

S・フィッシャー他著，岩本武和監訳

『IMF資本自由化論争』

(岩波書店 1999年9月)

入 江 恭 平

I

本書は国際金融に関して定評のあるプリンス
トン大学の学術誌 *Essays in International
Finance* 207号 (1998年5月) において、Should
The IMF pursue Capital Account convertibility
?という論題の下に採録された論文集全訳に
監訳者の解説および用語解説を付けたものであ
る。

国際的な資本勘定取引は経常勘定取引に比較
しても絶対額でも増大しつづけ不可逆的な傾向
を示している。一方で1990年代には、1992・93
年のEMS通貨危機、1994年のメキシコ通貨危
機、1997年のタイの通貨危機を契機とした韓国、
インドネシア等アジア諸国への通貨・金融（銀
行）危機の伝染 (Contagion)、さらに1998年
にはロシア、ブラジルなど周辺国の金融市場危機
の連鎖が中心国アメリカのヘッジ・ファンド
LTCMの破綻をもたらすなど、国際資本移動を
めぐる様々な問題が噴出した。

しかし本書が対象にしているにしているのは、
一般的な国際資本移動問題ではない。まずこの
点を、本書の表題（原題は、「IMFは資本勘定
に関する交換性を追求すべきか？」）に即して敷

衍しておこう。

ブレトン・ウッズ体制の申し子であるIMFの
原協定での目的は「加盟国間の経常取引に関す
る多角的支払制度の樹立と世界貿易の増大を妨
げる外国為替制限の除去とを援助すること」（第
1条 (iv)）であり、これに対応して加盟国の一
般的義務としては「基金の承認なしに経常的国
際取引のための支払及び資金移動に制限を課し
てはならない」（第8条第2項 (a)）ことが規定
されていた。一方、資本移動に関しては加盟国
が「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」（第6条第3項）ことが規定さ
れ、また「資本移動のための基金の資金の利用」
（第6条第1項）を禁じていた。基金の資金の
加盟国による利用は「国内的または国際的の繁
栄を破壊するような措置に訴えることなしに国
際収支の失調を是正する機会を与え」「加盟国
の国際収支の不均衡の持続期間を短縮し、且つ、
その程度を軽減すること」（第1条 (v) (vi)）
に限定しているとみてよい。

しかし、1971年8月のアメリカによる金・ド
ル交換の停止、および1973年からの主要先進国
間での変動相場制への事実上の移行は、IMF協
定の目的でもあり且つ、経常収支不均衡のため
の引出し権行使の前提＝固定相場制を失わせる

ことになる。ブレトン・ウッズ体制の崩壊であり、IMFも一時、「何の役割もなく忘却の淵に追いやられた」が「容易に世界の舞台から降りようとせず」（スーザン・ストレンジ）変身を遂げるのである。やや図式的にいえば先進国間国際収支不均衡の調整機関から途上国の成長・開発金融の融資機関へのIMFの変身である。

一方、発展途上国への資金供給はそれまでのシンジケート・ローンを中心とした銀行融資が1982年に累積債務問題として顕在化した後、長く停滞していたが、89年米財務長官ブレイディ提案を一つの契機として、民間資金の復活がみられる。しかも90年代には直接投資、銀行融資の復活に加えて、それまでわずかだったポートフォリオ投資が増大してくる。エマージング・マーケット（新興市場）の登場である。

IMFによる資本勘定自由化要求が主に発展途上国（＝新興市場国）を対象にしているが故に、自由化の順序の問題が浮上してくるのである。したがって、本書の表題で示唆された論争の対象は資本勘定自由化を要求するIMF自体の変身の内容であり、国際的資金移動にくみ込まれつつある発展途上国（＝新興市場国）の資本自由化問題である。

II

その意味ではIMF副専務理事 S. フィッシャーによる「資本自由化とIMFの役割」は基調的な論文となっている。やや詳しく見よう。

アジア危機による資本勘定自由化懸念論に対して三つの観点からこれを拒否する。第一は理論的な点である。ただし二点あって、一方は最も進んだ先進国経済はすべて資本勘定を開放している、したがって資本勘定自由化は発展過程

の必然的な一段階という歴史イデオロギー的な観点である。他方は「自由な資本移動は、貯蓄の地球規模での効率的配分を促し、資源を最も生産的な利用に振り向けることに役立ち、したがって経済成長と経済厚生を高める」（4ページ）という新古典派的な観点である。この場合、通常の市場の判断が正しければ、マクロ経済政策の良い政策には報い、悪い政策は罰するという形で、規律を与えるのに対して、市場が間違った場合には、過剰な伝染効果をもたらす場合がある。

したがって資本自由化が行われるときには次のような政策対応が必要となる。すなわち第二は政策的な観点である。この点も加盟国独自の政策とIMFとの対応に関する加盟国の政策に区別できる。前者はさらに1) マクロ経済政策の枠組み、2) 国内金融システムの強化、3) 自由化の段階的実行と規制の利用である。2) 3) からは資本自由化と国内金融システム強化の順序（sequencing）の問題、金融システム強化と健全性基準の関連、資本自由化の段階的実行、さらには金融システムが脆弱な場合の規制容認などかなり網羅的な政策対応が示されている。

第3点はIMFの役割と資本勘定についてのIMF協定の改正である。具体的には、IMFが「法律上」資本勘定取引に関して持つ唯一の権限は、状況に応じて加盟国に資本規制を課することを求めるものであるのに対して、「事実上」は資本移動が量的に拡大するにつれて、その経済的および金融的に自由化を助けていることとのギャップを埋めることである。

以上のように、資本勘定取引自由化に関する論争が直接的にはIMF協定の改正問題に端を発している点でも、「理論」「政策」対応から構成されている点でもフィッシャー論文は基調的な

ものになっている。

III

各論点に関して「論争」的にその他の論文を紹介しておこう。

資本勘定の交換性が資本の効率的な国際的配分をもたらすという「理論」に対する批判は二つの方向からおこなわれている。一方はロドック論文(D. ロドック「誰が資本自由化を望むのか」)によってなされたもので、経常勘定の交換性と資本勘定の交換性との間、あるいは財・サービス市場と金融市場との間に断絶を指摘する。すなわち金融市場特有の性質として①情報の非対称性(およびそれと暗黙の保険契約との結合)②短期債務と長期債務のミスマッチ③群集行動(同様の指摘はR. N. クーパー「資本自由化は望ましいか」にある。)④資産価格の変動性などを指摘する。さらに資本規制と経済的パフォーマンスに関する簡単な実証を試みておりその結論は「資本規制をしていない諸国がより多く投資し、低インフレであるいかなる証拠も得られない」(119ページ)のである。

第二の批判は、いわば留保付き賛成論であって、1)貿易の自由化が進捗していない条件下では、あるいは2)資本課税に対する国際的調和が進展していない下では、資本の効率的な国際的配分を阻害する。したがって、その場合は最初のフィッシャー論文の政策対応でも触れられた順序の問題が正面から論じられている。

貿易自由化と資本自由化のどちらが先かという順序(sequencing)の問題に対して、問題自体の立て方を批判するのが、R. ドーンブッシュによる「資本規制は時代遅れである」である。すなわち経常勘定取引=貿易取引を資本勘定取

引=資本自由化に先行させるべきだと言うマッキノンに対して「貿易自由化と金融自由化はともに、産業の再編を伴う。貿易自由化は財・サービス産業の、金融自由化は金融部門の再編である。そのどちらを後にし、あるいはどちらを先にすべきかは明確な根拠がない。」「正しい答えは一気に自由化することなのである。」(44ページ)彼は財市場を資本市場の気まぐれから遮断するために外国為替取引に課税して「車輪に砂をかける」トービン税構想に対しても反対し、総じて最も急進的な資本取引自由化推進論者である。

健全性規制の意義を強調するのはP. M. ガーバー「長期的な利益と過渡期の危機」である。すなわち「注意深く順序を計画し過渡期の諸問題に注意を払っても・・・資本勘定開放の処方箋はほとんど必然的に金融危機をもたらす」(57ページ)したがって「もし外国金融機関の参入から資本移動の完全自由化に至る競争の段階的な自由化が世界水準でのリスク管理と監督体制の導入と同時に実施されるなら、資本市場の開放に伴う追加的コストを最小化されるか、回避することができる。」(58ページ)健全性規制の改善措置には「金融監督職員の拡充、金融機関におけるリスク管理担当役員の設置、自己資本比率規定を有効に機能させるための会計制度、貸倒引当金規定そして破産に関する法制度の整備が含まれる。」(58ページ)

以上の資本自由化と貿易自由化順序の問題やその前提条件の問題(健全性規制)に対して、資本自由化自体には時間の問題、すなわち資本取引規制撤廃の速度の問題が存在する。この点を新興市場国側からチリの具体的な経験を踏まえて議論したものがカルロス・マサド「チリの資本規制」である。そこでは90年代に入って資

本勘定を大幅に自由化したチリが、資本取引を原則的には受入れながら、しかもそのための前提条件や健全制規制を慎重に考慮しながら、預金準備制度、滞留期間規制、格付規制などの特定の種類の資本勘定取引規制を運用していることが紹介されている。

IMF協定を改正して、IMFの目的に資本勘定取引の自由化を加え、資本移動に関する特定の権限をIMFに与えるようにIMF協定を改正する問題に対して、フィッシャー論文を補足しながら、詳述しているのがJ. J. ポラック「IMF協定改正と資本自由化」である。結論としては、資本の自由化をIMFの目的に加えることについては、実務上からは必要ではないが、資本移動規制に対する加盟国の姿勢に変化が生じていることを示すシグナルとしては意味があり、IMFに資本移動に関する監督権限を与えることについては、資本移動の秩序ある自由化を進める上で必要でもなければ有益でもない、というきわめて慎重なものである。この問題に対して新興市場国側から議論に加わっているのがS. S. タラポール「インドの資本自由化」である。そこではグループ24（開発途上諸国）が、資本勘定に自由化に支持が集まるには、ボラタイルな資本移動に直面している加盟国にはIMF支援が利用可能であるという保証が必要不可欠であること、および資本勘定の自由化をIMF資金利用時の融資条件にすべきでないことを警告していることが指摘されている。

IMFの権限問題¹⁾に関して一言すれば、J. J. ポラックも指摘しているように現行のIMF協定では経常的国際的取引のための「支払い」と「資金移転」がIMFの管轄になっており取引それ自体に関する全ての権限は他の国際機関に委ねられているが、新しくIMFが求めている権限は資本

移動それ自体である。それゆえ今回の提案は業務範囲の飛躍がしたがって資本移動問題と取り組んでいるWTO等の国際機関と権限と重なる問題が生じることになる²⁾。

IV

正面から論じられているわけではないが、見逃すことの出来ないテーマは資本勘定取引の増大の下での加盟国、殊に新興市場国の採用すべ為替レート・システムの問題がある。資本自由化を前提にした場合に為替相場の安定性と金融政策の自立性は共存できないという問題でもある。伸縮的为替レートが安定化機能を発揮すると楽観的に主張する論者（ドーンブッシュ）の一方で、資本自由化と固定相場制が両立しないことは言うまでもないが、新興市場国が該当する小国を想定した場合には、為替変動による物価への影響力の強さから変動相場制と資本移動の自由化が両立しないことが論じられている（クーパー）。

本書は巨額の資本移動を背景とした資本勘定取引をめぐるIMFと新興市場国の政策問題をめぐる論争であって、そこにはいくつかの論点において賛成から反対のスペクトラムが存在している。そして本書において最も批判的な論者は「資本勘定の交換性を賛美する議論に対する・一番の懸念は、ロンドン、フランクフルト、ニューヨークの20名から30名の程度のカントリー・アナリストの気まぐれや思いつきによって、典型的な新興市場国の経済政策が振り回されることである」（123ページ）として資本自由化の推進者を探そうとしている。しかしIMF関係者がのべた、最も進んだ先進国経済はすべて資本勘定を開放している、したがって資本勘定自由

化は発展過程の必然的な一段階という考えのなかに資本勘定の交換性自由化の最大の非対称性が表現されているように評者には感じられる。なぜなら、第二次大戦後、基軸国アメリカは例外的な時期を除いて資本勘定の交換性を堅持して来たからである。

注

- 1) IMFの権限問題に関しては、伊豆久「IMF協定と資本勘定の自由化」『証研レポート』1568号参照。
- 2) 資本勘定取引と資本勘定取引のための交換性を区別すべきことは明らかである。この点からすると本書の論文表

題名中のCapital Account Liberalization, Capital Account Convertibility, the Liberalization of the Capital Account, the Liberalization of Capital Movementを全て資本自由化に統一したことにはやや問題がある。

補注

本書、本文に関する論点整理としては、監訳者岩本武和氏による解説がまず参照されるべきである。同じく本書の訳者の一人伊豆久氏による「資本自由化と〈順序〉問題」『証研レポート』No.1570を参照のこと。邦文以外の文献に関しては同稿および前掲伊豆論文を参照。一点のみあげれば、Eichengreen, B. et. al, Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects, *IMF Occasional Paper*, vol 43, no. 4, Dec. 1998が網羅的且つ明解である。

(中京大学 教授)