

第2章

国際金融市場の問題点と 資本取引規制

はじめに

経済学では、基本的に市場は様々な問題を自動的に解決する良いものであり、異常な事態が起こるのは、何らかの理由で「市場の失敗」が起こる時であり、その原因を取り除いてやれば、再び市場は正常な機能に戻るはずだ、と考える。しかし、今回のアジア危機も含めて金融市場、特に国際金融市場の「異常」を、あまりにも多く我々は目撃してきた。IMF(1998a)によれば、1975年から1997年の間に大小あわせ158件の通貨危機が発生し、その内訳は、先進国で42件、新興国で116件となっている。そして90年代だけでもERM(1992年)、メキシコ(1994年)、東アジア(1997-98年)、ロシア(1998年)と4つの大きな通貨危機を経験している。こうしたなか、従来からあった金融市場には市場の失敗が蔓延しているのではないかという見方が、経済学者の間でさえ有力な見方になりつつある(つまり、金融市場、とりわけ国際金融市場が本質的に、「良いモノ」か「悪いモノ」かという問いかけが焦点となっている)。

国際金融市場に問題があるとすれば、それを究明することは、極めて重要になってきている。というのも、為替の取引額(各国の通貨間の取引額)は世界的な金融自由化と国際資本市場の統合に伴い80年代後半より大幅に増加し、貿易の取引額をはるかに上回るスピードで拡大しているからだ。77年に183億ドルであった一日あたりの為替取引額は、95年には1兆3860億ドル、そして1998年には1兆8520億ドルまでに成長した(表1参照)。この間、貿易の取引額は77年の年間1兆3100億ドルから

表1 外国為替と貿易の取引量の推移

	外国為替取引量(1日平均) (単位:10億ドル)		年間貿易取引量 (単位:兆ドル)
	デリバティブを除く	デリバティブを含む	
1977	18.3	n/a	1.31
1980	82.5	n/a	1.88
1983	119.0	n/a	1.66
1986	270.0	n/a	1.99
1989	590.0	620.0	2.91
1992	820.0	880.0	3.76
1995	1,190.0	1,386.0	4.80
1998	1,490.0	1,852.0	n/a

(出所) BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity*,
IMF, *International Financial Statistics*.

(注) 為替取引量は各年4月の1日あたり平均。

95年の年間4兆8000億ドルへと増加した。この95年の数字で比較すると、年間の貿易取引額は為替取引の4日分にも満たない額である。

本章では、このように急速に拡大を続けてきた国際金融市場の問題点(第1節)と、「資本取引規制」の是非や方法(第2節)について考察する。

第1節 国際金融市場をどうとらえるか?

1. 「市場は良いモノだ」という考え方

まず始めに一般論としての「市場」——「国際金融市場」ではなく、単なる「市場」について考えてみたい。(ミクロ)経済学は、「基本的には市場とは良いモノだ」という話から始まる。多くの人(需要者)が欲しいと思う物には高い値段がつく、すると多くの人(供給者)がその物を作ろうとする——誰が指図する訳でもなく、必要な物が必要なだけ供給される——という発想である。これが、アダム・スミスの「見えざる手」という考えだ。厳密にはさまざまな説明が追加される(例えば、無駄の多い生産者は競争に負けて自然淘汰されるとか)が、こういう市場の望ましさが、「パレート最適性」と呼ばれるものである¹⁾。

ただし、その後には第二段階目を用意されている。経済学では、よく「…の仮定の下に」という言い方をする。市場の「パレート最適性」に関しても、「…の仮定が正しければ、市場は望ましい性質を持つ」というように、前提がつけられているのが経済学的手法である。実はこの仮定の「…」こそが重要なのだ。あえて簡略化す

れば「仮定」は大別して四つある。(1)技術的外部性が存在しないこと、(2)規模の利益がないこと、(3)公共財が存在しないこと、(4)情報の問題がないこと、である。この中で金融市場に最も関係するのは最後の「情報の問題」なので、この点を詳しく説明したい。

2. 情報の問題と金融市場

情報の問題を広い意味で捉えると、二種類の異なる性質の問題が含まれることが知られている。ひとつは、「午後から雨が降るかどうかは良く分からない」ということであり、もうひとつは「トランプで、今引こうとしているカードがジョーカーなのかどうか分からない」ということである。まずこの二つが別物であるという区別から始めよう。前者は、将来起こることが不確実だという意味であり、これを「不確実性」という。後者は、相手は知っているが私は知らないということで、これを「非対称情報」とか「情報の非対称性」と言う。言い換えると「不確実性」は、情報が少しずつ明らかになってくるという時間軸に沿った情報の問題、「情報の非対称性」は、情報が偏在しており、ある所には他よりもより多くの情報があるという空間軸に沿った情報の問題、と区別することもできる。

どちらの問題も、「市場を悪いモノ」にする——「市場の失敗」とも言う——原因となりうる。ただどちらかといえば、「不確実性」の方が問題としてはより軽微であり、「情報の非対称性」の方が対処が難しい。例えば、金融技術の進歩と言われているものの多くは、「不確実性」に対処する道具を増やす行為であるといえよう。だから、「不確実性」の方は、むしろ金融市場の存在意義の一つでさえあるわけだ。この点を、まず説明しよう。

最近日本でも、デリバティブという言葉が市民権を得つつある。「金融派生商品」と訳される場合が多いが、その中には、日本人が長年慣れ親しんできたものも含まれている。それは、「先物」である。江戸期の大阪(当時は大坂)で世界で初めての整備された先物市場が成立したと言われている(対象は米相場)。この先物もデリバティブの一つである(その他には、オプションやスワップというのが代表的なものだ)。先物を使って少し説明しよう。先物とは、将来(例えば、米の収穫後)の時点で現物(この場合、米)をあらかじめ取り決めた値段(先物価格)で売り買いするという約束である。農民が米を植える時には、収穫時の相場(いくらで売れるか)は分からない「不確実性」がある。そこで、農民は先物市場で先物を売ることによって、米

の収穫以前に収入を確保することができる。つまり「不確実性」を消すことができる(もちろん収穫時に、現物(米)の価格が先物で約束した価格を上回れば損をするし、下回れば得をすることになるが、ここでは収入がいくらになるか分からないという不確実性を消すことが重要なのである)。

ところで、「不確実性」があるということ、リスクがあるともいう。そして、市場(例えば先物市場)での売買によってリスクを軽減する行為を「ヘッジ」と言う。これらの用語を使えば、先ほどの例では「農民は、米価格変動のリスクを先物(の売り)でヘッジした」といった表現となる。

「ヘッジ」と、まったく逆の行為として「投機」がある。「投機」はリスクを積極的に負って儲けようとする行為と定義できる。米の価格が上がるだろうと思う人は、先物を買って儲けを得ようとする。米の価格が下がると思う人は先物を売って儲けを得ようとする。しかし、こうした予測が外れれば損をすることとなる。これもリスクである。投機をする人は(1)リスクを負うというコストを負っている、(2)「ヘッジ」をしたいと思っている人の取引相手としての存在価値がある、ということ認識する必要があるだろう。実際、儲けを期待して「投機家」が多く参加している場合、市場の取引は活発になる。活発な市場では、「ヘッジ」をしたいという人にとっても、売買の相手を見つけやすいという利益がある(取引が活発な市場を「厚い」市場という。反対は「薄い」市場)。

「投機」の役割は他にもある。それは、「将来をより良く予想する」という機能だ。儲けようとするために大切なことは、よりありそうなことに賭けるということだ。儲けるためには「賢明」でなければ——すなわち「合理的」でなければ——ならない。「賢明」な人達が儲けを狙って売り買いをすることにより、先物市場の価格は、合理的な予想を反映した価格に近づく(市場が折り込むという)。さらに、投機は市場を安定化させる役割もある。これも投機家が「賢明」(合理的)かどうかにかかっている。明日、株価が高騰するということを「賢明」にも(正しく)予想する投機家は、明日まで待たずに今日、株を買うだろう。こうした「賢明」な投機家ばかりであれば買い注文が殺到し、株価は明日ではなく、今日高騰する。ゆえに今日も明日も株価の水準は、ともに高くなり、市場の価格変動は小さくて済む³。

投機の関連で、「裁定」という行為も紹介しておこう。最も単純な裁定行為は、東京と大阪で米の値段が違った場合に、安い方で買って高い方で売るという行為であるが、もっと複雑なものもある。例えば、米の先物市場以外に小麦の先物市場も

あったとする。米の先物価格が高騰しているのに小麦の先物価格は低かったとしよう。しかし、米が高ければ一日の食事のうち一食ぐらいはうどんやパンに変えるかもしれない。そうすると米の需要は減り小麦の需要が増えるので、小麦だけ安くなることはない(こういう関係を代替関係という)。こうしたことを合理的に予想した投資家は、米(の先物)を売って小麦(の先物)を買うだろう。その結果、米と小麦の不自然な価格差は縮まっていく。このように、ある市場と別の市場との間の歪み(不合理な価格差)を利用して儲けようとする行為を「裁定」という。これも、投機と同じく市場を良くする機能⁴を果たしていると考えられている(上の例では、不自然な価格差を縮める役割を果たしている)。

このように説明されると、市場は「良いモノ」のように思える。しかし、これは情報の問題のうち「不確実性」の問題を中心に見てきたからだ。実は、もう一つの「情報の非対称性」の世界では、話はそう単純ではなくなる。

3. 情報の非対称性という厄介な問題

例えば、インサイダー取引という例から始めよう。企業の役員などは、自社の先行きを一番早く知ることができる。これに対して従業員はより少ない情報しか知らない。さらに、一般の株主や株式市場の大多数の投資家は、さらにわずかな情報しか持っていない。このように、情報量やその正確さの度合いが人によりまちまちである状況を情報の非対称性という。この時企業の役員は、自分たちしか知らない情報を利用して自社株の売買で大儲けをすることもできる(これをインサイダー取引という)。

このように、情報の非対称性がある時には、自由な市場は「悪いモノ」となる可能性がある。上の例だと、インサイダー取引の禁止と違反の摘発という規制が必要になる(証券取引等監視委員会がその役割を果たす)。情報の非対称性による不都合は、これだけでなく極めて多く指摘されている。もっとも良く知られているのは、(1)モラル・ハザードと(2)逆選択(アドバース・セレクション)である。(1)は、既に第1章冒頭で、火災保険に加入した人が火事を防止する注意義務を怠るようになる、という例を使って説明したが、保険会社が、保険契約者の細かな日常行為までを知ることができない(すなわち情報の非対称性がある)ことから生じる問題だ。(2)は、生命保険会社が割高な掛け金を提示すると、より不健康な人ばかり加入してくるようになる、という例で説明されることが多い。自分が平均より健康だと思って

いる人は、掛け金が高いほど割に合わないと判断して保険をかけないからである。ここでも、生命保険会社よりも加入者の方が自分の健康状態を良く知っているという情報の非対称性が、原因となっている。これらは、金融市場でもよく知られた問題であり、資金の需要と供給のアンバランスや、資金の効率的な活用を妨げ、「市場が良いモノ」として機能することの障害となる。

4. 群衆行動と危機の伝染

タイにある企業(製造業)があったとする。この企業の内実は企業自身が一番知っている。その次に良く知っているのは、この企業と取引のあるタイの銀行だろう。このタイの銀行が外国銀行から資金を借り入れたとする。この借入(外国銀行にとっては貸出)の健全性を判断するには、タイの銀行がどのような企業に貸し出しているかという情報が本来は必要であるわけだが、こうした情報を外国銀行が得るのはより難しい。タイの企業が株式発行で資金を調達している様子を想像しても同じような情報の階層構造があることが分かるだろう。銀行間であろうと、株式や社債を取引する証券市場であろうと国際金融(資本)市場は、もっとも情報から遠いところにいる人たちが取引に参加する市場だと言うことができる。これも一種の情報の非対称性である。

こうした特性から起こる可能性のある問題として、群衆行動(Herd-Like Behavior)というものが指摘されている。内実の分からない物に投資する(あるいは貸し付ける)というのは、これもある種のリスクである(これは不確実性ではなく、情報の非対称性から来るものだが)。金融の進歩は、この面でもリスクを解消する方法を提供している。例えば、「国際分散投資」と呼ばれる方法である。これは良く分からない物であっても、自分の持っている資金を小口にして多くの国に分けて(分散して)投資すれば、一部は焦げ付いてしまっても、全体としては安全性を高める(リスクを低下させる)ことができるということだ。こうして、全ての外国投資家たちが、十分な情報を持たない国へ投資を行ってしまうことになる。これらの投資家は、リスクは分散投資で解消したと思いこんでいるため、その国の情報は本当は良く知らないし、知る必要もないと思いがちだ。こうした状態でアジア諸国が「奇跡」的な成長を遂げていると言われれば十分に検証しないままにアジアに投資するだろうし、また「タイが通貨危機だ」と聞けばその情報だけでタイから資金を引き揚げようとする。さらにはASEAN諸国内の国別の詳細情報に十分な考慮をしない場

合はタイだけではなく、インドネシアやマレーシアからも資金を引き揚げようとするかもしれない。このようにムードに流されて投資行動が左右されるというのが、群衆行動の理論である。

5. 通貨投機の理論と複数均衡(Multiple Equilibria)、自己実現的予想(Self-Fulfilling Prophecy)

通貨投機(Speculative Attack)の理論と呼ばれるものは、70年代からあった。もともとは、政府が失策(経常収支が悪化するような政策)をとっていると、対外支払が本当に困難になる(外貨準備が無くなる)ずっと以前に、通貨投機が起こってしまう、という話である。なぜ、そうなるかという、投資家が「予想」するからである。「賢明」(合理的)な投資家は、事態が実現するよりかなり前に、それを予想して行動するだろうという理屈の応用である(第2項の話を出して欲しい)。

しかし、「予想」というものがどのような問題を引き起こすか、まだ良く分かっていないことが多い。例えば投機家が、他の投機家の予想を予想するというような状況である。「賢明」な一人の投機家がいたとしても、この投機家が儲けるためには、他の投機家がどのような予想を立てているかを知る必要が出てくる。個々の投機家がどのような行動を取るかにより、結果として実現する現実(経済学的に言うところの均衡状態)が異なるし、どのような行動を取るかは、どのような予想を立てるかによって異なるという訳だ。このように、実現する可能性のある現実(均衡)が複数あるという状況を複数均衡という。そして、どの均衡が成立するかは投資家の予想によって変わってくるような場合を予想が自己実現的であるという。これも広い意味では、情報の問題である。このとき、通貨への投機は起こるかも知れないし起こらないかも知れない、という(結論のない)結論が得られる。しかも、起こるか起こらないかは、多くの投機家の間でどのような予想の一致が得られるかによって決まる、ということになる。

このことはマレーシアのマハティール首相と、高名な国際的投資家ソロス氏の間の論争と関係してくる。マハティール首相は通貨危機を引き起こした張本人として、ソロス氏を名指しして非難した。しかし、ソロス氏は多くの国際的投資家のうちの一人にしか過ぎず、ソロス氏が反発するのも当然である。にもかかわらず、マハティール首相の主張にも一片の真理が含まれているかもしれない。先に投資家の間の予想の一致によって実現する現実が変わってくるかもしれないと述べたが、そ

ここで、ソロス氏のように国際的に広く注目を集める人物の意味が出てくる。筆者達が行ったシンガポールの通貨トレーダーへのインタビューでは、彼らの間でのソロス氏に対する信頼の念(彼らは、confidenceという言葉を使った)は、極めて大きいものがあった。彼らは、ロシアの通貨危機が起こる直前に、ソロス氏がフィナンシャル・タイムズへの投稿で、ロシアのルーブルは切り下げが必要だと主張したことを特に強調し、だからソロス氏にはconfidenceがあるのだと言った。このような(市場のconfidenceのある)人物の発言、見解は、多くの投資家達の予想を一致させるきっかけになりうる。ソロス氏が一人で通貨危機を引き起こすことはできない。しかし、ソロス氏の行動ではなく見解が通貨危機を引き起こすこともありうるのだ(同じことは、先の群衆行動からも説明できることに注意)。

6. 複数均衡は、特に対応が困難

こうしてみると、複数の均衡があるとすれば、その中には「良い均衡」と「悪い均衡」があるはずである。そして非常に「良い均衡」から非常に「悪い均衡」へ一気に変化が起こった場合、そのショックは極めて大きなものとなる。アジア通貨危機がもしそうした事態だとすると⁸、どうすれば防ぐことができるのかはとても重要な課題となる。しかし、複数均衡は極めて対処の難しいことなのである。その理由は極めて単純だ。複数均衡の存在そのものさえ不明だからである。複数均衡ということの意味は可能性が多くあるということだが、実際には現実の一つしかない訳で、数多くある可能性の中のたった一つの可能性だけが現実化する訳である。こうなると、そもそも本当に多くの可能性があったのかどうかを知ることが難しくなる。複数均衡が存在するという自身を、誰の目にも明らかに示すことは極めて難しい。複数均衡という議論は、通貨危機に限らずいろいろな分野で昔から可能性が指摘されてきたが、その存在を確かなものとして実証した人はまだいないのである。

例えば、通貨危機を事前に予測しようとする“Early warning system⁹”に関する研究が進められている。これまでの研究結果では、通貨危機発生の可能性を示す指標として実質為替レートの増価、国内信用の急速な拡大、高インフレーションなどが挙げられているが、アジア通貨危機が襲った国々では、危機発生前に急速な国内の信用拡大は見られたものの、インフレーションは一桁代であり、また実質為替レートの増価も中南米諸国に比べると深刻ではなかった¹⁰。均衡(現実)が一つであ

るということが前提となっていることを考えると、こうした研究は無駄かも知れない。というのは均衡が複数あるとしたら、“Early warning system”の指標は、そのうちの一つの可能性しか示唆しないわけで、ほとんど意味をなさなくなる。もし、複数均衡による通貨危機が起きているのだとしたら、その発生のタイミングは予測不可能かも知れないのである。

7. 国際金融市場の問題は東アジア通貨危機とどう関係するのか？

情報の問題が多く出てきたこともあり、ここで東アジア通貨危機と、これらの情報の問題がどのように関連しているのかを整理しておきたい。

(1) モラル・ハザードと群衆行動

危機発生前の東アジア各国では、急速な国内信用の拡大、対外借入の増加が見られた。この原因の一つとして、政府の救済を見込んだモラル・ハザードが引き起こした過剰な借入や貸出があったと言われている。また、対外借入が為替ヘッジなしに行われたのも、政府による固定レート制度維持をあてにしたモラル・ハザードと言えるかもしれない。さらに、第4章でも触れるが、IMFの支援があることが、国際的な投資家のモラル・ハザードの原因となるとの見解も有力だ。

一方、東アジアの高成長が永遠に続くといった楽観的な投資家の心理が、これらの地域への巨額の資本流入の要因であったとも言われている。これは、第4項で見たように群衆行動で説明できるかもしれない。

(2) 通貨投機と自己実現的な複数均衡

1997年7月2日、タイ政府は数ヶ月にわたる通貨投機の末、管理フロート制への移行を決定した。通貨危機発生以前のタイ経済は、低インフレ、バランス財政、潤沢な外貨準備を備えていたが、GDP比8%を超える経常赤字、不動産などの非生産的部門への過剰な投資、短期債務の増加など不安定要素も同時に抱えていた。好材料に注目して投資を続ける限りにおいては何事もなかった。しかし、悪材料に注目して投資家が資金を引き揚げ始めると、投資家の資金引き揚げという行為そのものが現実に実体経済を悪化させる原因となった。ここから、タイの通貨危機は自己実現的な通貨危機だという主張も有力だ。しかし第5項で述べたように、自己実現的な複数均衡があったかどうかは、それ自身実証が難しい。このため、専門家の間でも意見の一致は難しいだろう。

(3) 群衆行動と危機の伝染

タイで発生した通貨危機は、急速に東アジア各国へと伝播して行ったが、その原因の一つとして、第4項で説明したように、ASEAN諸国間の違いを認識しない群衆行動があったのではないかとされている。

公平を期すには、別の説明にも触れておく必要があるだろう。それは、「競争的切り下げ(Competitive Devaluation)」という説明である¹¹。これは、よく似たレベルの輸出品を同じような地域に対して輸出しているASEAN諸国の一カ国が為替を切り下げたとき、他国も為替を切り下げざるを得ないという説明である。しかし、為替の切り下げが貿易収支に影響を与えるのには、少なくとも半年以上の時間差が必要である。それにも関わらず危機が直ちに伝播するためには、貿易への影響を予想した(1)政府が意図的に為替を切り下げる、(2)投資家が資本を引き揚げる、のいずれかのルートを経る必要があっただろう。東アジア通貨危機では(1)ではなかったことは明らかで、(2)の説明が当てはまるだろう。そうであれば、これも群衆行動や自己実現的予想による急激な資本移動のきっかけの一つと言えるかもしれない。

第2節 資本取引規制は有効か

1. 資本取引の自由化から規制へ

このように、国際金融市場は基本的に「良いモノ」か「悪いモノ」かという問題は難しい。しかし最近、より多くの経済学者が「悪いモノ」ではないかと考え始めている。これまで多くの経済学者が自由な市場を提唱し、IMFが世界的な金融の自由化と統合を推進してきたことを考えると、これは大きな変化だと言って良いだろう。IMF自身も最近になって、金融市場における自由な取引は良いという基本的な態度は保ちつつも、資本取引の自由化は慎重に行うべきとの路線に転じている。

例えば、ロドリック(1998)やバグワティ(1998)は資本移動の自由化と経済成長には因果関係が見られないとし、資本の自由な移動と自由貿易とは同じレベルでは扱えないとしている。世銀のチーフ・エコノミスト、スティグリッツ(1998)も早い段階から慎重論を唱えていた学者の一人である。また彼は「情報の経済学」の第一人者でもあり、情報の問題が金融市場に蔓延しがちなものであることを良く知っているはずである。こうした慎重論の最右翼にいたのがMITのクルーグマン教授であり、さらに踏み込んで「一時的な為替管理の導入」を主張している¹²(詳しくは、マレーシアの為替管理策の項で触れる)。

また、こうした議論を待つまでもなく現実には既に幾つかの国において、非常手段が発動されている。今年8月の香港政庁の株式市場への介入(補論1参照)や、9月のマレーシアの為替取引規制導入などの方策である。同時期のロシアの為替市場崩壊と国債の事実上のデフォルトは、自由な国際金融市場の便益を最も享受してきたはずのヘッジ・ファンドや先進国銀行に多大な損失を負わせるきっかけとなった。こうして今や、世界恐慌の危険性さえ指摘されるに至っている(補論2参照)。

2. 資本流入のメリットとコスト

第1章でも解説したように、モノの動き(貿易)と金の動き(資本取引)は、究極的には表裏一体の関係にある。特に、東アジアでは、貿易の自由化と共に、資本取引の自由化をも進めたことが、「東アジアの奇跡」の原動力であったことは忘れてはならない事実である。従って資本取引の規制は、当然ながらその便益を犠牲とすることでもある。

しかし、こうした便益を認めてもなお、東アジア諸国への資本流入は多すぎたのではないか、という印象は拭えない。例えばタイでは、オフショア金融市場¹³(BIBF)の開設に伴い、ポートフォリオ投資に代表される短期資本が急激に流れ込んだ。韓国、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピンへ流れ込んだ民間資本は1990年には249億ドルであったが、96年には729億ドルと約3倍に膨れ上がった。これは、同年にエマージングマーケットに海外から流れ込んだ民間資本全体のおよそ3分の1にも相当する。

うちわけを見ると、1990年には13億ドルであったポートフォリオ投資の流入額は96年には、203億ドルとほぼ15倍に膨れあがった。一方、同期間の直接投資の流入額は90年の62億ドルから96年の120億ドルへと2倍弱の伸びに止まった(表2参照)。

これほどの資金が、突然逆流を始めたときの影響は極めて大きい。通貨危機が襲った国々では97年には短期資本を中心に110億ドルの資本の純流出が起こった。この資本流出により通貨、株式は大幅に下落し、外国通貨建ての負債は膨張し企業の経営を圧迫、または倒産に追い込み、融資をしていた銀行は巨額の不良債権を抱えることとなった。担保として預かった土地も価値を失い、銀行はバランスシート改善のために企業への資金を貸し渋った。さらにこのことが健全な既存企業の経営までを圧迫するといった悪循環を生み出す原因となり、アジア経済は出口の見つからない景気後退の波に襲われることとなった。

表2 エマージング・マーケットへの民間資本の流れ (単位:10億ドル)

	90年	91年	92年	93年	94年	95年	96年	97年
エマージング・マーケット全体								
総民間資本流入	31.0	126.9	120.9	164.7	160.5	192.0	240.8	173.7
直接投資	17.6	31.3	37.2	60.6	84.3	96.0	114.9	138.2
ポートフォリオ投資	17.1	37.3	59.9	103.5	87.8	23.5	49.7	42.9
その他	-3.7	58.4	23.8	0.7	-11.7	72.5	76.2	-7.3
公的資金	22.2	25.7	17.6	18.7	-2.5	34.9	-9.7	29.0
総資本流入	53.2	152.7	138.5	183.4	158.0	226.9	231.1	202.7
アジア全体								
総民間資本流入	19.1	35.8	21.7	57.6	66.2	95.8	110.4	13.9
直接投資	8.9	14.5	16.5	35.9	46.8	49.5	57.0	57.8
ポートフォリオ投資	-1.4	1.8	9.3	21.6	9.5	10.5	13.4	-8.6
その他	11.6	19.5	-4.1	0.1	9.9	35.8	39.9	-35.4
公的資金	5.6	11.0	10.3	8.7	5.9	4.5	8.8	28.6
ASEAN 4* + 韓国								
総民間資本流入	24.9	29.0	30.3	32.6	35.1	62.9	72.9	-11.0
直接投資	6.2	7.2	8.6	8.6	7.4	9.5	12.0	9.6
ポートフォリオ投資	1.3	3.3	6.3	17.9	10.6	14.4	20.3	11.8
その他	17.4	18.5	15.4	6.1	17.1	39.0	40.3	-32.3
公的資金	0.3	4.4	2.0	0.8	0.7	1.0	4.6	25.6

(出所) IMF, *International Financial Statistics, World Economic Outlook*.

*ASEAN 4とはインドネシア、タイ、フィリピン、マレーシアのこと。

第1節で見たように、それが自己実現的な通貨投機か、はたまた群衆行動かは議論の余地があるものの、そもそも自由な資本移動に依存しないで経済運営を行ったらどうか、という意見が出てくるのもむべなるかなと言えるだろう。スティグリッツ(1998)は、途上国の経済規模は小さく、「国際金融の大海に浮かぶ小舟のようなものだ」と例えたが、今では多くの人々の共感を得る見方となりつつある。

3. 資本取引規制を巡る同床異夢

このように、一見すると国際金融市場は「悪いモノ」という方向で一致しつつあるように見える。しかし実は、(1)基本的に資本移動の少ない世界を目指すという方向性と、(2)基本的に資本取引自由化を進めるが慎重に行うという方向性、という大きな違いが内包されている。例えば、ごく最近になってクルーグマンは、(1)の方向に傾きつつある。それに対しIMFなどは(2)の立場を鮮明にしている。多くの経済学者は、その中間のスペクトラムの中に連続的に位置していると言えるだろう。

う。

ところで、(1)のような考えは、本章第1節で見てきたような情報の問題からだけ出てきた訳ではない。実は、国際マクロ経済学の領域から出てくる発想でもある。第4章も参照してもらいたいが、「自由な資本移動の下で、為替の安定を得(固定レート制度)、しかも、経済危機に対し金利引き下げで対抗する」、ということは不可能であるという命題である。しかし、このうちの二つだけなら追及できる。これは、国際マクロ経済学の世界では「トリレンマ」とも呼ばれる関係だ。従って、「自由な資本移動」を守ろうとするなら、「変動レート制度」をとるか「経済危機にも関わらず金利を引き上げること」をとるかの二者択一にならざるを得ない。いずれも、貿易に大きく依存する小国には厳しい選択であり、それなら「自由な資本移動」をあきらめるべきである、という議論だ。従って、これはかなり本質的な現状に対する異議申し立てなのだが、議論は始まったばかりであり、今の段階では評価を下すには早い。ただ、真剣に検討すべき提案である。

強いて分類すると、未だに世界の大勢は(2)の立場にある。(1)の立場からすると中途半端な方策ということになるかもしれないが、ある程度の資本移動の規制という手段により、何とか現状を守ろうという訳だ。そうした方策として、チリのモデル、トービン税の二つを次に紹介しておきたい。共に、資本移動全般を規制するというよりも、「短期の資本移動」を抑制することに重点が置かれていることが特徴である。この二つに対して、第6項で見る「マレーシアの為替管理」は、上述のマクロ経済学からの議論と密接に関係するものである。

4. チリ方式

チリは、資本規制の成功例として、アジア通貨危機以降、多く取り上げられている。チリは80年代後半から90年代はじめにかけて資本流入の増加に伴い、インフレ懸念に見舞われていた。チリ政府は輸出競争力を低下させずに金融引き締めを継続させる目的で91年に短期資本の流入規制を実施した。この規制のもと、チリに流入する対外借入の20%(のちに30%に引き上げ、現在は0%)を中央銀行に一年間無利子にて預託する制度を導入し、また全ての流入資金に一年間の滞留義務を課した。一年の滞留期間の義務は、長期的な投資意欲を減退させることなく、短期資本の流入だけを阻止することが目的であった。一方、借り手側である国内の企業や銀行にも債券発行に際し規制を設け、リスクのある借入を軽減し不必要な負債の増加を防

ごうとした。この結果資本規制の導入後チリの短期対外借入は減少し、チリ政府の統計によると、97年時点で対外借入にしめる短期借入は規制導入前の26%前後から11%へと減少した。94~95年のメキシコ危機の時、チリは他の中南米諸国と比べて比較的影響を受けなかったのも、短期借入の割合が少なかったからだとされている。

しかし、IMF(1998b)によればこの資本規制の効果は明らかでなく、BISのデータが示すところでは97年時点のチリの短期借入は全体の49.8%であり、国家統計と大きな開きがあると指摘されている。この数字の開きは、国家統計にはチリの銀行の海外支店からの借入や未払いの輸入信用が含まれていないことによるものと考えられるが、その他の理由として、国家統計に現れないルートで短期的な資金が流入を続けていた可能性を示唆している。これを反映して、チリが大きな危機に見舞われなかったのはチリの金融システムが比較的健全であったからだという説も存在する。

このように、有効性を巡る議論はあるが、何らかの資本規制をすとしたら、短期的な資本移動に的を絞ったチリのような方法が、もっともコンセンサスを得やすいものであることは確かだろう。

5. トービン税

チリ方式と同様に、通貨危機以降、注目を浴びるのがトービン(1974)によって提案されたいわゆる「トービン税」である。トービンは、金融自由化での短期資本による弊害を予想し、資本移動に関して国際的な規制が必要であるとして全ての為替取引(貿易に関連する為替取引も含む)に少額の税金を課すことを提案した。長い間、この提案は関心を集めることはなかったが、アジア通貨危機以降の金融不安の中で、短期資本流入を抑制する手だてとして再評価されつつある。トービン税は短期資本のみならず長期資本にも適用される。しかし、税率を極めて小さくすることにより長期資本への悪影響を少なくし、短期的な資金(短期的に売買が必要)には大きな負荷とすることができる。簡単に言うと、年に一回しか取引をしないような投資家に比べ、毎日取引をする投資家の方がより多くの税金を支払わねばならない、というアイデアである。

しかしながらトービン税は、全ての為替取引への課税を世界的に実施しようとするもので、その導入の為には世界規模での同意が必要という難点がある。また、現

代の複雑化した為替取引を全て管理、課税していくことは困難であり、管理コストが膨大となるとの反論も存在する。

6. マレーシアの為替管理策について

歴史には、奇妙な偶然が起こることがある。既に何回か触れたクルーグマンの為替管理策の提案と、ほぼ時を同じくしてマレーシアで為替取引規制の導入が発表された。あまりにも同時期に起こった(一週間程度の差)ので、両者の間の関係が疑われたが、その後の情報を総合的に判断すると、これは全くの偶然だったようだ。両者ともに、独自に同じような結論に達したようである。

実はマレーシアは、97年末ごろから、「IMFなきIMF政策」と呼ばれる政策転換を行っていた。その基本は、金利の引き上げによる為替レートの安定策と金融問題への対処(バブル潰し)である。しかし、その結果は惨憺たるものとなった。マレーシア経済は劇的な悪化を記録したのである。第1四半期に引き続き第2四半期もマイナス成長となり、実に13年ぶりの景気後退を経験することとなった。通貨危機前には3%といわれていた銀行の不良債権比率も通貨下落の影響やクレジット・クランチによる企業の倒産などが影響し99年には30%にも達するとの予想もあるほどだ¹⁴。マレーシアは、IMF流の政策を自ら取ってきたからこそ、いわば経験的にその問題点に対処した。一方で、クルーグマンは、理論的観点からIMF政策の問題を指摘した訳だ。その両者が一致したというのは興味深いことである。

実際に具体的内容を見ても、両者は驚くほど一致している。その本質を一言で言うと、自国通貨の取引を中央銀行がしっかりと管理する、ということだ。この観点からは、資本取引規制と言うよりも為替管理と言った方が良いかもしれない。両者の差は微妙なので、同一の意味として捉える場合も多い。しかし厳密には、為替管理の方がより包括的なものと考えられる。それは、貿易に伴う支払や受取、金融資産の国境を越える取引に伴う支払や受取、いずれも為替取引を伴うものだからだ。従って為替取引を管理することは、資本取引(金融資産の取引)だけでなく、經常取引(貿易など)を含め全ての対外取引に関わってくるわけだ。マレーシアの措置を例に示すと、海外市場での自国通貨リングの交換停止は為替規制であり、国内でのポートフォリオ投資(値上がり益を狙った株式投資など)へ一年間の国内滞留義務を課するのは資本規制である。

実はマレーシアの場合は、あまりにも金融の自由化が行われ過ぎていた面があ

る。例えばマレーシアの通貨リングは、シンガポールのオフショア金融市場で盛んに取引が行われていたし、シンガポールの銀行にリング建て預金を開設することも自由に行われていた。こうした状況下では、当然ながらマレーシア通貨当局は、為替レートの水準と金利の水準の両方を同時に操作することが不可能であった。まさに、国際マクロ経済の「トリレンマ」を絵に描いたような状況だった。従って、為替の安定と金利の低下を同時に達成する為には、為替の取引そのものを規制するしかないという訳である。

第1章の脚注6でも触れたように、為替管理は日本でもつい最近(今年4月)まで行われていたことである。世界の多くの国も、何らかの為替規制を行っているのが現実である(シンガポール、台湾なども自国通貨のオフショア取引は規制している)。従ってマレーシアの措置は、あまりにも自由過ぎたものを、少し戻しただけなのである。それが、これほど注目を浴び一部からは激しい非難の声があがっているのは、既に自由化したものに対し再び規制を加えるという、方向性を過剰に問題視しているためと思われる。

また、チリ方式やトービン税のように短期資本移動をねらい打ちするという事が主眼ではなく、国内での金融政策の自由度を得、利下げにより景気回復を行う余地を作り出す(クルーグマンの言葉では「息継ぎの間」breathing room)ことに眼目があることも注記しておきたい。従ってこの政策は、あくまで手段であって目的ではない。クルーグマンがマハティール首相宛てに出した公開書簡¹⁵の中で指摘している通り、資本取引規制は経済改革の補助策であり、経済改革の代替物(改革を遅らせる言い訳)としてはならない。資本規制で時間を稼ぎつつ、最終的に経済の建て直しに成功してこそ、世界からの評価を得ることができるだろう。そのためには、規制に伴う非効率や汚職、官僚の職権乱用など、予想される問題(資本規制の副作用)に対しても対策を怠ってはならないだろう。

おわりに

本章で見たように、経済学者の世界でも現実の世界でも、自由な資本移動に対する疑念が高まっている。この問題は今後も大きな争点として議論が続くことが予想される。筆者も、国際金融市場は本質的に情報の非対称性の問題を孕んでいるものだ、という見解に賛成である。しかし、最後に注意を喚起しておきたい事項がある。

それは、(1)とにかく自由な市場が最善であるという立場も、反対に(2)とにかく規制が必要であるという立場も、いずれもが実はイデオロギー的な対立であり、冷静な経済学的な検討という立場とは無縁のものであるということだ。冒頭に述べたように「…の仮定の下に」という経済学のやり方は、実は「市場主義」だろうが「反市場主義」だろうが一方的なイデオロギーの具にされる危険性から理論を防御する仕掛けでもある。「経済学自身は、市場が良いとも悪いとも言っていない」ということを銘記する必要がある。そして、具体的経済問題の解決のためには、イデオロギーの具としてではなく、道具として経済学を有効に活用していくことに徹するべきである。

補論1. 「カレンシーボード」を狙う投機家

香港のカレンシーボード制は、特定の外貨(香港では米ドル)を自国通貨発行の裏付けとして使うという特殊な固定レート制度であり、金本位制度に酷似した経済調整メカニズムを持っている。そして、それが通貨当局の裁量ではなく、厳格なルールに基づくものであるから通貨投機に対して強靱な制度であると言われてきた(カレンシーボードが投機攻撃により崩壊した事例はないと言われている)。

こうした制度を持つ香港が97年の10月より、たびたび通貨投機の対象となったことは、多くの国際経済学者にとってはたいへんな驚きであった。しかしすぐにその理由が明らかになってきた。それは、ダブル・プレーと呼ばれる投機家の戦略である。カレンシーボード制度の下で、自国通貨の売り圧力は、自動的に金利の上昇を招く。金利の上昇は、株式よりも債券の相対的な魅力を上昇させるので、株式相場は下落する。この関係を利用して儲けられるというのだ。具体的に言えば、香港ドルを売っている投機家は、同時に香港の株式市場でも株式を売っている。従って香港ドルへの投機は成功しなくても、要は金利の上昇により株価さえ下落すれば巨利を得ることができるのだ。国際的な投機家にとっては、香港はATM(現金自動受渡機)のようにいつでも手軽に金を引き出すことができる、とさえ言われていた。

こうした投機行為に業を煮やした香港金融当局は、ついに98年8月半ばに株式市場での直接的な株価買い支えを開始した(約152億USドルを投入)。その目的は株価を支えることそのものではなく、投機家に大損をさせることであった。これに対し、世界有数の自由な市場として知られた香港の名声を汚すものだという批判を投げかけるのは、あまりにも単純すぎる。もっと別の方法がなかったか、またこの対策が本当に有効なのか、といった検討は必要

だろう。しかし、従来の経済学が想定する事態を超えた、あまりに「賢明な」投機行動が起こっていた訳であるから、香港当局の行為はまさに窮余の策と言える。経済学者は、イデオロギー的に批判するのではなく、どうすればこうした新手の投機行動に対処できるのかという対案を提示すべきであろう。

幸い98年秋には、香港ドルへの通貨投機は小康状態を得ている。しかしこれは、本質的な問題が去ったのではなく別の要因によるものである。ヘッジファンドなどの国際的投資家がロシア危機の余波を受け、大損失を抱えたために積極的に投機行為を行う余裕を失ってしまったからなのである(補論2も参照)。

補論2. ヘッジファンドの「秋」

さて、通貨危機の張本人と非難されながらも我が世の春を謳歌してきたヘッジファンドであるが、いつの間にか盛夏を過ぎ、「秋」を迎えたようだ。98年8月のロシア危機の余波を受けヘッジファンドのいくつかは経営破綻の危機を迎えた。特にヘッジファンド大手のロングターム・キャピタルマネジメント社(LTCM)のケースは世界中の耳目を集めた。LTCMの経営危機の噂が流れるや否やニューヨーク連銀の斡旋のもと、LTCMへ投資している金融機関14社による36.5億ドルの救済プランが決定された¹⁶⁾。銀行ならともかく、一介の投資信託に過ぎないヘッジファンドを連銀が救済したということは、大きな衝撃であった。しかし事態が明らかになるに伴い、さらに驚愕すべき事実が明らかになった。LTCMが顧客(裕福な個人投資家)から集めた資金と、これまでの運用益の蓄積を合わせた自己資本は40億ドル程度であったが、その運用する資産は1000億ドル(10兆円以上)を超えていたというのである。これは、世界中の名だたる銀行からの借入により可能となったものである。しかも、バランスシート(貸借対照表)に載らないデリバティブ取引を行うことにより、想定元本ベースでの取引額は1兆ドル(100兆円以上)を超えていた。このような無茶を結果として野放しにしてしまったことは、深刻な問題である。

その影響に関しては、ヘッジファンドの中には利益をあげているものもあるとの反論も出ているが、楽観的すぎる意見である。LTCMの救済策は一時的な便法に過ぎず、デリバティブなどの取引を秩序だって清算していく為の時間稼ぎだと観測されている(従ってLTCM自身は、いずれ消滅する運命であろう)。問題は、その取引総額の巨額さから見て、いかに秩序だって精算を行おうとも、市場の混乱は避けがたい状況だということだ。これが世界経済全体に「冬」の到来を告げた可能性が極めて高いのである(最近の異常な円高などは、その兆候である)。

こうした顛末を見ても、金融市場においては情報の問題が抜きがたく存在していることが分かる。ヘッジファンドへの融資に関連するリスクを米金融当局さえ見逃してしまったのは、ヘッジファンドが、その顧客にさえも正確な情報開示を行わなかったからである。しかし、実は情報を開示したら魅力がなくなるのがヘッジファンドなのである。独自の投資手口が他の市場参加者に知られていない(情報の非対称性がある)から、ファンドは超過利益をあげることが出来るのである。このように、情報の非対称性の存在そのものが、価値を持つ場合さえあるのだ。IMFや米国政府は、アジアの金融危機の原因の一つにアジア各国の金融市場の不透明さを挙げ「透明化」を迫っているが、そのような表面的な対応だけで問題が解決されるとするのは、あまりにも単純である。

(国宗浩三・小田尚也)

(注)

- ¹ 完全市場のもとでの市場均衡がパレート最適であることを厚生経済学の第1定理と呼ぶ。
- ² このため、最近では「市場の失敗」を引き起こす原因として不確実性があげられることは、ほとんどなくなっている。また、情報の問題といったときには、情報の非対称性のみを意味する場合も多い。
- ³ 投機家が常に賢い(合理的)とは限らないではないか、という意見に対しては、例えばM. フリードマンは、合理的でない投機家は損をするので、市場から脱落するだろう、としている。
- ⁴ このように投機や裁定が活発に行われて、もうこれ以上、儲けを出せないほどの状況になっている市場を効率的な市場という。現実の金融市場が効率的な市場かどうかが問題だが、効率的だとする仮説を効率的市場仮説(Market efficiency hypothesis)と呼び、多くの経済学者の実証研究の対象となっている。
- ⁵ このような問題も含めて、市場心理(Market Psychology)に関する文献としてAzariadis(1993)第28章やFarmer(1993)第9章を参照されたし。
- ⁶ Obstfeld(1996), Krugman(1997)等を参照されたし。
- ⁷ ソロス氏などの運用する投資信託は、ヘッジファンドと呼ばれるものである。Eichengreen他(1998)によると、1992年のERM通貨危機はソロス氏らヘッジファンドの動きがきっかけとなり発生したと見ているが、今回のアジア通貨危機では、その影響はなかったとしている。Brown他(1998)は、ヘッジファンドがアジア通貨の過剰な売り買いを行っていた時期があったことを認めたものの、アジア通貨の変動はこれらヘッジ

ファンドの動きとは因果関係のないことを示した。また、ソロス氏のヘッジファンドがマレーシア・リングの急激な減価を導いたという証拠もないと結論している。また、ヘッジファンドの扱う金額は、いかにレバレッジ(借入などにより資金量を膨らませること)を利かせるといえ、その額は欧米のミューチュアル・ファンドや年金基金などの大手機関投資家に比べれば少ないとされている。ヘッジファンドの総資本額は3000億ドルとみられている。一方、機関投資家の扱う資本総額は20兆ドルにものぼり、その国際金融市場での影響力は大きい。

⁸ 通貨危機によるコストは(1)通貨危機防衛のために生じるコストと、(2)通貨危機発生後に生じるコストの二種類に分けることができる。通貨危機防衛にかかるコストとして、外貨準備の減少や金利上昇による国内経済の停滞などが挙げられる。通貨危機後のコストは回復までに生じるすべてのコストを指す。IMF(1998a)は、通貨危機からの回復に要する時間は1.5年から2年かかり、多くの場合、7%から10%の生産高の減少を伴うと報告している。

⁹ Early warning systemに関しては、Kaminsky, Lizondo & Reinhart(1997)、IMF (1998a)を参照されたし。

¹⁰ アジア通貨危機前の東アジアの実質為替レートの上昇は、1992年をベースとすると4%から15%程の増価であった(JP Morgan RER Data)。

¹¹ 「競争的切り下げ」に関する議論は、Roubini他(1998)を参照されたし。

¹² Krugman (1998)を参照されたし。

¹³ オフショア市場とは非居住者(外国の法人や個人)の参加する市場という意味。

¹⁴ 不良債権比率30%の予測は、1998年9月7日 *Financial times* 参照。

¹⁵ クルーグマンのホームページに“An Open Letter to Prime Minister Mahathir”として掲載されている。クルーグマンのホームページアドレスは、<http://web.mit.edu/krugman>

¹⁶ 14社には、ドイツ銀行、チェース・マンハッタン、JPモルガン、メリルリンチ等が含まれ、1社あたり1億ドルから3億ドルを拠出する。

参考文献

- Azariadis, Costas (1993), *Intertemporal Macroeconomics*, Blackwell Publishers, Cambridge, MA.
- Bhagwati, Jagdish (1998), "The Capital Myth," *Foreign Affairs*, 77(3), pp.7-12.
- Brown, Stephen J., William N. Goetzmann and James M. Park(1998), "Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997," unpublished paper.
- Eichengreen, Barry and Donald Mathieson (1998), "Hedge Funds and Financial Market Dynamics," *IMF Occasional Paper*, No. 166.
- Farmer, Roger E. A. (1993), *The Macroeconomics of Self-Fulfilling Prophecies*, The MIT Press, Cambridge, MA.
- IMF (1998a), *World Economic Outlook*, May 1998, International Monetary Fund, Washington D.C.
- (1998b), *International Capital Markets: Development, Prospects and Key Policy*, October 1998, International Monetary Fund, Washington D.C.
- Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo and Carmen Reinhart (1997), "Leading indicators of Currency Crises," Working Paper, WP/97/79, IMF.
- Krugman, Paul (1997), "Are Currency Crises Self-Fulfilling?", *NBER Macroeconomics Annual*, The MIT Press, Cambridge, MA.
- (1998), "Saving Asia: It's Time to Get Radical", *Fortune*, September 7, 1998.
- Obstfeld, Maurice (1996), "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features," *European Economic Review*, 40(3-5), pp.1037-47.
- Rodrik, Dani (1998), "Who Needs Capital-Account Convertibility? Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility." Essay in *International Finance* No 207, Princeton University.
- Roubini, Nouriel, Giancarlo Corsetti and Paolo Pesenti (1998), "What caused the Asian Currency and Financial Crisis", unpublished paper.
- Stiglitz, Joseph E. (1998), "Boats, planes and capital flows," *Financial Times*, March 25, 1998.
- Tobin, James (1974), "The New Economics One Decade Older," *The Eliot Janeway Lectures on Historical Economics in Honour of Joseph Schumpeter*, 1972, Princeton University Press, Princeton.