

Articles

論文

グローバル・キャピタルとアジア通貨危機

- 通貨の交換性と資本取引の自由化について

茨城大学助教授

勝悦子*



目次

はじめに

- ・ 今回の通貨危機における4つのフェーズ - 伝搬の過程 -
- ・ 国際的資金フローの最近の動向
 1. 国際的民間資金フローの急増
 2. 先進国の金融仲介構造の変化
 3. アメリカの国際収支構造
 4. 国際金融市場の構造変化
 - 競争激化とアジア市場への傾斜 -

・ アジア諸国への資金フローの急増

1. アジア諸国の規制緩和
 2. モラル・ハザードの発生
- ・ 資本取引の自由化と通貨の交換性
 1. 資本勘定自由化に対するIMFの理念
 2. 資本勘定における交換性
 3. 資本勘定における交換性導入の条件
 4. 資本勘定における交換性導入のタイミング
 - ・ 国際金融システム安定化への模索

要旨

1. 昨年7月に始まるアジアの通貨危機の特徴は、一国の経済に対する「信用」が急速に低下するなかで通貨価値が暴落し、自国通貨建ての対外債務が急増したり、あるいは株価が暴落したことに伴って金融機関の資産が急速に劣化し、信用収縮が起きて経済危機が一層深刻化したこと、一国の危機にとどまらず、他のエマージング・マーケットへも伝搬し、半ば連鎖的に起きていること（contagion）である。
2. 今回の危機が周辺諸国や他のエマージング・マーケットへも飛び火したことは、冷戦構造の終結や世界的な金融市場統合の潮流のなかで国際的資金フローが飛躍的に増大したことが危機の根底にあることを示している。先進諸国における「機関化」や「規制緩和」に伴う競争激化、更には、途上国における資本取引の急速な自由化（外資取引の自由化）が急速に進んだことを背景に、とりわけエマージング・マーケットと呼ばれる新興経済国への資金の流入が90年代に入り急増した。
3. このように国際的資金フローが急増するなかで、適切な為替レート調整を行わずに対外資本取引の自由化を急速に進めたことが今回の危機の主因であることを勘案すると、通貨の交換性と資本取引の自由化という文脈でこれを解釈する必要がある。經常取引における通貨の交換性は、世界貿易の増大のためには必要不可欠であり、現在全世界の7割強の国が交換性を回復している（IMF 8 条国）。しかし資本取引における通貨の交換性は慎重な判断が必要であり、なかでも国内金融システムの整備、適切なマクロ経済政策、および適切な為替政策の遂行などが必要条件である。
4. このように、今回の危機が極めて「金融的」な危機であることを勘案すると、従来の緊縮型のIMF調整プログラムだけでは不十分であり、とりわけ銀行制度改革を含めたアジア地域における産業構造改革の一層の推進が必要不可欠である。わが国も知的援助、技術援助を積極的に行うことに加え、内需主導型の経済成長経路にわが国経済が再び移行していくことが急務であろう。

* 富士通総研経済研究所研究会委員

Global Capital and the Asian Currency Crisis

- Currency Convertibility and Liberalization of Capital Transactions

Etsuko Katsu*

CONTENTS

Foreword

- . Four phases of the current currency crisis
- . Recent trends in international capital flows
- . Increase in capital flows to Asian countries
- . Liberalization of capital transactions and currency convertibility
- . Quest for stability of the international financial system Reference documents

SUMMARY

1. Special characteristics of the Asian currency crisis, which began in July 1997, are as follows:
The values of currencies plummeted in the wake of rapidly declining "confidence" in the economy of one nation; this caused a sudden increase in external debt when translated into that nation's currency. In addition, stock markets plunged, leading to rapid erosion of assets of financial institutions, giving rise to a credit squeeze and further worsening of the economic crisis. The crisis was not limited to one nation, but spread to other emerging markets, giving rise to a partial chain reaction, or contagion.
2. On this occasion, the fire quickly spread to surrounding emerging markets. This illustrates that the dramatic growth of international capital flows -- in the wake of the end of the Cold War and growing integration of world capital markets -- is at the bottom of the crisis. Intense competition has accompanied "institutionalization" and "deregulation" in advanced countries, together with rapidly growing liberalization (of external capital transactions) in newly industrializing nations. In short, capital inflows into newly rising economies, or emerging markets, have risen sharply in recent years.
3. Given the rapid expansion of international capital flows, it may be assumed that the principal cause of this crisis was the fast-paced deregulation of external capital transactions without making appropriate currency rate adjustments. The explanation for the problem would then lie in currency convertibility and capital transaction liberalization. Currency convertibility for current transactions is crucial for expansion of trade, and at present more than 70% of the world's nations have restored currency convertibility (Article 8 nation of IMF). However, currency convertibility in capital transactions requires serious judgments and involves a number of issues, including creation of solid domestic financial systems, formulation of appropriate macroeconomic policies, and adoption of appropriate foreign exchange rate policies.
4. If one assumes that this crisis is wholly "financial", then in addition to traditional IMF programs, it is crucial that structural reform of industry, including the banking sector, be implemented in the Asian region. An urgent responsibility of our country is to restart our own economy by generating domestic demand, in addition to actively providing intellectual and technical support.

* Research Associate of FRI Economic Research Center.

はじめに

昨年7月に始まるアジアの通貨危機は、タイを皮切りに、マレーシア、フィリピンなど近隣諸国に飛び火した。昨年後半にはインドネシアと韓国の通貨危機は一層深刻となり、世界的な経済恐慌にもつながりかねない様相を呈した。これに対し現在 IMF（国際通貨基金）を軸として巨額の国際緊急融資が実施されているが、同時に導入された緊縮的な調整プログラムやそれまで環流していた巨額の外資が細った影響もあって、アジア経済は中期的に低成長を余儀なくされることが見込まれている。

今回の経済危機は、一国の経済に対する「信用」が急速に低下するなかで、通貨価値が暴落し自国通貨建ての対外債務が急増したり、あるいは株価が暴落したことに伴って、金融機関の資産が急速に劣化し、信用収縮が起きて経済危機が一層深刻化したところにその特徴がある。また、一国の危機にとどまらず、他のエマージング・マーケットへも伝搬し、半ば連鎖的に起きている点（contagion）もその特徴である。

国家の「信用」の喪失に伴って国際的な流動性危機（Liquidity Crises）が起きた訳で、かかる状況で IMF は国際的な LLR（最後の貸し手機能）の役割を果たしたと言っただろう¹⁾。こうした危機は、1994年のメキシコ危機にも共通したものであり、地域経済問題というよりも、世界的に金融資本市場の統合が急速に進むなかで、地球規模で起きている構造的な問題として把握することもできる。

すなわち国際的資金フローの急増、急速な国際資本取引の自由化、そのもとの固定相場制の維持、脆弱な途上国国内金融システムといった文脈のなかで、今回のアジア通貨危機を解釈することもできよう。もちろん内需が未発達で、裾野産業が育っていないなど、アジア特有の産業構造の脆

弱性といった実物面での要因も大きく影響した。しかし今回の危機が従来の財政政策、金融政策など国内マクロ経済政策の失敗に基づくファンダメンタルズの悪化といった実物的要因を主因とした経済危機とは様相を異にしていることにも留意が必要である。

金融のグローバリゼーションが一段と進行するなかで、一国の経済危機が他国に伝搬するリスクは従来にも増して高まっており、こうしたなかでは国際的 LLR といった事後的な政策だけではなく、国際的なシステミック・リスクへの事前的な備えが益々重要となってきている。また、通貨の交換性の問題、資本取引自由化についても重要なインプリケーションが含まれていると言えよう。

一方で情報開示の欠如やコーポレートガバナンスが曖昧で確立されていないことといったアジア独特の経済土壌が事態を深刻化させたことは間違いない。もっともこのように市場メカニズムが浸透していなかったことが今回の危機を引き起こしたのか、あるいは、市場化、規制緩和が急速だったために引き起こされたのかは議論が分かれるところである。本稿では、近年の途上国経済危機を国際資金フローおよび通貨制度といった視角から分析することにより、資本勘定における通貨の交換性が如何にあるべきかについて提示することとしたい。また、今回の IMF コンディショナリティの限界とわが国の役割についても言及することとしたい。

・ 今回の通貨危機における4つのフェーズ - 伝搬の過程 -

今回の通貨危機は前述したように、アジアだけにとどまらず、旧ソ連・東欧、中南米諸国にまで飛び火しており、その意味で、地球規模での影響をもたらした。これを段階別に追っていけば以下のとおりである。

(1) 前兆 (97年1月 - 4月)

97年年初から、タイでは経常収支の大幅赤字、短期対外債務の急増、不動産価格の急落、および円安に伴う価格競争力の低下、などを背景に、パーツのドル・ペッグへの懸念が生じた。これに対しタイ通貨当局は短期金利の引き上げや直物、先物為替市場での介入で応じた。しかしながら、とりわけ金融システム改革の抜本策がなかったことからこうした施策だけでは不十分と市場では受け止められ、株価は再び下落し始めた。一方タイと同様、経常収支赤字を計上し、債務超過から企業収益が悪化していた韓国では、株価が下落したが、より可変的な為替制度が採られていたこともあって投機的な動きは鎮まった。

(2) タイ通貨危機 (97年5月 - 7月2日)

5月初めに再び激しい通貨投機が起こり、当初当局は直物、先物外国為替市場でドル売り介入を行った。5月15日にはオフショア市場での内外遮断措置を採り、金利の引き上げも実施して通貨防衛に努めた。しかしながらこれらの措置だけでは信認を回復することはできず、タイと同様対外勘定が脆弱で、準固定的な通貨制度を採用していた他の東アジア諸国や旧東欧諸国にも伝播した。とりわけマレーシアとチェコは、巨額の経常赤字を巨額の対外債建て短期資金の環流でファイナンスしていること、準固定相場制度を採っていることで共通していた。5月末にはチェコは為替バンド制を放棄し、厳格なマネーサプライ管理策を採った。一方、マレーシアでは実需を伴わない非居住者の為替スワップ取引が制限された。

巨額な資本逃避に見舞われたタイでは、通貨当局は7月2日にドル・ペッグ制を放棄しフロート制に移行した。政治状況が不透明であったこと、経済パッケージの提示が遅れたことに加え、金融システムが引き続き脆弱であったこと

から、パーツは引き続き弱含みで推移した。

(3) アセアン4諸国への危機の伝播 (7月始め - 10月半ば)

タイ通貨危機はまず実質的にドルにリンクする為替相場制度を採っていたフィリピンに波及した。金利引き上げと介入だけでは防衛しきれず、7月11日にはペソはフロート制に移行し、同時に非居住者の実需を伴わない先物取引への規制が強化された。さらにマレーシア・リングgitとインドネシア・ルピアにも波及し、ルピアは8月14日にフロート制に移行した。さらにシンガポールドル、台湾ドル、香港ドルも弱含みの推移となった。ブラジル、ハンガリー、ロシアなど他のエマージング・マーケットの株価は値を戻していたものの、7月にはそれら諸国の通貨は再び下落した。

(4) 韓国、インドネシアへの飛び火と世界的な金融資本市場への影響 (10月半ば - 98年)

アセアン諸国においては、政治の先行きが不透明になってきたこと、タイにおける金融セクターのリストラの不透明性、マレーシアでの政府インフラ投資の削減が難しくなってきたことなどから、引き続き通貨不安は払拭されず、ついには台湾ドルが切り下げられた(10月17日約6%)。更に香港ドルも売り圧力を浴び、香港株式市場の暴落につながった。これはアメリカの株式市場の急落(10月27日、7%)をもたらし、世界の株式市場の下落につながった。

世界的に株式市場が不安定になるなかで、エマージングマーケットへの資金環流は益々リスクに過敏なものとなった。10月末には、企業の債務増大や、脆弱な金融システムのもとで対外借入のロールオーバーが難しくなるとの懸念を背景に、韓国ウォンが再び売り圧力を浴び、株価も下落し始めた。11月20日には韓国ウォンの為替レートの変動幅は4.5%から20%へと拡大され、同時に韓国政府はIMFに対し金融支援

を要請した。

それまで積極的に対外貸出を行っていた韓国の金融機関が貸出を回収し始め本国への資金環流を急いだこともあり、韓国の金融危機は、ロシア、ギリシャ、ウクライナにも飛び火した。それらの国は通貨防衛のために国内金利を引き上げた。更にブラジル、アルゼンチン、メキシコの通貨も売り圧力を浴びた。こうしたなかで「質への逃避」が起り、アメリカの債券金利は低下し、またスイス・フランは強含みで推移することとなった。

． 国際的資金フローの最近の動向

今回のアジア通貨危機の要因としては、第一にインフレ高進や、賃金上昇に伴い、実質為替レートが上昇し輸出競争力が低下して経常収支赤字が拡大するなど経済ファンダメンタルズが悪化したことが指摘できる。第二に、裾野産業が育っていないため、景気拡大が輸入の急増に直結するなどの構造問題が指摘できる。第三に、景気過熱を制御できず、株価、不動産市場でバブルを招来したことである。第四に為替政策の失敗で、固定相場制度を過度に持続させたことに対外借入が促進され、金融セクターおよび企業部門において為替リスクが急増した。第五にアジア特有の経済土壌のもとでコーポレートガバナンスが確立されていなかったことに加え、ブルーデント政策が整備されていなかったこと、および監督制度の不備により、金融機関の貸出ポートフォリオの質が急速に悪化したことである。更には、ヘッジファンドなど海外投資家がレバレッジを活発化し資金逃避の速度を加速させたこともその要因として指摘できよう。

しかしながら一国の危機に留まらず前述したように周辺諸国や他のエマージングマーケットに飛び火したことは、今回の危機が、冷戦構造の終結や世界的な金融市場統合の潮流のなかで国際的資

金フローが双方向で飛躍的に増大したことがその根底にあることを示している。

1． 国際的民間資金フローの急増

途上国への資金フロー²⁾はとりわけ80年代以降急増したが、なかでも顕著なのは、近年の民間資金の流入である³⁾。

90年代入り後、世界的な景気循環的な金利低下を背景にエマージング・マーケットへの民間資金流入額は増大の一途を辿っており、ネット・フロー・ベースで96年は2,350億ドルと前年22.0%の増大となった(図表1)。これとは対照的に90年以降公的資金の流入は急激に細っている。民間資金流入額の地域別の推移をみると、アジア地域への流入額が最大であり、全流入額の45%のシェア(96年)であった。次いで中南米諸国(同777億ドル、33.0%)や中近東・旧東欧諸国(同222億ドル、9.4%)への資金流入額が多かった。投資形態別の内訳をみると、1994年まではポートフォリオ投資のシェアが非常に高かったが、同年末のメキシコ危機の影響からその後流入額は減少し、96年の内訳をみると、直接投資形態の資金流入が全体の45%を占めていた。

アジア諸国への民間資金流入額の内訳をみると、直接投資形態の民間資本流入のシェアが従来から高いのが特徴である(96年580億ドル、アジアへの民間資金流入額の54.3%)。アジア地域は、80年代半ば以降自国の経済発展の中核として外国資本を位置付けており、狭隘な自国金融資本市場のなかで「外資依存型」経済成長を志向した。こうした基本政策のもとで、各国とも外資導入に積極的な姿勢を強めたためである。こうした民間資金流入額の急増のもとで、とりわけアジア諸国では外貨準備が急激に積み上がっているが、これは、急激な対内資本環流に伴い名目為替レートが切り上がるのを防ぐため、中央銀行が外国為替市場でドル買い介入を行った結果である。

図表1 エマージングマーケットへの民間資金流入額

(億ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
エマージングマーケット							
ネット民間資金フロー	457	1,398	1,334	1,610	1,470	1,928	2,352
直接投資	188	321	379	569	755	873	1,059
証券投資	170	397	592	1,068	972	316	587
その他投資	99	680	363	27	257	739	706
ネット公的資金フロー	188	225	139	246	98	392	132
アジア諸国							
ネット民間資金フロー	214	377	224	595	751	989	1,068
直接投資	95	152	172	352	446	507	580
証券投資	9	28	96	238	185	201	201
その他投資	129	197	45	5	120	281	288
ネット公的資金フロー	56	107	102	82	59	50	67
中近東・旧東欧諸国							
ネット民間資金フロー	70	733	428	241	11	153	222
直接投資	13	13	18	11	5	13	16
証券投資	20	232	205	174	147	138	93
その他投資	37	488	205	55	163	3	113
ネット公的資金フロー	62	11	27	59	103	14	59
中南米諸国							
ネット民間資金フロー	103	249	555	617	449	357	777
直接投資	66	109	129	134	215	199	299
証券投資	175	145	306	611	608	75	271
その他投資	138	5	120	128	375	233	207
ネット公的資金フロー	83	32	20	11	17	227	117
外貨準備変化額							
エマージングマーケット	662	751	317	839	905	1,229	1,048
アジア	474	460	71	431	779	477	618
アフリカ	46	37	29	16	46	18	89
中東欧	12	49	13	49	43	124	95
中南米諸国	147	180	230	202	43	248	262

(資料) IMF, *International Financial Statistics* および *World Economic Outlook*

一方80年代は民間資金のなかでも民間銀行の貸出シェアが高かったが、途上国債務問題が顕在化するなかでその後銀行貸出のニューマネー環流は細り、それに替わって80年代半ば以降資金環流の主役のひとつとして注目されたのが、年金基金、投資信託、生保を含む機関投資家などのノンバンクである。図表2は途上国経済主体の債務を貸出先別で分類したものであるが、同表でも明らかのように、87年から96年にかけて途上国の債務残高は1兆2,659億ドルから1兆7,967億ドルへ54%増大しているが、非銀行民間主体の貸出は全体の14.0%のシェアから31.1%へと拡大している。このようにノンバンクの途上国債権残高が急増しているのは、アメリカをはじめとする先進国におい

て金融仲介構造が近年大きく変化していることも影響を与えている。

2. 先進国の金融仲介構造の変化

先進諸国においては、高齢化を背景とした年金基金残高の急増が共通した動きとなっており、こ

図表2 債権者別途上国債務の内訳

(億ドル)

	1987	1990	1994	1996
公的機関	5,202	6,081	7,375	7,978
商業銀行	4,822	4,217	4,500	4,409
その他ノンバンク	1,636	2,689	4,356	5,580
総計	11,659	12,987	16,231	17,967

(資料) Calvo .et al (1996)

れら機関投資家の膨大な資金が国際金融システムにも大きな影響を与えるようになってきている。例えば欧州では EU 経済通貨統合が進む過程で、財政赤字削減の必要性から、各国とも公的年金を圧縮させる動きをみせており、民間年金基金へのシフトが加速するなか、国際的に金融の「機関化」の動きがみられる。

アメリカにおいても「機関化」の動きが顕著である。銀行のバランスシートの負債サイドから見ると、アメリカ預金受入機関は従来レギュレーションQ（預金金利規制）のもとで低コストでの資金調達が可能であったが、80年代の金利自由化の進展のなかで資金調達コストが上昇し、収益性が低下した。加えてインフレの高進は家計の金利感応度を高め、銀行預金からより収益性（イールド）の高い金融商品へのシフト（ディスインターメディアーション）を引き起こした。とりわけ、90年代入り後の超低金利のなかで一層こうした傾向が助長された。また、銀行預金は準備預金制度の対象であり、預金保険コストも上乘せされるため、ミューチュアルファンドやファイナンス・カンパニーなどノンバンクに比べ競争上不利となり、結果として預金の比率が低下し、ミューチュアル・ファンドへのシフトが加速した。加えて高齢化のもとで年金基金、保険への資金偏在が顕著となり、それらが間接的にミューチュアル・ファンドを購入していることも、投資信託残高急増の要因となった。

一方ブレイディ・プラン後80年代末から90年代にかけて LDC 諸国が民営化の推進や金融資本市場の整備などマイクロ・マクロ両面で経済構造改革を断行したこと、更に90年代に入ってから冷戦終結に伴う旧社会主義国の市場経済移行もあって、いわゆる「エマージング・マーケット」と呼ばれる潜在成長力の高い諸国への証券投資が各国から積極化した。そのなかでも同地域の債券や株式への投資を活性化させたのがハイイールド、リスク分

散を志向したアメリカやイギリスの投資信託であった。投資タイプ別でみたミューチュアル・ファンド残高のうち、国際型ミューチュアル・ファンドは近年増大傾向を辿っており、94年末は6.6%、95年末は5.8%のシェアであった。欧米のファンドはエマージング・マーケットだけでなく、欧州、日本への投資も積極的に行った⁴⁾。

ミューチュアル・ファンドや年金基金が国際分散投資を強めるなか、米国資金の対外証券投資額は急増し、今や80年代後半のジャパン・マネーに匹敵する規模に膨張している。図表3と4は、米国証券業協会（SIA）公表の米国人投資家の対外株式投資および対外債券投資の内訳であるが、全世界向け投資額は95年に株式が前年比231%増、債券が8.9%増と急増している。94年にアメリカの金利引き上げに伴うエマージング・マーケットの株価下落により対外証券投資総額は一時的に低下したものの、その後は再び順調に拡大している。とりわけラテンアメリカ向け株式投資は引き続き巨額となっており、またアジア向け投資も近年巨額になっている。

図表3 米国人投資家による外国株式購入状況

	90	91	92	93	94	95
欧州	43.2	198.8	209.6	548.3	65.3	263.8
カナダ	67.9	80.0	69.8	94.8	49.1	80.4
ラテンアメリカ	68.4	34.5	31.9	35.1	180.3	50.6
アジア	20.1	80.3	26.6	21.1	17.3	73.2
うち日本	24.3	19.7	5.0	29.3	27.4	23.0
その他	3.8	5.6	30.1	20.8	21.2	0.3
全世界	221.1	158.4	190.8	607.5	202.7	468.3

図表4 米国人投資家による外国債券購入状況

	90	91	92	93	94	95
欧州	34.2	181.8	179.1	315.3	132.5	220.0
カナダ	1.0	3.9	3.3	51.1	24.1	2.0
ラテンアメリカ	19.4	24.6	50.1	123.0	43.2	17.8
アジア	17.9	150.7	88.8	170.6	217.3	267.8
うち日本	6.1	137.9	44.4	62.2	147.2	198.2
その他	19.5	4.1	8.0	18.2	23.6	10.0
全世界	92.1	349.1	322.6	678.2	470.7	512.5

（資料）SIA、Foreign Activity より作成。

図表5 アメリカの国際取引表

(単位: 10億ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
経常収支	919	57	564	908	1,335	1,291	1,482
ネット外国資本	1,410	1,096	1,688	2,797	2,973	4,512	5,476
公的機関	339	174	405	718	404	1,107	1,224
民間外国資本	1,071	923	1,283	2,079	2,560	3,105	4,252
直接投資	479	220	179	490	457	675	770
米国証券	9	530	672	1,045	912	1,959	2,894
非金融機関債務	451	31	136	105	77	346	318
金融機関債務	38	40	162	251	1,043	302	98
ネット米国資本	740	579	688	1,945	1,605	3,072	3,524
外貨準備	1	87	22	17	50	103	60
民間米国資本	742	666	710	1,928	1,655	2,969	3,584
直接投資	300	314	426	779	693	867	878
外国証券	288	457	492	1,463	603	1,001	1,082
非金融機関債権	278	111	4	8	317	350	642
金融機関債権	124	6	212	306	42	751	982

(注) 資本の流入は -、資本の流出は + 表示。

(資料) IMF, *World Economic Outlook*, 米国商務省, *Survey of Current Business*

3. アメリカの国際収支構造

以上の動きをアメリカの国際収支構造からみると、巨額の経常収支赤字(96年1,482億ドル)を大きく上回る巨額の外国資本が流入(同5,476億ドル)しており、またそれに見合う巨額のアメリカ資本が流出(3,524億ドル)している(図表5)。信用力や流動性で優位にある財務省証券や、収益が好調の米国社債購入に伴う資本流入が急増しており(96年は前年比68.4%増)とりわけ財務省証券については外貨準備運用のための日本、アジア諸国の公的部門の購入が大であった(図表6)。すなわち、今やアメリカは、キンドルバーガーが指摘したところの「世界の銀行」としての金融仲介機能(流動性の高い短期資金を取り入れ長期資金に変換して運用するマチュリティ・トランスフォーメーション機能)の役割を果たしていると言うこともできる。

このように巨額の外国資本がアメリカに流入した最も大きな要因は、米独、日米の金利差である。とりわけ日本の金利は、景気低迷、銀行の不良債権問題を背景に中期的に超低金利が続くと見込まれており、ヘッジファンドなどの投資主体は中期

的な日米金利差をトレーディング機会として大いに利用した。円資金での調達極めて低コストの資金調達源であり、円売りドル買いをした後米国財務省証券、米国社債等に投資したのである。すなわち、金利の低い円を媒介に、資金フローが増幅されたことが指摘できる。BIS 統計によれば、邦銀は国際金融市場でのポジションを近年大きく減小させるなかで(96年2,000億ドル)ケイマン諸島所在の非金融機関への貸出については大きく

図表6 アメリカ財務省証券のネット非居住者購買額

(単位: 100万ドル)

	財務省証券	米国社債	総計
1993	58,980	30,572	89,552
1994	100,481	37,992	138,473
1995	162,844	57,853	220,697
1996	293,685	77,978	371,663
欧州	137,148	56,194	193,342
ドイツ	19,297	3,514	22,811
イギリス	76,323	43,702	120,025
スペイン	18,421	462	18,883
アジア	112,597	9,806	122,403
日本	48,985	6,099	55,084
中国	17,509	257	17,466
香港	15,281	1,737	17,018
1997-Q1	77,084	20,826	97,874

(資料) *U.S. Treasury Bulletin*

増大させた（同約1,900億ドル）。ケイマン諸島は大手ヘッジファンドの設立拠点であり、ケイマン諸島所在の非金融機関は円建ての資金調達をベースに、米国財務省証券ポジションを大きく増大させていたことが窺える。

4. 国際金融市場の構造変化

- 競争激化とアジア市場への傾斜 -

先進諸国で伝統的銀行業務が減退していることは前に述べたとおりであるが、この他にも先進諸国の銀行サイドの事情は以下のように近年大きく変貌している。第一は、金融の自由化、国際化背景に銀行間競争が激化し、これに伴って利鞘が縮小したことである。第二に、これに伴って高リスク分野への貸出が拡大し、信用リスクが増大したことである。第三は、国際的に合意された BIS 自己資本比率規制によって銀行が ROA（資産収益率）、ROE（株主資本収益率）重視のスタンスに転じたことである。第四に、通信・情報処理技術の飛躍的な発展により、金融イノベーションが展開する条件が整ったことである。

先進諸国で資本移動の自由化が達成されると、国際金融市場での先進諸国金融機関の競争が激化した。国際金融・資本市場における競争激化は、スプレッドの低下をもたらし、エマージング・マーケットの借り手にとっては、自国の金融・資本市場の制約（高い預金準備率や高金利）のもとで自国に比べ調達コストの低い対外借入への依存度を高めることになった。さらに先進諸国の銀行は、潜在成長力の高いアジア地域への融資のシェアを高めた。アメリカ、欧州、および日本において金利が低下したことも、上述のような競争の激化のもとで、イールドの高い外国市場への投資を促進させた。また、国際金融市場で直接金融化が強まるなかで、途上国の経済主体の国際市場での起債も活発化した。

邦銀のアジア向け融資残高は BIS 報告銀行の

図表7 東アジア諸国への国際銀行貸出
(1996年末残高)

(単位：億ドル)

	米銀	邦銀	E U銀行	その他	国際貸出 総計
中国	27	178	260	85	550
香港 SAR	87	875	862	248	2,072
インドネシア	53	220	210	72	555
韓国	94	243	338	325	1,000
マレーシア	23	82	92	25	222
フィリピン	39	16	63	15	133
シンガポール	57	588	1,029	219	1,893
台湾	32	27	127	38	224
タイ	50	375	192	85	702
ベトナム	2	2	10	1	15
総計	464	2,606	3,183	1,113	7,366

(注) 香港、シンガポールについては、国際金融センターであることが反映されている。

(資料) BIS, *International Banking and Financial Market Developments*

国別シェアで見ると最大のシェアを占めている（図表7）。97年6月末の貸出残高ベースでは、全体の32%となっており、とりわけタイ（同54%）、インドネシア（同39%）、マレーシア（同36%）、中国（32%）で高い比率となっている。次いで欧州の銀行のエクスポージャーが高い比率となっている。邦銀のアジア・エマージング・マーケットへのエクスポージャーの特徴は、インターバンク取引が少ないことで、日系企業子会社への貸付が多いことである。またインターバンク取引の多くは外銀の地元支店への貸付であった（BIS,1997）。これらを勘案すると、邦銀の現地企業への直接的貸出はそれ程多くはなく、信用リスクはそれ程高くなかったとの指摘もできる。実際、80年代のラ米債務問題との比較においても、当時大手米銀は連結自己資本の194%に相当する同地域へのエクスポージャーがあったのに対し、今回の場合最大の大手邦銀でも自己資本の25%以下に過ぎないことにも留意する必要があるだろう。

図表 8 為替管理自由化の度合いとエマージングマーケットへの資本流入

(注) 為替管理自由化インデックスは数値の小さい方が自由化が進んでいることを示す。
 (原資料) IMF, *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*,
 (資料) IMF (1997a)

．アジア諸国への資金フローの急増

1．アジア諸国の規制緩和

アジア諸国への資金フローが急増したのは、アジア諸国における規制緩和が大きく作用した。すなわち、アジア各国は80年代後半から90年代初めにかけてほとんどの国が IMF 8 条国（後述）に移行し、経常取引に係る為替規制を撤廃し、また外資を経済開発の柱にすえ、国によって程度は異なるものの積極的な外資導入策（資本取引の自由化）を採った。韓国は96年に OECD 加盟を果たすなど、急速に「国際化」が推進され、資本取引が一段と自由化されるなかでアジア金融市場と世界金融市場との統合が進んだ。

タイでは高いリターンを求めて非居住者預金残高が急増し、また、93年4月には BIBF（バンコック・オフショア市場）が創設され、外・内取引が認められたこともあり、ファイナンス・カンパニーなどノンバンク経由で急激に巨額のドル短期資金が流入することとなった。このようにアジア地域ではとりわけ足の速い短期資金の流入が顕著であった（BIS 統計によれば、資金流入のおよそ6割が短期資金流入）。

各国とも財政バランスはそれ程悪くなかったものの、金融機関の過剰融資（例えばタイでは民間部門信用は年間20%から30%の伸びを示しており、名目 GDP 伸び率の2倍以上であった）のもとで過剰需要が引起されたことが、結果的にマクロバランスを大きく崩すこととなった。信用残高の急増が目立つなかで、国内金利が高いことと為替レートが固定されていたことが、外資の流入を促進し、同期間の商業銀行の外貨建て債務残高は全債務の6%から24%へと急増し（92年50億ドル 96年460億ドル）、外貨準備を上回る水準となった。

景気のオーバーヒートに対するマクロ政策については、とりわけアジア諸国においては財政政策の機動性に乏しく、金融政策に過度の負担が加わっていた。すなわち、景気過熱、インフレ懸念増大に対しては金融引き締めが中心的な政策手段となっており、準備率の引き上げなどの施策は国内金利を押し上げ、内外金利差を拡大させる。これは更なる資本の流入を招き、マネーサプライは増大する。一方、外資導入や輸出市場確保の観点から、ドルに対して安定的な為替レート政策を採用しているため、過度の資本流入のもとで為替レートを安定化させるには、ドル買い、自国通貨売り

の外国為替市場介入を実行しなければならず、更なる過剰流動性が生じることになる。過剰流動性吸収のため各国通貨当局は政府証券売りオペを含む不胎化政策を強いられた（Appendix 参照）。

2. モラル・ハザードの発生

巨額の民間投資資金がアジアに流入した要因は、為替レートが実質的にドルにリンクし、実質的に為替リスクがないことが保証されていたことである。また韓国では、政府主導の貸出政策（貸出割当）に加え、監督制度や規制が不備であったことを背景に、金融機関を通じた韓国企業への短期外貨（ドル）建て借入が急増した。事態をさらに悪化させたのは、こうした民間企業、銀行向け外貨建てエクスポージャーの急増に対して、多くの国で政府が様々な保証を付与したことである。このため海外の資金の出し手は更なる貸出を実行することができ、これが結果的には国内債務者に合理的な水準以上の債務残高と為替リスクを引き受けさせることになって、傷口をさらに広げることになった。

アジアの経済主体からみれば、これは巨額のドル建て対外債務が積み上がることを意味し、自国通貨が暴落することにより、対外債務は急増し、各国企業は債務超過を余儀なくされる。これは国内銀行システムの資産の劣化を招き、不良債権問題となってシステムの脆弱化を招くことになり、事態をさらに悪化させた。

このように今回のアジアの経済危機は実物的な要因で引起されたというよりも金融政策、為替政策の失敗により引起された危機であったと言える。すなわち、国際的資金フローが急増するなかで、適切な為替レート調整が行われずに対外資本取引を急速に進めたこと（もちろんこれは当初は成長へ大きく寄与）が危機の主因であったと言えよう。これは今回の危機を、通貨の交換性と資本取引の自由化という文脈で解釈する必要があることを示

している。

資本取引の自由化と通貨の交換性

1. 資本勘定自由化に対する IMF の理念

元来 IMF は改訂 IMF 協定第 8 条⁵⁾において、世界貿易の増大を妨げる外国為替制限の除去をその目的のひとつとしている。すなわち、經常取引の交換性を確立することが世界貿易拡大の必要条件であり、「居住者、非居住者を問わず、經常勘定取引（財サービスの輸出入貿易取引とその決済）を行う目的で、当該通貨と外貨（主要な国際準備通貨）が市場レートで自由に売買される状態」が望まれる姿となっている。

現在、IMF 加盟国182カ国（97年9月末現在）のうち、140カ国が上述の IMF 8 条を承認して IMF 8 条国となっており、東アジア諸国においても、中国が96年12月に移行したことを含め、大半が80年代末から90年代初めにかけて IMF 8 条国に移行した。

加えて IMF は、国際資本市場の統合が急速に進むなか、資本移動の自由化が世界経済に多大な経済的利益をもたらすとの認識のもとで、参加国の資本移動の自由化を積極的に推進している。すなわちグローバルな資金移動は、貯蓄と投資の効率的な配分を可能とし、資源をより生産的な分野へと導き、資源配分の効率化が達成され成長率が高まるというものである。具体的には国際金融市場へアクセスが可能となること、あるいは対内投資の促進により、より低コストでの資金調達が可能になり、国内金融システムの高度化が実現できる。また、国際的証券投資においてリスク分散型のポートフォリオの達成が可能になる。

2. 資本勘定における交換性

グローバルな資金移動の活発化と国際的な資本市場の統合は、上述のように資源配分の効率化を

もたらずと同時に、一方でリスクを増大させる。近年の国際的な資本移動の内訳をみると、より足の速いポートフォリオ投資の比重が増大しており、一国のマクロ経済パフォーマンスの劣化や銀行システムの不安定性が引き金となって資本の逆流が起こり、為替レートが一層減価するといったリスクが増大していることを示している。アジア通貨危機の場合は、為替レートが準固定化されており、資本勘定自由化のなかで固定レートへの「信認」が低下したことがボラティリティを増幅させた。

資本勘定の自由化は、異時点間、異状態間（リスクの異なる投資機会を組み合わせること）の資源配分の効率化を通じて、財の消費、投資を現在と将来時点においてより望ましい形とすること、直接投資など海外からの長期民間資本の導入により、経営技術・ノウハウの導入が図れることなどの、大きな効用がある一方で、前述したように為替投機が起きたり、外貨準備の急激な流出など資本逃避のリスクを常に伴う。

こうした資本逃避は、短期的かつ急激に起きることから、国内経済に対する影響を増幅させる傾向があり、資本勘定における交換性導入については、經常勘定のそれよりも慎重に進めなければならない。先進諸国においても、經常勘定の交換性導入については、欧州各国が1958年、わが国では1964年と古いが、資本勘定における交換性導入については、わが国では1980年、欧州では EMU の枠組みのなかで、1990年に資本移動の自由化に関する指令が制定されるなど、両者の間にはかなりの時間的ラグがあることには留意する必要があるだろう。もっとも先進国においては、88年に採択された EU 指令に加えて、OECD 協定では「財サービス取引を阻害するような為替管理は撤廃し資本自由化を押し進める」(OECD Convention 第2条(d))とされており⁶⁾、多国間協定による資本勘定の迅速な交換性導入が図られている。

通貨の交換性確立をどういったタイミングで行

うかという問題は、旧社会主義国が市場経済移行の際に議論された課題でもある。經常取引における交換性導入でさえも、適切な為替レート水準の設定、適度な国際流動性（豊富な外貨準備）安定的なマクロ経済政策の運営、市場経済システムが機能するためのインフラ整備などの諸条件が必要となっている。資本勘定における交換性導入についてはさらなる慎重な判断が必要とされており、以下のような施策を含む総合的なアプローチが必要である。

3. 資本勘定における交換性導入の条件

(1) 国内金融システムの整備

最も重要な条件は、国内金融・資本市場の十分な発展であり、資本流出が効率的に国内産業分野へ割当られることにより、マクロ経済のバランスのとれた発展が可能となる。とりわけこれは発展段階には重要である。また資本取引の自由化は国内金融機関の対外エクスポージャーを増大させることを意味し、一般的に金利リスクや為替リスクを増大させる傾向がある。このため、国内金融システムの金融秩序維持のための規制が整備されているかどうか、リスク管理体制が整備されているかどうか、国内システムが外資流入によりダメージを被らないために必要不可欠なことである。マッキノンによれば、金融・資本市場の改革は包括的な経済プログラムの最終段階に位置付けられているが、資本取引自由化にとって強固な金融市場の確立はきわめて重要な構造転換措置であるといえる。適度に規制され監督がなされている強固な金融制度と、市場の失敗を是正するようなメカニズムを有するシステムの構築を進める必要がある。

また資本取引自由化のもとでは、従来のような金利規制や準備預金制度による直接的な金融政策の手段ではなく、マネーマーケットオペレーションなどを通じた間接的な手段を金融政策

施行の上で活用していくことが必要となる。

(2) 適切なマクロ経済政策

第二に、適切なマクロ経済政策の遂行である。資本取引の自由化は、金利平価⁷⁾で為替レートが決定される傾向を強める。外国の金利や為替レートは所与のものであるため、通貨当局は国内金利と為替レート双方を同時に決定することはできない。すなわち資本自由化のもとでは、金利政策と為替政策を二つの目標（例えばインフレ抑制といった国内目標と経常収支均衡という対外目標）に同時に割り当てることはできないのである。例えば、経常収支を均衡させるよう為替政策を割り当てる場合は、金融政策は国内安定政策を達成させるためには有効には機能しない。すなわち資本自由化のもとで固定制策を採っている国は、独立した自律的金融政策を採ることはできない。もし国内目標と対外目標の二つを達成させたいのであれば、よりフレキシブルな為替制度を採用しなければならない。資本自由化は、金利、為替レート双方に大きなボラティリティをもたらすが、双方がフレキシブルに動いていれば、自動的な調整メカニズムによりマクロ経済は安定化に向かうことになる。

(3) 適切な為替政策

第三は適切な為替政策であるが、こうしたなかで現在注目されているのが、「カレンシー・ボード制」である。これは、自国通貨の価値を外貨に対して固定させ、自国通貨を発行するのに、100%の外貨保有を義務付けている点にその特徴がある。現在香港（ドル・ペッグ）、アルゼンチン（同、80%の外貨保有を義務付け）、ブルガリア（マルク・ペッグ、外貨準備および金）などで、実際に「カレンシー・ボード制」が採用されているが、その最大の利点は、インフレ抑制のコミットメントへの「信認」や、通貨価値への「信認」が得られることである。その反面、国内貨幣数量が、外貨準備や金準備に

より規定されるため、国内金融政策を放棄することを余儀なくされる。現在インドネシアが「カレンシー・ボード制」に基づくドル・ペッグ制の導入を提案しているが、十分な外貨準備や整備された国内金融制度がない場合には、リスクも大きい点が指摘されている。

4. 資本勘定における交換性導入のタイミング

上述したように、資本勘定における交換性導入には構造的なマクロ経済政策を伴う包括的アプローチが重要であるが、重要なのはそのタイミングとスピードである。わが国や欧州諸国でさえ、資本勘定における交換性導入にはかなり長い時間がかかっており、漸進的に進められてきた。この観点からはアジアにおける資本勘定における交換性導入のタイミングはどのように評価できるだろうか。韓国とタイの資本勘定における交換性導入のケースをみると以下のとおりである。

(1) 韓国のケース

韓国においては、政府介入の度合いが高く、金融制度は他の先進諸国のように洗練されてはいなかった。1986年から89年に経常収支黒字が大幅になると、当局は経常取引に係る規制を緩和し、1988年にはIMF 8条国となった。直接投資の自由化により、不動産投資を含む対外直接投資も活発化し、機関投資家の対外証券投資も自由化された。一方で対外借入に関する規制を強化するなど資本流入を抑制する政策も採られた。

89年には財政拡張政策、実質為替レートの切り上げ、およびインフレ上昇により経常収支が悪化し始めたため、当局は資本流入促進施策を採り、それまでの対外借入や対内直接投資に関する規制や税制を緩和した。もっとも当時労働コストが上昇の兆しをみせており対内直接投資は減少したが、短期資本が急増したため資本収支は黒字となった。

88年から96年にかけては国内金融資本市場の改革が幅広く行われた。1988年から金利の自由化が始まり、段階的に金利が自由化された。金融監督の強化、会計制度の改訂、および銀行法改正など様々な施策が採られ、資本市場では実名制の導入や証券取引所のシステム化などの施策が採られた。通貨制度もより柔軟なものとなり、それまでの複数通貨ペッグ制から市場平均為替レートシステム（MARS; Market Average Rate System）へと移行した。対外資本取引面では更なる自由化が促進され、金融機関の対外投資の自由化、海外直接投資、不動産投資の自由化が図られた。また、外国投資家の韓国証券投資の一層の自由化が図られ、外国投資家の投資比率は96年には20%にまで上昇した⁸⁾。

韓国企業の外債発行の増大や国内証券市場の海外投資家への開放などを背景に91年以降は外国資本の流入が急増し、韓国はネット対外直接投資も黒字であったが、対内証券投資も巨額となった。為替レートはある程度弾力的に調整されたが、その度合いは十分ではなかった。また金融システムのデレギュレーションも法的には確立されたが、未だ政府の介入や規制が残っていた。更にマーチャントバンクの半分は設立2年もたたないものであり、規制緩和の結果銀行が乱立したこともシステムの脆弱性を助長した。

(2) タイのケース

1984年にバーツは14.8%切り下げられ為替相場制度はバスケット方式の変動相場制に移行し、貿易産業政策においては輸出志向型成長路線が明確化された。1972年外国企業法（Alien Business Law of 1972）や1977年投資促進法（Investment Promotion Act of 1977）により外国投資は当初から規制は緩かったが、対内直接投資促進のための税制改革や更なる規制緩和措置が採られた。海外借入についても中央銀行への事後報告のみで基本的には自由であった。輸出産業への非居

住者出資に係る規制の緩和、特定業種への直接投資へのタックスインセンティブの供与、投資信託の創設、タイ企業の外国債券発行認可など様々な規制緩和措置が採られた。更に1993年にはバンコクオフショア市場（BIBF）、95年にはPIBF（海外からのパーツ建て、外貨建てファンディング）が創設され、短期資金の流入が急増した。

1990年にタイはIMF 8条国に移行し、非居住者パーツ預金、居住者外貨預金の使用制限が緩和された。国内金融市場の改革も進み、89年のSECの創設、91年のトレーディングシステムの近代化、およびTRIS（タイ格付け情報サービス）の設立など証券市場改革が急速に進んだ。タイは1980年代前半にファイナンスカンパニーを中心に金融危機に陥り、1985年に銀行システム安定化策が採られてはいたものの、十分なものではなかった。金利自由化と融資規制の緩和も徐々になされ、92年には貯蓄預金金利と貸出金利の上限が撤廃された。しかしながら中央銀行の金融調節方式は整備されなかった。内外金利差が拡大するなかで直接投資形態の資金流入よりも、ポートフォリオ投資形態の資金流入や短期資金の流入が激化した。これに対し95年には非居住者預金にかかる準備率が2%から7%へ引き上げられ、更に1年未満の短期資金借入への規制が強化された。

． 国際金融システム安定化への模索

韓国、タイのケースでは、それぞれ事情が相当異なるものの、金融制度の整備といった面ではまだまだ途上にある点で共通している。更に、為替相場政策やマクロ経済政策のマネジメントといった面でも不十分であった。重要な点は、両国とも対外取引規制の自由化のもとで急速に金融自由化が進んだものの、未成熟なコーポレートガバナ

図表9 金融支援パッケージ

(億ドル)

	タイ	インドネシア	韓国
IMF	39	101	210
世銀	15	45	100
アジア開銀	12	35	40
アメリカ	0	30	50
欧州	0	0	50
日本	40	50	100
その他	65	82	20
総計	171	343	570

(資料) IMF (1997b)

ンスが残っていたこと、政府や企業と銀行との癒着があったこと、透明性が欠如していたことなど、「クローニー・キャピタリズム」と揶揄されるように、金融機関経営へのチェックが働いていなかったことが事態を悪化させたことである。また、急速な国際化や規制緩和のなかで、信用秩序維持のためのセーフティネットや監督制度が未整備であったことが危機の根本的原因として指摘できる。すなわちこれは、規制や決済システムを含むインフラ整備を国際的に調和させるような多国間の枠組みの構築がますます重要となっていることを示している。

前述したように資本取引の自由化は、経済成長を高め、資源の適正配分を可能にするといった効用がある。しかしながら、今回のアジア通貨危機でも明らかになったように、資本の逆流、資本逃避のリスクも常に伴う。資本取引における通貨の交換性を進めるのに重要なことは、マクロ経済政策の安定性、適正な為替政策の採用、強固な金融システム確立といった包括的な改革アプローチである。すなわち、市場経済化が十分進展した後にはじめて実現されるものである。

IMF の厳格な調整政策の施行により、今後アジア諸国においては、国内投資、消費が低迷し成長率は急激に下落すると思われる。同時に輸入も抑制され、通貨下落により輸出が増大すると見込

まれることから経常収支は徐々に改善していくことになろう。しかしながら金融システムが各国とも脆弱になっていることから、近年の国際的な金融市場の統合の潮流のなかで、更なるダウンサイド・リスクも内包している。

IMF がタイ、インドネシア、韓国への資金供与の際に提示した政策プログラムで強調された、コーポレートガバナンスの強化、透明性の向上、政策のアカウンタビリティの確保は資本取引自由化にとって必要不可欠なものであるが、それと同時に、市場のチェック機能向上という面からも非常に重要である。一方で、今回の危機が国際的資金フローの激化のなかで起こり、資本勘定における通貨の交換性の前提条件が脆弱であった地域でおきた、「金融的」な危機であることを勘案すると、従来の緊縮型の IMF 調整プログラムだけでは限界があることも指摘できよう。

重要なのは、銀行制度改革を含めたアジア地域における産業構造改革の一層の推進であり、わが国もそのための知的援助、技術援助を積極的に行うことが望まれる。更には、メキシコ危機のケースでは IMF 主導で緊縮的なマクロ政策が採られたもののその後 V 字型の回復を示し、これが主要貿易相手国であるアメリカの景気回復が大きく影響したことを勘案すれば、わが国経済が早急に内需主導型の経済成長経路に再び移行していくことが急務であると言えよう。

【APPENDIX ; 資本流入の簡単なモデル化】

図表には名目金利 (i) に対して逆相関となる実質貨幣需要ライン m^{d1} が描かれている。実質貨幣供給は m^{s1} で示されており、当初の均衡点は A 点にある。ここで、新規投資プロジェクトを活性化させるような資本自由化政策、あるいは構造改革政策が採られると仮定すると、実質貨幣需要ラインは m^{d2} にシフトし、新しい均衡点は B 点にシフトする。新たな均衡点では、名目金利は上昇す

る。

ここで、物価水準と為替レートが等しい ($P = E$) という仮定を導入する。Mは貨幣量、Eは為替レート(自国通貨建て外貨の価値)をそれぞれ示すとすれば、実質貨幣供給量 m^s は M / E に等しくなる。実質貨幣需要が上昇すると、資本流入が起こり、為替レートの名目的切り上げ(すなわち物価水準の下落) および名目金利の上昇がもたらされる。通貨当局は、名目為替レート (E) と貨幣供給量 (M) を一定に保つため、外国為替市場で外貨の買い、自国通貨の売り介入を行い、同時に政府証券の売りオペや公債売却などの不胎化政策 (Sterilization) を行う。もっとも、国内金利が外国金利よりも高ければ、当局は損失を伴うオペレーションをすることになる。また不胎化政策を行わず当局が通貨発行でこれに対応する場合 (M の増大) は、金利水準 (C 点) は当初の金利と同じ水準となる。国内通貨発行には金利負担がないのに対し外貨準備 (TB) 保有には金利がつくので通貨当局には収益が生じる。このように不胎化政策を行わない方が効用が高い場合もあり得る。

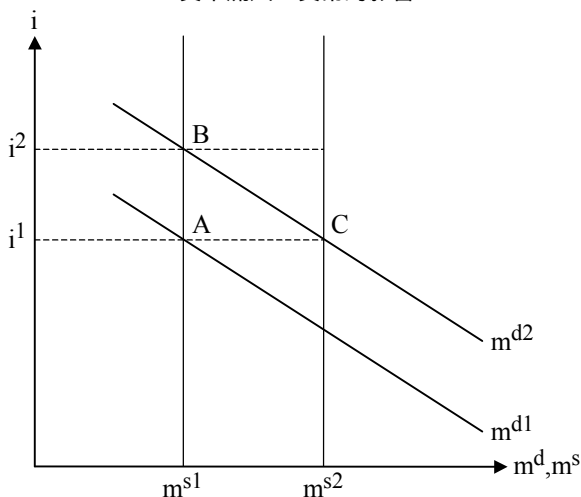
一方不胎化政策の有効性は、国内債券間、あるいは国内債券、外国債券間の代替可能性に依存す

る。例えばメキシコ危機の場合では、メキシコ株式市場に資本流入が急増したが、中央銀行の不胎化政策では短期政府証券の発行でなされたため、その効果があまりなかったことが指摘されている。

【注】

- 1) もっとも IMF 融資については、例えばアメリカ議会の保守派は国税の無駄使いとして難色を示すなど、安易な流動性供給への批判も高まっている。
- 2) 途上国への資金フローを歴史的にみると、19世紀末から20世紀初めにかけての国際的金本位制の時代や1920年代に飛躍的に増大し、植民地経済の開発に大きく貢献した (IMF, 1997 a)。
- 3) 途上国への資金フローはもともと公的資金が中心であるが、70年代の2度のオイルショックを契機に巨額のオイルマネーが国際金融市場の欧米大手銀行に環流し、その運用主体として途上国が浮上したことが途上国ソブリンローンの急増を招来した。オイルショックを境にして先進国の成長率がおしなべて低下したのに対し、途上国の高い潜在的成長率が注目されたこと、「政府はつぶれることはない」という想定のもとで(ある意味でのモラル・ハザードのなかで)安易な貸出が行われたためである。さらに、当時の途上国の開発政策は輸入代替をベースとしており、資金流入は、財政赤字補填や資本逃避回避に使用され、近年のアジアの外資導入とは対照的な姿であった。
- 4) とりわけ EU 金融統合の一環で、UCITS (Undertakings for collective Investment in Transferable Securities; ディスクロージャー、規制、監督などの面でミューチュアル・ファンドの統一市場を創設する指令) が89年10月に EU 指令として施行されてからは EU への進出も加速するなど、ミューチュアル・ファンドの国際性は一層高まっている。
- 5) IMF 協定第8条では「...加盟国は基金の承認なしに、経常的国際取引のための支払および資金移動に

資本流入の貨幣的影響



制限を課してはならない。…」として IMF 加盟国が
 經常取引に係る外国為替制限を行うことを禁止して
 いる。但し同協定14条では、「…加盟国は、經常的
 國際取引のための支払および資金移動に対する制限
 を存続できる。…」として過渡的措置を認めている。

6) その後 OECD Code が定められ、1989年までに
 対外資本取引規制が段階的に撤廃されることになった。

7) 一般的なオープン金利平価は以下の通り。

$$i_d = i_f + F_d$$

i_d は国内金利、 i_f は満期が同じ外国の金利、

$$F_d = \frac{e_f - e_s}{e_s} \times 100$$

F_d は先物ディスカウント率、 e_s は直物為替レ
 ート（外貨 1 単位当りの自国通貨）、 e_f は先物為替レ
 ート。

8) 96年には非居住者がカントリーファンドやロンド
 ン証券取引所上場の韓国債券ファンドを通じて国
 内債券へ投資することが認められた。

(1997), *Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand*, IMF Monetary and Exchange Affairs Department, November.

Khan, Monsin S. and Reinhart, Carmen M eds (1995), “Capital Flows in the APEC Region”, IMF Occasional Papers No.122.

Quirk, Peter J(1995), “Capital Account Convertibility”, IMF Occasional Papers No.133.

World Bank (1997), *Private Capital Flows to Developing countries-the road to financial integration*, a world bank policy research report.

勝 悦子 (1997) 「アメリカにおける金融仲介構造の変貌について」(『FRI 研究レポート』No.14)

福島・滝井編 (1997. 12) 「97年アジア通貨危機」(『アジア研トピックスレポート』)

【参考文献】

BIS (1997), *International Banking and Financial Market Developments*. November.

Calvo, Guillermo A., Goldstein, Morris, and Hochreiter Eduard ed.(1996). *Private Capital Flows to Emerging Markets After the Mexican Crisis*, IIE

Cottarelli, Carlo and Giannini, C.(1995), “Credibility without rules”, IMF Occasional Paper No. 154.

De Grawe, Paul (1996), *International Money*. 3rd edition.

Greene, Joshua E., and Isard, Peter, “Currency Convertibility and the Transformation of centrally Planned Economy”, IMF Occasional Paper No.81.

Institute of International Finance (1997), *Capital flows to emerging market economies*, Jan.29

IMF (1997 a), *International Capital Market*.

IMF (1997 b), *Crises in Asia-Regional and Global Implications*.

Jhonston, R. Barry, Darbar, Salim M. and Echeverria Claudia