

## エグゼクティブサマリー

## 規制ファンド、新興国市場、金融の安定性

ベルリンの壁の崩壊以来25年、グローバル経済は非常にオープンになりました。この新たな開かれた市場において、新興国市場経済への資本の移動が急増し、規制ファンドによる新興国市場証券の保有が著しく増加しています。

2000年から2013年において、新興国市場経済には累積で10兆米ドル近くのグロス資本流入がありました。このうち、1.7兆ドルは外国人による新興国市場の法人によって発行された株式、債券、その他証券の純購入額から生じるポートフォリオ資本の移動によるものです。ポートフォリオ資本の移動は資本移動全体のほんの一部に過ぎないにもかかわらず、オブザーバーはこれらの新興国経済への影響について懸念を提起しています。特に、一部のエコノミストは、ポートフォリオ資本の新興国経済への移動という広範なトレンドに寄与した規制ファンドが比較的不安定な資本源であることが判明する可能性があり、新興国市場に対してシステミックリスクをもたらすことにもなりかねないと示唆しています。

ICIの新しい研究報告書「規制ファンド、新興国市場、金融の安定性」では、規制ファンドの新興国市場証券保有における動向を調査し、規制ファンドがなぜ新興国経済に対して限られたシステミックリスクの問題をもたらすかについて説明しています。

レポートはファンドについての既存のリサーチ結果を調査し、新興国市場に対してシステミックリスクをもたらすか否かを検討することから始めて、特定の種類のファンドレベルの行為が新興国経済の資本市場におけるボラティリティを増大させる可能性があるという、政策立案者や学術研究者の懸念について考察しています。新興国市場における規制ファンドの役割についての疑問は理解できるものですが、このようなファンドが新興国経済における資本市場を破壊する可能性があるという提言は誇張されているように見えます。それは3つの理由からです。規制ファンドが保有する新興国市場証券は、

- » 新興国市場の株式および債券の総価値の少量を占めるにすぎない
- » 比較的安定している
- » 一般的に、新興国経済の多くの国々に分散されており、特定の国におけるポートフォリオ取引の影響は限られている

このレポートでは、また、規制ファンドが新興国市場の証券価格における変化を増幅させる可能性があるか否かについても触れています。新たな分析では、新興国市場の株式および債券への運用益は、ファンドの新興国市場株式および債券（（ファンド以外の）他の投資家からの新興国経済への最大の資本移動）の純購入額以外の要因によって説明されます。新たな分析では更に、ファンドの新興国市場証券の純購入額は、それらの証券の運用益に対して反応するものの、将来の運用益への持続的な影響は持たないとしています。

この新たな分析は、新興国経済において規制ファンドの保有が果たす役割についてだけでなく、規制当局が資本移動の新興国市場への影響をいかに観察しているかについて重要な意味合いを持ちます。規制ファンドの移動が新興国市場経済の金融の安定性におよぼす影響について考察する際には、規制当局は、規制ファンドとその活動についてのみ考察するのではなく、あらゆる経済要因ならびにあらゆる外国人投資家からのポートフォリオ資本の移動を考慮することが重要です。

## 要点

- » 規制ファンドの新興国市場株式および債券の保有は過去10年間に於いて著しく増加しました。この成長は、新興国市場へのより大きなエクスポージャーを求める投資家の広範なトレンドの一部によるものであり、この移動が新興国経済における安定した成長を支えてきました。2010年から2014年において、新興国市場経済には1.4兆米ドルの累積グロスポートフォリオ資本の移動がありました。規制ファンドから流入したのは、このうちのほんの一部（2000億ドル未満）です。
- » 規制ファンドは過去10年間にわたり、新興国経済へのポートフォリオ資本移動という広範なトレンドに寄与しましたが、これらが新興国市場にシステミックリスクをもたらし可能性はあまりありません。このレポートにおける新たな経験的結果では、これに対して3つの主な理由が示唆されています。
  - » 第一に、規制ファンドの保有する新興国市場証券は新興国市場株式および債券の総価値の少量を占めるにとどまること。2013年、規制ファンドは新興国市場の既発債のわずか4.3%、株式時価総額の8.5%を保有したにすぎません。他の市場参加者が、新興国市場の株式および確定利権付債券市場における投資家の多くを占めているのです。
  - » 第二に、規制ファンドは新興国市場における外国人投資家基盤のかなりの割合を占めますが、これは安定した投資家基盤です。規制ファンドは新興国市場へのポートフォリオ資本移動変動の主な要因ではありません。2013年時点で、規制ファンドは外国人投資家が保有する新興国市場株式の半数以上を保有し、また外国人投資家が保有する新興国市場債券の30%近くを保有しています。しかしながら平均して、規制ファンドは2005年から2013年の外国ポートフォリオ資本の新興国市場への移動の変動の15%未満を占めるにすぎません。
  - » 第三に、規制ファンドは新興国経済の多くの国々に分散されており、特定の国におけるポートフォリオ取引の影響は限られています。規制ファンドによる保有は85以上の国々に広がっており、米国やヨーロッパの規制ファンドから投資家の流出があるとすれば、ファンドはこれら幅広い国々からの証券を少量売却することにより対応することが可能です。

## 新たな経験的結果

新興国市場の株式および債券への毎月の運用益は、ファンドの新興国市場の株式や債券（（ファンド以外の）他の投資家からの新興国経済への最大の資本移動）の純購入額以外の要因によって説明されます。例えば、米国財務省証券やS&P 500指数の運用益は、それぞれ新興国市場債券および株式への運用益に影響を及ぼします。しかしながらさらに顕著なものとして、統計分析では、すべての外国人投資家の資金移動で幅広い手法が採用されることにより、規制ファンドによる純購入額に影響を及ぼすことが明らかにされています。したがって、この幅広い手法に関する視点が分析に加味されると、規制ファンドの純購入額は新興国市場証券の毎月の運用益に対して何ら影響を及ぼさないことが示されています。これは、規制当局は、規制ファンドからの資本の移動についてのみ考察するのではなく、あらゆる外国人投資家による新興国市場へのポートフォリオ資本の移動に注目すべきだということを提起しています。

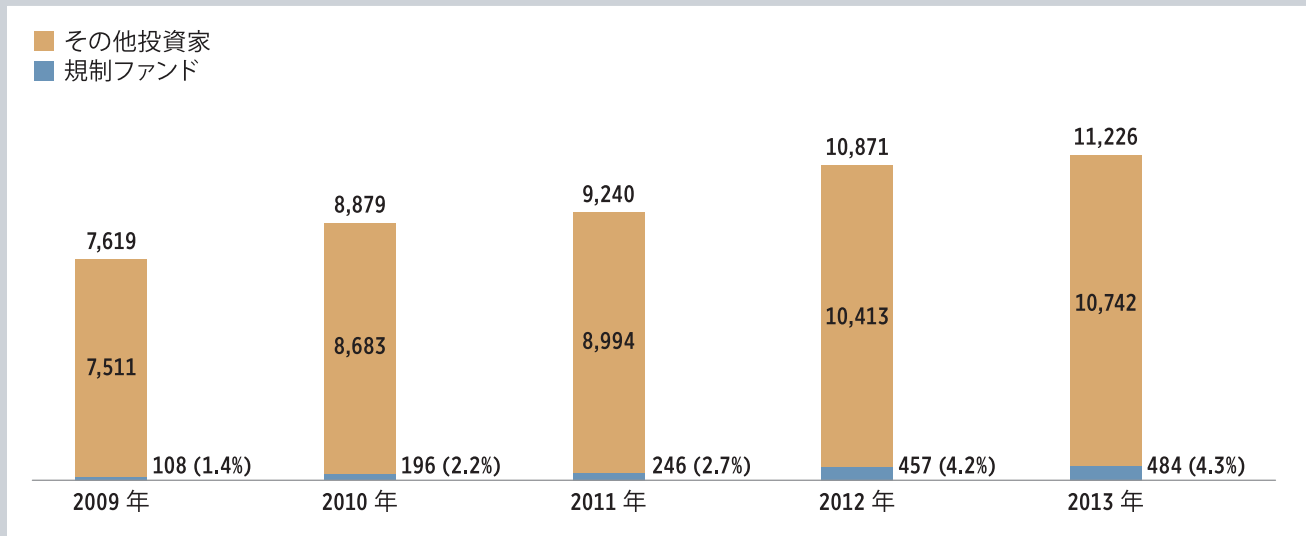
規制ファンドの新興国市場証券の純購入額により、運用益が増加することはありません。週別データでは、純購入額はタイムラグがありながらも新興国市場証券への運用益に反応しているものの、これらの購入額は将来の運用益に対しては持続的影響がないことが示されています。さらに、週別データでは、純購入額が運用益に対する漸進的かつ遅れて反応していることで、純購入額と運用益の間に見られる、月間の相関関係の多くが説明できるものであることが明らかにされています。

ICI グローバル リサーチ パースペクティブのフルレポートは次のリンクからご入手いただけます。[www.iciglobal.org/pdf/icig\\_per01-01.pdf](http://www.iciglobal.org/pdf/icig_per01-01.pdf)

図 1:

### 規制ファンドの総新興国市場既発債に対する割合

10億米ドル（全体に占める割合）、2009～2013年、各年末



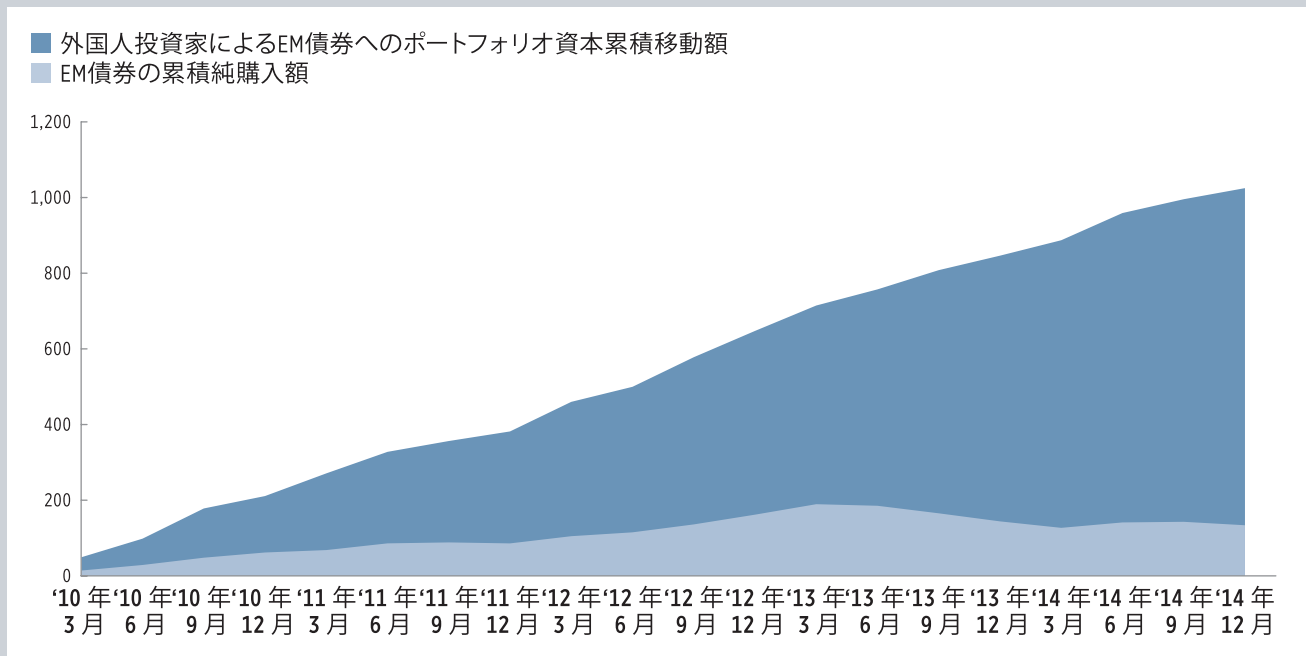
注記：この図では、IMFによる国の分類に基づいて各国を新興国と分類しています。四捨五入しているため、各要素の合計が総数と一致しない場合があります。

出典：EPFR Global および International Monetary Fund (IMF)

図2

### 新興国市場証券の累積純購入額は新興国市場への外国人投資家による総ポートフォリオ資本移動のほんの一部

10億米ドル、四半期毎、2010年3月～2014年12月\*



\* 2014年9月と2014年12月のデータは推定。

出典：Institute of International Finance および EPFR Global

図3

## 米国およびヨーロッパを支払場所とする規制ファンドが保有するアジアおよび他の新興国市場証券

2014年12月31日

地域	総保有高	株式保有高		債券保有高	
	百万米ドル	百万米ドル	全体に占める割合	百万米ドル	全体に占める割合
<b>アジア</b>	<b>\$1,007,897.2</b>	<b>\$899,618.2</b>	<b>70.71%</b>	<b>\$108,279.1</b>	<b>25.12%</b>
中華人民共和国	309,230.2	290,374.3	22.82	18,855.9	4.37
韓国	143,642.8	128,093.2	10.07	15,549.6	3.61
インド	141,629.5	132,370.7	10.40	9,258.8	2.15
台湾（中国）	107,329.5	107,104.8	8.42	224.7	0.05
香港	97,233.7	90,477.6	7.11	6,756.1	1.57
インドネシア	52,858.4	29,479.4	2.32	23,379.0	5.42
シンガポール	44,081.9	39,638.5	3.12	4,443.4	1.03
タイ	38,689.4	32,733.3	2.57	5,956.1	1.38
マレーシア	33,443.1	21,784.5	1.71	11,658.6	2.70
フィリピン	23,169.2	16,276.3	1.28	6,892.9	1.60
その他アジア	6,362.1	5,573.8	0.44	788.3	0.18
スリランカ	5,082.8	1,556.7	0.12	3,526.1	0.82
ベトナム	3,437.2	2,928.9	0.23	508.3	0.12
バングラデシュ	1,391.5	1226.3	0.10	165.2	0.04
モンゴル	315.8	該当なし	0.00	315.8	0.07
<b>ラテンアメリカ</b>	<b>307,589.6</b>	<b>162,509.7</b>	<b>12.77</b>	<b>145,080.0</b>	<b>33.65</b>
<b>中東・アフリカ</b>	<b>197,553.8</b>	<b>130,144.8</b>	<b>10.23</b>	<b>67,409.0</b>	<b>15.64</b>
<b>ヨーロッパ</b>	<b>190,336.0</b>	<b>79,994.2</b>	<b>6.29</b>	<b>110,341.8</b>	<b>25.59</b>
<b>合計</b>	<b>1,703,376.6</b>	<b>1,272,266.9</b>	<b>100.00</b>	<b>431,109.8</b>	<b>100.00</b>

注記：四捨五入しているため株式および債券の保有高を足しても総保有高と一致しない場合があります。この表には、例示のため、新興工業国である香港、シンガポール、韓国、台湾（中国）が含まれています。

出典：EPFR Global



35 New Broad Street  
London, EC2M 1NH  
United Kingdom  
+44 203 009 3100  
[www.iciglobal.org](http://www.iciglobal.org)

Suite 715-717, Level 7  
Two Exchange Square  
8 Connaught Place  
Central, Hong Kong  
+852 2910 9224



1401 H Street, NW, Suite 1200  
Washington, DC 20005  
United States  
+001 202 326 5800  
[www.ici.org](http://www.ici.org)



Copyright © 2015 by ICI Global. 無断複写・複製・転載を禁ず。

Investment Company Instituteの国際支部であるICIグローバルは、世界各地の管轄地の投資家に公に提供される規制ファンドを含むファンドの一員であり、その合計資産は19.6兆ドルです。ICIグローバルは、規制投資ファンドやファンド運用者、投資家の共通利益を高め、また一般社会における理解を広めることを追及しています。