

最近の新興国における資本フローの変動

—東南アジア4カ国を中心として—

大倉 正典

はじめに

世界銀行が2021年に公開した *Global Waves of Debt* は、過去50年余りの間に、新興市場・発展途上国は債務性資本の流入の波を4回経験したとしている (Kose et al. 2021)。第一の波 (1970-89年) は、1970年代の低位な実質金利、資源国での交易条件の改善、シンジケートローン市場の急拡大といった環境下で形成された。先進国の大手銀行は、中南米など発展途上国政府への信用を大幅に拡大させた。しかし、1979年に米国が反インフレ政策へ大きく転換し、ドル金利が急騰すると、1982年に累積債務問題が顕在化した。第二の波 (1990-2001年) は、アジアの新興国が金融資本市場の自由化を進める中で、銀行や企業など民間セクターが海外から借入を大幅に拡大させたことで形成された¹⁾。この波は、1997年のアジア金融危機をもたらし、それはロシアや中南米に伝播した。第三の波 (2002-09年) は、欧州の新興国で米欧の大手銀行が民間セクターへの信用を拡大させたことで生まれ、グローバル金融危機 (Global Financial Crisis、以下 GFC) で終焉を迎えた。

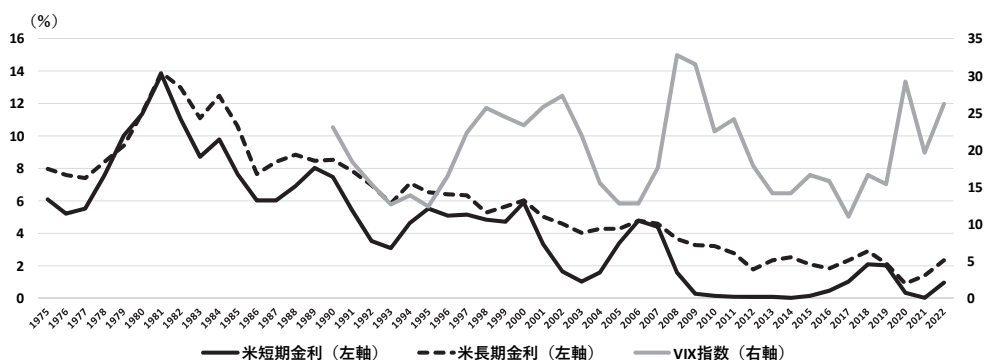
第四の波は、2010年以降の新興市場・発展途上国における債務の累積である。2008・09年の GFC によってクロスボーダーの資本フローは著しい縮小を経験したが、米国を中心とする非伝統的金融政策によってグローバル流動性が拡大するもとで、新興市場・発展途上国への資金フローも急回復した。世界銀行は、今回の波における新興市場・発展途上国の債務累積は過去3回と比べて、より大きく、より早く、そしてより広範、としている。

今回の波が形成された前提に、GFC後の米国を中心とした先進国の歴史的な金融緩和があったことは間違いない。そして、コロナ危機後の需要急回復と供給制約からインフレが急上昇し、本格的な金融引き締めへ転じざるを得なくなったことは、今回の波の前提となっていた先進国の金融情勢ははっきりと転機を迎えたことを意味する。過去3回の波はすべて金融危機を伴って終焉しており、今回の波がどのように終焉していくか懸念されるところである。

GFCからコロナ危機までの時期、新興国への資本フローの外的環境としては米国を中心とする先進国の金融政策が主旋律をなし、同時に中国の経済的な台頭が副旋律となっていたと言える。

GFCの中で、米金融政策は2008年11月に量的緩和（資産買入れを通じた金融緩和）を開始した。2013年5月には、資産買入れ額の縮小が示唆され、長期金利が上昇するなど金融市場は大きく混乱した。実際にテーパリング（資産買入れ額の縮小）が開始されたのは2014年1月で、さらに、GFC後ではじめて政策金利が引き上げられ、事実上のゼロ金利政策が解除されたのは2015年12月であった。その後、米金融政策は2016年に年1回、2017年に年3回、2018年は年4回の政策金利引き上げを実施して、本格的な正常化に向かった（図1参照）。

図1 米金利とVIX指数



注：短期金利は6ヵ月物TB金利、長期金利は10年物国債利回り。

データ出所：St. Louis Fed, FRED.

中国に関しては、高成長によって世界経済に占めるシェアも著しく上昇し、世界第2位となった2010年に米国の4割であった経済規模（ドルベースGDP）は、2021年には米国の3/4に達した。中国の経済規模が拡大するとともに、アジア、中南米の多くの新興国で中国が第1の貿易相手国となっている。2015年のチャイナショックは、とくに貿易関係を通じて新興国にショックが波及した。

本稿では、新興国への資本フローについて、まずは、全体的な動きを統計データで確認するとともに、文献をサーベイする（第1節）。次に、2000年以降の新興国への資本フローについて、とくに東南アジア諸国に重点をおいて、急激な流入と急停止（SurgesとSudden stops）がどの程度生じたのか、各国が経験したSurgesとSudden stopsはどの程度同時性を持っていたのか、といった点について実証的に検討する（第2節）。第3節では、直接投資に焦点を絞って考察する。これまでは安定的な資本フローと考えられてきた直接投資について、企業活動がグローバル化するなかで、企業グループ内の資金融通が統計上は直接投資として把握されていることの問題を指摘する。その上で、直接投資について、エクイティとデットを区別して、フローの安定性やPush要因との相関について実証分析する。またフィリピンのデータを使って、直

接投資の中でもデット・タイプのクロスボーダーの資金の流れを詳しく検討する。

本稿の分析は、先行研究の成果に大きく拠っている。これまでの研究に付加した点は、2021年まで含む Surges と Sudden stops の検証を行ったことと、直接投資についてエクイティ・タイプとデット・タイプを区別して安定性を考察したこと、である。

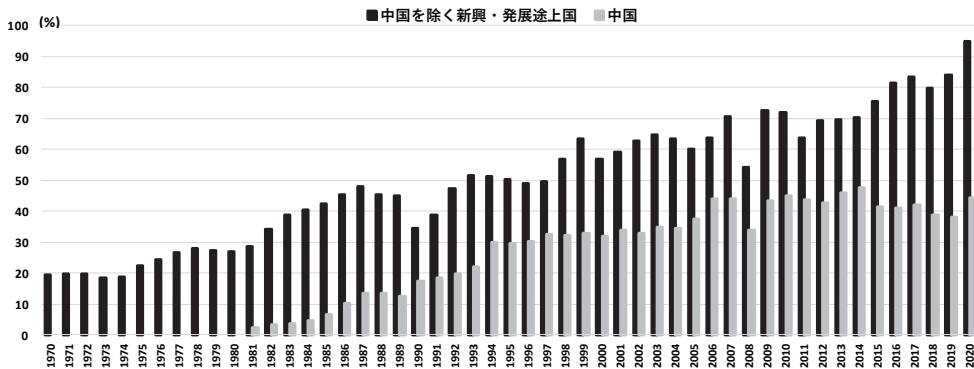
1 新興国への資本フロー

1-1 新興国への資本フロー：概観

図2は Lane and Milesi-Ferretti (2018) のアップデートされたデータを用いて、新興国の経済規模で基準化した対外負債残高の長期的な変遷を観察している。彼らも指摘しているように、中国を含めて、対外負債残高の対 GDP 比（以下、対外負債比率、とする。）をみると、中国の経済規模とその高成長によって、全体の動きが中国の動きに大きく左右されてしまう。すなわち、中国を除いた新興国の対外負債比率は中国のそれを大きく上回っており、また、中国の比率は2000年32%から2007年や2020年は44%と、変動しつつも長期の上昇は緩やかとなっている。ただし、中国の著しい経済成長によって、中国を含めると、GFC以降の中国以外の新興国の対外負債比率の上昇傾向がかなりの程度かき消されてしまう²。そこで、中国と中国を除く新興国に分けて、対外負債比率をみしてみる。

中国を除く新興国の対外負債残高は、ドルベース実額では、1988年と2000年に僅かな減少を経験したものの、1970年から2007年まで年平均12.5%増加し、対GDP比でも19%から70%に上昇している。しかし、2008年には証券投資のエクイティを中心に残高が減少し、GDP比も54%に落ち込んだ。残高の実額は2009年には2007年の水準を上回って回復し、2015年に再び証券投資のエクイティを中心に減少したが、それ以降は上昇トレンドとなっている。図にある対外負債比率は、ドルベースGDPの変動が少なからず影響している。中南米諸国などで累積債務問題が顕在化した1982-84年、アジア金融危機時の1998-99年、そしてリーマンショック後の2009年は、いずれもドルベースGDPが前年に比べて落ち込んだことが、対外負債比率を高める要因となっている。そして、2020年については、コロナ危機の中で、ドルベースGDPが前年比8%を超えて縮小したことが、対外負債比率が2019年の84%から95%に高まったことに大きく寄与している。

図2 新興市場・発展途上国の対外負債残高（GDP比）の変遷



データ出所：Lane and Milesi-Ferretti, External Wealth of Nations database.

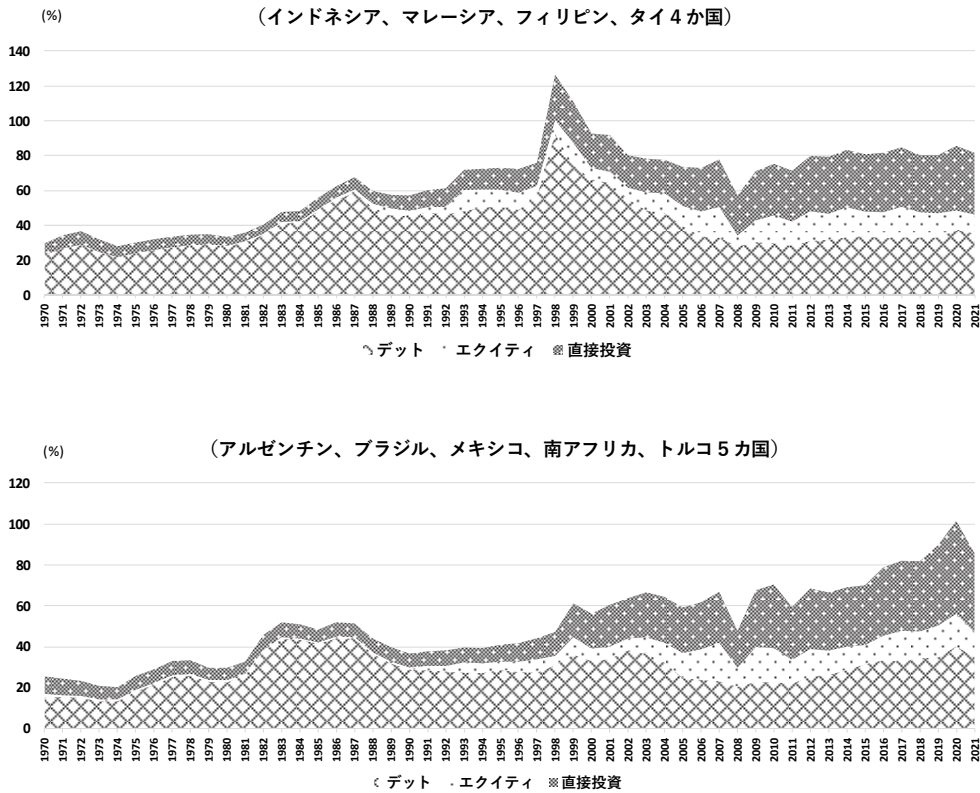
図3は、Lane and Milesi-Ferretti (2018) のデータに IMF, International Investment Position のデータを加えて、東南アジア4カ国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）と他の主な新興国5カ国（アルゼンチン、ブラジル、メキシコの中南米3カ国と南アフリカ、トルコ）の対外負債残高の推移を2021年まで観察している。

東南アジアについては、1990年代にデットでの対外負債が急拡大した後、1998年をピークとして、その後急激な縮小をみたことが明確に見て取れる。1998年にデットの対GDP比が上昇した背景として、ドル建てGDPが著しく縮小したことが大きく影響している³。アジア金融危機以降では、直接投資での資本流入が着実に拡大し、最近ではデットを上回るまでになった（コロナ危機前の2019年では、対GDP比でデットが32.9%、直接投資が33.4%）。

東南アジア以外の主な新興国においても、直接投資の比率は傾向的に上昇して、2019年にはデットが35.0%、直接投資が39.5%と、直接投資がデットを上回っている。

最後にコロナ危機や米金利上昇の影響が考えられる2020-21年をみると、2020年は東南アジアのエクイティで、また、2021年は東南アジアと他の新興国ともにデット、エクイティ、直接投資のすべてで対外負債比率は低下をみた。2020年については、コロナ危機によってGDPが東南アジアで6.1%、他の主要新興国で16.1%、それぞれ2019年より落ち込んでおり、これが実額の減少を相殺して、対外負債比率を引き上げた。2021年については、GDPが回復する中で、全般的な対外負債比率の低下がもたらされた。

図3 主な新興国の対外負債残高とタイプ内訳（GDP比）



データ出所：Lane and Milesi-Ferretti, External Wealth of Nations database. IMF, International Investment Position Statistics.

1-2 先行研究

Lane and Milesi-Ferretti (2018) は GFC 以降の国際金融統合の展開について、そのポイントをまとめている。彼らが指摘しているのは、クロスボーダーの銀行仲介の縮小、ユーロ危機、直接投資の拡大、新興市場・発展途上国のプレゼンスの上昇、債券市場の重要性の高まり、などである。直接投資に関しては、世界全体の投資残高に占める金融センターの比重が 2015 年末には資産で 50%超、負債でも 47%に達することを報告している。また、新興国へのデットでの国際資本移動に関して、国際銀行が仲介するローンでの資金循環に代わって投資ファンドなどが仲介する債券での資金循環が比重を高めていることを指摘している⁴。ただし、こうした銀行から債券への代替について、Cerutti and Hong (2019) は、グロスの資本フローをタイプ別に詳しく検討し、先進国の企業と政府に関しては銀行ローンからデット・タイプの証券投資へ代替が起こったこと、新興国の政府に関してはローンに代わって債券が対外的な資金調達手段と

なったが、企業では債券はローンと補完的なもの、と結論付けている。

Kaminsky (2019) は、GFC 後の資本フローに関する研究の新たなトレンドについて、手際よくまとめている。彼が指摘している点は三つで、国際的資本フロー拡大の要因と GFC、グロスでの資本フローの Push 要因と Pull 要因、そしてグローバルな金融循環におけるグローバルな要因である。本稿の関心は、グロスでの資本フローを新興国について検討することであるが、同時にグローバルな金融循環の議論も大いに関わっている⁵。

新興国の資本フローについては、直接投資、証券投資（エクイティとデット）、その他投資というタイプ別に、そして外国資本フローと自国資本フローを区別したグロスでの分析が中心となってきている。文献では、慣例的に、外国資本フローを capital inflow、自国資本フローを capital outflow として、それぞれをグロスのフロー、capital inflow から capital outflow を差し引いたものをネットのフローとしている。しかし、これは外国資本が流出した場合などに混乱を招きかねない表現であるため、ここでは外国資本フロー（国際収支表の対外負債の動き）と自国資本フロー（対外資産の動き）と言い表すこととし、対外負債が増加する場合、ないし対外資産が減少する場合をグロスでの資本の流入超過とする。

新興国への資本フローの波、Surges や Sudden stops と称されるようになった急激かつ突然の資本の奔流入とその急停止、資本フローの変動性、またそれらが Push 要因と Pull 要因どちらにより大きく起因しているのかについて、多くの先行する実証研究が存在する。

Koepke (2018) は、新興国の資本フローに関する研究領域を資本フローの動因 (drivers)、資本フローの国内経済への影響、資本フローに対する政策に整理した上で、資本フローの動因についてサーベイしている。

Broto, Díaz-Cassou, and Erce (2011) や Pagliari and Hannan (2017) は、GARCH ないし ARIMA モデルを用いて資本フローの変動性を把握し、計測された変動性が Push 要因と Pull 要因どちらに起因しているか検討している。Pagliari and Hannan (2017) によると、中国を除く新興市場・発展途上国へのグロスの資本フローの変動性は、GFC 時に大きく高まった後、2010 年には金融危機前の水準まで沈静化したが、2013 年の米国金融政策のテーパー・タントラムで再び高まりをみせた。また、新興市場・発展途上国へのグロス資本フローのタイプ別の変動性では、直接投資に比べて、ポートフォリオ投資の変動性は約 2 倍、その他投資は約 4 倍、高いとしている。

Fratzscher (2012)、Li, Haan, and Scholtens (2018)、Cerutti, Claessen, and Puya (2019)、Kaminsky, Medina, and Wang (2020)、Davis, Valente, and Wincoop (2021) は、各国の資本フローの変動を現実データからは直接的には観察されない複数のショック（ファクター）で決まると想定し、このファクターを統計的手法を用いて抽出することによって、資本フローの動因を分析してい

る。ファクターとしては、世界共通、地域共通、新興市場共通などが前提されている。

このうち、Cerutti, Claessen, and Puya (2019) は、各国の資本フローの変動が共通ファクターによってどの程度説明されるかを分散分解で検討している。株式、債券、銀行ローンの三つのタイプすべてで新興国共通のファクターの影響度が高いのはブラジル、トルコ、南アフリカで、東南アジアについては、インドネシアは債券で、フィリピンは株式で新興国共通のファクターの影響度が高く計測されている。

Sarno and Taylor (1999) は、新興市場・発展途上国への資本フローの持続性という観点から、カルマンフィルタを用いて状態空間モデルを推定し、資本フローのカテゴリーごとに、フローの持続的な要素と一時的、ホットマネー的な要素を識別している。アジアと中南米の新興国 18 カ国について 1988 年から 1997 年を分析対象としているが、証券投資のエクイティと債券及び公的資金はパーマネントな要素が相対的に低く、逆に直接投資はほぼパーマネントな要素からなっているとしている。また、銀行ローンで一時的、ホットマネー的な要素が高まったとしている。

2 外国資本フローの急激な変動：Surges と Sudden stops

2-1 Surges と Sudden stops の検証

Calvo, Izquierdo, and Mejia (2004) や Forbes and Warnock (2012, 2021) に従って、資本フローの Surges と Sudden stops を検証する⁶。資本流入額の前年同期差が、統計的に著しく過去 5 年間の平均を上回っている、ないし下回っている、より具体的には、外国資本フローの前年差（4 四半期の累計の前年差）について、その過去 5 年間の平均からプラスに 2 標準偏差を超えて乖離している場合を Surges、マイナスに 2 標準偏差を超えて乖離している場合を Stops と定義する。その上で、Surges や Stops の発生初期や継続期間も含めるために、2 標準偏差を超える期間の前後で 1 標準偏差を超えて平均から乖離している期間も Surges や Stops の期間に含める。

分析の期間は、アジア危機も参照するため 1997 年第 1 四半期以降としているが、主たる関心は 2000 年以降である。今回の分析は、2021 年第 4 四半期まで含んでいるため、2020 年からのコロナ危機が新興国の資本フローに与えた影響も把握することが可能である。対象国は付表 1 に掲げた 15 カ国である。

外国資本のうち直接投資は次節で詳しく検討するため、本節で対象とする資本のタイプは証券投資とその他投資で、Ghosh, Ostry, and Qureshi (2018) に従って、その他投資に含まれる一般政府は除外している。

図 4 は Stops の判定結果を 15 カ国全体と個別の 9 カ国についてみたものである。濃く塗られ

た部分が資本フローの前年差がその平均から2標準偏差を超えて落ち込んだ時期、淡く塗られた部分が1標準偏差を超えて下回った時期である。

15カ国への外国資本フロー(15カ国のフロー額の合計)をみると、アジア金融危機時の1997年第4四半期～1999年第2四半期はStopsが起こっていたことが確認できる。2000年以降でStopsと判定された時期は2008年第2四半期～2009年第3四半期のGFC時と2015年第3四半期～2016年第2四半期のみで、コロナ危機ではStopsの発生は確認されなかった。

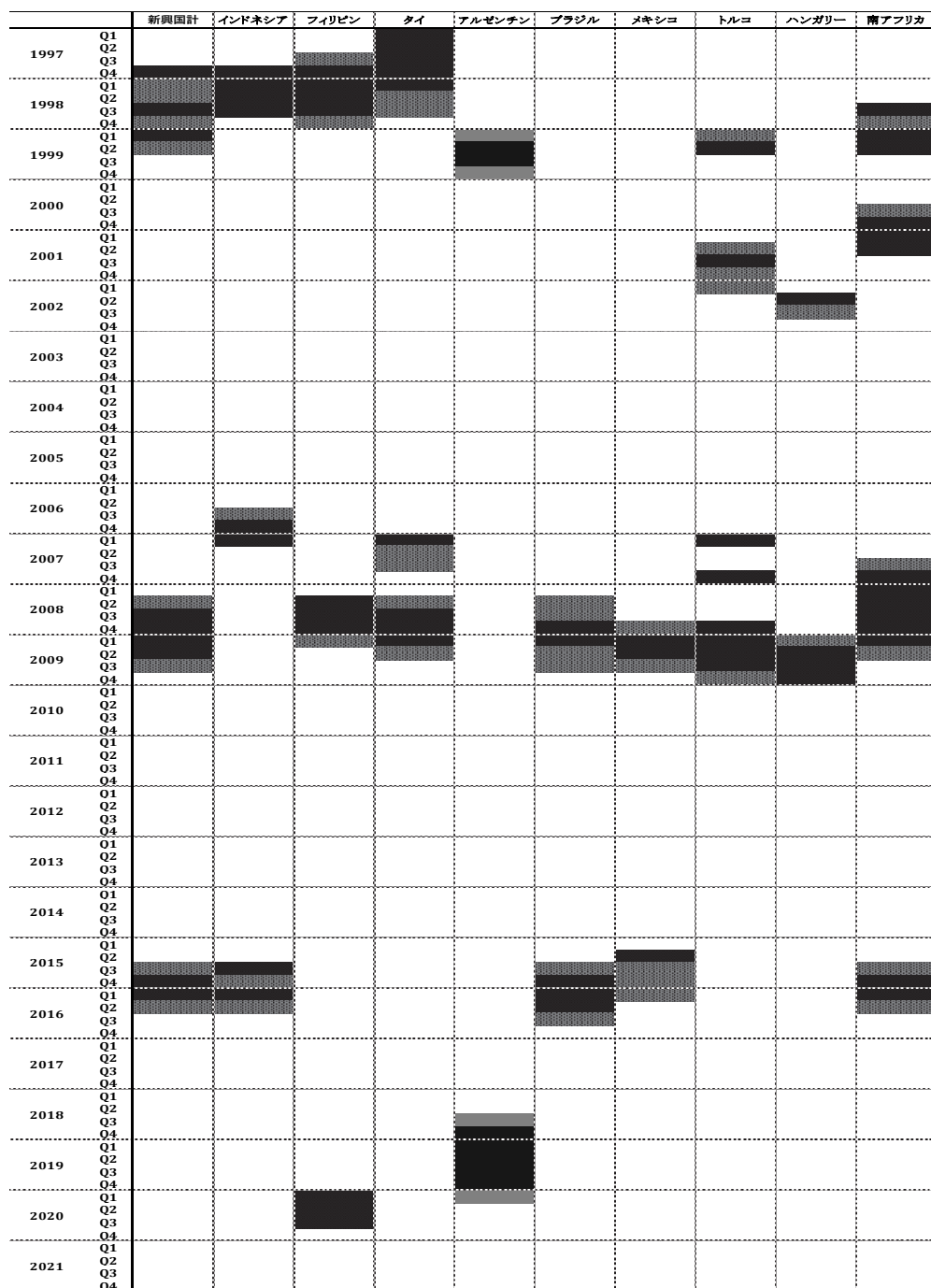
個別に9カ国の結果をみると、GFC時はインドネシアとアルゼンチンを除いてStopsが確認される。2015-16年ではインドネシア、ブラジル、メキシコ、南アフリカでStopsが起こったが、フィリピン、タイ、アルゼンチン、トルコ、ハンガリーでは確認されない。

付図1、2は、エクイティとデットそれぞれについてSudden stopsを判定した結果であるが、インドネシアでは2015、16年のデット、2018年のエクイティで急激な流入の停止が判定された。2015、16年のデットについては、2016年第3四半期に大きな流出超となっており、また、エクイティで2017年第3四半期から2018年第2四半期に大きな流出超が確認される。濱田(2019)は、2013年から2018年におけるインドネシアからの資本流出について丁寧に分析している。2013年のテーパー・タントラム時には、為替レートの決定や国債の利回りを市場に委ねたことで、投資資金の流出が抑制された、とされる。しかし、2015年になると、米国のテーパリングやチャイナショックで人民元が切り下げられる中で、ルピア安が進んだ。2018年は米国の金利引き上げで経常収支赤字国であるインドネシアではルピア安が進む中で、短期政府債券や株式に流入していた外国資本の著しい流出が生じた。

エクイティについては、2013年-14年にかけても、インドネシアとフィリピンでStopsが確認される。また、2020-21年では、フィリピンに加えて、エクイティでブラジルとトルコ、エクイティとデットで南アフリカへの外国資本流入が急停止したことが分かる。

図5は、Surgesの判定結果である。15カ国全体としてSurgesが確認されるのは、2007年とGFC後の非伝統的金融政策のもとで新興国への資本フローが急回復した2010年である。また、2021年もブラジルやメキシコを中心としてSurgesが起こったと判定された。

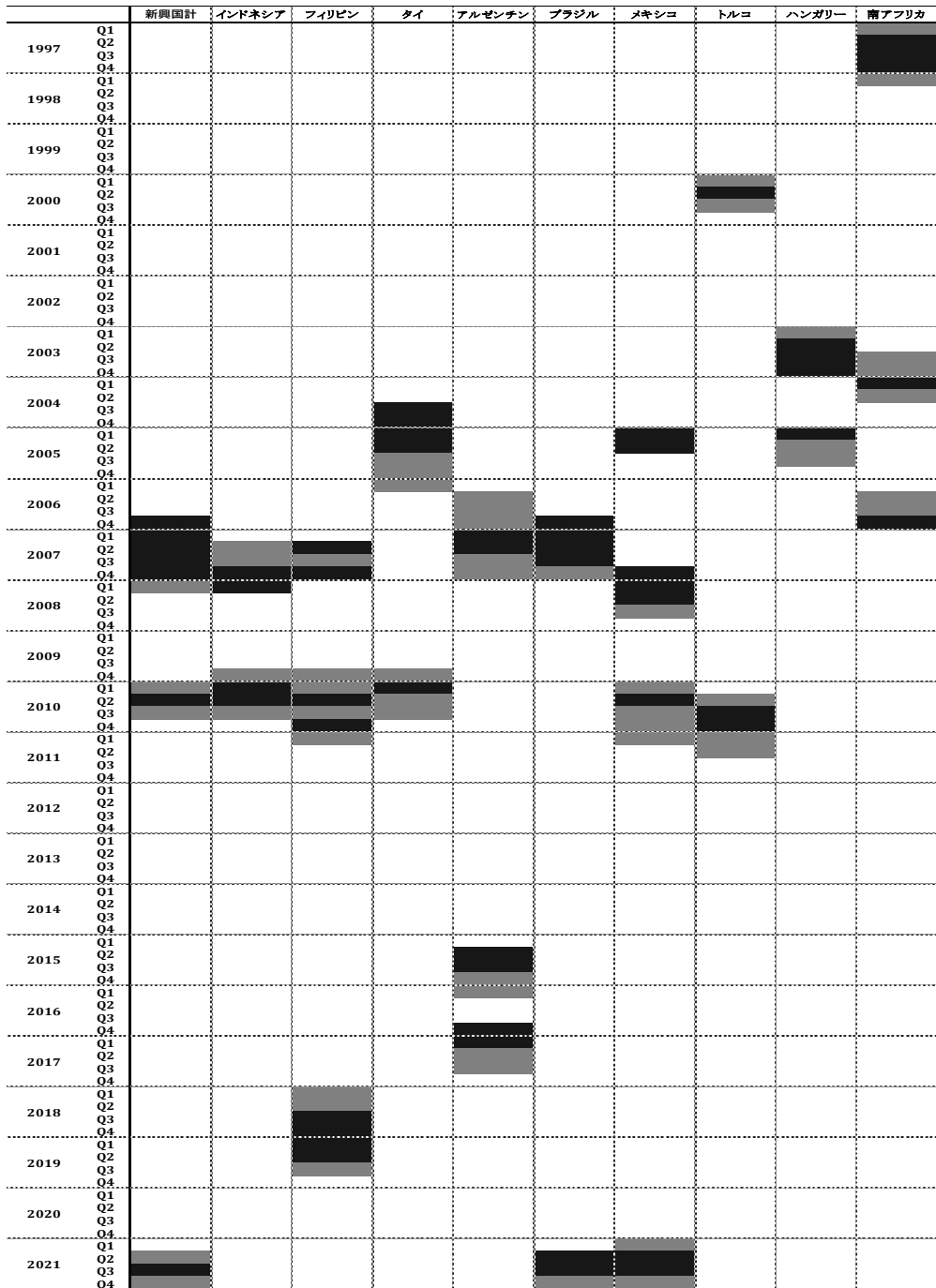
図4 Sudden Stops の判定結果



注：濃い灰色は資本フロー前年差が2標準偏差を超えて平均を下回った期。薄い灰色は前年差が1標準偏差超2標準偏差以下で平均を下回った期。

新興国計の内訳は付表参照。

図5 Surgesの判定結果



注：濃い灰色は資本フロー前年差が2標準偏差を超えて平均を上回った期。薄い灰色は前年差が1標準偏差超2標準偏差以下で平均を上回った期。

新興国計の内訳は付表参照。

2-2 外国資本の流出

ところで、Sudden Stops は資本フローの急激かつ大幅な縮小であり、資本フローが純流出に転じること（フローがマイナスとなること）は必ずしも意味していない。たとえば、Surges が起こって大規模な資本流入を経験した前年から、今年は Stops が生じて流入がほぼゼロとなり、さらに翌年には資本フローが大きなマイナスへ転じ、Stops が2年間続いたとする。標準偏差を利用して Stops を統計的に判定する上では、1年目と2年目の Stops の違い、外国資本フローがマイナスで流出超となっているかどうかについては、特別の注意は払っていない。しかし、外国資本フローがマイナスとなる状態は、国際収支表では金融収支の対外負債がマイナスと記録される場合に対応し、対外負債を（“選択の余地のない”場合も含めて）返済している状況である。急激な外国資本の流出は、アジア金融危機時に典型的で、流入していた短期資金がロールオーバーされずに、短期間のうちに一気に流出する事態が生じた。Calvo, Izquierdo, and Loo-Kung (2006) は、Sudden stops の発端 (origins) は資本市場におけるシステミックなショックであるが、大規模な資本フローの逆転を伴った (“with large capital flow reversals”)、全面的 (full-fledged) な Sudden stops を経験するかは、こうした対外的なショックに対する国内要因の脆弱性にかかっている、という示唆に富んだ指摘をしている⁷。

Sudden stops の中で、外国資本が流出超となっているか観察するため、表1は、資本フローの前年差（上段）と水準（中段）、及び前年まで3年間のフローの累積額（下段）を各年のGDP比でみている。ここでも、外国資本フローは証券投資と一般政府を除くその他投資に限定している。3年間の累積額は、急激な資本流入が生じたことで、流出する可能性のある外国資本がどの程度の規模となっているかを判断する材料と考える。

この表において、まず指摘しなければならないのは、1997-98年のタイである。1997年の資本フローは前年と比べてGDP比で14.1%減少したが、資本流出の大きさでは1998年のGDP比12.8%が1997年の同3.8%を大きく上回っている。また、1994年から1996年の累積流入額はGDP比34.7%に達していた。Sudden stops やそれに先立つ Surges について、1997-98年のタイで観察されたような極端に大きな値は、2000年以降は検討した9カ国では生じていない。

2008年では、9カ国全てでフローの前年差はマイナスとなっているが、外国資本の純流出が生じたのは、東南アジアのマレーシア、フィリピン、タイと南アフリカであり、中南米3カ国への資本フローは前年に比べ減少したもののプラスが維持された。また、2007年まで3年間の累積額は、南アフリカではGDP比19.6%に達していたが、東南アジア4カ国と中南米3カ国では、タイを除いて一桁台にとどまっていた。GFC前の数年間において、逃げ足の速い証券投資やその他投資での資本流入が急増していなかったことが、GFC時のSudden stops がfull-fledgedなものとならなかった要因の一つと考えられる。

2020年のコロナ危機では、エクイティとデットいずれかで **Stops** が観察されたのは、フィリピン（エクイティとデット）、ブラジル（エクイティ）、トルコ（エクイティ）、南アフリカ（デット）であった（付図1、2）。南アフリカについては、外国資本の流出額はGDP比4.0%、また前年までの累積額もGDP比13.8%と、比較的高いものとなっていた。Makrelov, Davies, and Harris (2021)によると、南アフリカはコロナ危機で大規模な資本流出、通貨ランドの大幅な減価と債券利回りの上昇を経験し、非居住者による政府債券の保有割合は12%ポイント低下した。こうした経験に基づいて、Makrelov, Davies, and Harris (2021) は資本フローの逆転が金融セクターを介して国内経済に波及するメカニズムをモデル分析している。

表1 年データで観察した資本フロー（GDP比、%）

	1997	1998	2001	2007	2008	2009	2010	2013	2015	2018	2020	単純平均 1996-2021
インドネシア	-3.0	-5.2	-1.3	3.0	-0.7	1.3	0.6	-1.0	-1.6	-0.2	-2.4	-0.1
	-0.7	-6.7	-3.7	2.6	1.4	2.7	2.6	1.7	2.2	2.6	0.5	0.7
	[5.6]	[9.2]	[-10.6]	[1.2]	[2.5]	[3.1]	[4.7]	[6.2]	[7.1]	[5.5]	[8.0]	[2.5]
マレーシア	1.1	-2.1	0.6	6.1	-16.4	15.9	6.6	-1.2	-5.7	-0.6	-2.7	0.3
	1.9	0.5	-1.5	6.6	-10.9	3.5	9.5	6.9	-3.7	0.5	-1.0	1.8
	[0.1]	[7.0]	[-2.6]	[4.6]	[4.2]	[-5.6]	[-2.1]	[23.6]	[5.8]	[-1.4]	[3.4]	[4.7]
フィリピン	-6.7	-9.0	0.7	3.5	-6.1	2.6	6.1	-2.0	-0.6	2.1	0.2	-0.2
	6.1	-1.3	0.7	3.7	-2.9	-0.4	5.8	0.7	-0.8	1.9	1.8	1.6
	[24.5]	[31.4]	[4.7]	[1.4]	[4.9]	[0.6]	[-0.0]	[8.5]	[-0.3]	[-1.4]	[3.3]	[5.8]
タイ	-14.1	-7.8	2.8	-0.4	-7.2	6.7	4.4	-4.2	-3.8	-3.8	1.2	-0.4
	-3.8	-12.8	-7.1	4.3	-3.3	3.2	7.1	1.7	-3.6	-0.1	1.3	-0.4
	[34.7]	[29.2]	[-33.5]	[8.3]	[11.3]	[5.0]	[3.2]	[12.6]	[-1.5]	[1.0]	[3.7]	[1.7]
アルゼンチン	1.8	-2.1	-2.7	5.4	-3.6	-1.1	1.5	0.2	2.0	-2.7	-2.2	-0.3
	6.3	4.0	-2.3	5.0	0.4	-0.6	1.0	-0.2	1.8	6.5	-2.3	0.3
	[12.7]	[14.2]	[3.3]	[-7.7]	[1.8]	[4.5]	[3.3]	[2.0]	[1.6]	[17.3]	[21.0]	[3.3]
ブラジル	-1.9	1.0	3.3	3.4	-4.2	3.2	1.9	0.7	-3.9	0.4	-1.5	0.0
	1.0	2.0	1.8	5.8	0.5	3.7	4.7	2.3	1.2	-0.4	-1.5	1.2
	[11.7]	[7.2]	[0.4]	[0.7]	[5.9]	[7.4]	[6.9]	[8.8]	[9.5]	[-0.7]	[-1.6]	[4.3]
メキシコ	-1.9	0.8	0.7	2.0	-1.1	0.9	3.2	-1.1	-2.9	-0.3	-1.1	0.0
	0.0	0.9	0.4	2.0	0.7	1.8	4.7	3.9	1.6	1.3	0.1	1.5
	[4.5]	[2.4]	[1.4]	[0.3]	[2.0]	[3.1]	[4.3]	[12.0]	[11.2]	[5.3]	[4.5]	[4.7]
トルコ	0.9	-2.6	-9.4	-0.8	-1.7	-4.5	7.4	-0.5	-3.1	-5.7	-0.9	0.1
	3.9	1.1	-1.9	5.6	3.3	-0.7	6.8	5.7	1.5	-0.8	0.6	3.3
	[4.1]	[9.2]	[14.1]	[14.6]	[15.1]	[16.5]	[7.6]	[15.4]	[12.2]	[8.5]	[6.0]	[9.4]
南アフリカ	4.4	-0.7	-4.4	-2.4	-7.6	4.0	1.1	-3.0	-3.4	-2.3	-5.3	-0.5
	7.6	7.7	-2.1	6.5	-0.7	3.4	3.7	4.7	4.5	4.1	-4.0	3.4
	[8.5]	[15.9]	[20.3]	[15.0]	[19.6]	[14.9]	[7.3]	[16.8]	[19.3]	[12.6]	[13.8]	[12.3]

注：資本フローは外国資本の純流入額で、証券投資（エクイティとデット）と一般政府を除くその他投資の合計額。

上段は資本フローの前年差、中段のイタリックの数値は資本フローの水準、下段の [] 内の数値は前年まで3年間の累積額。3変数とも各年のGDPに対する比率。

データ出所：IMF, Balance of Payments Statistics.

3 直接投資の変容：安定性への含意

3-1 直接投資の Sudden stops

直接投資は、長期的な視点に立って意思決定されるため、安定的なフローであるとみなされてきた。Sarno and Taylor (1999) は、資本フローと物的資本自体の反転可能性 (reversibility) の違いについて論じている。サンクコストの要素が強い物的資本は反転が困難であるが、それが資金のフローも反転が困難であることは意味しない。投資が一回限りのものであれば、直接投資のフローは一時的である。しかしながら、直接投資は経済のファンダメンタルズに基づいて意思決定されるため、群衆行動など市場の非効率性に影響されている証券投資よりはパーマネントな資本フローと考えられる。また、Levchenko and Mauro (2007) は、他の資本フローと比べて、直接投資の変動性が最も小さいことを実証的に示している。

しかし、こうした直接投資の理解と国際収支統計でデータとして記録される直接投資との間には少なからぬ乖離が存在する。そして、後述するように、Blanchard and Acalin (2016)、Caballero, Panizza, and Powell (2016)、小西 (2017) の議論は、直接投資が安定的な資本フローであるという従来の理解に見直しを迫るものである。

まずは前節と同様に、国際収支表のデータに基づいて直接投資の Sudden stops を検討する⁸。直接投資は、Equity and investment fund shares (以下では、エクイティ) と Debt instruments (以下では、デット) に区分されており、前者には収益の再投資が含まれている⁹。また、後者のデットは、預金、ローン、債務性証券 (debt securities) などである。そして、例えば、米国の親会社からフィリピンの子会社への資金フローは、フィリピンの国際収支表の負債サイド(外国資本フロー、対内直接投資)に、フィリピンの子会社からアメリカの親会社への資金フロー(逆投資)はフィリピンの国際収支表の資産サイド(自国資本フロー、対外直接投資)に計上されるため、グロスで対内直接投資を検討すると、統計の性格上、子会社から親会社への逆投資は分析に含まれないことになる。

前節と同様の手法で、対内直接投資フローをエクイティとデットに分けて、大幅な流入の停止ないし流出が起こった時期を検証したのが図6、7である。

対象とした新興国 8 カ国全体として、エクイティでは 2000 年-01 年、2008-10 年、2021 年に、デットについては 1997-98 年、1999-2000 年、2002-03 年、2009-10 年、そして 2019-20 年と 2021 年に、Stops が確認された。国ごとにみると、デットでは 2015-17 年の期間も Stops と判定されたケースが少なからず存在する。エクイティで Stops が確認された 2000-02 年は、米国でドットコム・バブルが崩壊した時期である。2009 年は、エクイティとデットともに Stops が生じているが、前節で観察した証券投資とその他投資での Stops の発生から若干のラグが存

図6 直接投資・エクイティの Sudden Stops の測定結果

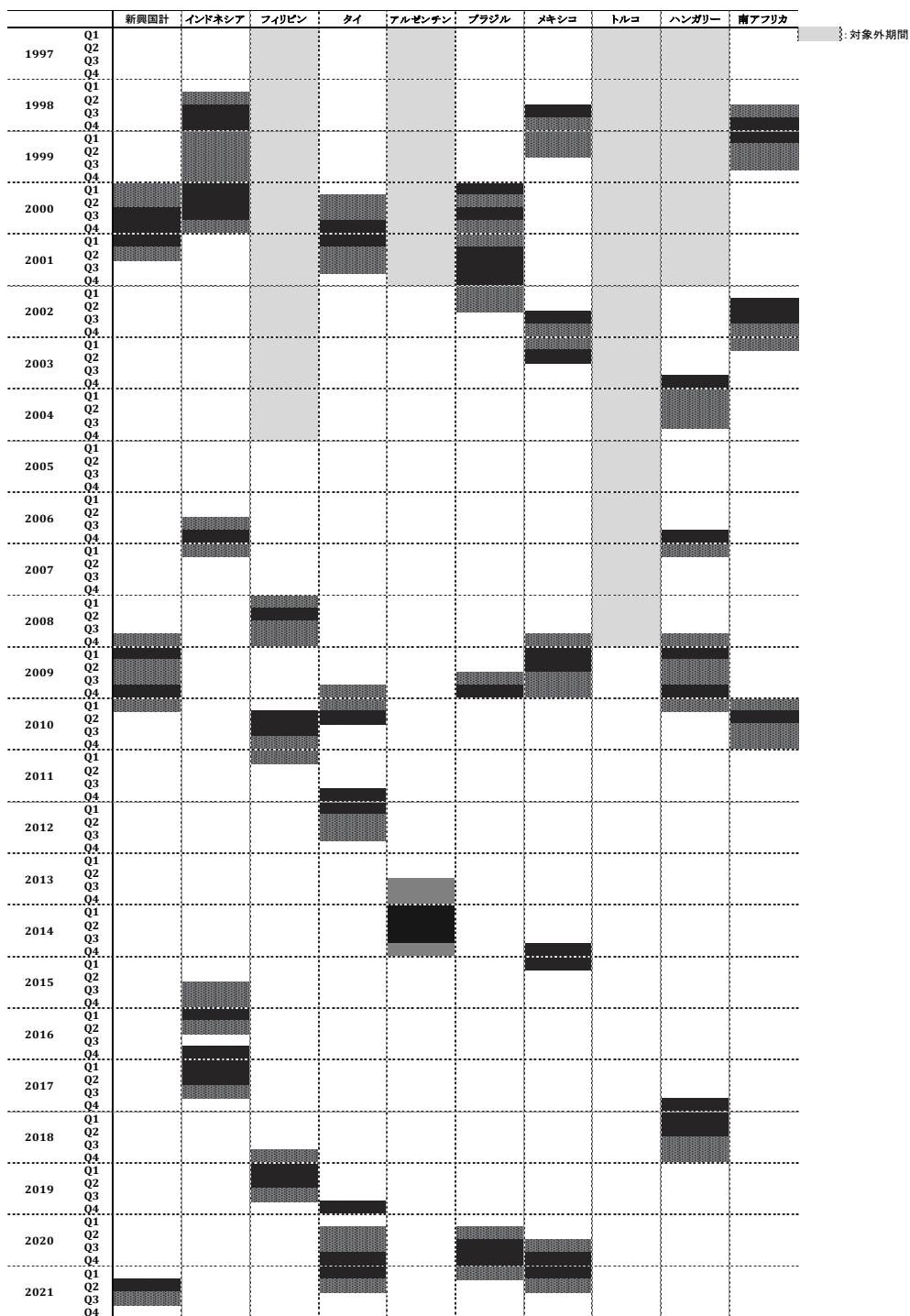
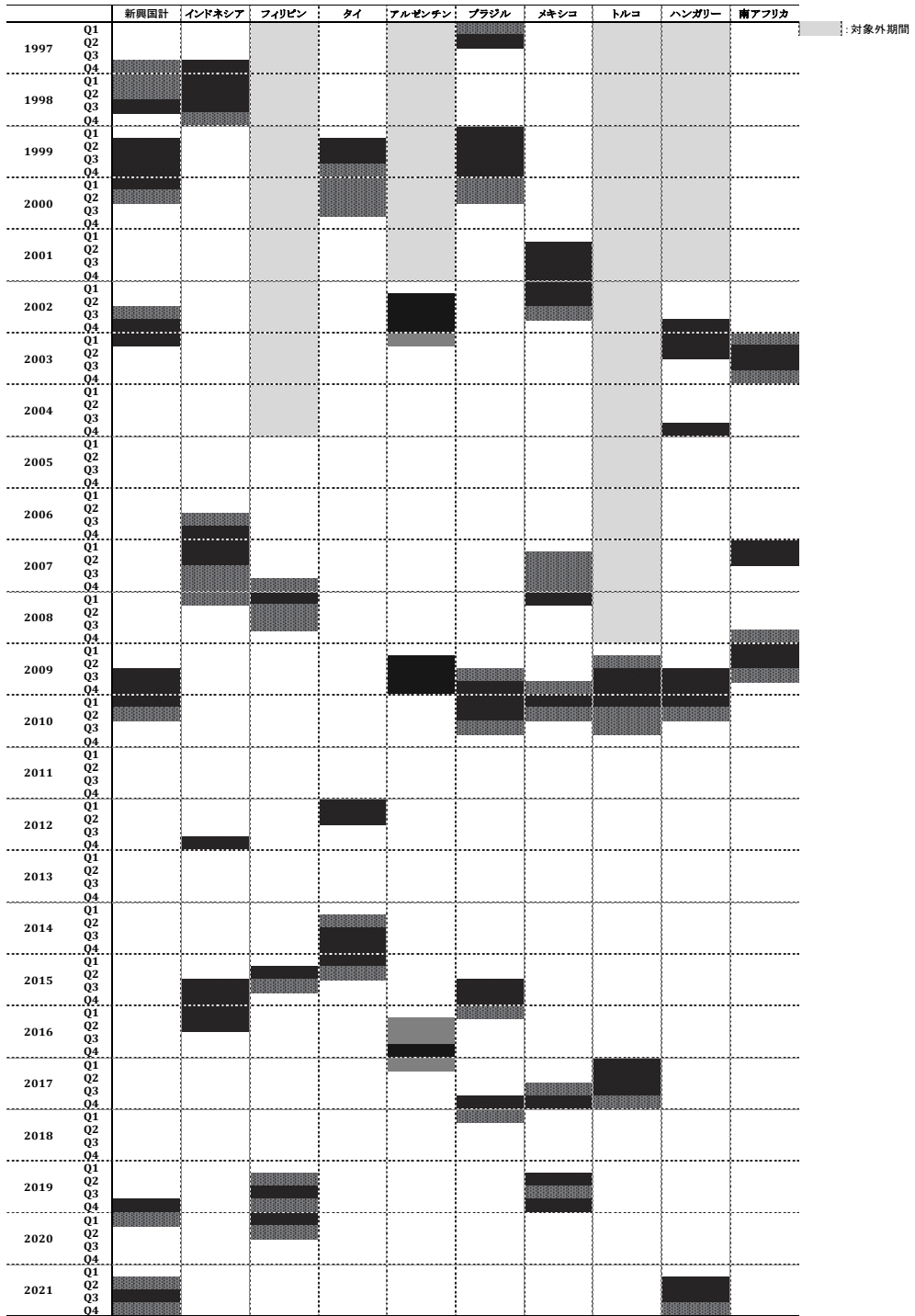


図7 直接投資・デットの Sudden Stops の測定結果



注：図4に同じ。

在するように見られる。

Sudden stops の有無によって資本フローの安定性を判断すると、証券投資やその他投資と比べて、直接投資が安定的な資本フローであると主張することに疑問が生じる。また、証券投資やその他投資と同様に、Sudden stops の発生が特定の時期（典型的には GFC 後）に集中して起こっていることも指摘できる。ただ、こうした Sudden stops が資本の流出超にまで至った full-fledged なものか、あるいは流入額が大幅に減少する段階でとどまったのかは、検討する意味がある。

インドネシア、フィリピン、マレーシア 3 カ国について、フローの前年差ではなく、フロー（GDP 比）をエクイティとデットに分けて検討してみる（図 8）。これより、以下の点が指摘できる。

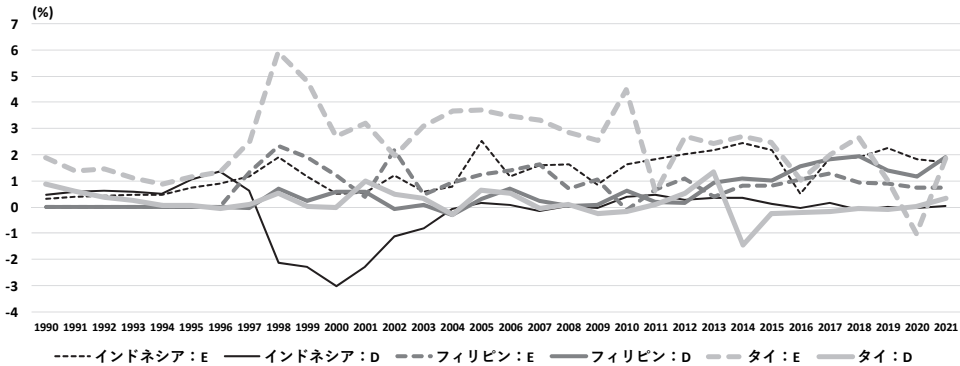
エクイティ（破線）は、年々の変動は大きいですが、資本流入がマイナスとなることはほとんどない。これに対して、デットでは流入がマイナスとなっている年が少なからずある。インドネシアの 1998 年-2002 年やタイの 2014 年では、GDP 比で 1%を超えるデットでの資本流出が起こった。

アジア金融危機以降、インドネシアとタイでは、エクイティ・タイプの直接投資の比較的安定した流入が継続した。2000-21 年では、各年のエクイティ流入額（GDP 比）の単純平均はインドネシアで 1.5%、タイで 2.4%である。一方で、デット流入額の単純平均はインドネシア -0.2%、タイ 0.1%であり、エクイティ・タイプとは異なり、デット・タイプの直接投資は時間とともに累積していく形にはなっていない。

フィリピンについては、様相が大きく異なり、デットでの流入額がエクイティの流入額にほぼ匹敵する規模となっている。2000 年からの単純平均は、エクイティ 0.9%、デット 0.7%である。さらに 2016 年以降では、エクイティ・タイプの流入額が 0.9%、デット・タイプが 1.6%と、デットが対内直接投資の中心を占めるようになっている。

インドネシア、タイとフィリピンとの違いにどのような背景があるのか、それが直接投資全体の安定性にどのような含意を持つのか、今後の研究課題である。違いの背景については、産業構造や投資国が影響している可能性はある¹⁰。あるいは、Caballero, Panizza, and Powell (2016) で議論されているように、フィリピン企業が海外の自社金融拠点から資金調達しているケースも考えられる。この場合、国際収支表では対内直接投資の逆投資として計上される。統計を確認すると、デット・タイプの対内直接投資に占める逆投資の比率は 2019 年で 16.5%であり、無視できない数字ではあるが、フィリピン企業の海外での資金調達行動によってデット・タイプ全体の動きを十分に説明できるとは考え難い¹¹。

図8 エクイティ、デット別にみた対内直接投資（GDP比）



データ出所：IMF, Balance of Payments Statistics.

3-2 直接投資の安定性？

直接投資での資本フローの安定性について、Blanchard and Acalin (2016) は、三つの事実が、そうした見方に反している、としている。第一に、資本の流入と流出に高い相関があること、第二に、新興国への対内直接投資が米政策金利と負の相関をしていること、第三に、米政策金利の低下が新興国からの対外直接投資を増加させること。これらの事実から、多くの国で直接投資として流入した資本が最終的な投資先に流出していること、そして直接投資のフローが債務性ポートフォリオ投資にはるかに近い性格の資金であること、を結論している。

小西 (2017) は、グローバル・キャッシュマネジメント・システムが多国籍企業によって積極的に導入されたことで、従来の親会社による子会社株式への投資に加えて、子会社から親会社への逆投資、グループ内での双方向的・短期的な資本移動など、直接投資の形態自体が大きく変化したことを、主に米国多国籍企業を対象として明らかにしている。逆投資については、親会社自身の海外金融資本市場での資金調達を代替している場合があり、直接投資というよりは証券投資やその他投資の性格が色濃い場合がある、としている¹²。また、オランダが税制上のメリットなどから多国籍企業のグループ内金融仲介拠点となっていることを指摘している。

IMF は特別目的事業体 (SPEs, Special Purpose Entities) を通じた直接投資の資本フローに関心を寄せて、26 カ国について SPEs の統計の公表を始めている (Goksu, Bikoi, and Gobin. 2022)¹³。このデータによると、オランダの対外直接投資残高の 40.7%、対内直接投資残高の 42.4% が、さらに直接投資のうちデット・タイプに限ると、対外投資残高の 47.5%、対内投資残高の 44.5% が、それぞれ SPEs が関与した投資となっている。また、SPEs が関連する残高の 2015 年から 2020 年にかけての変化を観察すると、2017 年まで増加した後、その後は減少トレンドを描いている。とくに 2020 年には大きく落ち込んでいる。これを資産サイドでみてみると、

SPEs が関連する対外直接投資残高は、2015 年末から 2017 年末には年率 9.7%で拡大したが、2017 年末から 2020 年末では年率 12.7%で縮小している（表 2 参照）。

後述するように、インドネシアやフィリピンの直接投資では、オランダが主要な投資国の一つとなっており、こうした SPEs によるグローバルな資金管理という文脈の中で、インドネシアやフィリピンの直接投資フローが変動している面があることは間違いないであろう。

小西 (2017) では、「アメリカ系多国籍企業の支配下にあるオランダの SFIs は、グループ内のヨーロッパ子会社向けに資金仲介を行っているのであり、アジアや南米などの子会社は対象外」と指摘されている。しかし、インドネシア、フィリピン、ブラジル、メキシコの対内直接投資の投資国別内訳をみると、オランダを投資国とするものが高い割合を占めており、SPEs が関わっていることは、ほぼ間違いないところであろう。

表 2 オランダの対外資産・負債において SPEs 関連が占める割合（2020 年末）

	SPEs 関連の割合	SPEs 関連残高の変化率（年率、%）	
		2015～2017	2017～2020
対外資産	26.3	10.2	-11.7
直接投資	40.7	9.7	-12.7
エクイティ	37.7	10.8	-14.6
デット	47.5	7.4	-6.5
証券投資	1.2	61.9	-20.7
その他投資	5.4	11.6	-14.3
対外負債	29.2	10.4	-12.9
直接投資	42.4	12.1	-15.1
エクイティ	41.8	12.6	-14.1
デット	44.5	10.8	-17.9
証券投資	14.6	0.9	-3.7
その他投資	10.0	4.6	-4.4

データ出所：IMF, Balance of Payments and International Investment Position Statistics.

Caballero, Panizza, and Powell (2016) は新興国の大企業を対象として、Shin (2013) がグローバル流動性の第 2 段階と呼んだ国際銀行貸付の縮小とドル建て国際債市場の拡大について、債券発行で資金調達した企業がその資金をどのように利用しているか検討している¹⁴。2000-14 年の期間について、18 カ国の大企業 766 社について、売上高に対する流動資産の保有比率を被説明変数として、外債の発行、自国通貨建て預金金利と米国での借入金利のスプレッド、資本市場の開放度との関係をチェックしている。ドルとの金利スプレッドが大きく、また資本移動が規制されているほど、外貨での債券発行によって得た資金を流動的な金融資産として保有

する傾向にあることを明らかにしている¹⁵。債券で調達した資金をより流動な金融資産で保有する傾向は、国内債では観察されないことから、資本取引規制が高い国において、海外市場での資金調達とクロスボーダーの企業内資金フローは、資本取引規制を回避する金融仲介的な機能を持っていたと指摘している。そして、こうした企業内の資金フローは国際収支統計上は直接投資として把握されている。

直接投資として統計上は把握されている資金が、実は債務性のポートフォリオ投資に近い性格のものであるとの議論を踏まえて、新興国への対内直接投資について、さらに分析を進める。

まず、ドル金利や国際資本市場の不安定性が新興国への直接投資フローに与える影響をみるために、Blanchard and Acalin (2016) と同様の計測を行った。説明変数は米短期金利 (3 ヶ月物 TB 金利 : R)、米長短金利差 (10 年物国債利回り - 3 ヶ月物 TB 金利、slope)、VIX 指数の 3 変数である。計測期間は、2000 年第 1 四半期から 2021 年第 4 四半期である。Blanchard and Acalin (2016) では、被説明変数の直接投資をエクイティとデットとに区別していないが、ここではデット・タイプの直接投資は証券投資やその他投資との類似性が強いとの仮説に基づいて、エクイティとデットそれぞれについても計測した。

表 3 の計測結果は、国ごとの違いが明らかであるが、インドネシアとフィリピンについては、Blanchard and Acalin (2016) で指摘された点、すなわち、米ドル金利が直接投資のフローに負の効果を持っていること、米ドル金利の低下は両国への資本流入を拡大させると結論付けることができる。また、2010 年代後半に縮小した長短金利差や VIX 指数も高い有意性を持って直接投資のフローに負の効果を持っている。さらに、デットとエクイティを区別してみると、フィリピンでは米ドル金利の統計的に有意なマイナスの影響はデットに限られ、エクイティでは観察されないことも看取できる。

インドネシアやフィリピンの結果とは対照的に、タイへの直接投資フローについては、米国金利とプラスで有意な相関が計測された。エクイティとデットを分けてみると、こうした米国金利の低下が直接投資フローを減少させるという関係はエクイティについて言えることである。

表3 直接投資と主要な Push 要因との相関

	インドネシア	フィリピン	タイ	ブラジル	メキシコ	トルコ	ハンガリー	南アフリカ
対内直接投資								
米短期金利	-1.660 (0.252) ***	-0.344 (0.210)	1.694 (0.396) ***	-0.095 (0.258)	0.160 (0.298)	0.071 (0.212)	-17.253 (10.710)	-0.380 (0.877)
米長短金利差	-1.228 (0.407) ***	-1.091 (0.340) ***	2.447 (0.639) ***	-0.441 (0.417)	0.161 (0.481)	-0.702 (0.342) **	-49.012 (17.298) *	-0.694 (1.417)
VIX 指数	-0.133 (0.045) ***	-0.103 (0.037) ***	-0.066 (0.070)	0.003 (0.046)	0.003 (0.053)	-0.021 (0.038)	3.577 (1.900) *	0.024 (0.156)
自由度調整済決定係数	0.373	0.191	0.169	-0.020	-0.032	0.077	0.072	-0.032
被説明変数平均	3.245	4.177	6.378	8.063	6.923	3.937	40.442	4.439
被説明変数変動係数	1.230	0.702	0.854	0.398	0.532	0.702	3.450	2.441
デット								
米短期金利	-1.025 (0.140) ***	-0.655 (0.129) ***	0.259 (0.206)	-0.205 (0.169)	-0.037 (0.119)	-0.019 (0.033)	-6.003 (4.223)	0.039 (0.211)
米長短金利差	-0.492 (0.227) **	-1.197 (0.209) ***	0.116 (0.333)	-0.158 (0.273)	-0.060 (0.192)	0.073 (0.053)	-16.044 (6.821) **	0.491 (0.342)
VIX 指数	-0.081 (0.025) ***	-0.069 (0.023) ***	-0.010 (0.037)	-0.012 (0.030)	-0.009 (0.021)	-0.007 (0.006)	2.019 (0.749) ***	-0.087 (0.038) **
自由度調整済決定係数	0.441	0.367	-0.011	-0.015	-0.031	0.032	0.080	0.042
被説明変数平均	-0.593	1.822	0.294	1.687	1.642	0.224	10.984	1.649
被説明変数変動係数	-3.975	1.118	8.742	1.247	0.895	1.872	5.032	1.645
エクイティ								
米短期金利	-0.635 (0.175) ***	0.311 (0.174) *	1.435 (0.349) ***	0.110 (0.224)	0.197 (0.279)	0.089 (0.206)	-11.250 (8.642)	-0.419 (0.899)
米長短金利差	-0.736 (0.282) **	0.106 (0.281)	2.331 (0.563) ***	-0.283 (0.362)	0.221 (0.450)	-0.776 (0.333) **	-32.968 (13.958) **	-1.185 (1.452)
VIX 指数	-0.053 (0.031) *	-0.034 (0.031)	-0.056 (0.062)	0.014 (0.040)	0.012 (0.049)	-0.014 (0.037)	1.558 (1.533)	0.111 (0.159)
自由度調整済決定係数	0.142	0.031	0.171	-0.009	-0.029	0.102	0.032	-0.024
被説明変数平均	3.838	2.355	6.084	6.376	5.281	3.713	29.458	2.790
被説明変数変動係数	0.617	0.941	0.790	0.439	0.653	0.735	3.742	3.995

注：下段()内の数値は標準誤差。***：1%有意、**：5%有意。*：10%有意。

米短期金利は、3ヵ月物TB金利、米長短金利差は10年物国債金利-3ヵ月物TB金利。

3-3 デット・タイプ直接投資の特性：CDIS データを利用した考察

国ごとの違いをさらに検討すべく、IMF の Coordinated Investment Survey (CDIS) によって、新興国への直接投資を主な投資国別にみてみた。CDIS は年次でストックのデータである¹⁶。CDIS が国際収支表や国際投資ポジション (International Investment Position) と大きく異なる点は、国際収支表などは資産負債原則 (Asset and Liability Principle) に、CDIS は親子関係原則 (Directional Principle) に基づいて作成されている点である¹⁷。例えば、自国の親会社 A が海外の関連会社 B に対して 100 の出資 (株式資本、エクイティ) と 15 の貸出 (負債性資本、デット) をし、B は A に 25 の預入 (負債性資本、デット) をしたとする。このとき、資産負債原則では自国の対外資産は 115、対外負債は 25、対外純資産は 90、となる。親子関係原則では、対外投資 (Outward) がエクイティで 100、デットで -10、合わせて 90、となる。

表 4 は、インドネシア、フィリピン、タイ、ブラジル、メキシコ 5 カ国について、デット・タイプの対内投資をまとめたものである。

デットとエクイティを合計した総残高に占めるデットの比率は、インドネシアで 14.7% と比較的高いものの、フィリピンでは 2.6% に過ぎない。これは海外の親会社などとのデット・タイプでの資金のやり取りが負債と資産の両建てとなっていて、フィリピン子会社にとって負債から資産を差し引いたネットでは金額が小さくなっていることも一因である。2019 年のデットでの対内直接投資残高をグロスで見ると、負債と資産はそれぞれ 58.9 億ドル、48.6 億ドルであり、負債と資産が両建てとなっていることは明確である¹⁸。

5 カ国の間で、またデットとエクイティの間で、残高のピーク年は異なっており、何らかの共通した規則性を見出すことは困難である。インドネシアとブラジルでは、エクイティのピーク年がデットのピーク年に先行している。デットでは、5 カ国とも 2018 年までに期間中のピーク年を迎えている。とくに、フィリピンとタイでは、エクイティは 2020 年に至っても残高が増加となっている一方、デットでは 2010 年代前半にピークを迎えている (付図 3 参照)。

2019 年の主な投資国をみると、インドネシア、フィリピン、タイは、シンガポールのプレゼンスが大きい。また、インドネシアとフィリピンについてはオランダのプレゼンスも大きくなっている。中南米のブラジルとメキシコでは、共通して、オランダ次いで米国が最大の投資国となっている。

表4 デット・タイプの内直接投資残高

	残高ピーク年		デットの比率 (2019年末)	デットの主な投資国 (2019年末)
	デット	エクイティ		
インドネシア	2018	2016	14.7	シンガポール (31.5%)、日本 (14.1%)、オランダ (11.7%)
フィリピン	2011	2020	2.6	スイス (83.8%)、シンガポール (27.6%)、オランダ (25.3%)
タイ	2013	2020	7.2	シンガポール (18.5%)、日本 (15.0%)、米国 (9.0%)
ブラジル	2017	2012	12.6	オランダ (22.4%)、米国 (12.6%)、ルクセンブルグ (12.6%)
メキシコ	2018	2019	14.3	オランダ (25.9%)、米国 (22.5%)、スペイン (7.5%)

データ出所：IMF, Coordinated Direct Investment Survey.

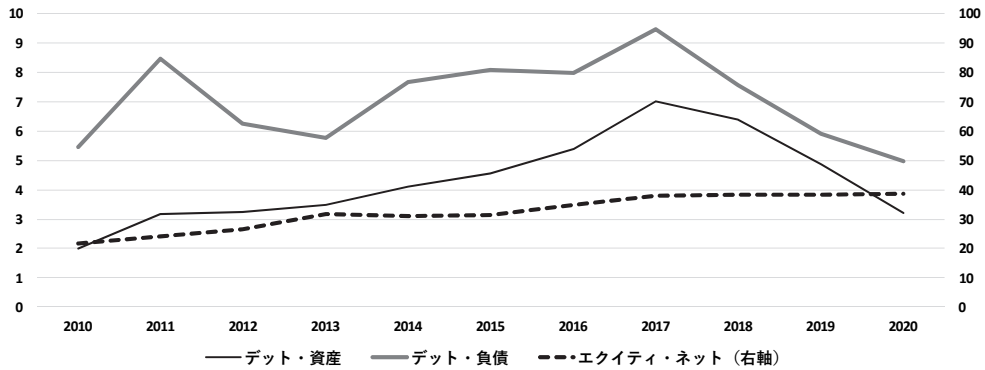
最後に、CDISによって、フィリピンの対内 (inward) 直接投資残高と米国の対外 (outward) 直接投資残高の動きをデットのグロス (資産と負債) とエクイティのネットについて観察してみる (図9、10)。フィリピン対内直接投資のデットは、負債、資産ともに2017年をピークとして、米国の金融政策が本格的に正常化した2018年以降は縮小している。また、米国対外直接投資では、デットの資産は2018年をピークに減少に転じている。フィリピン、米国ともにエクイティについては、デットにみられるような明確なトレンドの変化を見て取ることはできない。

ここでの仮説は、米国の金融政策の正常化にともなう米ドル金利の上昇を背景として、多国籍企業内のデットによる資金フローは、米国から流出していた資金が還流する、あるいは新たに米国に流出する、というものである。デット・タイプの動きをみると、2018年以降の米国対外投資の資産と負債や、フィリピンの対内投資の負債に観察される変化は、こうした仮説と整合的である。ただし、フィリピンの対内投資では、デット・タイプの資産も2018年から減少しており、これには別の説明が必要である。

まとめると、直接投資でもエクイティとデットでは変動の要因は異なっていること、対内直接投資のデットでは2017-18年にトレンドの変化があったこと、デットの動きは時々金融情勢がより強く影響していること、が示唆されたと考えられる。

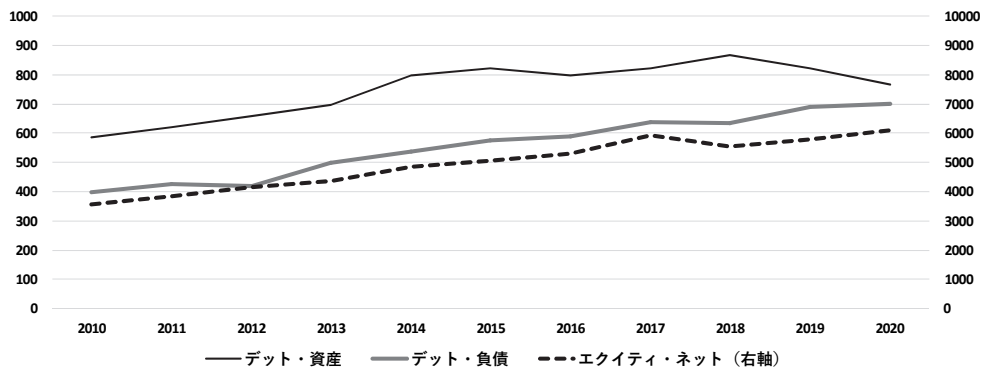
また、フィリピンでは、デット・タイプの直接投資は、資産と負債が両建てとなっていることが顕著であった。これは、CDISでデット・タイプの資本フローを観察するときにはグロスでみるのが肝要であることを意味している。また、国際収支表でグロスの動きで資本フローを観察するときは、例えば、フィリピンの子会社から海外への親会社への資金フローを見落としていることを認識しておく必要がある。

図9 フィリピンの対内直接投資（CDIS ベース、10 億ドル）



データ出所：IMF, Coordinated Direct Investment Survey.

図10 米国の対外直接投資（CDIS ベース、10 億ドル）



データ出所：IMF, Coordinated Direct Investment Survey.

4 結びに代えて

本稿は、新興国への資本フローについて、最近の研究動向をサーベイした上で、2021 年を含む期間で Surges と Sudden stops を検証した。また、従来は安定的な資本フローと考えられてきた直接投資について、企業グループ内の資金融通が統計上は直接投資として把握されていることの問題を指摘した上で、エクイティとデットを区別して、フローの安定性や Push 要因との相関について実証分析した。またフィリピンのデータを使って、直接投資の中でもデット・タイプのクロスボーダーの資金の流れを詳しく検討した。

Sudden stops の事例は、GFC 時は対象としたほとんどの新興国で、また 2015 年にも多くの新興国で、確認された。2020-21 年のコロナ危機時に Sudden stops が認められた事例は限られ

ていた。Sudden stops として確認されたとき、それが大規模な資本フローの逆転を伴った (“with large capital flow reversals”)、全面的 (full-fledged) なものであるかを検討することが重要である。

直接投資については、多国籍企業内のグローバルな資金管理に関連するとみられるデットでの直接投資フローについて、米金利や VIX の有意な影響を見いだした。デットでの直接投資が直接投資全体に占める比率は高くはないものの、グローバルな金融環境がこうした資金のフローに与える影響は引き続き注目して分析する必要あろう。また、エクイティでの直接投資に関しても、子会社の利益を親会社に移転するか、あるいは内部留保するか (国際収支上は直接投資・エクイティの中の収益の再投資に計上される) 意思決定的は、投資先での投資機会や代替的な資金調達手段、そして国際的な法人課税制度など、様々な要因を考慮する必要がある。統計データの整備が進んできたもとの、収益の再投資がそれ以外のエクイティ・タイプの直接投資とどの程度異なった変動をしているか、分析してみる価値はあろう。

コロナ危機後の需要急回復と供給制約を背景としてインフレが急進し、米欧の金融政策が本格的な金融引き締めへ転じざるを得なくなったことは、新興国への資本フローの外部環境がはっきりと転機を迎えたことを意味する。今後の展開について、1980 年代前半の世界情勢を想起せざるを得ない状況である。高阪 (2009) は、「東アジアは他地域に比べて貿易・直接投資を通じてより広く深くグローバル経済にリンクしており、企業部門がグローバル経済の縮小から受ける負の影響は想像以上に大きい」、と先見的で洞察力のある指摘をしている。また、アジア金融危機の反省から、各国政府は自国通貨建て債で財政赤字をファイナンスする先進国型の金融資本市場を育成してきた。直接投資を通じたグローバル金融資本市場とのリンケージ、米ドル金利の本格的な上昇が自国通貨建て債券市場に与えるインパクトなど、今後の重要な研究テーマである。

付記：本稿は、平成 31 年度専修大学長期 (国内) 研究員の研究成果の一部である。

参考文献

- 高阪章 (2009) 「縮むグローバル金融と東アジア新興市場」『アジア研ワールド・トレンド』 166 (2009年7月) 日本貿易振興会・アジア経済研究所。
- 高阪章 (2020) 『グローバル経済統合と地域集積：循環、成長、格差のメカニズム』 日本経済新聞社。
- 小西宏美 (2017) 『グローバル資金管理と直接投資』 日本経済評論社。
- 濱田美紀 (2019) 「国際資本移動とインドネシア経済の脆弱性」財務省財務総合政策研究所『ファイナンシャル・レビュー』平成31年第2号(通巻137号)(2019年3月):91-109。
- Agosin, Manuel R., Juan D. Díaz, and Mohit Karnani. 2019. "Sudden stops of capital flows: Do foreign assets behave differently from foreign liabilities?" *Journal of International Money and Finance* 96, September 2019: 28-36.
- Blanchard, Olivier and Julien Acalin. 2016. "What Does Measured FDI Actually Measure?" PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS Policy Brief (16-17), October 2016.
- Broto, Carmen, Javier Díaz-Cassou, and Aitor Erce. 2011. "Measuring and explaining the volatility of capital flows to emerging countries." *Journal of banking & finance* 35(8), August 2011: 1941-1953.
- Burger, Martijn J. and Elena I. Ianchovichina. 2017. "Surges and stops in greenfield and M&A FDI flows to developing countries: analysis by mode of entry." *Review of World Economics* 153: 411-432.
- Caballero, Julián, Ugo Panizza, and Andrew Powell. 2016. "The Second Wave of Global Liquidity: Why are Firms Acting Like Financial Intermediaries?" IDB Working Paper IDB-WB-641, Inter-American Development Bank.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Luis-Fernando Mejia. 2004. "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects." NBER Working Paper 10520, May 2004.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Rudy Loo-Kung. 2006. "Relative price volatility under Sudden Stops: The relevance of balance sheet effects." *Journal of International Economics* 69(1), June 2006: 231-254.
- Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart. 1999. "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization." *IMF Finance and Development*, September 1999: 13-15.

- Cerutti, Eugenio and Gee Hee Hong. 2018. "Portfolio Inflows Eclipsing Banking Inflows: Alternative Facts?" IMF Working Paper 18/29, February 2018.
- Cerutti, Eugenio, Stijn Claessen, and Damien Puya. 2019. "Push factors and capital flows to emerging markets: why knowing your lender matters more than fundamentals." *Journal of International Economics* 119, July 2019: 133-149.
- Davis, J, Scott, Giorgio Valente, and Eric van Wincoop. 2021. "Global drivers of gross and net capital flows." *Journal of International Economics* 128, January 2021.
- Diaz-Alejandro, Carlos. 1985. "Good-bye financial repression, hello financial crash." *Journal of Development Economics* 19 (1-2), September-October 1985: 1-24.
- Eichengreen, Barry and Poonam Gupta. 2016. "Managing Sudden Stops." Policy Research Working Paper Series 7639, April 2016, The World Bank.
- European Central Bank. 2016. "Dealing with large and volatile capital flows and the role of the IMF" ECB Occasional Paper Series No 180 / September 2016, European Central Bank.
- Forbes, Kristin J. and Francis E. Warnock. 2012. "Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment." *Journal of International Economics* 88(2), November 2012: 235-251.
- Forbes, Kristin J. and Francis E. Warnock. 2021. "Capital flow waves—or ripples? Extreme capital flow movements since the crisis." *Journal of International Money and Finance* 116, September 2021.
- Fratzscher, Marcel. 2012. "Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis." *Journal of International Economics* 88(2), November 2012: 341-356.
- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Mahvash S. Qureshi. 2018. *Taming the Tide of Capital Flows: A Policy Guide*. The MIT Press.
- Goksu, Evrim Bese, Theo Bikoi, and Padma Hurree Gobin. 2022. "Special Purpose Entities Shed Light on the Drivers of Foreign Direct Investment." IMF, IMFBlog, MARCH 25, 2022.
- IMF. 2015. *COORDINATED DIRECT INVESTMENT SURVEY GUIDE*.
- Kaminsky, Graciela L. 2019. "Boom-Bust Capital Flow Cycles." NBER Working Paper 25890, May 2019.
- Kaminsky, Graciela Laura, Leandro Medina, and Shiyi Wang. 2020. "The Financial Center Leverage Cycle: Does It Spread around the World?" *AEA Papers and Proceedings* 110, May 2020: 504-510.
- Koepke, Robin. 2019. "WHAT DRIVES CAPITAL FLOWS TO EMERGING MARKETS? A SURVEY OF THE EMPIRICAL LITERATURE." *Journal of Economic Surveys* 33(2), April 2019: 516-540.

- Kose, M. Ayhan, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara. 2021. *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington, DC: World Bank.
- Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2018. “The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis.” *IMF Economic Review* 66: 189-222.
- Levchenko, Andrei A. and Paolo Mauro. 2007. “Do Some Forms of Financial Flows Help Protect Against “Sudden Stops”?” *World Bank Economic Review* 21(3): 389-411.
- Li, Suxiao, Jakob de Haan, and Bert Scholtens. 2018. “Surges of international fund flows.” *Journal of International Money and Finance* 82: 97-119.
- Makrelov, Konstantin, Rob Davies, and Laurence Harris. 2021. “The impact of capital flow reversal shocks in South Africa: a stock- and-flow-consistent analysis.” *International Review of Applied Economics* 35(3-4), 21 Feb 2021: 475-501.
- Pagliari, Maria Sole and Swarnali Ahmed Hannan. 2017. “The Volatility of Capital Flows in Emerging Markets: Measures and Determinants.” IMF Working Paper WP/17/41, February 2017.
- Rey, Hélène. 2015. “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence.” NBER Working Paper 21162, May 2015.
- Sarno, Lucio and Mark P. Taylor. 1999. “Hot money, accounting labels and the permanence of capital flows to developing countries: an empirical investigation.” *Journal of Development Economics* 59(2), August 1999: 337-364.
- Shin, Hyun Song. 2013. “The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies.” In Asia Economic Policy Conference sponsored by Federal Reserve Bank of San Francisco, *Prospects for Asia and Global Economy*. November 3-5, 2013: 215-224.

¹ 金融自由化は、第一の波でも重要な要因であった。中南米での金融自由化は、1970年代から80年代初め、莫大な資本流入、消費ブーム、そして信用拡張をもたらし、それに莫大な破綻が続いた (Diaz-Alejandro (1985))。

² 新興国全体の GDP に占める中国のシェアは、2000年 17.0%から 2020年には 43.3%に上昇した。

³ 4カ国の GDP は、1997年の 6,137億ドルから 1998年は 3,821億ドルまで縮小した。

⁴ これは、Shin (2013) が “グローバル流動性の第 2 フェーズ” と呼んだものである。

⁵ Ray (2013) は、世界の様々な地域における資本流出入、資産価格、そして信用の成長を左右しているグローバルな金融循環 (グローバル・ファクター) が存在し、中心国の金融政策がそのグローバルな金融循環の重要な決定因であると指摘した。さらに、こうしたグローバルな金融循環は、為替レートをどのように運営するかにかかわらず、各国の金融政策を制約するもので、国際金融で有名なトリレンマの議論を無効化するものであると主張した。トリレンマではなくジレンマなのか、各国の金融政策がどの程度制約されているのか、について研究が進められている。

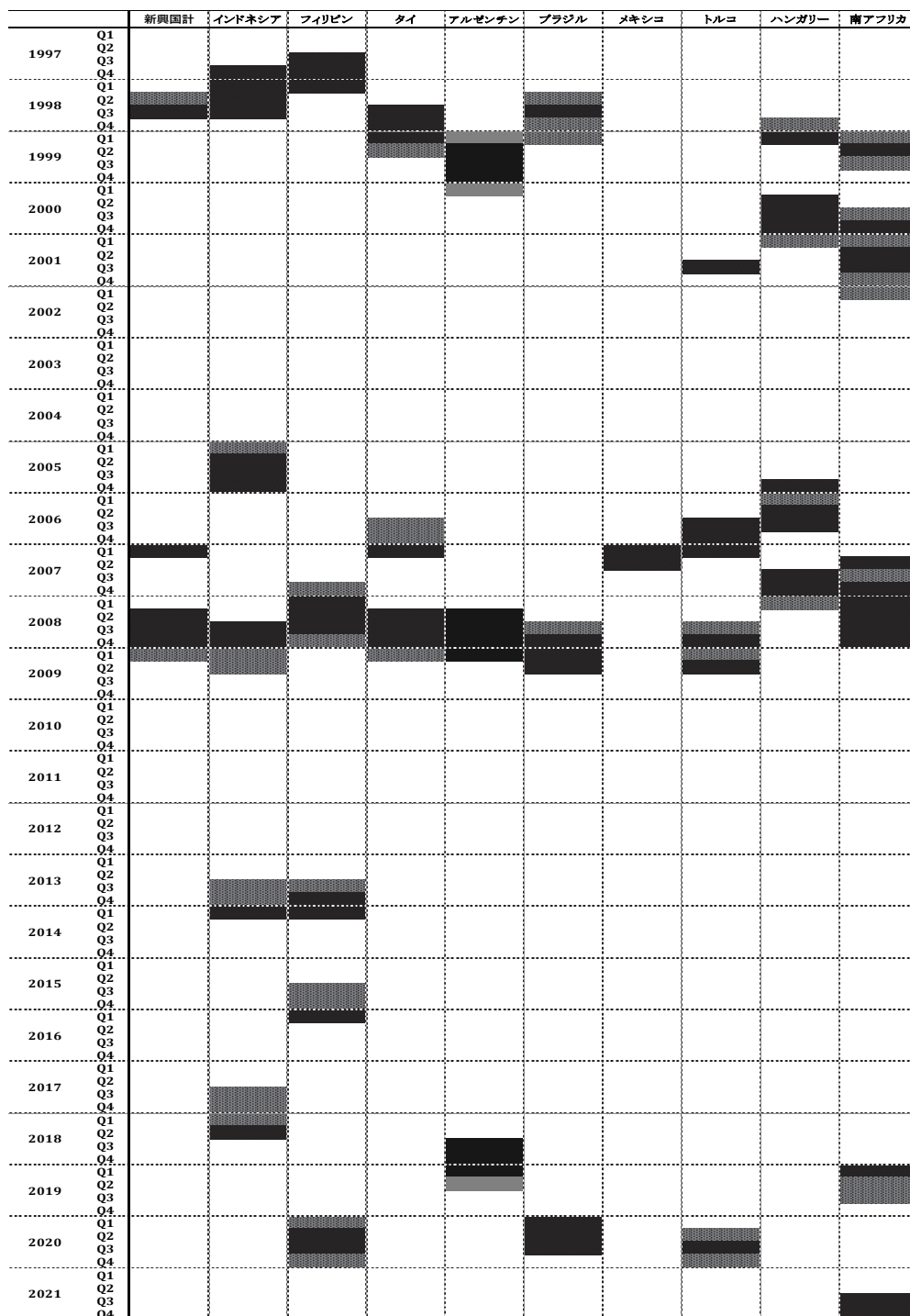
⁶ 本文に挙げた文献のほか、Surges と Sudden stops を検証した主な先行研究として、ECB (2016)、Eichengreen and Gupta (2017)、Agosin, Díaz, and Karnani (2019)、などがある。

-
- ⁷ Calvo and Reinhart (1999) は、capital inflow reversals の事例として 1997 年のタイ危機を指摘している。
- ⁸ 直接投資に焦点を絞って Surges や Sudden stops を実証分析した先行研究は数少ない。Burger and Ianchovichina (2017) は、新興市場・発展途上国の直接投資を新規投資 (Green field) と既存企業の買収 (M&A) に分けて Surges や Sudden stops の発生とその動因を、1991 年から 2010 年をサンプルとして実証分析している。対象を新興国 13 カ国 (インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、韓国、タイ、アルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ、ペルー、南アフリカ、トルコ) に絞って、彼らの分析結果をみると、フローの GDP 比が平均より 2 標準偏差を超えて低く、また全体の中でボトム 20% である Stops が生じた事例は 15 例あり、そのうち 11 例が 2000~2002 年の間か 2008~2009 年の間どちらかで生じており、Stops が集中して起こっていることを確認できる。
- ⁹ 各国の国際収支表の精度が問題となるが、フィリピン、タイ、ブラジル、メキシコの収益の再投資はエクイティのそれぞれ 33%、41%、33%、58% を占めており、新興国での企業利益の変動や内部留保の意思決定がエクイティでの資本流入の変動に大きく関わっている。
- ¹⁰ フィリピンへの直接投資を産業別に考えると、最近では BPO (Business Process Outsourcing) 関連が大きな割合を占めるようになっており、その親会社は米欧系である。例えば、有力な BPO 関連企業として IBM や Accenture など日本でもよく知られている米系企業が進出しているほか、フランスに本社を置きコールセンター業務で有名な Teleperformance はフィリピンに 22 の拠点を設けている (2020 年時点)。
- ¹¹ デット・タイプの対内直接投資で逆投資の数値が公表されている国は多くない。日本の国際収支もエクイティ・タイプとデット・タイプの分類までであり、逆投資の計数を把握することはできない。公表しているのは、ユーロ圏諸国と米国、カナダ、主な新興国ではブラジル、マレーシア、フィリピン、トルコなどに限られる。
- ¹² 例えば、従来は親会社がシンガポール所在の金融機関からローンで借入れを行っていたものを、金融センターに金融仲介拠点と子会社を設立し、その子会社が資金調達した資金を親会社に貸付した場合、直接投資のデットとして把握されることになる。
- ¹³ 今回の考察の対象とした新興国のうち統計に含まれるのは、ブラジルとハンガリー 2 カ国である。対内直接投資に SPEs が関連する割合は、2020 年末でブラジルでは僅かに 0.04% であるが、ハンガリーは 74.1% と極めて高くなっている。
- ¹⁴ 債券発行は親会社レベルで集計されており、子会社を通じた発行は親企業に含めてカウントされている。
- ¹⁵ 18 カ国のうち、アジアは 5 カ国 (インドネシア、マレーシア、フィリピン、韓国、タイ) が含まれている。
- ¹⁶ 自国通貨建て預金金利が米国での資金調達金利を上回っていることは、キャリートレードを目的とした資金調達である可能性も考えられる。
- ¹⁷ CDIS 統計は投資受入国側のデータと投資国側から得られたデータの 2 種類が存在するが、投資国側からのデータでは重要な投資国と考えられるシンガポールのデータが欠落しているため、投資受入国側のデータを採用した。
- ¹⁸ IMF (2015)、日本銀行 2021 年 6 月「直接投資データの計上原則について」参照。
- ¹⁹ グロススペースの数字を投資国別にみると、スイス：負債 6.8 億ドル、資産 4.2 億ドル、シンガポール：負債 7.3 億ドル、資産 4.5 億ドル、オランダ：負債 6.8 億ドル、資産 4.2 億ドル、日本：負債 14.7 億ドル、資産 12.9 億ドル、米国：負債 6.0 億ドル、資産 8.5 億ドル。

付表 1 新興国計の対象国

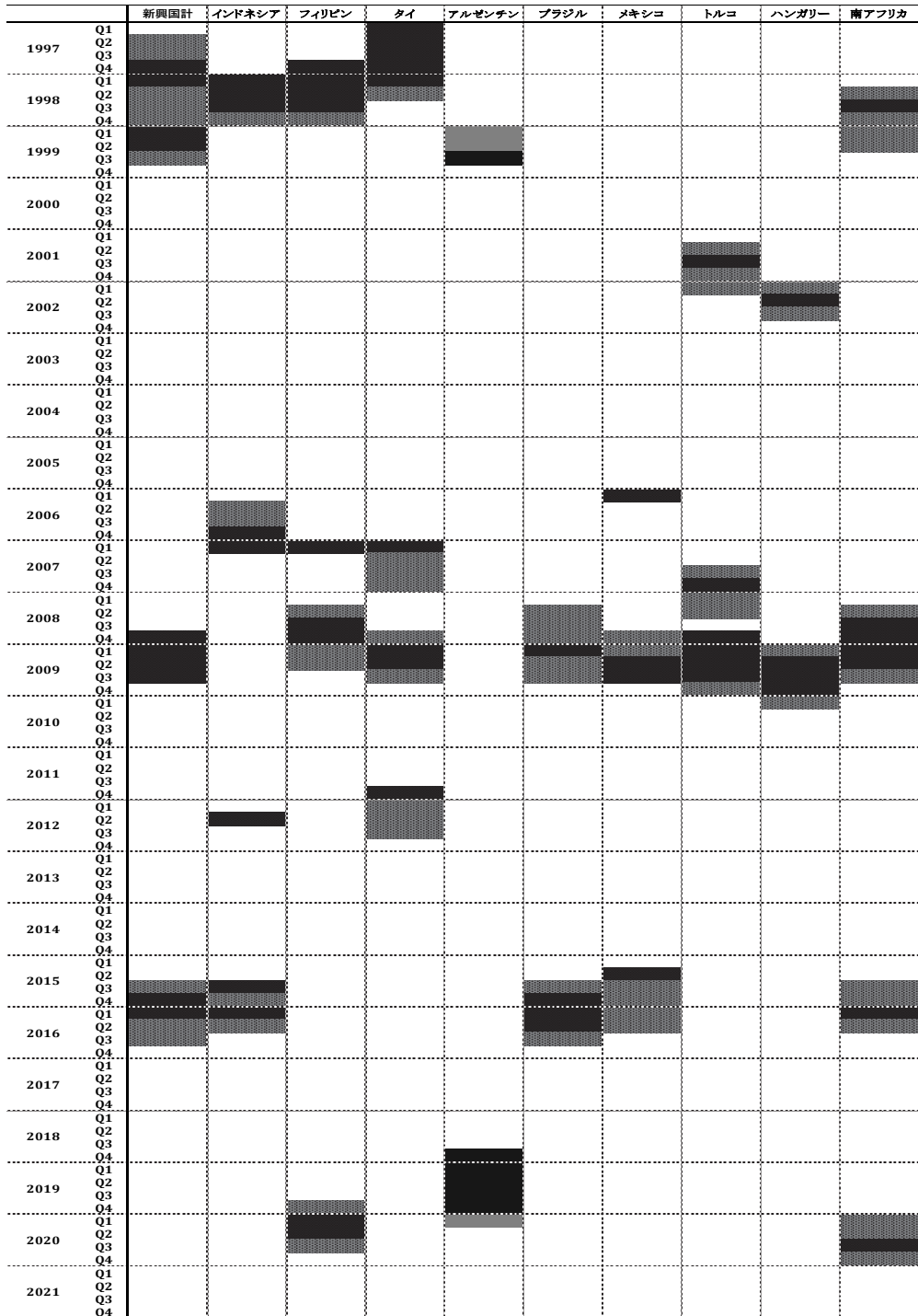
証券投資＋ 一般政府を除くその他投資	1999年まで (11カ国)	インド、インドネシア、韓国、フィリピン、タイ、アルゼンチン、ブラジル、メキシコ、ハンガリー、トルコ、南アフリカ
	2000年以降 (15カ国)	上記11か国に加えて、チリ、ペルー、チェコ、ルーマニア
直接投資	2001年まで (6カ国)	インドネシア、韓国、タイ、ブラジル、メキシコ、南アフリカ
	2002年以降 (8カ国)	上記6か国に加えて、アルゼンチン、ハンガリー

付図1 エクイティの Sudden Stops の判定結果



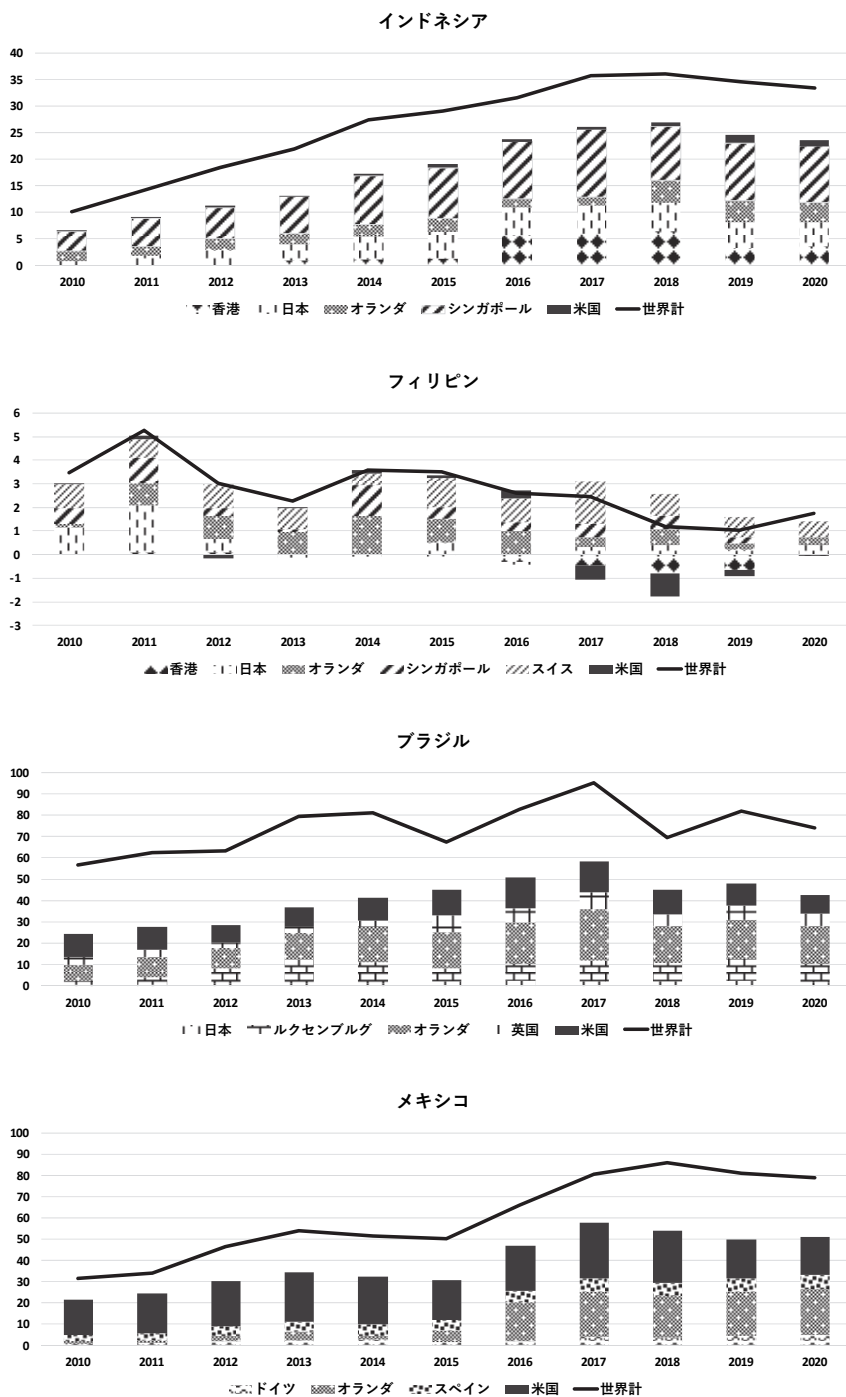
注：図4に同じ。

付図2 デットの Sudden Stops の判定結果



注：図4に同じ。

付図3 デットでの対内直接投資の主な投資国（単位：10億ドル）



データ出所：IMF, Coordinated Direct Investment Survey.