

要 旨

世界金融危機(GFC)以降に先進国中央銀行が採用した非伝統的金融政策(UMP)によって、新興国市場には非居住者によるグロスの資本流入が急拡大した。しかし、「テーパー・タントラム」と、連邦準備銀行(FRB)のUMPの正常化によって、特に「フラジャイル・ファイブ」と称された国から資本が流出し、為替レートにも減価圧力がかかった。さらに、「チャイナ・ショック」によって、それまでネットでは資本流入が続いていた中国も、ネットで資本流出となった。

この時期における新興国市場の資本フローは、FRBによるUMPとその正常化という「プッシュ要因」(対外要因またはグローバル要因)が決定要因となっている。国際通貨基金(IMF)は、「資本フローの自由化と管理：機関としての見解」(IV)を公表し、資本フロー管理政策(CFM)とマクロプルーデンス政策(MPM)の採用を勧告した。

またこの時期における最も影響力のある経済分析は、世界金融循環(GFCy)に関する実証研究である。この分析によって、マンデル流の「トリレンマ」から、為替レート制度の選択肢が脱落し、①資本移動の自由を採用すれば、新興国はFRBの金融政策に追随せざるをえず、②FRBのからの金融政策の独立性を維持するためには、資本規制を採用せざるを得ないという「ジレンマ」に取って代わった。この主張(特に為替レート制度という選択肢が無くなったこと)については、論争が継続中である。他方IMFは、先の「機関としての見解」(IV)を見直し、資本流入の急増時のみならず、通貨ミスマッチなどの脆弱性のある資本流入(新型コロナウイルスのパンデミックに対応した財政出動)に対しては、予防的なCFM/MPMが有用であるとの見解を示した。