

新興市場国における資本規制について

北野重人

Capital inflows to emerging market economies have surged after the global financial crisis. There is a great risk that sudden reversals in capital flows may have significant negative effects on the world economy as well as the emerging market economies. Capital controls as a policy response to the capital-inflow problem have attracted much attention among economists and policy makers. This note surveys previous studies on capital controls.

I. はじめに

世界的な金融危機後に生じている新興市場国への資本流入の急激な拡大は、新興市場国においてインフレやバブルを招き、将来その資本移動の流れが逆転して通貨金融危機に発展する恐れがあることから、世界経済の大きなリスク要因であるといわれている。2011年2月の日米欧に新興国を加えた20カ国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議においても、こうした懸念から重要な論点の一つとして協議され、それに対応するマクロ経済政策について今後、国際通貨基金(IMF)とともに検討してゆくことが決められた。これまで市場経済を歪めるとし資本規制に批判的であったIMFも、他のマクロ政策に関する条件を付与しながらも資本規制が資本流入問題に対する適切な政策となり得ることを認めるように変わってきている(Ostry et al. 2010)。グローバル化が進み国際間の資本移動が活発になることは、資源がより効率的に利用されるという意味で本来は望ましいことである。しかし、多くの新興市場国は、先進国からの資本流入を受け、国内経済が過熱し

バブルが生じた後に、その崩壊とともに資本の流れが逆転し大規模な資本流出が発生して、金融通貨危機にまで発展するというパターンをこれまで幾度となく経験してきている。このため、多くの新興市場国にとって、先進国からの資本流入は同時に金融通貨危機といった大きな攪乱要因を内在するものでもある。実際、これまで通貨価値が上昇傾向にあったブラジル等の一部の新興国で通貨価値の下落がみられ(2011年10月時点)、早くも資本流出の懸念が出始めている。そうした資本移動のグローバル化によってもたらされる不安定性のため、新興市場国では資本規制政策が採用されることが少なくない。今回の資本流入問題でも、ブラジル等の一部の新興市場国において、実際に資本流入を抑制する政策がとられている。¹⁾ こうした活発な資本移動に対処するために新興市場国が行う資本規制政策については、これまでも国際マクロ経済学で長く研究されてきたものである。本稿では、これまでの研究の進展について理論的な研究を中心に簡単に振り返ってみたい。

II. 通貨危機と資本規制

前述の通り、これまでも多くの新興市場国は資本流入問題に直面してきており、それに対応する政策として資本規制についても国際マクロ経済学において長く研究されてきている。1980年代前半の債務危機後、先進国からアジアとラテン・アメリカの発展途上国への資本流入は、低い水準で停滞していた。しかし、1990年代に入って大規模な資本流入の増加が生じ、大きな関心を呼んだ (World Bank, 1997)。この資本流入の受入国は、世界資本市場への復帰により、記録的な経済成長を達成した。特にアジアの発展途上国における経済成長は「アジアの奇跡」と呼ばれ注目を集めた (World Bank, 1993)。しかし、こうした経済的繁栄をもたらした資本流入であるが、同時に多くの国で共通して、実質為替レートの増価、インフレ圧力の上昇、そして経常収支の悪化といった新興市場国の政策担当者にとって好ましくないマクロ現象が見られた (Calvo et al., 1994, 1996)。また、この資本流入こそが、経済ブームの後に大きな懸念を生み出すこととなった通貨危機を招く原因となったともいわれている (Radelet and Sachs, 2000)。このように資本流入にはネガティブな要素が見られたため、資本流入に対して資本規制を行う動きも幾つかの国で見受けられた (Ariyoshi et al., 2000)。²⁾ この発展途上国への資本流入の原因は、資本受入国における投資環境の整備といった発展途上国内の経済状況の改善よりもむしろ、資本を送り出している先進国の利子率の低下が主な原因であったことが、幾つかの実証研究によって明らかにされている (Calvo et al., 1993; Dooley et al., 1994; Frankel and

Okongwu, 1996)。また、発展途上国への急激な資本流入が持つマイナスの面については、Stiglitz (2002) や DeLong (2004) の指摘により注目を集めた。

1990年代のラテン・アメリカと東アジアにおける資本流入とその後の通貨危機は、国際資本移動の望ましさに関して、経済学者や政策担当者に再考を迫るものであった。³⁾ 資本流入の急激な増加と、その突然の逆流は、経済に大きなマイナスの影響を及ぼすという懸念から、資本規制が政策手段として検討されてきた。⁴⁾ 当時多くの発展途上国は固定為替レート制を採用していたので、主に通貨危機に対応する政策手段として資本規制の効果が検討されてきた。Wyplosz (1986), Park and Sachs (1987), Auernheimer (1987), Bacchetta (1990), そして, Dellas and Stockman (1993) 等、これまで多くの理論的な研究がなされてきている。⁵⁾ Wyplosz (1986) と Park and Sachs (1987) は、資本規制が通貨危機を遅らせる効果を持つことを理論的に示した最初の論文である。Park and Sachs (1987) において、資本規制が通貨危機を遅らせるメカニズムは次の通りである。資本規制の下では、民間部門は国際資本市場での取引が制限されている。また、中央銀行は国内の通貨と外貨 (準備) の交換について、金融目的の交換には応じず、貿易目的の場合のみ交換に応じる。したがって、資本規制下では、何らかのショックによって経済が長期的に最適な実質貨幣保有量を調整する必要が生じた場合、調整する方法は、経常収支の黒字あるいは赤字を通じてのみとなる。このため資本規制は、実質貨幣保有量の調整を遅らせる (つまり外貨準備の変化の速さを低下させる) ので、通貨危機のタイミングを

遅くする効果を持つ。さらに、Auernheimer (1987) は、資本規制の下では、外貨準備が一時的に増加し、政府の予算状況を一時的に改善する可能性があることを示している。また、Bacchetta (1990) は、予期された短期的な資本規制の効果を分析し、それにより民間部門に一時的に資本流入が生じる可能性を指摘している。⁶⁾ こういった研究では、外貨準備を失いつつある政府にとって、総じて資本規制は、固定レート制を放棄するまでの時間を引き延ばす効果があり、その意味で有効な政策と考えられてきた。

一方、Dellas and Stockman (1993) は、政策を導入する政府の意図に反して、資本規制が結果的に不安定な状況を生み出す可能性があることを示した。これは、政府が規制を課すという期待そのものが、民間部門の自己実現的な投機攻撃の可能性を高めるためである。また、Bartolini and Drazen (1997) は、政府が現在において資本規制という政策を採用しているということが、将来の財政状況に関するシグナルを送ることになると論じている。もしそうであれば、資本流出に規制を課すという政策は、好ましくないシグナルを発生し、政策導入の意図に反して、純資本流出を招く可能性を内在することになる。Glick and Hutchison (2000) の1975-1997年の69カ国の発展途上国のパネルデータに基づく実証研究によると、一般的な考えとは反対に、資本のフローに対する規制は、投機攻撃の可能性を下げるのではなく、むしろ高めているという結果が得られている。Bordo et al. (2001) はまた、1880-1997年間においては21カ国、1973-1997年においては51カ国を分析し、通貨危機は資本規制を課している国において、むしろより発生する可能性が高

いという分析結果を得ている。Leblang (2003) もまた、1985-1998年における90カ国の発展途上国のサンプルを基に、ストラテジック・プロビット・モデルを用いて、資本規制が通貨危機の可能性をより高めていることを示す分析結果を得ている。

Forbes (2005) は、資本規制に関するミクロ経済学的研究の文献をサーベイした上で、資本規制が資本の供給を低下させ、資金を融通するコストを上昇させる傾向があると論じている。したがって、Forbes (2005) は、資本規制は "free lunch" ではないと結論付けている。Kitano (2007) は、理論的な分析により、通貨危機を回避する（あるいは影響を緩和する）目的で政府が課した資本規制が反対に危機の発生を早めてしまう可能性があることを示した。これは、資本規制下では、完全資本移動の場合と異なり、国内の実質利子率が世界実質利子率から乖離する可能性があることによる。国内の実質利子率が世界実質利子率より高くなった場合には、政府が発行した国債の利払い負担を増加させ、予算状態を悪化させる。したがって、このケースでは資本規制を課すことが、結果的に危機を早めてしまうことになってしまう。また、危機の発生を遅らせることができる場合でも、資本規制により消費の異時点間の最適な配分が妨げられるため、厚生水準が低下することを示した。Hood (2001) によると、アジア通貨危機の際に資本規制を導入したマレーシアのソブリン・スプレッドは、資本規制を課していた期間、他のアジア諸国と比較して高い水準に止まっていた。資本規制下のこうした高いソブリン・スプレッドは、資本規制が国内で発行した国債だけでなく、自国が発行した外債の利払い負担についても上昇させる可

能性があることを示唆している。

このように通貨危機に対応するための資本規制の政策について、理論的な研究においてコンセンサスがあるとはいえない状況にある。また個別の具体的な事例に関しても評価は様々である。例えば、アジア通貨危機の際にマレーシアが採用した資本規制に関して言えば、Dornbusch (2002) は同時期に同じ地域のタイや韓国といった他の経済もマレーシアと同様に回復しており、特に資本規制が回復を早めたわけではないと論じている。一方、Kaplan and Rodrik (2002) は、もしマレーシアが資本規制という政策を採用せず、他国と同様にIMF プログラムに従っていれば、経済の回復のスピードはより遅いものとなっていたという分析結果を得ており、彼らは資本規制はその意味で有効であったと考えている。このように具体的な一事例であっても、資本規制の効果については見方が別れ評価が難しいといえる。

Ⅲ. 資本規制に関する最近の議論

前節で述べたように、これまで資本規制に関する理論的な議論は、主に固定相場制をとる経済が直面する問題である通貨危機との関係で議論されてきた。⁷⁾ しかし、アジア通貨危機以降、多くの新興市場国は固定相場制を離れ、為替レートのより大きな変動を許容する管理フロート制に移行した。実は、資本流入に対するマクロ政策として、資本流入と並び、重要な政策として議論されてきたのが、為替レートの変動幅の拡大であった。⁸⁾ 為替レートの変動幅の拡大は投資する側により大きな為替リスクを生じさせ、流入量を抑える効果が期待される。こうした政策は90年代

前半にチリが導入しており、一定の効果があつたとする幾つかの実証研究もある。多くの発展途上国が固定相場制を採用していた時代には、資本流入問題に対応するマクロ政策として、政策自体が歪みを生じさせる資本規制よりも、為替レートをより市場に任せ変動させることの方が、より望ましい政策であったといえるであろう。しかし前述の通り、多くの新興市場国がドル・ペッグを離れ、為替レートのより大きな変動を許容しているにもかかわらず、今回の資本流入問題はやはり生じてしまっている。為替レートの変動幅の拡大だけで、資本流入問題が解決されると考えるのは難しいといえるであろう。また新興市場国の政策担当者にとって資本流入に伴い生じる本国通貨の増価には許容限度がある場合が多いと考えられる。実際、先進国のスイスでさえ、資本流入に伴う本国通貨の増価を受けユーロとの連動に踏み切っている。また、資本流入に対応する政策として議論される重要な為替政策として、不胎化を伴う為替介入政策がある。不胎化を伴う為替介入政策は、資本流入を抑えるための為替介入の影響を不胎化で相殺することを意図して行われるが、国債と民間の資産が不完全代替である場合の多い発展途上国では、不胎化が金利の上昇をもたらすし、さらに資本流入をもたらす可能性が指摘されている (Agenor and Montiel 2008)。以上のような背景もあり、他のマクロ・為替政策だけでは対応できないような急激な資本流入の拡大が生じた場合に採用する政策として、資本規制に対する関心が再び高まっている。前述のように市場経済を歪めるとし資本規制に批判的であったIMFも、他のマクロ政策に関する条件を付与しながらも資本規制が資本流入問題に対する適切な政策となり得る

Jeanne and Korinek (2010) は、こうした歪みの生じる原因について、資産市場へ資本流入が起きている時に各経済主体は各々の行動が資産市場の不安定性をもたらすことまでは考慮しないために発生する外部性にあるとし、この外部性を内部化するピグー税の導入を提唱している。

また Kitano (2011) は、多くの新興市場国では金融部門が未発達である点を踏まえ、銀行といった金融仲介機関が流入した資本を有効に使うことができない場合には、資本規制が次善の政策として有効であることを確率的動学一般均衡 (DSGE) モデルを用いて示した。図 2 で、 Ψ は金融仲介機関の非効率性、 τ は資本移動に課される税率、縦軸はそれぞれの組み合わせにおいて実現する厚生水準を表している。そして、○印は、金融仲介機関の非効率性と、その程度において厚生水準を最大化させる資本規制の税率、そしてその組み合わせにおける厚生水準を示している。図 2 は、金融仲介機関が非効率であるほど、

資本移動に対して課される税率を上げて資本規制を強めることが望ましいことを示している。ただし最適な資本規制の税率により達成される厚生水準は、金融仲介機関が非効率であるほど低下するため、資本規制は次善の策である点に注意することが必要である。

IV. おわりに

以上のように、主に理論的な研究を中心に、これまでの資本規制に関する研究を概観した。前述のように、これまで通貨価値が上昇傾向にあったブラジル等の新興国で、通貨価値の下落がみられ (2011年10月時点)、資本流出が懸念され始めている。これまでも国際資本市場の急激な動きに翻弄されてきた新興市場国にとって、資本流入・流出に対応するマクロ政策の検討は、古くて新しい重要な課題であり続けている。また資本規制という政策を考える上で、本稿で取り上げなかった重要な論点の一つとして、多くの新興市場国が自国

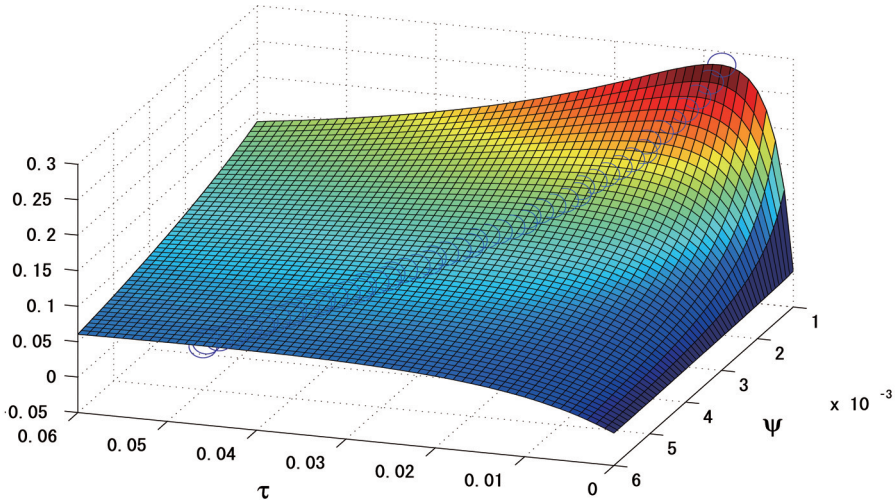


図 2 : 金融仲介機関の効率性 (Ψ) と資本規制の程度 (τ) と各々の組み合わせにおける厚生水準 (縦軸)
(出所) Kitano (2011)

の通貨で外国から借入れを行うことが困難であるという問題がある。Eichengreen et al. (2005) は、そうした新興市場国が抱える問題を "Original Sin" と呼んでいる。バランスシート上の通貨のミスマッチによって、ひとたび自国通貨価値の下落が生じると深刻な打撃を新興市場国は被ることとなる。こうした通貨のミスマッチを拡大しないという予防的な政策の観点からも資本規制を論じることが必要であろう。資本流入（流出）問題に対するマクロ経済政策は、新興市場国にとって重要であるというだけではない。著しい経済成長により世界経済の中で占める比重をますます高めつつある新興市場国における通貨金融危機は、これまで以上に他の世界経済全体に大きな影響を及ぼす可能性があり、今後さらに検討されるべき研究課題である。

注

- 1) 例えば, "Waging the currency war," *The Economist*, January 13th 2011. を参照のこと。
- 2) Kitano (2004) は, 先進国の利子率の低下が起こった場合に, 資本規制が実質為替レートの増価, インフレ圧力の上昇, そして経常収支の悪化といったネガティブなマクロ現象を逆転させることを理論的に示した。
- 3) 例えば, Cooper (1998), Rodrik (1998), Eichengreen and Voth (2003) を参照のこと。
- 4) 1990 年代の資本規制に関する事例については, World Bank (2000, Ch.5) と Ariyoshi *et al.* (2000) を参照。
- 5) 資本規制に関する, それ以前の網羅的な文献のサーベイとして, Dooley (1996) がある。
- 6) Park and Sachs (1987) と Auernheimer (1987) は, 資本規制を流入と流出の両方に対する規制として定義している。Bacchetta (1990) は, 資本規制を資本流出のみ規制するというよう

に定義している。

- 7) もちろん, より長期的な問題として, 国際資本移動の自由化と経済成長という非常に重要な論点がある。本稿では, 資本規制の議論として, より短期的な資本流入（流出）問題に対応する政策としての議論に焦点を絞っている。なお, 国際資本移動の自由化と経済成長に関しての実証研究については, 例えば, Kitano (2011) のサーベイ部分を参照されたい。
- 8) 資本流入問題に対応するマクロ政策についての, より包括的な議論は, 例えば, Agenor (2004) を参照のこと。
- 9) C 点では, 破線の予算制約式と無差別曲線は接しない。もし事前に $Q2'$ が予想されている場合には, 破線の予算制約式と無差別曲線は接することとなり, その場合の「現在時点」と「将来時点」の消費の組み合わせにおいては, C 点で達成される効用水準よりも高い効用水準が達成される。

参考文献

- Agénor, P.R. (2004), *The Economics of Adjustment and Growth*, 2nd ed., Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Agénor, P.R., Montiel P. J. (2008), *Development Macroeconomics*, 3rd ed., Princeton, NJ: Princeton Univ Press.
- Ariyoshi, A., Habermeier, K., Laurens, B., Other-Robe, I., Canales-Kriljenko, J. I., and Kirilenko, A. (2000), "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization." *IMF Occasional Paper No.190*.
- Auernheimer, L. (1987), "On the Outcome of Inconsistent Programs under Exchange Rate and Monetary Rules." *Journal of Monetary Economics* 19: 279-305.
- Bacchetta, P. (1990), "Temporary Capital Controls in a Balance-of-Payments Crisis." *Journal of International Money and Finance* 9: 246-356.
- Bartolini, L. and Drazen, A. (1997), "Capital-

- Account Liberalization as a Signal." *American Economic Review* 87: 138-154.
- Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D. and MartinezPeria M.S. (2001), "Is the Crisis Problem Growing More Severe?" *Economic Policy* 16: 51-82.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., and Reinhart, C. M. (1993), "Capital Inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors." *IMF Staff Papers* 40: 108-51.
- Calvo, G. A., Leiderman, L. and Reinhart, C. M. (1994), "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues." *Contemporary Economic Policy* 12: 54-66.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., and Reinhart, C. M. (1996), "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s." *The Journal of Economic Perspectives* 10: 123-39.
- Cooper, R. N., (1998), "Should Capital-Account Convertibility be a World Objective?" In *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, edited by Stanley Fischer *et al.*. Essays in International Finance No. 207, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- Dellas, H., and Stockman, A. (1993), "Self-Fulfilling Expectations, Speculative Attack, and Capital Controls." *Journal of Money, Credit, and Banking* 25: 721-730.
- DeLong, B. J. (2004), "Should We Still Support Untrammelled International Capital Mobility? Or are Capital Controls Less Evil than We Once Believed?." *The Economists' Voice* 1: 1-7.
- Dooley, M. P. (1996), "A survey of Literature on Controls over International Capital Transactions." *IMF Staff Papers* 43: 639-687.
- Dooley, M., Fernández-Arias, E., and Kletzer, K. (1994), "Is the debt crisis history? Recent private capital inflows to developing countries." *NBER Working Paper*, No. 4792.
- Dornbusch, R. (2002), "Malaysia's Crisis: Was it Different?" In *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, edited by S. Edwards and J. Frankel. Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. and Panizza, U. (2005), "The Pain of Original Sin" In *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies* edited by B. Eichengreen and R. Hausmann. Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, B. and Voth, H. (2003), "Symposium on Capital Controls." *International Journal of Finance and Economics* 8: 185-187.
- Frankel, J. and Okongwu, C. (1996), "Liberalized Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness of Interest Rate Convergence." *International Journal of Finance and Economics* 1: 1-24.
- Forbes, K. J. (2005), "The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch," In *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, edited by S. Edwards. Chicago: University of Chicago Press. forthcoming.
- Glick, R. and Hutchison, M. (2000), "Capital Controls and Exchange Rate Instability in Developing Economies." Pacific Basin Working Paper PB00-05. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Hood, R. (2001), "Malaysian Capital Controls." *World Bank Policy Research Working Paper* No. 2536.
- Jeanne, O., Korinek, A. (2010), "Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach", *American Economic Review Papers and Proceedings* 100, pp.403-407.
- Kaplan, E. and Rodrik, D. (2002), "Did the

新興市場国における資本規制について

- Malaysian Capital Controls Work?." In *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, edited by S. Edwards and J. Frankel. Chicago: University of Chicago Press.
- Kitano, S. (2004), "Macroeconomic Effects of Capital Controls as a Safeguard against the Capital Inflows Problem." *Journal of International Trade and Economic Development* 13: 233-263.
- Kitano, S. (2007), "Capital Controls, Public Debt and Currency Crises." *Journal of Economics* 90: 117-142.
- Kitano, S. (2011), "Capital Controls and Welfare", *Journal of Macroeconomics*, forthcoming.
- Leblang, D. (2003), "To Defend or to Devalue: The Political Economy of Exchange Rate Policy." *International Studies Quarterly* 47: 533-559.
- Ostry et al. (2010), "Capital Inflows: The Role of Controls." Staff Position Note No. 2010-04.
- Park, D. and Sachs, J. (1987), "Capital Controls and the Timing of Exchange Regime Collapse." *NBER Working Paper*, No. 2250.
- Radelet, S. and Sachs, J. (2000), "The Onset of the East Asian Financial Crisis." In : *Currency Crises*, edited by P. Krugman. Chicago: University of Chicago Press.
- Rodrik, D. (1998), "Who Needs Capital-Account Convertibility?" In *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, edited by Stanley Fischer *et al.*. Essays in International Finance No. 207, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- Stiglitz, J.E. (2002), *Globalization and its Discontents*. New York: W.W. Norton & Company.
- World Bank (1993), *The East Asian Miracle*. Oxford University Press, pp.1-78.
- World Bank (1997), *Private Capital Inflows to Developing Countries: The Road to Financial Integration*. Washington DC: The World Bank.
- World Bank (2000), *Global Development Finance: Analysis and Summary Tables*. Washington DC: The World Bank.
- Wyplosz, C. (1986), "Capital Controls and Balance of Payments Crises." *Journal of International Money and Finance* 5: 167-179.

(神戸大学経済経営研究所)