

September 1, 1999

No.8, 1999

# IIMA

Institute for International Monetary Affairs

## Newsletter

財団法人国際通貨研究所

### グローバリズムの終焉

(財)国際通貨研究所  
専務理事 篠原 興

#### はじめに

99年のサミットはドイツのケルンで行われた。世界の眼はコソボをめぐるユーゴスラビア情勢に集中された感があるなか、我が国の関心は思いのほか良い数字として発表された99年の第一四半期の成長率の速報が他国にいかにかアピールするかという点にあったが如くであった。このサミットの本会議に先立つ蔵相会議が同じドイツで開かれ、いくつかの点に関していつもの通り微妙な言い回しを重ねたコミュニケ(報告論文)が発表された。このコミュニケを読みながらある種の感慨を抱いた人は少なくないと思う。本稿ではこのコミュニケに触発された形でいくつかの点に改めて注意を払うとともに、90年代を通じて通貨金融の覇権国から発せられ続けた金融におけるグローバリズムについて考えてみることにしたい。

#### 資本規制必要論

上記の蔵相会議のコミュニケは、国際金融システム改革の主要議題として下記の点に触れている。

- ・ 国際金融機関の改革
- ・ IMFの改組・改革等の話である。

- ・透明性の向上            IMF の発表する統計データに関する件。
- ・金融監督強化            銀行のリスク管理体制やヘッジ・ファンドの情報開示等に関する件
- ・危機の防止と民間関与            緊急時対応として IMF の特別枠創設や民間金融機関の残高維持等に関する件

そして、新興市場国対策として、「短期資本の監視と流出入規制」について話し合いが行われたと報道されている。

関連記事を読んでみると、この新興市場国対策が語られたセッションにおいては、「例外的に市場志向型の規制は容認する」とする意見も浮上したとある。

この一連の議題を追って行くと 1 年の間に、何と多くのことが起きるものであるかということに驚く。昨年年初から年央にかけては、アジアの経済危機を解説する論として盛んに「アジアはアジア的であったから必然的に危機を迎えた。」ということが言われていたのである。98 年 5 月のインドネシアの政変の辺りがこの論が最も声高に唱えられていた。その後危機はロシアへ飛び火し、その火がグルッと回ってブラジルが問題視されたのが昨夏であり、この動きの中で先進国の市場全てに強弱の差はあれ「フライト・ツー・クオリティー」（高信用度選好）の動きが現れ、国債を始めとする高信用銘柄と一般投資銘柄の間の差（イールド格差）が大きく拡大して行ったのである。この動きが結果的に多くのヘッジ・ファンドを痛め、中には中銀が仲介して救済のための緊急融資団が組成されたりした。

この時米国の高名な経済学者がテレビに現れ、民間金融機関に対し「君たちの今の債権残高・融資残高を維持することが、君たちの資産の劣化を防ぎ、ひいては君たちを救うこととなるのだ。」と強調していたのが、ことのほか印象的であった。彼の問題にしていたのは実はブラジルであってアジアの国ではなかったからだ。ならばアジア危機の時に彼等は何と言っていたかと言えば、「これ等の国々が危機を迎えたのは、理由は種々あれ一言で言えば市場に受入れられないような国の経営、経済の運営をして来たからであり、言わば市場がこれ等の国々に罰を下したと言えるのだ。」と言う説であった。アジアの国から民間資金が、皆で渡れば恐く無いとばかりに、ハーディングを起こして総退却するのは市場の論理であり当たり前前で、南米やロシアから金を引くのは自分で自分の首を絞める間違った方策だ、と言うのはどう考えても肯んじ難い。これに加えて、そういう意味では大仰な差別を自ら行ったのが IMF であった。IMF は、アジアの国々には当るを幸いという感じで、短期的には手を付けること自体が誤りであったかも知れない構造問題のいくつかまで含んで、改革というキー・ワードの下で実行を迫り、結果的に危機を深く大きくしてしまった。さらに IMF は、その改革の実効が上らなければ融資を続け難いと言ったがために、当該国に対する市場の「信認」は必要以上に悪化し、その現れの良い例である為替相場で見れば大きく当該国通貨安の方向にオーバー・シュートさせてしまったのである。このことのもたらした社会的コストは実は極めて大きかったと言えよう。前述のアジェンダの中に見える緊急時対策としての IMF の特別枠の件は、実はブラジル対策として考えられ実行されたのであるが、IMF が

このブラジル対応と同じことをアジアの国々に提供し民間金融機関が供与中の信用枠を保持し続けられれば、実はアジア危機は今とは全く違った姿をした展開をしたであろうことは想像出来る。この指摘に対し、ブラジルは IMF や世界銀行とよく経済経営について話し合いをして来ており、特段の難しい条件を付する必要は無かったという説明があった。では、インドネシアが危機に陥る半年前、97年の初夏にインドネシアの特別レポートを出した中で「インドネシアの状況は極めて上手く管理されており当面問題となるような点は無い。」と書いたのは世銀では無かっただろうか。

マレーシアのマハティール首相は99年度予算教書の中で(同首相はこの時蔵相を兼ねており従って彼の教書と言うこととなる)、LTCM 問題に際してニューヨーク連銀の取った政策に触れて、「こういうことをクローニズムと言うのでは無いだろうか、万一これがアジアの国々で起きたら一体彼等は何と言っただろうか。」と述べているが、正に正論である。我々は IMF の動きや民間金融機関に関するエコノミストの言動等から同様の感慨を抱かざるを得ないのである。

### 短期資本に関する規制の議論

G7 蔵相会議での議題で次に目を惹くのは、ヘッジ・ファンドに関する件と新興市場国対策である。いくつもの新興国がヘッジ・ファンドの動きによって大きな影響を受けていることを考えれば、このテーマは一緒に論じても良さそうである。

先ずヘッジ・ファンドであるが、これが新しい時代の先端技術を駆使した花形としてもてはやされたのは、90年代の一つの特徴であるとも言えるかも知れない。最初は原資本の何倍かの投機ポジションを、例えば為替の先物取引等で作り、結果として投機を当てて利益を得ていた。

その利益額が元本に比して大きな割合であったから世の注目を得たのである。92年秋にはヨーロッパの通貨体制の中にあった歪みを巧みについて為替市場の混乱のきっかけを作り、彼等の持つ力の一端を披露した。最近では、ノーベル賞受賞者も参加して、あらゆるリスクを計算の上、リスク無しで必ず利益につながる操作を考え出すことすら(彼等の判断の中では)出来ていたようである。ただ、この様な操作は当然のことながら約束する利益の額は極く小さく、従って巨大なポジションを作り利益の額の確保に努めていたようである。この時彼等に巨大な操作をすることを可能ならしめていたのがマネー・センター・バンクと呼ばれる銀行群であった。元々ヘッジ・ファンドは、規制や慣行にとられない行動の中で操作をすることを大前提として作られており、名目上の国籍はカリブ海の小国等であることが通例である。ヘッジ・ファンドの透明性というのは、実は以前から識者の間では討議されて来たテーマではあったが、いわば無国籍の私募投信ということで正規の手続きでは手に負えない存在となっていた。昨年秋にニューヨーク連銀が仲介してマネー・センター・バンクによる支援が纏まった時初めて、(これ等銀行群への説明ということもあって)その全貌のほ

んの一部が明らかになり、私達は彼等の行動の影ぐらいを見ることとなったのである。それにしてヘッジ・ファンド規制論が出るたびに、米国政府からは慎重論が唱えられ、マネー・センター・バンクからは上述の国籍問題等から技術的難しさが指摘され続けて来た。今回のコミュニケでは、これら従来の場合よりは多少踏み込んだ姿が見受けられる。危機が局地的なものでは無く世界的に広がりを見せている間、先進国市場も決して埒外ではあり得ないということに米国も気が付き初めたのかも知れない。然しながら、危機を迎えたアジアの国々の金融機関が今求められているような透明性と同じものがこれ等ヘッジ・ファンドから出て来るかどうか疑問無しとしない。それはこれまでの米国全体のやや腰の引けた対応振りからも想像出来るのである。ただ、我々はここで一つ明確にしておこう。それは登記上の国籍としてどこの国名が使われようと、そしてそれらの国々に如何に金融機関監督の体系が無くまた規制が無くとも、これらの私募投信の究極の国籍が他ならぬ米国であることを我々は識っているという点である。ヘッジ・ファンドの出資者(中には中央監督部局の責任者も居たと言う。)も、またこの出資者からの出資総額の何百倍も融資を続け、これを使って出資総額の千倍を越す投機ポジション作り hands 手貸した金融機関も、さらに全てのリスクを計算し尽す方法論を考えその方法に沿って資金を調達し投機ポジションを造成して行ったファンドの運用責任者も、言ってみれば当事者全てがアメリカ国籍を得ているからである。

我々は現在の混乱を招来した要因の一つがこれ等ヘッジ・ファンドである点(いくつかの国ではこれ等ヘッジ・ファンドが危機そのものを作ったかも知れず、また98年秋以後は彼等自身が危機に陥った点も含めて)を十分に認識した上で、米国の対応を見守ることとしたい。十分に納得の行く監視と規制の体制が出来たことが、これまた十分に納得の行く透明度でもって明らかにされるまで、我々はこの点についての主張を繰り返し述べることになるのである。

そして短期資金の規制について、本件に関してはその議論の背景と規制の有効なあり方について既に別稿(アジア親善交流協会、AFA論集98年第3号、「国際的短期資本規制について」参照)で述べてあるので、区々に付いて詳しく論述することは差し控えたい。ただ前述の論考で触れていない点に関して、以下展開を試みることにする。

第一は先の引用にもあった「市場志向型」の規制という点である。この市場志向型というのは英語の「マーケット・フレンドリー」の訳と考えられ、一般にはチリ国型の規制と考えられている。

チリ国型の規制とは、資本取引の自由化、(対米ドル)為替の安定的推移、独自の金融金利政策の展開、という難しい三位一体を何とか実現させようと努力するなかで、この三位一体が実現すれば当然出て来る、為替リスクをただ乗りした外資の動きに歯止めをかけるべく考え出されたものである。その内容は、「国内流入を意図する外資は、国内滞留期間によって短ければ短い程高い準備率を課して、中銀に無利息で預託させるシステム」となっている。論理的に言えば、これら準備預金分を差し引いた流入資金の確保する金利の全資金額に対するネット・イールドが米ドル等の外貨原資のコストと等しくなれば、金利目的のただ乗

り取引はそのモチベーションを失い止まることとなる。準備率操作だけを流入国は行い、後は専ら市場にある資金が自らの計算で行動を考えるという前提から、これを市場志向型というのかも知れない。それでは市場志向型でない規制は何かと云えば、以前の我が国や現在の中国、マレーシアのように、資本取引を管理法の下に置き全ての取引を許認可ベースとすることを意味しているらしい。

そもそもちよっと考えれば直ぐにわかることであるが、資本規制に市場志向型の規制など本来的にはあるはずがないのである。市場の求めるものが内国民待遇の完全な自由である以上、規制はそれがどんな形を採るにせよ、反市場的であることは明らかなのである。ということは、市場志向型と言うことは、またそう言うことで直接規制の体系に間接的にせよ非難を寄せることは、見方によってはマレーシア批判、中国いじめと取られても仕方あるまい。無責任な国際的短期資本の傍若無人な跳梁跋扈から国を守るのは当然の主権の範囲内のことであり、規制の仕方は夫々の国情に最も合った方法を選べば良いのである。

また、この種の資本取引に関する規制 - それも受入国側での規制 - が、G・ソロス氏によって最初に唱えられたのも注目に値いしよう。彼のファンドがどこで何をし何をしなかったかについて情報を持っていない我々は、彼の本当の意図を推し測ることは出来ない。ただ、考えられることの一つは、危機を迎えてしまったアジアの国々が、いわゆるワシントン・コンセンサスに基づいたウォール街からの金融資本取引の自由化・市場開放の声に従い、やや不用意に自由化の具体化を急いだことについて、前々から危惧の念を持っていたかも知れない。この各国の不用意さを突いてひと儲けを謀むことなど、彼等にとってみれば赤子の手をひねるようなものだったのだろう。この状況に悪乗りした各種の資金が種々の形で多くの国に入り込んだわけだ。ある国では為替リスクただ乗りの形で地場通貨の高金利を目指しただろうし、また他の国では株式市場に大量に入り株価バブルを起こしただろうし、また更には国外に出た当該国の通貨を借りてこれを市場で売り為替の投機ポジションを造成していたのだろう。このような形で利を追っていた短期資金が全てヘッジ・ファンドであったと言うつもりは全くない。アジア危機におけるヘッジ・ファンドの役割はむしろ限定的であり、主役を演じたのは国際業務を大きく展開する商業銀行や機関投資家、通例の投資信託等であった。これらの国際的な金融機関の利害を代弁するが如き形で、時には国際機関の基本的な方針として、時には二国間協議や各種の多国間協議の場で、飽くことなく要求し続けられたのが市場開放であり、中でも90年代に入ってから金融の市場開放であったわけだ。この要求の声は、自国市場を開放することによって、グローバルな市場が約束する最も効率的な資本のアロケーションが可能となり、ひいては最も効率的な経済成長を遂げることが可能となると言う、一見大変に尤もらしい理論めいた解説が付いていたものだ。各国はこの言葉の裏側にどんな危険が隠されているかに十分に注意を払うことなく市場を開放し、流入した資金の活躍の場を提供して結果的には高い成長を演じ続けて来たと言うことも出来る。

## 天の声は何処へ

通商及び投資（直接投資）の分野での実体としての動きが徐々に国境を感じさせないダイナミズムを持ち始めて、よりグローバル化の掛け声が高まって来た。この流れの中からイデオロギー的響きを持つ「グローバリズム」というキー・ワードが生まれたのである。通商及び投資におけるグローバリズムは、多くの場合リアル・セクターに属する生産活動についてであり、アジア各国の産業構造、社会構造の高度化の希求とも響き合う所が多く、アジアの国々はいわば恩恵に預かって来たと言える。もっと言えば、アジアの国々が一番本質的な意味ではグローバル化された地域と言うことすら可能である。その一つの現れが、世界が多種多層な排他的特惠関税・通商協定で色分けがなされている間、このような協定が無いのがアジア地域である。OECD 参加国の中でこのような協定を一本も持っていないのは、実に韓国と日本だけなのである。ということは、通商と投資においても「グローバリズム」が唯一のキー・ワードでは無かったわけだ。そしてより問題だったのは、この通商と投資に覆い被さるような形で展開された資本・金融・間接投資のグローバリズムであった。この流れを真面目に受け止めてアジアの国々はその為替金融市場の開放をして来たのである。入り込んで来た外貨が、それこそ蜘蛛の子を散らす様にといいの、シェパード達の思ってもいなかった方向に群全体が走り出した羊の様に、引揚げが始め流動性危機が起きたのである。

この外貨どもは最初は、外貨が逃げたのはその国が市場の信認を失い市場から罰せられたからであり、家の中を掃除してまた外貨が訪れたいくなる様な環境を作れば外貨は自ら帰って来るであろう、と解説していた。市場が一つの均衡から次の均衡へ移るのにどの位無駄な時間を要するかと言うことと、市場はその間どの位無意味な行き過ぎ（オーバー・シュート）を繰り返すかを知っている我々には、その解説が何とも白々しいものに映ったのである。というのも、一旦ハーディングを起こした資本は、今度は「羹に懲りて膾を吹く」競争を展開するのが常だからでもある。また、何より腹立たしく思ったのは、IMF が次から次へと必要も無く家の中を汚し、市場がこの汚れも掃除も終わらなければ信認は覚束ないという類のメッセージを次から次へと出し続けたことである。昨年秋から本年に入って、IMF はアジアでははしゃぎ過ぎという声が身内からも出始めるとともに、IMF からはこの様な市場至上主義的な声は聞かれなくなった。代わって IMF は短期資本規制、就中資本受入国サイドの管理を言い始めたのである。グローバリズムと声高に要求し、自由化された国々で儲けておいて一斉に引揚げを開始し、その為の必要資金を IMF に押しつけた連中が、資金受入国がきちんとした管理をしなかったからそれぞれの国は壊れたのだと言うのは、聞きようによっては盗人猛々しいとも言い得よう。それ以上に、彼等はこの短期資本の受入国側管理規制を言うことが、これまであれだけ騒しかった「グローバリズム」の動きに、自ら終焉を告げていると言うことに気が付いているのだろうか。

昨年秋の小淵・クリントン会談でアメリカは南北米州への注力を明らかにした。民間資本

も同様の行動を取るのであろう。統一通貨を発足させた欧州は、域内及びその影響下にあるロシア・中東及びアフリカに注力して行くのだらう。これは明らかに「金融におけるグローバリズム」に相對する、もう一つのイデオロギーである「地域主義」の実体化に他ならない。

アジアの国々は、資本と金融の「グローバリズム」に対して、国と地域を如何に守るかという戦略眼を持ち、正しい対応をしないと、これからも国際資本に良いところ盗りをし続けられ、後に危機と混乱を残され続けられかねないのである。この意味からも、共通の基本認識を持ち合い、共通の戦略戦術を考える場として、アジア通貨基金構想は極めて重大な意義を持っているのである。

---

©1999 Institute for International Monetary Affairs (財団法人国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 2-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo  
103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>