

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 5 月 15 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2011～2014

課題番号：23530359

研究課題名(和文) 国際金融危機対応としてのPSI(民間セクター関与)と資本流出規制

研究課題名(英文) PSI and capital outflow restrictions as unconventional tools for the resolution of international financial crises

研究代表者

荒巻 健二(Aramaki, Kenji)

東京大学・総合文化研究科・教授

研究者番号：90295056

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,800,000円

研究成果の概要(和文)：資本フローの急激な逆転による国際金融危機に対し非伝統的な措置(PSI(民間セクター関与(典型的には融資残高維持)及び資本流出規制)がとられた5つの事例(PSI事例4(韓国、ブラジル、トルコ、中東欧(ウィエナ・イニシャティブ)、資本流出規制事例1(アイスランド))の調査・分析により、これらの措置が効果的に実施される場合には、資本流出の抑制ないし為替レートの安定化に大きく寄与し、実体経済への悪影響の抑制に貢献しうること等の示唆が得られた。同時に今後資本の自由な移動を定める先進諸国の経済枠組みと特に開放的な先進小国によるリスク制御の措置との調整が重要な課題となることが示唆された。

研究成果の概要(英文)：The analysis of five cases involving unconventional measures (i.e., the Private Sector Involvement (PSI) (typically, the maintenance of credit exposures to crisis countries) and capital outflow restrictions) to cope with international financial crises triggered by an abrupt capital flow reversal (cases composed of four PSI cases in Korea, Brazil, Turkey and the Central and Eastern European countries ("Vienna Initiative")) and one capital outflow restriction case in Iceland) have given implications such that these unconventional measures, if implemented effectively, can contribute to reducing capital outflows and stabilizing currency, and thereby help mitigate negative effects of the crisis on the real economy. It is also suggested that it will be an important task to reconcile the economic framework for the advanced economies which embraces the principle of free flow of capital and the risk control measures that may be adopted, particularly by small open advanced economies.

研究分野：国際金融

キーワード：PSI 民間セクター関与 資本流出規制 国際金融危機

1. 研究開始当初の背景

現在、国際社会は、資本フローの急激な逆転による国際金融危機（資本収支危機）に対する実効的な解決手段を有していない。危機国による経済調整と国際金融支援の組合せにより市場の confidence を回復し、資本フローの安定化を図るといった現在のアプローチは、市場の confidence という不確実なものを政策のターゲットとする点で大きな不安定性を内包し、confidence が回復しない場合には、危機の深刻化、他国への伝染 (contagion) が大きな問題となる。資本フローの不安定性が危機の根源にあるとすれば、資本フローに直接的にアドレスしない限り、実効的な危機解決は困難であり、資本収支危機解決のため、民間セクター関与 (Private Sector Involvement: 以下、PSI) (典型的には融資残高の維持) 又は資本流出規制といった非伝統的な措置が観察されるようになったのは当然と言える。1990年代後半以降を見るとそうした政策的な試みは数少ないものであったが、2008-09年の世界金融危機への対応として新たにいくつかの非伝統的な危機解決策が欧州において採用されることとなり、こうした措置が危機解決にどのような役割を果たしたのか、今後の実効的な危機対応のあり方にどのような示唆を与えるか等は重要な検討課題となった。

2. 研究の目的

本研究は、こうした現状を踏まえ、近年の国際金融危機に際し試みられた主要な非伝統的な政策措置の事例について調査し、これらの措置がどのようなプロセスを経て発動され、危機解決にどのような役割を果たしたか、将来に向けどのような示唆を与えるか等を明らかにすることを目的とした (Bond のリストラ及びそれに関連した Bond への支払い停止は、今回の研究の対象ではない)。

3. 研究の方法

調査対象は、個別国に係る PSI として韓国 (1997-98年)、ブラジル (1998-99年)、トルコ (2000-02年) の3事例、複数の国をカバーする PSI として中東欧 (Vienna Initiative: 以下、VI) (2008-09年) の1事例、資本規制については近時の事例であるアイスランド (2008年-) の1事例、合計5つの事例とした。調査手法は、個別国 PSI については、IMF Board paper など IMF Archives の資料による調査を主体とし、VI 及びアイスランドについては、関係機関の公開資料とインタビューによる調査を主体とした。

4. 研究成果

調査対象とした非伝統的な措置の5つの事例 (下表) における、かかる措置の発動の背景とプロセス、観察された効果は次の通りである。

調査対象事例 (5例) の概要

韓国 (1997-98年)	ブラジル (1998-99年)	トルコ (2000-02年)	中東欧 (ヴェイナ・イニシアティブ VI) (2008-09年)	アイスランド (2008年-)
米国に主導された先進国政府の説得による rollover 合意	ブラジル政府の要請を受けた銀行による自発的 rollover 合意	トルコ政府の要請を受けた銀行による自発的 rollover 合意	銀行の進出先国の長期コミットメントを背景とした国際機関 (EBRD、IMF) 主導による rollover 合意	アイスランド中銀のガイドライン (後に公式の外為規則) による資本流出規制

(1) 韓国ケース (米国主導の国際協調 rollover)

97-98年に行われた韓国への外国銀行融資の rollover 及び償還期間長期化の試みは、PSI のリーディングケースである。97年12月初めのクォータの20倍近い巨額の IMF 融資決定にも関わらず、市場の confidence は回復せず債務不履行懸念が高まる中、97年12月下旬、米国に主導されたと見られる国際的な協調の下、債権者銀行の母国の監督当局による銀行への強い説得作業が行われた。その結果、銀行が有する短期債権について12月~1月にかけて一時的な rollover、更に3月にはより長い債権への転換が実現した。この結果、為替レート安定に劇的な効果があり、韓国は債務不履行を免れ、早期の回復に向かうこととなった。

(2) ブラジル及びトルコケース (危機国単独の自発的 rollover)

(a) ブラジルについては、98年夏のロシア危機を受け激しい資本流出が発生し、11月半ばには IMF 等の国際機関および先進国からの大規模金融支援が決定された。ブラジル政府はその直後に自発的 rollover の働きかけを開始し、翌99年3月にはブラジルへのエクスポージャーの80%超を代表する銀行から99年2月末時点の残高を今後6か月維持するとの自発的な公開書面 (個別銀行名入り) でのコミットを受領した。その後の残高維持は概ね良好で (1月、2月は相当に資本流出)、ブラジル政府は、99年8月末の合意期切れに際し更新を要請せず、市場との関係正常化を図った。

(b) トルコについては、2000年11月及び2月に金融危機が発生し、既に99年に締結していた IMF 融資の増額を、2000年12月及び2001年5月の2度にわたり行ったが、トルコ政府は2000年12月前半に rollover 働き

かけを開始、2000年12月及び2001年6月に銀行より残高の維持ないし回復の自発的な合意を得た。しかしながら、2001年に満期を迎えた元本額の rollover 率は50%と不満足な結果に終わり、合意の期限切れとともにトルコ政府はその更新を断念した。IMF 理事会では、自発的なアプローチが機能しない場合の選択肢について多くの理事と IMF 事務局との間に強い意見の対立があり、更に自発的 rollover が不調となった段階で、先進国政府のより強い関与を求めるトルコ政府と IMF の考えに先進国政府は強く反発している。

両ケースともに、IMF 融資ないしその増額承認後、固定相場制から変動相場制への移行を余儀なくされており、為替レート安定化効果は明瞭でない。資本フローについては、ブラジルでは大きな流出は rollover の合意前に既に進行し、トルコでは rollover 合意後に発生（それまでは流入）しており、単純な比較は困難である。

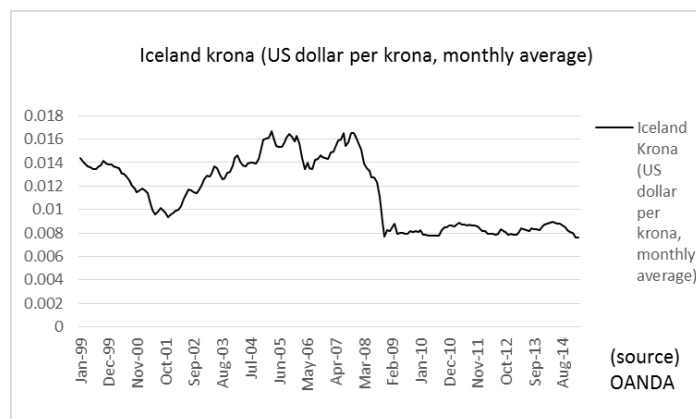
(3) 複数国 PSI (EBRD 主導の VI)

VI は、国際機関 (EBRD 等) が主導し、銀行の rollover コミットが IMF 融資の前提となる融資要請国の政策パッケージに盛り込まれたほぼ初めての事例である。2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻後、新興欧州諸国から資本が流出する中、EBRD 等の国際機関が中心となり、銀行の母国及び進出先国政府を巻き込んだ協調的行動が形成され、その中で銀行は残高の維持に公に合意し、それは借入国の政策パッケージに盛り込まれた。その結果、VI 対象5か国の銀行への BIS 報告銀行の融資・預金残高の危機時における減少は他の新興欧州諸国に比べて緩やかであり、VI は資本流出の抑制に寄与したと評価されている。

(4) アイスランドケース (開放的先進小国の資本流出規制)

このケースは、開放的な先進小国が危機対応として包括的な資本流出規制を活用した事例である。リーマン・ブラザーズの破綻後の金融市場の不安定化の中で、アイスランドの銀行は資金調達に困難となり、2008年10月初旬には同国の銀行システムの85%を占める3大銀行は相次いで破綻し、ほぼ同時期にクローナの外国為替市場は機能を停止した。これを受け、中銀は必需品の輸入を確保するため、為替・資本取引を包括的に規制し外貨要請間に優先カテゴリーを設けるインフォーマルなガイドラインを銀行に対して発出した。この規制は11月半ばの IMF 融資要請に当たって維持され、11月下旬には經常取引については自由化されたものの、外貨引渡し義務を含む為替・資本取引規制としてフォーマルな規制化され、現在も流出規制は持続している。為替・資本取引規制によりクローナは、2008年10月、11月と大幅な減価の

後横ばいとなり安定した。BIS 報告銀行によるアイスランドの銀行向け融資・預金債権も、2008年第二四半期のピーク後に急減したが、2009年に入ってから横ばいとなり、為替・資本取引規制が実効性を有したことが示されている。



事例の少なさから一般的な教訓を引出すのは慎重でなければならないが、次のような示唆を引出しうる。

- (1) 非伝統的政策 (PSI、資本流出規制) は、為替レートの安定化、資本流出の抑制に実効性をもちうる
- (2) PSI (個別及び複数国対象) については、国際的な協調行動の有無が重要な要素であり、更に債権者銀行の母国の監督当局の関与、説得の態様、コミットの公開性・個別性等が民間セクターの実効性ある参加に影響するとみられる
- (3) これに対し、働きかけが債務国単独で自発的な協力要請という形で行われる場合、その効果は不確実であり、当初の自発的なアプローチが不調と判明した段階でより強制性を強めた他のアプローチに移行することは現実的には困難である
- (4) 資本流出規制については、為替レートの安定化、資本流出の抑制については高い実効性を有した。その一方で規制の撤廃に相当な時間を要していく可能性があることに注意を要する。
- (5) 国際社会は非伝統的政策 (PSI、資本流出規制) を実効性のある危機対応の tool として更に検討すべきである。これは OECD、EU、EEA 等先進国の経済枠組みが定める資本移動の自由の原則と、危機への対応 (あるいは予防) 措置をどう調整するかという問題でもあり、今後の検討が待たれる。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計1件)

荒巻健二「欧州債務危機」東京大学大学院総合文化研究科国際社会科学専攻紀要『国際社会科学2011』第61輯 2012(査読無)

〔学会発表〕(計4件)

Aramaki, Kenji “Capital Account Liberalization and control of its risk (tentative)” 2015年8月24日~25日 Workshop to be hosted by Boston University and the People’s Bank of China, Beijing, China (招待講演)

Aramaki, Kenji “Quest for Unconventional Tools for the Effective Management and Resolution of International Financial Crises” 2015年6月10日 Seminar at the Department of Economics, School of Oriental and African Studies, University of London, London, UK

Aramaki, Kenji “Capital account liberalization: Japan’s experience and its implications to China” 2014年2月13日 Workshop “Capital Account Liberalization in China: Learning Lessons” hosted by Boston University, Columbia University and Chinese Academy of Social Sciences at Boston University, Boston, US (招待講演)

Aramaki, Kenji “Risk of financial globalization: from the Asian crisis to the European Debt Crisis” 2012年3月5日 Seminar at the Department of Economics, School of Oriental and African Studies, University of London, London, UK、

〔図書〕(計2件)

Aramaki, Kenji “Capital Account Liberalization: Japan’s Experience and Implications for China” in Kevin P. Gallagher *Capital Account Liberalization in China: The Need for a Balanced Approach* Boston University 2014 pp33-46

荒巻健二「中国の資本取引自由化 - 1980年代以降の緩和プロセスとその特徴 - 」(小川英治責任編集『中国資本市場の現状と課題』2013年 資本市場研究会 pp91-134)

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：