

機関番号：12601

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2008～2010

課題番号：20530264

研究課題名（和文）

金融グローバル化の下での途上国の資本取引規制のあり方

研究課題名（英文） The role of capital transaction regulations in emerging market and developing economies under financial globalization

研究代表者

荒巻 健二（ARAMAKI KENJI）

東京大学・大学院総合文化研究科・教授

研究者番号：90295056

研究成果の概要（和文）：

アジア通貨危機の事例の分析により、危機国の資本取引規制のあり方、特に80年代末以降に行われたクロスボーダーの銀行間信用を含む不安定性の高い資金に対する量的な流入規制の撤廃や流入促進措置が危機の発生や深刻度に大きな影響を及ぼしたと見られること、自由化措置とともにあるいは資金流入増大への対応策としてとられた準備率、為替ポジション規制等の市場ベースの規制強化が持つ資金流入抑制効果には限界があったと見られることが認められた。他方、銀行の対外借入に許可制等の厳しい規制を課していた国・地域は危機前に短期資金の大量流入を経験せず、深刻な危機を免れている。80年代以降の新興国・途上国の資本取引自由化の背景にあったと思われる資本取引自由化の理論的ベネフィットの確たる証拠はないが、IMFは全般的に、米国は特定の国・地域を対象に、資本取引自由化を推進してきたと見られ、これが十分なリスク管理のないままに新興国等が資本取引自由化を進める背景の1つになったと考えられる。但し、アジア危機以降、特に近年の新興国への資金流入増大を背景として、IMFは一定の条件の下に資本流入規制を容認する現実的な考えに転換しており、国際的な認識に変化の兆しも認められる。

研究成果の概要（英文）：

The analysis of Asian currency crisis shows that the regulatory framework of international capital flows in crisis-hit countries, particularly the lifting of quantitative inflow restrictions or adoption of promotion measures regarding volatile capital including cross-border interbank credits implemented from the end of 1980s, significantly affected the incidence and severity of the crisis, while such market based measures as reserve requirements or foreign exchange position limits that were introduced on the liberalization or strengthened in the face of large capital inflows had a limited restrictive impact on the inflows of such capital. On the contrary, those economies that maintained strict regulations such as approval requirements on external borrowings by banks did not experience large inflow of short-term capital and avoided serious crisis. While theoretical benefits of liberalization of international capital flows that seem to have constituted a background for the liberalization by emerging market and developing economies since 1980s have not been empirically confirmed it is observed that IMF has generally favored, and the US has promoted in relation to specifically targeted countries, liberalization of regulations of international capital flows. This seems to have constituted part of contributing factors to the liberalization of capital flows without sufficient risk management measures by emerging market economies. However, after the Asian crisis, particularly in the face of increasing inflow of capital to emerging market economies in recent years, the stance of the IMF has changed to a more realistic position under which capital inflow controls may be accepted under certain conditions, showing some signs of change in international thoughts on the issue.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	1,200,000	360,000	1,560,000
2009年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2010年度	1,100,000	330,000	1,430,000
年度			
年度			
総計	3,400,000	1,020,000	4,420,000

研究分野：国際金融

科研費の分科・細目：国際金融論

キーワード：金融グローバル化、資本取引規制、新興市場国、途上国、資本フロー、IMF、アジア通貨危機、世界金融危機

1. 研究開始当初の背景

アジア通貨危機を契機として国際的な資本フローの不安定化がもたらす破壊的な力の大きさが強く認識され、危機の未然防止と危機管理の両面から資本取引規制のあり方が重要な検討課題となり、IMFを始めとして国際的な検討が進められたが、具体的にどのような形で国際資本フローを規制しあるいは自由化すべきかについて政策処方箋が得られたわけではなかった。これはそれまでの検討において例えばアジア危機を経験した国で危機にいたるまでに講じられたどのような措置が危機の背景となった巨額の不安定資金の流入に道を開いたのかなど、個別の規制の詳細に立ち入った検討が不足していたことが背景にあったと考えられる。

2. 研究の目的

こうした観点から本研究では、東アジアを中心とした国々の経験をその資本取引規制に焦点を当てて検討することにより、新興市場国を含む途上国が、通貨金融危機の発生を含め急激な資本フローの変化に伴う国内経済不安定化のリスクを適切に制御し経済の安定的な発展を図るためには、どのような資本取引規制体系を有すべきかについて現実的な政策処方箋を得ることを目的とした。

3. 研究の方法

上記の目的を達するため、本研究では、まずアジア通貨危機において危機に陥った国についてその資本取引規制の推移を資本フローの状況と併せて分析することにより、不安定資金の大量流入の引き金を引いた規制緩和の識別を試みることとした。また危機を免れた国の資本取引規制の状況を分析し、危機を回避し得た理由の把握を図ることとした。また危機の背景となったと考えられる資本取引自由化が先進国のみならず1980年代以降は新興国・途上国にまで波及した背景を把握するため、自由な資本フローのベネフィ

ットに係る理論と実証の状況を整理することとした。更に、IMF及び米国が新興国・途上国の資本取引自由化にどのように関わっていたかについても把握に努めることとした。こうした検討を踏まえ、新興国・途上国がどのように対外資本フローに国を開いていくべきか現実的な政策処方箋についての示唆を得ることを図った。

4. 研究成果

本研究を開始した時点では、アジア通貨危機を契機として、金融セクターの強化等の前提条件を満たさない資本取引自由化は新興国・途上国にとって大きなリスクがあるということについては一応のコンセンサスが形成されていた(G7 “Strengthening the International Financial Architecture” Report of G7 Finance Ministers to the Cologne Economic Summit Cologne 18-20 June 1998)。IMFもそれまでの資本取引自由化への促進姿勢を「適切な順序付け (appropriate sequencing)」が必要であるという主張へと変化させ、各国の経験を整理するなど新興国・途上国にとっての資本取引自由化のあり方の研究を続けた。しかしながら、その集大成ともいえるIMFペーパー (Ishii, Shogo, Karl Harbermeier et al. (2000) “Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability” IMF Occasional Paper 190) も資本取引自由化は他の関連制度政策の整備と統合的に進めていく必要があるとの「統合的 (integrated) アプローチ」を提示することとなり、具体的な処方箋を提供するものではなかった。しかも、米国はアジア通貨危機後も新興国の資本取引規制の完全自由化を求める姿勢を変えず、2000年代前半にかけて交渉が行われたチリ、シンガポールとの自由貿易協定 (FTA) 交渉においても資本取引の完全自由化を要求するなど、世界的にコンセンサスが成立している状況にはないと言えた。

(1)アジア通貨危機で最も深刻な影響を受けた国における資本取引規制の緩和と資本流入の関係

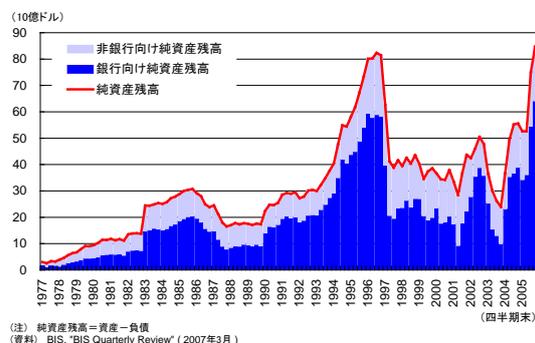
アジア通貨危機において最も深刻な影響を受けた韓国、タイ、インドネシアの3カ国への資本フローを国際収支統計ベースで見ると、3カ国ともに90年代半ばにかけて経常収支赤字が拡大し、それとともに証券投資や「その他投資（主として銀行ローン）」形態で大量の資本が流入したが、97年の危機の勃発とともに大量に流出し深刻な危機を招来したのは「その他投資」であった。危機後の為替レートの下落率で測った危機の深刻度が危機前の各国の短期対外債務（外貨準備比）に比例していることを併せ考えると、アジア通貨危機の鍵となったのは短期の債務性資金で、かつ国際収支統計上の「その他投資」に該当する資金、即ち、主として短期性の銀行信用の大量流入であったとみられる。こうした流入の背景には、新興国と先進国との間の内外金利差等に示される収益機会の存在とともに、信用供与先としてのアジア経済に対する全体的な評価の高まりがあったと思われるが、そうであるとする危機前のアジアにおいて、そうした資金の大量流入と大量流出が何故一部の国（危機3カ国など）に生じ、他の国（中国、ベトナム等）には生じなかったのかが問題となる。本研究では、その背景には危機国とその他の国との間に銀行信用など不安定な資金の流入に対する規制が異なるものとなっていたことがあるのではないかという仮説の下に分析を行った。

こうした観点から、まず1980年半ば以降の危機3カ国の資本流入規制の自由化を、特に金融機関と企業の対外借入れに焦点を当てて詳細に分析した。韓国については、元来金融機関・企業ともに対外借入れは許可制の下に置かれていたが、外国為替銀行はフォーマルな規制上は1年以下の短期借入れは自由であった。しかしながら、韓国銀行（中央銀行）は外国為替銀行の対外借入れを長期・短期ともにインフォーマルに規制の対象とし量的なコントロールを行っていた。ところが、かかるインフォーマル規制は94年頃に撤廃され、銀行にとっては対外短期借入れの拡大が可能となった（1年超の対外借入れは依然としてフォーマルな規制対象であった）。また92年にはそれまで禁止されていた外国為替銀行の直物為替の売り持ちポジション（外貨建て債務が外貨建て資産を超過すること）が認められた（なお、ポジション規制は96年からは強化に転じた）。こうした規制の枠組みの変化の下で、当時の韓国の銀行は格付けが低いこと（長期借入れのコスト高）から短期借入れを強く選好していたため、対外短

期借入れ増加の強いインセンティブが生まれたと考えられる（企業の対外借入れは依然許可がない限り禁止されていたため、対外資金の流入は金融機関経由となるバイアスがあったと考えられる）。

こうした規制の枠組みの変化の下で韓国銀行による対外借入れがどのように変化したかを、信用供与サイドから、BIS（国際決済銀行）に報告を行っている銀行（主として先進国の銀行）が韓国の銀行と企業に対して有する純資産残高（資産－負債）の推移でみたのが図1である。これによると80年代の前半に一度純資産残高の上昇（流入）があった後は93年頃までは若干の変動があるものの水準自体に大きな変化はなかったが、94年に純資産残高が急増を始めた。その後純資産残高は97年にピークを打ち、97年第4四半期に急落（資金流出）に転じている。同図は、純資産残高について信用供与先が銀行（濃い色）か非銀行（薄い色）かで区分し内訳を示しているが、純資産残高の変化はほぼ銀行向け信用の変化により生じていることが示されている。即ち、90年代前半の韓国への大量の資金流入は、BIS報告銀行から韓国の銀行への銀行間信用（典型的には短期資金）の増大という形で生じ、危機に際しそれが急速に減少したことが示されている。

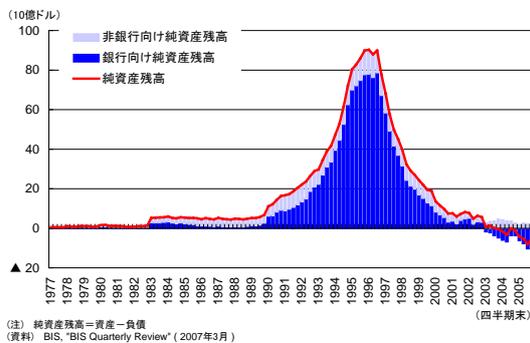
図1 BIS報告銀行の純資産残高の推移（対韓国）



次いで、タイについて見ると、元来、金融機関の対外借入れは規制されていなかったが、80年代末以降広範な外国為替管理・資本取引規制緩和を進めた後、1992年にはバンコクをインドシナ半島の地域金融センターに発展させるという野心的な目標の下、タイ政府はバンコク国際金融勘定（BIBF）を導入した（93年より業務開始）。この勘定は調達した海外資金を国内貸し付けに振り向けることを認めるOut-In型のオフショア勘定であり、この勘定を通じ銀行は海外借入れによる国内貸付の拡大を税制上の優遇を受けて行うことができるようになった（対外資本取引に対する規制は93年までは緩和方向で推移したが、その後94年頃からは銀行の為替ポジション規制の強化、対外債務への準備率の引上

げ等規制強化に転換した)。こうした規制の変化の下で、タイの銀行等の対外借入がどのように変化したかを、BIS 報告銀行からタイへの信用供与（純資産残高）の推移で見たのが、図 2 である。これによると、純資産残高は、80 年代初めまではほぼゼロの水準であったが、83 年第 4 四半期に若干のプラスとなり、その後 80 年代を通じて大きな変化はなかったが、90 年第 4 四半期に顕著な増加（資金流入）が始まり、93 年前後からは更に急激な増加となった。ピークは 97 年第 2 四半期でその後急低下している。銀行向け・非銀行向けの区分を見ると、急激な流入流出のほとんどが銀行向け信用、即ち BIS 報告銀行からタイの銀行への銀行間信用の変化により生じていることが見てとれる。

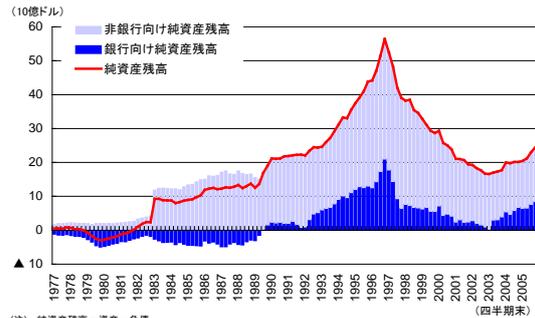
図 2 BIS 報告銀行の純資産残高の推移（対タイ）



(注) 純資産残高＝資産－負債
(資料) BIS, "BIS Quarterly Review" (2007年3月)

インドネシアについては、1970 年という非常に早い段階で外国為替管理が原則撤廃され、自由化が進んでいたが、金融機関については 89 年まで対外借入額に上限が設定されていた。89 年にこの規制は撤廃され、代わりに外国為替のポジション規制が導入された。その後、91 年には国有銀行の対外借入れへの規制が再導入された（なお、これらの期間を通じて民間企業の対外借入れへの規制は行われなかった）。この間のインドネシアへの資金流入を、BIS 報告銀行がインドネシアに対して有する純資産残高の推移でみると（図 3）、国内金融自由化を背景とした金利上昇から企業が対外資金調達に向かったと思われる 83 年に企業向け信用が増えたことから急増し、その後 80 年代後半を通じて微増にとどまっていたが、90 年ごろから増加基調となり、93 年からはそのペースが速まっている。89 年に行われた規制緩和により高まった銀行への資金流入レベルが 91 年の規制の再導入後も抑制されなかった可能性がある。その後 97 年第 3 四半期にピークを迎え、その後急減する。

図 3 BIS 報告銀行の純資産残高の推移（対インドネシア）



(注) 純資産残高＝資産－負債
(資料) BIS, "BIS Quarterly Review" (2007年3月)

以上をまとめると、韓国については、94 年頃に行われた韓国銀行によるインフォーマル規制の撤廃による外国為替銀行の対外短期借入の自由化が重要と見られ、BIS 報告銀行の対韓国信用供与の推移は、こうした規制の動きの連動が伺われるものとなっている。タイについては、92 年に BIBF を導入（実施は 93 年）し、金融機関経由の対外資金の導入が税制上有利に扱われる仕組みが導入されたことが重要と見られ、BIS 報告銀行のタイへの信用供与は特に 93 年以降急増した。インドネシアについては、金融機関の対外借入れに対する上限規制が 89 年に撤廃された後 BIS 報告銀行からの信用供与は 90 年から増加基調となり、91 年の国有銀行の対外借入れへの規制の再導入によっても抑制されていない。3 カ国を通じて見てとれることは、金融機関の対外借入に対する量的な規制の撤廃（韓国、インドネシア）や優遇措置の導入（タイ）が大きな影響を持ったと見られることである。また量的規制の廃止とともに導入され、あるいは大量の資金流入に直面して行われた為替ポジション規制の強化や対外債務への準備率の適用等は一般的には流入量の抑制に大きな効果を発揮してはならず、こうしたコスト上げを通じる流入量の抑制措置には限界があることも示唆された（荒巻健二「資本取引自由化と国際資本フロー－韓国、タイ、インドネシアのケース－」、『フィナンシャル・レビュー』93 号、2009、pp.121-183）。

(2) アジア通貨危機の深刻な影響を免れた国・経済の資本取引規制（中国、ベトナム、インド、台湾）

為替レート下落率や成長率で見た危機の深刻度は、中国、ベトナム、台湾、インドといった国では限定的であったが、これには危機直前のこれらの国の対外短期債務（外貨準備比）が前記の危機国（100%近い水準から 160%超まで）に比べ低い水準（20～60%弱）にとどまっていたことに現れているように、危機前の期間において短期の銀行信用に代表される不安定な資金の流入が限定的であったことが大きく寄与していると考えられ

る。アジア全体に対する評価の高まりを背景とした資金流入がこれらの経済には限定的にしか生じなかったのは、中国、ベトナム、インドの3カ国について記載した表1にあるように、特に不安定資金の重要な要素である銀行の対外借入（基本的にクロスボーダーの銀行間信用）に対する規制が極めて厳しいものであったことが大きく寄与していると思われる。特にここでは、中国（残高規制プラス登録義務）、ベトナム（許可制）、インド（許可制）の3カ国が、いずれも必要に応じて借入総額に量的な制限を課すことのできる制度を採用していたことに留意を要する（先に記したように、韓国及びインドネシアは量的規制の撤廃後に債務の拡大が生じている）。

表1 比較的危機の影響が小さかった国（中国、ベトナム、インド）における銀行の対外借入規制（1996年時点）

	銀行による対外借入に対する規制 (1996年時点)
中国	銀行による1年超の対外借入は、外資を使用する国家の計画の一部であって、かつ国家外貨管理局（SAFE）の許可を得なくてはならない。銀行による1年以下の対外短期借入は外貨残高規制（foreign exchange balance requirements）に服し、かつSAFEに登録しなくてはならない。
ベトナム	銀行による対外借入は、ベトナム国家銀行（中央銀行）の許可に服する。
インド	銀行による対外借入は、インド政府、大蔵省及び経済省の許可に服する。

また、台湾も危機の影響が比較的小さかったが、台湾は、1987年に経常取引（財・サービスの取引）に係る外国為替取引の完全自由化、対外証券投資など資本輸出に関する資本取引規制の緩和など外国為替管理・資本取引規制の大幅な自由化を行ったが、同時に投機資金の流入を防ぐため対内資本流入については規制を強化している（年間1人5万ドル以上の対内外貨送金は許可制、滞在権のない外国人による新台幣ドルによる銀行口座開設の不許可及び1件5000ドルを超える対内送金の許可制等）。更に同年、中国中央銀行（台湾）（CBC）は投機抑制を図るため銀行による対外借入にシーリングを課す規制を導入した（本シーリングは1997年5月に廃止され、各銀行の設定（CBCが承認）するポジション・リミットによる規制に移行）。こうした慎重な態度は、厳しい国際環境の中

で、貿易黒字を背景とした外貨準備の蓄積と併せ「金融自立」を図ろうとする台湾当局の基本的な政策姿勢の反映であると考えられる。こうした政策のため、偶々90年代半ばにかけて発生した台中間の政治的緊張の影響もあり、90年代前半に台湾はむしろ資本流出が続き、アジアの危機国が経験したような不安定資金の大量流入・大量流出を回避できたと見られる。

(3) 資本取引規制自由化の理想的背景

アジア通貨危機により危機国は深刻な影響を被ることになったが、こうした国々を含め1980年代以降新興国・途上国に資本取引自由化が浸透して行くこととなったのは何故であろうか。資本取引自由化については多くの論者がその理論的なベネフィットを主張している。即ち、資本取引自由化は、資本のグローバルな最適配分を可能とすること等により世界経済の成長を促進すること、金融資産のクロスボーダー取引によりその国に特有の生産変動からその国の消費水準を切り離し安定させることができるようになること等が指摘されている。こうした理論は、アジア危機勃発直前のIMF暫定委員会で資本取引自由化の促進を新たにIMFの目的とするためのIMF協定改正を行うことが国際的に合意される際の論拠とされる等、国際的な議論に大きな影響を与えたと考えられる。しかしながら、これまでの実証研究を一定の範囲でサーベイした結果では、資本取引自由化ないし金融グローバル化と経済成長との間に堅固な因果関係を見出すことは困難であり、資本取引自由化が新興国の消費の安定化をもたらすという証拠も得られていないのが実情である（荒巻健二「グローバル化：ベネフィットとコスト・リスク」（浦田秀次郎・財務総合政策研究所編『グローバル化と日本経済』勁草書房 pp.17-55））。

(4) IMFの推進姿勢

IMF協定は加盟国が資本取引規制を行うことを容認している（IMF協定第6条第3項）。これは固定相場制の下で国内経済政策の一定の自律性を確保するためには国際資本移動を規制することが必要であると考えられたことを背景とする。1970年代前半に主要国が変動相場制に移行した後も、上記の協定の規定の下、資本取引自由化に関するIMFの業務運営上の統一的な指針が作成されることはなかった。しかし、現実にはIMFは、その融資、二国間・多国間のサーベイランス、テクニカル・アシスタンスを通じ新興国・途上国の資本取引規制に関し様々な助言を行ってきたことがIMF理事会document等により確認される。その際の助言内容は多様であり、またIMF融資の正式な条件として資

本取引自由化を要求した例はないとされるが、IMFは基本的には資本取引規制の自由化を促進する姿勢をとっていたといえる。例えば、80年代末から90年代前半に行われた韓国やタイに対するIMF4条コンサルテーションのスタッフ・レポートは明らかに資本取引自由化措置を歓迎し、促す内容となっている。こうしたIMFの姿勢がアジアの危機国の資本取引自由化・資本流入促進措置の採用を助長したか否かについての判断は難しいが、仮に主導権は個別国の政府にあったとしても、IMFが理論的利益に偏した姿勢をとりがちであったこと（資本取引自由化に伴うリスクを十分に重視しなかったこと）は、当局が自由化の前提条件や監督に十分な注意を払わず、リスク管理の不十分なまま規制の自由化や資金流入促進措置をとることとなる一因となったと考えられる。なお、資本取引自由化に対するIMFの姿勢が何に由来するかについて、最近の研究(Jeffrey M. Chwieroth “Capital Ideas” Princeton, 2010)は、1960年代、70年代以降IMFに採用された市場志向の訓練を受けたエコノミストがIMF内で多数を占めるようになったことを重要な背景として挙げている。また、前述の資本取引自由化をIMFの目的（権限）とするIMF協定改正の動きも外部（例えば米国政府）に主導されたものではなく、IMF内部から生じた自律的な動きであったとされる。

(5)米国の姿勢

米国は第2次大戦後は他国による資本取引規制には容認的姿勢を示していたが、1970年代以降次第に変化し、1980年代頃からは米国の利害に重要な影響を有する国（例えば、日本や新興国）をターゲットとして、貿易収支不均衡解消（そのための為替レート調整）等の目的達成を図る上で必要と考えられるときには、強く為替管理・資本取引の自由化を要求する姿勢に変化したとみられる。即ち、米国は、資本取引規制の自由化を支持しつつ、全ての国を対象に全般的な対応を行うのではなく、戦略的に重要な国に対し、米国の利益と考えられる分野をターゲットに個別に自由化を求めていったと考えられる。

1980年代半ば頃からはまず日米貿易収支不均衡を背景に日本の金融市場がそのターゲットとなり、日米円ドル委員会等の場を通じて自由化圧力がかけられたが、新興市場国については、為替操作国指定及び二国間投資協定ないし自由貿易協定を通じて、戦略上重要な国の市場開放が図られ、その中で資本規制の緩和が促進されていった。特に為替操作国指定の枠組みの下では80年代末以降、台湾及び韓国がターゲットとされ、当初は為替レートの増価、その後市場による為替レート決定を妨げている為替管理・資本取引規制の

自由化に焦点を当てた交渉が行われた（台湾については、89年の為替取引における価格（レート）に関する制限が基本的に撤廃されたこと等から同年10月には為替操作国でないとの結論が出された）。この過程で、韓国の銀行による外国銀行からの一定金額までの借入など資本流入規制の緩和も実施に移されている。こうした米国の圧力が前述の韓国中央銀行のインフォーマル規制の撤廃にどのように影響したか確認はできないが、米韓間で80年代末以降行われた二国間金融交渉（ウォン・ドル協議）が自由化政策を後押しする要因の1つとなったことは言えるであろう。なお、台湾は先に述べたように97年に銀行の対外債務残高へのシーリング規制を撤廃しているが、これは、WTOで定められたサービス貿易自由化ガイドライン遵守の観点から行われたものであり、米国等との交渉が背景にあると見られる（台湾のWTO加盟については1998年2月に米台二国間合意が成立し、2002年1月台湾の加盟が正式に発効している）。なお、米国はチリ、シンガポールとの交渉に見られるように、二国間投資協定（BIT）ないし自由貿易協定（FTA）の締結交渉を通じて、相手国の資本取引規制の自由化を強く求める姿勢を示しており、米国が締結したBIT又はFTA（NAFTAを除く）は資本流出の制限を認めていない。

(6)世界金融危機

2007年に顕在化した米国の住宅市場の調整に端を発した金融市場の混乱は、主要投資銀行の1つを破綻させるという米国政府の政策の影響もあって、2008年には世界金融危機に進展し、翌09年には米欧日がともにマイナス成長に陥る等戦後最悪の不況に突入した。この危機に至る過程では、「大いなる安定」と呼ばれた低インフレ下での世界的な高成長の持続の中で、中東欧等欧州の周辺国（これらの国の多くは広範な資本取引自由化を実施済み）にも大量の資本が流入していたが、危機の深刻化とともにこれらの国は大きな資本引き揚げ圧力に曝され、これを放置する場合は全面的な地域金融危機に進展する可能性があった。欧州復興開発銀行（EBRD）は融資を行っていた欧州の主要金融機関を関与させた協調行動を主導しこれらの諸国からの資金流出の抑制に成功した。他方、アイスランドは広範な資本流出規制の導入に追い込まれた。この出来事は、国際資本フローの不安定性を背景とする資本流出のリスクからはアジア等の新興国のみならず欧州周辺国のようなある程度経済の発展した開放的な小国も無縁ではないこと、大量の資本流入が生じた場合にはマクロ政策の調整とIMFの金融支援と言った伝統的な対応のみでは対処が困難となりうることが示され、改

めて資本取引規制のあり方（及び民間部門の関与（これはいわばボランティアな資本流出規制と言える）の確保策）が重要なトピックであることが確認されることとなった。

(7)各国による資本流入抑制策の採用

この20年間に新興国への大量資本流入は2度生じている。1度目は90年代始めに始まりアジア危機により終了した。2度目は2003年に開始し、08年の危機深刻化とともに衰えたが09年半ば頃以降証券投資に主導される形で再度活発な資本流入が生じている。こうした資本流入に直面した新興国は、国内景気の過熱、資産インフレ、資本流出リスク等を考慮し、流入を抑制するためマクロ政策とともに様々な措置を講じている。こうした措置は、金融取引税の強化（ブラジル）、対外借入等に対する中央銀行無利子預託義務の導入（タイ（その後廃止））、外貨預金の準備率引き上げ（インドネシア）、銀行の外貨資産負債のマチュリティ・ミスマッチ抑制の強化（韓国）、中銀証券の最低保有期間の導入（インドネシア）など広範かつ多岐にわたっている。特に世界金融危機後においては、先進国の金融緩和の継続による流動性の拡大を背景とした資金流入の増大に対する新興国での懸念が高まっており、マクロ政策の発動のみによっては対応に限界があるという見方が次第に共有されるようになってきている。

(8)IMFの政策転換

IMFは、前述のように、アジア通貨危機以降、資本取引自由化のsequencing（順序付け）、即ち、前提条件を整備し適切なリスク管理を行いつつ自由化を進めることの重要性を強調するようになっていたが、上記のような大量の資本流入の問題に直面した加盟国からの要請を背景として、2010年2月、資本流入に対処する上で、一定の条件の下で資本取引規制の役割を認めるIMF Staff Position Noteを公表した（Jonathan D. Ostry et al. "Capital Inflows: The Role of Controls" IMF Staff Position Note, February 19, 2010 SPN/10/04）。Staff Position Noteは著者の見解を示し、IMFないしIMF理事会の見解を示すものではないとの位置付けであるが、その後公表されたIMFのレポート（例えば、"Global Financial Stability Report" Chapter 4, April 2010）にはほぼ同様の考えが示されており、IMF部内の考えを反映するものであると見られる。このNoteによると、大量の資本流入に直面した新興国は、経済がpotential近くにあり（即ち金利引下げが不適當）、為替レートが過少評価されておらず、外貨準備が十分で（介入による対応は適當でない）、かつ流入が一時的である等の条件が満たされるときは、健全性規制・マク

ロ経済政策に加え、資本取引規制の使用が正当化されうるとする。IMFはその後更にこうしたアプローチを深化させているが、その後のペーパーでは、金融面の安定性に懸念があるときは特定の資本フローの禁止を含めた行政的な措置が適當となることもありうること、そうした措置をより持続的な流入に適用することもありうることも指摘している（IMF Staff Discussion Note April 5, 2011, SDN/11/06）。

(9)研究成果の対外発信

こうした状況の下、研究期間中には、研究成果の対外発信に務めた。2010年に行った米国調査の際には、上記IMF Position Noteの筆頭authorと面談し、(1)に掲げた研究結果を手交し資本フローの不安定性への対処の必要性を説明した。また2010年11月にソウルで開催されたG20サミット会合に向けFinancial Safety Netについて検討するため設立されたG20のExpert Groupに対し、部外のacademic（各国2名指名）の1人として、アジア危機の経験を踏まえ、資本フローの不安定性に対応するためには、資本流入抑制策の検討、危機時の民間部門の関与の確保（信用残高の維持）及び危機時の流動性供給策の3つがともに必要であることを指摘した（Aramaki, Kenji "Implications of the capital flow-driven crises for the international financial architecture -Country experiences in the Asian crisis" March 27, 2010, A note submitted to G20 Expert Group-Financial Safety Nets）。

更に2010年夏においては、韓国の政府機関であるKLRI（Korean Legislative Research Institute）から招聘を受け、当該機関が開催した国際コンフェレンス"G20 and the Global Legislative Strategy" KLRI 20th Anniversary International Conferenceにおいて、これまでの研究成果を踏まえ"Volatility of International Capital Flows and Challenges for Emerging Market Economies"について報告を行った。ここにおいて強調したことは、次の諸点である。①自由な資本フローの理論的ベネフィットの堅固な証拠は得られていないが、資本フローの不安定性が現実に各国経済に深刻な影響を与える例がみられる、②資本フローの不安定性は資本類型毎に異なり、短期の債務性の資金の大量流入は最もリスクが高く、慎重な管理が必要である、③アジア危機直前の経験等から見ると、準備率やポジション・リミット等の市場ベースの間接的な措置が、流入額を実効的に抑制したとは見られない、④これに対し、流入を量的に制限しうる規制体系（対外借入の許可制等）を有する国（中国、ベトナム、インド）は不安定な資金の大量流入を

回避している、⑤新興国及び途上国、更に開放的な先進小国は、現行の規制体系を包括的に見直し、過大な資本流入のもたらすリスクを制御するためにマクロ政策、ブルーデンシヤル規制に加え、どのような為替管理・資本取引・金融機関規制等を講ずるべきか検討すべきである(Aramaki, Kenji “Volatility of International Capital Flows and Challenges for Emerging Market Economies” July 1, 2010, Proceedings of “G20 and the Global Legislative Strategy” KLRI 20th Anniversary International Conference, pp83-118)

こうした考えは、先に述べたように、徐々に共通の認識となりつつあるといえ、G20 ソウル・サミットにおいて公表されたソウル・サミット文書には新興国の直面する資本移動の過度な変動のリスクへの対応に「注意深く設計されたマクロ健全性措置」を含めうることが盛り込まれており、マクロ健全性措置という限定付きであるが、資本流入抑制措置が国際的な認知を得つつあると言える (G20 Seoul Summit “The Seoul Summit Document” para 6)。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 2 件)

- ① 荒巻健二、米国の金融危機 - 信用バブルの崩壊と金融セクターの使命 - 、ACADEMIA、116 巻、2009、pp.21-30
- ② 荒巻健二、資本取引自由化と国際資本フロー - 韓国、タイ、インドネシアのケース - 、フィナンシャル・レビュー、査読有、93 号、2009、pp.121-183

[学会発表] (計 3 件)

- ① Aramaki, Kenji, “Volatility of International Capital Flows and Challenges for Emerging Market Economies” (July 1st, 2010, “G20 and the Global Legislative Strategy”, KLRI 20th Anniversary International Conference, Seoul, Korea) (Proceedings of “G20 and the Global Legislative Strategy” July 1, 2010, KLRI 20th Anniversary International Conference, pp83-118)
- ② Aramaki, Kenji, “Global Financial Crisis - Japan’s Experiences in the 1990s and Challenges for the Global Regulatory Reform” (August 18, 2009, 48th Annual Session of the Asian-African Legal Consultative Organization, Putrajaya, Malaysia)

- ③ 荒巻健二、「グローバル・インバランス、信用バブル、危機後の世界」(2009 年 9 月 8 日、日台フォーラム、東京 (亞太和平研究基金會・世界平和研究所編著「臺日關係與今後的東亞 台日論壇 2009 年東京會議論文集」 pp55-73 (中国語訳 pp39-54))

[図書] (計 2 件)

- ① 荒巻健二、「グローバル・インバランスと世界金融危機」(渋谷博史編『アメリカ・モデルの企業と金融』昭和堂、2011、pp. 134-180
- ② 荒巻健二、「グローバルリゼーション：ベネフィットとコスト・リスク」(浦田秀次郎・財務総合政策研究所編『グローバル化と日本経済』勁草書房、2009、pp.17-55

[その他]

- ① Aramaki, Kenji, “Implication of the capital flow-driven crises for the international financial architecture-Country experiences in the Asian Crisis” March 28, 2010, A note submitted to G20 Expert Group-Financial Safety Nets in response to a request from its secretariat)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

荒巻 健二 (ARAMAKI KENJI)

東京大学・大学院総合文化研究科・教授
研究者番号：90295056

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：