

OECD と IMF による資本移動に対する 政策姿勢の比較

——資本移動管理を伴うマクロプルーデンス措置の事例——

藤田 輔

Comparison of Policy Stances on Capital Flows by the OECD and the IMF:

Case Studies of Macro-prudential Measures with Capital Flow Management

FUJITA, Tasuku

Abstract

Macro-prudential measures (MPMs), which aim at stability of the financial system by analysis and assessment of its risks as well as soundness of each financial institution, have been regarded as important policy tools since the global financial crisis in 2008. In particular, precautionary measures are expected to prevent financial institutions from bankruptcy in advance by regulation of capital adequacy ratios, regulation of foreign exchange transactions and inspection of them. This paper analyses how two international organisations perceive such MPMs with capital flow management between residents and non-residents using some main case studies, which are the OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) with of the Code of Liberalisation of Capital Movements (CLCM) as the multilateral treaty, and the IMF (International Monetary Fund) trying to stabilise financial markets through policy advices and loans. Then it examines their roles and problems in the field of capital flows, and makes suggestions for a desirable cooperation between both. Further, discussions about the review of the CLCM at the OECD started from April 2016 are also referred.

抄 録

2008年の世界的金融危機を受け、個々の金融機関の健全性の確保のみならず、金融

システムのリスクの状況を分析・評価しつつ、その安定を確保するマクロプルーデンス措置（MPM：Macro-prudential Measures）が重視されてきている。その中で、銀行の自己資本比率規制、外国為替取引規制、金融機関の検査等の事前的措置を活用すれば、金融機関の破綻を未然に防止できると期待される。本稿では、それらが国境を越えた（居住者・非居住者間）資本移動の管理を伴う場合、主要な措置事例を取り上げ、資本移動自由化規約（CLCM）という多国間条約を有する経済協力開発機構（OECD）と、政策助言や融資を通じて金融市場の安定化に努める国際通貨基金（IMF）の2つの国際機関が、それらをどのように捉えているかを分析する。これを踏まえ、資本移動における両者の役割や課題を検討すると同時に、両者のあるべき関係性について提言を行う。さらに、この中で、2016年4月から開始したOECDでのCLCMの見直しの議論にも言及する。

キーワード

資本移動（Capital Flows）

マクロプルーデンス措置（Macro-prudential Measures）

OECD（Organisation for Economic Cooperation and Development）

資本移動自由化規約（Code of Liberalisation of Capital Movements）

IMF（International Monetary Fund）

1. はじめに

2008年のリーマンショックを発端とした世界的金融危機を受け、個々の金融機関の健全性の確保のみならず、金融システムのリスクの状況を分析・評価しつつ、その安定を確保するマクロプルーデンス措置（MPM：Macro-prudential Measures）が重視されてきている。その中で、銀行の自己資本比率規制、外国為替取引規制、金融機関の検査等の事前的措置を活用すれば、金融機関の破綻を未然に防止できると期待される。本稿では、それらが国境を越えた（居住者・非居住者間）資本移動の管理を伴う場合、主要な措置事例を取り上げ、資本移動自由化規約（CLCM）という多国間条約を有する経済協力開発機構（OECD）と、政策助言や融資を通じて国際金融市場の安定化に努める国際通貨基金（IMF）の2つの国際機関が、それらをどのように捉えているかを分析する。これを踏まえ、資本移動におけるそれぞれの役割や課題を検討すると同時に、両者のあるべき関係性について提言を行う。さらに、この中で、2016年4月から開始したOECDでのCLCMの見直しの議論にも言及する。

2. OECDによる政策姿勢

2.1. CLCMの概要

ここでは、OECDによる政策姿勢について考察する。まず、国境を越えた資本移動に関して、OECDの重要な国際基準の一つである資本移動自由化規約（CLCM：Code of Liberalisation of Capital Movements）を見ていく。藤田（2016）でCLCMの条文の解釈を通じて主要な論点を十分に検討しているのので、ここでは、その特徴を大まかに概説することに留める。CLCMは、OECD

が設立された1961年より存在し、法的拘束力を持つ多国間条約である。

現在、OECDに加盟している35カ国はこれに参加しており⁽¹⁾、2012年以降は、OECD非加盟国にも参加が認められるようになったが、未だそれは実現していない。ただ、OECDとの加盟交渉中であるコロンビア、コスタリカ、リトアニア3カ国の他、アルゼンチン、ブラジル、ペルー、ルーマニアはまだOECDへの加盟交渉に至っていないが、CLCMへの参加に向けたプロセスに入っている⁽²⁾。

表1 CLCM付属書Aに掲載されている対象取引の分類

| A表 (スタンズティル原則遵守) | B表 (いつでも留保可能) |
|--|---|
| 1. 直接投資 | |
| 2. 直接投資の清算 | |
| 3. 不動産取引 (売却の場合) | 3. 不動産取引 (購入の場合) |
| 4. 資本市場における証券取引 (満期1年以上の取引の場合) | |
| | 5. 金融市場における取引 (満期1年未満の取引の場合) |
| | 6. 流通証券及び非証券請求権に関するその他の取引 |
| 7. 集合的投資証券の取引 | |
| 8. 国際商業取引または国際的役務提供に直接関連するクレジット (クレジットの原因となる当該取引に居住者が参加する場合) | 8. 国際商業取引または国際的役務提供に直接関連するクレジット (クレジットの原因となる当該取引に居住者が参加しない場合) |
| | 9. 金融上のクレジット及び貸付 |
| 10. 抵当・保証・金融支援 (B表10. 以外の場合) | 10. 金融支援 (国際貿易、国際間の経常的貿易外取引または国際間の資本移動取引に直接関連しない場合、または元になる当該国際取引に居住者が参加しない場合) |
| 11. 預金勘定の運営 (非居住者による、居住者機関の勘定の運営) | 11. 預金勘定の運営 (居住者による、非居住者機関の勘定の運営) |
| | 12. 外国為替取引 |
| 13. 生命保険 | |
| 14. 個人的性質の資本移動 (賞金以外の場合) | 14. 個人的性質の資本移動 (賞金の場合) |
| 15. 資本の現物移動 | |
| 16. 非居住者の所有する封鎖資金の処分 | |

出所：OECD (2013) より筆者作成

- (1) 2017年12月現在、OECD加盟国は、米国、英国、フランス、ドイツ、イタリア、カナダ、スペイン、ポルトガル、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、スウェーデン、デンマーク、ノルウェー、アイスランド、アイルランド、スイス、オーストリア、ギリシャ、トルコ、日本、フィンランド、オーストラリア、ニュージーランド、メキシコ、チェコ、ハンガリー、ポーランド、韓国、スロバキア、チリ、スロベニア、イスラエル、エストニア、ラトビアの35カ国となっている。
- (2) OECD (2017) で、G20諸国2カ国、非G20諸国5カ国がCLCM加入に向けた手続きに入っていると明記されているのを受け、2017年9月、筆者が外務省経済局国際経済課OECD室より聴取したところ、本文に記載の国々であることが判明した。また、2017年3月のG20財務相・中央銀行総裁会議の声明でも、「OECDに加盟していない、いくつかのG20諸国が、OECD資本移動自由化規約 (CLCM) に参加する意図を表明し、既に本年から遵守のための手続きを進めている。」との言及もある。

CLCMでは、原則として、加盟国間のピア・レビュー（相互審査）を通じて、資本移動に関する制限を漸進的に撤廃することを約束し、法的拘束力のある一方、資本移動の自由化義務違反に対する罰則規定はない。このことは、加盟国による主体的かつ一方的な自由化を重視しているためであると考えられる。

また、CLCMでは、現行措置よりも悪化させないというスタンドスティール原則が順守されるが（CLCM第1条）、一方では、漸進主義（gradualism）に基づく自由化のアプローチをも採用している。これについては、例えば、表1のとおり、CLCMの付属書Aには対象となるクロスボーダー資本取引のリストが掲載されており、A表に該当する取引（主に長期取引）は比較的自由化を進め易いということから、スタンドスティール原則に係るのだが、B表に該当する取引（主に短期取引）は自由化を進める上でリスクや支障が生じ易いため、いつでも留保することが可能となっており（同第2条）、一定の柔軟性が確保されている。

ただ、同第7条では、「**重大な経済上及び財政金融上の混乱**」と見なされるような事態に直面した場合は、自由化義務の免除が一定期間認められることとなっている⁽³⁾（同第7条b）。このほか、「**経済及び財政金融状態に照らして正当と認められる場合**」や「**総合国際収支が危険と認められる速度及び状況（通貨準備の状態を含む）において悪化する場合**」でも、同様に自由化義務の免除が認められる（同第7条a/c）。このような場合は、上述の付属書Aでスタンドスティール原則が順守されるA表の取引にも制限を掛けることが可能となる。

2.2. CLCMとMPMとの関係

以上述べたとおり、CLCMはあくまでも、国境を越えた資本移動規制の撤廃を要求するものであり、特に居住者領域内の取引の場合はなおさらであるが、MPM自体を直接網羅するものではない。MPMと資本規制措置は一見類似しているが、両者の目的は必ずしも同じとは限らないし、同じである必要もない。例えば、MPMの一環として、金融機関の流動性リスクに対するバッファを持たせるため、資本増強のための政策が講じられたとしても、これ自体は国境を越えた資本移動には間接的にしか影響を及ぼし得ないし、一方で、資本流入に対する課税措置を講じても、これが金融システム全体に影響を及ぼすようなリスクを抑制し、経済の安定を図るとも限らない。ただ、これから述べる6つの措置事例のように、国境を越えた資本移動が金融部門のシステムミック・リスクの原因になり得るため、そうした事態に対するMPMが講じられれば、それ自体が資本規制措置にもなり得る。その場合、CLCMとの整合性につき、OECDで議論されることがある。

2.3. 各措置形態との関係

2008年のリーマンショック以降、金融システムの安定化・健全化を模索する中で、MPMのあり方は世界経済の最重要課題の一つとなり、G20会合の声明でもしばしば言及され⁽⁴⁾、国際金融に関する高い専門性を有するOECDとIMFによる知的貢献も求められている。そのような中で、

(3) 最近で言えば、2008年のリーマンショックを発端とする世界的金融危機に直面したアイスランドが、自国通貨の暴落を防止するために外資規制措置を導入したのを受け、OECDが同国に対し、CLCM第7条の免除条項の発動を承認した経緯がある。

2015年4月、IMFの協力を得つつ、G20向けの報告書として、OECD（2015）が作成された。ここでは、以下の6つの措置形態が代表的事例として紹介され、OECDとIMFによる政策姿勢が示されている。

- (Ⅰ) 銀行の外国為替デリバティブ契約の制限
- (Ⅱ) 銀行の非居住者に対する短期（1年未満）債務の1日当たり限度額の導入
- (Ⅲ) 非居住者による居住者不動産の購入時の印紙税率の引上げ
- (Ⅳ) 非預金外貨債務への金融取引税の課税
- (Ⅴ) 非居住者との外貨スワップ・先物契約における国内銀行の準備預金の要求
- (Ⅵ) 3年または3年未満の非居住者に対する信用供与及びその他の対外債務における準備預金の要求

では、OECDがこれらに対し、どのような政策姿勢を取っているのだろうか。OECD（2015）では、特に、現行のCLCMがこれらの措置事例に対してどの程度整合的に対応しうるかが明記されており、それらを考察すると、表2のとおりとなる。

基本的には、(Ⅰ)～(Ⅵ)のいずれの場合でもB表の取引には影響が生じるが、この場合は、CLCM参加国はいつでも留保を附することができる。一方、(Ⅱ)・(Ⅳ)・(Ⅵ)はA表の取引にも制限を掛けるため、CLCM第7条のような特殊な状況に限り、その取引の自由化義務の免除が可能であるが、右以外の場合は、原則として留保することはできない。CLCM参加国にとっては、B表ならともかく、A表に影響が生じるようなMPMを講じる場合には、OECDでの議論を通じて、CLCM第7条に沿う形で自由化免除の承認を受けなければならなくなる。

また、(Ⅰ)と(Ⅴ)では「居住地に属する銀行がその領域を超えて非居住地で行う取引になる場合」、(Ⅳ)では「居住者が非居住者と決済取引を行う際に通貨を使用することを自由に決定できるのが制限される場合」とされているように、特定の場合に限り、CLCMに抵触することもある。ただ、これについては、CLCMに明確な基準がある訳ではなく、このようなMPMが講じられた場合には、OECD投資委員会での議論を必要とする。例えば、(Ⅰ)の「銀行の外国為替デリバティブ契約の制限」の措置を講じた国があったと仮定すると、OECDの議論の中で、「同措置は居住地に属する銀行が非居住地で行う取引にならない」と当該国が説明し、その他参加国がこれを合理的であると解釈し了承すれば、CLCMに抵触せず、留保を加えなくても済む可能性もある。

-
- (4) 例えば、2017年3月のG20財務相・中央銀行総裁会議の声明の中で、「資本フローの監視及び資本フローの過大な変動に起因するリスクの管理を引き続き強化する一方で、開かれた資本市場、及び国際資本フローを支えるシステムを改善していくことの重要性及び恩恵を認識する。この目標を支持するため、我々は、IMFや他の国際金融機関の、マクロプルーデンス政策を含む、この分野での更なる取り組みに期待する。」と言及されている。

表2 資本移動管理を伴うMPMとCLCMとの関係性

| 措置形態 | CLCM付属書Aとの関係性 | 自由化留保の可否 |
|--|---|--------------------|
| (Ⅰ)銀行の外国為替デリバティブ契約の制限 | 居住地に属する銀行がその領域を超えて非居住地で行う取引になる場合に限り、B表の「12.外国為替取引」に影響。 | ○ |
| (Ⅱ)銀行の非居住者に対する短期（1年未満）債務の1日当たり限度額の導入 | ●A表の「11.預金勘定の運営（非居住者による、居住者機関の勘定の運営）」に影響。 ●B表の「5.金融市場における取引（満期1年未満の取引の場合）」、「6.流通証券及び非証券請求権に関するその他の取引」、「9.金融上のクレジット及び貸付」に影響。 | △ (B表のみ可) |
| (Ⅲ)非居住者による居住者不動産の購入時の印紙税率の引上げ | B表の「3.不動産取引（購入の場合）」に影響。 | ○ |
| (Ⅳ)非預金外貨債務への金融取引税の課税 | ●満期1年未満の場合は、その措置によって、居住者が非居住者と決済取引を行う際に通貨を使用することを自由に決定できるのが制限される場合に限り、B表の「5.金融市場における取引（満期1年未満の取引の場合）」、「6.流通証券及び非証券請求権に関するその他の取引」、「9.金融上のクレジット及び貸付」に影響。 ●満期1年以上の場合は、上記と同様の場合に限り、A表の「4.資本市場における証券取引（満期1年以上の取引の場合）」に影響。 | ○（1年未満） ×（1年以上） |
| (Ⅴ)非居住者との外貨スワップ・先物契約における国内銀行の準備預金の要求 | 居住地に属する銀行がその領域を超えて非居住地で行う取引になる場合に限り、B表の「6.流通証券及び非証券請求権に関するその他の取引」及び「12.外国為替取引」に影響。 | ○ |
| (Ⅵ)3年または3年未満の非居住者に対する信用供与及びその他の対外債務における準備預金の要求 | ●A表の「4.資本市場における証券取引（満期1年以上の取引の場合）」及び「11.預金勘定の運営（非居住者による、居住者機関の勘定の運営）」に影響。 ●B表の「5.金融市場における取引（満期1年未満の取引の場合）」、「6.流通証券及び非証券請求権に関するその他の取引」、「9.金融上のクレジット及び貸付」に影響。 | △ (B表のみ可) |

出所：OECD（2015）より筆者作成

2.4. 韓国のMPMの経験

OECD加盟国であり、CLCMに参加している韓国は、2011年8月、過度な外貨建て債務から生じるシステミック・リスクを軽減するべく、MPMの一環として、満期が1年未満は0.2%、1～3年は0.1%、3～5年は0.05%、5年以上は0.02%として、銀行が抱える外貨建て債務に対する金融取引税を導入した（OECD（2012））。これは、既に述べた措置形態のうち、(Ⅳ)の「非預金外貨債務への金融取引税の課税」に該当し、上述のとおり、CLCM付属書のA表及びB表に抵触する可能性が生じる。

これを受け、2011年12月及び翌年3月のOECD投資委員会で、同措置について議論された。韓国側は、①金融機関の外貨建て債務のうち、96%は銀行が保有しており、それだけ資本の過変動を招くシステミック・リスクが高い、②金融取引税による収入は、将来的に万一、金融危機により銀行が経営困難に陥った場合の流動性支援として、「外国為替安定化基金」を通じて活用され

る、③同措置は個別の取引を制限したり、禁じたりするものではない等の根拠を述べ、CLCMの範囲内での措置を主張した（OECD（2012））。これに対し、OECD事務局は、外貨建て債務を対象とした措置は韓国のみだが、世界的金融危機後、金融取引税自体は他のOECD加盟国（11カ国）でも導入されていることに触れながら、1997年の通貨危機の経験に鑑みても、同措置は、短期の過度の外貨借入れや資本の過変動を防止するための調整的手段であると説明した（OECD（2012））。

当時は、このような議論に対し、他のOECD加盟国も特段異議を唱えることなく、韓国の措置はCLCMの範囲内での対応であると解釈され、自由化義務の免除や留保に至ることはなく、一旦議論は終了した。しかし、筆者がOECD関係者から聴取したところによれば⁽⁵⁾、その後、いくつかの加盟国から、同措置はCLCMに抵触するのではないかとの見解が浮上してきた。また、現行のCLCMでは、資本移動管理を伴うMPMに対処する際、自由化義務の免除や留保に至るべき基準が必ずしも明確ではないため、この際、国境を越えた資本移動に関する唯一の重要な多国間条約であるCLCMを見直しつつ、その実効性を担保するべきとの意見も聞かれるようになった。これらを受け、2016年4月より、OECDにおいて、CLCMの見直しの議論が開始され、国際社会からも期待が寄せられている⁽⁶⁾。

2.5. CLCMの見直しの議論

(1) 議論のための付託事項

OECDは、投資委員会、金融資本市場委員会、保険・私的年金委員会の3委員会を合同させて、各国の金融措置等に関してCLCM上の位置付けを審議する自由化規約諮問タスクフォース（ATFC）を2012年に設立させていた。そのATFCにおいて、2016年4月にCLCMの見直しの議論を開始させ、同年10月には付託事項（TOR）としてOECD（2016）を発出し、その議論の方向性を定めた。このTORでは、表3のとおり、5つの原則と4つの重要な作業領域が定められており、2016年4月から2017年10月までをPhase 1（調査フェーズ）、2017年10月から2018年3月までをPhase 2（意思決定フェーズ）とされている⁽⁷⁾。

(2) 自由化義務の遵守の継続

これらを分析する中で、相対的に重要であると思われる論点をいくつか述べたい。まず、原則に目を向けると、CLCMの自由化義務の原則は引続き維持されるのみならず（原則（c））、それが強化されるべきことも前提としている点である（原則（a））。OECD非加盟国が、CLCM参加のメリットとして、自由化の留保や免除が必要に応じて認められるという柔軟性を見出し、上述

(5) 2016年2月、OECD本部（パリ）にて、金融・企業局職員よりヒヤリングを実施。

(6) 2017年3月のG20財務相・中央銀行総裁会議の声明の中で、「OECD資本自由化規約（CLCM）の現在の強度や広範な範囲を維持しつつ、我々は、その適切な柔軟性に関する作業を含む、現在行われている規約の見直しを歓迎する。規約をまだ遵守していないG20諸国は、各国の状況に配慮した上で、現在行われている規約見直しに自主的に参加し、規約を遵守することを検討するよう奨励されている。」との言及がある。

(7) 2017年9月、外務省経済局国際経済課OECD室より聴取したところ、TORが想定するスケジュールよりも議論が長引いており、Phase 1は2017年内には終わらず、翌年春頃まで持ち越すのではないかとの見解を得た。

したとおり、参加国が次第に増加することで、CLCMがよりグローバルかつ普遍的な多国間条約として機能することが期待されているのは事実である。ただ、その柔軟性に過度に期待すると、自由化の質を低下させかねないため、CLCMは、あくまでも自由化が大前提であるとの強いメッセージを発信することで、その存在意義を保持しようという狙いがあると考えられる。

表3 TORで言及されている原則と作業領域

| CLCMの見直しにおける5つの原則 |
|---|
| (a) 見直しによってCLCMが強化されるべき。 (b) 見直しのプロセスの成果は予断させるべきではない。 (c) 現行の自由化義務は引き続き適用させるべき。 (d) 新しい解釈が生じた場合は、スタンドスタイルに関わる問題に結び付けない。 (e) 見直しは、可能であれば、CLCMの条文の修正を伴うべきではなく、ユーザーズガイドの修正に焦点を絞るべき。 |
| CLCMの見直しにおける4つの重要な作業領域 |
| (a) 規制と見なされる措置への対応を明確化したり、金融的な技術革新への対応を見直したりすることで、CLCMの広範な領域を再確認する。 (b) 特に、意図されるリスクに応じ、通貨によって識別するバーゼルⅢ措置の政府による適用を含め、ブルーデンス目的の措置の対応への理解を増進する。 (c) A表（スタンドスタイル遵守）とB表（いつでも留保可能）の見直しのメリットを考慮する。 (d) ガバナンスの強化や意思決定プロセスの改善のための方法を模索する。 |

出所：OECD（2016）より筆者作成

(3) 条文の修正の回避

次に、今回の見直しは、必要以上に論争を引き起こさず、大幅な改訂を目指そうとしないという方向性を垣間見ることができる点である。その点について、まず、新しい解釈が生じて、スタンドスタイルに関わる問題に結び付けないという（d）の原則に注目したい。これは、金融的革新によって、CLCMの付属書Aで網羅するべき新しい資本取引が生じた場合でも、スタンドスタイル原則を順守するA表ではなく、いつでも留保できるB表に含めることを示唆しているのではないか。上述したように、A表の取引の自由化に抵触するような投資措置が見られた場合、CLCM第7条に沿う形で自由化免除の承認を受けることになるが、OECDでは極力そのような事態に陥るのを最小限となるよう導きつつ⁽⁸⁾、加盟国間で自由化を推進したいという立場を取っている一方、B表に影響する取引ならば、基本的にはCLCMの範囲内での留保が可能であるため、その自由化義務の原則に大きな揺らぎが生じることはない。

さらに、条文の修正は可能な限り伴わず、ユーザーズガイド⁽⁹⁾の修正に留める旨の記載（原則（e））については、仮に法的拘束力を伴うCLCMの条文の修正ともなると、そのためのATFC

(8) CLCM第7条では、仮に自由化義務の免除が承認され、時間的制約が設けられないとしても、それはあくまでもスタンドスタイル原則からの一時的離脱（temporary departures from standstill obligations）に留めるべきとされている（OECD（2015））。

(9) ユーザーズガイド（User's Guide）は、CLCMの条文に関する詳しい解説を含め、その原則や手続きの解釈を助けるための手引書であり、1995年にOECD理事会でその発行が承認された。その後、幾度か改訂が行われ、現在は2008年2月に改訂されたものが最新となっている（OECD（2008））。

での交渉にかなり時間が掛かったり、参加国間で自由化の進展状況やそれに対する捉え方も多様であるため、利害対立が深刻化したりする恐れも排除できず⁽¹⁰⁾、CLCMの見直しの議論自体が漂流する懸念が生じかねない。他方、ユーザーズガイドは、参加国間で投資措置に関する協議が行われる際、CLCMの条文をどのように解釈するかに関する手引書に過ぎないため、仮にそれに修正が施されても、解釈の多様性や柔軟性を確保しながら、議論を運営することが可能となる。

(4) MPMへの対応に関する理解

一方、作業領域に着目すると、(a)・(b)に関しては、上述のとおり、OECD (2015) が、国境を越えた資本移動管理を伴うMPMの代表的な措置事例に対し、現行のCLCMがどの程度整合的に対応しうるかを分析しているが、韓国の経験も踏まえ、ATFCにおいて、MPMへの理解のコンセンサスを得て、現状ではその解釈が十分とは言えないユーザーズガイドの中にいかに反映させていくかが課題となろう。また、銀行の健全性維持のための自己資本規制であるパーゼルⅢとの関係でも、例えば、流動性比率 (LCR : Liquidity Coverage Ratio) や安定調達比率 (NSFR : Net Stable Funding Ratio)⁽¹¹⁾の基準の確保のため、銀行の資金流動性を安定させていく中で、場合によっては、資本の過変動に結び付きやすい外貨の運用・調達に制限を掛ける必要性が生じるかもしれないが、このような措置に対して、CLCMではどのように解釈するかについてもコンセンサスを得るべきであると考えられる。

(5) 柔軟性の確保と付属書Aの見直し

この問題は (c) にも関わってくる。つまり、MPMも含め、何らかの規制措置が講じられ、現状ではスタンスティル原則を遵守すべきA表の取引に影響が及ぶ際、CLCM第7条 (自由化義務の免除条項) の発動に依らずとも、留保を加えるだけで対応可能とするような柔軟性を確保するべく、例えば、場合によっては、一部の取引項目をA表からB表に移行させる手続きの可能性も含めて、付属書Aの見直しを議論することも考えられる (OECD (2016))。このことは、資本自由化の進展状況に遅れが見られるOECD非加盟国も参加し易いように仕向けていくという配慮も念頭にあるのではないか (藤田 (2017))⁽¹²⁾。

また、付属書Aの中で、例えば、「11. 預金勘定の運営 (非居住者による、居住者機関の勘定の運営)」がA表、「預金勘定の運営 (居住者による、非居住者機関の勘定の運営)」がB表と指定されているが、いずれも預金口座取引という点で共通しているにも関わらず、居住者から見た場合、資金流入 (前者) の場合はスタンスティル原則遵守、資金流出 (後者) の場合はいつでも

(10) 藤田 (2017) では、OECDは、ピア・レビューの議論を通じて、より良い政策を追求することに比較優位を持つが、利害が衝突しやすい多国間交渉を行うのはあまり得意ではない点を指摘している。

(11) LCRでは、経済の不安定局面 (ストレス) 下でも市場から流動性を調達することができる適格流動資産を、短期間 (30日間) の厳しいストレス下における純資金流出額 (ストレス期間に必要となる流動性) 以上に保有することを求めている。一方、NSFRは、利用可能な安定調達額 (資本及び預金・市場性調達の一部) を所要安定調達額で除した割合を指す。つまり、NSFRは、流動性が低く売却が困難な資産 (所要安定調達額) を保有するのであれば、これに対応し、中長期的に安定的に調達することを求めるものと言える。

(12) 筆者の見解を確認するべく、2017年9月、外務省経済局国際経済課OECD室より聴取したところ、非加盟国の参加を促すべきとする加盟国の意見も聞かれたとのことだった。

留保可能となる（OECD（2016））。このような非対称的な取扱いに対する異論を唱え、いずれもB表に統一するべきではないかとの見解もある。

さらに、金融商品の期間をどう捉えるかという問題もある。例えば、付属書AのA表の「4.資本市場における証券取引（満期1年以上の取引の場合）」やB表「5.金融市場における取引（満期1年未満の取引の場合）」における「満期」に関し、これは発行時点から算出される期間なのか、それも流通市場で取引が行われた時点での残存期間を意味するのか、現時点では必ずしも明確にはなっていない。そのため、この定義付けについても議論し、その結果、場合によっては、これらの付属書Aにおける取扱いも見直される可能性もある。

3. IMFによる政策姿勢

3.1. IMF協定の資本移動に対する取扱い

1947年3月、IMF協定が発効し、国連の専門機関として、IMFによる実際の業務が開始された。IMFは当初の加盟国数は29カ国に過ぎなかったが、その後順次拡大を遂げ、2017年9月現在の加盟国数は189カ国となり、世界のほとんど全ての国が加盟する国際機関となっている。

IMFでは金融・為替に関わる多岐に渡る業務が行われる中、IMF協定第1条（1978年より効力が発生している第二次改正）で明記されている目的に着目すると、例えば、同条（iii）では「為替の安定を促進し、加盟国間の秩序ある為替取極を維持し、及び競争的為替減価を防止すること」、（iv）では「加盟国間の経常取引に関する多角的支払制度の樹立を援助し、及び世界貿易の増大を妨げる外国為替制限の除去を援助すること」と定められているとおり、貿易等の経常取引に伴う支払の自由化に重点が置かれている。

一方、同第6条第3項では、「加盟国は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」と規定され、確かに資本移動規制の管理を容認する文言が見られるものの、それと同時に、「経常取引のための支払を制限し、または契約の決済上の資金移動を不当に遅延させるような方法で、この管理を実施してはならない」と付記されており、あくまでも経常取引に伴う支払を円滑化するための資本移動管理が強調されている。

実は、現行のIMF協定は、国際金融市場における資本移動に対し、IMFに権限を付与していない（高木（2009））。つまり、IMFの場合は、資本移動に対し、CLCMのような確固たる法的拘束力のある多国間ルールを持ち得ていない。特に、OECD加盟国の場合は、CLCMが最優先に遵守されるため、資本移動の自由化に対し、IMFが主要な役割を担ってきている訳ではない。

3.2. IMF協定以外の資本移動に対する取扱い

他方、IMF協定第4条第3項では、「(a) IMFは、国際通貨制度の効果的な運営を確保するため国際通貨制度を監督し、また、第1項の規定に基づく各加盟国の義務の遵守について監督する。(b) IMFは (a) の規定に基づく任務を遂行するため、加盟国の為替相場政策の確実な監視を実施し、また、為替相場政策に関するすべての加盟国に対する指針とするための特定の原則を採択する。各加盟国は、この監視のために必要な情報をIMFに提供しなければならない。また、IMFが要求するときは、自国の為替相場政策についてIMFと協議しなければならない。」となっている。

これらに基づき、IMFは、加盟国の金融・為替政策の妥当性や国際通貨制度の安定性との関係等を監視するための国別及び多国間サーベイランスを行っている⁽¹³⁾。特に、前者は、加盟国の経済・金融政策に関する包括的な協議を通常年一回行い、一般的には「四条協議」とも呼ばれる。具体的には、IMFの職員団（エコノミスト）が当該国を訪問し、経済・金融に関する情報を収集し、政府関係者と議論し、IMFに調査結果を報告するものである。この中で、IMFは、資本移動の自由化に関する政策については、各国別にケースバイケースで対応し助言を加えている。

ただし、CLCMに参加していない国々（特に途上国）においては、IMFは資本移動の自由化を決して義務付けることはないが、一般的には、規制強化に反対することを通じて、個別に自由化を歓迎・推進してきたと見られる（荒巻（2004））。例えば、大量の資本流入が問題となる場合は、IMFは、国内の金融・為替政策の適切なポリシー・ミックスによる対応を適当としつつ、それによって仮に国際収支が悪化した事態になれば、資本規制の再導入での対応に関しては一般的に好まなかったこと（general distaste）が指摘されている（荒巻（2004））。

これを考察する限り、IMF協定自体は資本移動に対し法的拘束力を持ち得ないが、一方では、「四条協議」では資本移動の自由化を歓迎するという政策アプローチを採用していると捉えられる。ただ、「四条協議」はもとより、1980年代以降、市場原理や規制緩和を重んじる新古典派経済学に基づく政策志向（ワシントン・コンセンサス）が台頭した背景もあり、IMFは融資を実行する際、そのコンディショナリティ（制約条件）の一環として、相手国に対して、資本移動の自由化措置を求めることが少なくなかった。しかも、IMFと相手国との間には、貸借という「主従関係」が存在している以上、同協定に関わらず、IMFが相手国に対して、いわば強気の姿勢で資本移動の自由化を要求することができた側面は否めない⁽¹⁴⁾。

そこで、明確にIMF協定に資本移動に対する権限を与えるべく、その改定の議論が1996年に開始された。例えば、資本自由化を促進する（草案では「秩序ある自由化」）ことをIMFの新しい目的に盛り込む等の改定案が想定されていた（高木（2009））。

3.3. アジア通貨危機を契機とした政策姿勢の変化

しかし、1997年のアジア通貨危機が急進的な自由化によって発生したとの見方が強まったため、資本移動の自由化に対する慎重な姿勢が重視され始めた。それに伴い、既に述べたIMF協定の改定の議論も頓挫した。

そこで、IMFも従来の基本的姿勢を維持しつつも、自由化の利益を享受するためには、それに対する注意深い管理と順序付け（sequencing）が必要であるとの見解を示すようになった（荒巻

(13) 2012年7月、国別及び多国間の両サーベイランスの統合の一層の推進を志向しつつ、IMFは「統合されたサーベイランス決定（ISD）」を承認した。ISDは、①IMF協定が改定されない限りは加盟国の義務の範囲が変わることはない、②今後も国別サーベイランスでは加盟国の為替相場政策が重視されるが、ISDにより、加盟国内の経済・金融政策にIMFがこれまで以上に効果的に関与するための基盤が整備される、の2点を重視している。

(14) ただ、IMFが推進しようとする資本移動の自由化は、例えば、経済発展に相対的に後れを取っている国の場合、本来採用されるべきではない措置を取らざるを得ないこともあり、また、それによって経済・金融の急変動も考えられるため、各国が主体的に自由化を進展させるCLCMに比べた場合、その主体性については疑問なしとは言えない。

(2004))。特に、2000年以降、専務理事より、資本移動の自由化の順序付けに関する現実的な助言を作成するように指示が出されたこと等を受け、IMFは資本移動の秩序だった自由化のあり方について検討を進めた。

そして、IMFとしての公式見解ではないが、事実上、IMFでの業務経験やその職員としての考え方を反映するとされるペーパーとして、Ishii et al (2002) が公表された。ここでは、資本移動の自由化に偏重しがちな従来の主張とは一線を画する趣旨で、資本移動の自由化の順序付けや漸進主義的アプローチの妥当性を容認し、経済状況によっては自由化を遅らせる可能性もあり得ると主張しており、IMF内での検討が現実的な方向に変化してきたことを窺わせる（荒巻（2004））。

3.4. 資本移動管理を伴うMPMに対する政策姿勢

より最近になると、2008年のリーマンショックの発生を受け、IMFは、ウクライナやハンガリー等、国際収支危機に陥った国々に対して融資を実施したことで、貸し手機能を発揮するとともに、G20の枠組みを活用しながら、より効果的に金融危機に貢献できるよう、資金基盤の拡充や融資制度の見直しを行った⁽¹⁵⁾。また、このような議論の中で、MPMのあり方も最重要課題の一つとなり、金融安定化理事会（FSB）や国際決済銀行（BIS）とともに、IMFもその政策枠組みの構築に貢献してきた。その中で、既に述べたG20向け報告書（OECD（2015））に先立ち、資本移動の自由化とその管理のあり方に対する公式見解として、IMF（2012）を発表しており、その重要なポイントは概ね以下のとおりとなる。

- ① 資本移動は各国にとって利益をもたらすと同時に、リスクも持たれることがあり、それは、各国間で生じている金融的・制度的インフラの格差によって助長される。
- ② 資本移動の自由化は、費用よりも利益が上回るよう、順序立てて行われるべきであり、完全な自由化がどの国にとっても必ず最終的な目標だという前提は存在しない。
- ③ 資本流出入の過変動に伴う経済・金融の安定性を確保する際、適切な金融監督・規制は勿論、財政、金融、為替管理を含むマクロ経済政策も重要な鍵となるため、資本移動を管理する措置は有益になり得る。
- ④ 各国の政策担当者は、自国の政策がグローバルに経済・金融の安定性に影響を及ぼすかもしれないことを勘案しつつ、資本移動のリスクを軽減するべく、国境を越えた政策協調が求められる場合もある。
- ⑤ IMFは、各国政府当局とその他国際機関と協力しつつ、資本移動に関する助言や評価を提供する機能を有する。他方、それらによって、IMF協定が改訂されたり、同加盟国の権利や義務が変更されたりすることはない。

(15) 2009年4月のG20サミットにおいて、融資に必要な資金を確保するためにIMFの資金基盤を最大5000億ドル増額することが合意された。さらに、10年12月には、IMF加盟国からの出資総額を倍増することも決定された。これと並行し、融資制度の見直しも行われた。具体的には、金融危機への対処を主目的とした従来の融資制度に加え、11年11月に合意された予防的流動性枠（PLL）等、IMF加盟国が危機予防を目的として多額の融資枠を設置できるようにした新たな融資制度が創設された。なお、IMFの融資制度については、野口（2014）及び（2015）が大変詳しい。

表4 資本移動管理を伴うMPMに対するIMFの政策評価

| 措置形態 | MPMと見なす根拠 | 資本移動管理と見なす根拠 |
|--|---|-----------------------------------|
| (Ⅰ)銀行の外国為替デリバティブ契約の制限 | 銀行の対外短期資金の依存や、金融部門の流動性リスクをの発生を制限する。 | 居住者・非居住者間での差別はないが、資本移動を結果的に制限し得る。 |
| (Ⅱ)銀行の非居住者に対する短期(1年未満)債務の1日当たり限度額の導入 | 銀行の対外短期資金での過度な借入や、金融部門の流動性リスクの発生を制限する。 | 居住者・非居住者間で差別が生じる。 |
| (Ⅲ)非居住者による居住者不動産の購入時の印紙税率の引上げ | 国内不動産市場への資本流入を制限し、不動産価格変動によるシステムミック・リスクを軽減する。 | 居住者・非居住者間で差別が生じる。 |
| (Ⅳ)非預金外貨債務への金融取引税の課税 | 銀行の対外短期資金の依存や、金融部門での流動性リスクの発生を制限する。 | 居住者・非居住者間での差別はないが、資本移動を結果的に制限し得る。 |
| (Ⅴ)非居住者との外貨スワップ・先物契約における国内銀行の準備預金の要求 | 短期の資本流入による銀行のバランスシート上の通貨や期間のミスマッチに起因する流動性のシステムミック・リスクを制限する。 | 居住者・非居住者間で差別が生じる。 |
| (Ⅵ)3年または3年未満の非居住者に対する信用供与及びその他の対外債務における準備預金の要求 | 銀行の対外短期資金の依存を制限し、銀行のバランスシート上の通貨のミスマッチに起因する金融部門での流動性リスクの発生を避ける | 居住者・非居住者間で差別が生じる。 |

出所：OECD (2015) より筆者作成

以上から解釈すると、IMFとしては、資本移動のリスクを認識した上で、その自由化はやはり秩序だったものであるべきとの見解を示しており、特に、上記③から解釈できるように、資本移動管理を伴うMPMも容認する立場を保持していると見られる。これを踏まえ、IMF (2012) 及び(2014) では、その定義を「資本移動に起因する金融上のシステムミック・リスクを軽減するべく、それを制限すること」と捉えている。さらに、このようなMPMは、以下のいずれかの状況に該当する場合、マクロ経済政策による調整を後押ししたり、金融システムの安定化を保護したりするのに一定の役割を果たすとしている。

- ① マクロ経済政策の調整の余地が制限されている。
- ② 必要な政策を講じるのに時間が求められる、もしくはマクロ経済政策の効果が現れるまでに時間を要する。
- ③ 資本の急流入が金融システムの不安定化のリスクをもたらす。
- ④ 急変動に起因する経済的な不確実性が高まっている。

また、既に述べた(Ⅰ)～(Ⅵ)の6つの措置事例については、表4に示される根拠から、いずれも資本移動管理を伴うMPMの定義に該当するが、CLCMのような画一的な条約や基準がそもそも存在しないため、IMFがこれらの措置の妥当性を評価する際は、各国固有の事情が勘案さ

れ、それ次第でその評価も変わり得るとしている（OECD（2015））。このことは、既に述べたサーベイランスにおいて、各国別にケースバイケースで資本移動のあり方に対応するというIMFの姿勢に基づくことを示唆している。

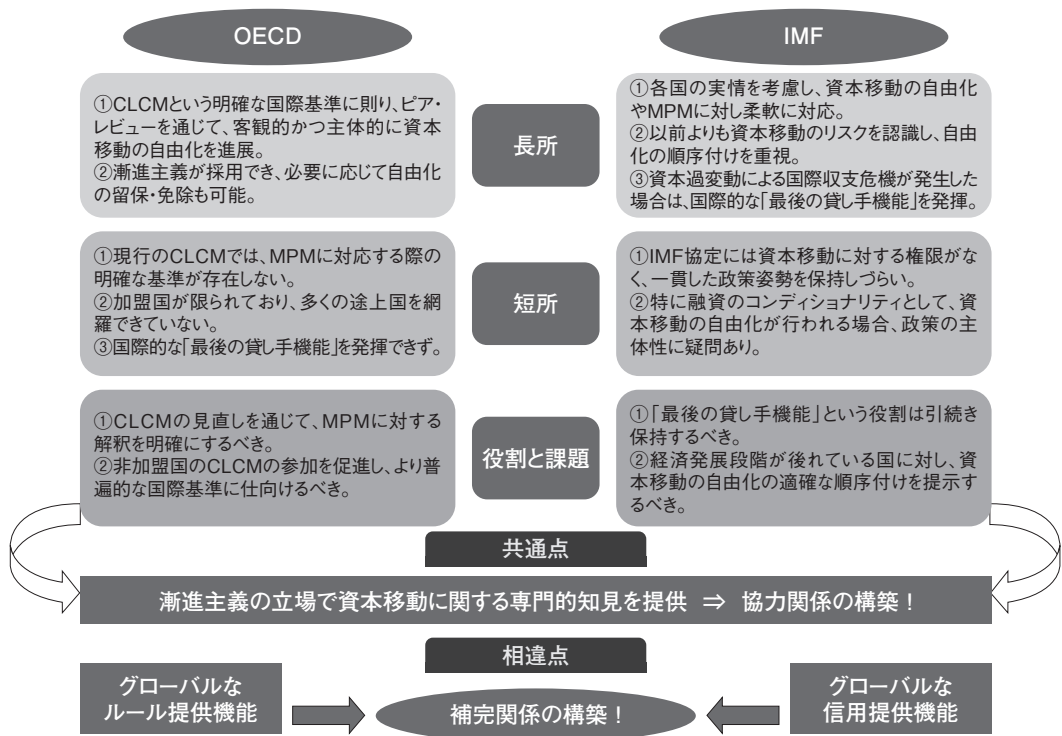
4. 結 論

これまでの議論を踏まえて、MPMを含め、国境を越えた資本移動に対するOECDとIMFの政策姿勢を比較すると、図1のイメージになると考えられる。OECDもIMFも、いずれも共通する点として、資本移動の自由化に対しては、漸進主義的アプローチを取りつつ、専門的知見を提供できることが挙げられ、これを活かし、両者が相互に協力関係を構築することが期待される。

これとは対照的に、両者の相違点に基づくのであれば、補完関係も見出せるのではないだろうか。まず、OECDの場合、確固たる資本移動に関する国際基準として、法的拘束力のあるCLCMを有していることが何よりの強みであろう。ただ、近年注目されているMPMに対応する際の基準がCLCMでは不明確であり、端的に言えば、やや「時代遅れ」な印象を与えなくもないため、その見直しの議論を通じて、MPMに対する解釈を明確にすることはやはり重要であると考えられる。また、加盟国が35カ国に過ぎないOECDとしては、最近のG20でも議論されているとおり、非加盟国のCLCMへの参加を促すことも不可欠である。とりわけ、現在加盟に向けたプロセスに入っている中南米諸国や東欧諸国のみならず、経済的に存在感を増してきているアジア諸国にもCLCMを順守させるための取組みが求められる。そうすることで、OECDは、真の意味で「グローバルなルール提供機能」を発揮し得るのではないだろうか。

一方、IMFの場合は、資本移動に対しては、CLCMのような確固たる基準は存在しない。しかし、それ故、自由化の順序付けを以前よりも重視する観点から、IMFは、各国の実情を勘案しながら、資本移動管理を伴うMPMの妥当性を容認し、公式見解の中でも、その定義付けを明確にしているため、時代に適合しつつ、資本移動に対し柔軟に対応できると捉えられる。ただ、裏を返せば、世界各国に対し、一貫した政策姿勢を保持しづらい点には注意を要する。また、IMFは、OECDと大きく異なる点として、経済的問題が発生した国々に融資を実行する「最後の貸し手機能」を発揮でき、加盟国も189カ国であるため、資本過変動による国際収支危機が発生した際、それを通じて、より有効かつ広範に事態を鎮静化できることが挙げられる。特に、金融・資本市場に脆弱性が見られ、資本移動の自由化が完全に遂げられていない途上国にとっては、このことは大きなメリットになるだろう。したがって、OECDを補完するべく、IMFは「グローバルな信用提供機能」を発揮すると捉えられる。

以上より、世界各国が、MPMを含め、何らかの資本移動措置を講じる際は、これらを念頭に置き、OECDとIMFのツールを効果的に使い分けるべきと考えられる。一方で、例えば、経済的規模が比較的大きい国々が集まり、それだけ健全な経済・社会を構築するための責任も大きいとされるG20のような多国間枠組みにおいて、両者の役割と課題を定期的に確認しつつ、金融市場の安定と発展に向けた政策ツールとして、これらの有効性を世界へ発信していくことも肝要であると思われる。



出所：筆者作成

図1 OECDとIMFの政策姿勢の比較及びあるべき両者の関係性

主な参考文献・資料

荒巻健二 (2004) 「資本取引自由化のsequencing—日本の経験と中国への示唆—」(国際協力銀行〔編〕『開発金融研究所報』第21号, pp.49-77)

高木信二 (2009) 「世界金融危機とIMF改革：サーベイランスとガバナンスを中心に」(日本国際問題研究所〔編〕『国際問題』No.582, pp.19-28)

野口嘉彦 (2014) 「近年におけるIMF業務の質的変革について (上)」(立教大学経済学研究会〔編〕『立教経済学研究』第68巻・第2号, pp.61-94)

野口嘉彦 (2015) 「近年におけるIMF業務の質的変革について (下)」(立教大学経済学研究会〔編〕『立教経済学研究』第68巻・第3号, pp.119-145)

藤田輔 (2016) 「OECD資本移動自由化規約の役割と意義」(日本貿易学会〔編〕『日本貿易学会リサーチペーパー』第5号, pp.21-40)

藤田輔 (2017) 「投資自由化の多国間枠組みの展望：OECD基準へTPPが及ぼし得る影響」(日本貿易学会〔編〕『日本貿易学会誌』第54号, pp.73-84)

IMF (2012) *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, November 14 (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>)

IMF (2014) *Staff Guidance Note on Macroeconomic Policy*, December (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/110614.pdf#search=%27Staff+Guidance+Note+on+Macroeconomic+Policy+IMF%27>)

Ishii, S. and K. Habermeier (2002) “Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability”, *IMF Occasional Paper*, 211

OECD (2008) *OECD Codes of Liberalisation User’s Guide*, February (<http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/38072327.pdf>)

- OECD (2012) *Summary of 16th Roundtable on Freedom of Investment*, March (<http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/50430878.pdf>)
- OECD (2015) *The OECD's Approach to Capital Flow Management: Measures Used with a Macro-Prudential Intent*, April 16-17 <http://www.oecd.org/g20/topics/trade-and-investment/G20-OECD-Code-Report-2015.pdf>)
- OECD (2016) *Terms of Reference of the Review of the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*, October 19 ([http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=daf/inv\(2016\)32&doclanguage=en](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=daf/inv(2016)32&doclanguage=en))
- OECD (2017) *The OECD Code of Liberalisation of Capital Movements: OECD Report to the G20*, June (<http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/OECD-Code-Capital-Movements-Update-to-G20-June-2017.pdf>)