

# Topics

## 経済トピックス

### 短期資本取引規制議論に関して

#### － 国際金融システムの安定化のために

客員研究員  
(明治大学助教授)

勝悦子



#### 国際資本移動の急増と資本取引規制

情報通信技術の飛躍的發展や国際決済インフラ整備のもと、規制緩和と市場化を軸に世界的に金融市場の統合、グローバル・キャピタル化が90年代以降急速に進み、途上国をも巻き込んで国際資本移動は爆発的に増大した。

実物取引を大きく上回って金融取引が膨張するなかブーム・アンド・バストが生じ、信用収縮のもとで世界的デフレの懸念が高まった。かかる状況で、ヘッジファンドなど投機資金の規制、監視と、短期資本取引規制の導入議論が活発化している。

IMFは協定第8条で世界貿易の拡大を阻げる外国為替制限の除去を掲げているが、当初は固定相場制を維持する必要もあり、協定第6条3項では「加盟国は国際資本移動の規制に必要な管理を実施することができる」。そのもとで国際収支黒字国では資本流入規制が、国際収支赤字国では資本流出規制が主に採られてきた。しかし73年以降は固定相場を維持するために取引規制をする必要がなくなり、また経済の国際化や貿易の自由化が一段と進み規制の非効率性とコスト高の認識が高まるなか、先進諸国では80年代までに資本勘定の通貨の交換性が達成された。

一方途上国については80年代半ば以降8条国に移行する国が増大すると同時に資本取引規制の自由化が急速に進んだ。かかる状況で経常勘定の通貨の交換性だけでなく資本勘定の交換性を担保するようIMF協定改訂作業も進められてきた。

理論的には開放経済下では、貯蓄超過の低金利国から投資超過の高金利国へと資金が移動し、国際資本移動は世界の経済厚生を高める効果を持つ。技術やマネジメント・スキルの移転を伴う場合はなおさらである。しかし長期資本移動が各国の長期的期待収益率の差異で生じ国際的な経済厚生を高めるのに対し、短期資本移動は長期的収益率とは無関係に起き、ポジション調整や自己実現的な収益がその誘因となる傾向がある。短期資本の急激な移動は国内マクロ経済に影響を与えるだけでなく、資産価格変動のボラティリティをも高める。

#### 新興諸国の資本取引規制

今回通貨危機に見舞われた新興諸国では、90年代前半に巨額の短期資本流入を経験

## Topics

## 経済トピックス

した。名目為替レートを維持するため、市場介入を余儀なくされ、マネー・サプライの急増、インフレの高進、それに伴う実質為替レートの増価による国際競争力の低下など実物経済が攪乱された。

過剰流動性吸収を目的に、中央銀行はオープン・マーケット・オペレーションを含む不胎化を余儀なくされたが、これは金利水準を更に引き上げ資本流入を加速した。その効果が限定的であったため、預金準備率の引き上げ、中銀証券発行による不胎化、資本流出規制の緩和、財政引締め、為替レート変動幅の拡大などの様々な補完措置が採られ、そのメニューの1つが資本取引規制であった。

新興諸国では資本流出の程度によっていわば内生的に資本取引規制が強化、緩和されてきた。なかでも注目されているのはチリのケースで、急激な資本流入を経験したチリでは、1991年に非居住者預金への無利子準備の時限的導入を断行し、その後準備率の引き上げに加えカバー範囲も大幅に拡大し、対内直接投資とADR発行を除くほとんどの対外借入に対して無利子準備が課され、短期資金の流入の抑制に成功した。

97年夏のアジア通貨危機後は、アジア諸国で様々な資本流出規制が採られたが、98年9月にはマレーシアで、固定相場に戻るとともに、国外でのリングgit取引禁止など通貨の交換性の制限、株式投機の抑制など厳格な規制が導入された。景気の落込みが相当に激しく、プミトラ政策を抱え社会政策の安定が最重要課題である同国で、一時的に国際経済と遮断して国内金利を引き下げるためである。

こうしたアドホック型規制は、国内システム強化のための時間稼ぎという効果は大きい。しかし金融技術が発達した現在では規制の「抜け穴」は多岐にわたっており、資本取引規制の抑制効果は必ずしも実証されていない。何よりも国内貯蓄が不足するなか為替管理によって貿易や直接投資など実物経済へ影響が出るとすれば、本末転倒である。

資本取引規制はあくまでセカンドベストの政策であり、単に途上国側の資本取引規制の是非だけを論じることは木を見て森をみない対応となる。重要なポイントは、資本勘定における通貨の交換性のシクエンシング（順序付け）であり、これは為替レームや金融制度の設計を含め途上国マクロ経済システムの再構築のなかで議論されるべき性質のものである。

第1に重要な点は、ガバナンスの強化や情報開示の徹底を通じ市場規律の働く金融システムの確立と、金融資本市場の十分な発展である。金融機関のリスク管理体制の整備だけでなく、金融秩序維持のためのプルデンシャル規制が整備されているかが重要なポイントとなる。

第2は、ドラライゼーション（ドル化）からの脱却である。アジアではドルとの相関係数が高いことがドル建て短期資金の流入をもたらした。国際資本移動が活発な世界では厳格な固定相場制を維持することは難しく、途上国はより伸縮性の高い為替制度、あるいは地域通貨統合へいずれ移行しよう。しかし完全なフロート制は途上国に

# Topics

## 経済トピックス

とって、実物経済を不安定にする懸念がある。このためわが国のアブソープション機能を高め、貿易量を考慮した形でバスケット通貨の分散化と最適な円のウェイトを模索し、アジア諸国で新たな為替レジームを構築する必要がある。

### 国際金融システムの安定のために

もっとも国際金融システムの安定化のためには途上国側の構造改革だけでは不十分であり、ヘッジファンドを含む投機的な国際的短期資金移動を如何に制御するかが大きな課題となる。とりわけヘッジファンドなどの巨額損失が銀行、インベストメントバンクへ影響し、システム全体が不安定になっていることが現下の最大の問題であることに鑑みれば、システムミック・リスク回避のための事前的規制を如何に整備するかが重要な課題となる。

10月末に開催されたG7では、ヘッジファンドなどに対する監視体制の強化、IMFの新規融資制度の創設、IMFによる各国情報収集、評価メカニズムの策定などが確認された。とりわけ本年夏のロシア危機により世界同時デフレが懸念されたことが緊急声明の背景にあるが、これは、ヘッジファンドなど巨額投資会社に対し、欧米の銀行が巨額融資、出資、デリバティブ取引などを行っていたため、資産価格の暴落が間接的に銀行システムを崩壊させる懸念が生じたからである。先進国では国際的な規制緩和、競争激化のもと金融機関の収益源が狭められており、大手金融機関はよりリスクの高いビジネスへの傾斜を強いられていることがこの背景にある。

グローバル・キャピタル化が進展した現在、ホット・マネーを制御するうえで重要なポイントは、内外金融仲介の核である「銀行」が過度のリスクを取り得ないような法的整備を図っていくことである。もちろん民間銀行サイドではVARなど高度な市場リスク管理手法が一般的となっているが、これらは過去のデータに基づいて統計的信頼水準のもとで推計する手法であり、市場の強度のストレスには必ずしも有効ではない。このため、当局サイドのプルデンシャル規制を充実させる必要があり、ヘッジファンドの取引等についての銀行への規制も考えていくべきであろう。当局が、市場構造についての情報を収集し、事前的にリスクを察知していくシステムを構築すると同時に、市場に極度のストレスが生じたときの危機管理体制を国際的ネットワークのもとで整備する必要も高まっている。国際的活動を行うメガバンクについては更に高いBIS自己資本比率規制を課すことなども、今後検討していく必要があると思われる。