

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

Title	短期資本規制は必要なのか：短期資本規制に関する論点の整理
Author	周 宇
Citation	季刊経済研究, 22 卷 3 号, p.45-72.
Issue Date	1999-12
ISSN	0387-1789
Type	Departmental Bulletin Paper
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経済研究会
Description	
DOI	

Placed on: Osaka City University

Osaka Metropolitan University

短期資本規制は必要なのか

——短期資本規制に関する論点の整理——

周 宇

はじめに

I 資本移動規制に関する議論の展開

- 1 マハティール対ジョージ・ソロス
- 2 サマーズ対スティグリッツ
- 3 G7における資本移動規制の議論

II 短期資本自由化による問題

- 1 短期資本自由化と通貨危機との関連
- 2 資本自由化と経済発展とのミスマッチ

III 通貨危機の予防と短期資本規制

- 1 資本移動規制に関する提案
- 2 短期資本規制の影響と効果
- 3 短期資本規制のタイミング

おわりに

はじめに

メキシコ通貨危機以降、国境を越える国際短期資本移動が発展途上国における金融不安のひとつの原因とされてきた。これを背景に短期資本規制の必要性や短期資本自由化のあり方に関する論議が盛んになった。しかし、アジア通貨危機までは、こうした論議がとくに国際社会において重視されていたというわけではない。メキシコ通貨危機以来、先進主要国の協議の場であるG10の作業部会で資本移動に関する問題点について議論が始まり報告書も出されたものの、短期資本規制の問題が多くの政府レベルの国際会議における主要議題となったのは、アジア通貨危機以来のことである¹⁾。

短期資本移動に対する規制が必要かどうかという問題は、いかに資本自由化を進めるべきかという議題と深く関わっている。アジア通貨危機をきっかけとしたグローバルな金融危機の発生を背景に、1999年6月のケルンG7サミットでは、主要先進国の首脳は、健全な金融システムが確立されるまでの過渡期においては、一部の短期資本規制も、正当化されるという合意に至った。これにしたがえば、金融システムが未整備である発展途上国にとって、完

〔キーワード〕 資本自由化、通貨投機、通貨危機、短期資本規制

1) G10の作業部会での議論については次の文献を参照。Group of Ten, "The Resolution of Sovereign Liquidity Crises", A Report to the Ministers and Governors Prepared under the Auspices of the Deputies, in Basle, May 1996.

全な資本自由化より、むしろ長期資本移動の自由化と短期資本移動の規制を内容とする選択的な資本自由化が望ましいという結論に至る。

資本取引にはさまざまな形態と期間があり、形態や期間が異なれば経済に与える影響も異なることは言うまでもない。また、同じ種類の資本移動についても、経済環境が異なれば経済全体に与える影響が変わることは明らかである。この意味では、資本自由化のあり方を論じる場合には、特定の資本取引の特徴や特定の国の状況も考慮に入れなければならない。

アジア通貨危機以後、発展途上国の資本自由化のあり方に関する研究のひとつの大きな変化は、長期資本移動と短期資本移動を分けて議論することが多くなったことである。こうしたなかで、短期資本移動の自由化が問題視されてきた。発展途上国の資本自由化政策に関して、真の意味での長期資本移動の自由化の必要性について疑う経済学者はほとんどないと言っても過言ではない。しかし、一方、アジア通貨危機の教訓を背景に、多くの経済学者たちは、健全な金融システムが確立されるまでは、短期資本移動に対する監視と規制が必要だと主張する。

本稿はこうした最近の短期資本規制に関する議論を中心に、次のいくつかの問題について考える。第一に、アジア通貨危機以来、短期資本規制に関する議論がどのように展開されてきたのか、第二に、短期資本自由化による問題は何なのか、第三に、通貨危機を予防するために、短期資本規制は必要なのか、ということである。

I 資本移動規制に関する議論の展開

アジア通貨危機以後、短期資本規制が必要かどうかを巡って、さまざまな議論が行われてきた。ここで、とりあえず、短期資本規制に関する議論の展開、およびその背景について、検証してみる。短期資本規制問題を巡る議論の展開は、主として次の三つの段階に分けられる。

1. マハティール対ジョージ・ソロス

第一の段階は、マレーシアのマハティール首相とジョージ・ソロスとの論争から始まったものである。1997年9月に香港で開かれたIMFと世銀主催の一連のセミナーで、投機資本の規制問題を巡るマハティールとソロスとの論争は多くの注目を集めていた。この論争の切っ掛けは、マハティールがヘッジファンドの代表的な人物であるソロスを名指しで批判したことである。マハティールによれば、「われわれは国民一体となって精励し今日まで経済発展を図ってきた。それを為替投機者はほんの数日で破壊してしまう。かれらは自分の利益しか考えない国際的な山賊である」²⁾。このように指摘した上で、マハティールは、実需に基づ

2) 小島 清 (1998), 7 ページを参照。

かない為替投機を規制すべきだと提案した。これに対して、ソ罗斯は、自分の潔白を弁解したうえで、マハティール首相の考えが「破滅的な結果につながる」と強く反論し、さらに「マハティール首相は自分の(政策)ミスのスケープゴートに私を使っている」と反撃に出た³⁾。

この論争が、結局、マハティールに対する欧米の政治家たちやマス・メディアの批判を招く結果となった。当時のマス・メディアのなかで、マハティールが国内問題に対する国際世論の批判を逸らせるために、ヘッジファンドを非難しているとの指摘が圧倒的に多かった。一方、9月21日のIMF暫定委員会で、ルービン米財務長官は、アジア市場の動揺を契機に、金融市場の一体化の流れを止めるべきではないと指摘し、欧州委員会のドシルギ委員も、「アジアは一層の金融自由化が必要だ」と主張した⁴⁾。彼らは、鮮明にソ罗斯を支持する立場を表明した。

マハティールの発言が批判されたのは、当時、アジア通貨危機の原因がアジアの特有の問題にあったという認識が主流だったからである。このような考え方は、それ以後、アジア通貨危機の深刻化を背景に定着しつつあった。1998年1月16日に、米国のグリーンズパン議長は、ニューヨークでの講演で、アジア通貨危機がアジア開発モデルの失敗であるとの認識を示唆した。彼は、「第二次世界大戦以降、市場経済体制の優位性が明確になってきた」と述べたうえで、「89年の東欧諸国の社会主義の崩壊に続き、過去一年間に国家の市場介入を是とするアジアの『重商主義』が崩壊した」と断言する。

以上は、マハティールとソ罗斯との論争、およびその背景であるが、この論争に関して、次のふたつの事実に留意すべきであろう。

第一に、金融のグローバル化に対する評価に関して、ソ罗斯とその支持者たちとの見解が必ずしも一致しないことである。アジア通貨危機以後、ソ罗斯はマハティールの資本移動規制論は否定しつつも、グローバル経済の問題点について、強い懸念を表明してきた。彼の見解は、経済のグローバル化を楽観的に見る市場万能的な考え方とは対照的である。アジア通貨危機以後、ソ罗斯は、その著書のなかで、市場の暴走について、次のように語っている。

「金融市場は振り子のように揺れ動くのではなく、最近では建物解体用の大鉄球のようにガンと一発大揺れし、国民経済をつぎつぎに突き倒すようになっている」⁵⁾。こうした金融市場の現状を踏まえて、ソ罗斯は、次のように政府介入の必要性を主張する。「市場原理に任せたら、どうかという議論がかまびすしいが、市場原理に任せるとするのが不安定に任せるといふ意味だとすれば、社会はどの程度の不安定まで受け入れることができるだろうか。市場原理はもうひとつの原理によって補完されねばならない。それは金融市場の安定を公共政策の目的とすべきだ、ということである。これこそ私が提案したい一般原理である」⁶⁾。

3) 『日本経済新聞』、1997年9月22日。

4) 同上。

5) ジョージ・ソ罗斯(1999年)、18ページ。

6) 同上。

以上から分かるように、自由放任の市場原理主義に対して、ソロスがマハティールと同様、不信感を持っていることは明らかである。しかし、その対応策について、両者の見解が分れている。マハティールが規制の必要性を訴える一方、ソロスは政策的介入の重要性を強調する。

第二に、マハティールとソロスとの論争について、二人の対立が個人的な意見の対立として理解されがちである。しかし、アジア通貨危機以後、ヘッジファンドによる通貨投機を問題視する国は、マレーシアだけではなく、国際金融市場に関する1999年のIMFの報告書によれば、香港、南アフリカおよび先進国であるオーストラリアなどの政策当局も、マレーシアと同様、ヘッジファンドによる市場操作の問題を指摘してきた。こうした声は多くの国際会議にも反映されている。1998年11月にクアラルンプールのAPEC非公式首脳会議で、一部の発展途上国の政府は、短期的投機資本に対する監視と規制を要求した⁷⁾。また、98年9月に南アフリカのダーバンでの非同盟諸国会議では、一部の発展途上国は投機的な通貨取引が発展途上国の安定成長を阻害すると主張した⁸⁾。これらの事実に着目すれば、マハティールとソロスとの論争は、ある意味では、発展途上国の政策当局と投機集団ヘッジファンドとの対立を反映するものであったと言えよう。

2. サマーズ対スティグリッツ

第二の段階は、サマーズ、スティグリッツおよびバグワティなどの発言や論文をきっかけに展開した議論である。1998年に入ってから、アジア諸国の経済状況がIMFの救済やIMF流の対応策により、好転しなかったどころか、むしろ悪化の一途を辿っていた。これを背景に、IMFに対する国際世論の批判が強まり、IMFによって推進されてきた資本自由化政策に対する疑問の声も高まっていた⁹⁾。

こうした状況を踏まえて、1998年3月9日、IMFは資本自由化問題に関するセミナーを開いた。このセミナーに出席した当時のサマーズ(Summers, Lawrence)米財務次官は、資本自由化のメリットとリスクについて、グローバルな金融市場をジェット機の発明と喩えた。彼によれば、「ジェット機があるこそ、われわれは、より速く、より楽しく、より安く、そして、大半の場合、より安全に、目的地に到着することが可能となった。しかし、いったんジェット機が墜落した場合は、多くの注目を浴びることになる」。この会議では、サマーズは、ジェット機の喩えから議論を展開し、IMFの資本自由化政策に対する国際世論の批判を牽制しようとした¹⁰⁾。彼は資本自由化によるリスクを認めた一方、資本移動規制については反対する立場を表明した。

7) 『日本経済新聞』, 1998年11月19日。

8) 『日本経済新聞』, 1998年9月5日。

9) IMFの資本自由化政策による問題点については山下英次(1998)の第三回「東アジア通貨危機と為替相場制度のあり方」, 120ページを参考されたい。

10) IMF (1998), p.82.

これに対して、世界銀行副総裁兼チーフ・エコノミストのスティグリッツ (Stiglitz, Joseph) は、98年3月25日のファイナンシャル・タイムズで、次のように反論に出た¹¹⁾。「飛行機の墜落事故がたまにしか発生しないから、飛行機による旅行の優位性を疑う者はほとんどいない。とくに長距離の旅行にとってはそうだとはいえる。しかし、小型飛行機による短距離の飛行は必ずしもそうではない」。スティグリッツは、金融危機の多発性や短期資本自由化による問題を示唆した一方、グローバル金融市場における発展途上国の状況を広大な海に浮かぶ小船と喩える。これはすなわち、海が荒れば、船長がいかにも有能で、船体が幾ら丈夫であっても、船の転覆が有り得るという結論になる。この意味では、自国の市場規模の限界を無視して過度の資本自由化を推進したこともアジア通貨危機の原因のひとつだったということである。

アジア通貨危機以後、欧米のマス・メディアはアジア諸国の経済開発における政府の介入を問題視してきたが、スティグリッツは、それが問題のひとつの側面に過ぎないと述べたうえで、アジア通貨危機の原因のひとつが、過度の資本自由化にあったと主張する¹²⁾。その根拠として、彼は1990年代に入ってからアジア諸国の政府が相次いで対外短期借入や不動産投資に対する規制を緩和したことが、短期資本の流入やバブルの形成を助長したと指摘する。世銀の副総裁であるスティグリッツが、IMFと米国政府主導のワシントン・コンセンサスを厳しく批判したことは、当時多くの注目を浴びただけではなく、過度の資本自由化に伴う問題に対する国際社会の注意を促す結果となった。

この時期に、短期資本移動の自由化の正否を巡る議論のなかで、人々に驚きを与えたのは、1998年5、6月号のフォーリン・アフェアーズ誌に掲載されたバグワティ (Bhagwati, Jagdish, コロンビア大学の教授) の論文である。貿易自由化理論の権威のひとりである彼が資本自由化の正当性を疑問視したこと、彼がIMFと米国政府による資本自由化政策を痛烈に批判したことは、資本自由化を盲目的に崇拜してきた現実の世界に大きな衝撃を与えた。彼によれば、アジア通貨危機の真の原因は短期資本移動の資本自由化であり、アジア通貨危機の発生は過度の資本自由化の危険性を知らしめた出来事である。人々は自由な資本移動がだれにでもメリットをもたらすという神話に支配されているが、結果としては、この神話がアジア諸国に災難を招いたということである¹³⁾。

1998年に入ってから、日本の経済学者たちやアナリストたちのなかでも、経済のグローバル化や発展途上国の資本自由化を問題視する議論が活発に行なわれてきた¹⁴⁾。日本では、比較的早い時期に資本自由化と通貨危機との関連を指摘したのは、大蔵省外為審議会アジア金融・資本市場専門部会の『アジア通貨危機に学ぶ』(98年5月)という報告書であった¹⁵⁾。

11) Stiglitz, Joseph. (1998b).

12) Stiglitz, Joseph. (1998a, 1998b) を参照。

13) Bhagwati, Jagdish (1998), 邦訳, 104-109ページを参照。

14) これについては榊原英資(1999), 山下英次(1998), 本山美彦(1998)などを参考されたい。

15) 大蔵省外為審議会アジア金融・資本市場専門部会(1998)。

この報告書は通貨危機と過度の資本自由化との関連を指摘したうえで、発展途上国が通貨危機を予防するために短期資本流入を規制すべきであると提案した。

アジア通貨危機以後、その原因について、国際政治の舞台で活躍していた前大蔵財務官の榊原英資が過度の資本自由化を問題視したことも多くの注目を浴びた。彼はIMFや米政府の市場万能論的な考え方を批判し、国際金融システムの問題やアジア諸国の過度の資本自由化が通貨危機の原因のひとつだと主張してきた¹⁶⁾。

1997年9月に発生したソロスとマハティールとの論争と異なって、1998年に入ってから、資本自由化に関する論争は、先進国の政府高官、国際機関および一部の知名度の高い経済学者たちの間で展開されていた。この時期の議論には、次のふたつの特徴が見られる。ひとつは、これまでは市場の役割を重視してきたバグワティやサックスなどが過度の資本自由化を疑問視したことである。もうひとつは、一部の影響力のある政治家や経済学者たちがこの議論に加えたことである。これによって、1980年代後半以降、世界経済の流れを支配してきた市場原理主義に対する不信が、発展途上国だけではなく、先進国でも高まる結果となった¹⁷⁾。

3. G7における資本移動規制の議論

そして、第三の段階は、1998年10月以後、G7などの国際会議の場で、短期資本移動やヘッジファンドに対する監視と規制問題が国際金融システムの改革の一環として、議論されるようになった段階である。

ロシア金融危機の発生、米国のヘッジファンドであるLTCM (Long-term Capital Management) の経営破綻をきっかけに、アジア通貨危機がグローバルな金融危機に発展し、資本移動規制に関する問題がアカデミックな議論を超えて、国際政治舞台のひとつの重要な議題とされるようになった。この時期に、国際社会の注目を集めたのは、ヘッジファンドや短期資本移動の監視と規制の問題を巡る先進国の対立である。国際金融システムの改革を巡る議論のなかで、国際金融市場に対する政府介入について、日本やフランスなどの政府が積極的だった一方、米国政府が消極的であった。

1998年10月3日にワシントンで開かれたG7蔵相・中央銀行総裁会議では高レバレッジ金融機関(HLIs)に関する情報開示の問題が検討の対象となった¹⁸⁾。この会議では、米政府の反対で金融市場の監視と規制に関する合意に至らなかったものの、情報開示の必要性を検討することで合意した。こうしたG7蔵相・中央銀行総裁会議の合意を背景に、10月4日、IMF暫定委員会はより具体的に短期資本流出入の監視とヘッジファンドの情報開示お

16) 榊原英資 (1999) を参考されたい。

17) 中尾茂夫によれば、アジア通貨危機以降、アメリカの主流派やIMF内部からも「市場主義」への反省が聞かれるようになった。中尾茂夫 (1998), 141-142ページ。

18) 「G7カ国蔵相・中央銀行総裁会議声明」, 1998年10月3日, ワシントン, 大蔵省ホームページ。

よび通貨投機に対応するための資本規制の必要性などについて検討することで合意した¹⁹⁾。

1999年1月にバーゼル銀行監督委員会がH L I sに関する報告書を発表したことにより、ヘッジファンドに対する間接規制が大きな進展を見せるようになった²⁰⁾。1999年2月20日にボンで開かれたG7蔵相・中央銀行総裁会議は、このバーゼル銀行監督委員会による提言を議論し支持する声明を発表した²¹⁾。

1999年に入ってから、それまでに短期資本移動に関する規制に消極的だったアメリカ政府の態度に若干の変化が見られるようになった。99年2月にアメリカのクリントン大統領はその演説のなかで金融安定を維持するための政府の役割を強調し、4月にルービン財務長官は通貨危機の予防策にあたって、チリ型の短期資本規制をひとつの選択肢として挙げている²²⁾。こうした米国政府の態度の変化を背景に、ヘッジファンドや短期資本移動の監視と規制問題に関するG7の合意が大きな進展を見せるようになった。1999年6月にG7蔵相がこれまでの検討結果をまとめた『国際金融システムの強化に関する報告書』をケルンG7首脳会議に提出し、この報告書の内容はG7経済サミットで了承された²³⁾。

これまでの国際金融システムの改革に関する合意と異なって、今回の改革案は資本自由化を強化するべきというこれまでの方針を放棄し、一部の短期資本規制を認めるという政策に転換した。グローバルな金融危機やアメリカのヘッジファンドの経営破綻などの教訓を踏まえて、G7蔵相の報告書は、金融システムの不安を回避するための対策として先進国側にヘッジファンドに対する間接的な規制やヘッジファンド自身の情報開示の義務付けを提唱した一方、発展途上国の通貨危機の対応策については、過度の短期資本流入を抑制するための資本流入規制、通貨危機に対応するための緊急措置としての一時的な資本流出規制を例外的に許容することを提案した。

II 短期資本自由化による問題

1990年代半ばごろ、良好な経済環境と将来に対する楽観的な見通しを背景に、アジア地域への資本流入が史上未曾有の規模に達した。1994年にインドネシア、マレーシア、韓国、タイおよびフィリピン5カ国への純民間資本流入は379億ドルであったが、95年になると、804億ドルに上り、96年にはさらに1,023億ドルを記録した。しかし、1997年に、タイの通貨危

19) 『日本経済新聞』、1998年10月5日。

20) Basle Committee on Banking Supervision. (1999) を参照。ヘッジファンドに対する金融機関の融資の情報開示やこの融資額を制限するための規制などはヘッジファンドに対する間接的な規制と呼ばれる。

21) 「7カ国蔵相・中央銀行総裁コミュニケ」、1999年2月20日、ボン、大蔵省ホームページ。

22) Rubin, Robert. (1999)。

23) G7蔵相からケルンサミットへの報告書「国際金融システムの強化」、1999年6月18-20日、ケルン、大蔵省ホームページ。

機をきっかけに、上記5カ国への純民間資本流入が急速に減少し、資本流入の減少額がGDPの10%に達した(図表1)。急速な、かつ大規模な短期資本の流出をきっかけとしてアジア通貨危機が発生した。

図表1 東アジア5カ国への純資本流入

(単位:10億ドル)

	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年*	1999年†
民間資金	37.9	80.4	102.3	0.2	-27.6	0.3
株式投資	12.1	15.3	18.6	4.4	13.7	18.5
直接投資	4.7	4.2	4.7	5.9	9.5	12.5
ポートフォリオ投資	7.4	11.0	13.9	-1.5	4.3	6.0
その他の投資	25.8	65.1	83.7	-4.2	-41.3	-18.2
銀行ローン	23.4	53.2	62.7	-21.2	-36.1	-16.0
非銀行	2.4	12.0	21.0	17.1	-5.3	-2.3
公的資金	7.3	2.6	-3.3	28.1	23.4	7.6
国際金融機関	-15.2	-0.3	-2.0	22.4	19.3	-1.7
二国間信用提供	-5.4	3.0	-1.3	5.7	4.1	9.3
純資本流入の合計	45.2	83.0	99.0	28.3	-4.2	7.8
外貨準備(=-増加)	-5.4	-14.1	-16.9	31.5	-42.1	-31.4

注:e=推定値、f=予想値。

注:ここで言う5カ国とは、インドネシア、マレーシア、韓国、タイおよびフィリピンの5カ国である。

出所:IIF, 1998, 1999.

アジア通貨危機以後、アジア通貨危機と不安定な短期資本移動との関連性が明らかになったことを背景に、短期資本移動の自由化が問題とされるようになった。ここで、過度の短期資本移動の自由化による問題は何か、アジア諸国の経験からどのような教訓が得られるかについて、検証してみよう。

1. 短期資本自由化と通貨危機との関連

(1) 外貨流動性危機の原因

アジア通貨危機以降、IMFの通貨危機の対応策、およびIMFによって推進されてきた資本自由化政策を批判したことにより、多くの注目を浴びた経済学者のひとり、サックス(Sachs, Jeffrey, ハーバード大学教授)である。資本自由化による問題に関する分析のなかで、サックスは、対外短期債務の増加と外貨流動性危機との関連性を強調する。

サックスによれば、「90年代前半のメキシコとアルゼンチン、および80年代初期のチリと同様、アジア諸国の通貨危機も金融市場の自由化と改革の過程で発生した。こうした自由化と改革は完了されたわけではない。皮肉なことに、外部的な金融ショックに対するアジア諸国の脆弱性を招いた一部の原因は、1990年代の市場志向の金融改革にあった。これらの改革

は、国内金融機関を急増させ国内金融機関と国際経済とのつながりを深める結果となった。これが原因となって、これらの国々の経済は、国際的金融ショックに晒されるようになった。こうしたなか、とくに短期借入れの急増はアジア諸国の経済に脆弱性を与えた」²⁴⁾。

そして、過度の短期資本流入による問題として、サックスは外貨準備に対する対外短期債務残高の倍率の上昇を指摘する²⁵⁾。すなわち、この倍率が高いほど一国の通貨防衛能力が低下し、それは結局市場の予想を悪化させることによって、その経済に脆弱性を与えるということである。通貨危機が発生した直前に、アジア諸国の債務返済能力が疑われることはほとんどなかった。それでも外国の投資家たちが投資を引き揚げた原因は、いったん短期資本の引き揚げがいつせいに発生すれば、外貨需要に対する外貨準備の不足により為替相場が暴落し債務不履行が発生するかもしれないという市場の見通しにあった。

図表2 外貨準備に対する対外短期債務残高の倍率

	1994年6月	1997年6月	1998年6月
メキシコ	1.721	1.187	0.920
アルゼンチン	1.325	1.210	1.518
ブラジル	0.702	0.792	0.761
チリ	0.506	0.447	0.664
コロンビア	0.515	0.674	0.784
タイ	0.992	1.453	1.077
インドネシア	1.724	1.704	1.541
韓国	1.623	2.073	0.812
マレーシア	0.250	0.612	0.568
フィリピン	0.405	0.848	1.127
インド	0.303	0.301	0.286
パキスタン	0.740	2.440	2.996
台湾	0.189	0.244	0.223
ロシア	—	1.878	3.105

出所：Radelet, Steven and Jeffrey Sachs. (1998, 1999).

図表2に示したように、1990年代に通貨危機に襲われた発展途上国では、外貨準備に対する対外短期債務残高の倍率がきわめて高かった。メキシコとアルゼンチンでは通貨危機前の94年6月にそれぞれの倍率は1.7倍と1.3倍に達した。今回のアジア通貨危機のなかで、韓国、タイとインドネシアのこの倍率が1を超えたため、通貨危機による打撃も比較的大きかった。一方、マレーシアとフィリピンも通貨危機に襲われたものの、外貨準備に対する短期資本の比率が相対的に低かったことから、通貨危機の深刻さは上記の三か国ほどではなかった。それに、1998年9月に通貨危機が起こったロシアでは、通貨危機直前の1998年6月の時点でこ

24) Radelet, Steven and Jeffrey Sachs.(1998), p13.

25) Radelet, Steven and Jeffrey Sachs.(1998, 1999)

の倍率は3.1倍に達し、アジア諸国のそれを大きく上回っている。また、1999年1月に通貨危機が起こったブラジルについては、1998年6月の時点でこの倍率は1に至っていなかったが、通貨危機直前の12月において外貨準備はすでに98年6月の696億ドルから450億ドルへと激減し、短期債務を下回っていた。これによって通貨投機の攻撃が強まったわけである²⁶⁾。

発展途上国において、外貨準備に対する対外短期債務残高の倍率が高くなれば通貨危機がかならずしも発生するという事はない。しかし、今までの通貨危機の経験からみれば、この倍率が1を超える場合は、通貨危機の発生の確率が高くなると考えられる。アジア通貨危機の原因のひとつは、まさに急速な短期資本移動の自由化によりこの倍率が著しく上昇したことである。

(2) 金融構造から見る短期資本自由化の問題

以上のサックスの視点は外貨流動性の問題に置かれているが、こうした問題は、企業の負債比率（自己資本に対する借り入れの比率）が高いアジア諸国にとって、その打撃がとくに大きかったと推定できる。

高い負債比率のアジア諸国の金融構造の特徴を踏まえて、短期資本移動の自由化と外貨流動性危機との関連性を指摘したのはウェイド(Wade, Robert, ブラウン大学教授)である²⁷⁾。ウェイドによれば、アジア諸国の金融構造におけるひとつの重要な特徴は、企業の自己資本に対する負債の比率が非常に高いという点である。この状況はアジア諸国の貯蓄率が高いことや、貯蓄のうち家計部門の貯蓄が圧倒的に大きいこと、およびアジアの人々が資産の安全性を重視することなどに由来する。近代化の促進や規模の経済による利益を達成するため、企業は金融機関からの借り入れを増やすことによって、技術の向上や投資の拡大を図るのは不可欠であった。

しかし、このような金融構造のひとつの弱点は、流動性の問題が生じやすいということである。この問題を克服するためには、企業や金融機関に対する政府の支援が欠かせない。このことは東アジア地域における企業と政府のつながりを深めてきた原因のひとつだと考えられる。これはまさに西側によって批判されてきたいわゆる縁故主義である。アジア諸国における企業と政府の協力がアジア諸国の近代化に寄与してきた事実に着目して、ウェイドはこうした協力の必要性を否定することは妥当ではないと指摘する。

ウェイドによると、アジア諸国の金融構造の弱点を克服するために、企業と金融機関に対する政府のコントロール、すなわち企業と金融機関の流動性に対する政府の管理と支援は必要性であった。しかしながら、1990年代に入ってから、過度の金融自由化と資本自由化を背景に、こうした政府の役割が低下し、結局、このような変化が流動性の危機につながったのである。特に対外借り入れが自由化された場合、外貨については政府は最後の貸し手になり

26) Radelet, Steven and Jeffrey Sachs.(1999), p.2を参照。

27) Wade, Roert and Frank Veneroso.(1998)を参照。

えないから、アジア諸国の経済が外貨流動性危機に晒されやすい体質に変わってしまった。また、短期資本移動の自由化を背景とする高金利政策もアジア経済に対する打撃が比較的大きかった。メキシコでは、1994年12月から始まった通貨危機による経済の低迷が一年間に止まったのに対して、今回のアジア通貨危機のなかでは、アジア諸国の経済の後退が二年間も続いた。ウェイドの見解は、今回のアジア通貨危機の深刻さを説明するうえで、ひとつの有力な手がかりになると思われる。

(3) 経済ファンダメンタルズの変化

アジア通貨危機について、外貨流動性の問題に加え、その原因を解くひとつの重要な鍵が経済ファンダメンタルズの変化と短期資本移動との関連にある。

アジア通貨危機の構図は、ふたつの部分から構成されていると考えられる。ひとつは過度の短期資本流入に起因する経済ファンダメンタルズの悪化であり、もうひとつは経済ファンダメンタルズの悪化による短期資本の流出である。アジア通貨危機の直後、ファンダメンタルズの悪化に起因する短期資本の流出という側面が強調される傾向にあった。これに従えば、ファンダメンタルズの悪化が原因で、短期資本移動による金融不安はその結果であるという結論になる。この推理によると、ファンダメンタルズの問題が回避されたとすれば、短期資本移動による金融不安も避けられたということである。すなわち、アジア通貨危機が短期資本の自由化と関係なく、ファンダメンタルズの問題によって発生したという結論に至る。

こうした考え方に対して、ヘルムート・ライゼン (Reisen, Helmut, OECD) は、短期資本の流入と経済ファンダメンタルズの悪化との関連を強調し²⁸⁾、過度の資本自由化を背景とした大量の資本流入がアジア諸国の経済状況を悪化させたと主張する。

アジア通貨危機について、経常収支赤字の拡大、為替相場の過大評価、過度の不動産投資、および資本生産性の低下などの経済問題が短期資本の流出を招いたことは事実である。しかし、肝要な点は、このような問題がなぜあったかを問わなければならない。その原因のひとつは、過度の資本自由化を背景とする大量の短期資本流入にあったと考えられる。経常収支赤字が資本流入によってファイナンスされることは言うまでもないが、経常収支赤字の拡大が過度の資本流入に伴う過剰流動の発生や実質為替レートの上昇に起因する側面も否めない。大量の資本流入は、名目為替レートの上昇（変動相場制の場合）、あるいは過剰流動性の発生や物価の上昇（固定相場制の場合）を通じて、実質為替レートの上昇を招きがちである。そして実質為替レートの上昇は、さらに貿易財に対する投資のインセンティブを弱め、不動産などの非貿易財部門に対する投資を促す結果となる。また、海外からの資本流入の拡大により、労働に対する資本の比率が上昇し、資本の限界収益率の低下につながることも予想される。

以上の事実に着目するライゼンは、過度の資本自由化がアジア通貨危機の原因のひとつで

28) Reisen, Helmut.(1998), p.12を参照。

あると指摘する。彼によれば、1982年のチリ、1994年のメキシコ、および1997年半ば以後のアジアの金融危機のいずれについても、過度の資本自由化と深く関わっている。過度の資本自由化による問題のひとつは、大量の資本流入が民間部門のバランス・シートを悪化させたことである。

(4) 市場の規模と資本自由化のリスク

資本取引が完全に自由化された環境のなかで、先進国に比べて、発展途上国が通貨危機に襲われやすく、しかもいったん通貨危機が発生すると、発展途上国の経済に対する打撃ははるかに大きい。こうした現実に着目する一部の経済学たちは、市場の未整備という視点からアジア通貨危機の原因を突き止めている。そして、市場の未整備と関連するひとつの重要な問題は、発展途上国の市場規模の限界である。

一部のアジア諸国では、1997年に、通貨投機や資本流出に伴って、為替市場における国内通貨の売りが巨大な規模に達した。しかもこのような売りが群集行動により集中的に発生する現象がよく見られた。例えば、タイでは、パーツに対するヘッジファンドの攻撃が発生した97年5月13日に、為替市場における一日の取引が100億ドルに達した。この規模は、ふだんの一日取引量の50倍、外貨準備の3分の1、そして90年代初期の一年分の資本流入に相当する大きさである。市場規模の小さい発展途上国がこのような巨大な通貨売りに耐えられないことは明らかである。それゆえ、アジア通貨危機以後、市場の規模という視点から過度の資本自由化による問題点を指摘する経済学者は少なくない。

アジア通貨危機が発生した後、前FRB議長のウォルカーは、資本自由化と経済規模との相互関連という視点から、通貨危機の原因を突き止めようとしている。彼は「小さな開放経済は国際金融市場の変動に無防備なものだ」と指摘する。アジア通貨の原因について、多くの人々が金融機関の脆弱性の問題や政府主導の経済体制を取上げてきた。ウォルカーはこれらの問題点が「危機の拡大につれて関心を持たれるようになった問題」に過ぎないと述べたうえで、問題の本質は、開放経済下の発展途上国の弱さにあると主張する。これは、すなわち、国の経済規模が大手米銀のひとつにしかすぎない小国は、あたかも「資本の巨大な海」に浮かぶ「カヌー」のようにいつも転覆し得るということである²⁹⁾。

さらに、発展途上国の市場規模と為替操作との関連性という視点から通貨危機の原因を求めているのは、リチャード・クーパー (Cooper, Richard N) である³⁰⁾。彼によれば、規模の大きい国では市場価格を操作できるものは中央銀行しかない。それゆえ、市場が競争的であるといえる。しかし、開放的で、しかも市場規模の小さい国では状況はまったく別である。為替市場の取引量が不足している小国では為替レートが固定されていない場合、あるいは固定されても固定為替相場の維持に必要な外貨準備が不足している場合、大物の投機

29) 『日本経済新聞』, 1998年4月11日。

30) Cooper, Richard N (1998), p.18.

家は簡単に為替相場を動かすことができる。この場合、影響力のある投機家が大量の資金を市場に投入しなくても、たんに口先の操作や投資家たちの「家畜の群れの行動」を利用して投機を成功させることは可能である。

アメリカでは財市場や証券市場における市場の操作は、法律によって禁止されている。場合によっては、市場を操作して罪を犯した投機家は投獄されることになる。しかし、国際的なレベルでは為替相場の操作を禁じる法律が存在しないから、発展途上国が特に為替相場の操作による通貨投機に襲われる可能性が高い。この意味では、為替市場が未整備である発展途上国にとって、完全な資本自由化は望ましくないと考えられる³¹⁾。

2. 資本自由化と経済発展とのミスマッチ

以上、4つの側面から短期資本自由化による問題を見てきた。アジア通貨危機によって提示されたひとつの重要な問題は、先進国に比べて、経済開発の遅れた発展途上国では、なぜ完全な資本自由化が大量の短期資本流入を招きがちであるのか、そして、こうした資本流入が発生する場合は、なぜ経済状況を悪化させるのか、ということである。この解答は近代化の遅れに起因する発展途上国の経済構造問題にあると考えられる。ここで、過度の資本自由化がどのように構造問題を介して、発展途上国の経済環境に影響を及ぼすかについて、検証してみよう。

まず、第一に、発展途上国における資本の希少性や構造的な経常収支赤字などを背景に、国内の旺盛な資本需要は、内外金利差を招くことになる。こうしたなかで、無謀な資本自由化が過度の資本流入につながりやすく、しかも、為替市場の取引量の不足により、過度の資本流入が為替相場の高騰を招きがちである。

第二に、為替相場の上昇による圧力に対して、発展途上国は次のふたつの選択肢がある。ひとつは、為替相場の高騰を容認する選択である。この選択肢によるリスクは為替相場の高騰が輸出競争力を悪化させることである。もうひとつの選択肢は、為替相場の安定を維持しながらも、不胎化政策の実施により過剰流動性を吸収することである。しかし、為替相場の安定を維持するための政府介入が行われる場合、不胎化政策を実施するための金融市場の未整備により、資本流入がしばしば過剰流動性の発生とこれによるインフレ率の上昇を引き起こすことになる。以上の過程で、名目為替レートの高騰（変動相場制の場合）とインフレ率の上昇（固定相場制の場合）のいずれか、あるいは両方（管理変動相場制の場合）によって、実質為替レートが上昇し、バブルの形成と経常収支赤字の拡大は避けられない。

第三に、もっとも致命的な問題は、債券や株式市場などの国内金融市場の未整備を背景に、企業の長期投資のファイナンスが借入れに頼らなければならないということである³²⁾。

31) Cooper, Richard N (1998), p.18.

32) これについてはWade, Robert and Frank Veneroso.(1998)を参考されたい。

そして、海外からの短期借入れが自由化された場合、こうした短期借入れのコストが、一般的に長期債券や自国通貨建てのローンより低くなるため、短期資本の借換えによる長期投資のファイナンスが増える結果となる³³⁾。これは、過度の資本自由化が短期資本流入の増加を引き起こす主因であると考えられる。この場合、いったん、国内外の経済環境の変化によって短期資本の借換えができなくなれば、生産と投資過程の中止が余儀なくされる。急速な短期資本の流出が一部のアジア諸国の実体経済の崩壊を招いた原因はまさにここにあったと思われる。

以上から分かるように、資本自由化が完全に実現された環境のなかでは、発展途上国の特有な経済構造問題、すなわち、資本の希少性、構造的な経常収支赤字、為替市場の取引量の不足、および債券と株式市場の未整備などは、これらの経済に脆弱性を与えることになる。それゆえ、発展途上国の資本自由化がこうした問題の改善を前提として行なわれるべきであろう。

発展途上国では、資本自由化による問題の本質は、資本自由化と経済発展とのアンバランスにあるといえよう。先進国で比較的良好に機能してきた「自由な資本移動」が発展途上国に移されると、しばしば問題を引き起こす原因となってきた。これは、先進国と発展途上国の経済や金融市場の近代化の水準が異なっているからである。それゆえ、発展途上国の資本自由化は、経済や金融市場の近代化の向上に応じて、漸進的に推進しなければならないと考えられる。

III 通貨危機の予防と短期資本規制

以上は、アジア通貨危機と不安定な短期資本移動との関連性について、経済学者たちの論点を見てきた。こうした議論の延長線上にあるもうひとつの議題は、通貨危機を予防するために、発展途上国がどのように、短期資本移動に対応すべきかという問題である。これに関して、一部の経済学者たちは、短期資本流入規制の実施や、漸進的な資本自由化のプロセスなどを提案している。そこで、短期資本移動の抑制を目的とする短期資本規制が、予想通りの結果をもたらせるのか、短期資本規制のタイミングは何か、などが問われることになる。

1. 資本移動規制に関する提案

(1) チリ型の短期資本流入規制

アジア通貨危機の教訓を背景に、通貨危機を予防する手段として、チリ型の短期資本流入規制を提案する国際機関や経済学者たちが増えるようになってきている³⁴⁾。ここで、そのな

33) Feldstein, Martin. (1999), p.102.

34) チリの短期資本流入規制については周宇 (1999) を参考されたい。

かの何人かの経済学者たちの提案を取り上げ、その根拠について考える。

資本流出による打撃を緩和するために、一時的な資本流出規制を提案してきたマサチューセッツ工科大学のクルーグマン (Krugman, Paul) は、最近その著書のなかで、さらに通貨危機を予防するための発展途上国における資本流入規制を提唱している³⁵⁾。通貨危機の予防について、彼は、近年議論されてきた情報の開示、企業や銀行の業務内容の透明性、および金融機関のリスク管理に対する規制などの必要性を肯定したうえで、次のように対外借りに対する規制の必要性を主張する。

「私の個人的な提案は、企業が海外からの借り入れを減らすように政府が働きかけるべきだということである。一般的には、あまりに巨額の資金の借り入れに頼るべきではないということである（つまりレバレッジを減らせということだ）。そのための最善の方法は、外貨で借り入れる企業に税を課すことだ。そうすることによって、国は金融危機を起こさずに通貨を下落させることができ、それがまた将来の危機を未然に防ぐことにつながる」ということである。この提案の内容はチリ型の資本規制であると考えられる。

「私は自由市場を守るためには規制が必要だからといって、国が自由市場に介入することを好まない。しかし、金融市場を注視してきた者なら、規制は必要ないと強く主張することはできないだろう。金融市場が常に正しい者に報い、悪いものを罰するとは言い切れないのだから」。

さらに、クルーグマンは、金融安定の維持に当たって、賢明な行動を妨害する要因が、主としてふたつあると指摘する。それはプライドと偏見である。

プライドの問題として、一部の発展途上国は、資本移動規制の導入が「一流」国になるために、相応しくないと考えている。しかし、クルーグマンによれば、「一流」国である先進国の大部分では、第二次世界大戦後の数十年間、資本移動規制が維持されていたわけである。これらの国々が資本移動規制を撤廃したのは、経済が豊かになってからである。それゆえ、「一流」の国になるため、こうした一流国の経験をも生かすべきであろう。

そして、賢明な政策の実施を妨げるもうひとつの障害は、さまざまな偏見である。資本規制に対する偏見、すなわち市場万能主義の教義もその一例だと考えられる。世界経済が常に変化しているなかで、こうした偏見が問題の解決を遅らせていることは現実である。このため、クルーグマンはその著書の最後に、次のように語っている。「日本、アジアの新興経済国、ブラジルの問題は構造的なものだと断じ、即効薬はないと主張する人々がいる。しかし、私に言わせるなら、世界繁栄への重大な構造障壁はただひとつ、われわれの思考を混乱させる時代遅れの教義でしかないのである」。

以上はクルーグマンの提案であるが、アジア通貨危機以後、IMFの政策に対する痛烈な批判によって注目されてきたマーティン・フェルドスタイン (Feldstein, Martin) も、通

35) クルーグマン (1999), 269-277.

貨危機を予防するため、チリ型の短期資本規制が必要だと主張する³⁶⁾。

フェルドスタインによれば、発展途上国の通貨危機の予防は、自助努力に頼るしかない。なぜならば、IMFの外貨流動性の補給や国際金融システムの改革などが問題の根本的な解決につながらないからである。IMFの融資を受ける場合、厳しい条件を満たさなければならず、しかもIMFの外貨流動性の供給には限界があることも明らかである。こうした現実を踏まえて、フェルドスタインは通貨危機の予防について、発展途上国の自己防衛の重要性を強調する

そして、自己防衛の手段のひとつとして、フェルドスタインは短期借り入れの抑制を提唱し、その方法として、チリ型の短期資本規制を取り上げている。彼によれば、チリが準備金制度を内容とする短期資本規制を導入した後、チリへの短期資本流入が少なくなったが、資本流入の総規模は減少しなかった。なぜなら、居住者の短期借り入れのコストが上昇したことで、彼らは短期借り入れを長期借り入れに切り替えたからである。こうした規制によって、チリは外国からの長期資本流入の増加を維持しながら、短期資本移動によるリスクの回避に成功してきたのである。

アジア通貨危機以後、通貨危機を予防するために、発展途上国の短期資本規制を提案する経済学者たちが増えてきたが、こうした主張は、多くの場合、資本自由化のあり方との関連で論じられている。これについて、サックスの論点を見てみよう。

サックスは発展途上国の資本自由化のあり方について、次のように述べている。「もっとも重要なことは、アジア通貨危機が急進的な金融自由化に警告を発したことである」³⁷⁾。「マッキノン(1993=1991)、マッキノンとピル(1996)およびディアスーアレハンドロ(1988=1985)などの著者は、新興市場における急進的な金融自由化の危険性を警告してきた。しかし、こうしたアドバイスが重視されることはほとんどなかった。アジア通貨危機が発生したことにより、貿易と直接投資の自由化の重要性が否定されたわけではないが、国内金融機関の取引やポートフォリオ投資に関してより漸進的に、なおかつ慎重に資本自由化を進めることの必要性が明らかになった」。

「とくに国境を超える短期債務に関連する資本移動の自由化は、金融改革の最後の段階において行われるべきである。なぜならば、こうした資本移動が金融不安やパニックの原因になり得るからである。短期資本移動に対するチリの課税は、他の発展途上国に有望な方法を示している。チリの規制は長期資本流入を抑制することなく、短期資本流入の減少に寄与した。多くのアナリストたちが指摘したように、チリがメキシコ、アルゼンチンおよびアジア通貨危機による影響を最小限に抑えることができた原因は、短期資本規制とこれによる短期債務の減少にあったということである。これらの規制は健全な金融システムが確保されるま

36) Feldstein, Martin.(1999). p.102-103.

37) Radelet, Steven and Jeffrey Sachs.(1999), p.12.

で通貨危機から金融市場を守るための一時的な措置だと考えられる」³⁸⁾。

以上、三人の経済学者たちの見解を見てきたが、資本流入規制の在り方について、彼らがチリ型の資本流入規制を提案していることは明らかである。

(2) 一時的資本流出規制

資本流出規制に関して、1998年9月にクルーグマンによって提示された一時的な資本流出規制の提案と同月にマレーシアで始まった資本流出規制は多くの注目を浴びることになった。これをきっかけに、通貨危機に対応するための一時的な資本流出規制の是非が議論の対象とされてきた。また、1999年6月のケルンG7サミットでは、主要先進国首脳は、通貨危機に対応するための一時的資本流出規制について、特定の条件下での実施を容認することで合意した。

資本移動規制を巡る議論のなかで、短期資本流入規制に賛成する経済学者たちの多くは資本流出規制に慎重な姿勢を示してきた。例えば、マレーシアの資本流出規制について、サックスは次のようにコメントしている³⁹⁾。「マレーシアの措置は不必要だし有効ではない。いったん多額の資本が入ったらそれを国内に閉じこめるのは難しい」。「マレーシアのマハティール首相がヘッジ・ファンドを批判するのは正しいが、同国がとった規制は攻撃的にすぎる」。資本流出規制に反対するという点では、サックスは一時的な資本流出規制を提唱してきたクルーグマンと対照的である。

しかし、1999年に入ってから、マレーシア経済の順調な回復を背景に、マレーシアの資本流出規制に対する国際社会の好意的な評価が増える傾向が見られる。その一例はIMFの態度の変化である。IMFは、最近の報告書のなかで、マレーシアの規制が期待以上の効果があったとの評価に転じている。緊急避難措置としてのマレーシアの資本流出規制の効果に対して、国際社会は非常に懐疑的であるが、IMFはこの見解が誤りで、資本取引規制が同国の金融構造改革の実施に寄与したと指摘する⁴⁰⁾。

また、アジア通貨危機以後、資本流出規制について、資金の出し手を居住者と非居住者に分けて議論する傾向が見られる。一部のアナリストたちは、非居住者を対象とする資本流出規制に反対する一方で、居住者を対象とする資本流出規制についてはその必要性を示唆している⁴¹⁾。

アジア通貨危機に関して、華僑など居住者による資本流出と外貨の取り付けがしばしば問題として取上げられてきた。これに関して、インドネシアやロシアなどでは、通貨不安が生じた時、居住者が外貨の取り付けを急ぐ光景は、極めて印象的であった。このような居住者

38) Radelet, Steven and Jeffrey Sachs.(1999), p13.

39) 『日本経済新聞』, 1998年10月31日.

40) 『日本経済新聞』, 1999年9月10日.

41) 居住者による資本流出の問題についてはRadelet, Steven and Jeffrey Sachs.(1999), Feldstein, Martin.(1999) 参照.

の行動が通貨危機を深刻化させたことは明らかである。これまでは、インドネシアやロシアなどと対照的に、中国政府は居住者に対する為替管理を維持してきた。その背景には、居住者による外貨の取り付けが発生した場合、政府がいくら外貨準備を保有しても、それに対応しきれないという認識がある。今回のアジア通貨危機のなかで、居住者に対する為替管理は人民元の安定に寄与したと指摘できる。最近のグローバルな金融危機の教訓を背景に、短期資本移動の自由化だけではなく、居住者に対する為替・資本取引の自由化もより慎重に行われることが多くの経済学者たちによって提案されてきた。フィッシャーとライゼン (Fischer and Reisen, 1993) およびウィリアムソン (Williamson, J, 1993, 1998) などは、資本流出の自由化の条件について、健全な金融システムの確立や内外金利格差の縮小などの厳しい条件が必要だと主張する。これは居住者による資本流出の影響を考慮した考えだと思われる。こうした自由化が無謀に行われる場合、新たなタイプの通貨危機が居住者による資本流出や外貨の取り付けによって発生するかもしれない⁴²⁾。

2. 短期資本規制の影響と効果

発展途上国にとって、短期資本規制が望ましいか否かについて、その解答は次のふたつの問題と深く関わっている。ひとつは、短期資本規制が短期資本移動の抑制に機能するのか、もうひとつは、短期資本規制があっても、長期資本移動の自由化による海外からの長期資本の利用が可能なのか、ということである。

資本移動に対する影響という視点から、短期資本規制に反対する考えは、主としてふたつある。ひとつは、短期資本規制が長期資本流入を妨げると主張する「規制有害論」であり、もうひとつは、資本移動規制が資本移動の抑制に効果がないと主張する「規制無用論」である。たとえば、チリの短期資本規制について、規制無用論はチリの規制があっても資本流入が減少しなかったと強調するのに対して、規制有害論はチリでは短期資本規制の実施により長期資本流入も減少したと主張している。短期資本規制の必要性を否定するこのふたつの考えが規制の効果に関して、全く反対の立場にあることは一目瞭然である。ここで、このふたつの論点の是非について、検証してみよう。

(1) 短期資本規制と短期資本移動

言うまでもなく、短期資本規制を正当化させる基本的な条件のひとつは、規制が短期資本流入の抑制に効果がなければならないということである。この論点を裏付けるために、短期資本規制の必要性を主張するアナリストたちは、90年代前半のチリとコロンビア、94年のマレーシアおよび今の中国とインドなどのケースを挙げた。これらの国々では、資本移動規制により短期資本の流入が減少したか、もしくは低い水準に止まったことは事実である。

42) サックスは将来の通貨危機が居住者の行動によって発生する可能性があるとは指摘している。Radelet, Steven and Jeffrey Sachs. (1999), p.2-3. 参照。

アジア通貨危機以後、通貨危機を予防するための短期資本規制の効果について、よく指摘されてきたのは、チリと中国のケースである。チリが間接的管理手段、すなわち準備金制度と課税などを利用して、短期資本流入を抑制していたのに対し、中国は、許可制や禁止および外貨供給の制限などの直接的 management 手段を利用して、資本流入の規模と構成をコントロールしている。一般的に、中国の直接的 management 手段に比べて、チリ型の間接的な管理手段の方が市場経済にとっては望ましいと言われる。しかし、短期資本流入を効果的に抑制できたという点では、両方ともうまく機能したと見られる。中国の対外借り入れ残高のうち、短期債務残高の割合は低い水準に止まっている（図表3）。一方、チリでは、短期資本流入規制が導入された後、短期借り入れが著しく低下する傾向が見られた⁴³⁾。

図表3 中国の対外債務残高と期間構成

	短期（億ドル）					
	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
合計	693.21	835.73	928.06	1,065.90	1,162.75	1,309.60
対外長期債務残高	584.75	700.27	823.91	946.74	1,021.67	1,128.20
対外短期債務残高	108.46	135.46	104.15	119.16	141.08	181.40
構成（％）	100	100	100	100	100	100
対外長期債務残高	84.4	83.8	88.8	88.8	87.9	86.1
対外短期債務残高	15.6	16.2	11.2	11.2	12.1	13.9

資料：国家統計局編『中国統計年鑑1998』、中国統計出版社。

さらに、過去の発展途上国の経験からみれば、80年代初期のラテン・アメリカでは、資本移動規制の有無と関係なく、多くの国々では大規模な資本逃避が発生した。資本管理が資本逃避の防止に効果がなかった原因は、政界が経済界に従属するというラテン・アメリカ諸国の特有の経済システムにあったと言われる⁴⁴⁾。一方、この時期に、資本管理が比較的厳しかった韓国、台湾およびタイなどの一部のアジア諸国では、民間資本の移動が安定的であったと見られる。この点に関する解釈は、ラテンアメリカ諸国の状況と正反対、すなわち、政界が経済界を支配するというアジア型の経済システムが、規制を有効にしたと言われている。しかし、1990年代に入ってから、一部のアジア諸国の急速な資本自由化を背景に、資本移動に対する政府のコントロールが弱まったことは、過度の短期資本移動につながったと指摘される。

80年代のラテン・アメリカ諸国の経験から分かるように、資本移動規制だけでは、金融の安定が保証されるというわけではない。規制の効果を高めるために、健全な経済ファンダメンタルズや効率的な規制の仕組みおよび官僚の管理能力なども要求されることは言うまでもない。

43) 資本移動規制が導入された後のチリの資本流入の変化については周宇（1999）を参考されたい。

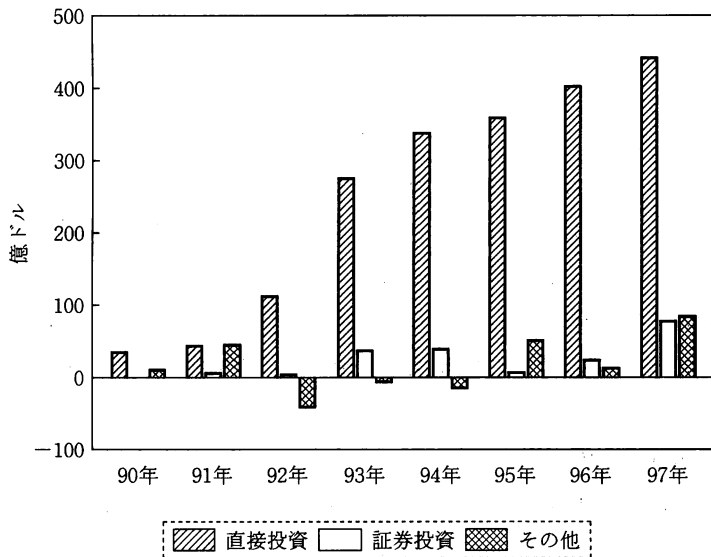
44) 東アジア地域とラテンアメリカ地域との資本管理効果の相違については西村 厚（1996）を参考されたい。

(2) 短期資本規制と長期資本移動

一方、長期資本の移動、とくに直接投資の流入に対する短期資本規制の影響について、一部のアナリストたちは、マイナスの効果があり得ると認めるものの、その影響が長期資本移動の自由化や長期資本移動に対する優遇措置によって相殺されると主張する。これに関して、たとえば、バグワティは資本取引を直接投資と国際分散投資の二種類に分けて、それぞれの影響と相互関係について次のように分析している。「資本移動によって大きな生産性が得られるとしても、国際分散投資される資本の移動を自由化することと、直接投資を誘致する政策とのあいだには、依然として大きな差がある。おそらく海外からの直接投資額は国際分散投資される資本が自由に移動できなければ若干は減少するだろうが、この主張を裏付ける証拠はほとんどない。こうした損失があるとしても、積極的な外資誘致戦略を進めることのメリットに比べれば、些細なものだからだ」。ここでの国際分散投資は、短期資本移動も含めるが、バグワティによれば、このような投資に対する規制が直接投資による資本流入の障害にはならないということである。

長期資本移動に対する短期資本規制の影響があるか、あるいはどの程度あるかは定かではない。1980年代末までの台湾、韓国とタイ、および今の中国とベトナムなどの状況からみれば、これらの国々における資本管理が直接投資の流入に影響があったとしても、その影響はさほど大きくはないと推定できる。とくにタイに関しては、短期資本自由化が急速に展

図表4 中国の資本流入構成



IMF, *International Financial Statistics*、各号。

開された90年代前半に、直接投資の流入と資本流入に占める直接投資の割合は、むしろ80年代より若干低下したと見られる⁴⁵⁾。一方、資本管理を維持してきた中国では、97年の直接投資は実行ベースで452億ドルと、米国に次ぐ世界第2位の受け入れ規模を維持した⁴⁶⁾(図表4)。

45) 90年代のタイの資本流入構成の変化については周宇(1999)を参考されたい。

46) 日本貿易振興会(1999)、157ページ。

長期資本移動に対する資本移動規制の影響について、最近注目されているのは、1998年9月以後のマレーシアの規制である。多くのアナリストたちは、マレーシアの資本流出規制が直接投資の流入に悪影響を与えると指摘してきたが、この推定を裏付ける確実の根拠はほとんど得られなかった⁴⁷⁾。ジェトロ（1999）によれば、規制が導入された最初の段階では、日系企業のなかには、困惑が多く見られたが、実際には影響は少なかった。また、通商産業省のアンケート調査によると、マレーシアの規制が導入された後、事業環境が「悪化した」とする企業が19%、「変化なし」の企業が56%、「改善した」とする企業が25%となっている。事業環境について、「悪化した」企業より、むしろ「改善した」企業が多かったということである。「改善した」理由として、固定相場による為替リスクの減少が挙げられている⁴⁸⁾。

一部の資本取引に対する規制が他の資本取引にどのような影響を与えるかは定かではない。この影響が資本移動規制の内容にもよると思われる。例えば、短期資本流入規制により短期借入が抑制される場合、短期借入の一部需要が長期借入にシフトし、長期借入が増えることになる。しかし、規制の透明性や一貫性が欠ける場合、こうした規制が信用の喪失により長期資本移動に悪影響を与えることも予想される。結論として、短期資本規制が長期資本移動にどのような影響を与えるかについては、短期資本規制の在り方やその他の経済政策にもよるが、そのマイナスの影響は投資優遇政策などによって相殺し得ると考えられる。

3. 短期資本規制のタイミング

(1) 規制効果の継続期間

選択的資本自由化の一環として、短期資本規制の必要性を主張する経済学者たちは、規制を経済環境が改善されるまでの一時的、もしくは過渡的な措置にするべきであると考えている。規制を恒久的なものにしてはならないという考えを裏付ける根拠は、主としてふたつある。ひとつは規制の効果に関わる問題であり、もうひとつは経済システムの公正さや経済の効率性に対する規制の影響を考慮したものである。

資本流入規制を一時的な措置に限定するという考えを裏付ける根拠のひとつは、資本流入規制が短期的にしか有効ではないという発想にある。規制が長引くと、それを抜けるための闇市場における資本移動、あるいは偽装資本移動が増えると推定されている。また間接的な手段、すなわち課税や準備金制度などの措置を利用する場合、その目的は、国内資金調達より海外からの資金調達のコストを高くすることによって、資本流入を抑制することであるが、資本流入が減少すれば、国内金利が上昇し、結局内外資金調達のコストが等しくなることが予想される。これによって資本移動規制の効果がなくなると言われる。

以上の要素によって、確かに時間が経つにつれ、資本移動規制の効果はある程度低下する

47) 日本貿易振興会（1999），195ページ。

48) 通商産業省編（1999），181ページ。

可能性がある。しかし、これによって、資本規制の効果が完全に消えるかどうかは定かではない。なぜなら、短期資本流入が規制される場合、それを抜けるための闇ルートがあるとしても、すべての投資家が摘発される危険を犯して、そのルートを利用する可能性は、きわめて低いからである。もちろん、この可能性がどの程度あるかが資本管理の実効性にもよることは否定できない。

さらに、間接的な資本流入規制の効果に関して、国内金利の上昇による内外資金調達コストの均等化は、資本移動規制の効果を弱めるが、規制が実施された後の資本利用のコストがそれ以前より高くなるため、内外資金調達のコストの上昇そのものが、資金需要の低下を通じて、資本流入のインセンティブを弱めるということもある。また、金融緩和政策の実施によって、国内金利の上昇を抑制することも、規制の効果を保つためのひとつの有効な手段になり得ると考えられる。以上みてきたように、規制の効果が短期的であるという見解は、必ずしも説得力があるとは言えないであろう。

発展途上国の状況から見ると、短期資本流入規制の効果の継続期間は、各国の経済環境によって異なるが、一部の国では規制が長期に渡って短期資本流入の抑制に機能したと推定できる。チリが短期資本流入規制を導入したのは1991年である。そして、規制の効果が現れたのは、規制が強化された93年以後である。規制が緩和・停止された98年までは、チリにおける短期資本流入は一貫して少なかった⁴⁹⁾。一方、長期に渡って、資本管理体制を維持してきた中国では、資本流入に占める短期資本流入の割合が、短期資本移動の自由化がかなり進んでいるタイと韓国およびインドネシアより低かったことも事実である。

そして、資本移動規制を恒久的なものにしてはならないという考えを裏付けるもうひとつの根拠は、経済の公正さや経済の効率性に対する規制の影響にある。規制が裁量的に行われる場合、腐敗が発生するだけではなく、膨大な管理コストも必要とすることは避けられない。さらに規制が市場に歪みを与えることもよく指摘されている。こうした見解は資本移動規制の問題点を的確に表したものであるといえる。この視点からみると、特定の環境のなかで、短期資本規制が金融の安定に寄与するとしても、こうした規制を恒久的なものにすべきではない。

(2) 一時的規制と過渡期における規制

90年代に入ってから、発展途上国への大量の資本流入を背景に、過度の資本流入による悪影響を回避するための一時的な手段として、資本流入規制の必要性がさかんに指摘されるようになってきた。しかし、少なくともアジア通貨危機までは、一時的な資本流入規制を語る場合、議論の内容は、主としてすでに資本自由化を実現した国が一時的に規制を再導入する場合についてであったと言えよう⁵⁰⁾。

49) これについては周宇 (1999) を参考されたい。

50) これについてはQuirk, Peter.J and Owen Evans.(1995), Reinhart, Carmen M and Todd Smith.(1996, 1997) を参照。

アジア通貨危機以後、資本流入規制の必要性を語る場合、一時的な資本流入規制の再導入の問題に加え、健全な金融システムが確立されるまでの過渡期における資本流入規制の必要性についても議論の対象とされるようになった。たとえば、ケルンG7サミットでG7蔵相が提出した国際金融システムの改革案のなかで、「資本流入規制の使用は各国が国内金融システムの制度上・監督上の環境を強化するまでの過渡的な期間において正当化され得る」という見解を示している⁵¹⁾。ここでは、短期資本流入規制を必要とする国が金融システムの弱い発展途上国であると明言し、規制の期間が健全な金融システムが確立されるまでの過渡期であると定義している。

同じ発展途上国と言っても、各国の経済発展レベルには大きな差があるため、健全な金融システムが確立されるまでの期間が国によって異なることは言うまでもない。しかし、経済開発が遅れた発展途上国にとっては、健全な金融システムを築くには相当な時間が必要とされるため、短期資本流入規制が今後、かなり長い期間において継続されることが予想される。

以上から明らかなように、発展途上国では、健全な金融システムが確立されるまで、一時的、もしくは過渡的な資本流入規制は正当化し得る。ただし、資本移動規制が経済の公正さと効率性を損なうという視点からみれば、規制がなくても、金融の安定が維持されるような段階では、資本流入規制は撤廃されるべきである。

おわりに

以上は、最近の短期資本規制に関する議論を踏まえて、発展途上国における短期資本規制の必要性について検証してきた。ここで、その主要な結論をまとめることとしたい。

アジア通貨危機が発生して以来、多くの経済学者やアナリストたちは、短期資本移動に対する監視と規制の必要性を提唱してきた。なぜなら、過度の資本自由化を背景とする不安定な短期資本移動が通貨危機の発生を通じて、発展途上国の経済開発に不安定な要因を与えているからである。

先進国では比較的良好に機能してきた「自由な資本移動」が発展途上国に移されると、しばしば金融危機を引き起こす原因となる。この事実に着目すれば、発展途上国では、過度の資本自由化による問題はこれらの国々の近代化の遅れに起因すると考えられる。なぜならば、資本自由化が完全に実現された環境のなかでは、発展途上国の特有な経済構造問題、すなわち、資本の希少性、構造的な経常収支赤字、為替市場の取引量の不足、および債券と株式市場の未整備などは、これらの経済に脆弱性を与えるからである。

こうした構造問題を背景に、過度の資本自由化に伴う大量の短期資本流入が、名目為替

51) G7蔵相からケルンサミットへの報告書「国際金融システムの強化」、1999年6月18-20日、ケルン、大蔵省ホームページ。

相場の高騰、過剰流動性の発生、実質為替相場の上昇、金融機関と企業の収益率の低下、および外貨流動性の不足などの問題を通じて、発展途上国の経済状況を悪化させ、資本移動の流れを資本流入から資本流出に逆転させる可能性が非常に高い。そして、この可能性が現実になれば、発展途上国の通貨危機を余儀なくされることになる。

結論として、発展途上国の資本自由化は、近代化の遅れに起因する経済構造問題の改善を前提に行なわれるべきである。発展途上国では、金融危機を回避するために、健全なマクロ経済政策や良好な経済ファンダメンタルズを維持することも重要であるが、これを可能にする条件のひとつは、経済発展と資本自由化とのバランスを保つことである。それゆえ、発展途上国の資本自由化はこれら国々の経済レベルが先進国のそれにキャッチ・アップしていく過程で漸進的に行われるべきである。そして完全な資本自由化はこうした収斂が実現された段階で実施に移すべきことも明らかであろう。

参考文献：

- 青木昌彦, Hyung-Ki Kim, 奥野正寛編, 白鳥正喜監訳 (1997年) 『東アジアの経済発展と政府の役割』, 日本経済新聞社.
- 伊藤隆敏 (1997) 「資本移動と新興市場」『経済研究』, 一橋大学経済研究所, Vol.48, No. 4, 1997年10月.
- 大蔵省外為審議会アジア金融・資本市場専門部会 (1998) 『アジア通貨危機に学ぶ』, 大蔵省.
- 勝 悦子 (1999) 「国際金融市場の変貌と規制のあり方：金融仲介の市場化・国際化の観点から」『市場の変貌と今後の展望に関する研究会：報告書』, 大蔵省財政金融研究所.
- ジョン・グレイ (1999) 『グローバリズムという妄想』石塚雅彦訳, 日本経済新聞社.
- 国宗浩三編 (1998) 『97/98アジア経済危機』, アジア経済研究所.
- 小島 清 (1998) 「為替投機は自粛すべし」『世界経済評論』, Vol.42. No.2, 世界経済研究会, 1998年2月.
- ポール・クルーグマン (1999) 『世界大不況への警告』, 早川書房.
- 榊原英資 (1999) 『市場原理主義の終焉』, PHP 研究所.
- 篠原 興 (1998) 「マレーシアの新しい試み」『国際金融』, 外国為替貿易研究会, 1015号, 1998年11月15日.
- 周 宇 (1999) 「資本自由化のあり方と金融危機：チリとタイの資本自由化の経験から」『経済学雑誌』, 大阪市立大学経済学会, 100巻2号, 1999年9月.
- ジョージ・ソロス (1999) 『グローバル資本主義の危機』大原進訳, 日本経済新聞社.
- スーザン・ストレンジ (1999) 『マッド・マネー：世紀末のカジノ資本主義』桜井公人, 桜井純理, 高島正晴訳, 岩波書店.

- 高橋信弘 (1999) 「資本勘定自由化をめぐる論争と通貨危機の予防策：短期資金流入規制とトービン税」『経営研究』第50巻第1・2号，大阪市立大学商学部。
- 通商産業省編 (1999) 『通商白書』，大蔵省印刷局。
- 中尾茂夫 (1998) 『ドル支配は続くか』，ちくま新書。
- (1999) 「市場信仰と国際陰謀説との間」『エコノミスト』，3380号，毎日新聞社，臨時増刊，2月8日。
- 中尾武彦 (1999) 「ヘッジ・ファンドと国際金融市場」『ファイナンス』，大蔵省広報，第35巻第4号 (通巻404)，7月号，1999年。
- 西村 厚 (1996) 「アジア諸国の為替政策と通貨変動 (第一回 総論)」『国際金融』，外国為替貿易研究会，1996年8月1日。
- 日本貿易振興会 (1999) 『ジェットロ投資白書』，RETRO。
- 原 洋之介 (1999) 『グローバリズムの終宴』，NTT出版。
- S・フィシャー，R・N・クーパー等 (1999) 『IMF資本自由化論争』岩本武和，高橋信弘，伊豆 久，佐藤隆広訳，岩波書店。
- ロベール・ポワイエ『世界恐慌：診断と処方箋——グローバリゼーションの神話』井上康夫訳，藤原書店。
- マハティール (1998) 「金融テロと断固戦おう」『This is 読売』，読売新聞社，108号，1998年12月。
- 宮沢喜一 (1998) 「新しい国際金融システムに向けて」，宮沢大蔵大臣スピーチ，於日本国特派員協会，東京，98年12月15日，大蔵省ホームページ (仮訳)。
- 本山美彦 (1998) 「資本自由化の落とし穴」『世界経済評論』，Vol.42. No.7，世界経済研究会，1998年7月。
- (1999) 「浮動的短期外資規制の模索」『世界経済評論』Vol.43. No.1，世界経済研究会，1999年1月。
- ダニエル・ヤーギン，ジョゼフ・スタニスロー (1998) 『市場対国家』山岡洋一訳，日本経済新聞社。
- 山下英次 (1998) 「固定為替相場制復帰への道」『発言者』，西部邁事務所，第1回 (第51号，7月)，第2回 (第52号，8月)，第3回 (第53号，9月)，最終回 (54号，10月)，1998年。
- (1999a) 「発展途上国におけるカレンシー・ボード制の復活の背景」『大銀協フォーラム助成論文集 平成10年度』第3集，大阪銀行協会，1999年2月。
- (1999b) 「論点：アジア経済危機の本質」『読売新聞』，7月29日。
- (1999c) 「カレンシー・ボード制の導入方法と通貨投機に対する抵抗力：香港に対する〈三極通貨バスケットCBA〉の提案」『証券経済研究』，第21号，日本経済研究

所, 9月.

リンダ・LC・リム (1998年) 「だれのモデルが失敗したのか」『世界週報』, 時事通信社, 1998年10月6日.

渡辺慎一編 (1998) 『金融危機と金融規制』, アジア経済研究所.

The Bank for International Settlements (BIS) (1995), *65th Annual Report*. Basle: BIS, June 1995.

———— (1999) *69th Annual Report*. Basle: BIS, June 1999.

Basle Committee on Banking Supervision, BIS (1999), “Bank’ Interaction with Highly Leveraged Institutions” and “Sound Practice for Bank’ Interaction with Highly Leveraged Institutions”, Basle Committee on Banking Supervision, 28th January 1999.

Bhagwati, Jagdish (1998), “The Capital Myth”, *Foreign Affairs*, Volume 77, No.3 Council on Foreign Relations, New York, May /June 1998. 邦訳: 「資本の神話」 (沢崎冬日訳) 『週刊ダイヤモンド』, 3730号, 1998年5月23日.

Cooper, Richard (1998), “Should Capital-Account Convertibility Be a World Objective”, *Essays in International Finance*, Princeton University, International Finance Section, No.207, May 1998.

Eichengreen, Barry And Michael Massa (1998), “Capital Account Liberalization”, *IMF Occasional Paper*, No.172, IMF, Washington D.C.

Feldstein, Martin (1999), “A Self-Help Guide for Emerging Markets”, *Foreign Affairs*, Volume 78, No.2, Council on Foreign Relations, New York, March/April 1998

Fischer, Stanley (1998), “Reforming World Finance: Lessons from a Crisis”, *The Economist*, London, October 3.

Johnston, Barry R (1998), “Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial Sector Reform”, *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment*, No. 98/8, IMF, Washington, D.C.

IMF (1998), “Seminar Discusses the Orderly Path to Capital Account Liberalization”, *IMF Survey*, Vol.27, No.6, March 23, 1998, Washington, D.C.

———— (1999), *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, Washington, D.C.

Krugman, Paul (1998), “Saving Asia :It’s Time to Get Radical” *Fortune*, Vol.138 No5, New York, September 7, 1998.

Quirk, Peter J and Owen Evans (1995), “Capital Account Convertibility”, *IMF*

- Occasional Paper*, No.131. IMF, Washington, D. C.
- Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects" Harvard Institute for International Development, mimeo.
- (1999), "What Have We Learned From the Asian Financial Crises?", Harvard Institute for International Development, mimeo.
- Reinhart, Carmen M and Todd Smith (1996), "Temporary Capital Control" IMF, Washington, D.C. mimeo.
- (1997), "Too Much of a good Thing :The Macroeconomic Effect of Taxing Capital Inflows", IMF, Washington, D.C. mimeo.
- Reisen, Helmut (1998), "Domestic Causes of Currency Crises: Policy Lessons for Crisis Avoidance", OECD, Development Center, *Technical Paper*, No.136.
- Rubin, Rort E (1999), "Treasury Secretary Robert E.Rubin's Remarks on Reform of the International Financial Architecture to the School of Advanced International Studies(SAIS), Johns Hopkins University" Source: <http://www.ustreas.gov/press/releases/pr3093.htm>.
- Stiglitz, Joseph E (1998a), "Bad Private-Sector Decisions", *Wall Street Journal*, February 4, 1998.
- (1998b), "Boats, Planes and Capital Flows", *Financial Times*, London, March 25, 1998.
- United Nations (1998), "Global Financial Flows and Their Impact on Developing Countries : Addressing the Matter of Volatility" , Report of the Secretary-General, A/53/398, New York, 16 September 1998.
- US, Treasury Department, FRB, SEC and CFTC, International Finance Section (1999), *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-term Capital Management*, Report of the International Finance Section of President's Working Group on Financial Markets, April 1999.
- Wade, Robert and Frank Veneroso (1998), "The Asian Crisis : The High Debt Model vs. The Wall Street-Treasury-IMF Complex", *New Left Review* No. 228, March/April, Oxford Microform, London.
- Yamashita, Eiji (1999a) "Crises Show That Balance-of-Payments Discipline Really Matters: Traditional Method Still Best Strategy for Macroeconomics", *The Nikkei Weekly*, in Tokyo, 8th of Mar, 1999.
- (1999b), "Balance of Payments Discipline Really Matters: The Most

Important Lesson for Emerging Market Economies from the Japanese Experience between the Beginning of the 1950s and Early 1960s", *Osaka City University Economic Review*, Vol.34, No.2, March.

—— (1999c) "Tricurrency Basket-linked Fixed Exchange Rate Regime: A Possibly Immediate Solution to Emerging Market Economies' Currency Problems under the Highly Volatile Floating Exchange Rate Regime among the Major International Currencies", A Paper Presented at a International Conference Organized by the Monetary and Foreign Exchange Authority of Macau (AMCM), Macau , on the 15th of May 1999.

(1999.12.1受理)