

国際経済を巡る諸問題について

信州大学経済学部教授

財務総合政策研究所特別研究官

木 村 嘉 秀

目 次

1 . レーガン減税の隠された狙い	1
2 . プラザ合意と、それまでの米国のドル高政策の背景	3
3 . 90年代前半の米国の景気回復の主因	6
4 - 1 . 米国の財政黒字の60%を公的年金に「繰り入れる」との表現が不正確な理由	9
4 - 2 . 公的年金積立金の一部を株式等で運用するとのクリントン提案の目的	10
5 . 米国等で女性の社会進出と育児の両立に貢献している、余り語られない要因	11
6 . 英国のP F Iの隠された狙い	13
7 - 1 . フランスやドイツのターゲット・ゾーン構想主張の背景	15
7 - 2 . アジア通貨危機のそもそもの原因、再発防止策	16
8 . チリにおける公的年金民営化の事情	21
9 . B I S 自己資本比率規制の背景	22
10 . ベアリングズ事件の原因となった投機的取引は大証でも行われていたのか	23

1. レーガン減税の隠された狙い

レーガン減税とは

レーガン政権は、経済的・軍事的に米国を建て直し、世界最強（second to none）のものをすることを旗印に掲げて1981年に発足した。その前のカーター政権下では、経済はスタグフレーション（不況とインフレの同時進行）に見舞われる一方、軍事的にはアフガニスタンでの敗北で米国の威信は大きく傷付けられていた。このため、レーガン政権は、次のような政策を採った（レーガノミックス）。

歳出面では、軍事力の強化のため、国防費の大幅増

歳入面では、サプライサイド経済学に基づき、個人の勤労意欲を高める等のための所得税の大幅減税及び企業の活力を活性化させるための投資減税

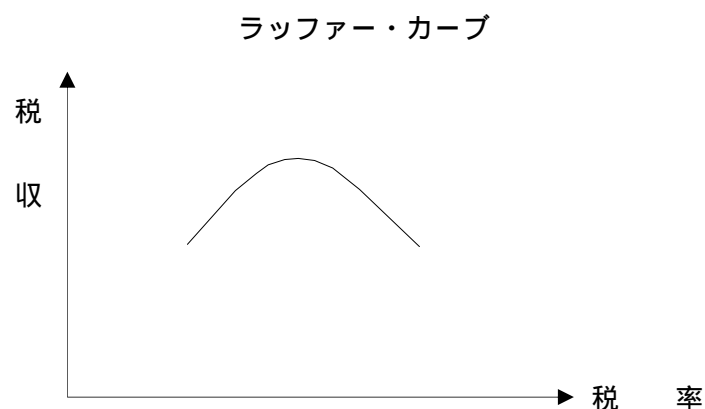
また、各般の規制緩和措置

（注）他方、FRBはマネー・サプライをコントロールすることにより、金融の引締めを行った。

レーガノミックスは、経済成長の回復、インフレの抑制等に一定の成果を収めた点が評価されている。

一方、減税については、通常は税収減をもたらすものと考えられるが、レーガン政権は、いわゆる「ラフター・カーブ」により、税収はむしろ増加すると見込んだ。

（参考）



すなわち、勤労意欲の高まりによる所得増の効果が、税率引下げによる減収要因を上回ると計算したのである。ところが、実際には、税収は大幅な減収となり、歳出の大幅増とあいまって、

巨額の財政赤字（及び経常収支の赤字）を発生させた。こうした点では、レーガン減税は大きな誤算であったと一般的に理解されている。

レーガン減税の隠された狙い

1952年の選挙以来約30年の間、共和党は大統領の座を確保したことはあったが、議会は一貫して民主党が支配してきていた。そして、民主党優位の背景としては、米国では予算編成権は議会にあるが、民主党を中心としてバラマキ福祉を行ってきたことが大きな原因と考えられた。そこで、これを覆すためには、大幅減税等により財政事情を逼迫させることが最も有効と考えられたのである。即ち、レーガン減税による税収減及び巨額の財政赤字の発生は、政治的に計算ずくのものであったとされる。

現実には、共和党は1980年には上院で多数を占め、厳しい財政事情が続く中、1994年に至り上下両院で多数を占めることとなるのである。

なお、財政収支の均衡化が達成された今日、共和党の戦略は再び、大減税を行うことにより民主党にバラマキ福祉をさせないことにある。

（参考）

- レーガン減税、レーガンの計画での歳入見通しと歳入実績

（単位、億ドル）

	1982	83	84	85	86	合 計
減 税 額	377	927	1,499	1,993	2,676	7,472
歳 入 見 通 し	6,616	7,055	7,576	8,250	8,835	—
歳 入 実 績	6,178	6,006	6,665	7,341	7,692	—
見 通 しの 誤 り	▲ 438	▲ 1,049	▲ 911	▲ 909	▲ 1,143	▲ 4,450

（注）82年・84年に若干の増税を実施

2. プラザ合意と、それまでの米国のドル高政策の背景

プラザ合意と、それまでの米国のドル高政策

85年9月22日にニューヨークのプラザ・ホテルで、主要5ヶ国の大蔵大臣・中央銀行総裁会合が開催され、いわゆるプラザ合意が発表された。

そこでは、「為替レートが対外インバランスを調整する上で役割を果たすべき」であり、「主要非ドル通貨の対ドル・レートのある程度の一層の秩序ある上昇が望ましいと信じている」と結論付けられた。そして、このため、協調介入による対ドル相場の適正化とこれを助けるためのマクロ経済政策の方向付け（米国における財政赤字の縮小、我が国における金融政策の弾力的運営等）が一つのパッケージとして示された。

これを受け、円の対ドル・レートは東京市場の終値では、連休前の9月20日（金）の1ドル242円から、2週間後の10月4日には1ドル211円90銭へ、更に11月25日には200円40銭へと上昇した。

プラザ合意は、対外インバランスを主因とする米国議会における保護主義的な動き、対日感情の険悪化などに対処するため、ドル高修正を図ったものであったが、それまでは、レーガン政権はドル高を長期間にわたり放置した。

85年2月の大統領経済報告では、ドル高の要因として、米国における実質収益率の上昇及びインフレ率の低下とともに、米国経済の将来のパフォーマンスへのより楽観的な評価を挙げた。また、ドル高の効果については、米国の製造業の直前する困難等に触れつつも、為替以外の要因で比較優位を失っている産業もあるとする一方、多くの点でドル高は有益として、輸入品との競争による設備投資の促進及び物価の抑制、ドル資産への需要増大に伴う金利の押し下げ及び投資の促進等を謳った。

米国のドル高政策の背景

ドル高は、米国の製造業の価格競争力を低下させ、特に80年代の前半には、米国産業の空洞化が言われた。

他方、当時のドル高は、海外投資家が米国の証券等に積極的に投資した結果であり、これによりウォール・ストリートは多大の利益を得た。

したがって、ウォール・ストリートはドル高を望み、米国製造業は反対である。問題は、どちらが政権に対して影響力が大きいかであるが、政権の経済運営の要である財務長官は歴代、ウォール・ストリート出身が多く、ウォール・ストリートの利益（ドル高）が、より重視される傾向に

あるとされる。

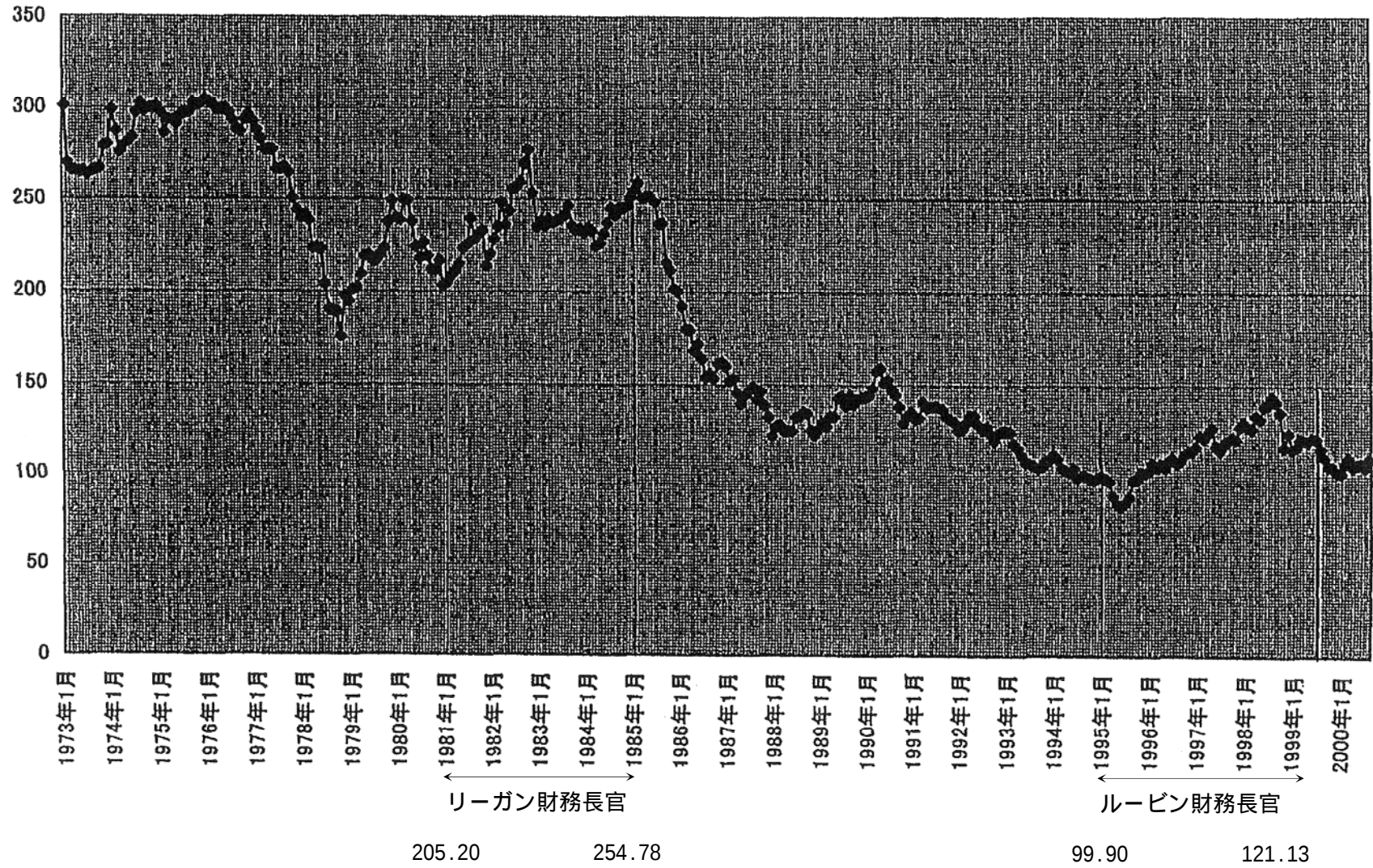
実際、80年代前半のレーガン政権下のリーガン財務長官（メリルリンチ出身）は、上記のとおり大幅なドル高を長期間にわたり放置した。1985年2月に同長官がベーカー財務長官（ウォール・ストリート出身ではない。）に代わって初めて、プラザ合意（同年9月）によるドル高修正が図られたものである。

また、近年では、ルービン財務長官（ゴールドマン・サックス出身）がドル高を指向したことは記憶に新しい。

（注）なお、80年代前半に米国がドル高を放置した状況下、我が国として円安修正及び対外インバランス是正に資するため資本流出規制を導入することについては、東京金融・資本市場の発展への取り返しのつかないダメージ、米国政府の反対姿勢等から、適当ではないと考えられた。

(参考)

円・ドルレートの推移



3 . 90年代前半の米国の景気回復の主因

90年代前半の米国の景気回復

近年における米国の財政収支の顕著な改善については、包括財政調整法（O B R A）や財政収支均衡法による歳出削減努力等、財政健全化への抜本的な取組みがなされたところであるが、それだけでは、2002年度に初めて財政収支が均衡する見通しであった訳であり、それより4年も早く1998年度に財政黒字が達成されたのは、経済の好調に伴う税収の伸びによるところが大きい。

しかし、数年遡ると、1991年には米国経済はマイナス成長（- 0.9%）を記録し、湾岸戦争に勝利後、一時は90%近くの支持率を誇ったブッシュ前大統領は、経済問題（“ It's the Economy , Stupid ”）を最大の争点としたクリントン現大統領に92年の選挙で敗北を喫した。90年代前半の米国経済の回復は、こうして当選したクリントン大統領の公約した経済運営（ケインズの財政刺激策）によるものであったのであろうか。

90年代前半の米国景気回復の主因

1992年秋には、ブッシュ政権下の金融緩和策（公定歩合は90年12月から92年9月にかけて7度にわたり合計で4.0%ポイント引き下げられた。）、貸し渋り対策、連邦支出の前倒し、規制緩和等の諸施策により、既に米国の景気はかなりの回復軌道に入っていた。しかしながら、11月3日の選挙投票日直前（10月27日）に発表された7 - 9月のG D P成長率の速報値が不幸なことに年率2.7%と低く、景気の回復はぐずつき気味とされ、ブッシュ前大統領に致命的な打撃を与えてしまった。この数字は、選挙後（11月25日）に発表された改定値では年率3.9%に大幅上方修正され、既にブッシュ政権下で景気回復が本格的であったことが裏付けられた。

（注1）ちなみに、商務省の統計が政治的影響を受けていなかったことも同時に裏付けられた。

（注2）いずれにしても、景気調整は金融政策によるところが大であるが、これは独立性を重んじるF R Bが決定し、また、政策の効果が現われるまでには一定の時間がかかる（タイム・ラグ）。にもかかわらず、景気が悪いときにはその時点の大統領の責任とされ、良いときにはその時点の大統領の手柄とされるとの運不運の問題がある。

もちろん、若くてエネルギッシュなクリントン大統領が当選したことによる消費者・企業の信頼感のその後の向上（いわゆるClinton bounce）が言われたのも事実であるが。

したがって、クリントン大統領が選挙で公約したケインズの財政刺激策（中所得者減税や公共

投資の大幅増額)は、共和党を中心とした議会の反対もあって、ついぞ実行されることはなかった。

むしろ、上記のように既に進展していた本格的な景気回復を利用して、クリントン政権・共和党議会は、財政赤字削減に傾注することができた訳である。

なお、それ程、財政赤字削減に熱心なクリントン政権が、何故、我が国には再三にわたり財政拡張を求めて来るのかとの疑問が日本で聞かれることがあるが、それは、前提となる経済状況の違いによるものであって、クリントン政権が(共和党議会とは異なり)もともと基本的にケインジアン的思想であることに変わりはない。

(参考)

米国大統領候補の経済政策(対比表)

J C I F ワシントン事務所

	ブッシュ候補	クリントン候補
税 制	<u>一律減税</u> <u>扶養子女所得控除の増額</u>(97年度までの5年間で238億ドル) <u>キャピタル・ゲイン減税</u> 初年度特別償却制度(15%の上乗せ) R & D 税額控除の恒久化 一度目の住宅取得者への税額控除 個人退職年金勘定(F I R A)の創設、I R Aの早期引出し	<u>中所得者減税</u>...扶養子女税額控除又は所得税率のかなりの引下げを、納税者が選択(96年度までの4年間で225億ドル) <u>高額所得者増税</u>...上位2%の者の税率引上げ、億万長者への付加税等(4年間で829億ドル) 新規事業へ長期投資を行う中小企業への50%減税 特定の設備に係る投資税額控除 R & D 税額控除の恒久化 <u>外国企業の租税回避の防止</u>(4年間で450億ドル)

	ブッシュ候補	クリントン候補
歳 出	<u>一律減税と同額の歳出削減</u> <u>義務的経費への上限設定</u>...メディケア、メディケイド、農産物価格支持等（５年間で2,930億ドル削減） 国防費の削減（６年間で500億ドル）	<u>教育、訓練及びインフラへの公共投資等の増額</u>（４年間で2,000億ドル） 高額所得者の自己負担増による、メディケアの削減（４年間で44億ドル） <u>国防費の一層の削減</u>（左記に加え、４年間で375億ドル） 行政経費の一律３％削減（４年間で220億ドル）、不要な連邦職員の10万人削減（同153億ドル）、整理信託公社の経営改革（同171億ドル）
財 政 赤 字	<u>均衡予算憲法修正...97年度までに財政を均衡...を支持</u> チェック・オフ制度：納税者は、その所得税額の10％までの額を国債の償還に充てるべき旨、申告書で指定できる。その場合、同額の歳出削減を義務付け。	<u>96年度までに財政赤字を半減</u>（1,410億ドルへ）
医 療 制 度	保険料についての所得控除を認める等により、民間医療保険への加入を促進。	企業に対し、従業員に民間医療保険を付すか、公的保険へ加入するかの、いずれかを義務付け。
対 外 経 済 政 策		
スーパー301条	新たな立法化に反対。	“より強力で、より鋭い”スーパー301条を立法化。
N A F T A	強く推進。	“基本的な労働者の権利と環境基準を守る”N A F T Aを支持。
中 国 へ の 最 恵 国 待 遇	無条件更新。	中国での人権問題等を理由に反対。

（出典）ブッシュ候補の指名受諾演説、1993年度予算教書、クリントン候補の“A National Economic Strategy for America”等

4 - 1 . 米国の財政黒字の60%を公的年金に「繰り入れる」との表現が不正確な理由

米国の財政黒字の60%を公的年金に「繰り入れる」との提案

クリントン大統領は1999年1月19日の一般教書演説において、今後25年間、財政黒字が見込めるとし、高齢化の進展に対処するため、今後15年間の財政黒字の60%を公的年金（social Security）に充てる（commit）ことを提案した。これについては、同年2月1日に議会へ提出された予算教書や政府高官の議会証言では、公的年金に繰り入れる（transfer）という表現が用いられている。

米国の財政黒字の60%を公的年金に「繰り入れる」との表現が不正確な理由

米国の今後15年間の財政黒字の額は、99年6月に行政管理予算局（OMB）から発表された中央レビューでは5.9兆ドル（上記予算教書の4.9兆ドルを1兆ドル上方修正）と見込まれているが、その内訳としては、公的年金基金が中心のオフ・バジェット分が3兆ドル、それ以外のオン・バジェット（一般財政）分が2.9兆ドルとなっている。したがって、これらの使途として5.9兆ドル×上記の60%＝3.6兆ドルが公的年金に充てられることとなるが、そのうち3兆ドルはもともと公的年金基金に発生するものであり、これは当該基金に留保する（reserve）と言うのが正確な表現である。それをわざわざ「繰り入れる」と表現したのは、（積極的な印象を与えるための）もっぱら政治的なレトリックであるとされる。

なお、以上で明らかのように、米国では財政収支に公的年金基金の黒字を含めて統合ベースで見るのが一般的であり、公的年金基金の黒字を通常除いて見る我が国とは異なっているが、その理由は次のとおりとされる。

国民経済との関係では、貯蓄不足傾向にある米国では、財政収支の貯蓄・投資バランスへの影響（いわゆるクラウディング・アウト発生の可能性等）が最もクリティカルな問題であるが、これは公的年金基金の黒字も含めて評価すべきこと。

（注）これに対し、我が国では貯蓄超過傾向にあり、クラウディング・アウトの可能性等は直ちに問題化する状況にはないと考えられる一方、米国と比べ少子・高齢化の進展が急激であり、将来世代における年金支払債務等の負担の問題が格段に深刻であるため、当面の年金基金の黒字（対GDP比2～3%）をカウントすることは、そうした長期的視点でなされるべき財政状況の判断をミスリードする恐れがある。

なお、日米とも、公的年金制度が基本的には賦課方式であり、そのときに必要な年金給

付をそのときの現役世代の負担でまかなう世代間扶養の仕組みである点は同じである。

また、政治的にも、クリントン政権にとっても共和党議会にとっても、1998年度に財政黒字を達成したとして実績を誇示するためには、公的年金基金の黒字を含めて見る必要があること（これを含めないオン・バジェットでは、1998年度は依然として299億ドルの赤字であり、2000年度に初めて黒字となる。）

更に、米国では我が国と違い、公的年金の財源が保険料ではなく税金（所得に課される社会保障税 payroll tax）の形で徴収されていることも、公的年金基金の一般財政からの峻別という意識を希薄にしている可能性がある。

（注）2000年11月の米大統領選挙に向けて、財政黒字の使い道が大きな争点となっているが、公的年金基金の黒字を同基金に留保すべきとの点については、民主・共和両党間に特段の不一致はない。問題は、オン・バジェット分の2.9兆ドルの使途である。

4 - 2 . 公的年金積立金の一部を株式等で運用するとのクリントン提案の目的

公的年金積立金の一部を株式等で運用するとのクリントン提案

クリントン大統領は1999年1月19日の一般教書演説の中で、高齢化の進展に対処するため、今後15年間に生じる財政黒字の60%を公的年金（Social Security）に充てるとともに、より高い収益を確保すべく、その一部を株式等に投資することを提案した。

これまでは、米国の公的年金積立金（1997年末で6,555億ドル、約70兆円）については、法律により、国債又は政府保証債での運用が義務付けられてきている。

株式等にも投資すべきとの上記クリントン提案に対しては、グリーンズパンFRB議長が早速、次のような理由を挙げて議会で反対の証言を行う等、全く実現の見通しが立っていない。

巨額の年金積立金の運用を政治的影響から遮断することが困難となり、資金の効率的配分を阻害することとなりかねない。

そのようなリスクがある一方、年金積立金で保有する国債が減る分、民間保有の国債が同額増えるだけであり、国民全体の収益率向上という観点からはゼロ・サムにしかない。

上記クリントン提案の目的

クリントン大統領は、公的年金積立金の株式等への投資についてそもそもは極めて慎重な対応であったが、前向きなスタンスに転じたのは、同大統領が新しいアイデアに対してオープンであるとの姿勢を示すのが主眼であったとされる。したがって、当該提案の実現に向けクリントン政権として特段、力を入れている様子はない。

(注) 他方、我が国においては、年金積立金の資金運用部への預託義務の廃止及び自主運用事業の実施が、2001年4月より予定されている。

5. 米国等で女性の社会進出と育児の両立に貢献している、余り語られない要因

米国における女性の社会進出と育児との両立

米国における女性の社会進出については、経験的に実感されるところであるが、統計を見ても、管理的職業に占める女性の割合が44.3%と、我が国の9.3%に比べて著しく高い(ILO“ Yearbook of Labour Statistics ”1998)。しかし、合成特殊出生率は1996年で2.03(U.S. Department of Health and Human Services 資料)と、女性の社会進出と育児がかなり両立している様子である。

これに対し、我が国においては、社会進出を目指す女性の多くは育児やその前提としての結婚を躊躇せざるを得ず、合成特殊出生率の低下(1998年には、1.38)につながっていると考えられる一方、育児を選択する女性の社会進出には困難が伴うとのジレンマが深刻な問題である。

米国等で女性の社会進出と育児の両立に貢献している、余り語られない要因

米国において女性の社会進出と育児とを両立させている要因としては、保育所の利用可能性や利便性、より規則的な労働時間等が一般的に指摘されるが、我が国で余り語られない要因としては、外国人労働者による家政婦・ベビーシッターの存在がある。これがクローズアップされたのは、クリントン政権の発足時、史上初の女性司法長官の候補となり人事の目玉とされた2人の女性が、たて続けに、米国での就労資格のない不法移民を家政婦やベビーシッターに雇っていた等として指名辞退に追い込まれた時である(93年1月22日 ゾイ・ベアード女史、2月5日キンバ・ウッド女史)。本件は、司法長官は法の番人としての最高ポストであることから特に問題とされたが、こうした不法移民を含む外国人労働者の家政婦・ベビーシッターとしての雇用はかなり広まっており、そのほんの氷山の一角がかいま見えたというのが、米国における常識的な理解であ

る。

翻って、目を東アジアに転じると、女性の社会進出がかなり進んでいると見られる香港やシンガポールにおいては、フィリピン人等の外国人メイドの雇用が幅広く行われている。例えば、香港においては、外国人メイド（アマと呼ばれる。）の不法滞在を防止する等のため、当局が雇用契約書のフォーマットまで指定し、認可制を敷く中で、約18万人が雇用されている模様である。

（参考）

香港のフィリピン人メイドに係る主な規制等（未定稿）

香港のフィリピン人メイドが不法滞在・労働等をする事が無いよう、香港当局は下記の規制（注）を課している。

（注）１．当該規制は、海外からのメイド一般に対して課せられるものである。

２．本件の所管当局は、「入境事務所」である。

１．契約時及び契約中に係るもの

- 契約書は当局指定のフォーマットにて作成する。当該契約書を当局が認可するまではメイドの労働は許されない。
- 契約期間は２年間以内。
- メイドは家族を香港に居住させることはできない。
- メイドの香港滞在は当該契約のみを目的とするものである。
- ビザの有効期限は１年。
- パスポートの有効期限までの期間が１か月を切った場合には、香港に滞在することはできない。

２．契約終了時に係るもの

- 契約期間未了時点で契約を終了させた場合には、７日以内に当局に報告することを要する。
- 契約終了後は、原則として２週間以内に帰国することを要する。
 - ・ 短期間の延長は許される場合があるが、許可・不許可につき当局は裁量を有する。また、通常は、３か月間以上の延長は許されない。
 - ・ 延長許可を得ずに期限後滞在した場合には、５万香港ドル以下の罰金・２年以内の収監。さらに、再度香港に来てメイドとなることは許されなくなる。

3．契約更新時に係るもの

- 契約更新の際には、当局の事前認可がある場合を除き、メイドは契約期間終了後2週間以内に一旦帰国することを要する。

4．その他

- 当局に対する虚偽報告は、15万香港ドル以下の罰金・14年以内の収監。
- 契約条件等の不履行は、雇用主・メイドが以後別途の申請を行う際の考慮材料となる。

6．英国のPFIの隠された狙い

PFIとは

英国のPFI (Private Finance Initiative) とは、社会資本整備について、その資金手当て、設計・建設及び運営を民間部門に委ね、公共部門は必要に応じ対価を支払ってこれを利用するというものであり、1992年以来、積極的に推進されている。このことにより、単に建設のみを発注する場合と比べて、民間部門の効率性やノウハウが、より大幅に取り入れられることとなり、全体として公共サービスの質や公共支出の効率性が高められるとされている。即ち、PFIの手法を用いることにより、公共部門は、多額の初期投資をする必要がなくなる一方、例えば、刑務所や庁舎等については、新たに長期にわたり利用料を支払い続ける必要が生じるが、その両者を比較衡量しても、長期的に効率性につながるとされている。対象事業は、運輸関係（道路、橋、鉄道）、刑務所、財務省等の政府庁舎等、多岐にわたっている。

PFIの隠された狙い

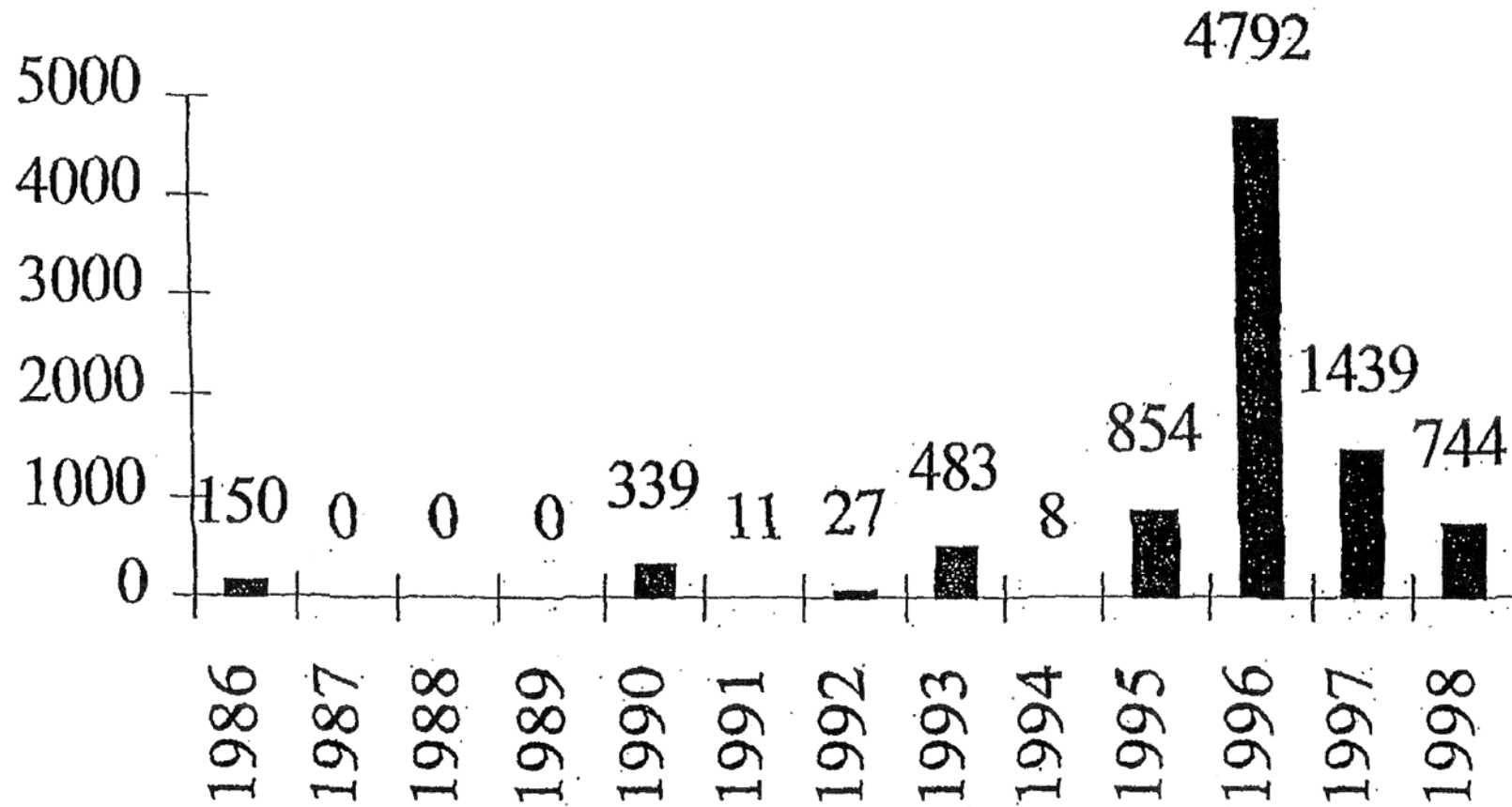
PFIにより必ず生じるのは、初期における大幅な財政支出の削減効果ないし政府資産売却収入 (cashflow effect) である。このため、財政赤字の収斂基準 (マーストリヒト条約に定める、対GDP比3%以内) の1997年達成に向け、PFIが多用されたとされる。

(注) なお、PFIのような手法が幅広く用いられるようになると、単年度の現金 (Cash) ベースの予算統制だけでは意味がなくなってくるので、発生ベースの予算管理を広汎に導入する契機となる。因みに、我が国においても、後年度負担の大きい防衛予算に関しては、契約ベースの予算管理が併せ行われてきている。

(参考)

UK PFI PROJECTS: SIGNED CONTRACTS

英国のPFI事業：署名済契約数



7 - 1 . フランスやドイツのターゲット・ゾーン構想主張の背景

ターゲット・ゾーン構想とは

ターゲット・ゾーン（目標相場圏）構想とは、為替相場の安定を図るため、主要通貨相互間に均衡レートの上下一定幅のゾーンを設定・公表し、これらの国々は、そのゾーン内に為替相場を維持すべく政策協調、協調介入等の行動をとることとするというものである。

フランスがその政権の如何（保守or左派）を問わず、過去、一貫して主張し、また、最近では、1998年10月に発足したドイツ新政権のラフォンテーヌ蔵相（98.10～99.3）も主張したが、他の主要国は、次のような理由から基本的に消極的であった（10ヶ国蔵相代理会議による、国際通貨制度の機能及び改善のための条件に関する報告書（1985年6月）等を参照）。

望ましい為替相場のゾーンについて合意に達するのは困難である。

受入れ可能な為替相場のゾーンについて合意が得られたとしても、その内に為替相場を維持するための経済的措置の責任分担について合意に達するが困難である。

ターゲット・ゾーンは投機の標的を与え、かえって不安定性を増大させる。

近年、為替取引の規模が大幅に拡大しており、介入によって相場を一定のゾーンに収めることは極めて困難である。

何よりも問題なのは、ターゲット・ゾーンにより課された国内政策への制約が、中期的な枠組みで健全かつ安定的な政策を追求しようとの努力を損うかもしれないことである。

フランスやドイツのターゲット・ゾーン構想主張の背景

過去、米国の財政赤字のたれ流しが、高金利等を通じて為替相場の不安定性の最大の要因となったとの立場からすれば、ターゲット・ゾーン構想の採用により課されたであろう国内政策への制約は、米国にとって最も厳しいものであったであろう。

フランスは、そうしたターゲット・ゾーン構想を主張することにより、米国を牽制したのであるとされる。その背後にあったのは、米国とは一線を画するとのフランスの独自性であり、これは、フランスが独自の核戦力を維持してきたこととも一脈通じるものがあると思われる。

以上の他、フランスのターゲット・ゾーン構想主張の背景としては、過去のドル高に対する途上国の不満の代弁、フランスにおける為替管理の比較的近年までの残存によるターゲット・ゾーン構想の実行可能性といった要因も挙げられている。

また、最近では、ドイツもフランスと共に、アジア、南米等の通貨・金融市場の混乱を受けて

上記のとおりターゲット・ゾーン構想を主張したが、MITのドーンブッシュ教授によれば、そうした主張の背景には、強い独立性を有する独連銀や欧州中銀（ECB）の金融政策に間接的に影響力を及ぼそうとの隠された狙い（hidden agenda）があったとされる（MITのホームページを参照）。より具体的には、米国経済の減速や日本経済の低迷によりユーロが高くなった場合に欧州経済が打撃を受ける可能性が危惧されたが、もし、ターゲット・ゾーンがあれば、ECBは好むと好まざるとにかかわらず金利引下げに踏み切らざるを得なくなるであろうとの計算があったとされる。

7 - 2 . アジア通貨危機のそもそもの原因、再発防止策

アジア通貨危機とは

96年頃から、タイ・バーツが外国為替市場で売り圧力にさらされるようになり、タイ当局は介入によってこれを何とか買い支えてきた。しかし、外貨準備は急減し、ついに97年7月、大量の売り圧力に抗しきれなくなり、バーツは暴落するに至った。その後、同様の通貨価値の暴落が、10月にはインドネシア、12月には韓国へと波及した。

こうした通貨危機に対して、IMF（国際通貨基金）を初めとした国際的な緊急支援体制が組みまれ、これらの国々の外貨の資金繰りへの支援が行われた。ところが、IMFが支援の条件としてこれらの国々に課した条件が、高金利と緊縮財政といった極めて強い引き締め政策であったこともあり、いずれの国においても為替相場は時の経過とともに安定に向かったものの、今度は深刻な不況（経済危機）に見舞われた。

その後、98年後半に至り、IMFも拡張的財政政策への方針転換を行い、各国は積極的な景気対策を講じるとともに、金融システム安定化などの経済改革を推し進めた。こうして、取りあえず99年前半には、不死鳥のようなアジアの復活が話題になるまでに経済は立ち直りを見せている。

アジア通貨危機のそもそもの原因

通貨危機を招いた要因として、各国経済がそれぞれ経済のファンダメンタルズに問題を抱えており（例えば、不良債権問題など金融システムの脆弱性）、それが通貨売りの理由とされたことは否定できない。

しかし、そのような問題は開発途上国に付きものであり（だからこそ開発途上国と呼ばれる。）

また、これだけでは、大なり小なり同じような問題を抱えていた中国、インド、台湾、ベトナムなどが通貨危機から殆ど無縁であったことを説明できない。これらの国々は、資本取引(銀行ローンなど、直接投資以外のポートフォリオの取引を言う。)の自由化に慎重であったため、短期資本の急激な流出に伴う自国通貨の売り浴びせにあうことがなかった訳である。

そうした事実には、タイやインドネシアなどが通貨危機に見舞われることとなったそもそもの原因は、時機尚早な資本取引の自由化にあったと言わざるをえない。マレーシアはこのことをいち早く理解し、98年9月に資本取引の規制を復活させることにより、極端な経済的混乱を避けることができた。

それでは、タイやインドネシアなどが90年代前半にかけて資本取引の自由化を急いだ原因はどこにあったのであろうか。これについては、米国の圧力が原因とする説と、各国が背伸びをして自発的に行ったとする説の両説があるが、真理は中間にあるとされる。たとえば、手をたたいた時に音が右手から出たのか左手から出たのかとの問題と同じである。即ち、米国からの資本自由化の圧力やアドバイスがあった一方、米国流の市場万能論に染まったこれら諸国の当局者(例えば、インドネシアのいわゆるパークレー・マフィア)は、自由化路線を大胆に受け入れたというものである。また、その際には、直接投資以外の資本取引であれば、国内産業との競合や経営の支配にはつながらない点も考慮されたとされる。資本自由化により、通貨危機まではこれら諸国に大量の短期資本が流入し、さながらバブル経済の活況を呈した。

資本取引の自由化が米国の圧力を契機としたものであったことは、通貨危機発生後のこれら諸国の米国に対する反感(resentment)にも表れている。米国の言うことを聞いたばかりに大変なことになるってしまったのに、ちっとも助けてくれないとの率直な感情である。特に、タイの場合には、ベトナム戦争でも協力したのにとの思いが、こうした感情を一層強めたとされる。

なお、韓国については、米国の圧力による資本自由化とともに、財閥の海外子会社による短期ドル資金の野放図な借入れという形での資本規制のしり抜けにも大きな問題があったとされる。

再発防止策

アジア通貨危機のそもそもの原因が基本的には性急な資本取引の自由化にあったとすれば、その再発防止のためには、関係国の経済の発展段階に見合った資本取引の規制を行う必要がある。

もちろん、金融システムの健全化などのファンダメンタルズを改善する努力を推進することも重要である。しかし、市中銀行の不良債権比率はタイでもインドネシアでも下がるどころかむしろ上がってきているとされ、いずれにせよ、我が国の歴史を振り返って見ても、資本自由化に耐

えうだけの経済力に達するにはかなりの時間がかかるものである。我が国が資本取引を原則として自由にしたのは、1964年4月にIMF 8条国への移行（経常取引に関する為替制限の廃止など）及びOECD（経済協力開発機構）への加盟を果たしてから15年余りが経過した1980年12月のことであった。その場合でも、全面改正後の外為法には、為替相場が急激に変動したりするような異例な事態には資本取引の適切な規制措置をとりうるよう、いわゆる有時規制の仕組みが設けられた。この有時規制の仕組みは、日本版ビッグバンのフロントランナーと位置づけられた1998年施行の外為法抜本改正後においても引き続き維持されている。

（注）80年12月に対外取引を原則自由とする改正外為法が施行される前にも、我が国経済の発展に伴い、政省令の度重なる改正により実質的な資本取引の規制緩和はステップ・バイ・ステップで進められていた。しかし、有時においては、資本取引の規制が一時的に強化された（直近では、77年秋から78年中の急激な円高局面における短期資本の流入抑制措置など）。

また、資本取引への経済発展段階に応じた規制を必要とさせる資本取引の特性については、何もヘッジファンドが有名になった昨今、初めて生じたものではなく、例えば、今から約20年前の当局者の説明においても次のとおり明快である（大蔵省国際金融局総務課長 藤田恒郎編「新外為法の実務」大蔵財務協会81年10月）。

「資本取引の特性」

資本取引は、物やサービスの移転を直接伴わない対外取引のことであり、いわば金融的な取引である。このような資本取引の特色は貿易や役務取引がその貨物やサービスに対する実需に基づいて行われるに対し、投資や貯蓄、さらには投機の目的に基づいて、より有利な利回りや為替差益を求めて行われることが多い点にある。内外に大量の金融資産が存在し、それらが国際的に運用されるようになっている今日では、このような資本取引を通じて、短い時間内に大量の資金が国境を越えて出入りする事態もみられる。…、為替管理の主たる目的は国際収支の均衡や通貨の安定を図ることにあり、資金移動の原因となり、それに伴う為替売買によって相場の乱高下をもたらす可能性のある資本取引については、外為法において特別な取扱いが必要となる。

資本取引に対してこのような特別な配慮が必要であることについては、IMF協定においても認められている。すなわちIMF協定は、経常的な国際取引に伴う支払や資金移動に係る制限を早期に除去することがその目的であることを明らかにする一方、『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。』（IMF協定第6条第3項）と規定している。」

更に、近年では、ヘッジファンドの高いレバレッジや情報通信技術の進歩などにより、国際資本移動のもたらす不安定は一段と高まっており、その適切な規制の必要性は一層増大していると言えよう。

なお、近年、IMF協定を改正し、IMFの目的の一つとして資本自由化を掲げるとともに、資本規制をモニターする役割をIMFに与える方向で検討がなされているが、以上にもかんがみ、各加盟国の発展段階に十分配慮した慎重な取組みが求められよう。

(注) WTO (世界貿易機関) の金融サービス自由化交渉は97年12月に決着したが、そこでの各国の自由化約束は、資本取引ではなく直接投資に関するものが大半であった。そして、多くの新興市場国が、金融機関への外資の参入比率や外国金融機関の拠点新設についての制限を緩和するなど、実質的な進展があった。

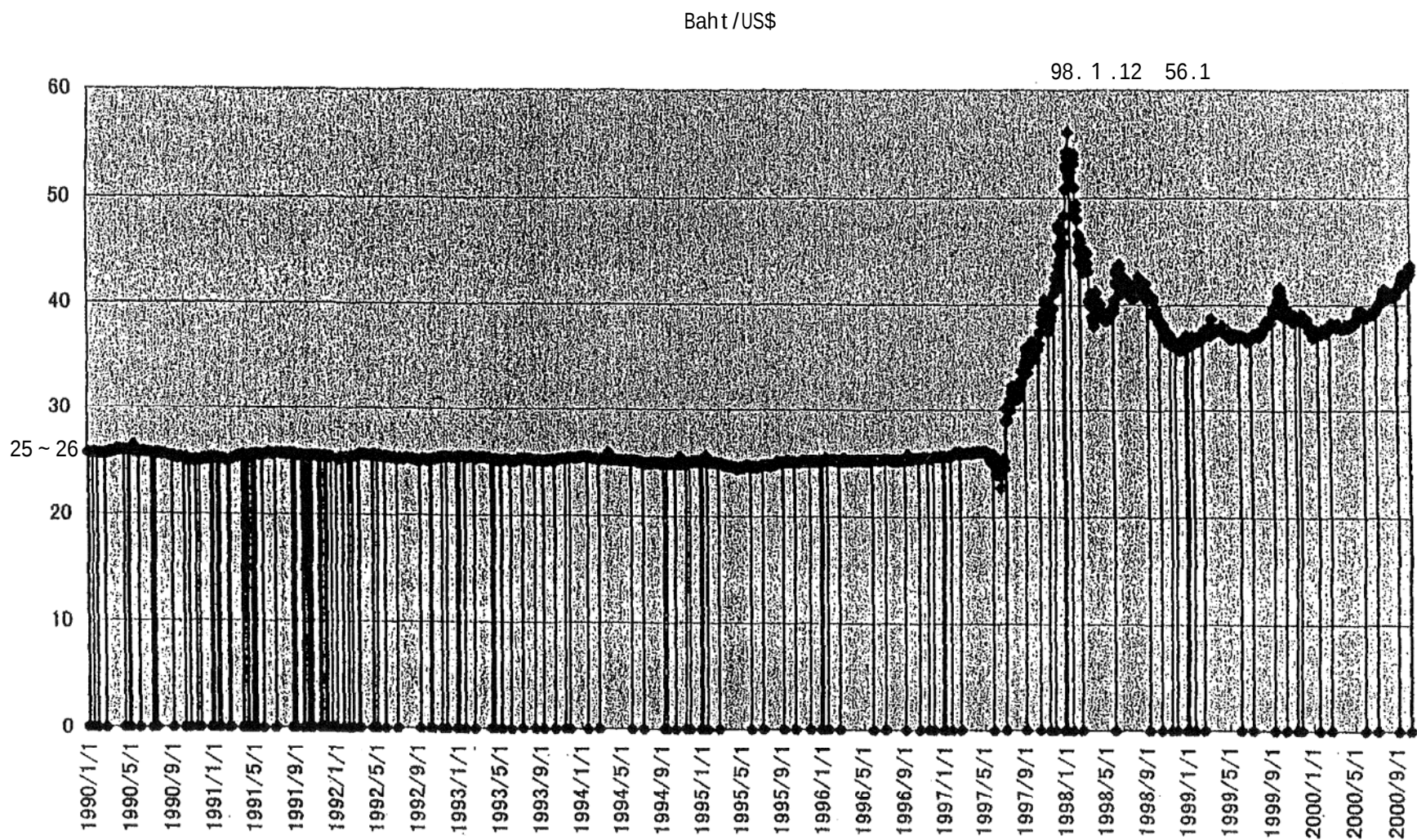
アジア通貨危機のさなかにこのような交渉決着を見ることができた背景としては、資本取引に比べてより安定的な資金の流れとしての直接投資が新興市場国に再評価された一方、最も強硬であった米国政府とその背後の関係業界が期持値を下げたことが挙げられよう(後者については、たとえば言えば、アジア通貨危機前はキャデラックが手に入ることを夢みていたが、危機発後はヒュンダイでも手に入ればよいとの感じになったとされる。)。

(参考)

関係各国の資本自由化と短期資本の流入

タ	イ	90.5	IMF 8 条国への移行 (経常取引に関する為替制限の除去など)	
		91.4	資本取引の自由化	
		93.3	B I B F オフショア市場の創設 (内外一体型で、外 - 内の貸出しを認めるもの)	
		94末	民間部門の対外短期債務残高290億ドル	
		95末	"	410億ドル
インドネシア		88.5	IMF 8 条国への移行	
		89年	金融機関の対外借入規制の撤廃	
		94末	民間部門の対外短期債務残高190億ドル	
		95末	"	250億ドル
		96末	"	320億ドル

(参考)



8 . チリにおける公的年金民営化の事情

チリにおける公的年金民営化

チリの公的年金制度は1920年代に確立され、厚生年金や国民年金が戦中から戦後にかけて創設された我が国より、はるかに古い歴史を有するが、1981年に抜本的な改革が行われ、それまでの国が管理する賦課方式、確定給付型の年金から、個人ごとの勘定による完全積立方式、確定拠出型の年金へと移行した。新制度の下では、被用者は強制加入であるが、年金資金の管理・運用は、A F Pと呼ばれる民間の年金基金運営会社（加入者が自由に選択）が行う。年金額は個人ごとの勘定に積み立てられた掛金（掛金率は月々の収入の10%）と運用収益によって基本的に決まるが、国は最低年金保証制度を設けている。

この改革は、アルゼンチン、メキシコを初めとする他のラテンアメリカ諸国（7ヶ国）等の90年代における年金改革のモデルとなった。

チリにおける公的年金民営化の事情

上記のようなチリの年金制度改革の主な理由としては、一般的に、次の点が挙げられている。

少子・高齢化の進展等により、保険料負担者数の年金受給者数に対する割合が1980年には2.2倍（チリA F P監督庁資料）にまで低下し、年金財政の状況が極めて厳しくなったこと。

（注）我が国の厚生年金の被保険者数の老齢厚生年金受給者数に対する割合は、2000年には約4倍であるが、2050年には約2倍にまで低下する見通しとなっている（97年度版年金白書）。

1979年末には100を超える職能別の公的年金制度が分立しており、制度間の保険料、年金給付額、支給要件等における不公平が顕著であったこと。

しかし、以上の理由であれば、積立方式への移行や制度の一元化は良く説明できるが、民営化までは説明しきれない。民営化を断行した事情としては、人気取りのためのバラマキ等といったポリティカル・リスクから年金積立金を守るというのが最大の目的であったとされる。

なお、チリにおいて民営化を可能にした要因としては、いわゆる二重負担（切替時の現役世代が、自らの将来の年金の積立に加えて、別途の形でそのときの受給世代等の年金を負担しなければならないこと）の問題に、財政赤字（1981～98年の各年の平均で対G D P比約5.5%、チリ大蔵省資料）による負担の平準化等に対応したが、このことについて国民の理解が得られ、更に、

そうした赤字をかなり吸収するだけの財政余力があったことが指摘できる。

また、改革後の制度がうまく行っている要因としては、高いと言われる A F P の手数料を差し引いた後でも、個人勘定の運用で年平均7、8%の実質収益率（1981～98年の各年の平均、チリ A F P 監督庁資料）が得られてきていること等が挙げられよう。

9 . B I S 自己資本比率規制の背景

B I S 自己資本比率規制とは

1988年6月、国際決済銀行（B I S）銀行規制・監督委員会において、銀行に対する自己資本比率規制の国際統一を図るための基本的枠組みについて合意され、同年7月のB I S 総裁会議において、これを支持することが確認された。そのポイントは、1992年末（我が国は93年3月末）以後、国際業務に携わる銀行は、リスク・アセットの8%以上の自己資本比率を維持することが義務付けられたものであり、リスク・アセットとは、銀行の貸付金、有価証券等の資産項目について、その性質の違いによって信用リスク（与信先倒産の危険性）の大小を判定し（0～100%）、リスクの小さなもの程小さなリスク・ウェイトを掛けて合計したものである。

B I S 自己資本比率規制の背景

この合意の目的は、金融を巡るリスクの増大及び金融のグローバル化といった環境下、「国際銀行システムの健全性と安定性の強化に資するとともに、各国間の監督・規制の相違に由来する競争上の不平等を除去する」ことにあった（B I S 総裁会議ペール議長のパレス・ステートメントを参照）。

その背後には、我が国の自己資本比率規制は相対的に緩く、その結果、邦銀が競争上、欧米の銀行より有利な立場にあり、邦銀の海外業務の急速な進展につながっているとの欧米各国の認識があったとされる。

因みに、当時の邦銀の海外市場での「オーバープレゼンス」を示す指標としては、例えば、ユーロ取引の中心であるロンドン市場での邦銀のユーロ預金取り扱い分のシェアが、「1980年前後から上昇し、1982年には米国銀行を抜き最近では約4割と最大のシェアを占めるに至っている」との点が挙げられた（1988年版経済白書）。

(注1) BIS自己資本比率規制には、1997年末(我が国は98年3月末)から、信用リスクのみならず市場リスク(短期売買目的で保有する債券等の価格変動の危険性)も対象に加えることとされた。また、1999年6月には、信用リスクの捉え方が大雑把で画一的(現行では、リスク・ウエイトがOECD加盟国中央政府・中央銀行向け債権であれば一律0%、OECD加盟国の銀行向け債権であれば一律20%、事業法人向け債権であれば一律100%等)となっているのを抜本的に見直し、実際のリスクをより適切・正確に反映するようにリスク・ウエイトを格付けに応じて精緻化すること等を内容とした市中協議案が公表された。

(注2) なお、BIS自己資本比率規制は、信用リスクの部分で8%という比率を用いることにより、必要な自己資本に相当のバッファを確保していると考えられる。したがって、もし、この規制をそのまま証券会社に当てはめるとすれば、銀行は信用リスクのウエイトが高い一方、証券会社は市場リスクのウエイトが高いというリスク構成の違いから、証券会社には必要な自己資本に十分なバッファが確保できないこととなり合理的でない。各主要国は、証券会社については、そのリスク構成に即した自己資本比率規制を有している。

また、証券会社の自己資本比率規制が国際的に統一されていないことの一つの背景としては、競争条件の不平等に起因するとされる上記のような特定国の業者によるオーバープレzensの問題が無かったことが挙げられよう。

10. ベアリングズ事件の原因となった投機的取引は大証でも行われていたのか

ベアリングズ事件とは

95年2月に、英国の大手マーチャント・バンクであるベアリング・ブラザーズ・グループのシンガポールにおける先物子会社が、1トレーダー(ニック・リーソン氏)による日経平均先物及び日本国債先物等に係る、社内規則を逸脱した投機的取引の失敗で、5億ポンド(当時約790億円)を上回る評価損を抱えていることが判明し、同グループの経営が破綻した。

オランダの金融・保険グループINGの買収により、大半の負債・資産は継承されることとなり、短期間の内にデフォルトに伴う混乱は収束に向かったが、業者内部及び市場(取引所)の双方におけるリスク管理の在り方について大きな教訓を残し、その改善のため国際的な取組みがなされることとなった。

以上のようなベアリングズ事件の原因となった投機的取引が、シンガポール国際金融取引所(S

I M E X) のみならず、大阪証券取引所 (大証) でも行われていたとの認識が、かなり世界的にも広まっている。

ベアリングズ事件の原因となった投機的取引は大証でも行われていたのか

ベアリング・グループが大証で行っていた日経平均先物取引及び東証で行っていた日本国債先物取引は、いずれも S I M E X における取引との市場間裁定取引であり、ベアリング証券 (東京・大阪支店) に双方ともに記帳され、自己資本比率規制上のリスク相殺が認められていた。したがって、ベアリングズ事件の原因となった無権限の投機的取引は、大証や東証では行われておらず、もっぱら S I M E X にて行われていたものである (ベアリングズ事件に関するイングランド銀行の報告書 (95年 7 月) 等を参照) 。

それでは、何故、リーソン氏は上記のような市場間裁定取引の建玉を膨らませたのであろうか。彼のあだ名はturbo-arbitrageourであったが、どうやら裁定取引がそうもうかったからではないらしい。上記イングランド銀行の報告書によれば、理由は次の 2 つであった。

ベアリング証券 (東京・大阪支店) に対し、市場間裁定取引に係る S I M E X での値洗のための資金ということで、シンガポール先物子会社に多額 (2 月 24 日には約 200 億円) の資金を維持させることにより、これを、S I M E X における無権限の投機的取引活動の資金繰りに利用した。

市場間裁定取引に係る S I M E X での建玉と、投機的取引に係る建玉とを不正に相殺して S I M E X に報告することにより、そこでの証拠金の所要額を減少させた。