

【寄稿論文】

アジア通貨危機が遺したもの

－資本流出の側面からの再考察－

アジア成長研究所特別教授／大阪大学名誉教授 高木 信二

要旨

本稿は、「アジア通貨危機」（1997～98年）から学習された教訓を、資本流出の側面から再考察する。アジア通貨危機の教訓というとき、IMFの失策（それも不適切な緊縮的財政コンディショナリティー）という文脈で語られることが多い。しかし、本稿では、IMFの過ちが、「資本逆流」という通貨危機の本質を十分に理解していなかったことにあったと議論する。資本逆流の規模を過小予測したため、必要とされる経常収支調整も過小予測し、経済成長を過大予測することになった。さらに、外貨建て対外純債務がある状況下で、為替レート減価が民間部門のバランスシートを通して実体経済に与える負の影響も、十分把握していなかった。緊縮財政は、結果的な失策だったのである。資本勘定に起因する危機の管理には、資本流出を抑えることが大切である。これは自明のように思えるが、当時は、資本自由化をイデオロギーとして標榜する時代であった。資本流出を抑えるために、行政措置に訴えることなど論外だったのだ。本稿では、アジア通貨危機を契機として、資本移動を費用便益の観点から見る現実主義が国際社会の規範となったことを示す。今や、資本流出規制は、危機管理の常套手段として受け入れられており、TPP協定を含む多くの自由貿易協定では、危機時、締結国がマクロ安定を目的とした資本移動規制を導入できることが明記されている。このように、アジア通貨危機の教訓は学習され、アジア太平洋地域を含む国際経済の骨組みの一部となったのである。

1. はじめに

本稿は、「アジア通貨危機」から学習された教訓を、資本流出の側面から再考察する。将来、20世紀の国際通貨制度史が語られるとき、アジア通貨危機は、間違いなく、政策、制度両面においてもっとも重大な出来事の1つであったとみなされるだろう。現行国際金融アーキテクチャーの多くの要素は、程度差はあれ、アジア通貨危機の経験を踏まえて構築されたものである（高木、2013）。アジアにおいては、2000年、ASEAN諸国に日中韓を加えた「ASEAN + 3」によって、二国間通貨スワップ取り決めのネットワークである「チェンマイ・イニシアティブ（Chiang Mai Initiative : CMI）」が合意され、2010年、Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM) として多角化された。現在、CMIMの資金規模は2,400億米ドルであり、「ASEAN + 3 マクロ経済リ

サーチ・オフィス (ASEAN + 3 Macroeconomic Research Office : AMRO)」によってサポートされている。AMRO は国家間合意に裏付けられた国際機関であり、AMRO-CMIM の仕組みは、国際通貨基金 (International Monetary Fund : IMF) のアジア版だともいえる。このように具現化した地域金融協力は、アジア危機時における IMF 対応への不満なくして、生まれえなかった。

アジア通貨危機の教訓というとき、少なくともアジアでは、IMF の失策という文脈で語られることが多い。アジア危機というのは、1997~98 年にかけて、外国資本の導入によって奇跡的な経済発展を遂げた国々が、急激かつ巨額の資本流出に見舞われ、通貨の暴落あるいは外貨準備の枯渇を経験したことを指す。このうち、タイ、インドネシア、韓国の3カ国は、市場アクセスを失い、やむなく IMF に金融支援を求めに至った。しかし、IMF 介入にもかかわらず、通貨は下落し続け、3カ国とも大きな景気後退を経験したのである。この結果、IMF の信用と権威は、とくにアジアにおいて、失墜した。

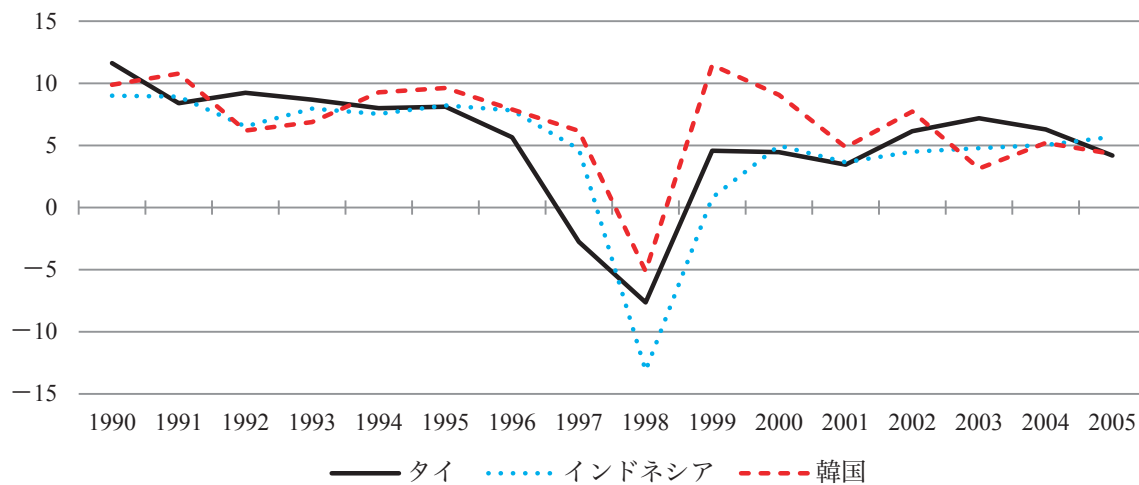
IMF 支援は、資金返済を確保するためのマクロ・構造政策を条件に提供される。コンディショナリティーと呼ばれるものである (高木他, 1994)。アジア危機時の IMF 対応の批判は多岐にわたるが、主要なものは、緊縮的なマクロ・コンディショナリティーが景気後退を起こした、広範囲の構造コンディショナリティーが国家主権を侵害した、というものである (Takagi, 2011, 2016)。本稿では、IMF コンディショナリティーでなく、背後にあるより根本的な要因、すなわち、IMF が「資本逆流 (capital flow reversal)」という通貨危機の本質を十分に理解していなかったという点に注目する。そもそも、通貨危機とは、流入した資本が、何らかの理由で、急激に流出することに他ならない。危機の発生と解決が国際資本移動と密接に関わっているのは明白であろう。危機には予防という側面もある。危機予防という観点からは、投機的資本流入をいかに抑えるかという点が重要になるが、本稿では、危機解決の観点から、資本流出に焦点を当てる。以下、資本流出の側面からアジア危機の教訓を再考察し、資本流出管理に関する国際社会の見解の変遷を概観したい。

2. 新しいタイプの通貨危機

アジア通貨危機は、經常勘定に起因する従来型の危機 (超過輸入による外貨準備取崩しによって生じる危機) と違い、資本勘定に起因する新しいタイプの危機 (急激な資本流出による外貨準備取崩しによって生じる危機) であった。後者の場合、危機の発生は、投資家期待に左右され、マクロ経済が健全に見えていても、急激に進行することがありえる。たとえば、1997年、IMF は危機勃発のほんの2、3カ月前まで、インドネシアと韓国について、きわめて楽観的な経済見通しを抱いていたのである。国際投資家が懸念していた金融的脆弱性は、マクロ経済変数とは異なり、外に見える性格のものでなかったからである (IEO, 2003)。

アジア通貨危機は、最初の資本勘定危機ではない。1992年および93年、欧州通貨制度において、英ポンド、伊リラ、独マルクなどが、投機的攻撃に見舞われ、固定相場メカニズムからの離脱あるいは相場変動幅の拡大を余儀なくされた。1994年のメキシコ危機も、投資家期待が決定的な役割を果たす資本勘定危機であった。IMF 専務理事ミシェル・カミュデシュは、それを「21世

図1 タイ、インドネシア、韓国の経済成長（単位：年率％，1990～2005年）



(出所) IMF, *World Economic Outlook database*, October 2020.

「紀最初の金融危機」と呼ぶことによって (Fischer, 2001), 新しい世代の通貨危機が、国際資本移動を通じた民間投資家行動に起因することを表現したのであった。しかし、欧州通貨危機を経験したのは先進諸国であり、市場アクセスを失ったわけではなかった。メキシコの場合、隣国アメリカの迅速な金融支援により、さほど大きなダメージを被らずに危機克服が可能となった。国際社会が新しいタイプの通貨危機によって真に試されたのは、アジア通貨危機が最初であったのだ。タイ、インドネシア、韓国の3カ国は、市場アクセスを失い、IMF 支援を求める以外に選択肢はなかった。

アジア通貨危機が国際社会に強烈な印象を与えた理由の1つは、それが世界でもっともダイナミックな地域で起きたからである。3カ国をみると、危機前7年間、平均経済成長率は年率8%を優に上回っていた (図1)。当初の期待は、多少減速するものの、素早く回復するであろうというものであったが、実際には、3カ国とも、1997～98年にかけて、大きな景気後退を経験したのである。1998年の経済成長率は、タイで8%、インドネシアで-13%、韓国で-5%のマイナスであった。経済の落ち込みがとくに顕著であったインドネシアでは、経済危機は政治危機に変わり、長くインドネシアを統治したスハルト大統領が失脚するに至った。通貨危機が、何故、これほど大きな景気後退をもたらしたのか。この疑問への解答が、国際社会がアジア危機から学んだ教訓の1つなのである。以下、その解答が資本逆流という資本勘定危機の本質にあることを示そう。

3. IMF とアジア通貨危機

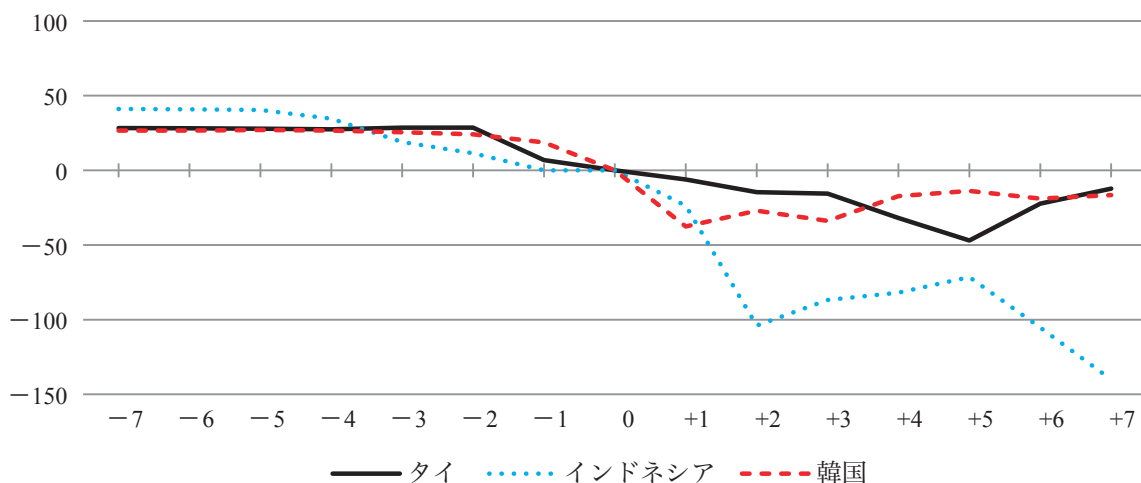
前述の通り、IMF は金融支援と引き換えに、資金返済を確保するための調整プログラムを要求する。3カ国とも、IMF プログラムの内容は、(i) 例外的に大規模な融資、(ii) 緊縮的財政金融政策、(iii) 金融部門再編、(iv) 効率性向上を目的とする構造改革を柱とするものであった。危機管

理を目的としたコンディショナリティーとしては、当時、標準的なものであった。資本流出に直接働きかける措置は、当初、含まれていなかった。IMFプログラムの目的は、過度の痛みを伴う急激なマクロ調整を回避するため、市場アクセスを失った国に公的資金を提供することである。マクロ調整をすべて回避することではない。危機の背後には、何らかのマクロ的インバランスがある。原因に対処することなく、本質的な解決はあり得ない。危機におけるIMFの役割とは、調整の痛みを社会的に受け入れられる範囲に和らげるべく、融資と調整の適切な組み合わせを図ることである。

通貨危機とは必然的に通貨暴落を伴うから、アジア3カ国が通貨価値の下落を経験したことはいうまでもない(図2)。国際通貨制度の番人としてのIMFの権威が失墜したのは、IMF介入が為替市場を安定化させるだろうという期待に反して、通貨が減価し続けたからである。IMF介入直前と比べて、通貨はタイでは最大47%、韓国では最大37%も減価した。為替の下落は、インドネシアの場合、さらに顕著であった。ルピアの対米ドル価値は、IMF合意(1997年11月)直前の3,600から、翌年1月には10,375、さらに6月には14,900まで減価したのである。

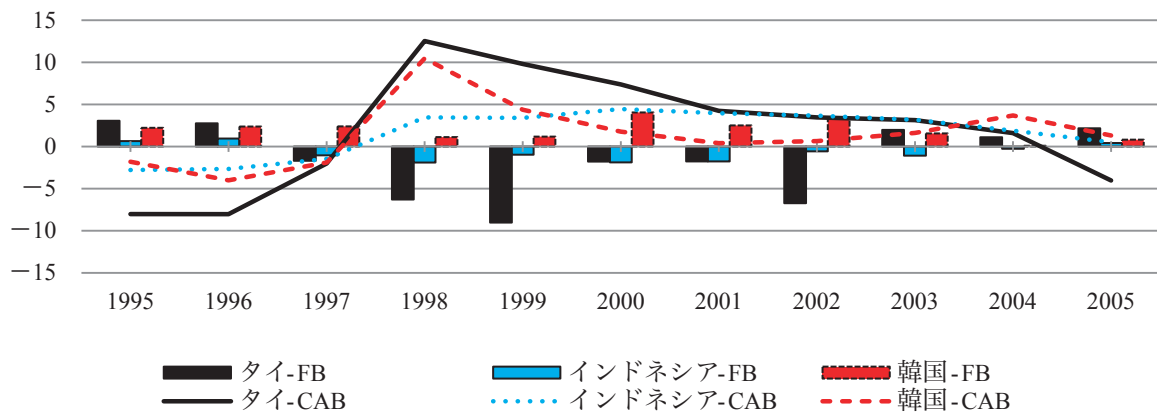
IMFが求めた緊縮的財政に関しては、財政を引き締めれば、景気後退を助長しかねず、誤りであったと広く批判されている(Furman and Stiglitz, 1998; Ito, 2007)。アジア通貨危機における代表的なIMF批判だといってもよい。通常、IMF融資では、緊縮財政が要求される。危機の背後にあるマクロ的インバランスが、ほとんどの場合、市場によって維持不可能と見なされる財政赤字にあるからである。ところが、アジア危機3カ国の場合、危機前数年間、比較的健全な財政政策をとっていた(図3)。にもかかわらず、IMFは、当初、緊縮的財政(財政黒字)を要求したのである。

図2 タイ、インドネシア、韓国における対米ドル為替レートの動き
(月末値、危機勃発月からの%乖離、1997~98年)



(注) 危機勃発月は、タイでは1997年7月、インドネシア、韓国では1997年11月と想定。
(出所) IMF, *International Financial Statistics* に基づく筆者の推計。

図3 タイ、インドネシア、韓国の財政収支 (FB) と経常収支 (CAB)
(単位: GDP 比%, 1995~2005 年)



(出所) IMF, *World Economic Outlook database*, October 2020.

4. IMFは何を誤ったのか

緊縮財政の批判は、事後的には正しい。しかし、当初、IMFは経済成長がマイナスになるとは想定していなかった。過ちはコンディショナリティーそのものではなく、仮定にあったのだ。IMFは、3カ国すべてにおいて、当年および翌年の実質経済成長をプラスとみていた(表1a)。すなわち、1998年の予測成長率は、タイで年率2.5%、インドネシアで5%、韓国で6%であった(実現値は、それぞれ、マイナス7.6%、マイナス13.1%、マイナス5.1%)。財政出動によって景気を下支えするという発想は、そもそもなかったのである。

表1 タイ、インドネシア、韓国におけるIMF融資プログラムのマクロ仮定(1997年)

	前年(実現値)	当年(プログラムある いは予測値)	翌年(プログラム値)
a. 実質経済成長(単位: 年率%)			
タイ	6.4	2.5	3.5
インドネシア	8.1	5.0	3.0
韓国	7.1	6.0	2.5
b. 経常収支(単位: 10億米ドル; 括弧内はGDP比%)			
タイ	-14.7 (-7.9)	-9.0 (-5.0)	-5.3 (-3.0)
インドネシア	-7.7 (-4.9)	-5.8 (-2.7)	-4.9 (-2.2)
韓国	-23.7 (-4.9)	-13.8 (-3.1)	-2.3 (-0.6)
c. 財政収支(単位: GDP比%)			
タイ	2.2	1.0	1.0
インドネシア	1.2	1.0	1.0
韓国	0.3	0.8	0.2

(注) 暦年あるいは年度。

(出所) IMF資料。

では、何故、IMFは緊縮財政を求めたのか。この理由を理解するために、以下のような、恒等式を考えよう。

$$CAB = (SP - IP) + (T - G) \quad (1)$$

ただし、 CAB は経常収支、 SP は民間貯蓄、 IP は民間投資、 T は税収、 G は政府支出である。(1)式は、経常収支が純民間貯蓄と財政黒字の和に等しいことを示している。資本勘定に起因する通貨危機では、純資本流入の減少に対応して、経常収支が正の方向に動かなければならない($d CAB > 0$, 赤字縮小あるいは黒字化)。短期的には、輸出量の十分な調整は期待できない。すると、民間部門の調整負担を軽減するためには、政府部門収支を黒字化すること($d(T - G) > 0$)が必要とされるのである。

では、何故、経済成長に関して、楽観的仮定を立てたのか。それは、資本逆流という資本勘定危機の本質を十分に理解しておらず、資本逆流が実体経済に直接与える負の影響を過小評価したからである。IMFは危機勃発の翌年(1998年)、経常収支が赤字にとどまるであろうと予測していた(表1b)。すなわち、1997~98年にかけて、経常収支調整が、タイでGDP比2.9%、インドネシアで同2.2%、韓国で同1.8%に過ぎないと見込んでいた。公的資本流入により、民間資本流出を見込んでも、全体の純流入がプラスにとどまると予想していたのである。ところが、現実には、経常収支は、それぞれ、14%以上、約5%、約12%も動き、3カ国すべてにおいて、赤字は黒字に転じた。想定以上の民間資本流出が起こったのである。

5. アジア通貨危機の教訓

資本逆流の直接的な負の影響を十分に理解しなかったのは、決してIMFに限ったことではない。これには、4つの側面がある。第1は、繰り返しになるが、資本勘定危機がそもそも資本逆流という根本的な性格を有していることを十分に理解しなかったことである。

第2は、通貨の減価が輸出を促進する効果を過大評価したことである(Boorman et al., 2000)。経常勘定に起因する従来型の通貨危機では、IMFは通貨切下げを求めるのが一般的であった。切下げにより、輸出を促進し、輸入を抑制することで、経常勘定危機の原因である経常収支赤字を縮小ないし黒字化させるためである。アジア通貨危機においても、IMFは為替レートの減価が、輸出促進を通して実体経済にプラスの影響を与えると見込んでいた。現実には、仮にそうした効果があったとしても、資本流出の速度と規模に照らして、危機解決に足るものではなかった。

第3は、為替レート減価が、ストックを通して実体経済に与える効果を十分に考慮しなかったことである。アジア危機国は、外貨建て対外資金を取り入れていたため、減価は自国通貨建ての負債額を増やし、銀行や企業の債務超過を引き起こす状況にあった。こうした為替変動のバランスシート効果は、開発経済学では広く認識されていたが、国際マクロ経済学では、Diaz-Alejandro(1963)以来、ほとんど忘れられていたといってもよい。学問の対象が、自国通貨で資金調達できる先進諸国を中心としていたからである。外貨建て純債務のある国では、通貨危機は、為替レ-

ト減価を通して、経済活動に負の影響を与えるのである。バランスシート効果の再認識は、アジア危機の大きな教訓の1つであった^{注1)}。

最後に、IMF 介入が外国投資家に与える「触媒効果 (catalytic effect)」を過大評価していた。資本勘定が開放されていると、危機時、潜在的資本流出量に限りはない。国内投資家でさえ、自国通貨を外貨に交換し、それを海外に持ち出すことが可能だからである。他方、IMF や他公的機関が提供できる融資額には限りがある。IMF の役割とは、危機の原因に対処するに十分な政策が採られるという確信を与え、投資家が資金を国外に持ち出すインセンティブを抑える、あるいは、新規の投資を呼び込むことである。これが IMF 支援の触媒効果である。アジア通貨危機の当初、IMF や国際社会は、IMF 介入の事実だけで、市場が安定化するのではないかと楽観視していた。だが、IMF 介入後も、資本流出は続き、結果的に、公的資金は、民間資本逃避をファイナンスすることになったのである。危機国の観点からは、対外債権者が、民間部門から公的部門にシフトしたに過ぎなかった。

経済成長の過大予測は、経常収支調整（赤字減少または黒字化）の過小予測と表裏の関係にある。短期的に輸出拡大が見込めない状況で、経常収支が大幅に黒字化するには、輸入が激減しなければならない。そのためには、輸入需要すなわち所得が激減する必要があるのである。IMF が当初要求した緊縮財政は、経済成長の過大予測の結果に過ぎない。緊縮財政は結果的な失策に過ぎず、IMF の根本的な過ちとは、資本逆流という資本勘定危機の本質と、付随する経済活動の落ち込みを十分に理解しなかったことである。

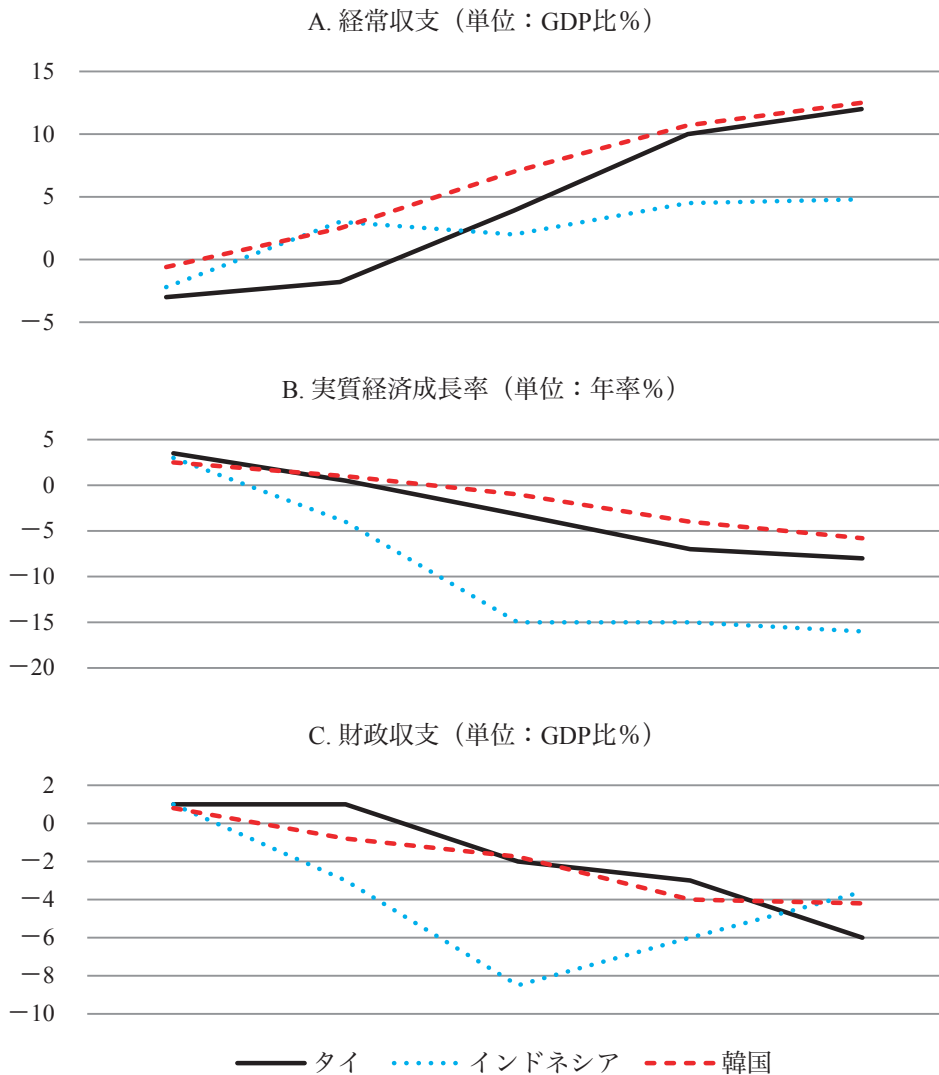
その結果、3カ国とも、IMF は、当初、GDP 比 1%ほどの比較的小さな財政黒字を求めている（表 1c）。しかし、資本逆流と景気後退の規模が明らかになると、IMF プログラムは財政緩和を段階的に容認した。図 4 は、1998 年を通して、時間の経過とともに IMF がいかに学習したかを示している。タイに関しては、経済成長の予測が、当初の年率プラス 3.5%からマイナス 7%に下方修正されると、財政収支の目標も、当初の GDP 比プラス 1%からマイナス 3%に下方修正された。同様に、韓国でも、財政収支が GDP 比 0.8%の黒字から 4%の赤字になることを許容した。インドネシアの場合、IMF は財政収支が 1%の黒字から最大 8.5%の赤字になることを許容したが、当局は許容された財政スペースを十分に活用することができず、実現値は 3.6%の赤字にとどまった。不十分な財政拡大は、IMF の失策ではなく、国家能力の問題である。3カ国すべてにおいて、当初の緊縮財政は即座かつ大幅に是正されたから、当初の緊縮財政が景気後退を起こしたと議論するには無理がある。

6. IMF と国際資本移動

以上、資本逆流が、フロー面では経常収支調整を通して、ストック面では為替レート減価のバランスシート効果を通して、経済活動に負の影響を与えることを示した。IMF の誤りは、資本逆流を過小評価したことである。IMF が当初求めた緊縮的財政は、マクロ仮定から派生したもので

注 1) その後、IMF は日常的にバランスシートに注目するようになり、危機時、為替レートの減価が、負債と資産の通貨・期間ミスマッチを通して、実体経済に与える影響を分析している (Allen et al., 2002; Rosenberg et al., 2005)。

図4 タイ、インドネシア、韓国における1998年マクロ予測値の調整



(注) 暦年あるいは年度。水平軸の左から右にかけて、時間の経過とともに、同年のマクロ予測がどのように調整されたかを示す。最終値は、当初実現値。

(出所) IMF 資料に基づく筆者の推計。

あって、それ自体が誤りであったわけではない。このように見ると、危機解決手段として、資本流出に直接働きかけるという発想はなかったのかという疑問が生じる。資本流出さえ止めれば、輸入が落ち込む必要はなく、通貨が減価し、負のバランスシート効果が生じる必要もない。すると、景気後退は避けられたのではないか。

経済学用語で、資本移動に直接働きかける措置は、資本規制 (capital control) と呼ばれる。1945年、IMFが戦後国際通貨制度の番人として設立された際、資本規制は為替や金融の安定化のため必要不可欠な措置だと考えられていた。IMF条約には、經常取引のための支払いを妨げない限り、加盟国が資本移動を制限する権利を有すること、融資の際、IMF資金が民間資本逃避をファイ

ナンスしないよう、被融資国に資本規制の導入を求めることができることが、明記されている^{注2)}。

ところが、1960年代、経済協力開発機構（Organization for Economic Cooperation and Development：OECD）の枠組みで、資本自由化が国際経済の規範として掲げられるようになった^{注3)}。この流れは、当初、先進諸国に限られていたが、1980年代の自由主義的経済思想の台頭、1990年代の移行経済による急進的自由化政策を背景に全世界的なものとなり、1997年、自由化の機運は頂点に達した。同年9月、アジア通貨危機の最中、IMFの諮問機関「暫定委員会」は理事会に、協定を改定し、資本自由化の推進をIMFの目的として加えるよう指示したのである（IEO, 2005）。このような状況下、IMFスタッフはいうまでもなく、被支援国当局さえ、資本移動を妨げる措置を危機解決の手段として使うことなど、論外であった。

7. アジア通貨危機と資本規制

とはいえ、資本流出に働きかける措置が、まったくとられなかったわけではない。タイ当局は、1997年5月、IMF支援を求める前、外貨交換目的のバツ貸しを国内銀行に禁止していた（Kawai and Takagi, 2004）。バツの投機売り手段としてのスワップ市場を閉鎖するためである。国際社会が、資本流出規制に概して反対の立場をとったのは、それが一方的に課せられるとき、投資ルールの事後的変更になるからである。しかし、タイの措置は、外国投資家が投資資金を海外に持ち出すことを禁止するものではなかった。金融安定化のためのいわばブルーデンシヤル規制といってもよい。その効果がいかにほどであったかは定かでないが、7月、バツの変動相場制移行を止めることはできなかった^{注4)}。

債権者との合意に基づいた規制は、一方的なルール変更とはならない。銀行が自主的に資金を引き揚げないと約束する場合、それは満期を迎える信用供与を延長することであるから、「乗り換え」を意味するロールオーバー（rollover）合意と呼ばれる。より一般的には、危機管理に民間債権者の力を借りることは、「民間部門関与」（private sector involvement：PSI）と呼ばれる。危機管理に必要な金銭的貢献を、公的部門だけが負担するのではなく、民間部門にも負担させようという考えである。

PSIの最初の成功例は、韓国であった。韓国では、1997年12月初め、当初のIMF介入がウォン相場の安定化に失敗した。そこで浮上したのが、日米欧の主要銀行とロールオーバー合意に向けた交渉をすることであった。主要外国銀行はそれぞれ本国当局の説得に応じ、12月下旬、韓国政府との間で、国内銀行への信用供与を現行水準で維持することに合意した（「クリスマス合意」）。合意自体に強制力はなかったが、その遵守は、各国中央銀行およびIMFによって監視された。翌年、短期銀行信用は、外国銀行側に有利な条件で、中期債に置き換えられ、この時点で、韓国危機は終息したと考えられている。

注2) IMF Articles of Agreement, Article VI, Sections 1 and 3.

注3) 日本も、1964年のOECD加盟後、段階的に資本自由化を進め、1980年ごろまでに、ほぼ全資本移動に対して規制を撤廃するに至った（Takagi, 2015）。

注4) 当規制は、翌年（1998年）1月、撤廃された。

韓国のように、危機前の資本流入の大部分が銀行信用である場合、PSIの交渉は比較的容易である。主要銀行は政府中央銀行と強い人的関係を有し、さらに、交渉の当事者数が限られるからである。1999年のブラジル危機でも、韓国と同様なPSIが当初から試みられた。その後、このようなPSIは危機管理を目的とするIMFプログラムの標準的要素となっている。2008年、グローバル金融危機でも、ハンガリー、ラトビア、ウクライナで試みられた。これらの国では、国内銀行部門の相当な部分が外国銀行によって占められている。このような状況下、当局は、外国銀行の本国当局と協力して、国内支店や現地法人から信用を引き揚げないという確約を得たのである。翌年、この合意は「ウイーン・イニシアティブ (Vienna Initiative)」として形式化され、他欧州危機国にも適用された (Aslund, 2010 ; Berglof, 2012 ; de Haas et al., 2012)。

ところが、マレーシアの資本流出規制は、性格が異なっていた^{注5)}。1998年夏、マレーシア当局は、国内銀行が非居住者に供与するスワップ資金を2百万ドルに限定した。ここまでは、先にタイ当局が採った措置に準ずるものである。しかし、同9月、リングットをドルに対して固定すると同時に、国内停留1年以下の海外資金の流出を原則禁止したのである (Kawai and Takagi, 2004) ^{注6)}。これは明らかに一方的なルール変更であり、資本流出に直接かつ行政的に働きかけるものであった。国際社会の反応は、きわめて敵対的であった。格付け機関はマレーシアの信用を引き下げ、主要な機関投資家はマレーシアを新興市場指数から取り除いた。IMFもマレーシアの措置に否定的な立場をとった (IEO, 2005)。マレーシアは、一方的な資本流出規制の故、国際金融における異端児と見なされるようになったのである。

8. 資本流出規制に関する新たな動き

その後、国際社会においては、国際資本移動全般にかかわる見解や規範が大きく進化した。まず、アジア通貨危機によって、資本自由化の推進をIMFの目的に加えようとする試みは頓挫した。さらに、アジア以外の地域でも、ロシア、ブラジル、トルコ、アルゼンチンといった新興市場国が続けざまに通貨危機を経験することになり、資本移動の便益は認めつつも、グローバル化された世界では、資本移動に一定の規律を課すことが必要ではないかという認識が支配的になってきたのである。

この中で、危機管理手段としての資本流出規制に関する見方も変わった。背後には、バランスシート効果の再認識があることを忘れてはならない。グローバル金融危機の際、IMFは急激な減価が实体经济に与える負の影響を懸念し、為替レート安定化を融資プログラムの一部として試みた (Takagi et al., 2014)。資本流出規制は、この文脈においても、有益だと考えられたのである。もはや以前のように、通貨切下げによって、危機を乗り切るという発想はなかった。

注5) マレーシアも危機国であり、IMF支援は求めなかったが、為替相場や实体经济の動きは、他危機国とさほど変わらず、マクロ政策もさほど変わらなかった。すなわち、為替レートは、1997~98年中ごろまで、減価し続け、实体经济も、1997年後半よりマイナス成長に転じ、成長率は1998年まで減速した。また、他危機国と同様、金融および財政は引き締められた。

注6) 同時に、マレーシア当局は、リングットのオフショア取引を禁止した。資本流出規制は、翌年(1999年)2月、国内停留期間に反比例する出国税 (exit levy) にとって代わられた。2001年9月、出国税は廃止された。

資本流出規制を考えると、債券投資をどう取り扱うかが大きな課題である^{注7)}。韓国やブラジルで一定の成功をおさめたPSIは、銀行信用を対象としたものであった。また、債権者（銀行）がロールオーバーを喜んで受け入れたのは、元本減免（ヘアカット）を求められなかったからでもある。しかし、債券投資の場合、PSIを迅速に試みるのは困難になる。債権者には不特定多数の個人投資家も含まれ、効率的な交渉を妨げるほど当事者数が多いからである。ヘアカットを伴う債務再編が必要とされる場合、合意交渉はさらに困難になる。このような状況下、危機管理目的の資本流出規制は、一方的なルール変更にならざるを得ないかもしれない。

このような可能性は、2001年、アルゼンチン危機で明らかになった（Takagi, 2013）。アルゼンチンはおもに債券を通して外国資本を取り入れていたが、国際経済環境が悪化すると、固定相場制の維持可能性を疑う国際投資家によるペソの投機売りが生じた。IMF支援にも拘わらず、投機は抑えられず、12月、政府はデフォルト（債務不履行）を宣言したのである。元利払いを求めて起こされた訴訟の数は140件ほどにのぼったが、債務の約80%を保有する債権者との間で、ヘアカット率約75%の再編が合意されたのは、2005年1月のことであった^{注8)}。

「合意に何故それほど時間がかかったのか」「デフォルト前に合意できなかったのか」といった問題意識から、政府外債の再編を容易にするための枠組みを模索する試みが始まった（Krueger, 2002）。IMF主導で進められた「国家債務再編メカニズム（sovereign debt restructuring mechanism : SDRM）」である。SDRMは政府外債の再編に関して、少なくとも2つの問題に対処する。1つは、交渉の困難さから、債務が維持不可能な場合でも、必要な再編が不必要に遅れ、危機解決に時間がかかることである。もう1つは、いわゆるホールドアウト（holdouts）の問題である。ホールドアウトとは、債権者多数が債務再編に合意しても、より有利な条件を期待して賛同しない債権者を指す。ヘアカットに賛同する債権者が多ければ多いほど、賛同しない債権者が額面通り返済される確率は高くなる。多数決合意に全債権者を従わせる強制力がなければ、「フリーライダー問題」が生じるのである。SDRMでは、こうした問題に対処するため、民間企業破綻を規定する国内法に準じる枠組み（アメリカの連邦倒産法に相当）を想定していた。しかしながら、2003年、SDRMの具体化に向けた議論は、主要国の反対により、頓挫した（IMF, 2013）。

そこで、SDRMの代用として、広く受け入れられるようになったのが、「集団行動条項（collective action clause : CAC）」である。CACとは、証券契約に記される事前の了解であり、債務の一定多数（通常、75%）を有する債権者の承諾により、金利や償還期限などの条件を事後的に変更できるという条項である。CACにより、一定多数によって合意された債務再編は、全債権

注7) 株式投資では、ある程度の自動調整作用が働く。まず、株式発行企業が通貨危機によって破綻すれば、外国株主は既存の国内法に則り、すべての権利を失う。また、株式発行企業には固定した配当金を支払う義務はない。危機時、配当金の支払いを停止することもできる。さらに、海外株主が投資資金を引き揚げる目的で株を大量に売却すれば、株価は大幅に下落する。これは売却するインセンティブを弱め、売却に伴う資本流出額も減少させる。株価が十分に下がれば、新規投資を呼び込むかもしれない。

注8) 2010年、二度目の債務再編の結果、債権者の参加率は90%以上に達した。残りの債権者はいずれの債務再編にも賛同せず、ホールドアウトとなった。中には、額面通り返済されると見込んで、ただ同然で債券を購入した「ハゲタカファンド」もあった。2014年、ニューヨーク連邦裁判所は、ホールドアウトに全額返済するまで、合意した債権者への支払いを禁ずる判決を下した。アルゼンチンは判決を拒否し、米ドルおよび米国決済制度を介する国際金融取引から事実上締め出される状態に置かれた。2016年4月、国際市場アクセスを欲する新政権は判決を受け入れ、差し止め命令は解除された。

者に適用されることになり、フリーライダー問題は回避され、再編交渉も容易になる。限定数の大口債権者と交渉すればよいからである。現在、CACは全世界で取引されるほぼすべての政府外債に付帯されている（IMF, 2019）。ただし、CACは効率的な交渉を可能にするものの、債務者と債権者との間に大きな認識の隔たりがあるとき、合意達成を容易にするわけではない^{注9)}。

短期的な危機管理手段としては、CACを使い、正味現在価値（最低でも額面価値）を維持する「スタンドスティル（standstill）」合意を図ることは可能だろう。スタンドスティルとは、一定期間、元利払いを停止することである。銀行とのロールオーバー合意に準じる措置である。ヘアカットを伴う債務再編は、危機的状況がある程度落ち着いたのち、ゆっくり時間をかけてやればよい。銀行を対象とした「ロールオーバー合意」と債券を対象とした「スタンドスティル合意」によって、一方的な措置を避ける形で、秩序ある資本流出規制が可能になる。

9. 資本流出規制に関する新たな合意

資本逆流の速度と規模次第では、一方的な資本流出規制が避けられない場合もある。グローバル金融危機が勃発した際、アイスランドの銀行部門はGDP比で1,000%以上、対外金融負債はGDP比で550%ほどもあった（Takagi, 2016）。アイスランドは人口30数万の小さな島国で、国際金融仲介によって富を築いた国である。国自体が銀行であるといっても過言でない。潜在的な資本流出は、ロールオーバーやスタンドスティルで時間を稼げる規模ではなかった。事の重大さを認識した当局は、1998年10月、経常取引を除く全為替取引を禁止する措置をとった。もちろん、この中には、一切の資本取引も含まれている。驚くべきことに、IMFは資本流出規制を現実的な措置として許容しただけではなく、金融支援の条件としたのである（Takagi et al., 2014）^{注10)}。国際社会も、他に選択肢は存在しないとして、概ね許容的な態度をとった。アジア通貨危機の際、マレーシアの資本流出規制に対してとった不寛容な態度と大違いである。

グローバル金融危機を踏まえ、2010年より、IMFの場で、資本規制に関して共有される理解や規範を明確にしようとする機運が高まった。この努力を後押ししたのは、2011年11月に公表されたG20声明である^{注11)}。こうした努力の結果、2012年12月、IMF理事会は、資本移動の自由化と管理に関わる「組織としての見解（institutional view）」を採択したのである（IMF, 2012）。IMF見解では、資本流出入に直接働きかける措置を「資本移動調整措置（capital flow management measure：CFM）」と呼ぶことを提案している。悪い語感を持つcontrolを、よりやわらかな意味のmanagementに置き換えたのである。

IMF見解の大部分は、自由化と流入規制にかかわるものであるが、流出規制に関しては、CFMが危機管理の有益な手段であると明記されている。また、CFMが効果的であるためには、それが包括的かつ時限的で、統合的なマクロ政策の枠組みで導入されるべきだとも記されている。CFM

注9) 最近の例を挙げると、2020年4月、アルゼンチンはデフォルト回避の目的で、債権者と債務再編へ向けた交渉を始めたが、デフォルトは回避できず、合意が成立したのは8月のことであった。

注10) 資本流出規制は段階的に緩和されたが、すべて撤廃されたのは2017年であった。

注11) “G20 Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences,” November 3-4, 2011, G20 Cannes Summit: Declarations and Reports.

が限定的かつ長期的であれば、規制回避の余地が生まれる。また、危機の抜本的解決には、原因となったインバランスの解消が不可欠であり、CFMを政策是正のサポートではなく、代替として使えば、規制回避のインセンティブが働くからである。ただ、この点に関しては、危機時、資本流出規制は無条件に容認されるべきであるという意見もある。

今や、資本流出規制は、危機管理の常套手段として受け入れられている。自由な資本移動の便益は認めつつ、それをイデオロギーとして標榜するのではなく、それを費用便益の観点から見る現実主義が、国際社会の規範となったからである。2007年に調印されたASEAN経済共同体工程表では、資本自由化に関して、「妥当な安全装置 (adequate safeguard)」の必要性がすでに明記されていた。また、2012～14年まで締結された自由貿易協定の約7割で、危機時に資本規制を認める例外条項が含まれている (IMF, 2016)。さらに、2018年、「環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定」として発効した「環太平洋パートナーシップ協定 (Trans Pacific Partnership Agreement : TPP)」の条文にも、マクロ経済運営に重大な支障をきたす場合、資本移動を制限する権利を加盟国に認める例外条項が設けられている^{注12)}。このように、アジア通貨危機の教訓は学習され、国際経済の骨組みの一部となったのである。

10. おわりに

本稿は、「アジア通貨危機」から学習された教訓を、資本流出の側面から再考察した。アジア通貨危機の教訓というとき、IMFの失策という文脈で語られることが多い。また、IMFの失策というとき、通常、IMFが当初融資条件として求めた緊縮財政を指す。本稿では、IMFの過ちはコンディショナリティー自体ではなく、「資本逆流」という通貨危機の本質を十分に理解していなかったことにあると議論した。資本逆流の規模を過小予測したため、必要な経常収支調整 (赤字減少または黒字化) も過小予測し、その結果、経済成長を過大予測することになった。さらに、外貨建て対外純債務がある状況下で、資本逆流に伴う為替レート減価が民間部門のバランスシートを通して実体経済に与える負の影響も、十分把握していなかった。緊縮財政は結果的な過ちに過ぎず、根本的な過ちとは、資本逆流という資本勘定危機の本質と、付随する経済活動の落ち込みを十分に理解しなかったことなのである。

資本勘定危機の管理には、資本流出を抑えることが大切である。通貨危機とは、流入した資本が、何らかの理由で、急激に流出することである。資本流出管理が危機管理の一部であるべきことは自明のように思えるが、アジア通貨危機の際、そうした理解は広く共有されていなかった。当時は、資本自由化をイデオロギーとして標榜する時代であった。資本流出を抑えるために、行政措置に訴えることなど論外だったのだ。本稿では、アジア通貨危機を契機として、資本移動を費用便益の観点から見る現実主義が国際社会の規範となったことを示した。今や、資本流出規制は、危機管理の常套手段として受け入れられており、ASEAN経済共同体やTPP協定を含む多くの自由貿易協定では、危機時、締結国がマクロ安定を目的とした資本移動規制を導入できること

注12) The Trans Pacific Partnership Agreement, Chapter 29 “Exceptions and General Provisions, Article 29.3 “Temporary Safeguard Measures.”

が明記されている。このように、アジア通貨危機の教訓は学習され、アジア太平洋地域を含む国際経済の骨組みの一部となったのである。

参考文献

- 高木信二 (2013) 『新しい国際通貨制度に向けて』 NTT 出版
- 高木信二, 永井敏彦, 河口晶彦, 嶋倉牧一 (1994) 「国際通貨基金の融資政策を巡る諸問題」『フィナンシャルレビュー』31号, pp. 197~217
- Allen, M., C. Rosenberg, C. Keller, B. Setser and N. Roubini (2002), “A Balance Sheet Approach to Financial Crises,” Working Paper 02/210, International Monetary Fund.
- Aslund, A. (2010), *The Last Shall Be the First: The East European Financial Crisis*, Washington: Peterson Institute for International Economics.
- Berglof, E. (2012), “Filling the Gaps: The Vienna Initiative and the Role of International Financial Institutions in Crisis Management and Resolution,” in F. Allen, M. Aoki, J. Fitoussi, N. Kiyotaki, R. Gordon, and J. E. Stiglitz (eds.), *The Global Macro Economy and Finance*, New York: Palgrave Macmillan, pp. 211–223.
- Boorman, J., T. Lane, M. Schulze-Ghattas, A. Bulir, A. R. Ghosh, J. Hamann, A. Moumouras and S. Phillips (2000), “Managing Financial Crises: The Experience in East Asia,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 53, pp. 1–67.
- de Haas, R., Y. Korniyenko, E. Loukoianova and A. Pivovarsky (2012), “Foreign Banks and Vienna Initiative: Turning Sinners into Saints?” Working Paper 12/117, International Monetary Fund.
- Diaz-Alejandro, C. F. (1963), “A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect,” *Journal of Political Economy*, vol. 71, pp. 577–580.
- Fischer, S. (2001), “International Financial System: Crises and Reform,” The Robbins Lectures, London School of Economics, October.
- Furman, J. and J. Stiglitz (1998), “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia,” *Brookings Paper on Economic Activity*, 2, pp. 1–135.
- Independent Evaluation Office (IEO) (2003), “The IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil,” Evaluation Report, International Monetary Fund.
- Independent Evaluation Office (IEO) (2005), “The IMF’s Approach to Capital Account Liberalization,” Evaluation Report, International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (IMF) (2012), “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View.”
- International Monetary Fund (IMF) (2013), “Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework.”
- International Monetary Fund (IMF) (2016), “Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View.”
- International Monetary Fund (IMF) (2019), “Fourth Progress Report on Inclusion of Enhanced Contractual Provisions in International Sovereign Bond Contracts.”
- Ito, T. (2007), “Asian Currency Crisis and the International Monetary Fund, 10 Years Later: Overview,” *Asian Economic Policy Review*, vol. 2, pp. 16–49.
- Kawai, M. and S. Takagi (2004), “Rethinking Capital Controls: The Malaysian Experience,” in S. Chirathivat, E. Claassen and J. Schroeder (eds.), *East Asia’s Monetary Future: Integration in the Global Economy*, Cheltenham UK and Northampton MA: Edward Elgar, pp. 182–214.

- Krueger, A. O. (2002), “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring,” International Monetary Fund.
- Rosenberg, C. B., I. Halikias, B. E. House, C. Keller, J. Nystedt, A. Pitt, and B. Setser (2005), “Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises,” Occasional Paper No. 240, International Monetary Fund.
- Takagi, S. (2011), “The IMF and East Asia: The Legacy of the Crisis and Actions for the Future,” in S. Armstrong and V.T. Thanh (eds.), *International Institutions and Asian Development*, London: Routledge, pp. 74–96.
- Takagi, S. (2013), “Argentina’s Default of 2001,” in G. Caprio (ed.), *The Evidence and Impact of Financial Globalization*, vol. 3, Oxford: Elsevier, pp. 709–719.
- Takagi, S. (2015), *Conquering the Fear of Freedom: Japanese Exchange Rate Policy Since 1945*, Oxford: Oxford University Press.
- Takagi, S. (2016), “Applying the Lessons of Asia: The IMF’s Crisis Management Strategy Following the Global Financial Crisis,” *International Economic Journal*, vol. 30, pp. 409–428.
- Takagi, S., C. De Resende, J. Prieur, F. Loyola and T. Nguyen (2014), “A Review of Crisis Management Programs Supported by IMF Standby Arrangements, 2008–11,” Background Paper 14/12, Independent Evaluation Office, International Monetary Fund.