

書評 『IMF 資本自由化論争』

尾 田 温 俊

- 1 はじめに
- 2 問題の所在
 - (1) 資本移動とIMF協定
 - (2) 資本移動の実際
- 3 国際資本移動の理論
 - (1) ミクロ理論
 - (2) マクロ理論
 - (3) 情報の非対称性
- 4 資本勘定開放賛成派の論点
 - (1) 便益
 - (2) 費用
 - ① 金融危機
 - ② 伝染
 - (3) 費用最小化の処方箋
 - ① 開放国の役割
 - ② 国際社会の役割
 - (4) 千りの資本流入規制
- 5 資本勘定開放反対派の論点
 - (1) 効率性が改善されない理由
 - (2) 金融市場固有の機能不全

1 はじめに

国際通貨基金IMFの暫定委員会は、1997年9月の香港におけるIMF年次総会で、国際資本移動の自由化に関する声明を採択した。1998年Princeton Universityから『Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?』として出版された本書は、この香港声明によって提起された問題に関連する8つの小論から構成されている。執筆者、論文名、肩書きは以下のとおりである。

Peter B. Kenen 「序文」(プリンストン大学教授)

Stanley Fisher 「資本自由化とIMFの役割」 (IMF副専務理事)

Richard N. Cooper 「資本自由化は望ましいか」 (ハーバード大学教授)

Rudiger Dornbush 「資本規制は時代遅れの考え方」 (マサチューセッツ工科大学)

Peter M. Garber 「長期的な利益と過渡期の危機」 (ブラウン大学教授)

Carlos Massad 「チリの資本規制」 (チリ中央銀行総裁)

Jacques J. Polak 「IMF協定改正と資本自由化」 (前IMF理事)

Dani Rodric 「誰が資本自由化を望むのか」 (ハーバード大学教授)

Savak S. Tarapore 「インドの資本自由化」 (前インド準備銀行副総裁)

1999年に岩波書店から出た翻訳書の翻訳者は岩本武和、高橋信弘、伊豆久であり、岩本武和による解説と用語解説が巻末に整理されている。

本書評は、資本勘定自由化をめぐる賛成派と反対派の論点を明確に整理することを目的としている。

2 問題の所在

(1) 資本移動とIMF協定

国際資本移動自由化の声明を採択した経緯についてケネンは序文で次のように述べている。1972年7月、固定相場制崩壊後の国際金融システムを検討するために20カ国委員会がIMFに設けられたが、同委員会は混乱する国際金融状況の中で所期の改革に失敗し、74年10月には暫定委員会へと発展的に解消

した。IMFは国際通貨問題に関する監督・決定権限をもつ評議会の設置を決定したが、評議会設置までの暫定的な機関として作られた暫定委員会には決定権が無く、形式上は諮問機関である。暫定委員会は、現在IMF協定では經常勘定取引に限定されている通貨の交換性の定義を資本勘定取引にまで拡大すべきであると勧告してきていたが、1997年9月の香港におけるIMF年次総会で国際資本移動の自由化に関する声明を採択した。すなわちIMF協定改正は資本移動自由化をIMFの目的の1つとし加盟国政府に求めることになったが、新興市場国における通貨危機の続発で現在作業は中断状態である。99年9月、暫定委員会は恒久的な国際通貨金融委員会に改組された。国際資本移動自由化の声明を採択した経緯は以上の通りであるが、訳者の解説(pp145～146)にしたがって資本勘定自由化についてももう少し敷衍しておく。

IMF協定では第8条において、經常勘定について通貨の交換性を維持することが加盟国の義務とされ、第14条において過渡期にのみ例外的に為替制限を認めることが規定されている。これに対して、資本規制については、第6条において原則規制を謳っており、金融・資本市場の自由化と国際化が世界経済の潮流となっている中で、この条文が資本移動の実体と合わないものになってきた。本書で言う「資本勘定の交換性」に向けたIMF協定の改正とは、原則規制を謳っている資本勘定についても、第8条と第14条に類して原則自由化・例外的規制という方向で協定改正を進めようということである。この合意が、1997年4月のIMF暫定委員会でなされたことを受けて、本書はこうしたIMFの動向に対する賛否両論を併記したものとなっている。

しかし、協定改正に向けた検討作業が合意された直後の1997年7月、タイ・バートの暴落を契機に韓国、インドネシア等に伝染したアジア危機、さらに1998年夏に深刻化したロシア危機、1999年初めのブラジル危機と通貨・金融危機が相次いだ。こうした事情によって、IMF協定の改正作業そのものは、一時中断している。

(2) 資本移動の実際

資本勘定自由化が新興市場経済で実施されればどのような事態が発生するのか、このことについてチリの経験を踏まえてマサドは次のように述べる。

第1に、自由化されていない資本勘定を開放する過程では巨額の資本流入が発生することが多い。国際投資家が国際市場と開放国との資本収益率格差に反応し、ポートフォリオの分散化を進めるからである。大量の資本流入は、為替レートその他の国内資産価格の大きな、過度の変動をもたらす、国内総需要を拡大してインフレ圧力を高め、経常収支赤字を拡大させ、貿易財部門と非貿易財部門間の資源配分に歪みをもたらす。巨額の資本流入が数年に及べば、対外債務残高は対外流動資産を上回り、その国の対外ポジションを著しく悪化させることになる。金融ポジションが悪化すれば、経済は、先進工業国の景気動向の変化や市場心理に対して極めて脆弱になってしまう。国際資本市場での信用を失えば、通貨投機が発生し、外貨準備を急速に失い、通貨は過度に下落し、経済活動のレベルが収縮することになりかねない。さらに、通貨危機と景気後退が重なれば、その克服に数年を要する国内金融危機に陥る可能性も高い。

第2に、資本勘定を開放すれば、国内総需要に対する中央銀行の管理能力が低下し、金融政策の自律性が損なわれる。資本勘定規制には国内の資本市場、特に短期市場を海外市場からある程度隔離する機能があるため、中央銀行は裁定取引を招くことなく金利を引き上げることができる。でなければ、金利引き上げは、外国からの融資の増加、通貨の上昇を招き、総支出管理をしり抜けにしてしまうだろう。金融の国際化が進んだ経済でも、為替レートやインフレ率などの名目変数をコントロールするということであれば金融政策の有効性はかえって高まる。資本移動が為替レートに影響を与えるからである。しかし、資本の流入と為替レートの上昇は総支出を拡大させるため、総需要に対する金融政策の影響力は低減する。

第3に投機が発生すると資本移動は非常に不安定になり、一時的なシグナル

の変化に対しても過剰反応するようになる。そして巨額の短期的な逆流が突然発生し、開発途上国は大きな被害を受ける。

最後に新興経済はそもそも為替投機に脆く、モラル・ハザードに陥りやすい。政策当局には急激で大きな為替レートの変化を避けようとする傾向があり、これは投資家に「暗黙の価格保証」として心理的に作用するが、銀行の信認喪失につながるシグナルは「自己実現的予測」となり、巨額の資本逃避をもたらす。中央銀行が為替レートの安定を重視するのは、自国通貨の急激な下落は物価水準に直ちに影響を与えるためであるが、国内総生産に対して貿易が高い比率を占めている場合には特にそうである。

他方、先進国における資本勘定開放においても問題は発生したが、実体経済も金融経済も高度に発達し、GDPに対する貿易依存度が低い国では、自由化のコストはそのメリットより小さいことを示している。成熟した経済が新興市場ほど市場心理に左右されないのには3つの理由がある。第1に、そうした国の経済は強固であるため資産価格のオーバーシュートやバブル発生リスクを負っていない。第2に、金融システムが健全で高い評価を受けているため、新興市場よりも危機の伝染するリスクが小さい。第3に、先進国は巨大な貿易地域を単独あるいは数カ国で構成し、そこでは固定為替相場で域内貿易がなされているため、第三国に対する為替レート変動の影響を新興市場経済ほど受けないのである。先進工業国が直面するリスクとしては、自国通貨への投機の可能性があり、90年代初めのヨーロッパの経験が示すとおりである。また先進国も資本移動の突発的な変化に対する金融機関の脆弱性を抑えるため、金融機関への健全性規制は存続させているのである。

3 国際資本移動の理論

本書の著者による論点を整理する上で、資本移動に関する理論を理解しておくことは極めて重要であるので、訳者による解説(pp146～149)をここに引用

する。

(1) ミクロ理論

資本移動の自由化を推進しようとする論理は、収益率の低い貯蓄超過国から収益率の高い投資超過国への自由な資本移動によって資源の国際的な最適配分が達成される、というものである。これはマクドゥーガルにより1960年に発表された部分均衡分析の命題である。1980年代に入り、国際資本移動のミクロ理論は異時点間貿易の一般均衡分析で説明されることになった。

(2) マクロ理論

国際資本移動のマクロ理論としてはマンデル＝フレミング・モデルがある。これによると、資本移動が利子率に対して完全に弾力的である場合、固定相場制の下では金融政策は無効であるが財政政策は有効となり、変動相場制の下では金融政策は有効であるが財政政策は無効となる。この命題は「自由な国際資本移動、為替相場の固定、金融政策の自律性、の3つは鼎立しない」と言い換えることができる。この政策トリレンマは、特にアジア通貨危機以降、どの2つをとって、どの1つを捨てるか、という形でよく議論されるようになってきた。

(3) 情報の非対称性

国際資本移動の是非を論じるとき、現在最も頻繁に使用される概念装置が、情報の非対称性である。貸し手と借り手の間で取引対象に関する情報へのアクセスが非対称的である場合、各経済主体が合理的な行動をとっても、経済全体としては、逆選択、モラル・ハザード、群集行動という非合理的な結果に陥るケースである。

情報の非対称性を解消するための政策は、第1に、経営内容のディスクロージャーや格付け機関の活用といった、預金者と金融機関が市場規律に則った行

動をするような経済環境を創出する政策である。第2は、資本移動の自由化の前に健全性規制によって国内金融機関を強化するという、自由化の順序を重視した政策で、特にバランスシート規制(自己資本比率規制、大口融資規制、外国為替高制限規制等)が重要である。第3に、中央銀行による最後の貸し手機能や預金保険制度などのセーフティネットの充実もあるが、セーフティネットが存在すれば、モラル・ハザードが発生することもあり、両者のバランスは難しい問題である。

4 資本勘定開放賛成派の論点

本書における自由化賛成派としてフィシャー、ドーンブッシュ、ガーバー、マサド、タラポールがおり、その哲学としては資本勘定開放の長期的便益が短期的費用を上回るというものである。そして健全化政策、健全マクロ政策等を実施することにより、金融危機と伝染という短期的費用を最小化するように経済運営を図るのである。

(1) 便益

資本移動自由化による便益には、第1にミクロ理論から演繹された配分の変動からもたらされる効率性の改善がある。すなわち自由な国際資本移動は、貯蓄の地球規模での効率的配分を促し、資源を最も生産的な利用に振り向けることに役立ち、したがって経済成長と経済厚生を高める、というものである。この点に関して、資本移動自由化反対派のロドリックによる実証チェックがなされており、後述するように、過去の経験からは自由化が経済成長と結びついていく明確な証拠はないという主張もなされている。

自由化賛成派の主張する便益の第2点目は、国際資本移動が市場規律として作用するということである。すなわち市場の判断が正しく、当局の実施するマクロ経済政策に誤りがあれば、市場が影響力を発揮してそれを是正するという

ものである。したがって、市場規律は無謀な政策を実行しないための自動的で最適な保険であると見なされるべきものとなる。第3に、先進国はすべて資本勘定を開放しており、受け入れるべき発展段階の必然的な一段階であるというものである。この点について、タラポールは、經常勘定の交換性の導入によって、資本規制は空洞化しまったく効果のないものになっており、世界は統合化の過程にあり、一国は秩序的な移行か無秩序な移行かを選択することになると主張している。第4に、先進的な金融技術を導入する結果、国内金融市場はより効率的になり、貯蓄と投資の配分が改善されると主張している。しかし短期的には外国銀行の参入が金融危機をもたらす必然性をガーバーが指摘している。

(2) 費用

ドーンブッシュとガーバーは、資本勘定自由化が金融危機を不可避的に発生させることを主張する。しかし両者はそれにも拘らず資本勘定自由化を支持する。その必然的金融危機発生シナリオは以下のように説明されている。

① 金融危機

銀行の経営状態は金融抑圧と政治的コントロールが終焉した直後には悪化することが多い。不良債権を抱えて経営状態の悪化した銀行は不良債権処理のために海外から融資を受ける。その借り入れはそもそも返済できないものであるために、一国全体を危険にさらす可能性がある。また金融自由化が金融部門における損失の発生をもたらし、銀行システムが自己資本ゼロの水準に達した場合、それら銀行の自己資本を再拡充する手段として外資による買収あるいは新規開設の認可によって外国銀行の参入を許可・促進する方法がある。外資系銀行はうまみのある小口顧客市場を選び、問題のある市場は国内銀行に回し、収益率の高い大口顧客市場から国内銀行を締め出し、オフショア金融技術を提供して国内銀行にリスクの高い投機的融資を行わせる。優良顧客は新規参入した

外国銀行と、より有利な条件で取引できるため、経営状態が悪化した国内銀行から去ってしまう。

したがって、ドーンブッシュによると、金融の開放は銀行・金融システムの規制や監督が適切になされていない状況では行われるべきでない、ということになる。金融の開放を前提として、金融抑圧、不適切な規制、不十分な監督の一扫が急がれるべきであるという主張に繋がるのである。

② 伝染

続いて、ガーバーによる伝染が不可避である理由は以下のように説明される。主な国際金融機関が課している最先端のリスク管理システムこそが危機の伝染の主要な源泉となっている。このシステムでは債券市場指数連動型ファンドは投資適格の証券しか保有できない。その結果、ある国の格付けが低下すれば、直ちにその国の債券は売られ、その国は追加的な資金を市場から調達することができなくなる。リスク管理システムは、市場価格やマクロ経済変数に関する国際間の分散・共分散行列の値をもとに、リスク・信用測定プログラムの統計モデルがつくられている。したがって、ある国の市場の価格変動率が突然上昇したとき、その国と強い相関をもつ国の信用リスクおよび市場リスクを高めるような再評価が自動的になされ、融資額の収縮が機械的にもたらされる結果、群集行動となり新興市場国におけるスピルオーバーの原因となるのである。こうしたスピルオーバーを除去するためには、過度にリスクの高い資本流入を減少させるために新興市場国の健全性規制を強化するとともに、国際金融センターにおけるリスク管理システムの機械的適用を緩和することである。

(3) 費用最小化の処方箋

資本移動自由化支持派は、金融危機及び伝染という資本移動自由化の費用を最小化するために処方箋の実施を強調する。次にそれら費用最小化処方箋につ

いて賛成派の論点を最大公約数的に整理する。

① 開放国の役割

(ア) 健全なマクロ経済政策の実行

健全な政策枠組みは、インフレーションを低く抑え、財政赤字を小さくし、経常収支を持続可能なものにすることによって、成長を促進する。また、長期借り入れや海外直接投資によりファイナンスされる経常赤字は持続可能であるが、短期資本流入によりファイナンスされる巨額の経常赤字は警戒材料である。高金利に反応する短期資本流入には緊縮的な財政政策および為替レートの伸縮性を高めることが肝要である。金利は海外の水準を大幅に上回ってはならない。金融政策が自立的であるためには、為替レートが柔軟に変動することが必要である。インドの計画では具体的な数値目標として、対国内総生産比でみたグロスの中央政府財政赤字の5%から3.5%への削減、インフレ率の3ヵ年平均値が3~5%を超えないこと、実質実効為替レートのモニタリングバンドを実施するとしている。モニタリングバンドの設定により、いつインド準備銀行が介入するのかを指し示すことで市場参加者の期待の安定化に貢献する。実際には、

- (a) 中立的な、ないしはベース期間での実質実効為替レートのアナウンス
- (b) 実質実効為替レートのモニタリングバンドの宣言(委員会は中立的な実質実効為替レートのプラスマイナス5%をモニタリングバンドとして公表)
- (c) 実際の実質実効為替レートを外貨準備と同時に公表
- (d) 中立的な実質実効為替レートの変更を公表

以上のことを実行するのである。

インドの自由化計画における準備の適正水準としては、債務の元利支払や輸入額に対する外貨準備の比率などの標準的な指標に加えて、短期債務やポートフォリオ投資流入や、さらに流通している国内現金通貨額との関係で測られるべきであるとし、短期債務とポートフォリオ投資流入が外貨準備の60%を超え

るべきではないとの見解をもつ。また、国内現金通貨に対するネットでの外貨資産比率を法定40%とし、運営上のガイドラインとして政策当局は70%という比率維持に努めるべきであると述べている。

(イ) 健全化規制による金融部門強化

当局は、監督と健全性規制を改善し、銀行が所定の自己資本比率を満たし、不良債権に対して適切に準備を行い、縁故にまつわる貸出しを抑え、有益な金融情報を提供させる必要がある。支払不能に陥った金融機関に対しては迅速な対応をとる必要がある。インドの自由化計画においては、銀行の法定準備率の実効レートを9%から3%まで引き下げることと、銀行システムの不良債権比率を約17%から5%にまで削減する数値目標を設定している。インドが資本勘定の交換性への移行を成功できるかは、金融セクターがこうした特別な調整を効果的に実施できるかどうか依存していると言われている。

なお規制と資本移動自由化について、資本移動に関する規制が存在しなくなれば、資本勘定は完全に開放されたと解釈すべきである。銀行等の金融機関の資産負債ポジションに対する規制は、資本移動の規制ではなく、金融機関の為替・金利・期間リスクを制限する健全性規制と見なすべきだからである。非金融機関にまで一定の健全性規制を課している場合でも、資本勘定が完全に開放されていると見なすことは可能である。健全性規制が事業会社に適用されなければ、外貨建ての資金調達を急増させる結果、為替リスクが当該企業のみならず金融システムや国全体のリスクとなりかねないからである。

(ウ) 自由化の段階的実行と規制の利用

金融部門が弱体な経済では資本移動の自由化には危険が伴うので段階的な自由化が支持される。金融機関が弱体なら、自由化による巨額の資金フローを効率的に仲介できない可能性がある。また、弱体な金融機関は資本移動の逆流に

対して脆弱になる。一国の金融システムが脆弱ならば、短期資本流入を外国預金に対する準備預金を求める場合のように市場ベースで行う規制が有効である。マサドはチリの経験から、資本勘定の開放は時間をかけて漸進的に進められるべきであり、自由化のプロセスが成功するか否かは、自由化への反対圧力を高めるような重大な経済的混乱をその途中で防げるかどうかにかかっていると主張する。

(エ) 情報開示

メキシコ危機の教訓として、公的な経済情報が質的に貧弱だったために困難がさらに悪化したことが分かった。IMFは1996年はじめに、特別データ公表標準を導入した。こうした情報提供を支持する論拠は、第1に、より多くの情報を提供された市場はより適切に政策に規律を与える点にある。第2に、情報公開の義務により賢明でない決定を回避でき、危機が大きく拡大する前の段階で政策担当者の心構えをつくることができることである。

(オ) 規制

(a) トービン税

外国為替取引税の導入は短期のラウンド・トリッピングを抑制し投資期間を長期化させる効果がある。しかし、たとえそうしたトービン税が存在していたとしてもアジア危機を防ぐことは出来なかった。なぜなら30%の為替下落を予想する人は誰でも0.1%のトービン税を喜んで支払うからである。

(b) 事後的資本流出規制

通貨危機の際、当局が資本勘定の交換性を停止することにより、投資家は投資資金を回収することができなくなれば、それ以上通貨が下落して危機が増幅することはなくなる。しかしこのようなアド・ホックな事後的資本取引規制は当面の被害の拡大を防ぐが、投資家は他国でも同様の規制が導入されることを恐

れて資金引き揚げを急ぎ、ついには全面的な資本逃避が生じる。そういう意味でアド・ホックな事後的規制は最悪の政策である。

(c) 流入規制

流出規制よりも遥かに望ましいのは、資本が流入する時点で流入額を規制するか、その満期構成を規制する予防的な資本取引規制システムである。株式投資が最も望ましく、次に長期債投資であり、短期借り入れは避けるべきである。この規制が実施されていれば大規模な資本流出は発生しない。たとえ発生しても伸縮的な為替レートが重要な安定化機能を発揮する。

② 国際社会の役割

(ア) サーベイランス

メキシコ危機以降、IMFは市場の展開に関するタイムリーなサーベイランスをますます強調するようになった。タイのケースではIMFの新しいサーベイランス機能が上手く機能した。今後も引き続いてサーベイランスを改善していくことは重要であるが、完全無欠のサーベイランス機構が存在することはありえない。

ドーンブッシュは、有効な監督システムを導入するために、バリュー・アット・リスク分析(VAR分析)を個別金融機関のみならず国家に対しても適用することを主張する。IMFの全加盟国に対し、国際標準に見合う監督・規制システムとVAR分析を行う体制の確立を要求し、その実施状態をIMFが監視し、不十分と判明した国はIMFの融資資格を失うとするのである。

(イ) 融資

対外危機に直面する国に融資を提供することはIMFの任務であるが、最近の危機によりIMFの貸し出しに2つの問題が生じている。1つは、融資能力についてである。メキシコ、タイ、インドネシアの各危機に対してIMFが当

該国の割当額に比べて巨額の融資を実行できたのは「例外的な状況」という条項を適用したからである。また韓国に対して適用された補完的準備融資が導入され、IMFは加盟国に対して巨額で急激な資本流出を伴う可能性のある大規模な危機に対処するために融資を行うことが可能となった。

第2はIMFが危機国に貸し出しを行うことに伴うモラル・ハザードの問題であり、如何にしてモラル・ハザードを解消するかという問題に取り組んできたが、いまなお良い解決策を見出せないでいる。

(4) チリの資本流入規制

ここで改めて、マサドによるチリの資本流入規制の実際を概観しておくことにする。資本流入規制の理由としては、第1に、国内金利が海外金利をかなり上回り、国内資本市場は潜在的な流入額に比べると余りに小さい等、一定の条件が満たされていないためである。第2に、非金融機関には健全性規制が適用されないので、健全性規制に代わる役割を果たすためである。チリの資本流入規制は以下の内容をもつ規制で1991年に導入された。

① 準備預金制度

これはあらゆる資本流入に対して、一定の割合(現行30%)を一定の期間(現行1年)中央銀行に無利子で強制預金させるものである。これは内外短期金利格差を事実上縮小させることで、裁定取引による資本流入を抑制し、金融政策の自由度を高めること。短期の投機的資本の流入コストを高め、抑制すること。銀行に外貨預金の一定割合を中央銀行に預金させることで、短期的な流動性不足のリスクを減少させること、を目的としている。

② 滞留期間規制

投機的資本の流入を抑制し、外国機関投資家の換金売りを制限するために、

海外からの直接投資・ポートフォリオ投資は最低1年以上の期間でなければならぬ。またチリの企業が海外市場で発行する債券は、調達資金の長期化を促すため満期の平均が最低4年以上とされている。

③ 格付け規制

この制限は国際市場で債券等を発行する企業の格付けをダブルB以上に制限するものである。

それではチリで実施された資本移動規制についての評価はどうであったのか。1990年代のチリ経済は良好なパフォーマンスを示した。GDPは年平均8.1%で増大し、インフレ率は1990年の27.8%から97年には6%に下がった。経常収支赤字は平均でGDPの3%である。インフレを抑制し対外収支を健全化しながら、持続的成長を達成できたのであり、このことは実施された政策の成功を示している。しかしこうした成果だけでは、そのうちどこまでが資本勘定規制によるのか明らかではない。

チリの資本勘定規制の効果についての研究が示しているのは、第1に準備預金制度によって、期待されたほどではないもののある程度高い水準に金利を維持することができた、第2に準備預金制度は、海外調達資金の満期構成を変化させ、短期資金から長期資金へのシフトをもたらした、1998年1月にチリが経験した、投機による外為市場の一時的混乱が本格的な通貨投機とならなかったのは、短期債務が低水準であったため、その急激な流動化が生じなかったためである。第3に、準備預金制度がチリへの資金流入額に与えて影響については相対的に弱かった。すなわち、1990～95年にチリに流入したネット資本は平均してGDPの6%に相当するが、資本勘定を規制していなかったタイやマレーシアの10%と比較してかなり小さかったのである。

結局、チリがここ10年漸進的かつ選択的に進めてきた資本勘定の自由化の

経験から、新興市場経済も資本勘定の完全な自由化を目指すべきであるが、撤廃するのは健全性維持以外の理由による規制に限るべきで、経済が一定の条件を満たした後に、漸進的な方法で時間をかけて進めなければならないということである。避けなければならないのは拙速な自由化である。

5 資本勘定開放反対派の論点

本書における自由化反対派はクーパーとロドリックである。その基本的哲学は資本勘定開放により効率性は改善されないというものであり、ロドリックが統計的に実証を試みている。また、クーパーは貿易に歪みがあれば効率性が達成されない点を指摘する。そして、資本勘定開放の費用として、金融市場固有の市場の失敗例を多数用意している。結果として、IMFの主要な役割を資本勘定の自由化に求めることは、それがたとえ適切になされ、健全化規制強化によって補完されたとしても、IMF条文に資本勘定の交換性を挿入することは時期尚早である、という自由化反対派の主張に繋がっている。

(1) 効率的配分が改善しない理由

賛成派と反対派の最大の争点は何といても資本移動が資源配分の効率性を改善するか否かである。資本規制は経済パフォーマンスを犠牲にする、というのが資本規制の撤廃を支持する主要な議論である。すなわち、理論上、資本規制はポートフォリオを国際化することによって得られるリスク分散を阻害し、資本の世界的配分を非効率にし、国内における無責任なマクロ経済政策を助長する。しかし、ロドリックは、1975～1989年のうち資本取引が自由であった年数の割合を資本自由化の指標とし、各国の経済成長率、投資比率、インフレ率を指標上にプロットさせた実証データから、資本移動自由化をしている国が高成長、多投資、低インフレとは言えないことを示している。

次にクーパーが主張する効率性が改善されない理由としては、第1に、貿易

に歪みがある時の資本移動は配分を間違った方向に導き、資本輸入国の厚生を悪化するからである、というものである。すなわち資本集約型産業を保護している労働豊富国へ資本が流入した場合、当該国の生産量は減少し、当該国の所得は外国資本に収益を支払うことにより減少する。

第2に、資本所得への限界税率が世界各国で同一ではないことから、税金が低いか無税の外国へ、また課税当局が資本所得をその本国の課税当局に事後報告する可能性のない外国へ資本を滞留させることにより国内課税を回避する誘因となる。したがって国際資本移動の主要な動機は節税目的であり、このような動機により発生する取引増加をもって効率性が改善されたとは主張できない。

第3に、資本配分の改善は適切な情報が伝達され、それが投資意思決定に利用できる場合に生じるが、金融市場の参加者が近視眼的行動をとるにより群集行動へと繋がり市場判断が一方向に偏る結果、効率的配分が実現できない。この例として、タイへの資本流入と流出は社会的に有益であったとは言えないし、マレーシアは純粋な伝染で何ら有益な配分上の効果を持っていないとしている。

さらにクーパーによれば、国際資本移動への規制が資本配分に重大な歪みをもたらす可能性があることは疑いが無く、それは効率的に資本を利用することの妨げとなる。民間資本輸出の禁止が国民所得をあるべき水準以下に下げている例は韓国の巨大産業の低収益率である。資本移動規制は、不完全な法体系、汚職、内部留保確保意欲増大などの資本配分の歪みをもたらす多くの要因の一つである。このような事実認識は、資本勘定交換性開放が配分を効率化するという議論の前提を問い直すことに繋がる。すなわち、資源配分の効率性を理由として資本勘定の交換性に対する賛成論を構築するためには、第1に、資本勘定の交換性は国際資本移動の効率的配分の障害となる他の要因を除去することと並行して行なわれるべきか。第2に、資本勘定の交換性はその他全ての障壁や動機を現在と同じに残存させたままで行ってよいのか。第3に、資本勘定の交換性は資本移動に歪みを生じさせるその他の要因を部分的に取り除くことと

並行して行なわれるべきか。第4に、もし第3の方法が正しければ、どの歪みを取り除かれ、どれを残すべきなのか。資本勘定交換性の資源配分上の効果については、これらの問題に答えられない限り分析的な評価は出来ないというのがクーパーの主張である。

(2) 市場の失敗は金融市場の特有の病状

ロドリックは、財市場の自由化と金融市場自由化の安易な対応を戒めている。市場メカニズムの機能において、財・サービス市場と金融市場には大きな差があると言う。すなわち財・サービス市場は一定程度の効率性と予測性を備えているが、金融市場は情報の非対称性、条件付財市場の不完備性と限定合理性から発生する市場の失敗という特有病状を持つ不完全市場であると主張しており、ロドリックの列挙する市場の失敗例は以下のようなものである。

(ア) バブルとバブル崩壊

キンドルバーガーによるとブームとその破裂というサイクルは国際資本移動固有の関係にある。1996年、アジア5カ国には930億ドルのネットでの民間資金が流入し、翌年には推定で120億ドルの流出を経験したが、これは1年間で1050億ドルの逆流であり、5カ国のGDPの10%に相当する。その結果、韓国、タイ、インドネシア3カ国が深刻な経済危機に陥った。一般的に、金融市場は基本的に正しく、資本移動が急激に反転する原因は通常、外的ショックや政策の失敗などのようなファンダメンタルズの変化である。したがって金融危機の基礎には少なくともある程度のファンダメンタルズの変化があるが、危機の大きさは、ファンダメンタルズのいかなる変化とも釣り合わないほど大きいことが多い。1997年のアジアへの資本移動の急激な反転はファンダメンタルズでは説明不可能な規模である。

(イ) 金融市場における機能不全

(a) 暗黙の保険契約と情報の非対称性の結合によりリスクの高い投資プロジェクトへの過剰貸付が発生する。

(b) 短期債務と長期資産間のミスマッチにより金融仲介機関は取り付けに脆弱であり、最後の貸し手の不在が重大な問題となる。

(c) 市場がファンド・マネージャーの能力を測定できないとき、マネージャーは自分達で収集した情報に重きをおかず群集行動に走りがちであるから、過剰な不安定性と伝染が生じることになる。

(d) 金融資産価値は将来収益の期待で決定されるからバブルの発生は不可避である。

このような問題は金融の領域から取り除けない一部になってしまっている。したがって、資本規制ははじめから次善の手段として理解されている。

(ウ) 未解明の国際資本移動理論

資本移動決定要因が理解されていないために危機が起きるたびに新しい世代の経済モデルが開発されている。すなわち初期通貨危機モデルでは持続的金融緩和と固定相場制とが両立不可能であることをベースとしており、1970年代の国際収支危機をうまく説明できる。次に、1982年の債務危機では拡張的な財政政策も非難された。1992～1993年の為替レートメカニズムERM危機は欧州が拡張的金融政策、財政政策を実施したという理由では説明不可能であったため、複数均衡をもつ一連の新しいモデルを生むに到る。1994～1995年のペソ危機では、実質為替レートの過大評価と政府の政策に対するタイムリーで正確な情報の必要性が説かれた。この物語の教訓は、金融危機は常に存在している、危機を阻止する魔法のような手段は存在しないということであり、もし国内金融の強化と健全性基準の改善が存在していれば自由な資本移動は安全であるという主張は誤りである。危機が発生するたびに新しい政策ミスを発見し

なければならぬならば、安定的な資本移動システムを支える政策体制の構築可能性について根本から問い直すべきである。最後に、国内銀行システムのモラル・ハザードや過剰なリスク負担行動を防止するために実施される健全性規制を適切なものにすることは、先進国も達成していない実行困難なことである。

国際資本移動は拡大しつつあるが、資本規制の撤廃によってこのプロセスを加速し、そのことで国内金融市場と国際金融市場を密接に結びつけることに意味があるのかどうか問うべきである。