

## 資本勘定の自由化と順序問題

伊豆 久

アジア金融危機以降、国際金融システムのあり方、とりわけ発展途上国における対外資本取引の自由化の是非が改めて焦点となっている。IMFは、本誌三月号で紹介したように、協定を改正して（経常勘定に加えて）資本勘定の自由化も加盟国の一般的義務としようとしているが、その一方で、最近、IMF（エコノミスト）の資本自由化論にも微妙な変化が生じているように思われる。自由化のメリットを強調するスピーチ等でも「自由化」の前には必ずと言ってよいほど「秩序ある」という形容詞が付されるようになった。論点は多様であるが、その一つは、自由化をめぐる順序（sequencing）の重要性の強調、再確認である。背景に性急な自由化への反省があるのとは言うまでもないが、そこにはどのような意味があるのだろうか。後掲参考文献からいくつかの論点を紹介することとする。

### 1 資本自由化のメリットとへ情報の非対称性へ

議論の出発点に立ち返ってみよう。そもそも、資本の自由化を推進すべき理由はどこにあるのだろうか。IMFを支配している主流派経済学（新古典派）の回答は単純明快である。海外市場から資金調達できれば、当該国は国内の貯蓄以上の資金を設備投資に回すことができる。所得や企業収益の低迷する景気後退期には、海外からの資金を使うことで消費や設備投資の減少を抑えることが可能となる。景気上昇期にはその反対のメカニズム

が働き、つまり、景気循環が平準化される。資金供給の側から見ると、ポルトフォリオの国際分散を進めること  
によって、リスク調整後のリターンを引き上げることが可能となる。要するに、資本勘定の自由化は分断されて  
いた市場を統合することで、資金不足主体にはより低いコストでの資金調達を、余剰主体にはより高いリターン  
での資金運用を可能にする、すなわち資源配分の最適化をもたらすというわけである。その一方で、資本移動の  
自由化は、裁量的な金融政策を難しくするなどの弊害をとまなう。例えば、好景気の下で大量の外資流入が発生  
した場合、インフレを抑制するために金利を引上げつつ同時に輸出競争力を維持するため固定為替レートを守る  
といったことは難しくなる。しかし、主流派経済学に言わせれば、こうした「弊害」の原因は資本の自由化にあ  
るのではなく、資源の最適配分に逆行して輸出産業を守ろうとする裁量的な政策にこそあるのであって、さら  
に、そうした政策の背後には輸出産業と政策当局との癒着も窺われる、ということになる。論者によっては、自  
由化のメリットは経済的のみならず政治的な領域にも及ぶと考えられているのである。

しかしながら、こうした単純な自由化論は、現在では「古典的な」、いささか時代遅れの理解と見なされてい  
る。資本自由化が資源配分の最適化をもたらすどころか、バブルや金融危機を発生・増幅させるケースがあるこ  
とは、今では誰も否定できない事実だからである。そこで、主流派経済学は市場メカニズムの原則的正統性を維  
持したまま金融市場における歪みを説明すべく、金融市場は市場メカニズムの前提条件を欠く場合が多いと指摘  
するようになった。その代表的議論が「情報の非対称性」論である。物理的な財貨を売買するのではない特殊  
な市場である金融市場においては、取引対象に関する情報が決定的な重要性をもち、にもかかわらず、取引当事  
者間においてその情報が質・量ともに不平等なことが多い。その結果、各経済主体が経済合理性に則った行動を  
しても、 $\wedge$ 逆選択 $\vee$ 、 $\wedge$ モラルハザード $\vee$ 、 $\wedge$ 群集行動 (herding behavior) $\vee$  などとして知られる $\wedge$ 市場の失敗 $\vee$

が発生しやすいのである。

したがって、主流派経済学にとっての問題は、こうした弊害を抑制しつつ自由化のメリットを享受するために  
はどうすればよいか、ということになる。 $\wedge$ 情報の非対称性 $\vee$ を解消するため、あるいは非対称性による弊害を  
埋めるためにはどのような国内金融改革が必要で、それと資本勘定の自由化はどのような関連と $\wedge$ 順序  
(sequencing) $\vee$ で進められるべきか。東アジアやロシアが深刻な経済危機に陥る一方で、資本勘定の開放に慎重  
なチリや中国が、比較的安定した経済パフォーマンスをあげているという背景のもと、以前から存在したこうし  
た議論が改めて注目されているのである。

## 2 前提条件としての国内金融改革

資本勘定の自由化を進めるための前提条件として上げられるのは、まず国内マクロ経済の安定であり、次に国  
内金融の改革である。本稿では後者を取りあげることとしよう。前提条件としての国内金融改革の内容は、一言  
で言えばリスク管理体制の整備である。 $\wedge$ 情報の非対称性 $\vee$ の軽減と、それによる最終ユーザー間のスムーズな  
リスク転換は、金融仲介機関が適切な $\wedge$ 情報生産機能 $\vee$ を果たすことよって可能となるのであるが、そのた  
めには、金融機関自身が自らの負担しているリスクを適切に管理することが不可欠となるからである。

リスク管理体制の整備は、個別金融機関レベルにおける管理体制と当局レベルでの監督体制の整備から成る。  
資本勘定の自由化とは、個別の民間経済主体が直接、海外市場と金融取引を行うようになることであるから、為  
替リスク、流動性リスク、カントリーリスク等を自ら管理する能力が必要となる。そして金融当局も、対外取引  
を事前に管理することが困難となる以上、事前的規制は情報開示規制、自己資本規制、ポジション規制等にとど

めるほかなく、あとは事後的なセーフティネットの拡充、金融機関のリスク管理体制の監督、不正取引の排除等  
で対応するのが原則となる。それは、これまで金融当局が独占的に管理していた海外との資本取引とそれにと  
なうリスクを、個別金融機関自身に管理させることである。しかし、こうしたリスク管理体制の転換を進めるた  
めには、まず国内の金融取引の規制緩和が進められねばならない。当局が取引を事前に管理し、したがってリス  
クも負担している状況下で、個別金融機関にリスク管理体制を整備せよといっても実効的でないからである。そ  
こで、対外金融取引自由化の基盤を整備するという観点からも、国内金融市場の自由化が必要となる。具体的  
は、信用割当の廃止、金利の自由化、銀行業への参入解禁、国営銀行の民営化、民間銀行経営の自律性確保など  
である。こうした自由化とセットとなることによつて、金融機関レベルのリスク管理体制の整備、当局における  
事前的規制から事後的規制への転換が実際に進むことになるというわけである。

こうした転換が、資本勘定自由化の前提条件として必要なのではないか、そのA順序Vを軽視した拙速とも言  
える自由化が発展途上国や東欧諸国における金融危機の一つの原因ではないのか、との見方が増えているのであ  
る。具体的には、リスク管理体制整備の進捗状況に合わせて、取引にもなうA情報の非対称性Vの程度の小さ  
いものから大きいものへ、すなわち、直接投資からポートフォリオ投資へ、長期投資から短期投資へというA順  
序Vで、自由化を進めるべきとの主張である。

### 3 漸進主義とビッグバン方式

しかしながら、一見、当然のことのように見えるこうした考え方も、全面的な支持を得られているわけではな  
い。これまでIMFは、各国にビッグバン型(包括的短期決戦型)の金融改革を推し進め、A順序Vを重視した

漸進主義に消極的であった。その理由の一つは、自由化の度合いがバラバラとなると、そのズレが逆に金融の不  
安定化をもたらしかねないからである。例えば、金利の自由化と資本勘定の自由化が実施されたものの、リスク  
管理体制の転換は進んでいない場合を考えてみよう。金利自由化によつて利鞘の縮小した銀行は、海外から資金  
を調達してハイリスク・ハイリターン運用に乗り出す(gambling for redemption)可能性が高い。資金を供給し  
ている海外の金融機関も銀行自身も、いざとなればこれまで通り金融当局が銀行を救済してくれるだろうと判断  
しているため(暗黙の保証)、デリスクロージャヤーが十分でないままリスク管理がないがしろにされてしまうか  
らである(モラルハザード)。これは、自由化の過程で多くの国が陥ったバブルの典型的ケースである。しかし、  
これをどう判断するかで議論は別れる。漸進主義は、拙速な自由化が銀行をハイリスク運用に走らせたとするが、  
反対に、リスク管理体制の転換を含んだ「本当の」意味での国内金融市場の自由化が不徹底だったからこそ、モ  
ラルハザードや既得権益に縛られた歪みが発生した、という見方も可能なのである。

IMFがビッグバン方式をとってきたもう一つの理由は、海外市場との競争という外圧なしには、国内の金融  
自由化を進めることが困難だとの判断である。実際に企業が海外の低利資金を調達するようになってはじめて国  
内の金利自由化、それにとりなうリスク管理が進展するとされる。また、国内の既存の金融制度と利害関係をも  
つ旧守派の影響力が強い状況では、各国が独力で制度改革を進められないからこそ、IMFが資本勘定の自由化  
を含めた構造調整計画を作成し、強制してきたのである。つまり、単純化すれば、漸進主義は国内の環境整備の  
後でなければ資本勘定自由化は金融危機を引き起こす可能性が高いと主張するのに対して、ビッグバン・アプロ  
ーチでは、国内金融改革は資本勘定の自由化と一体化することではか達成できないとされるのである。

#### 4 貿易の自由化と資本取引の自由化

資本自由化の「A順序」を考へる際のもう一つの大きな論点は貿易の自由化との関係である。貿易の自由化と資本取引の自由化はどのような「A順序」で進められるべきだろうか。

先進国と比べて相対的に資本が少なく労働が豊富な国（多くの発展途上国がこの状況にある）を想定してみよう。この国は、資源の最適配分（比較優位）の観点からは、労働集約産業（例えば軽工業）に特化し、資本集約型の商品（例えば自動車）は輸入に依存することが望ましいとされる。しかし、この国が資本集約産業を保護育成するため資本集約財の輸入を制限したと仮定しよう。そうなる内市場を独占できる資本集約産業の利益は増加し、資本に対する報酬（金利）が上昇することになる。相対的に労働に対する報酬（賃金）が低下する。こうした状況下で、この国が対外資本取引を自由化したとしよう。当然、高金利を目指して資本流入が増加する。このことは、この国の労働集約的産業と、（資本が流出した）先進国における資本集約産業の縮小を意味し、新古典派経済学という資源の最適配分に反する結果をもたらす。すなわち、貿易が自由化される前に資本取引を自由化すると、そもそもの自由化の目的と正反対の結果が生じる場合があり、資本取引の自由化は貿易の自由化完了以降になされるべき、との主張が成り立つのである。

そして、貿易の自由化などの条件が整うまでの間は、むしろ資本移動規制を実施することが望ましいことになる。一定の歪みが存在する以上、その上に無理に自由化を重ねるよりももう一つの「歪み（規制）」を重ねるほうがむしろメリットが大きいのという考え方である（資本移動規制の「Aセカンドベスト論」）。例えばチリで採られてきた資本移動規制が最近注目を集めているのも、長期的に国内金融政策の自律性を確保することはできないとしても、国内の金融改革や経済環境が整うまでの時間を稼ぐ手段として見れば一定の有効性が認められるので

はないか、との関心によるところが大きい。

もちろん、こうした議論にも反論がなされている。貿易自由化に先立つ資本の自由化が歪みをもたらすのは、資本の自由化が早いからではなく貿易の自由化が遅いためだと言えるからである。貿易の自由化をいち早く、あるいは資本の自由化と同時に実施すれば、確かにこうした問題は発生しない。しかし、資源配分の効率化を既存の比較優位のもとでの資源配分に厳しく限定してしまうことは、あまりに非現実的であろう。いつの時代のどの国、どの企業をとってみても、より付加価値の高い産業、所得弾力性の高い商品を我がものとすべく切磋琢磨してきたのであって、そうした自らの比較優位構造を革新しようという競争こそが経済成長の原動力となってきたからである。いずれにせよ、「A理論」 $\vee$ と「A現実」 $\vee$ のギャップを意識するところから「A順序」 $\vee$ への関心が高まっているものと思われる。しかしそれは、必然的に、新古典派が苦手としてきた「A時間」 $\vee$ という概念を浮上させることになる。その時には、自由化の根拠とされる資源の最適配分という基本概念の再検討も必要となるのかもしれない。

(1)

「A逆選択」 $\vee$ は、借り手の返済可能性について、借り手自身はよく知っているのに、貸し手は不十分にしか知りえないために発生する。個別の借り手の信用リスクを判定できない貸し手は、平均的な金利で融資を行おうとするが、そうなる、優良な借り手にとっては実態よりも高い資金コストを負担せざるをえず、信用リスクの高い借り手にとっては低いコストで資金を調達できることになる。

「Aモラルハザード」 $\vee$ は、例えば、資金の貸借終了後に、借り手が態度を変え、よりリスクの高いビジネスに資金を投入する場合に発生する。借り手の資金コストはすでに確定しているためリターンを引き上げをもくろむからである。

「A情報の非対称性」 $\vee$ による場合ではないが、政府等の保証の提供による過度のリスクテイキングもよく知られた「Aモ

ラルハザード」のケースである。

「群集行動」は、自分は情報上劣位にあると考える取引参加者が情報上優位にあると思われる参加者の行動を模倣することによって発生する。銀行預金の取付行動や、自分の能力を正確に知られたいと考えるファンドマネージャーが他のファンドマネージャーに追随するケースなどである。その結果、市場価格のボラティリティが高まることになる。

このように「情報の非対称性」が存在する場合、それぞれの取引主体は合理的に行動しているにもかかわらず、資金配分の最適化をみたさず、市場が不安定になることがある。

#### 参考文献

- Cooper, R.N., "Should Capital-Account Convertibility be a World Objective?", in Stanley Fischer et al., *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance, no.207, Princeton, August 1998.
- Doolley, M.P., "A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions", *IMF Staff Papers*, vol.43, no.4, Dec.1996.
- Eichengreen, B. et al., *Capital Account Liberalization - Theoretical and Practical Aspects -*, IMF Occasional Paper 172, 1998.
- Johnston, B., et al., *Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand*, IMF Working Paper, Nov.1997.
- Johnston, B., *Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial Sector Reforms*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, July 1998.
- Williamson, J. and M. Mahar, *A Survey of Financial Liberalization*, Essays in International Finance, no.211, Princeton, Nov.1998.