平成 28 年度

証券ゼミナール大会

第 2 テーマ　A ブロック

「金融のグローバル化の中で新興国が直面する問題」

立教大学　飯島ゼミナール

目次

はじめに

第１章 金融のグローバル化

１節 金融のグローバル化の進展

２節 金融のグローバル化の特徴

第２章 新興国と金融のグローバル化

１節 新興国の台頭

２節 市場としての新興国

３節 新興国への弊害

第３章 通貨危機

１節 第一世代モデル

２節 第二世代モデル

３節 第二世代モデル

４節 通貨危機の問題点

第４章 通貨危機の対応策

１節 アジア通貨危機時の IMF の対応とその評価

２節 IMF の改革と今後の対応

第５章 通貨危機の予防策

１節 金融取引税

２節 金融取引税の提案モデル

３節 金融取引税実現への課題

おわりに

はじめに

1980年代に顕著となった金融のグローバル化は1990年代にさらなる加速を見せ、先進国のみならず新興国市場に対する資本移動が急増した。この大量の短期資本移動が新興国諸国に通貨危機を発生させたと知られている。

一方で弊害を抱える金融のグローバル化がもたらす恩恵は大きなものである。金融取引のグローバル化や高度化、複雑化は金融商品の多様化や様々なリスクヘッジ手段を生み出した。その結果市場規模の拡大や市場の活性化などに繋がり、新興国の経済成長・発展に大きく貢献している。今や金融のグローバル化の進展は止まることなく、その弊害をいかに抑制しつつ恩恵を享受していくかが重要となると言えるのではないだろうか。

そこで我々は新興国の抱える諸問題への解決や、通貨危機の際の対応策、予防策などを通して金融のグローバル化の弊害を抑制していく対策を考察していく。

本稿の構成は次のようである。第1章で金融のグローバル化についての理解を明確化させる。続く第2章では金融のグローバル化による近年の新興国の高い経済成長と新興国の抱える諸問題について述べる。第3章では金融のグローバル化の中で途上国・新興国に生じた通貨危機について考察する。具体的には1997・1998年に生じたアジア通貨危機をはじめ、中南米危機や失われた10年について考察することで、新興国が金融のグローバル化によって成長する過程で陥った諸問題を明らかにする。第4章ではアジア通貨危機後にIMFが行った改革に対する評価をし、今後生じる可能性のある通貨危機での対応策として妥当であるかを検証する。そして第5章では通貨危機の予防策として金融取引税の実現へ向けての提案を行う。

第１章　金融のグローバル化

１節　金融のグローバル化の進展

1980 年代から顕著となった金融のグローバル化の進展が金融市場の構造を大きく変化させている。金融のグローバル化が加速した背景には、世界全体の金融における４つの出来事があげられる。

１つ目にブレトンウッズ体制崩壊による変動相場制移行がある。これにより変動相場制による為替リスクを回避するために先物等のデリバティブの登場、特に裁定取引の登場は外国為替市場における投機の機会を提供することとなった。

２つ目に 70 年代の 2 度に渡る石油ショックがある。価格体系の大幅な変更は産油国の経常収支黒字を生み出した。産油国はその大量の資金に見合う投資機会を有しておらず、多額の資金が国際金融市場へと還流することとなった。自国以外の金融機関に預けられている当該国通貨や非居住者によって保有される当該国通貨を取引するユーロ市場の急速な拡大は金融のグローバル化をより加速させた。

３つ目に 80 年代半ばから本格化する金融自由化の潮流がある。80 年代に入りアメリカとイギリスを筆頭に金融自由化路線が進められた。特に 1989 年に発表されたワシントンコンセンサスでは主に貿易・資本の自由化が提唱され、90 年代には途上国の経済政策に対しても支配的な考え方となり、資本取引の自由化が一層加速した。

4 つ目に情報・通信技術の急速な発達が考えられる。コンピューターの発達はデリバティブのような高度な金融工学を使用することを可能にし、情報通信ネットワークの発達は多額の資金を用意にグローバルかつ、瞬時に動かすことができるようになった。また情報のリアルタイム化は市場参加者の多様な「期待」を形成し、グローバル規模で短期的な利益を追求した資金の動きを活発化させることとなる。

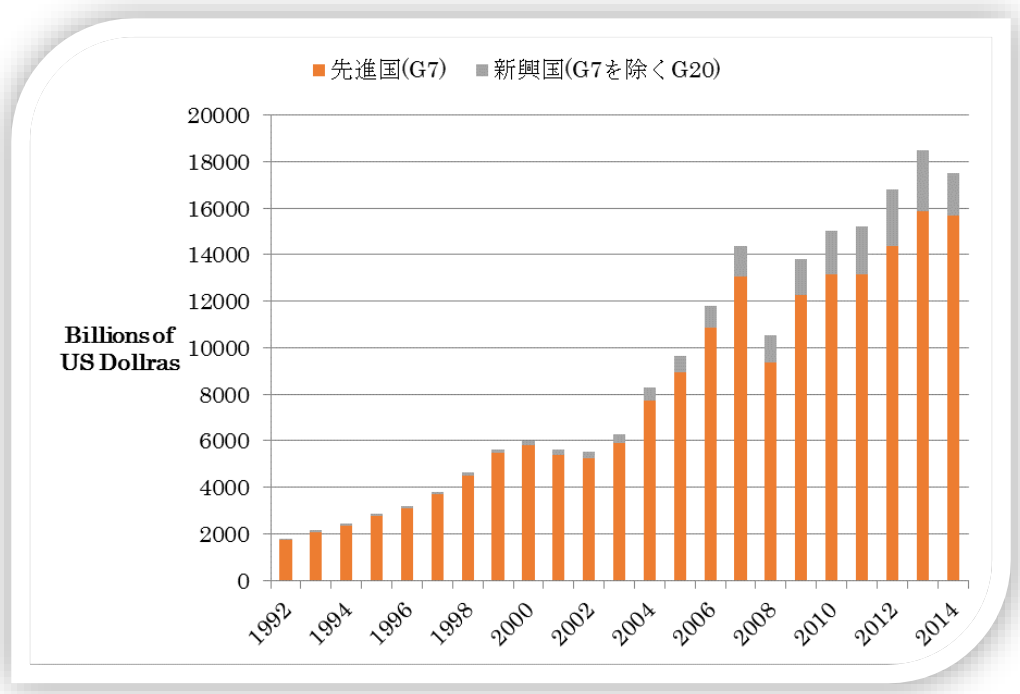
以上のような過程より金融市場は国どうしの国際的な取引の枠組みを超え、地球全体の金融市場の一体化へと姿を変えた。

２節　金融のグローバル化の特徴

1980 年代以降、金融のグローバル化により国際金融市場の規模は拡大を続けている。中でも金融のグローバル化の特徴はその取引高の増加に現れている。以下では金融取引、主に対外直接投資に着目することで金融市場の規模の拡大を示す。

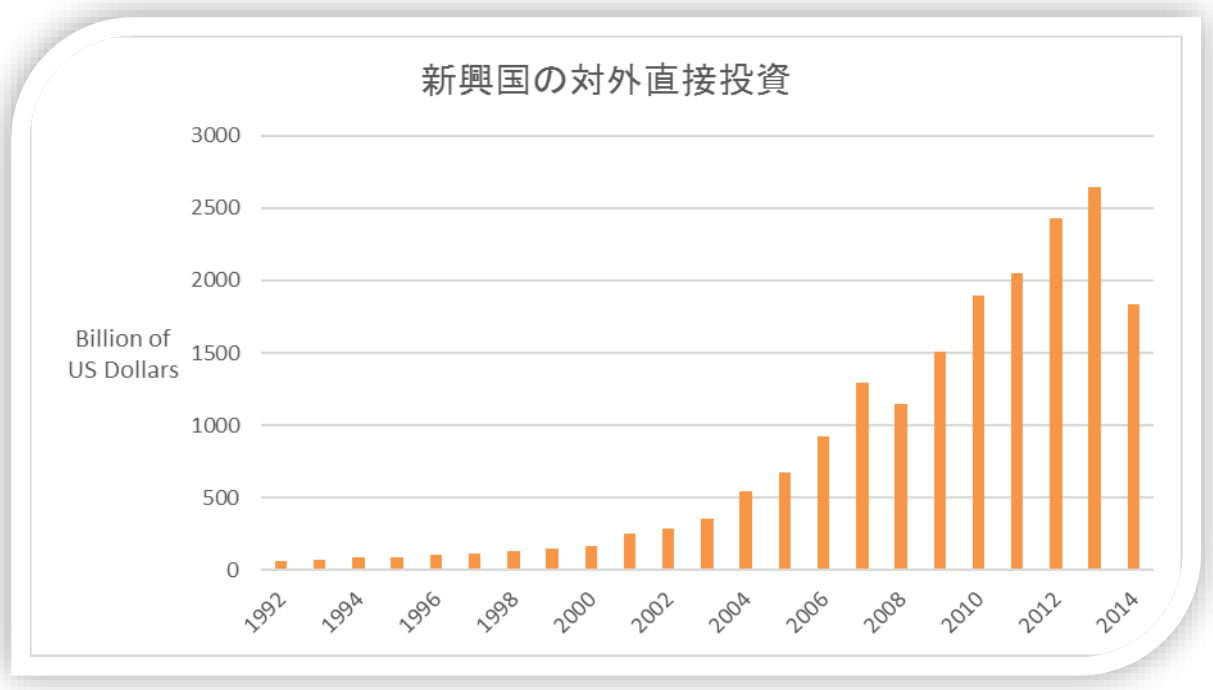
先進国を G7 加盟国、新興国を G20 加盟国のうち G7 を除く加盟国としたときの対外直接投資の規模の推移を見てみる（図 1－1)。1992 年の対外直接投資を見ると、先進国と新興国を合わせて 1 兆 8050 億ドルであるのに対して、2014 年の対外直接投資では 17 兆 5237 億ドルであり、約 10 倍もの規模が拡大していることがわかる。また新興国だけに目を向けても、1990 年代後半から投資総額を増やし、金融市場が拡大している（図 1－2)。先進国、新興国ともに金融市場の規模が拡大している現代では、金融取引の重要性が高まっていると言えるだろう。

図 1－1　先進国と新興国の対外直接投資



（出典）IMF「International Financial Statistics」より作成

図 1－2　新興国の対外直接投資



（出典）IMF「International Financial Statistics」より作成

第 2 章 新興国と金融のグローバル化

1 節　新興国の台頭

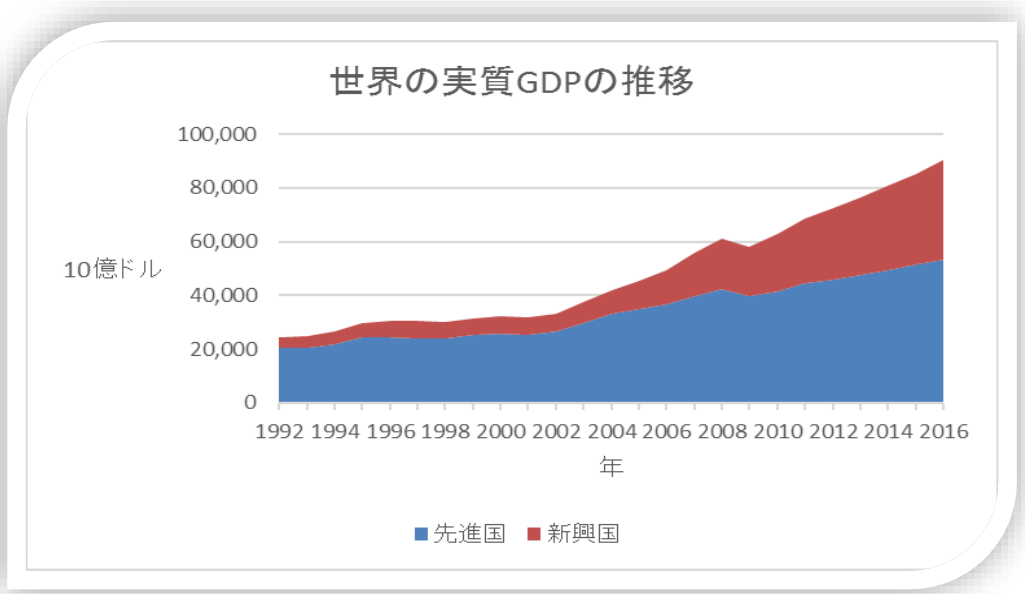
1971 年のニクソン・ショック以降、先進国は固定相場制から変動相場制への移行、また資本規制の撤廃などにより豊富な労働力や資源を求めて新興国への投資を拡大していった。一方の新興国も 1980 年代に先進国が金融自由化路線を進めたことを受けて、貿易・資本の自由化を進め、投資の受け入れを拡大していった。そして新興国は先進国からの対内直接投資を受け入れたこともあり、持続的な成長を遂げてきた。

例えば、1980 年代に先進国がオイルショックの影響を受け成長が鈍化したのに対して NIES(Newly Industrializing Economies)と呼ばれる韓国・香港・台湾・シンガポールブラジル・メキシコなどの新興国が工業化を推し進め先進国向け輸出、特に対米輸出による輸出主導型成長を遂げた。1990 年代には東南アジアを含む東アジアが目覚ましい成長を遂げ、その成長は世界銀行から「東アジアの奇跡」と呼ばれるほどであった。そして 2000 年前後には中国が急成長

を遂げた。この 1980 年代からの新興国の目覚ましい成長は、先進国が安価な労働力と豊富な資源を求めて新興国に対外直接投資を行い、新興国はこの対内直接投資によって工業化を推し進め、先進国向け輸出、特に対米輸出で国内経済を成長させるという輸出主導型成長モデルによるものである。1997 年のアジア通貨危機による一時的な成長鈍化がみられたものの、2000 年代以降新興国はますます進展する金融のグローバル化による恩恵を受け、持続的な成長を加速させている。2008 年頃の米国のサブプライム・ローン危機を発端とした世界金融危機に至るまで先進国よりも急速な経済成長を遂げ、世界経済に占める新興国のプレゼンスが高まりつつある(図 2－1)。

そして、世界的な経済の安定と成長を目的とした世界経済の運営主体、いわゆる財務相・中央銀行総裁会議も 1999 年以降先進国中心の G7(主要 7 か国財務相・中央銀行総裁会議)から、一部の新興国を含む G20(20 か国財務相・中央銀行総裁会議)に重きが置かれるようになり、2008 年には世界金融危機の深刻化を受けて G20 サミットも開催された。このように近年、世界経済に対して新興国のプレゼンスが高まっていることがわかる。

図 2－1　世界の実質 GDP の推移



(出典) IMF「World Economic Outlook, April 2011」より作成

2節　市場としての新興国

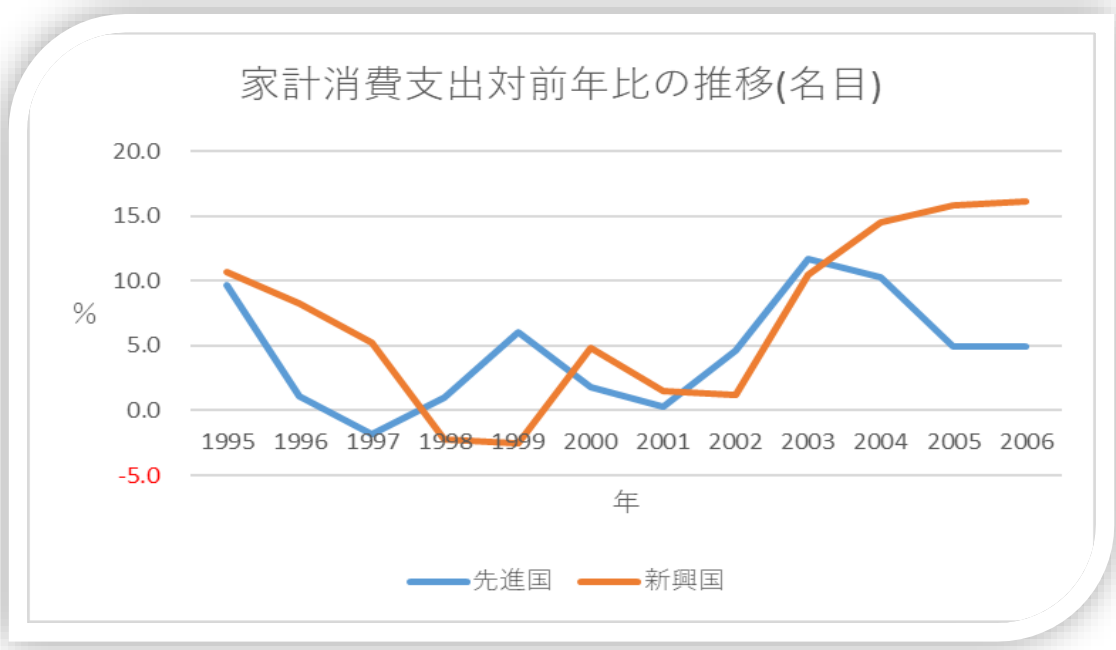
1980年代以降、新興国は主に先進国向けの輸出主導型によって目覚ましい成長を遂げてきた訳だが、2000年代以降の新興国の持続的な成長の背景には少し異なった潮流がある。2000年代以降、新興国の家計消費支出の伸び率は先進国に比べ高く、新興国が市場として注目されてきている(図2－2)。こうした家計消費支出の拡大には所得の向上があり、新興国の購買力が拡大していることを表す。2000年代までの新興国向けの直接投資は安価な労働力と豊富な資源を求め、生産コストを抑えることを目的とした面が強かったが、2000年代以降、新興国で生産し、拡大している新興国の市場で消費をもするという収益性を目的とした面も加わった。どちらにしても先進国は新興国に対外直接投資を拡大する誘因を持ち、2000年代以降新興国への投資はますます拡大している(図2－3)。新興国はこの投資を受け入れ、輸出と市場ないし国内経済の拡大をすることが可能となり2000年代以降も持続的な成長を遂げてきたのである。

また、新興国への投資を促した世界的な背景が2つあった。1つは、2000年代主に先進国は金融緩和による低金利政策をしていたこともあり、新興国の金利水準は先進国に比べて相対的に高く、世界の投資家は高い利回りを求めて新興国への投資を促進する状況があったのである。2つ目は、資源と一次産品の価格上昇がある。2000年から2008年半ばにかけ、鉱物資源から穀物等のソフトコモディティに至るまで、コモディティ価格はほぼ一貫した右肩上がりの上昇を続けた(図2－4)。資源価格の上昇は資源のネット輸出国が多い新興国の経常収支を好転させ、同時に外貨準備高の積み増しを可能とする。その新興国の対外経済に関するファンダメンタルズの良化に伴い、新興国への投資がより拡大したといえる。

このように、2000年代以降新興国は消費の拡大によって市場としても注目されるようになった。金融のグローバル化による国際資本取引の容易化を前提として先進国は現地生産、現地販売という地産地消を目的とした新興国への対外直接投資を拡大した。一方の新興国は先進国からの対内直接投資によって成長を遂げた。また、世界的に低金利な時代であったために新興国の金利が比較的に高かったこと、資源価格が右肩上がりで新興国は経常収支の黒字化や外貨準備の積み増しを行うことができたことも新興国への投資が拡大した背景であり、

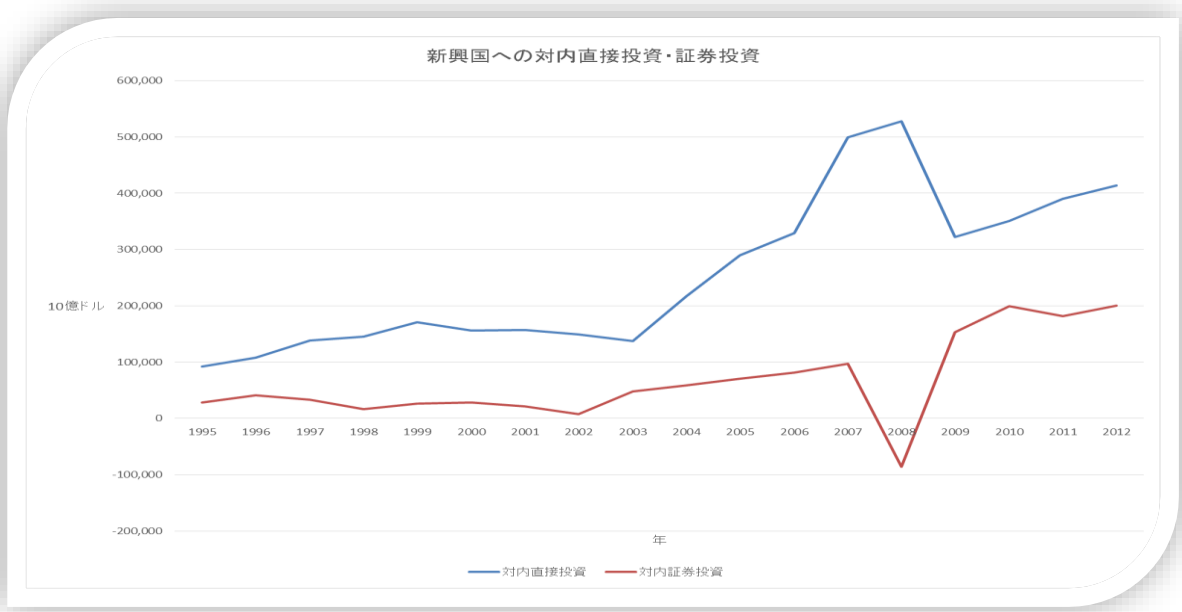
新興国が 2000 年代に入り持続的に成長することができた所以である。

図 2－2　家計消費支出の対前年比の推移(名目ベース)



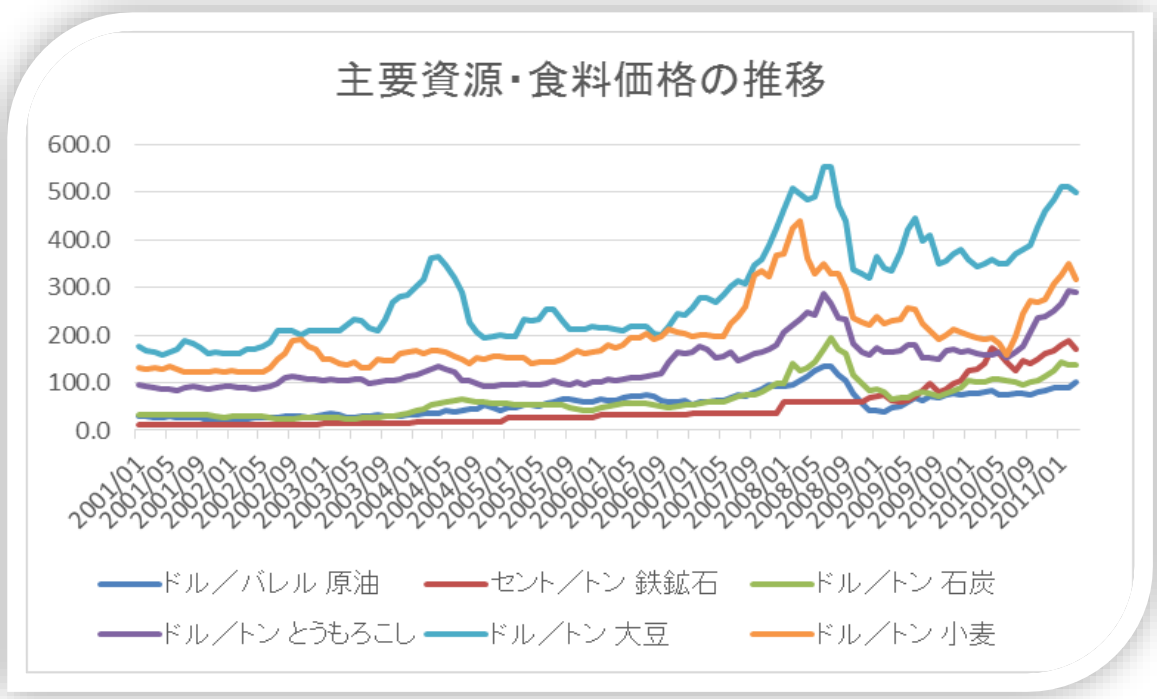
（出典）国連「National Accounts Main Aggregates Database」より作成

図 2－3　新興国への対内直接投資と証券投資の推移



(出典) IIF「Capital Flows to Emerging Market Economies」より作成

図 2－4　主要資源・食糧価格の推移



5

(出典)IMF より作成

3節　新興国への弊害

このように進展する金融のグローバル化によって新興国は持続的な成長を遂げてきたが、その反面、金融のグローバル化の進展による資本流出入の増大が新興国に弊害をもたらしてきた。特に2つの問題があり、国内金融システムの脆弱性と米国の金融政策に左右されやすい構造である。

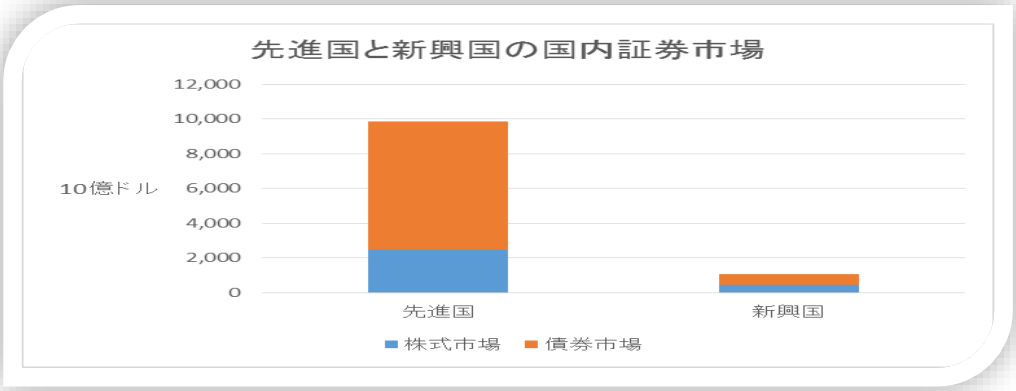
まず第一に、国内金融システムの脆弱性についてだが、新興国は先進国と比べて証券市場が圧倒的に未発達である。証券市場は大きく株式市場と債券市場に分かれるが、新興国は株式市場、債券市場ともに規模が小さい(図 2－5)。また、証券市場が未発達であることから大規模な資産運用を行う機関投資家などの市場参加者の習熟度が低いと考えられる。このような、証券市場の未発達と市場参加者の未習熟は金融のグローバル化が進展する世界的潮流の中で新興国に弊害をもたらしてきた。

例えば、1997年にタイを発端としたアジア通貨危機と危機以前のバブルの発生である。1990年代、東アジアは「東アジアの奇跡」と称賛された急速な成長を遂げていたが、タイもその一つの国である。経済発展の最中であったタイでは投資意欲が旺盛であったため、1980年代には直接投資に係る資本規制を緩和することで国外からの投資を積極的に受け入れていた。また、タイはドル＝ペッグ制を採用していたことによって為替変動リスクが低減されていたこともあり、国外の投資家はタイへの資本流入を加速していった。この資本流入は、直接投資だけでなく、証券投資や銀行貸付などのその他の投資なども短期的な資本として流入していたのである(図 2－6)。短期資本とは、いわゆる「逃げ足の速い資本」であり、主として証券市場や不動産に流入していたため、タイの株価並びに住宅価格は右肩上がりで上昇していた(図 2－7．8)。つまり、タイの未発達で規模の小さい証券市場に大量の資本が流入し価格を押し上げ資産(株式・不動産)バブルを発生させていたのである。

そうした中、タイのバーツはヘッジファンドのバーツ売りに遭い、中央銀行が為替介入によってドル＝ペッグ制の維持を試みたものの外貨準備が枯渇して、変動相場制への移行を余儀なくされたとともに、いままで流入していた資本が一気に流出し通貨と資産価格(株価・住宅価格)は大暴落したのである(図 2－6.7)。

この例から新興国の証券市場並びに市場参加者の未発達・未習熟さは大量の資本流出入に翻弄され、バブルの生起と通貨危機の発生をもたらす要因となることがわかる。つまり、金融グローバル化が進展する下での新興国の国内金融システムの脆弱性といえよう。

図 2－5　先進国と新興国の国内証券市場



※債券発行残高(2008 年末) 国内株式時価総額(2008 年)

(出典) World Federation of Exchanges より作成

図 2－6　タイの資本収支の推移

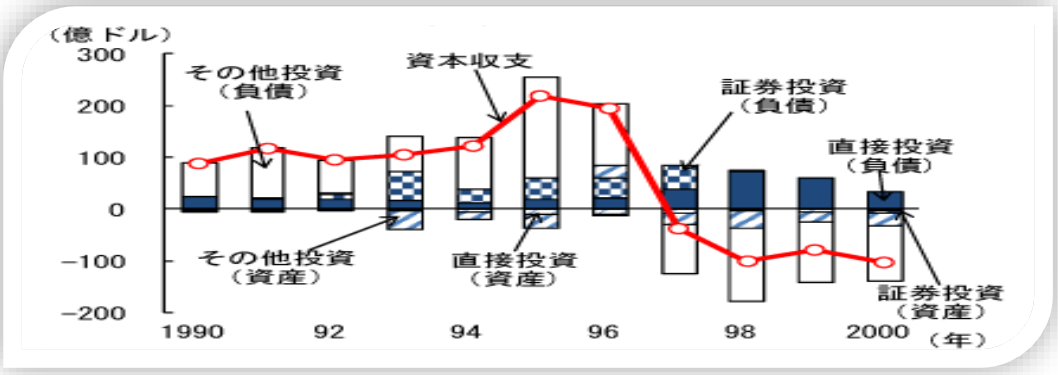


図 2－7　アジア諸国の株価指数の推移

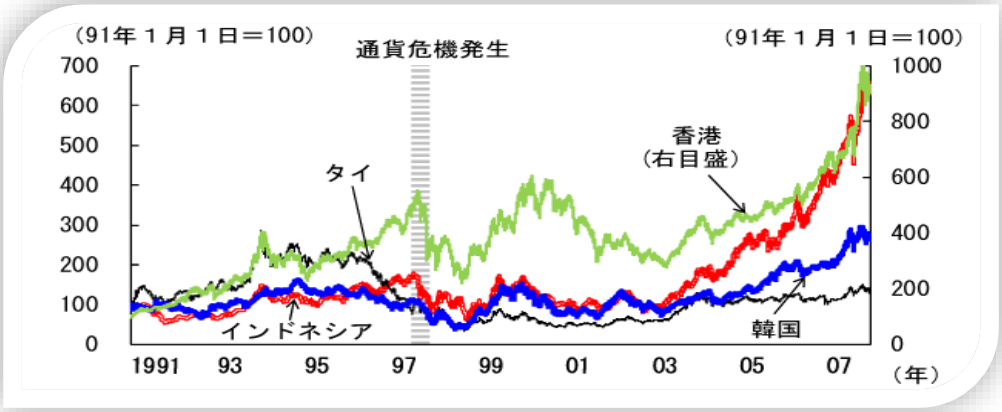
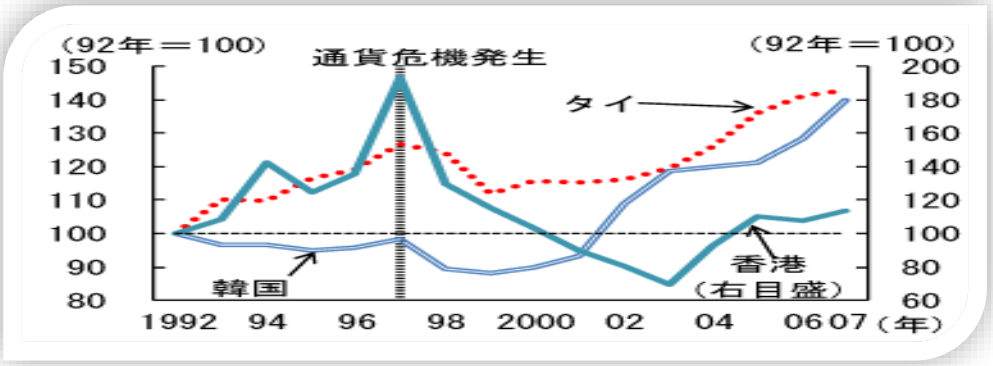


図 2－8　アジア諸国の住宅価格の推移



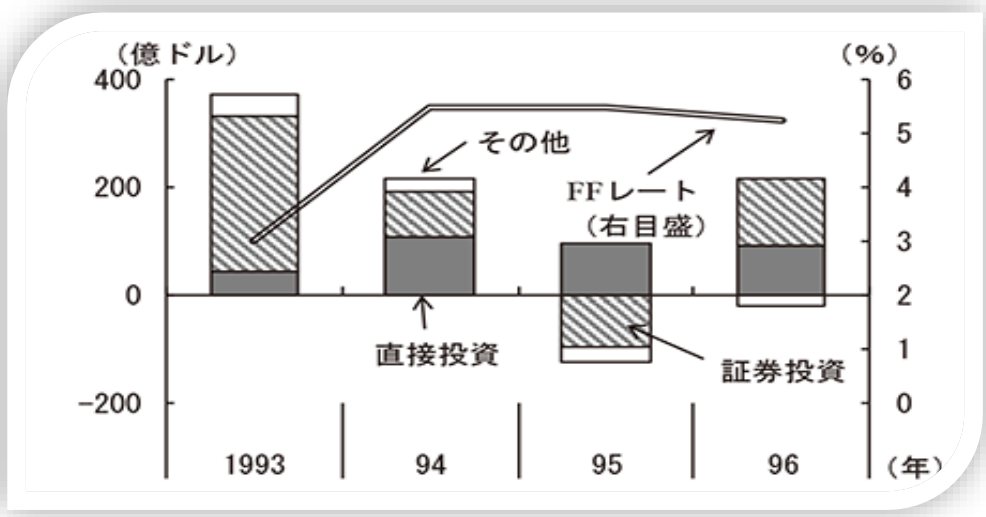
(出典)図 2－8：内閣府(2012)『世界経済の潮流 2012Ⅱ』より参照
(原典)図 2－6：IMF より作成。図 2－7.8：ブルームバーグより作成

第二に、アメリカの金融政策に左右されやすい構造を新興国は持っている。アメリカは 2008 年のサブプライム・ローン危機後、FF レート(フェデラル・ファンドレート)を引き下げるとともに国債等の資産購入プログラムなどの量的緩和政策を行ってきた。その効果もあり景気や労働市場が回復傾向にあり、今日アメリカの出口政策としての利上げの機運が高まりつつある。これまでもアメリカの金融政策が新興国に影響を与え、一方で新興国はアメリカの金融政策に左右されてきた構図があった。

1994 年から 1995 年にかけて FF レートを 7 回で 3%から 6%に引き上げたことがあった。1994 年はメキシコ通貨危機が発生した年であるが、1994 年の 2 回の利上げを契機にメキシコからの資本流出が加速した(図 2－9)。メキシコよりも安全で利回りの高いアメリカ債券への資金還流を引き起こしたのである。それによって、メキシコの通貨ペソは減価圧力を受け 1994 年末には切り下げ圧力に耐えられなくなり変動相場制への移行を余儀なくされた。また、対外債務の返済負担が膨らみ累積債務問題に発展したのである。

このように、アメリカの利上げは金利差縮小による新興国からアメリカへの資金還流というリスクと国際的な金利上昇による対外債務の負担が増加するというリスクを新興国に抱えさせるのである。

図 2－9　メキシコの資本収支とアメリカの政策金利



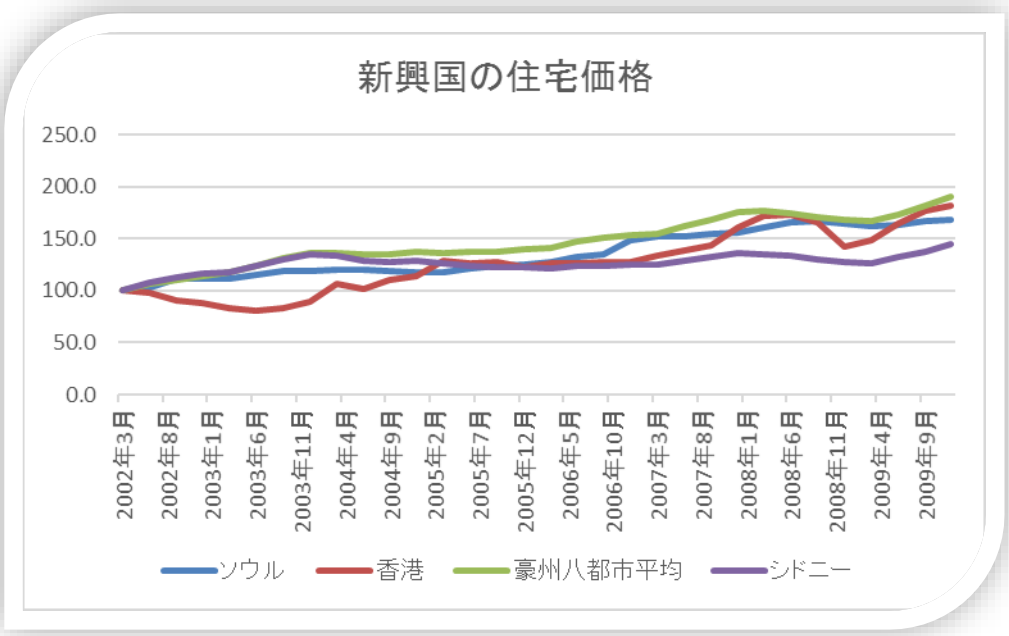
(出典)内閣府(2015)『世界経済の潮流 2015 年Ⅱ』より参照
(原典)IMF、ブルームバーグより作成

アメリカの利上げ局面で新興国が影響を受けた事例を紹介したが、一方でアメリカの利下げ局面においても新興国は影響を受ける。2008 年頃のアメリカのサブプライム・ローン危機を発端とした世界金融危機によってアメリカをはじめとする先進諸国は景気回復のための処方箋として金融緩和政策を実施した。

この金融緩和政策は世界的にカネ余り状態を引き起こし、高い成長と高い利回りを求めて新興国へ大量に資本が流入した。この大量の資本流入は新興国の資産価格(株価、不動産価格)の大幅な上昇、いわゆる資産バブルをもたらしている。2009 年以降、新興国の住宅価格は危機前の水準に回復し、それを上回る水準で上昇している。このことから、アメリカの利下げは新興国への資本流入を促し、新興国を資産バブルに陥らせる場合があるといえる。

このように、アメリカの金融政策は新興国にバブルの生起や通貨危機の発生のリスクを高める。言い換えれば、新興国はアメリカの金融政策に左右されやすい構造を持っているといえる。

図 2－10　新興国の住宅価格(2002 年 3 月＝100)



(出典) CEIC データベースより作成

第３章　通貨危機

国際金融市場のグローバル化が進む中で、前章でも述べたように、1990 年代後半から通貨危機が多発し世界経済、特に新興国に大きな影響をもたらしたといえる。こうした中で、通貨危機発生のメカニズムは、3 つのモデルで説明されてきた。本章では、これらの 3 つのモデルを金融のグローバル化と関連付け、問題点を提示する。

1 節　第一世代モデル

まず、第一世代モデルは、マクロ経済の状況(ファンダメンタルズ)の悪化が原因で通貨危機が発生するという考え方である。たとえば、財政赤字や経常収支赤字の続く国やインフレ率が高い国において、政府がマネーサプライや貨幣発行によってファイナンスを行っている場合、この形の通貨危機に陥りやすい。危機前に経済状況の悪化が見られたケースとして、メキシコ通貨危機があげられる。

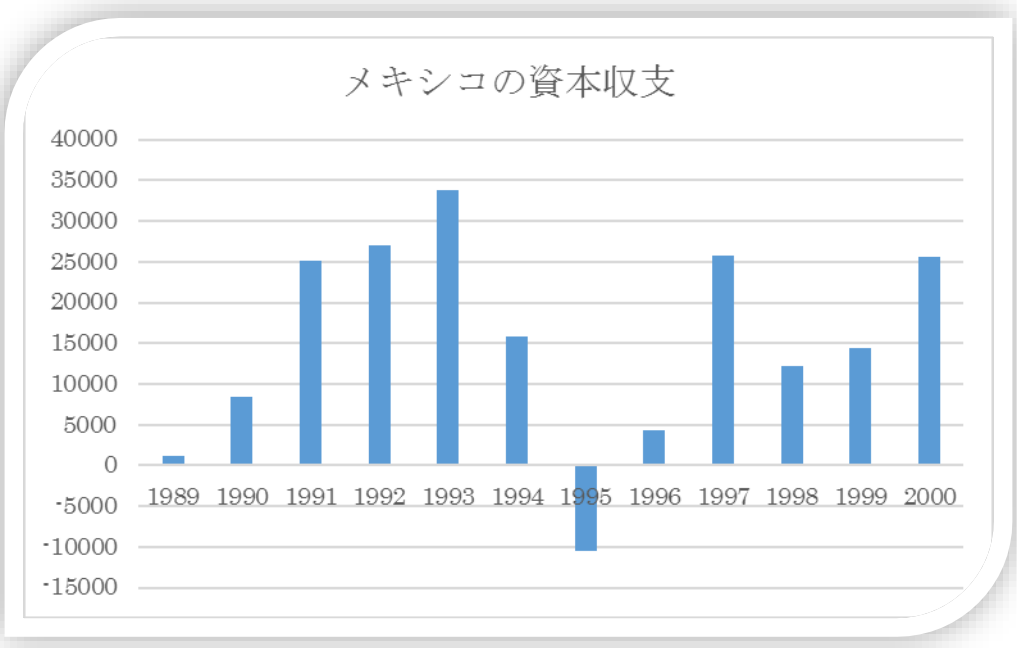
メキシコ通貨危機は、急激な資本流出入を原因として 1994 年に発生した。背景として、1993 年に北米自由貿易協定(NAFTA)が成立したことにともない、アメリカからメキシコへの投資ブームが起きていた。労働力の安さに魅かれ、アメリカの製造業がメキシコに大挙して工場の建設が進められ、海外からの直接投資が増加し、メキシコは空前の好景気となった。またメキシコ通貨危機では証券投資が急激に増大していた。具体的には、テソボノス（ドル連動の短期国債)、セテス（短期ペソ建て国債)、アフスタボノス（インフレ調整付き国債）などの政府債と、株式市場への投資であった。そして、構造改革の一環として、外国投資規制緩和、資本取引の自由化、国内金融部門の自由化などが実施されたこともあり、経常収支赤字を上回る資本の流入となり、外貨準備は積み上がっていったのである。

しかし、南部での先住民による武装反乱や 1994 年 3 月の大統領候補暗殺による政情不安定でカントリー・リスクの懸念が表面化したこと、1994 年 11 月に米国の公定歩合が 0.75%引き上げられたことを契機として、安全で利回りの高くなった米国の債券へと資金が環流し始め、メキシコへの資本流入が急減すると同時に資本流出し始めたのである。このためメキシコ政府は、1994 年 12 月

20 日に 14%の為替レートの切下げを発表したが、ペソの切り下げ圧力は止まることなく、22 日には完全変動相場制に移行することになった。

このように、メキシコ通貨危機は、ファンダメンタルズの悪化による急激な資本流出が原因の通貨危機モデルといえる。危機以前のメキシコでは外貨準備高が増加しており、その当時では経済が安定していると捉えられていた。しかし、1980 年代に進んだ世界的な資本自由化によって、経常収支赤字を上回る資本流入が外貨準備を増加させていたが、流入が一気に流出に転じ(図 3－1)、外貨準備が枯渇し、固定相場を維持することができなくなったのである。

図 3－1　メキシコの資本収支（100 万ドル）



(出典)IMF「international　statistic　yearbook 2002」より作成

一方で、資本自由化だけがメキシコに資本を流入させていたのではなく、国内の投資をカバーできない国内貯蓄の不足も資金流入の原因と考えられる。国内貯蓄不足において特に、個人貯蓄率の低さによるところが多い。原因としては、高インフレ、為替の大幅切り下げ、政変が幾度となく繰り返され、政府や政策に対する国民の不信が根強いため、貯蓄せずに消費を優先させるか、外国

に預金している人が多いことがあげられる。

このように、資本導入の圧力があるなかで、1982 年の債務危機後は 1970 年代の大量資本流入を再度回避するためにもメキシコは為替管理を導入したが、それも長続きせず 1980 年代末には為替管理は撤廃された。1989 年 12 月の株式市場法は国内株式への外国投資家のアクセスを自由化し、1990 年にはメキシコは国債債券市場に復帰するとともに、外国投資家に国内の債券市場を開放した。さらに、外国直接投資の促進のために規制緩和も行われた。国内の金融自由化措置として、1988 年の銀行の準備預金や公営企業への強制貸付制度の廃止により民間企業への貸付が拡大され、1989 年には金利自由化も行われた。資本自由化と金融自由化により国内の株式市場や債券市場への自由なアクセスが可能となり、また国内の金融機関を通じて大量の資本を流すことも可能となった。さらに、1990 年には銀行が完全に民営化され、資金の受け皿が拡大された。このように、メキシコは労働力の安さなど魅力的な投資先であったことに加え、資本導入の圧力を内包しており、資本自由化と金融自由化によって大量の資本流入を可能とするメカニズムが出来ていたのである。

2 節　第二世代モデル

第二世代モデルは、ファンダメンタルズが悪化しておらず、外貨準備も十分に保有しているにも関わらず、マーケットにおいて巨額の投機が一斉に起こるために通貨危機に陥る場合である。政府が固定相場制度の放棄や為替制度の変更をする可能性がある場合、民間の経済主体が政府の為替制度変更を期待して投機を行うと、それが実現し、通貨危機となる場合であり、自己実現的危機とも呼ばれる。この第二世代モデルは、市場参加者の為替制度に関する期待（将来にわたって固定相場制が維持可能か、あるいは崩壊するか）に依存して、実際に通貨危機になるケースもあれば、通貨危機に陥らないケースもあるという複数均衡が存在する。自己実現的危機の前には、巨額の投機が同時期に行われ、通貨当局は外貨準備を失う。この過程において、危機になる場合もあれば、回避できる場合もある。

この危機の代表例として欧州で発生した ERM 危機がある。ERM 危機は財政赤字やファンダメンタルズの悪化によって起こったのではなく、高金利、高失業

率などのコストが高まったため政府が固定為替相場制を放棄したと言われている。ERM 危機では、ドイツにさほど変わらないファンダメンタルズの状態を維持していたフランスが危機に陥り、通貨危機に見舞われたスウェーデンにおいても財政収支は黒字であり、マクロ経済の状況が大きく影響しているとは言えない。つまり、第二世代モデルでは、金融のグローバル化を背景とした金融市場の発達や投機攻撃の容易化から、従来では考えられない新たな通貨危機が発生したといえる。

3 節　第三世代モデル

第三世代モデルとは、脆弱な金融システムである国で外貨建て借入を行う企業や金融機関のバランスシートが悪化すると、資本流入の減少をもたらすと同時に為替切り下げが発生し、国内ファンダメンタルズの悪化を嫌って、海外からの資本流入が途絶えたり、資本の流出が起きたりする。これは、アジア通貨危機の際、金融危機と相互作用した経験からこのモデルは説明される。

当時アジアの多くは為替レートが固定されるドルペッグ制という方法を採用していた。1995 年のアメリカの経済政策によって好景気となっていた為、アジアの通貨も上昇し、特にタイはヘッジファンドの投機対象として頻繁に買われていた。しかし、利益の出た投資家から徐々に売り抜けが始まった辺りから、タイバーツ通貨が過大評価され始めていると感じたヘッジファンド達が資金を一斉に引き上げた。それと同時にヘッジファンド達は買ったアジア諸国の通貨に対して空売りを始め、今度は空売りで利益を取る為にタイバーツの売り浴びせを行う。この時多くのファンドに交じって空売り仕掛けたのが、投資家ジョージ・ソロスの率いるヘッジファンドであった。

ジョージ・ソロスのファンドが大量の資金を投じて空売りしたタイバーツが大暴落し、アジア通貨危機で巨額の利益を得たと言われている。当時のタイの首相チャワリット・ヨンチャイユットは通貨の切り下げは絶対にしないという宣言を行ったものの、ジョージ・ソロスを始めとするヘッジファンドは構わずアジア通貨の売り浴びせを続け、これによって急激に下がり始めたタイバーツを支えることができず、タイ政府は変動相場制に移行し、バーツの切り下げをせざるを得ない状態になり、これを契機に韓国やインドネシアなどアジア諸国

に飛び火し、アジア通貨危機が発生したのである。また、アジア諸国の銀行では、外国通貨建てで資金を調達し、それを国内通貨建てで運用していたため、通貨のミスマッチが発生していた。そのため通貨危機が発生し、自国通貨価値が下落すると、銀行のバランスシートが悪化し、深刻な金融危機をもたらしたのである。通貨危機と金融危機の同時発生においては、上記した様な通貨危機が金融危機を引きおこす場合と、外貨建て借入れを行う銀行や企業のバランスシート悪化が金融システムへの不安材料となり、資本流入減または資本流出増を誘発して通貨危機に至る場合の二つの因果性が考えられる。このように、アジア通貨危機の発生をきっかけとして、通貨危機と金融危機を結びつけたモデルが第 3 世代モデルである。

4 節　通貨危機の問題点

1 節で述べたメキシコ通貨危機では、国自体にファンダメンタルズの悪化などの問題点があり、その問題点が表面化すると資本流出し、通貨危機へと繋がってしまった。2 節で述べた ERM 危機は、財政状態は悪化していないにも関わらず、投機攻撃が一斉に行われることによって、従来では予想できない通貨危機へと発展した。3 節で述べたアジア通貨危機では、財政状態について問題視されていなかった国であっても、金融面での問題が自己実現的危機を引き起こした。金融のグローバル化によって、資本流入が増加し、新興国経済の成長に寄与したと言える。その反面、急激な資本の流出入は、通貨危機にまで陥ることがあるとも言えよう。そこで新興国の持続的な成長のために、通貨危機の対応策と予防策を考える必要がある。

第 4 章　通貨危機の対応策

1節　アジア通貨危機時の IMF の対応とその評価

通貨危機発生時の対応策として、IMF による緊急融資が挙げられる。ここでは、アジア通貨危機発生時の IMF の対応とそれが適切でなかったとして、批判を浴びた内容について考える。また、そうした批判を受けて、IMF が融資制度の改革を行っているが、新たな融資制度は、実際に通貨危機が発生した際に有効であるのか、否かについて検証していく。

まずは、支援対応の遅延と融資枠の妥当性について考える。アジア通貨危機の支援をする際に IMF は、支援要請を受理してから、それを承認にするまでに 2～3 週間を費やした。流動性の高い、巨額の資本移動により引き起こされた危機への迅速な対応が要求されることは、メキシコの通貨危機の時に経験していたが、それは活かされなかった。こうした対応の遅延理由として影響力の強いアメリカが積極的に動かなかったという点にあると考えられるが、それ以上に問題であるのは「経済の番人」と言われている IMF 協定 4 条に基づいて IMF に付与されているモニター機能や危機予知機能が十分に機能していないという点である。これらの機能は早急に強化されるべきである。

他方、流動性の危機に陥った国に対して、安易に緊急支援を行うということは、国の経済運営にモラル・ハザードを生じさせるという批判がある。危機発生国から他国への波及効果が懸念される場合には、何よりもまず危機を食い止めることが先決である。

IMF の加盟国であれば、緊急融資を受ける権利を保持しているが、IMF の規定では通常の融資額はその国の出資額の 100%になるが、様々な例外規定を考慮すると、300%までが限界となる。無論、出資額を超えて融資を行う際には、他の出資国の意向を尊重すべきである。また、IMF の融資枠が小さすぎるという批判があるが、IMF の現在の融資能力(増資の困難さ)を鑑みれば、アジア通貨危機時の支援規模はメキシコ危機の経験が活かされていると評価できる。IMF の直接支援枠の大規模提供による資金注入よりも、IMF が持つ「お墨付き」とされるコンディショナリティやサーベイランスを活かして国際機関、各国政府および民間銀行等の支援資金の動員や大規模な民間資金流出に由来する新たな通貨危機への対応策を国際社会に提案することが肝心であると言える。

次に民間資金流出防止策の欠如について考える。従来、通貨危機に直面している国へのIMFの支援表明は、その国の経済政策に対する「お墨付き」機能が働くことを意味するため、他の国際機関、援助国、民間銀行は、IMFがその国の政策に「お墨付き」を出すかどうかを注目しながら、それを前提としてその国への新規融資や債務救済を考慮する。つまり、IMFが持つ、このような「触媒作用」を活かして、IMFが出す緊急融資金額の数倍に上る金融支援が世界中からその国に流れ込むことを意味する。IMFとしては、債務国に政策の実行を要求すると同時に、債権国や民間銀行からその国に対する金融的支援の約束の取り付けに努めるのである。

今回のアジア通貨危機は直接的に民間資金の急激な流出により引き起こされたと考えられ、民間債務の手当てが急務であるとされた。IMFの「官民分離」の支援策は今回のような民間債務危機の回避への限界を露呈した。つまり、IMF支援パッケージに民間資金の流出を防止する対応策がなかったのである。IMFには従来のような紋切り型の対応のみならず、新たな対応が必要とされるのは言うまでもない。

IMFは金融機関としてあるいは公的資金の取り集め役としての存在だけでなく、民間資金の急激な出入りで引き起こされた今回のアジア危機において通貨安定のため民間債務交渉へも関与しなければならなかった。そうした関与は、市場を歪ませるような手法ではなく、民間債務処理のガイドラインを債権者と債務者の双方に提示することである。

「信用喪失」が進んでいる状況下において、借り手国政府保証かIMFや世界銀行・アジア開発銀行の債務保証なしで繰り延べ成立は困難であると考えられ、「信用増強」機能の確立が求められる。ただ、このような公的債務保証に、借り手としての危機国あるいは民間銀行や民間企業及び貸し手としての民間銀行のモラル・ハザードを防ぐための歯止めを設ける必要がある。債務保証とモラル・ハザード防止とのバランスを図る必要がある。

続いて、当時のIMFコンディショナリティへの評価という点について見ていきたい。IMF処方箋としてまず緊縮財政政策が実施される。しかし、今回のアジア通貨危機の状況は異なっていた。緊縮財政政策は過重対外債務を抱えている時には有効であるが、危機発生国の財政状態は健全であった。にもかかわら

ず、IMF は緊縮財政政策を要求。これは本来、公共事業等における政府需要を削減し、あるいは増税等により民間需要を抑制させることが経常収支改善に繋がるからである。

しかし、ここで問題点が挙げられる。それは、IMF がこうした緊縮財政政策の実施手段まで危機国に指示していることである。このような政策実現手段の選択は、危機国内での利益調整が必要であり、どの分野を削減するかは当該国の裁量に任せるべきである。また、細やかな政策提言は緊急救済の時機を逃してしまう恐れもあるため、IMF は国際収支の改善という目的に沿って行動するのが望ましいと言える。

次なる処方箋は、国内債務負担を増幅させる高金利政策である。伝統的な IMF 処方箋の金利政策は、危機国からの資本逃避を逆転させて資本を当該国に呼び戻し国際収支を改善させると共に、外資に頼らない投資資金を国内で生み出すために、国際的に競争力を持つ金利を達成するように高金利政策を勧告する。

アジア通貨危機時のタイ、インドネシア、韓国について言えば、危機が発生する前にはインフレ率が低く、金利も割高に設定されていたので、国内貯蓄率も高かった。それに加えて、為替レートは米ドルと固定していたので、為替リスクの負担なしに内外金利差による金利収入を得られることで、海外から大量の短期資本が入ってきた。しかし、通貨危機発生後は、インフレ率も上昇し、為替相場も変動制に変更せざるを得なかった。インフレの上昇と為替リスクとが重なってこれらの国々の預金収益率は劇的に魅力が失われた。「通貨危機プレミアム」ともいうべき対策が必要であると考えられ、IMF はアジアの危機国にもこれを要求したのである。しかも IMF は、銀行や企業の経営状況が利息負担で圧迫されてもそれぞれの通貨に対する信用性が回復されるまで高金利を続けることを要求した。

しかし、通貨の信用性回復は、非常に不明確な判断基準であるといわざるを得ず、こうした IMF の高金利政策は、黒字企業や輸出力を有している企業を倒産に追いやってしまったとも言われている。これは、対外債務危機を回避させるかわりに、国内債務危機に飛び火させてしまったのである。対外債務を一時的に回避しても、経常収支の為の外貨獲得の担い手を失ってしまい、IMF の目

指している国際収支の中期的維持という目標を危うくさせてしまい、いわば本末転倒と言った状況を生み出してしまった。

次に金融機関再建短期達成政策について考える。金融システムの改革はIMF処方箋の重要な構成部分である。確かに、健全な経営規制、ディスクロージャー、セーフティネット等の制度的未整備が通貨危機を金融危機までに増幅させた重要な原因であった。このような金融不安定性はまた、経済危機へと繋がった。そこで、IMFは、不良金融機関に対する廃業、停止、リストラ及び国際基準への適用といった金融再建策を要求したのである。このような再建策を講じることにより、生き残りを図る銀行はノンバンクや民間会社への資金供給を渋り、ノンバンクも満期の企業手形の償還を急ぎ、企業の資金繰りは悪化し、倒産が続出した。それは、金融機関の不良債権増加を意味するものであり、結果として金融機関の破綻に繋がる悪循環を生み出すこととなる。

金融部門再建のためには金融緩和や財政支援も必要である。金融緩和は、利払い負担の軽減や内需縮小の緩和と通じて、企業や金融機関の経営悪化を必要最小限に止めることで、金融部門再建コストを押し下げることができる。財政支援については、金融部門再建のための資金捻出だけでなく、景気悪化に伴う税の減収に見合った支出削減が行われれば、景気がさらに悪化し、企業や金融機関の破綻を増加させ､金融システムは不安定になってしまうからである｡IMFの政策が国際収支改善の短期達成に主眼を置くと理解すれば、緊縮政策が優先的に取られるべきであり、過度な信用収束をもたらす金融機関再建策は時間をかけて行うべきであると考えられる。

加えて、緊急性を欠く経済構造調整政策について考える。IMFはアジア通貨危機の原因が経済構造問題にあるとして、危機の再発を防止するために構造改革が必要であるとしている。確かに、経済構造的な問題は危機諸国に存在しているが、構造改革は、中長期的な成長余力の回復に主眼を置いた構造調整であり、短期で達成されるべき目標ではなく、危機の初期時点での実施は一国の経済のさらなる混乱をもたらすと考えられる。短期で達成されるべき目標ではなく、IMFの緊急支援の主たる目的が国際収支の改善にあるとすれば、構造改革は政策パッケージの中で緊急性の低いものと考えられる。

最後にバランスを欠く投資・金融・資本自由化要求について考える。アジア

通貨危機時の原因の一つとして挙げられているのが未熟な金融・資本自由化政策であると考えられる。したがって、消極的な対応ではあるが、投資・金融・資本規制を強化すべきであるというのもアジア危機国にあると考えられる。IMF の処方箋に銀行システムに健全性、情報開示、監視強化等の対策も盛り込まれているが、投資・金融・資本の自由化を実現するだけで、危機の再発を未然に防止出来るかと考えると、甚だ疑わしい。これらの自由化に関するルールが十分に形成されていない現状で、ルールなき自由化を途上国に押し付けることは経済を混乱に陥れる可能性を孕んでいるのである。

このようにアジア通貨危機発生時の IMF の対応について考えてみると、適切でなかったと批判された理由は様々なところにあるが、いずれにせよ、批判を受けて IMF が改革を行ったことは事実である。では、どのような改善が行われたのか。また、改善された IMF の対応策とはどのようなものであるのかについて考えてみたい。

2節　IMF の改革と今後の対応

はじめに IMF の近年のガバナンス改革について考えたい。近年、世界経済の構図が大きく変化する中、統治機構としての IMF にガバナンス構造の見直しが求められてきた。第二次世界大戦後、IMF 等の国際機関は米国や欧州といった先進国の主導で設立され、そうした国々によって世界経済は牽引されてきた。しかし近年、新興国・途上国の台頭によって、米国や欧州による統治ではなく、こうした新興国や途上国の発言に目を向ける必要性が生じている。そこで IMF においては、新興国や途上国の発言権・代表権というものについて何度も議論された。

IMF のガバナンスでは専務理事が欧州出身者であったり、世界銀行は総裁が米国出身者であったりと、こうした「慣習」が批判を浴びている。しかし IMF において権利義務関係の基礎を成すのはクォータである。そこで近年は、そのクォータを求める算式の見直しに関する議論が盛んに行われた。そこで検討課題として、①世界経済の構造変化が適切に反映された新しいクォータ計算式を策定すること、②低所得国の投票権を拡大・維持するため、各国に等しく割り当てられる基礎票を増やすとともに、基礎票が全クォータに占める比率を一定

にするようなメカニズムを導入すること、などが合意された。

2011 年に改革案が出され、2015 年に合意に至った案では、新興市場及び途上国へのクォータのシェアの 6%以降を実現する IMF クォータの倍増が決定した。IMF の十大加盟国に BRICs を加えるというものである。加えて、最貧国の IMF における投票権も、その議決権が保護されることで、維持されるとしている。また、改革の完了に伴い、IMF 理事会も改革を行った。欧州先進国の 2 議席を削減し、新たに新興市場 2 か国を加え、クォータの変化を反映した理事会が誕生した。また、前述で問題として挙げた全ての理事に関しても選任方式で選出されることとなった。

では、このガバナンス改革について考えてみたい。IMF の十大加盟国の中 BRICs 諸国が名を連ねたことで、確かに IMF 内においての新興国の立ち位置は上がったものと考えられる(図 4－1)。

図 4－1　IMF クォータ比率

	第14次増資発効前		第14次増資発効後 (2010年12月15日総務会決議採択) (2016年1月26日発効)	
	国　名	シェア（%）	国　名	シェア（%）
1	アメリカ	17.68	アメリカ	17.41
2	日本	6.56	日本	6.46
3	ドイツ	6.12	中国	6.39
4	イギリス	4.51	ドイツ	5.59
5	フランス	4.51	イギリス	4.23
6	中国	4.00	フランス	4.23
7	イタリア	3.31	イタリア	3.16
8	サウジアラビア	2.93	インド	2.75
9	カナダ	2.67	ロシア	2.71
10	ロシア	2.50	ブラジル	2.32
11	インド	2.44	カナダ	2.31

（出典）財務省 HP より
（http://www.mof.go.jp/international_policy/imf/gaiyou.htm）

BRICs 諸国の順位が上昇していることから、これらの国々の投票権が事実上増加し、IMF においての発言権が増えたと考えられる。しかし、割合で見ると微々たるものであり、決して大きいと言えるものではなかろう。その意味では、未だに先進国主導の実態があると考えられ、改善の余地は大いにあると考えられる。他方、全ての理事の選出が選任方式で行われるという改革は、理事会において必ずしも先進国主導の形態をとるとは考えられず、一定の評価ができると言える。

IMF のガバナンス改革から実際に危機が発生した場合を考えると、危機に最も近い距離にいる新興国の発言力というのは未だ強いものであるとは言えず、IMF の融資の遅さを改善するということが出来るのかは難しいと考える。故に新たな通貨危機が発生した場合、アジア通貨危機時と同様に深刻なものとなってしまうのではないかと考える。

次にサーベイランス改革について考える。サーベイランスとは政策監視制度である。IMF 協定第 4 条において、加盟国は IMF 及び他の加盟国と協力し、安定性の促進に努めると規定されている。一方 IMF に対しては「国際通貨制度の実効的機能を確保すべく、国際通貨制度を監督」し、「加盟国の政策上の義務の遵守状況を監視すること」を責務と定めている。IMF の監視によって加盟国にコンサル(政策提言)をした後、それを当該国が実行に移すことが重要である。また、そうしたリスクが当該国のみならず、どこまで波及するのかということについても分析することが必要となった。そうして 2008 年「サーベイランス優先分野に関する声明」というものが発表された。これによれば、①多国間ないし地域間サーベイランスにおけるリスク分析の強化、②マクロ経済と金融部門を統合したサーベイランスの実施、③対内的・対外的政策波及効果の分析の強化が挙げられた。アジア通貨危機の際に多くの国に通貨危機が波及してしまったことから、こうしたサーベイランスの強化が求められたのである。

これについて今後の有効性を考えてみると、一定の効果があると考えられる。2010 年にギリシャ危機が発生したが、アジア通貨危機の時のように連鎖的に危機を招いたということはないと考えられるからだ。しかしギリシャ危機はアジア通貨危機と発生要因が異なるため、一概には有効性があるとは言えないのも現状だ。サーベイランスの優先分野として挙げられているリスク分析や波及効

果の分析といったことから、どれだけ当該国や近隣諸国に政策を提言し、またそれを実行させるかという点が重要になってくると考えられるが、IMF が強制的に政策を実行させるというのは、その国の情勢などもあり困難を極めるため、IMF と当該国の近隣諸国が連携して如何に危機を波及させないかというところが今後注目すべき点であると考える。

最後にコンディショナリティ改革について考える。1997 年にタイを震源として起きたアジア通貨危機に際し IMF はタイ・インドネシア・韓国に以下のようなコンディショナリティを設定した

	タイ	インドネシア	韓国
財政政策	98 年に若干の黒字 ・VAT を 7→10%へ ・公共料金および石油製品価格の値上げ ・歳出削減	98 年に GDP 比で 3.2%の赤字 ・消費税引き上げ ・インフラプロジェクトの延期と見直し ・電力料金、燃料価格引き上げに伴うエネルギー補助金削減	98 年に財政均衡 or 若干の黒字 ・歳入拡大と支出削減 ・石油税値上げ ・所得税と企業税の選択的値上げ
金融政策（緊縮政策）	インフレ率抑制や財政政策のために行う	財政目標達成のための緊縮金融政策	市場安定の回復と持続及びインフレ抑制のための緊縮政策
構造改革	国営企業の監視強化と民営化加速	・輸出入関税漸減と現存する非関税障壁撤廃（3 年間） ・インフラ整備への民間企業参入奨励	・貿易関連補助金、制限的な輸入許認可制、輸入多角化の廃止 ・資本自由化の加速

（出典）FRI 研究レポート No.32 May 1998 「アジア通貨危機における IMF 等の緊急支援とその評価」より作成

1節でも述べた通り、IMFはタイ、インドネシア、韓国に対して適切でないコンディショナリティを設定したことが、返って危機を深刻化させたと言われている。そこでIMFはこうしたコンディショナリティの改革を余儀なくされる。大きく変更したと考えられるのは、2006年に「コンディショナリティのガイドラインについての原則」を公表し、①各国の自主性の尊重、②融資条件の合理化、③各国状況に適合した支援プログラム、④他の国際機関との協力、⑤コンディショナリティの明確化、といった規定を設けた。これによりIMFのコンディショナリティはアジア通貨危機時のように不適切ではなくなったと言えよう。

このコンディショナリティ改革の有効性について考えてみると、以前はIMFによる押し付けのようなものであったコンディショナリティであるが、前述の原則①にある「各国の自主性の尊重」という点を考慮しているとすると、先に述べたサーベイランスの提言との差異を明確にしていくことが求められると考える。サーベイランスのような提言は強制力を持たないが、コンディショナリティには一定の強制力を持たせつつ、しかしIMFの押し付けになってしまってはいけないという難しさがあると考えられる。今後の危機発生時には、この一定の強制力をもってコンディショナリティを当該国に遂行させるということが課題なのではないかと思う。他方、アジア通貨危機時のように企業の倒産を引き起こして国内債務の増加に繋がるといった悪循環を生まないためにも③各国の状況に適合したプログラムというものの遵守が絶対条件となってくると考える。また、④他の国際機関との協力という点から、IMFのみならず世界銀行などの機関と協力して支援していくということも重要になってくるが、そうした他の国際機関が求めているコンディショナリティを如何に当該国のコンディショナリティに組み込んでいくかという点において難しさがあるのではないかと考える。

IMFはアジア通貨危機後に様々な改革を行い、あらゆる原則を定めたものの、それらを実際に発動してはいない。故に今後起こりうる危機に対して、こうした原則に則った的確な対応ができるかというところが今後の焦点となりうるだろう。

5章　通貨危機の予防策

1節　金融取引税

金融のグローバル化が進む中、その恩恵を享受しつつ弊害、つまり通貨危機が生じないようにすることが重要であると考える。通貨危機が発生した問題点として急激な資本移動や国内経済の脆弱性が挙げられる中、本節では資本移動に着目した予防策について考察する。

資本移動は長期的な資本と短期的な資本の動きに分けることができる。我々は新興国の成長に長期的な資本移動は必要不可欠であると考え、短期的な資本移動を抑制することで通貨危機を未然に防ぐことができると考えた。そこで短期資本移動規制として金融取引税[1]の導入を提案する。

金融取引税が通貨危機の予防策として期待されている要因として二つある。一つ目は比較的低い税率を設定することで短期資本の急激な移動を抑制しつつ、中・長期的な資本の移動にはあまり影響を与えない点である。現在ユーロ圏内で話し合われている共通の金融取引税を例に市場参加者への負担を考えてみる。この金融取引税では株式・債券に対して 0.1%、デリバティブに対して 0.01%の課税を想定している。これを基に、取引頻度の差から 1 年につき 250 営業日の際の税の年間コストを見てみる（図 5－1）。株式・債券取引に課税予定の0.1%を例にとると、行き帰りの 1 往復は、0.2%のコストがかかる。それが毎日行われるとすると、0.2%の 250 倍である 50%のコストが 1 年でかかることになる。それに比べて、3 ヶ月毎の 1 往復であれば 1 年に月 0.8%のコストがかかるようになる。このように短期の資本移動に対して、長期の資本移動におけるコストが低いゆえに長期の資本移動を妨げることなく短期の資本移動を抑制することが可能であると考えられる。

[1] J.Tobin が 1972 年に提唱した国際的な金融投資のための為替取引に対する税を根本的な考え方とする資本取引規制の一種。金融取引税の導入の技術的問題として、課税ベースの設定、課税対象の選定、税率の設定、為替取引時の実施などの課題がある。

図 5－1　往復の頻度に応じた、税の年間コスト（%）

税率（%）	往復（%）	1 日	1 週間	1 ヶ月	3 ヶ月	6 ヶ月	1 年
0.1	0.2	50	10.4	2.4	0.8	0.4	0.2
0.01	0.02	5	1.0	0.2	0.08	0.04	0.02

注：1 年は 250 日、52 週、12 ヶ月との仮定を用いている。

二つ目に金融取引税での税収は脆弱な国際通貨・金融システムを再構築する資金や今後通貨危機が生じた際の支援資金として活用される可能性が考えられる。これらは通貨危機の対応策としての側面も持つ。我々はあくまで短期の資本移動を抑制することで通貨危機の発生を予防する策を提案するため、税率の設定や税収の試算については触れないこととする。

このような金融のグローバル化の進展による大量の短期資本移動を抑制することで通貨危機を予防するために金融取引税の導入が必要である。

2節　金融取引税の提案モデル

前節では金融取引税による資本移動規制の効力を述べたが、本節では金融取引税を実現させるためのモデル解説について述べる。

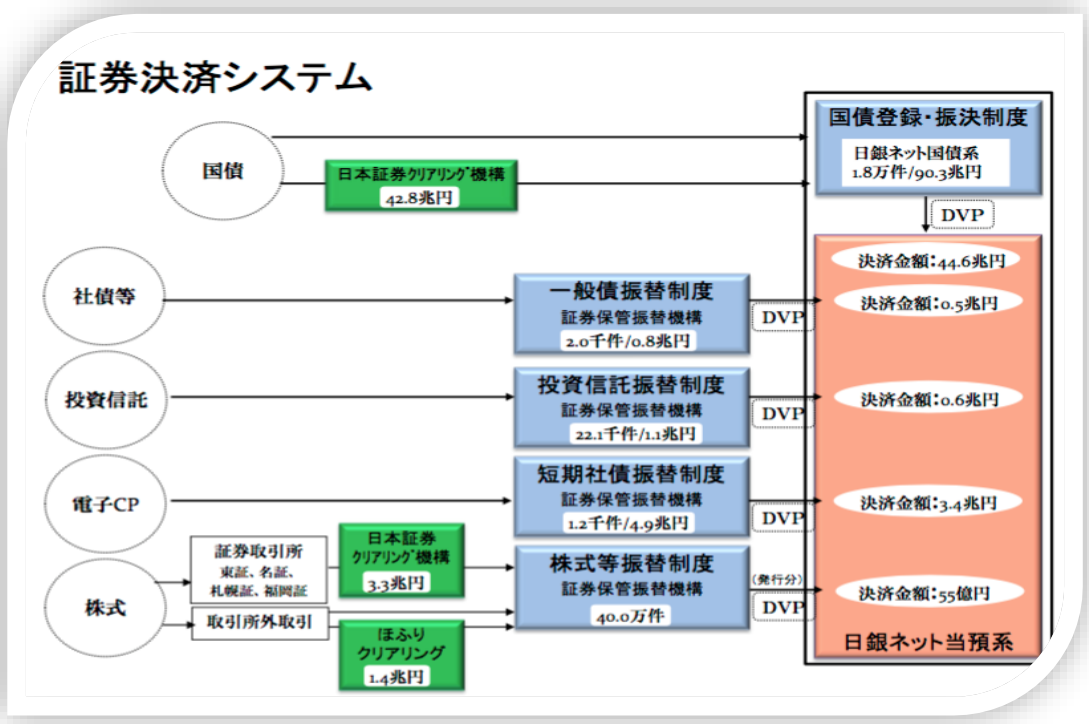
近年新興国のプレゼンスが高まり、新興国の台頭が世界経済の成長エンジンとして期待されている。その過程で世界経済の運営主体が G7 から G20 へと重きが置かれたことを背景として、我々は G20 を課税ベースとする金融取引税を提案する。

このモデルの特徴として徴税を各国の支払地で行うことで課税逃れを抑制するというものがある。売買の過程には交渉、会計、決済の三段階を要し、そのいずれかで課税を課す必要がある。中でも決済を行う支払地で課税を行う利点として徴収が完全に電子化されていることによるコストが低い点、個別の取引それぞれが課税される点があげられる。

各国の支払地での徴税を行うために RTGS（Real-Time Gross Settlement）システムでの課税を提案する。RTGS システムとは即時グロス決済システムの略で、支払い取引を一つずつ決済するシステムのことである。例として日本の

証券決済における RTGS システムを挙げる。図 5－2 を見てわかるように証券のやり取りをした際にはクリアリング[2]を介するか否かの違いはあるがすべての取引は日銀ネット当座系、つまり RTGS システムを必ず介する必要がある。課税逃れを行おうとしても国内支払いシステムを一度は介するため抑止される と考えられる。

図 5－2 日本における証券決済システム



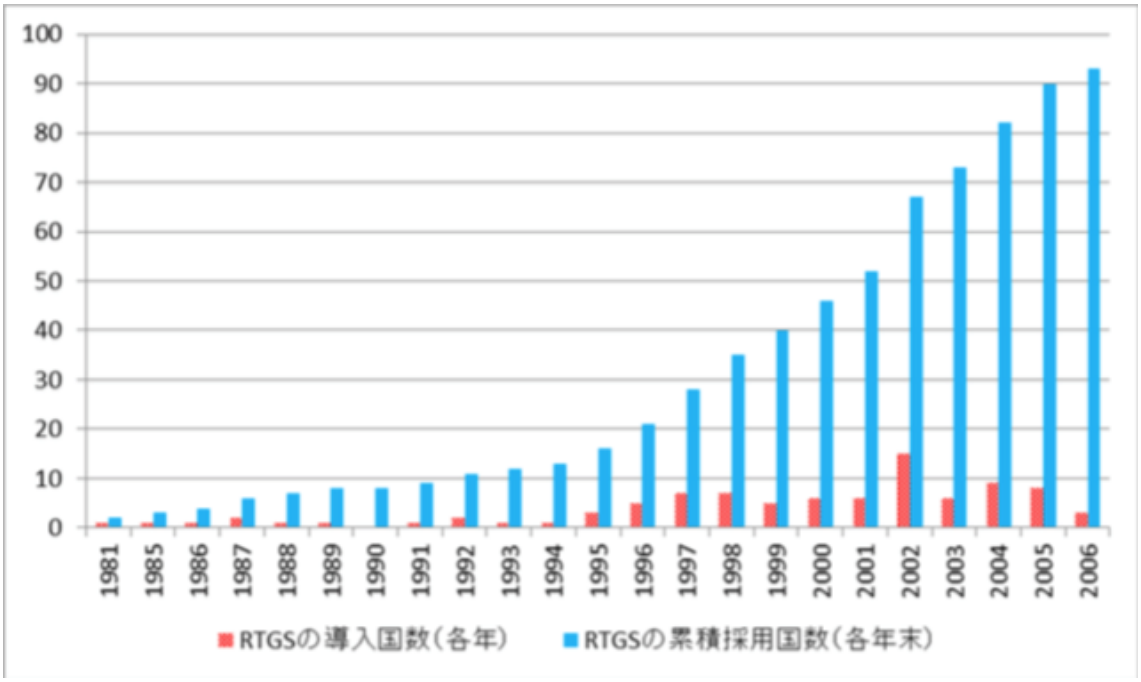
(注)計数は、2013 年の 1 営業日平均。清算機関の計数は債務引受高 。
（出典）日本銀行決済機構局

「国内支払いシステムを通じて税を徴収することは、すべての金融取引のトレーサビリティー（追跡可能性）という利点をもたらすのみならず、とりわけ、政府にとって、自国の公的機関を通じて金融取引に対する監視を行い、法律を遵守させることを可能にするという利点をもたらすものである。」（ブリュノ・ジュタン、2006、187）とあるように RTGS システムにおける課税によって脱

[2] 相殺決済

税の可能性は最小限に押さえられる。またRTGSシステムの採用国が増加していることも本モデルが今後 G20 の枠組みを超えて世界中で金融取引税を導入する際の礎となるのではないだろうか(図 5-3)。世界銀行の調査によると 2010 年末には、139 カ国中 116 カ国で採用されており、世界全体の 83%が使用する決済システムとして注目を集めている。金融取引税に対する脱税をゼロにすることは、所得税や消費税などのすべての税金において見られる脱税の例のように現実的ではないだろう。つまり脱税や租税回避の企て一つ一つに対して、適用方法や適用範囲などの法律の柔軟な修正を行うことで対応していくほかないのである。

図 5-3　RTGS システム採用国の推移



(出典)中央銀行部会研究会

そこで次に考えられるのは本モデルを管理する国際条約や税導入に必要な技術的基準の定義などを交渉する場の必要性である。その場には FSB(Financial Stability Board)がふさわしいであろう。FSB では国際的な金融規制や監督、その他の金融セクター政策の策定、実施を目的に G20 を含む主要 25 カ国と IMF や BIS、世界銀行といった国際機関が協議を行う場を提供している。

3 節　金融取引税実現への課題

1972 年に為替取引課税であるトービン税が提唱されて以降、様々な課題が挙げられてきた。金融取引税における課題は、①世界全体で導入されなければタックスヘイブンへの逃避や、新たな金融商品の誕生による課税逃れ生じるのではないのか、②自国金融取引が縮小する可能性があるのではないか、③税収の管理、使用用途について明確な基準が必要である、という 3 つに大別されると言えるだろう。そこで前節のモデルを基にこれらの課題に対処しているのかを見ていく。

第一に世界全体での導入がなされなければ効果がないという課題について考える。ここでは主に課税逃れの可能性について指摘されている。この問題に対処するために前節で述べた RTGS システムへの課税が効果を発揮する。RTGS システムを遵守しない銀行やその他の金融機関には、すべての RTGS システムへのアクセスを拒否するなど強固な罰則を国際条約に盛り込むことでタックスヘイブンへの逃避を抑制することが考えられる。また新たな金融商品の誕生は抑制できるものではなく、その都度国際条約を柔軟に更新していくことが必要である。

第二に自国金融取引が縮小する可能性について考える。我々が本システムで対象とするのは短期の資本移動であり、それが縮小する可能性は十分にありえるだろう。しかし、新興国の成長に大きな影響を与える長期の資本移動に関しては引き続き行われるものだと考える。

第三に税収の管理、使用用途についての明確な基準について考える。この課題に関しては FSB での協議が必要であるが、最終的な目標としては国際条約の運用や税導入時の技術的サポート、諸国間での税収の分配などを行う新しい国際機関の創設が考えられる。

以上より、通貨危機を予防するために短期的な資本移動を規制する金融取引税の導入を提案する。

おわりに

1980 年代から顕著となった金融のグローバル化は大量の資本流入をもたらし、新興国経済の成長に影響をもたらした。その反面バブルや通貨危機といった弊害をももたらした。アジアの新興国で生じた通貨危機は金融のグローバル化によってもたらされた短期の資本流出入によって生じた新しい通貨危機のモデルであり、今後新興国が持続的な経済成長を遂げるためにはこの金融のグローバル化の負の側面を抑制する必要がある。そこで通貨危機の対応策と予防策について独自の見解を展開した。

対応策においては IMF が行ったアジア通貨危機時の対応には妥当ではない点が多く見受けられ、構造改革やコンディショナリティの改善など大きな改革が行われた。しかし、改革の中には今後通貨危機が生じた際になされる対策として妥当ではないものも見受けられ、今後のさらなる改革が必要だという結論に至った。

予防策については短期の資本移動を規制するための金融取引税の提案を行った。1972 年に提唱された金融取引税の前身であるトービン税から続く批判、課題に対する対処策を考察した。我々は G20 を課税ベースとする金融取引税のモデルを提案し、決済を行う支払地への課税や、各国決済システムでの徴税など独自の意見を展開した。

金融グローバル化の進展に伴い新興国はプレゼンスを高めている。新興国の経済成長ないしは、それを成長エンジンとする世界経済の成長には金融のグローバル化の弊害を抑える事が重要である。そこで金融取引税のようなグローバルな対策を考えるべきである。

【参考文献】

■　本

・打込茂子(2003)『変革期の国際金融システム～金融グローバル化の影響と政策対応～』日本評論社

・佐藤隆文・平川均(2003)『通貨危機後のアジア経済と改革への展望～タイ・インドネシア・韓国を中心に～』日本図書センター

・栗林世(1999)『連合総研ブックレット No.2 ～金融のグローバル化を考える～』連合総合生活開発研究所

・信用理論研究学会(2006)『金融グローバリゼーションの理論』大月書店

・上川孝夫、新岡智、増田正人(2000)『通貨危機の政治経済学～21 世紀システムの展望～』日本経済評論社

・上川孝夫、藤田誠一(2016)『現代国際金融論第 4 版』有斐閣

・倉都康行(2015)『12 大事件でよむ現代金融入門』ダイヤモンド社

・白石渉(1996)『通貨危機～そのメカニズムとマクロ経済への影響』清文社

・高田太久吉(2000)『金融のグローバル化を読み解く《10 のポイント》』新日本出版社

・滝井光夫、福島光丘(1998)『アジア通貨危機～東アジアの動向と展望～』日本貿易振興会（JETRO）

・谷内満(1997)『アジアの成長と金融』東洋経済新報社

・日本総合研究所調査部金融ビジネス調査グループ(2010)『グローバル金融危機後の金融システムの構図』金融財政事情研究会

・三尾寿幸(2003)『金融政策レジームと通貨危機』アジア経済研究所

■　論文

・経済産業省(各年版)「通商白書」

・大和総研(2013)「新興国の成長鈍化はなぜか？」

・内閣府(各年版)「世界経済の潮流」

・日本銀行(2010)「新興国の国際資金フローと資産価格の変動」

・みずほ総合研究所(2015)「新興国不安の現実化リスク」

・三菱総合研究所政策・経済研究センター(2015)「資金流出に直面する新興国経済」

・三菱総合研究所「新興国経済」
・BNP パリバ証券(2015)「新興国バブル、資源バブルの崩壊とバブル代替」