点については後述する。

1.3 日米金融政策の帰結：先進国市場に左右される新興国経済・市場

2013年4月に導入された量的質的金融緩和（QQE）下における日本銀行のマネタリーベースの伸び率は米国やユーロ圏に比べ圧倒的に高かった（図6-1）。米国FRB（連邦準備理事会）は2014年10月にQE3を終了し、利上げの時期を探る状況にあり、欧州ではECBは量的緩和には慎重であり2015年3月ようやく小規模に量的緩和を開始したばかりである。

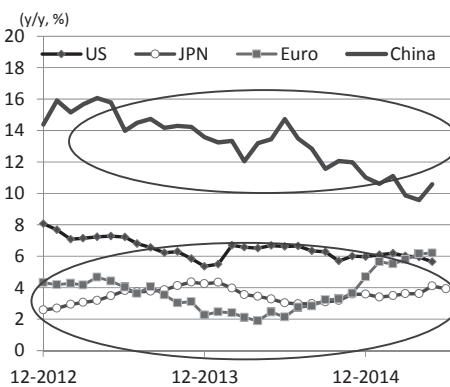
一方、過去数年間中国国内のマネタリーベース、マネーストック（M2）とも増加せず、むしろ引き締め気味で推移してきた（図6-1、6-2）。したがって、2015年前半までに株価の急上昇はこの点については後述するようにクロスボーダー資金の拡大によるものとみられ、その中でも日銀の緩和資金がもっと重要な役割を果たしている。したがって、香港・上海間の市場リンクに対する何等かの規制を導入しない限り、こうした株価や市場の混乱は継続する。

Fig. 6-1 : Monetary Base



Source: IFS (IMF)

Fig. 6-2 : M2 (US/JPN/Euro, China)



Source: IFS (IMF)

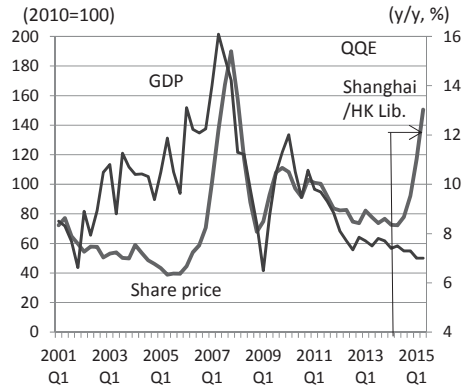
1.4 中国の実体経済と市場の乖離：「試験的」自由化とバブル発生

日銀は量的質的金融緩和の「バズーカ第二弾」ともいわれる緩和を2014年11月より実施している。その同時期（11月18日）に香港市場と上海市場の相互取引を開始したことで、香港市場経由の資金が大量に流入、本土市場の「バブル」的な株価上昇に拍車をかけたと考えられる。香港市場はオフショア市場として世界の金融資本が流入しており、この中には日米欧先進国の資金も自由に取引されている。このため、香港・上海市場のリンクは部分的にせよ中国の事実上の資本金融取引自由化としてみなすことができよう。

中国は従来經常取引（經常取引目的の為替交換の自由化）を除き資本規制を継続してきたが、近年「人民元の国際化」としては自由化を推進してきたものの、資本規制は残したままであった。しかし香港市場を「資本・金融自由化の実験場」として人民元取引自由化を開始したことから先進国の緩和マネーは流入し、人民元は過去数年間切り上げ圧力が強まってきた。しかし、2014年11月18日に上海、香港株式市場における取引を相互に開放し香港市場と上海市場とのリンクを容認（部分的金融・資本自由化）したが、その結果中国本土の株式市場への資金流入は拡大し、その結果株価バブルが生じた⁴⁾。折しも同月には日銀のいわゆる「バズーカ第二弾」としてさらなる質的量的緩和が強化された。この余剰のマネーが香港経由で中国本土（上海・深圳）に急激に流入したとみられる。これが「バブル」（中国人民銀行 周小川総裁）を生じさせた根底にある⁵⁾。実際、同時期から上海市場の異常な株価上昇がみられた。

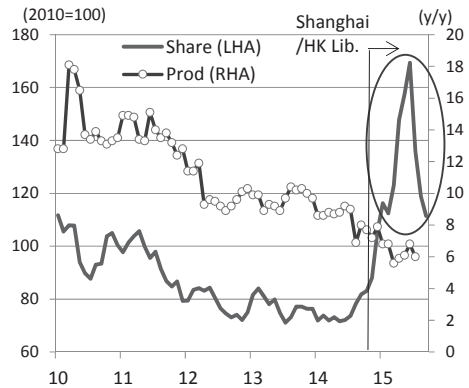
中国上海市場の株価は2014年秋まで数年間一貫して低迷してきた。そして、GDP成長率や鉱工業生産も株価同様に低迷し、伸び率は数年間鈍化していた（図7、8）。中国人民元の実質実効為替レートは2015年7月現在、2010年平均比約30%上昇しており、日本円が同期に32%下落しているため、日本円に対して約90%上昇している（図9-1）。これは中国経済に大きな足かせとなっている。中国経済は、他の大国経済に比べて輸出依存型であり、内需より外需が

Fig. 7 : China: GDP growth & Share prices



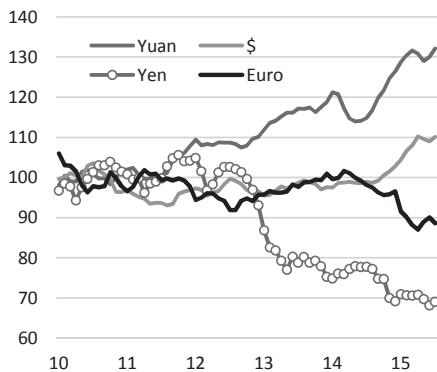
Source: IFS (IMF)

Fig. 8 : Share Price/ Production (China)



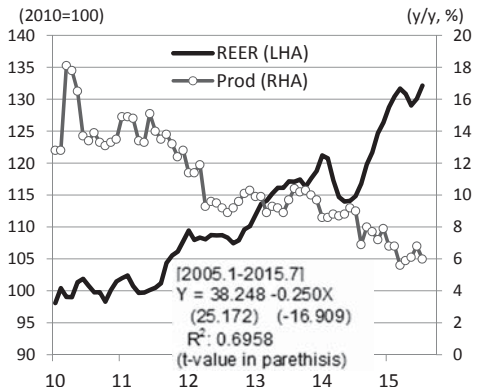
Source: IFS (IMF)

Fig. 9-1 : Real Effective Exchange Rate



Source: BIS (Real Effective Exchange Rate)

Fig. 9-2 : REER/ Production (China)



Source: IFS (IMF)

経済成長率を大きく決定する傾向がある。したがって、人民元の実質実効為替レートの過去数年間の上昇は大幅に同国経済にマイナスに作用しており、生産もその影響で低迷していた。これは図9-2に示すように実質実効為替相場はほぼ鉱工業生産と有意に負の相関を示していることからわかる。経済低迷と乖離した株価は結局資本・金融自由化の試みの中で実現したものであり、バブル崩壊という結末を生じた。

2014年までの実体経済（生産）と金融市場の一致した動きは資本規制が継続していたことが背景にあるとみられる。しかし、上記の香港・上海市場の一体化開始以降、株価と実体経済は完全に乖離してきた。すなわち、国内生産は依然低迷する一方、国内市場の株価は急激に上昇してきた。しかし、2015年夏には、加熱する株式市場に対して当局は規制を導入した。例えば為替先物市場での取引の規制を行い、乖離してきた人民元の公式レートと先物取引為替レートを一致させるために制限をかけてきた。さらに、オフショア人民元(CNH)とオンショア(CNY)

の相場乖離を縮小させるために8月に人民元変動幅を拡大し、事実上切下げを実施したのも実質実効為替レートの急速な上昇（2010年平均値比2015年7月には32%上昇）を抑えることが重要であったためといえる。

また、2015年夏の上海株価の急激な下落の背景には、中国当局の上記の一連の施策に加え、米国では金利引上げ観測が市場で一般化したことで金利格差を背景に米国への資金還流が本格化したことがあるとみられる。ただし、これは中国に限らず、新興国全般にいえることであり、アジアやラテンアメリカ、及び資源国では軒並み資金流出圧力の高まりを背景に各国通貨の下落が一般化し、株式市場も低迷している。

中国の為替（人民元）相場や株価の調整は、過去数年間のトレンドから考慮すれば、正常化するための過程とみられる。例えば株価は、2014年7月の水準から2015年7月には実に1.84倍まで上昇していた。したがって株価調整はむしろ正常化に向けた過程でむしろ必要であったともいえる。

香港と上海市場の相互取引解禁は「人民元国際化」の過程である種の実験であった。これは、結局2015年8月の株価暴落（あるいは大幅調整）で大きなリスクを持つことが立証された。この中国の市場バブル崩壊は中国国内にとどまらず、その混乱は日米欧先進国や新興国など世界市場に波及した。このバブル崩壊は同国の資本自由化に向けた一つの試練であるが、慎重な自由化が重要である点について今後大きな反省材料となろう。

以上の中国の例にみられるように、世界経済・市場は大きな試練を迎える時期にある。こうした状況下、今日ほど国際的な資本移動の管理や規制が重要性となっている時代はない。中国のように通貨の交換性を制限し、資本取引規制を行ってきた国においても部分的自由化によってこれほどの大きなショックが生じる。まして中小規模の途上国や新興国で資本・金融自由化が進んでいる国では資金流出（米国への資金回帰）の打撃は非常に大きい。アジアをはじめとした新興国では、資金流出に伴い株価低迷と通貨下落が進んできた。

さらに先進国、特に日本のような経済規模の大きい国であっても、国際資本移動の急激な変化によって2012年までの円高から一転して円安に大きく振れ、さらに中国ショック前後から日本の株価は大幅に変動、下落を続けた。これもひとえにヘッジファンドや国際的な投機筋による頻繁な売買がもたらした結果といえよう。このため、実体を反映した為替水準や資本市場における安定的な状況を実現することは世界各国の経済・市場の安定化をはかる上で喫緊の課題である。

2. 資本自由化と資本収支危機の構図

1990年代から2000年代初めまでアジアやラテンアメリカの新興国では国際資本の急激な流

出によって当該国は「資本収支危機」に相次いで見舞われた。特に1990年代まで資本自由化を実施してきたアジア諸国では、アジア危機（1997/8）を契機として資本流出の適切な管理や規制の重要性を認識してきた。一方、欧州先進国や資源国である南アなどでは金融・資本の自由化に伴い2007年迄は順調に金融収支の黒字を維持してきたが、その後の危機発生に伴い急激な資本の流出が発生した。こうした中、2008年の世界金融危機の際でも新興国では2000年代初めまで相次いだ危機は発生していない。もちろん2014年以降の新興国の通貨下落や株価低迷等は先進国からの資金流入が減少したことが背景にあるが、危機的な水準とは言えず、主要新興国では外貨準備蓄積は順調に進んでいる。したがって新興国では急激な資本流出に伴う通貨急落、金融危機とともに実体経済が悪化する資本収支危機は発生していない。むしろそうした資本流出に伴う危機はユーロ圏 GIIPS など先進国市場で発生した。

現在、新興国では以前のような危機が発生していない背景には、過去10数年にわたる外貨準備の積増や全体的な経済構造の改善によるところもあるが、各国において選択的に資本・為替取引の管理や規制を強化したことが大きく寄与しているとみられる。

このことは、主要新興国の資本流出入（特に投資収支）の動きによっても確認できる。国際金融危機（2008）発生以降、急速に拡大した先進国の中央銀行の金融緩和に伴い歴史上稀にみる資本の流出入の拡大がみられた。しかし、先進国と新興国間の資金フローは市場環境と金融緩和のタイミングとその規模によって大きく左右される。本章では国際資本移動に伴う危機の発生の背景と各国における事例を検討する。

新興国は、以下のように資本・金融自由化と危機の経験から、以下のように分類できる。

- ①原則的に資本規制を実施している国：インド、中国
- ②危機前まで自由化を推進したが、現在では何等かの規制・管理を維持する国：インドネシア、ブラジル、アイスランド、トルコ
- ③危機経験国であるが自由化傾向を維持している国：ロシア

以上の分類を基に以下において経済・市場への影響を考察する。

2.1 インド：資本規制に伴う安定化

インドでは基本的に經常取引を除き資本規制は継続しており、アジア危機の際でも資本収支危機は回避できた⁶⁾。現在でも直接投資名目での短期金融取引は存在するものの、全体としてGDP成長率、国際収支とも安定的に推移しており、資本・金融規制は効果を発揮しているといえよう（図10）。このことは金融収支の開放度を示す Chinn-Ito Index（2015）においても他のアジア諸国に比べて一貫して規制が継続していることが確認できる（図11-1,11-2）⁷⁾。

Fig. 10 : India: Capital Flows (Net) & GDP Growth

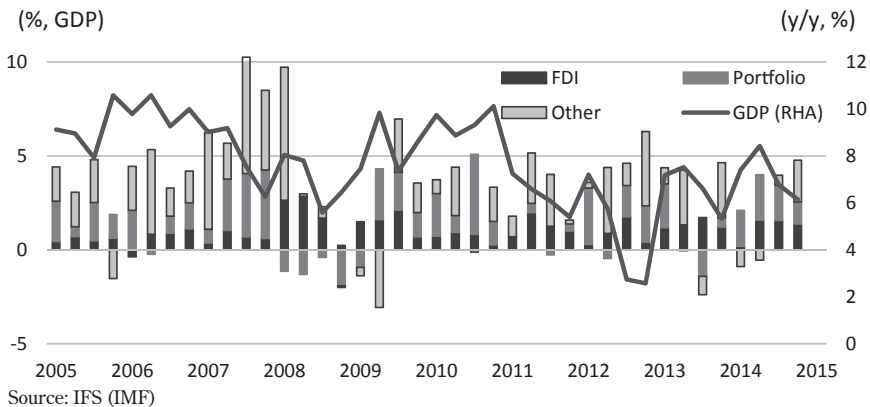


Fig. 11-1 : KAOPEN (Asia ①)

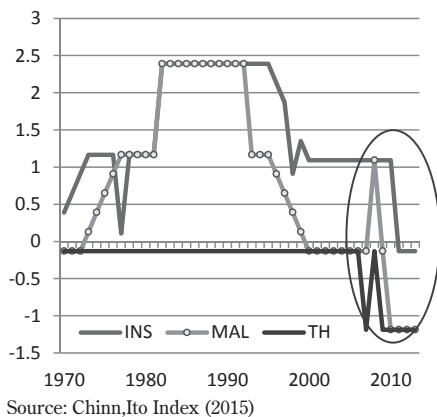
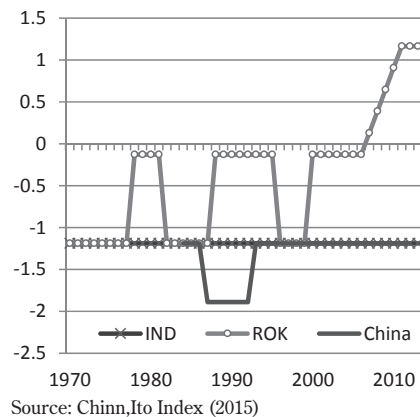


Fig. 11-2 : KAOPEN (Asia ②)



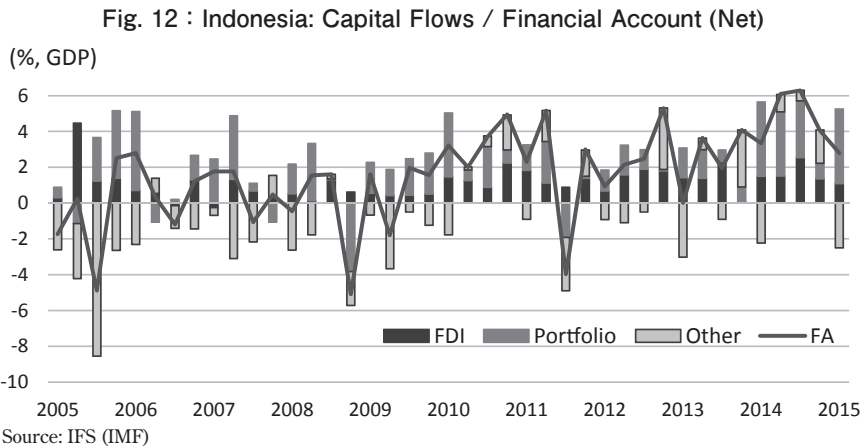
2.2 インドネシア：2000年代半ば以降の規制

インドネシアではIMFプログラム終了（2003年末）以降、原則的に現地通貨ルピアと外貨交換について制限を設けているほか、外国投資家の投資対象となっている中銀証券（SBI）に対する課税など短期の投機的売買に歯止めをかけている⁸⁾。さらに、マイクロ・プルーデンス策として、2014年末に企業の外貨建て借入のヘッジ比率やBBマイナス以上の格付け取得の義務付け等の規制を導入した。このように、民間対外債務のリスクを軽減し、資本流出に伴うボラティリティを縮小する措置を取っている。

同国では中長期的な国内需要の高まりを背景に直接投資流入の拡大が継続してきた。これは比較的長期投資であるFDIの安定的な流入が確保されてきたことを意味する（図12）。2015年に入り、全般的な新興国から米国などへの資金回帰の影響を受け、ルピア安が進んでおり、

それがインフレ要因となっている。

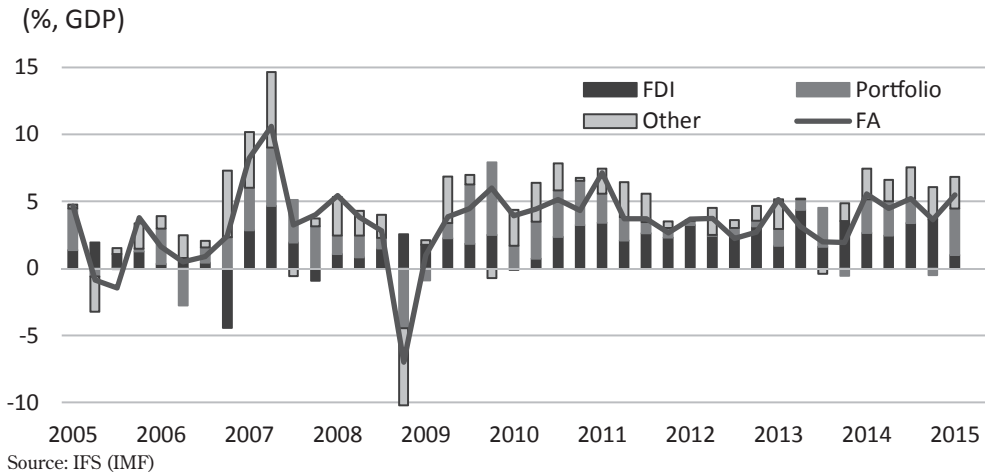
ただし、アジア危機期（1997/8）に比べ外貨準備の積増も進み、金融収支は改善し安定的に推移しており、各種マクロ経済のファンダメンタルズは格段に改善されている。したがって、90年代のアジア危機のように直面するリスクは相対的に低下している。



2.3 ブラジル：間接規制継続

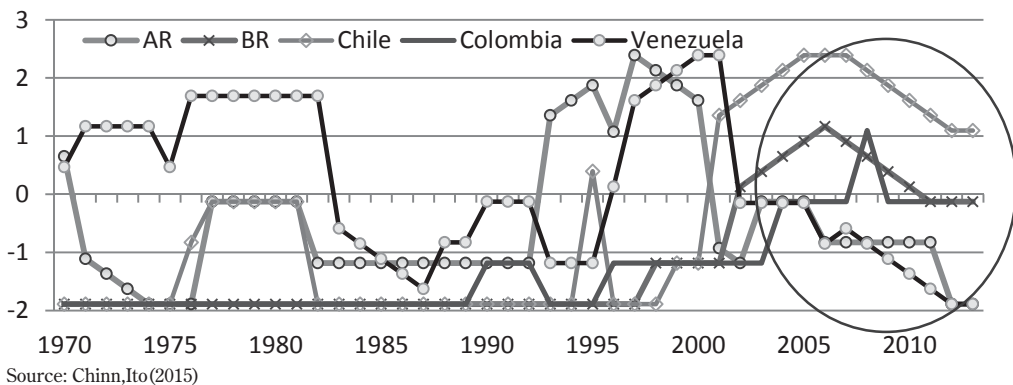
2000年代以降資本規制を本格化した主要新興国では、比較的安定的な資本収支の推移がみられる。例えばブラジルでは、世界金融危機の前後を除き金融収支の変動性は縮小している（図13）。同国では、間接的ながら短期資本の投機的投資を規制するための金融取引税（IOF）を導入したが2013年6月に撤廃した。ただし、対外借入について短期資金の流出入を抑制するため、180日以下の借入には6%課税される。さらに、同国では一定額（3000ドル）以上の為替取引では、中央銀行の情報システムを通じて中央銀行へ通知することが義務付けられている。また、海外送金は証明書類の提出が義務化されている。さらに、原則として国内居住者が外貨口座を持つことはできない。このように、金融取引税の撤廃と海外からの短期借入の抑制の組み合わせの結果、2014年以降証券投資流出入の割合が高まっている。その一方、証券投資は基本的に短期の取引が大半であり、短期資金の流出は抑制できない。このため、同国では2014年末以降通貨リアル下落が加速したが、これは主に米国の利上げ観測に伴う資金流出によるものとみられる。ただし、中長期的な資金として位置付けられるFDIについては依然としてネットでプラスを維持している。

Fig. 13 : Brazil: Capital Flows (Net)



ブラジルは基本的に1990年代に比べ資本・金融取引については管理を強化しており、それはCapital Account Openness (CAOPEN) 指標⁹⁾の動向でも確認できる(図14)。

Fig. 14 : KAOPEN (Latin America)



2.4 アイスランド：資本自由化後の管理と規制の効果

アイスランドは世界金融危機発生前まで大幅に金融資本自由化を進めていたため、高金利を狙った銀行預金等資金流入がみられた。しかし、世界金融危機発生後急激な資金流出によって金融危機が発生、債務危機状況に陥り、実体経済も悪化するという典型的な「資本収支危機」が発生した。危機後、同国はIMF支援を受けながらも例外的に資本流出規制を導入し、南欧ユーロ圏諸国に比べ早期に景気は回復しており、経常収支も改善している。なかでも注目されるの

は金融収支の大幅な変動が縮小してきたことである。このことは危機後導入した資本流出規制が有効であったことを示している（図 15）。同国では短期資本の流出を阻止し、民間債務の支払いは履行していない。しかし、これが幸いして同国の銀行セクターは正常化しつつある。既に IMF プログラムは終了し、政策の自由度を回復しているものの、資本規制は依然として継続している（図 16）。

Fig. 15 : Iceland : Capital Flows (Net), Current Account & GDP Growth

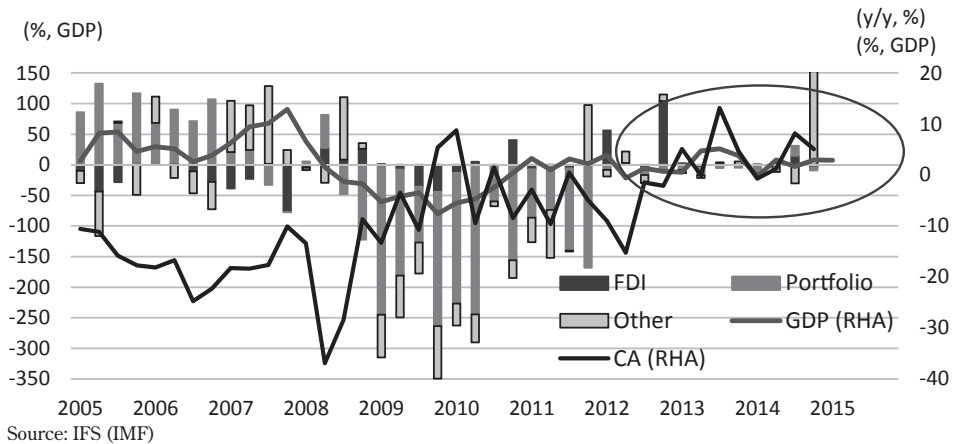
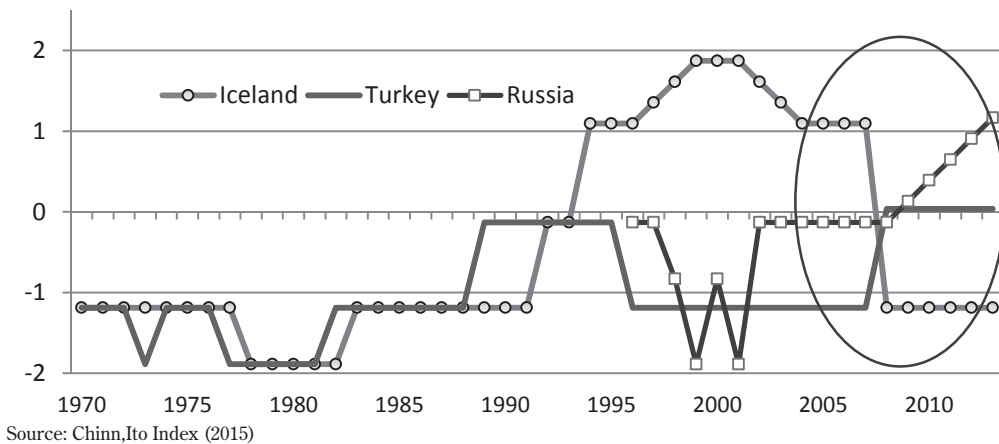


Fig. 16 : KAOPEN (Iceland, Turkey, Russia)



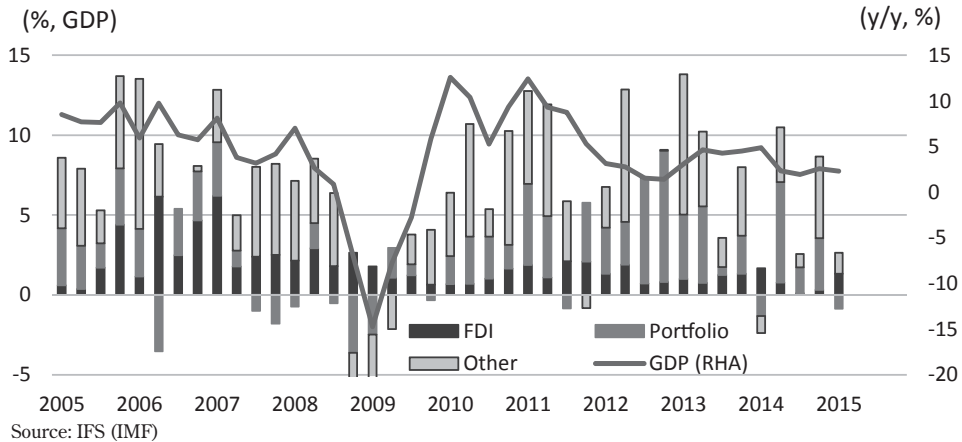
2.5 トルコ：危機以降の金融政策の自立性強化

基本的に IMF プログラムに忠実であったトルコでは、2001/2年に IMF プログラムに沿った

過度の緊縮政策に伴いクレジットクランチと資本流出から通貨危機を招いた。その後、同国ではIMFプログラムを卒業し、現在では政策の自由度を増している。2000年代に入っても資本金融自由化は維持されていたものの、その自由度はEUなど先進国に比べ金融開放度は低く(図16)、資本流入も継続し、成長率もプラスを維持している(図17)。

トルコでは短期金融取引に関わる為替取引の集中管理を実施し、非居住者は、資本市場評議会に認可された金融機関のみ証券売買可能であり、証券の取得資金および売却益の海外送金は、トルコ国内の銀行を利用しなければならない。対外貸付もトルコの銀行を経由する義務もある。

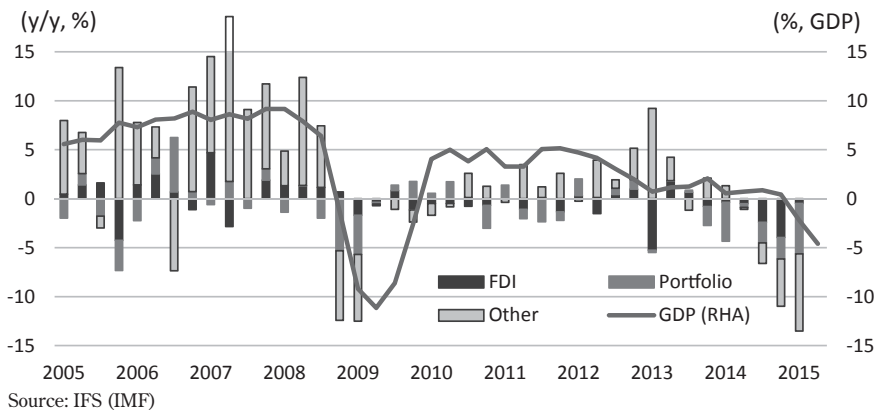
Fig. 17 : Turkey: Capital Flows (Net) & GDP Growth



2.6 ロシア：資本自由化維持に伴うリスク

原油等鉱物資源の輸出が主要なロシアでは為替取引の自由度は維持する必要があり、金融開放度は2000年代以降も依然として高く、世界金融危機後も主要新興国のように金融・資本規制は導入されずむしろ自由度を拡大している(図16)。同国では2007年1月より全ての資本取引規制は撤廃されているため、危機時には資本流出が拡大してきた。このため、同国の金融収支は2008年以降マイナス基調となっている(図18)。最近では原油をはじめとした資源価格の低迷からロシアでは経済全体の活動が低迷しており、2014年以降の為替下落に伴うインフレ圧力も高まっている。このように金融・資本自由化を維持すると危機的状況に際して金融市場のみならず实体经济に波及するリスクが高い。

Fig. 18 : Russia: Capital Flows (Net) & GDP Growth



3. 日米金融政策の効果：グローバル市場の観点から

本節では、世界金融危機以降、日米両国の量的緩和政策により大幅に資金がグローバル規模で供給される中、新興国市場に資金が流出入してきたことに焦点をあてる。ここでは特に中国において2014年以降生じた株価の急激な上昇に見られる金融バブルの生成とその崩壊の背景について考察する¹⁰⁾。

3.1 日米両国による金融量的緩和政策の影響

世界金融危機以降、日米両国とも大幅な量的金融緩和を実施してきた。日本の量的・質的緩和は日本及び米国両国の実体経済に大きな影響を与えないものの、金融市場に資金が流出入し日米市場相互に大きな影響を持っていることが示されている（大田，2013，Ohta 2014）日本から米国への円キャリー取引が拡大したのは、世界金融危機直前がピークであり、米国FRBが量的緩和政策QE2,3を実施した時期には新興国や商品市況に資金が流れ、QE3実施中も日米相互に金融市場での因果性が高まった。

3.2 日米金融緩和と中国市場

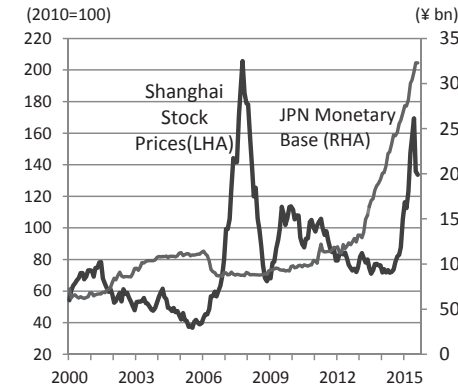
最初に日本及び米国の量的緩和政策が中国市場にどのように影響を与えているかみる。

中国上海市場での株価の急激な上昇は、リーマンショック直前までの時期（日銀の最初の量的緩和政策終了後）、その後比較的長期にわたり低迷していたが、2014年11月以降、急速に上昇した。この背景には、同時期（2014年11月18日）に香港・上海市場の一体化（株式相互売買解禁されたことに加え、日本の量的質的緩和が一層強化（「バズーカ第2弾」）された（2014

年10月末発表) ことがあるとみられる。日本のマネタリーベースやマネーストック (M2) の動向は中国上海市場の株価との緊密な関係が2014年秋以降加速している (図19-1, 19-2)。しかも、注目されるのは、この時期に中国人民銀行によるマネタリーベースの残高の伸び率は2011年以降むしろ減少基調にあったことである (図19-3)。

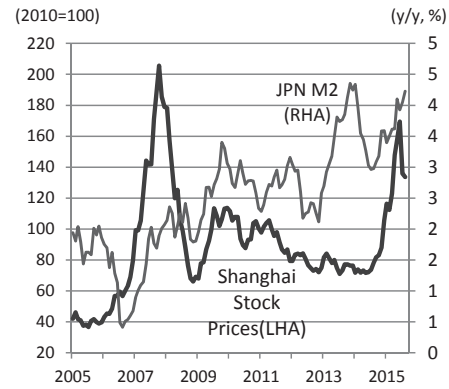
米国の量的金融緩和策 QE3 が終了した時期 (2014年10月) までグローバル規模でマネーを供給していたため、それが中国国内に流入していた可能性もあるが、少なくとも2014年秋以降は米国のMB残高の伸びは終了している (図19-4)。前記のように日本のMBやM2は2014年秋より中国株価と連動が可能となったのは、2012年6月以降中国人民元と日本円の直接交換性が実現したこともその背景にあるとみられる。

Fig. 19-1 : Monetary Base (Japan) & Stock Price (China)



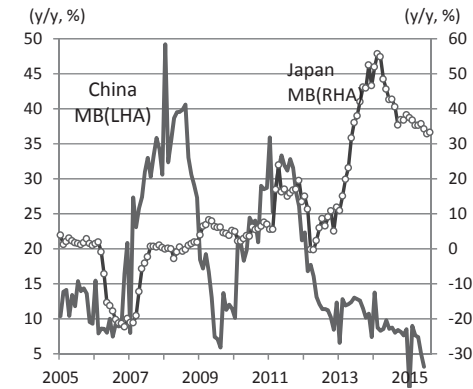
Sources: Bank of Japan, IFS (IMF)

Fig. 19-2 : M2 (Japan) & Stock Price (China)



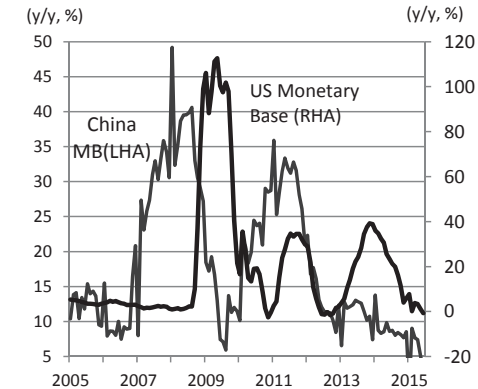
Sources: Bank of Japan, IFS (IMF)

Fig. 19-3 : Monetary Base (Japan & China)



Sources: Bank of Japan, IFS (IMF)

Fig. 19-4 : Monetary Base (USA) & MB (China)

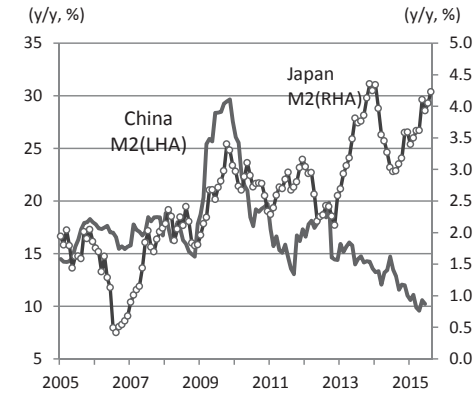


Sources: Bank of Japan, IFS (IMF)

これは、日銀の「バズーカ第2弾」の発動により、グローバル市場に資金が流出し、中国市場にも大量に資金が株式市場を中心に流入したとみられる。特に最近では米国と中国のM2の伸び率が連動していることは注目される（図19-6）。2010/11年には香港のMBと中国のM2は相互に連動していたが、最近ではその傾向は必ずしも明確でない（図19-7）。同様の動きは中国のMBと香港のM2の関係でもみられる（図19-8）。

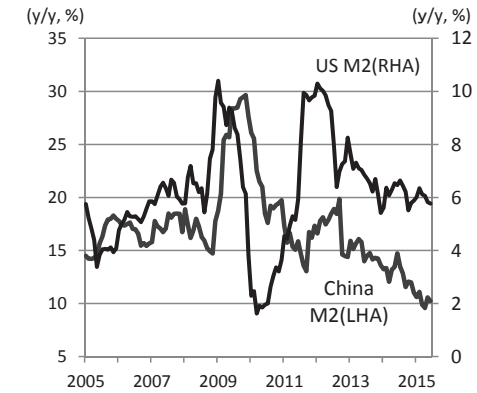
次節では、日米両国の金融量的緩和策の変化が中国市場にどのような影響を与えてきたかをグレンジャー因果性分析及びVARモデルによる分析を行う。

Fig. 19-5 : M2 (Japan & China)



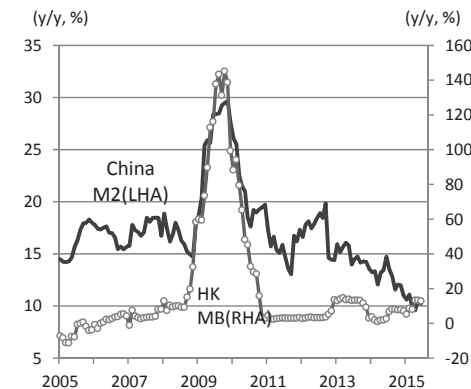
Sources: Bank of Japan, IFS (IMF)

Fig. 19-6 : M2 (USA & China)



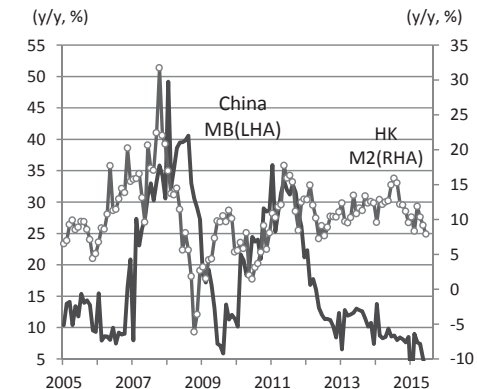
Sources: Bank of Japan, IFS (IMF)

Fig. 19-7 : Monetary Base (HK) & M2 (China)



Sources: Bank of Japan, IFS (IMF)

Fig. 19-8 : M2 (HK) & MB (China)



Sources: Bank of Japan, IFS (IMF)

3.3 米国金融緩和政策の中国市場への影響

米国市場から中国市場にどのように因果性が生じているか、国際金融危機（2008）以降の米国FRBの量的緩和政策であるQE1,2,3とその後の最近までの時期に分けてその変化を検証する。なお、QE1開始は厳密には2008年11月であるが、リーマンショックの起きた2008年9月以降を対象期間に含めている。また、QE1終了（2010年10月）とQE2開始（2010年11月）迄、及びQE2終了（2011年6月）とQE3開始時期（2012年9月）迄にはそれぞれ空白期間があるものの、ここでは、QE1の時期はQE2開始迄、またQE2の時期は開始からQE3開始直前までの時期をそれぞれ含めることとする。さらに、QE3は厳密には2012年9月に開始されたものの、当初財務省証券（T-bill）の買取りよりも不動産担保証券（MBS, Mortgage backed securities）を主たる対象としたものであり、国内市場を主眼としたものであった。したがって、ここでは国際市場で流動性の高いT-bill買取りをFRBが本格化した2012年12月からのQE3のPhase2とも言うべき時期を開始対象期間とする。

なお、グレンジャー因果性分析は各金融緩和の時期（QE1,2,3）ごとに分析を行うが、VARモデルにも続くインパルス応答関数では金融危機後の全期間（2008年9月～2015年7月）を対象とする。これは頑健性を持つために全期間を対象として全体的な傾向を見るためである。これは日本から香港及び中国市場への影響をみる分析（3.4.2）でも同様である。

3.3.1 グレンジャー因果性分析（米国・香港・中国）

[第1期：QE1]（2008.9-2010.10）

FRBの量的緩和は主に国内金融機関の救済が目的であったものの、その資金は香港市場を経由して中国国内のマネーストック（M2）と米国のM2は相互に因果性を示した。このことは、民間銀行資金が香港経由で国営銀行などにも流出入していたことが想定される。しかし、この時期には米国のMB/M2はまだ中国国内の株価やマネタリーベースに直接因果性を示していない。

[第2期：QE2]（2010.11-2012.11）

この時期には米国から主に海外市場、特に新興国市場や国際商品市場に資金が投資されたため、米国のマネーストック（M2）と中国国内のM2との因果性が認められるものの、米国から中国への香港経由を含めた資金流入は非常に限定的であったとみられる。

[第3期：QE3]（2012.12-2014.10）

中国のMB及びM2はともに米国M2に因果性を持っている。その一方、香港のマネタリーベースは中国の株価や生産に有意な因果性を示している。このことは、米国の民間銀行を通して何等かのかたちで中国の外貨保有に影響を与えていることを示す。中国人民銀行の資産構成は金保有に比べ外貨（すなわち米ドル）保有比率が高い。これがこうした因果性を示す背景と

Table 1 : US/HK/ China : Granger Causality (2008-2015)

2008.9-2010.10 [QE1 Period]	HKMB	HKM2	HKIntrate	HKShare	CNMB	CNM2	CNShare	CNProd
USMB	4.501 **	1.224	7.955 ***	2.944 *	1.235	4.482 **	0.211	0.987
USM2	0.291	0.373	2.673 *	0.821	0.269	3.998 **	1.785	1.622
TB10Y	0.809	0.030	3.558 **	0.525	0.977	0.939	0.749	1.717
TB2Y	3.685 **	1.082	13.63 ***	2.646 *	0.855	1.325	1.008	1.048
FF	2.361	0.473	107.2 ***	4.015 **	1.697	2.523 *	0.310	1.551
USShare	2.408	0.428	3.060 *	2.734 *	0.495	1.979	0.522	1.075
HKMB		0.904	3.965 **	1.135	0.810	2.552 *	0.253	2.836 *
HKM2	0.139		1.135	0.564	1.401	0.411	0.900	2.430
HKIntrate	3.169 *	0.494		1.119	0.985	2.848 *	0.125	0.663
HKShare	1.851	0.788	4.096 **		0.573	1.054	0.367	2.334
CNMB	0.813	0.432	1.109	1.440		0.257	0.287	0.713
CNM2	1.204	0.474	1.476	0.417	4.459 **		1.295	0.234
CNShare	1.236	0.243	2.232	0.388	0.460	0.788		1.019
CNProd	1.131	1.042	1.807	1.498	1.359	0.117	1.650	
2010.11-2012.11 [QE2 Period]	HKMB	HKM2	HKIntrate	HKShare	CNMB	CNM2	CNShare	CNProd
USMB	1.043	2.248	1.041	1.638	0.258	0.328	1.746	0.980
USM2	0.896	0.791	0.309	1.104	0.272	3.497 **	1.726	0.328
TB10Y	1.011	1.183	0.521	0.967	2.429	0.423	1.980	0.539
TB2Y	0.668	0.762	0.416	0.908	0.312	1.005	1.583	0.166
FF	2.326	0.528	2.195	0.506	1.055	0.222	0.249	0.527
USShare	0.524	0.213	0.222	0.907	0.546	1.245	2.026	0.156
HKMB		0.333	1.153	0.830	1.67	1.26	3.307 **	2.217
HKM2	0.576		0.893	0.660	0.278	1.165	0.3	0.65
HKIntrate	0.635	5.050 **		0.88	0.65	0.38	0.52	0.18
HKShare	1.358	0.411	1.57		2.840 *	0.47	1.46	0.14
CNMB	1.615	0.159	3.49 *	2.05		0.72	0.79	2.17
CNM2	2.075	2.221	1.36	3.88 **	2.08		1.870	2.810
CNShare	2.185	0.28	1.07	0.99	2.63 *	0.88		0.58
CNProd	0.848	2.74 *	0.55	0.61	1.11	0.78	0.82	
2012.12-2014.10 [QE3]	HKMB	HKM2	HKIntrate	HKShare	CNMB	CNM2	CNShare	CNProd
USMB	0.218	0.538	0.843	0.128	0.783	0.517	1.243	0.441
USM2	0.551	1.022	1.063	1.223	0.493	0.358	1.799	0.365
TB10Y	0.522	0.277	0.836	0.930	0.556	0.193	0.936	1.254
TB2Y	0.687	0.651	1.112	0.540	1.425	3.222 *	1.756	0.954
FF	0.458	1.128	0.983	2.210	0.647	1.083	0.681	2.232
USShare	0.387	0.719	1.016	0.840	0.870	0.560	0.993	1.208
HKMB		1.864	0.185	0.816	0.101	1.084	4.245 **	3.496 *
HKM2	0.536		0.226	0.417	0.77	0.471	0.334	1.667
HKIntrate	2.872 *	1.243		0.348	2.208	0.439	0.935	0.051
HKShare	1.301	0.385	0.062		1.368	0.437	1.265	1.499
CNMB	0.227	3.973 **	2.228	0.140		0.680	0.570	0.153
CNM2	0.457	1.211	1.292	0.731	1.204		0.767	0.758
CNShare	0.847	0.833	0.116	1.627	1.067	0.203		0.896
CNProd	0.585	1.703	0.122	2.442	0.242	0.394	0.186	
2014.10-2015.7 [BOJ QQE2]	HKMB	HKM2	HKIntrate	HKShare	CNMB	CNM2	CNShare	CNProd
USMB	3.534 *	0.018	0.727	2.953 *	1.740	2.702 **	0.055	0.109
USM2	8.814 ***	5.389 *	0.554	1.847	0.258	2.020	0.101	4.906 **
TB10Y	0.190	0.117	0.180	0.511	1.092	0.450	1.414	0.955
TB2Y	0.569	0.188	1.411	0.407	0.473	0.496	0.376	0.498
FF	0.187	0.596	0.115	0.009	1.895	0.018	0.492	0.379
USShare	0.100	0.149	0.140	0.301	4.180 **	0.738	1.096	0.412
HKMB		0.085	28.5 ***	0.295	0.655	3.487 *	0.813	0.231
HKM2	18.18 ***		2.29	6.420 ***	0.070	3.199 *	0.876	2.281
HKIntrate	2.425	0.64		1.090	0.182	2.574 *	42.69 ***	1.449
HKShare	0.968	0.062	15.22 ***		0.188	4.728 ***	1.044	0.475
CNMB	1.069	7.536 ***	0.503	0.886		1.243	0.040	5.637 **
CNM2	0.632	0.024	2.300	0.485	0.713		1.011	0.446
CNShare	1.142	0.546	3.317 *	0.644	0.069	1.389		0.607
CNProd	3.738 *	2.853 *	0.550	2.760 *	2.021	2.250	1.182	

(注) 1. 対象期間は世界金融危機開始時から QE2, QE3 実施時期を含む。2008年9月～2015年7月。Monetary base, M2 は対数。

各国株価は指数 (2010=100) [IFS]。中国金利は自由市場で決定されないため対象としない。

2. グレンジャー因果性については1期から4期ラグの数値の平均値 (2014.10-2015.7 は1, 2期ラグ平均)。

各指数は定常性を維持するため原則的に1次階差を使用。

3. 数値はF値。***, **, * はそれぞれ1%, 5%, 10%の範囲での誤差を示す。

(出所) IFS database (IMF), FRB, 中国人民銀行統計に基づく筆者による算定。

なっているとみられる。

正式には外貨と中国人民元の交換性は制限されているが、中銀の金融政策としての米ドル資産構成との関係では密接なつながりがあることを示す。

[第4期：Post QE3] (2014.10-2015.7)

QE3 終了後、ほぼ同時期 (2014 年 11 月) に中国国内市場 (上海、深圳) と香港市場のリンクが解禁されたことによって、資金の流れが劇的に変化した。グレンジャー因果性で示すように、米国のマネタリーベース (MB) は直接中国国内の M2 に対し有意な因果性を示している。さらに、香港市場と中国国内との金融市場の一体化が如実に示されている。香港の MB が中国の M2 と因果性があるのは米国のそれと同様であるが、これは両市場の一体化の結果生じたものとみられる。さらに、香港の FF 金利が中国の株価に対する因果性が鮮明化した。これは 2014 年 10 月以前には見られなかったことであり、金利裁定も中国の金融市場に大きな因果性を持ってきた可能性を示している。

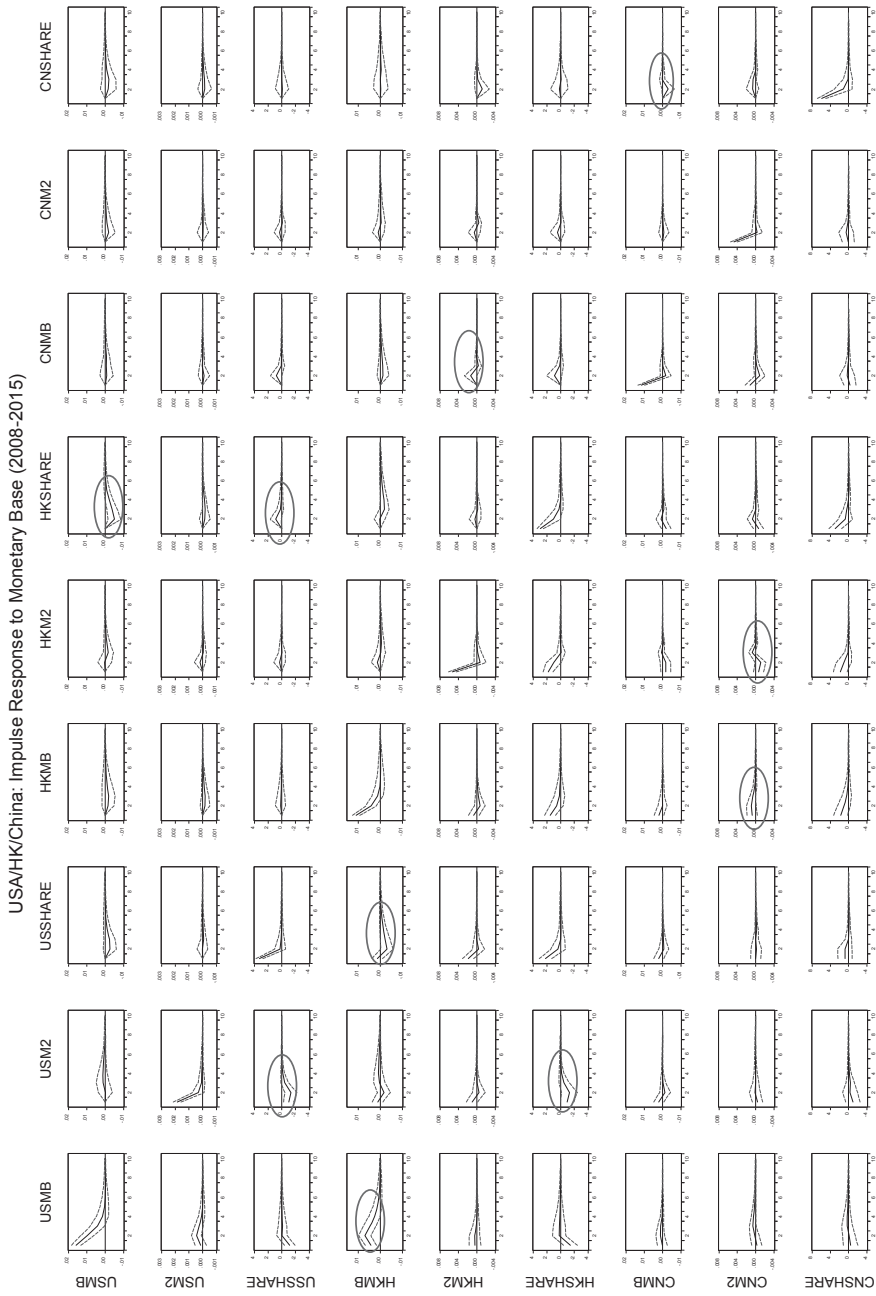
3.3.2 インパルス応答関数分析 (米国・香港・中国)

世界金融危機発生の 2008 年 9 月から 2015 年 7 月迄を対象期間として米国の金融緩和政策が香港及び中国市場にどのような影響を及ぼすか検証する。

対象期間に QE1,2,3 と断続的に金融緩和策が導入されたため、その期間別の効果ではなく全体としての傾向を見る。米国のマネタリーベース (MB) は香港の MB と正で有意な関係があるのは、カレンシーボード制にある香港市場では当然の結果である。注目されるのは、米国の M2、すなわち銀行を含む民間資金が中国本土の M2 と負の有意な関係にあることである。これは、米国と中国本土との間で相互に資金が流出入する関係を示唆している。しかも、香港の MB は中国の M2 に正の影響を与えている。香港市場と上海市場は 2014 年 11 月から相互取引を開始したため、全対象期間でみると香港の M2 が中国株価に及ぼす影響は限定的であるものの、プラス方向に影響を持つことが確認される。

以上のように、香港を経由した資金は確実に中国本土の市場との密接な関係を維持してきたことが示唆されよう。

Fig. 20-1：インパルス応答関数（FRB 金融緩和の影響：米国・香港・中国）



(注) 1. 各変数は対数変換値。ただし、株価は指数 (2010=100) [IFS]。対象期間は2008年9月～2015年7月
 2. 各変数は定常性を維持するため原則的に1次階差を使用。ラグの決定は、シミュレーション情報量規準による。
 (出所) FRB, 中国人民銀行, IFS (IMF) に基づく筆者による推計値。

3.4 日銀金融緩和政策の中国市場への影響

3.4.1 グレンジャー因果性

[第1期：量的緩和及びリーマンショック前] (2001.4-2008.8) ¹¹⁾

この時期は、日本から円キャリー取引が拡大した時期である。したがって、当然日銀の量的緩和マネーは香港市場のマネタリーベース (MB) に対し有意な因果性を持っている。一方、香港のマネーストック (M2) は中国の MB に因果性を持っている。また香港と中国株価もすでに有意な因果性を示している。注目されるのは、中国の MB が香港の MB に有意な因果性を持っていたことである。また中国株価は香港の M2、金利、株価にいずれも有意な因果性を示す。中国と香港市場では、正式に香港で人民元建て債券 (いわゆるパンダ債) が拡大する時期以前であるものの、オフショア市場としての香港では様々なルートで中国本土の資金と香港市場の関係が密接となっていた可能性が高い。

[第2期：世界金融危機以降日銀包括金融緩和前] (2008.9-2011.2)

この時期に特徴的なのは、日銀当座預金 (BOJAC) が香港の M2 および株価に因果性を持ち、また外国銀行の日銀当座預金 (BOJFExRes.) が香港金利と有意な因果性を持っていたことである。さらに日銀コールレートおよび日本の株価が中国の M2 に対する有意な因果性を示していることである。この時期でもすでに日銀当座預金及び日本の金利 (コールレート) は特に香港のようなオフショア市場での金利動向に因果性を持っていたことが示される。

[第3期：包括金融緩和期] (2011.3-2013.3)

この時期は白川前日銀総裁が金融緩和を強化し、様々な手段を導入して景気浮揚を図った時期である。すでに日銀 MB 及び外銀の日銀当座預金及び日本の株価ともに中国株価との因果性を示している。しかし、この時期にはその後の量的質的緩和 (QQE) 時期と異なり中国国内のマネーストック (M2) に因果性を持っていない。一方、中国の MB や M2 は香港の M2 に対し有意な因果性を示している。したがって、この時期には香港市場は中国国内の MB や M2 に対して因果性を持ってきたことが特徴的である。

[第4期：量的質的緩和 (QQE) 期] (2013.4-2014.7)

日銀が大幅な金融緩和 (「異次元緩和」) を開始した 2013 年から最近までの時期を対象としているが、日銀の MB 及び日銀当座預金は中国の MB や M2 に直接の因果性を示している。このことは、この時期に始まる人民元と日本円の為替の直接取引により中国金融市場への因果性が拡大したことを示す。

[第5期：量的質的緩和第2弾] (2014.10-2015.7)

中国の MB は香港の M2 に強い因果性を示している。また香港の金利水準は中国の株価に非常に強い因果性を示している。これは香港と中国上海市場との直接的な取引がさらに強化された結果とみることができる。また、外銀の日銀当座預金は中国国内の生産活動にも有意な因果

性を持つ。このことは日銀のバズーカ第2弾は中国の金融市場のみならず実体経済にも非常に大きな影響を与えていることを示している。以上から、2014年11月以降の中国市場のバブルとその崩壊は資本の流出入にその主な背景があるとみられる。

Table 2 : Japan/ HK/ China : Granger Causality (2001-2015)

2001.4-2008.8	HKMB	HKM2	HKIntrate	HKShare	CNMB	CNM2	CNShare	CNProd
JPNMB	3.601 **	0.845	1.958	0.416	0.749	1.738	0.651	0.588
BOJAC	2.433	0.296	0.156	0.197	0.624	0.510	0.178	1.930
BOJFExRes.	0.378	0.331	0.697	0.365	1.163	1.069	1.531	0.562
JPNM2	5.640 ***	0.967	1.941	2.077	1.485	2.419	1.332	0.417
Call Rate	0.847	0.288	0.558	3.339 *	2.754 *	1.243	1.728	0.502
JGBYield	0.904	1.270	0.125	1.103	0.357	0.983	0.397	0.915
JPNShare	0.215	1.755	1.193	2.344	0.661	0.650	3.215 *	1.019
HKMB		2.348	0.139	0.175	0.547	0.189	0.479	0.479
HKM2	1.173		3.531 **	1.501	3.342 *	0.689	2.057	0.928
HKIntrate	0.590	0.836		1.046	3.781 **	3.071 *	0.506	1.441
HKShare	1.941	2.680 *	1.029		2.786 *	1.600	3.331 *	0.828
CNMB	3.459 *	0.399	0.162	0.783		2.568 *	0.813	0.145
CNM2	1.681	0.257	0.759	1.094	4.339 **		0.229	0.756
CNShare	0.652	11.15 ***	3.200 *	5.523 ***	0.871	0.834		0.733
CNProd	0.191	0.562	0.744	0.426	0.143	0.453	0.581	
2008.9-2011.2	HKMB	HKM2	HKIntrate	HKShare	CNMB	CNM2	CNShare	CNProd
JPNMB	0.550	1.795	0.450	2.179	0.713	2.413	1.483	0.497
BOJAC	0.901	2.501 *	0.857	3.679 **	0.884	1.713	1.073	1.041
BOJFExRes.	1.375	0.422	5.869 ***	2.381	1.729	2.319	1.028	0.759
JPNM2	1.707	2.269	1.629	0.911	1.374	0.449	0.968	0.210
Call Rate	4.328 **	0.517	39.48 ***	2.199	0.897	3.667 **	0.615	1.385
JGBYield	0.438	0.179	0.911	0.506	1.042	0.166	0.958	0.824
JPNShare	2.335	0.320	4.161 **	0.327	0.638	3.390 *	0.383	1.104
HKMB		0.336	4.899 **	1.094	0.677	2.903 *	0.523	3.091 *
HKM2	0.067		0.817	0.460	1.441	0.631	0.916	1.732
HKIntrate	3.753 **	0.473		1.032	0.874	2.938 *	0.169	0.800
HKShare	2.140	0.342	4.448 **		0.377	1.222	0.381	2.119
CNMB	1.174	0.515	1.336	2.239		0.123	0.249	0.874
CNM2	1.196	0.232	1.605	0.562	0.239		1.502	0.276
CNShare	6.076 ***	0.862	2.251	0.411	0.517	1.179		0.886
CNProd	1.510	1.029	2.207	1.335	1.362	0.185	1.872	
2011.3-2013.3	HKMB	HKM2	HKIntrate	HKShare	CNMB	CNM2	CNShare	CNProd
BOJ CQE								
JPNMB	1.814	1.147	1.402	1.822	2.188	2.378	0.494	2.588 *
BOJAC	1.734	0.850	1.507	1.570	3.753 **	2.227	0.741	2.415
BOJFExRes.	0.458	1.014	1.621	0.637	1.814	1.063	0.903	1.106
JPNM2	1.068	1.225	1.460	0.408	1.225	0.313	0.609	2.007
Call Rate	1.061	1.028	2.648	3.455 *	0.658	2.222	2.152	0.726
JGBYield	0.551	4.057 **	1.131	1.232	0.616	0.497	0.987	0.733
JPNShare	0.012	2.334	0.868	2.068	0.602	0.765	2.65 ***	0.756
HKMB		5.490 **	0.618	2.167	0.367	0.564	6.095	0.678
HKM2	0.833		0.946	0.180	0.748	1.055	1.028	1.993
HKIntrate	0.327	4.121 **		0.889	0.887	0.339	0.641	0.410
HKShare	1.197	0.664	1.237		1.795	0.208	2.342	0.775
CNMB	1.969	5.761 ***	3.420 *	4.912		0.421	2.074	0.930
CNM2	1.417	3.03 **	1.213	4.806 **	2.543 *		2.998 *	2.734 *
CNShare	0.897	2.173	0.707	3.457 *	2.538 *	0.988		0.436
CNProd	1.728	5.062 **	0.698	1.768	1.602	0.778	0.837	

2013.4-2015.7 BOJ QQE	HKMB	HKM2	HKIntrate	HKShare	CNMB	CNM2	CNShare	CNProd
JPNMB	0.896	1.534	1.453	0.800	2.759 *	2.533 *	0.623	1.116
BOJAC	0.829	1.990	0.502	0.750	3.342 *	2.701 *	0.503	1.718
BOJFExRes.	1.759	0.572	0.085	1.571	0.870	1.130	1.611	1.787
JPNM2	1.618	0.836	0.087	0.908	0.280	1.773	0.296	0.206
Call Rate	0.501	1.406	1.271	1.408	2.166	1.724	1.211	1.586
JGBYield	0.867	1.671	3.638 *	1.362	1.975	0.412	0.552	1.638
JPNShare	1.789	1.361	0.173	0.649	0.238	0.147	0.104	0.834
HKMB		1.136	1.660	0.466	0.710	0.174	0.533	0.889
HKM2	1.009		0.398	1.355	0.411	0.482	0.721	0.482
HKIntrate	0.678	1.292		0.173	0.710	0.573	0.866	0.464
HKShare	0.550	0.536	0.255		0.702	0.522	1.389	0.165
CNMB	0.330	4.456 **	2.368	0.763		1.656	4.597 **	0.957
CNM2	0.640	0.299	1.791	0.453	1.780		0.136	0.842
CNShare	1.310	2.468	3.025 *	1.294	0.302	0.775		0.181
CNProd	1.036	0.850	0.279	1.462	1.208	0.638	1.114	
2014.10-2015.7 QQE (Ph.2)	HKMB	HKM2	HKIntrate	HKShare	CNMB	CNM2	CNShare	CNProd
JPNMB	0.973	1.089	6.029 ***	0.474	1.203	2.036	0.426	0.550
BOJAC	0.797	1.438	9.648 ***	0.415	1.286	2.517 *	0.531	0.946
BOJFExRes.	1.055	0.347	1.787	0.801	0.039	0.244	2.006	6.140 ***
JPNM2	1.032	0.898	1.602	0.439	0.040	0.754	0.903	1.007
Call Rate	4.933 **	0.826	3.082 *	1.562	2.409	0.954	0.831	3.655 **
JGBYield	0.374	0.026	1.716	0.115	1.382	0.059	0.404	0.203
Nikkei	0.567	0.133	0.110	0.474	1.499	0.243	1.255	0.468
HKMB		0.085	28.5 ***	0.295	0.655	3.487 *	0.813	0.231
HKM2	18.18 ***		2.29	6.420 ***	0.070	3.199 *	0.876	2.281
HKIntrate	2.425	0.64		1.090	0.18	2.57 *	42.69 ***	1.449
HKShare	0.968	0.062	15.22 ***		0.188	4.728 **	1.044	0.475
CNMB	1.069	7.536 ***	0.503	0.886		1.243	0.040	5.637 ***
CNM2	0.632	0.024	2.300	0.485	0.713		1.011	0.446
CNShare	1.142	0.546	3.317 *	0.644	0.069	1.389		0.607
CNProd	3.738 *	2.853 *	0.550	2.760 *	2.021	2.250	1.182	

(注) 1. 対象期間は2008年9月～2015年7月。

各指標とも対数変換値。日米株価は指数(2010=100) [IFS]。中国金利は自由市場で決定されないため対象としない。

BOJFExRes. は外国銀行の日銀当座預金残高。2005年以降のみ公表。中国金利は貸出金利 (IFS)。

2. グレンジャー因果性については1期から4期ラグの数値の平均値(2014.10-2015.7は1, 2期ラグ平均)。

各指数は定常性を維持するため原則的に1次階差を使用。

3. 数値はF値。***, **, * はそれぞれ1%, 5%, 10%の範囲での誤差を示す。

(出所) IFS database (IMF), 日本銀, 中国人民銀行統計に基づく筆者による算定。

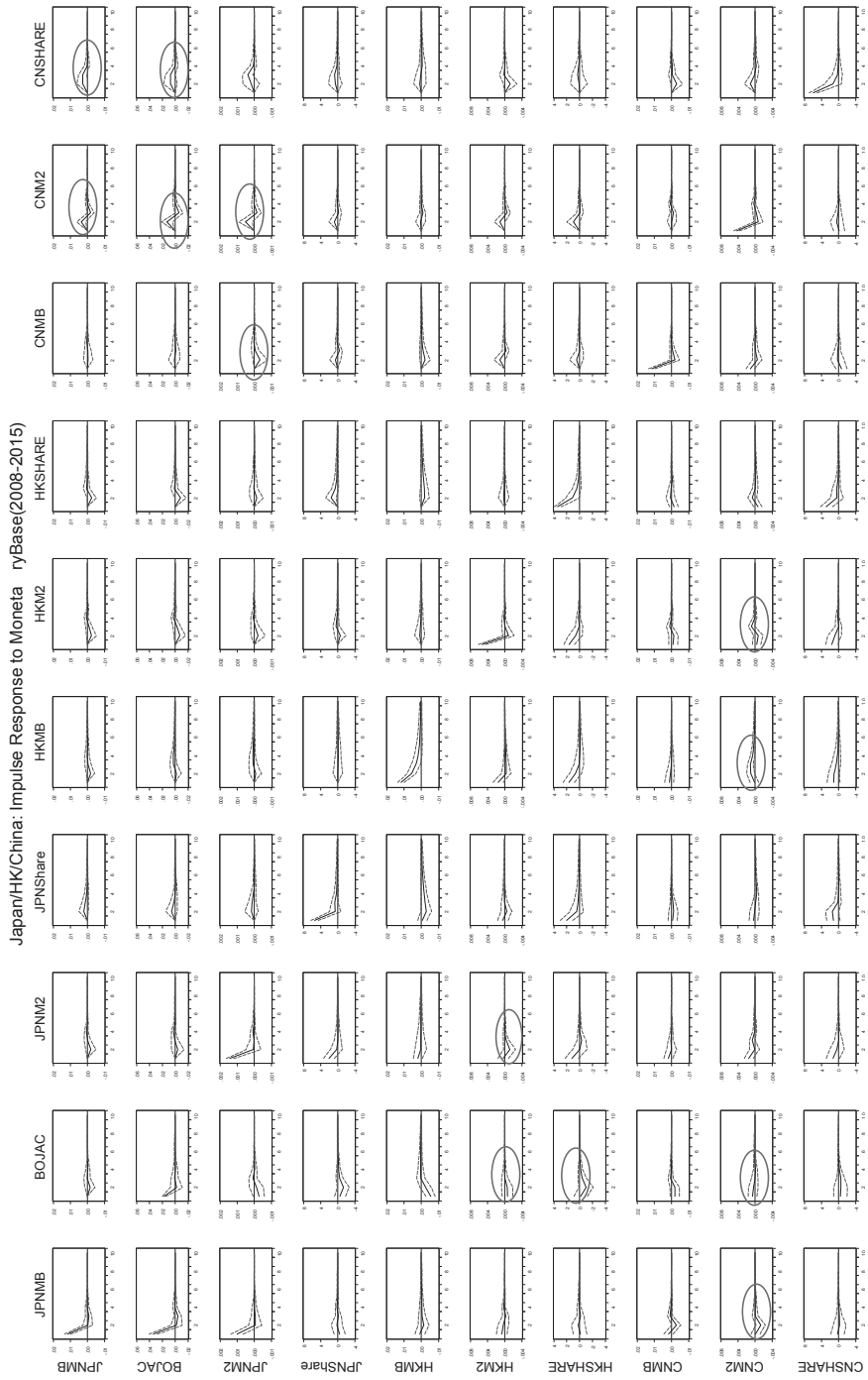
上記の分析より、中国本土(上海市場)と香港市場との取引一体化は、上記のグレンジャー因果性において示された通りであり、日米金融市場との因果性が飛躍的に拡大したことが示された。特に日銀のQQEの拡大は日本と中国の金融市場の一体的な動きを加速したことを示す。

3.4.2 インパルス応答関数分析(日本・香港・中国)

日本銀行の最初の量的緩和政策(2001-2006)終了後、それが強化されたのが世界金融危機発生後であるため、上記の米国の場合と同様2008年9月から最近(2015年7月)までを対象期間として日銀の包括的金融緩和や量的質的緩和(QQE)実施に伴う日本と香港及び中国本土の市場の関係を見る。

まず、日銀マネタリーベース(MB)は香港のM2にわずかながら正、中国には負の有意な関係を持っている。しかし、日銀当座預金では香港のM2には負、中国には正の有意な関係を示している。このことは外銀も含めた銀行の日銀の当座預金は香港市場との間で資金は相互に移動し、しかも中国のM2に対して影響を持っていることを示す。特に日銀包括金融緩和期を

Fig. 20-2：インパルス応答関数（日銀金融緩和の影響：日本・香港・中国）



(注) 1. 各変数は対数変換値。ただし、株価は指数(2010=100) [IFS]。対象期間は2008年9月～2015年7月
 2. 各変数は定常性を維持するため原則的に1次階差を使用。ラグの決定は、シェワルツ情報量基準による。
 (出所) 日本銀行月次データベース、中国人民銀行、IFS (IMF) に基づく筆者による推計値。

含む期間（2011.3-2013.3）では外銀の日銀当座預金は中国の株価に有意な因果性を示していた。

また、香港の M2 は中国の M2 に有意に負の関係を示しているため、香港と中国の金融機関で相互に密接な取引が行われていることを示唆している。

4. 世界経済・市場安定化への課題

4.1 世界経済のリスクと金融・資本自由化

現在の世界経済では、先進国、とりわけ米国経済の動向によって FRB の利上げの規模や時期が決定され、新興国の経済・市場はそれに大きく左右される。また、近年ますます経済規模が拡大してきた中国における 2015 年夏の株価暴落に始まる中国金融バブルの崩壊によって世界各国の株式・金融市場は大きな影響を受けた。このようにグローバル化した世界では以下のような状況に集約される。

第一に、先進国と新興国・途上国の経済・市場は一体化しており、今後の新興国の経済・市場は先進国、とりわけ米国経済の回復にかかっている。しかし、グローバル化が拡大した結果、米国もまた欧州や新興国などの景気動向に依存している。また、世界第二位の経済規模を持つ中国経済も外需依存度が高いため、同国経済・市場の低迷は国際商品市況や先物市場において大きく影響をする。このため、今後中国経済の動向は貿易・投資のみならず、金融市場を通して世界経済に大きな影響を与える。一方、中国の金融バブル崩壊で顕著となった中国経済の構造改革には中長期的な視点が必要であり、短期間では期待できない。

第二に、実体経済と金融市場のかい離がますます顕著となっていることである。これは、特に世界金融危機以降の日米を中心とした先進国の量的金融緩和が世界的な過剰流動性をもたらしてきたが、主に株式市場や商品先物市場など金融市場に向かうのみで実体経済と乖離する状況が継続している。今後、世界経済の回復のために現在のような量的金融緩和に依存する政策は日本の金融政策で立証しているように実体経済に直接効果が期待できない。したがって、今後各国の金融政策の有効性を実現するための方策が必要である。この点において「金融のトリレンマ」を考慮すれば、各国の独自の金融政策と安定的な為替相場を実現するためには適切な資本移動の管理監督が必要である。

第三に、過度な金融・資本自由化のリスクである。例えば、ユーロ危機以降、低迷してきた欧州経済は、もともとリーマンショックに始まる世界金融危機にその根源がある¹²⁾。したがって、ほとんどすべての危機的状況とそれを生み出す前提として過剰な国際資本移動があり、それを可能とした過度な金融資本自由化である。この点からも資本規制及び為替取引規制が必要となる。

最後に、本論文で明らかにしたように、資本・金融開放度の高い国では経済・市場の変動制

（ボラティリティ）が相対的に高くなっている。この意味から、日本のように大国経済でも国際的な金融資本や機関投資家、ヘッジファンドなどが単なる利益を求めて売買を頻繁に繰り返しており、それがボラティリティをさらに拡大している状況は見逃せない。

4.2 先進国の課題

上記のように、現在では過剰流動性によるマネーゲームと化した先進国市場における投機的な資本移動を抑制管理することがますます重要となっている。

日本において、金融市場（株式・為替取引）における短期的な取引の拡大は、民間企業の業績にも影響し、さらに日本経済全体の回復動向にも多大な影響を与える。したがって、こうした市場の安定化をはかるためには、日本にも EU と同様に金融取引税の導入が検討されるべきであろう。日本政府の財政収支は大幅に悪化しており、国家予算に占める国債消化による割合がますます増加している。こうした中、金融市場の安定化と同時に政府税収を確保することは一石二鳥である。

EU ではすでに金融取引税が導入されているものの、その運営については依然改善の余地が大きく、継続的な金融取引について課税が確保できることが望ましい。また、ユーロ圏では大幅な制度変更は望めないものの、財政規律の強化についてはすでに EU で進められているため、それを進めるとともに、緊急時の短期資金の支援を行う欧州安定化メカニズム ESM の制度を一層整備することが必要とされる。

2015 年 7 月にギリシャ債務危機は第 3 次となるギリシャへの金融支援は ESM を通じて行われ、総額は最大 860 億ユーロに設定された。過剰債務を生み出すのはユーロ圏が域内で固定相場制であるため、為替リスクなく、しかも何ら制限が存在しないため、内外資本の流出入が非常に激しい。したがって、各国とも域内外との資本流出入の適切な管理が規制することの重要性は増している。

4.3 中国と新興国・市場¹³⁾

多くの東南アジアの国々ではアジア危機の経験から 2000 年代に入り、経済ファンダメンタルズの改善、外貨準備の積増に加え、IMF プログラムを脱して政策の独立性を維持しながら各国で独自の為替取引や資本取引の規制を実施してきた。このため、アジア各国では 1997/8 年のアジア危機のような本格的資本収支危機は回避されている。

中国は経常取引を原則自由化しているが、資本規制は原則として継続してきた。しかし、2014 年 11 月以降の香港と上海市場の一体運営の開始によって、事実上部分的ながら資本・金融自由化が実施されたことになる。このインパクトは非常に大きく、急激な資金流入を伴う株価の上昇と 2015 年夏の金融バブルの崩壊をもたらした。このことは、原則的に経常取引以外

は資本規制を強いている中国においても、金融市場でバブルが発生し、それが崩壊するリスクがあることを証明している。

したがって、中国の場合には、これまで人民元の国際化を目指して、実需面での人民元の交換性を実現してきたものの、金融取引の国際化には依然として問題が大きいことが露呈した。中国でのバブル崩壊は単に同国のみならず、アジア経済や欧米経済にも大きな影響を与え、国際商品市場の動向も左右する。したがって、中国において単に先物や信用取引規制などすでに当局が導入している措置以外に、現段階で根本的に香港以外のオフショア金融市場でさらなる自由化を実施することが望ましいのか慎重に検討する必要がある。また、中国国内の金融市場の本格的な自由化は依然実施されておらず、中国本土から香港のようなオフショア市場との裁定取引が可能となっている状況では、内外のクロスボーダー金融取引を助長させ、それが投機的マネーとして本国の市場の錯乱要因になる。

したがって、中国の場合、オフショア市場での自由な為替交換性や株式市場の開放は、今後ともリスクが高いため、金融機関の海外との取引については外貨集中制を全国的に実施することが望ましい。また、現在でも国内金融市場は政府・通貨当局による人為的な運営がされているため、金融市場の整備は一層進める必要がある。特に銀行セクターのプルーデンスを厳格にしないまま、人民元の国際化の一環として株式市場を香港以外とも開放することは非常にリスクが高い。現在でもすでに人民元取引は主要金融市場であるロンドンなどでも実施されており、上海とロンドン市場の株式相互取引も合意されているが、これらは慎重に対応する必要がある。中小国とは異なり、世界経済や市場に非常に大きな影響を与える中国における金融・資本自由化は、今後非常に慎重に進める必要があることは認識されるべきであろう。

一方、中小の新興国は、国際資本移動の動向に今後も翻弄されるリスクが高い。こうした中、各国金融当局がマクロ・及びミクロ・プルーデンシャル規制を厳格に実施し、間接・直接的な規制を場合に依りて導入することはますます重要になっている。

おわりに

本稿では、主に日本、米国の量的金融緩和政策が新興国の金融市場にどのような影響を与えているかについて今日のグローバル市場を対象として分析した。

最大の新興国であり、世界第2位の経済規模を持つ中国の動向により世界経済・市場を左右する状況にあるため、中国市場のバブル発生と崩壊にみられる米国及び日本の金融緩和政策の香港及び中国市場に及ぼす影響をグレンジャー因果性及びVARモデルに基づくインパルス応答関数を用いて検証した。その結果、2014年11月の中国上海市場とオフショアの香港市場との株式市場の一体化は当局の予想を超える資金の移動を生み出しており、各市場間において各

指標（マネタリーベース、M2、金利、株価等）の有意な因果性の高まりと有意な影響を確認した。中国市場のバブルの発生と崩壊の経験は、部分的にせよ金融・資本市場の規制を撤廃し自由化したことが、これほどの混乱を中国の経済・市場のみならず世界的に大きな影響を及ぼす結果をもたらすという教訓となった。

したがって、今後先進国、新興国を問わず、従来の資本・金融自由化を当然のこととして拡大してきたグローバル化について真剣に反省し、より精緻な管理監督や規制措置を導入することが求められている¹⁵⁾。

注

- 1) Rey (2014a) は米国の金融政策はグローバル規模でのリスク資産価格に影響を与えるとの分析を示している。
- 2) 中国も基本的に経常取引以外の資本規制は継続してきたが、2015年夏に発生した株価の下落にみられるバブル崩壊は、2014年11月の香港と上海市場のリンク解禁によって資本が大量に流入した結果、株価バブルが生じ、米国利上げ観測などから資金シフトが急速に生じた結果とみられる。したがって、香港市場との一体化を維持する場合には、従来のように資本・為替取引規制を持続しているとはいえない。
- 3) 日銀が2013年以来継続してきた量的質的緩和の主な施策である国債買取は既に限界に達していることを考慮すれば、更なる大幅な緩和は困難な状況となっている。マネタリーベース（MB）は2015年9月時点で332兆円と「異次元緩和」導入以前の2013年3月に比べ、約2.5倍、日銀当座預金は236兆円と約5倍増となっており、既にMBはGDPの64.6%（2015年第2四半期名目GDPを基に推計）まで達している。こうした状況下、長期的に「出口戦略」を考慮すれば、これ以上のさらなる量的緩和は経済・財政に破滅的な状況をもたらすリスクがある。
- 4) 上海、香港株式市場の取引を相互に開放し、流通させる方針は既に2014年4月に発表されていたが、実施は11月になった。この制度では、香港の投資家は香港の証券会社に口座があれば、A株が買えるようになり、中国本土の投資家も本土の証券会社に口座があれば、香港上場株を売買が可能となった。
- 5) 2015年9月のG20にて中国人民銀行の周小川総裁は「バブルが弾けた」と明言した。
- 6) 2014年末から中国株価急上昇と2015年8月の中国株価急落は金融・資本の自由化を進めた結果とみられる。ここでは、それ以前の2014年までの状況をさす。
- 7) The Chinn-Ito Index—A de jure measure of financial openness— HP
- 8) 各国の資本・為替取引規制等の制度についてはJETROのHPで確認できる。
- 9) The Chinn-Ito Index (2015前記)
- 10) Rey (2013) は、グローバル規模のリスクを示すVIX指数を用いてグローバル刑事垂・市場のリスクについて論じ、米国のFF金利低下はVIX指数低下、欧州市場のレバレッジ上昇、貸出増加などに影響を与えることを示している。
- 11) 以下の分析における時期の区分は、量的緩和策の導入または終了時期と必ずしも一致していない。しかし、実質的なマネタリーベースや日銀当座預金の増減の状況などを考慮している。
- 12) リーマンショック前の2006年までのグローバル市場での金融市場の状況は、もともと日本の量的緩和策（2001-2006）の円キャリート取引による米国内での大幅な過剰流動性が生み出したと考えられる。

2007年夏に顕在化したサブプライムローン問題も日銀の量的緩和政策の終了（2006年3月）以降、米国市場での中小金融機関の業績悪化が背景となっているとみられる。

- 13) ここでは産油国、資源輸出国を対象として論じていない。
- 14) 中国市場の混乱により2015年8月以降株価の乱高にみられるとボラティリティを高める日本市場をみると、日本のような規模の大きい先進国市場でも資本・金融取引の完全自由化がいかにリスクが大きいかを物語っており、今後どのような形で管理・規制するかを真剣に検討することが重要であろう。

参考文献

- 大田英明（2012）『資本規制の経済学』，日本評論社，2012年9月
- 大田英明（2013）「日本の金融政策と資本流出入の影響— 無力化する国内金融政策 —」『立命館国際研究』26-2：1-41
- 関根栄一（2014）「双方向での人民元建て証券投資を促進する上海・香港相互株式投資制度」『季刊中国資本市場研究』Vol.8-2
- 西濱徹（2015）「中国人民銀，堪らず追加金融緩和～市場の催促に応じて再び「なり振り構わず」～ Asia Trends, (8/26) 第一生命経済研究所
- Chinn-Ito Index— A de jure measure of financial openness –
(http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)
- Helene Rey (2013). "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*
- Helene Rey (2014a). "World Asset Markets and the Global Financial Cycle," Working Paper July 2014.
- Helene Rey (2014b). "The International Credit Channel and Monetary Autonomy," *Mundell-Fleming Lecture at the IMF* on 13 November 2014.
- JETRO 「海外ビジネス情報」 <http://www.jetro.go.jp/world/invest.html>
- Ohta, Hideaki (2013) "Impact of Increasing Capital Flows on the Real Economy and Financial Markets in Japan: Ineffectiveness of Monetary Policy Instruments," *Ritsumeikan Annual Review of International Studies*, 2013. vol.12, pp. 115-150.
- Ohta, Hideaki (2014). "Evaluation of Monetary Easing Policy in Japan: Integration between the US and Japanese Markets," *Working Paper Series IR 2014-3*, International Studies Association of Ritsumeikan University, September 24, 2014.

（大田 英明，立命館大学国際関係学部教授）

Effects of Monetary Easing Policy in the US and Japan on Emerging Economies: Challenges to Control Risks of Crises under International Capital Flows

The major objective of this paper is to show the importance and significance of capital controls and management under extremely free capital flows in the global markets. Monetary easing policies, adopted by the FRB and BOJ after the Lehman Shock (Sept 2008), have accelerated capital flows to emerging economies. However, risks of crises in the emerging markets are increasing with any change in the outlook of the US economy which affects the timing of an expected interest rate hike by the FRB. Under completely free capital flows, almost all emerging market economies, including a large economy like that of China, are now totally dependent on the global capital flows in the world markets.

Granger causality tests and impulse response functions of VAR model were used to analyze the effects and causality of capital flows between the US, Japan, Hong Kong and China, to demonstrate the influences and effects of extreme easing of monetary policy of QQE (BOJ) and QE2/3 (FRB). The results show significant causality between the US /Japan and China in both monetary base and money stocks. The initiation of linkage and integration of trading between Hong Kong and Shanghai markets in November 2014 triggered significant capital flows into China, which resulted in an unusual rise of stock prices that collapsed in summer 2015. The experience of such a bubble and burst in China has shown that even a partial liberalization of capital account through an offshore market like Hong Kong has resulted in emergence of significant risks in the global markets and economies. It is therefore necessary and important to introduce various effective measures of capital controls and management to attain stable economic growth and stability in the global markets with less volatility in both advanced and emerging economies.

(OHTA, Hideaki, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)

