

資本・金融自由化と安定的経済発展 —新しい成長パラダイム—

Capital/Financial Liberalization and Stable Economic Development : A New Paradigm for Growth Theory

大田 英明 (Hideaki Ohta)

<要約>

1990年代に本格化したアジア危機などの短期資本の流出に伴う「資本収支危機」の問題をきっかけとして、従来IMFなどが推進してきたマクロ経済政策の根幹をなしてきたいわゆる「ワシントン・コンセンサス」に基づく金融・財政政策、民営化に対する再検討が迫られている。既に資本・金融自由化については、国内金融市場の成熟などを考慮し、順序だてて (sequencing) 慎重に自由化を進めることが重要であるという点について、共通の認識が持たれている。こうした中、資本自由化を推進することによる経済成長への寄与について数多くの分析が行われてきている。しかし、従来の研究では経済成長と経済自由化に基づく経済政策全般との相関性の分析自体も先進国を含む分析が多く、1997年のアジア危機以降の分析が少ない状況の中で、明確な結論は出しにくい状況にある。本論文では、最新のデータを用いて途上国・新興市場経済諸国に限定して資本自由化に伴う資本移動による経済成長及び国内投資及び貯蓄への影響の把握を試みた。その結果、途上国で資本自由化が本格化した1990年代には外国直接投資 (FDI) の経済成長率や国内投資・貯蓄比率に対してポジティブな影響は認められたが、証券投資についてはむしろマイナスの影響があることが確かめられた。

従って、途上国の発展初期段階では国際金融機関 (IMF 等) や外資に過度に依存する経済体制を避ける意味からも、資本・金融自由化を進めるべきではなく、むしろ国内資本形成と貯蓄を積極的に奨励・推進する政策を採ることが重要である。先進国でも、1980年代以降の日本の資本自由化は、バブル発生と崩壊の過程における金融政策の失敗に加え、絶えず投機的資金の流出入が過度の円高を招いたことで経済運営が困難な状況に直面し「失われた10(15)年」の長期経済低迷を招いた根本的な背景となっているとみられる。今後、途上国においては、長期的な安定成長を達成するためには戦後日本の経済成長に大きな貢献をした貯蓄制度及び財政投融資のようなスキームの導入が重要であるとの立場から、従来の欧米を中心とした経済発展におけるモデル及び見解に代わる新しい経済発展のパラダイムを提示する。

イントロダクション

- I. 経済成長と資本自由化に関する従来研究のサーベイ及び分析
- II. 資本取引の自由化に伴う諸問題
- III. 日本の資本自由化の経験
- IV. 各国の自由化と経済成長の実例
- V. 新しい発展戦略と経済成長
- VI. 結論

はじめに

資本自由化あるいは金融自由化の影響を考える場合、当該国の状況（国内市場の大小、資源の賦与状況、巨大経済圏との距離など）や発展段階によって大きく左右される上、一般的に資本自由化の当該国の経済に及ぼす影響は短期と長期に分けることが必要である。例えば、資本自由化後、資本流入が大幅に増加し、通貨が数年間で急激に上昇したが、世界的な金融市場環境の変化により資本を引揚げる動きが急速に強まり、大幅な通貨下落圧力がかかり、当該国の対外債務は大幅に増加し、国内の資本不足と投資減少などから経済危機に陥る可能性がある。危機の発生により国内経済基盤が根本的に損なわれ、内外の信用度や IMF 融資に伴うコンディショナリティの実施により、当該国にとって中長期的に必ずしもプラスとならない政策が実施されることもある。

1990年代に本格化したアジア危機などの短期資本の流出に伴う「資本収支危機」の問題をきっかけとして、それまでのIMF・世銀など国際機関のマクロ経済政策の根幹をなしてきたいわゆる「ワシントン・コンセンサス」に基づく金融・財政、為替制度の改革及び貿易自由化や民営化のみでは中長期的に途上国の発展に必ずしも寄与していないのではないかと指摘されている¹。また、途上国の発展について1990年代の危機の経験をもとに改めて東アジア諸国の経済発展戦略について焦点が当てられている²。とりわけ、経済自由化に基づく経済開発戦略は、世界銀行の最近の報告³にもあるように既に反省期にあり、アジア危機後、再びアジア諸国の経済が活発化している現状から、東アジア諸国の開発戦略を再評価する動きがある。一方、最近では根本的に経済成長と経済自由化に基づく経済政策全般との相関性の分析自体にも疑問が投げかけられてきている⁴。自由な資本移動の実現によって資源の効率的配分を実現するという新古典派理論は先進諸国でも必ずしも適合するわけではなく、市場構造など不完全な途上国においては、なおさら当てはまらない場合が多いため、従来の自由化を目標に掲げる経済理論は再検討される必要がある⁴。こうした中、これまで国際金融や経済開発分野では資本自由化及び金融自由化がもたらす影響について様々な見解が出され、大きな争点となっているが、依然として資本・金融自由化と成長の関係の明確な結論はできていない⁵。資本・金融自由化と経済成長

¹ Easterly[2001]は、「ワシントン・コンセンサス」に見られた楽観的な見方は過去20年間の途上国の状況によって説得性を失っており、途上国と先進国格差が拡大している事実を指摘し、成長率は1960年代から70年代までと比べ1980年代以降には低下しているが、1960～70年代の方が国家の介入や輸入代替政策が一般的であったとしている。さらに、世界銀行は1990年代の経験からいわゆる『改革』路線が途上国の成長に貢献したか、それについての教訓について様々な分析を試みているが、その中で資本・金融自由化のもたらす影響について経済政策を実施する際の注意すべき反省点を述べている (Zagha, R, Nankani, G. and Gill, I(2006), World Bank[2005])。

² OECD (2005) やWorld Bank(2005c)は、1990年代にアジア危機の経験を元に、今後の経済発展についてのインプリケーションについて考察している。

³ 旧来の成長率と各種の経済政策指標（財政均衡、金融自由化、為替制度改革、民営化など）の相関を問う回帰分析では、①特定の指標と成長との短期的な関係を指摘できても具体的な政策を提案するには説得的でないこと、②理論上の結果と実証の整合性を示すことは困難、③各国の異なる状況の中で統一的な指標で説明することは困難、④短・中期的な分析では成長率への長期的な要因が考慮できにくい（人的資源など）こと、などが指摘される (Pitchet[2006])。

⁴ 資本自由化が経済厚生の上昇をもたらすこと、すなわち経済成長率の上昇については統計的にも実証されていない。(Singh[2002]等)

⁵ 1990年代まで各途上国で熱心に資本自由化を推進してきたIMFの責任は非常に重い。この点に関連して、Stiglitzは資本自由化によって、①消費の不安定性や②金利と為替変動のリスクなどをもたらすなど、安定的な経済成長にはマイナスであることから、IMFは途上国の資本自由化を説いて回るべきではないと主張する (J.Stiglitz[2004])。さらに、対外金融自由化もインドネシアにみられたように経済危機により特に貧困層への打撃が大きいと指摘する (J. Stiglitz[2005], p.198)。

との関係についての各種の分析は、様々な問題がある。例えば、従来の研究では資本収支危機が本格化した1997年のアジア危機以降を分析対象期間にいれないまま結論づけるものが多かった⁶。しかも、各国の発展段階を検証することなく、各国の横断的比較で統計処理をするのみで、一般的な資本自由化の効果を計る傾向が強かった。

資本・金融自由化が経済成長に貢献するとしても、ある一定の金融市場の深化を遂げた国、あるいは自由化初期において資本自由化及び金融自由化は経済成長にポジティブな影響を与えるとの見解がある⁷。

そこで、本稿では、1980-2005年の期間、途上国・新興市場経済諸国に限定した上で資本流出に伴う経済成長及び国内投資及び貯蓄への影響について、途上国・エマージング諸国を対象に分析を試みた。その結果、全体的に資本流入に伴う経済成長への明確な関係はみられなかった。但し、途上国で資本自由化が本格化した1990年代には、直接投資の経済成長へのポジティブな影響はある程度認められたが、証券投資についてはむしろマイナスの影響がみられる。同様に、国内貯蓄・投資比率に対してもFDIがプラスの影響がみられる一方、証券投資はマイナスの影響がみられ、特に貯蓄率に対するマイナスへの影響が大きかった。

自由な資本移動の実現によって資源の効率的配分を実現するという新古典派理論は先進諸国でも必ずしも適合するわけではなく、市場構造など不完全な途上国においては、なおさら当てはまらない場合が多いため、従来の自由化を目標に掲げる経済理論は再検討される必要がある。アジア危機まで新古典派経済の定理を旨として資本自由化を推奨してきたIMFも、最近では資本取引自由化については金融市場の発展と深化などを自由化の前提とし、「順序立てて(sequencing)」慎重に進めることが重要である、との立場を鮮明にしつつあり、その点に関して学界でもコンセンサスが出来上がりつつある⁸。ただし、IMFではなくWTOの合意事項から始めて一層資本・金融自由化を迫る動きがみられる⁹。

本稿では、途上国の安定的な経済発展の観点から、資本自由化については短期の影響ではなく、中長期的な観点から、国際的な資本移動が本格化した1980年代から最近(2005年)まで当該国の経済成長にどのような効果を与えるかを考察する。さらに、資本・金融自由化は途上国(特に低所得国)の成長に貢献しないばかりか、経済に不安定な影響を与えるべくコストを生じることが示す。また、途上国の発展には必ずしも外資に依存することが経済発展に寄与するものではなく、むしろ自国の貯蓄・投資を促進してそれを経済の長期的かつ安定的な成長に結びつけることが重要であることを説く¹⁰。

⁶ 1990年代まで各途上国で熱心に資本自由化を推進してきたIMFの責任は非常に重い。この点に関連して、Stiglitzは資本自由化については、①消費の不安定性や②金利と為替変動のリスクなどをもたらすなど、安定的な経済成長にはマイナスであることから、IMFは途上国の資本自由化を説いて回るべきではないと主張する(J.Stiglitz[2004])。さらに、対外金融自由化もインドネシアにみられたように経済危機により特に貧困層への打撃が大きいと指摘する(J.Stiglitz[2005], p.198)。

⁷ John Williamson(2005)は、資本自由化の便益として、資産選択のポートフォリオの観点を挙げ、さらにFDIは比較的新規の知的所有権やサービス、製品へのアクセスを高めるものとして評価している。また同時に為替相場変動による対外債務リスクを考慮して自国通貨での借入を推奨している(Ch.4 p.60)。しかし、根本的に既に資本・金融自由化してしまった国の対処を説いているに過ぎない。

⁸ IMFの調査局長(当時) K.Rogoffらによる報告書では、資本取引の自由化が成長にプラスの効果があるとは確認できないとした(Prasad, Rogoff, Wei and Kose[2003])。

⁹ 一方、WTOのドーハラウンドは総じて不調であるなか、サービス取引に関するGATSにおいて、金融自由化を途上国に迫る動きもあり、今後の途上国加盟にあたってWTO交渉の行く末をみる上でも重要な問題となっている。

¹⁰ 実際、Rajan[2006]も途上国では、生産性の高いことが各国の成長に関係があり、貯蓄率・投資率とも高い国ほど経

一般的に資本自由化による為替変動や資本移動は特に経済規模の小さい途上国に与える影響は非常に大きい。現在に至るまで先進国でさえも、通貨不安や経済への大きな影響が見られる。これは、ユーロ圏の資本移動に伴う大幅なドル高・ユーロ通貨安や日本の 80 年代以降のバブル発生と崩壊の後遺症の深刻さなどの経験で示される。先進国での不安定的な資本移動の影響の経験を鑑み、経済規模の小さい発展途上国では相当の変動要因を回避することが重要であると考えられる。現在、途上国の成長率は世界各地域で大きな差があり、経済格差は拡大している。その中で、東アジア諸国の経済発展は、基本的に資本自由化によって達成されたというより、むしろ当該国における投資・生産の拡大と生産物・製品の輸出による外貨獲得資金を活用したことによって達成されたものである¹¹。もちろん、その過程において、直接投資の誘致など外国資本の有効な活用によって生産・輸出拡大に大きく貢献してきたことが、現在のアジア NIEs や ASEAN 及び中国の発展を支えていることは否定できない。ただし、各国とも基本的には、発展初期段階では資本取引は制限を設けており、資本・為替取引は貿易など実需に基づくものに限定されている。これは中国やインドなど現在経済発展の著しい国々で実施されている。戦後の日本の経済発展も原則的に資本取引や為替取引を制限した中で達成されたものであり、資本・金融自由化はすでに先進国となった非常に遅い段階において実施され、しかも非常に慎重に段階的に実施されてきた¹²。発展途上国の安定的な経済成長を達成するためには当初は何かの制限は必要であると考えられる¹³。

一方、1980 年代以降の日本経済の不安定性と 90 年代以降の低成長は、金融・資本自由化の本格化と決して無関係ではない。日本の経験は、資本自由化は、短期資本の流出入による国際収支および為替相場の変動を拡大し、不安定性をもたらすのみならず、高所得水準に達した先進国でさえも国際収支のリスクを高め、経済の安定成長を損なう可能性を示している¹⁴。また、戦後日本の経験からも国内資本蓄積を高めるメカニズム（郵貯・簡保など政策金融機関）及びそれを有効に国内投資に活用する財政投融资のようなシステムを途上国においても採用することは極めて有効であると考えられる。

途上国の基本的な発展戦略としては資本・金融自由化はきわめてリスクが高いと推測される。それを立証する試みを以下において提示する。

I 章では、資本自由化の経済成長への影響を中心とした従来の研究のサーベイを比較検討しながら問題点を指摘する。特に分析対象期間や対象国が既に制度的に発展している先進国を含み、アジア危機発生以前の期間を対象にするなど資本・金融自由化の影響を十分把握できてい

経済成長が高い傾向があること、従って外資に依存することは当該国の経済成長につながらないとしている。

¹¹ 最近では東アジア諸国の経済発展を再評価する動きが広がっており、世界銀行は関連報告書を作成している (World Bank[2005c])。

¹² 戦後日本の資本自由化については、荒巻[2004b]参照。

¹³ タイでは、資本・金融自由化に伴う対外借入により国内貯蓄不足を補填したが、資本の逆流に伴って通貨危機を経験した。最近同国はIMFへの返済が既に終了したため、資本取引に伴う為替取引に一部制限を導入した。アジア危機発生時、マレーシアのマハティール首相に宛てた公開書簡でKrugman[1998]は、資本規制導入を推奨し、①通常の経済活動への混乱をできるだけ最小限に抑える、②経済回復のための余裕を作るための資本取引を一時的措置にする、③通貨を過大評価すると恒久的な保護貿易に走るなど弊害が大きいため、強い通貨を狙わない、④財政金融政策で景気刺激策を取り、経済回復をするのが狙いであることを明確にする、の4原則を守るとの提言を行った。

¹⁴ スウェーデンでも 1980 年代後半の金融・資本自由化の中で一種のバブルが発生したが、90 年代初頭に崩壊して不良債権問題が生じ、金融・通貨危機をもたらした。注目されるのは、同国では 1989 年まで居住者及び非居住者の証券投資規制が残っていたことである。金融・資本自由化された後、90 年代初頭になって同国の危機が顕在化したのである。P.Englund[1999]参照。

ない点を指摘する。本報告では、資本自由化が本格化した 1990 年代から最近(2004 年)までを対象として主な途上国・エマージング諸国を対象国として分析を試みた。

II 章では、資本取引の自由化に伴う諸問題を国際収支上の問題、短期・長期資本の流出入、貯蓄・投資バランスの観点、さらに金融・資本自由化のリスク、さらに為替変動の拡大と金融政策への影響などの観点から、日本の例に触れながら提示する。

III 章では、日本の 1980 年代以降の資本・金融自由化の経験をレビューし、先進国においても自由化のもたらす影響が非常に大きく、金融政策に大きな課題を与えた点を指摘した上で、市場が小さいために小規模の内外資本の移動によって大きく変動し、当該国の金融政策など経済運営に多大な困難をもたらすことを示す。

IV 章では、主にラテンアメリカ諸国とアジア諸国の経験を比較しながら資本自由化戦略の相違による経済状況の相違を指摘し、途上国にとっての漸進的かつ慎重な資本自由化への道筋を提示する。

V 章では、前章までを踏まえながら、発展段階にある途上国における経済成長のための戦略を、国際金融面、国内貯蓄・投資メカニズム、政策金融及び外資と産業投資、及び望ましい通貨・為替制度などの観点から示す。

I. 経済成長と資本自由化に関する従来研究サーベイ及び分析

1. 従来研究に関するサーベイ

(1) 先行研究と一般的傾向

従来の研究では、経済成長率と資本自由化及び金融自由化の関係について分析するものが多く、研究者によりその分析対象国の数、分類すべき対象の区分、対象期間、さらに変数の取り扱いなどが異なる。全体的に、現在までの分析結果では、経済成長率と資本自由化について明確な結論は見出せていない。

一般的に従来の資本・金融自由化と成長に関する諸分析では以下の点において根本的な問題がある。

第一に、経済発展段階や各国の状況の相違を考慮せず、一律な国別比較の調査を実施している分析が多いことである。さらに、そのため、資本自由化している国とそうでない国など全く条件の異なる国々・地域を例に統計的に「有意」、あるいは「有意でない」という統計上の単純な比較にとどまる場合が多い。

第二に、多くの分析では先進国を含み、その時点で十分に金融機関や資本市場は発展・成熟化しており、途上国における急激な資本移動（流出）の影響ほどの大きな影響を受けにくい状況になっていたことである。このため、途上国が資本自由化した場合の正確な分析ができていない¹⁵。

第三に、自由化が急速に進展した時期とそうでない時期の区別を曖昧としたまま分析をしており、通貨・金融危機が発生した期間や国が除外されている場合が多いことである¹⁶。途上国

¹⁵ 例えば、Eichengreen & Leblang[2003]は、統計の制約上対象 21 ヶ国の大半は先進国であり、そうでないのはアルゼンチン、ブラジル、チリなど比較的早くから金融自由化された中所得国であり、現在の途上国に適応する分析とはいえない。

¹⁶ 多くの分析において、対象期間は 1980 年代末まで、あるいはせいぜい 1990 年代前半までの期間しか分析していないものが多く、アジア危機が発生した 1997 年以降を対象として分析は非常に少ない。1995 年以降を分析対象期間と

において本格的に資本取引自由化や金融自由化が進展してきたのは 1990 年代以降のことであり、この期間は、途上国における最初の本格的な「資本収支危機」が起きたのはメキシコ危機（94 年）のみで、アジア危機（1997/8）以降の一連の危機は分析の対象外となっているため、成長へのバイアスが強い傾向がしやすい。従って、概して資本自由化の成長率へのポジティブな結果となる傾向がある。

第四に、資本自由化に関する制度や統計の分類の問題である¹⁷。当該国の自由化の指標として、分析上のテクニカル面では、様々な方法が使われているが、為替取引制度や資本取引制度など各国の制度面の違いを横並びに比較することは困難である。資本取引の自由化に係る為替制度についても、為替取引・資本自由化の現状が IMF 指標をはじめとする「公式 (de jure)」的なものか、そうではない「事実上 (de facto)」なものか区別が困難であることがある¹⁸。

最後に、制度面とその分析が恣意的になりやすいことである。例えば、制度的な面を変数に入れて他の重要な経済指標である投資などと同様に分析を試みる例も多いが、例えば「腐敗度」のような変数はたとえそれが公正な基準で公表されているとしても、恣意的な分析に陥りやすい。さらに、多くの分析では、途上国において資本自由化を実施する段階に達するまでの経済発展の段階や金融市場の発展度については何ら明確な基準が示されていない¹⁹。実際には、どのようなファクターが経済成長に貢献しているかの検討が必要であるにも拘らず、そうした経路については各種調査文献では示されない場合が多い。

(2) 先駆的研究：Quinn[1977]に対する評価

経済成長と金融（資本）自由化の関係については、これまで代表的な研究として一般的には Quinn[1977]によるものが挙げられる。これは、資本自由化と GDP 成長率のポジティブな関係を示す文献として最も本格的な研究の一つとして挙げられている。主な論点は以下のとおりである。

- ①資本自由化は経済成長率と強い相関関係がある
- ②金融自由化は法人課税漏れを助長する証拠は見出せない

しているものは、Kraay[1998]が 1985～1997 年、Bekaert, Harvey and Lundblad[2005]が 1980～1997 年、Edison, Levine, Ricci and Sloek[2002]が 1973～2000 年、Eichengreen and Leblang[2003]が 1880～1997 年、Kaminsky and Schmukler[2003]は 1973～1999 年までを対象にしており、また、Bonfiglioli[2005]は 1975～1999 年を対象としているが、危機経験国（インドネシア、マレーシア、アルゼンチン、ブラジル、ロシア）を含まないという問題がある。ただ、Fratzscher & Bussiere[2004]は 1980 年から 2002 年までを対象としており、主な資本収支危機の発生時期をカバーしている。

¹⁷福味・西島[2005]は、投資と成長率に関するラテン・アメリカにおける制度能力と直接投資に関して、アジア諸国との比較で制度能力の向上と直接投資の有意性を証明できないとするが、本来単純な「民主化」指標や「識字率」などを変数として分析したものであり、政府の能力と民主化の度合いはそもそも相関性があるかどうかは疑わしくあまり説得力がない。

¹⁸例えば、IMF の公式統計では、「独立」変動相場制に分類されている国でも、多数が実際には当局の介入によって基軸通貨に固定に近い状況になっている場合も多い (Reinhart & Rogoff[2002])。Edwards[2001]は、例として IMF の分類 (Exchange Rate and Monetary Arrangements) では、ブラジル、メキシコ、チリは 1992-94 年に同じ資本規制をしいていることになっているが、実際には各国とも大きく異なり、ブラジルは多くの規制を残し、チリは短期資本流入規制に限定して実施していたが、メキシコは事実上資本自由化されていたことを指摘している。

¹⁹Glick 等は、資本自由化している国の方がむしろ通貨危機になりにくいとの結果を出している (Glick, et. Al[2004]) が、その管理能力や政治面を含む制度的な発展度などを基準に分析しているが、こうした基準は恣意性が入りやすい問題がある、さらに、対象国にそもそも資本流入が少ないアフリカのような国も入れたこと、1997 年までの危機が本格化した時代を外していることなど分析自体の信憑性が低い。

③資本自由化と政府の財政赤字は正の相関関係がみられる

④資本自由化は所得分配を悪化させる傾向がある

以上の結果について、Quinn は、①経済成長は資本・労働投資の効率性を高めること、②投資効率性の改善は経済の相対価格及び所得を変化させること（相対的に高い技術者や経営者が非熟練労働者に比べ国際市場で優位な立場にたつ）、③国際的な金融自由化は公平性と成長のトレードオフの関係を考慮する必要があることを指摘している。

こうした結果は、ある意味で経済の効率性を追求することによって国際的な資源の最適配分が測られるという新古典派理論の当然の帰結であろう。

但し、Quinn の分析では、以下のような問題点がある。

第一に、分析対象期間が 1960-89 年であり、世界的に金融自由化が本格的に完了した時期ではなく、自由化は主に先進国に限られ、主要途上国の資本取引・金融自由化が本格化した 1990 年代が分析対象期間とされていない点が問題である。従って、分析自体、途上国における資本自由化の問題を提示するには説得力が低い。しかも、対象期間では、主に FDI の経済成長への貢献度が過大に評価された可能性があり、短期資本の流出入に伴う経済変動の影響を十分に提示できていない可能性がある。

第二点として、資本自由化が情報の不完全性により厚生水準が上昇する場合に限り自由化は効果的であり、金融機関の発達の度合いによってもその影響が左右される可能性がある²⁰。

第三点に、Quinn の論文に限られたものではないにせよ、資本自由化の影響は、経済の発展段階が一定水準に達したときに初めて成長に貢献する可能性がある点について、分析上考慮されていないことである²¹。

(3) 成長にポジティブあるいは不明との評価

一般的にはRodrik(2004)が示すように、現状では自由化と成長率には明確な相関性はないとの結論が導かれている²²。一層厳密に分析する必要があるものの、これまでの分析では、概して資本自由化の影響、とりわけ経済成長への貢献について、様々な指標（教育水準、投資、経済変動への影響、金融市場の発展度）を使って分析が試みられているが、いずれも明確な関係は見出されていない（表 1）。

これまでの分析では、資本・金融自由化が全体として成長率や投資に比較的ポジティブな影響をもたらすとする分析でも、Edwards(2001)のように、金融市場が成熟しているほど自由化後の経済に好影響を与え、比較的金融市場が発展している先進国により一層当てはまるとする限定的な見解が多い。また、Kaminsky ら（2003）も長期的な金融自由化の影響がポジティブである可能性を指摘するが、資本自由化と成長に関しては明確な結論を出していない。

さらに、一般的な資本自由化のなかでも短期の債券売買と区別した上で株式市場の自由化は成長にプラスであるとする見解がある。しかし、株式投資には短期の売買と直接投資における株式取得の場合の双方が含まれ、短期資本の流出入のリスクについては明確な結論が出にくい²³。ただし、発展段階によって資本自由化の影響は異なるとの見解があり、資本自由化は中所

²⁰ Eichengreen[2002]参照。

²¹ Edwards[2001] 参照。

²² Rodrik[1998] 参照。

²³ Dhngra[2004]は、株式市場の自由化もFDIが中心の投資であれば経済成長にポジティブな影響を与える可能性を指

得国において成長に貢献し、低所得国や先進国ではそのような関係が見られないとの分析結果もある²⁴。

途上国では、発展段階において所得水準の向上に伴い金融市場が深化し、金融市場を有効に活用すれば、結果的に経済成長に貢献する可能性もある。これに関連して、対外資金に依存する途上国の成長率は高くないが、高度に成熟した金融面の発展を遂げた国では、成長と対外資金を活用した成長が可能であるとの見解もある²⁵。

一方、Aizenmanは、「金融自由化は当該国の経済リスクを高める可能性があるが、長期的に成長に貢献する」との見解を示し²⁶、「資本勘定の自由化は当該国がある程度経済発展段階に達したあとに初めて成長率がプラスになる例がある」とする²⁷。この考え方は、Eichengreenら[2001]によっても共有され、マクロ経済上の不均衡を除いた上で組織面での強化をはかった上で資本自由化が望ましいとの見解を示している²⁸。

さらに、Bonfiglioli[2005]は、金融自由化の影響は全要素生産性（TFP）にポジティブな効果をもたらす可能性はあるものの、各国の状況により異なり、経済発展の状況や制度面なども影響するとする。さらに、経済成長は通常生産性の成長や資本蓄積よりむしろTFPの相違によるとすると指摘する。対外金融自由化が途上国の場合に危機を引き起こす可能性を指摘するが、自由化が必ずしも金融危機を引き起こすとは必ずしもいえないとしている²⁹。

長期資本の流入を促進する点について、Singh[2002]は、一般的にFDIの方が資本流出に伴う経済変動の可能性は低いとされるが、必ずしもそうではなく、当該国の経済発展の状況、特に国際市場や当局の資本・為替規制の状況によって異なると主張する³⁰。この点では、近年国際的な企業の合併・買収(M&A)が盛んに行われる中、従来のFDIで多くみられた新規投資、すなわち途上国などに新規産業が投資され、受入れ国の雇用・所得のみならず、中長期的な技術水準の向上や産業構造の高度化に寄与するものばかりではないことは認識されるべきであろう³¹。

定する。しかし、各国の資本収支統計では、FDIによる株式投資かどうか明確に区別されない問題がある。

²⁴ Klein[2003]は、①初期の所得水準と資本の開放度の指標、②政府の「質」（政策）と資本自由化の度合いなどを使って結論付けている。しかし、指標の恣意性がある可能性は残されている。

²⁵ J.Vlachos & Waldenstroem[2005]。本分析は、金融の発展度によって区分した上でそれぞれ金融・資本自由化の影響を分析した試みであり、全体のサンプル分析では金融の深化（資本自由化及び資本市場の発展度）の経済成長への目立った影響は見られないが、比較的発達した金融市場を持つ国では、自由化は経済成長率と正の相関関係が見られることを示している。さらに、本分析では、発達した金融市場を持つ国では新規企業の創設とその生産増加については金融・資本自由化はポジティブな影響が見られるとしているが、これは先進国における問題であり、必ずしも途上国に当てはまるものではない。

²⁶ Aizenman[2002]

²⁷ Aizenman[2005] この考え方は、Chin & Ito[2005]でも支持され、貿易自由化は資本自由化の前提条件であり、また株式市場の発展には銀行部門の発展が前提としている。

²⁸ C. Arteta, B. Eichengreen and C. Wyplosz(2001)

²⁹ ただし、Bonfiglioliの分析は対象期間が1975-1999年で、その後起きたアルゼンチン[2001/2]、トルコ(2001)の通貨・金融危機は対象期間に含まれていない上、対象国に通貨・金融危機の発生したロシア、アルゼンチン、ブラジルなどが除外されているため、計測結果には説得力がないと考えられる。

³⁰ Singh[2002]は、投資受入国の経済の発展段階や国際経済との統合の度合い、さらに（技術等）吸収する能力などに依存すると指摘する。また、FDI目的の資金流入も当該国の国際収支の変動に大きな影響を与え、為替の急激変動に結びつきやすいこと、さらに当該国の経済政策の独立性に影響を与える可能性を示唆している。

³¹ 現在の国際収支統計では新規投資とM&Aによる資本移動は区別されず双方ともFDIに分類されている。BIS[2004] Box1(p.7)参照。

図表1：資本・金融自由化と経済成長に関する過去の研究

分類	研究者	対象	対象国	対象期間	内容	評価・問題点
金融・資本自由化の成長にポジティブ(条件付含む)	①Quinn(1997)		64(先進国21; 途上国43)	1975-89(4期間)	IMF AREAER(Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) 基にして資本規制を5段階に数値化。資本自由化は成長にプラス	対象期間が途上国資本自由化の本格化以前のため、事実上先進国が分析対象でバイアス大。
	②Edwards(2001)	資本自由化、資本移動	61(先進国21; 途上国40)	1975-1997	金融成熟度指標(流動性比等)を考慮し、三期間(1975-82、1983-89、1990-97)対象に資本規制と資本流出入の影響、さらには1980年代の成長への影響を検証。金融市場など整備された比較先進国のみ金融自由化は経済成長にプラスであり、その他の低所得国などの途上国は異なる。	資本自由化の成長への影響を1980年代に限定しているが、多くのエマージング途上国で資本自由化が本格化したのは1990年代であり、分析の有効性は疑問。
	③Arteta, Eichengreen & Wyplosz(2001)	資本自由化、金融部門の成熟度	52-62	1973-92(3期間)	マクロ経済安定化後の資本自由化の効果測定。投資、人的資源、金融部門の発展度など変数に採用し、Quinnの指標採用。金融発展度と資本自由化の関連性は必ずしも高くない。自由化以前の制度的成熟度が問題。1980年代が70、90年代より説得力あり。	闇市場指標など信憑性にかける指標を使用し、また途上国の本格自由化以前の期間を中心に分析しており、途上国における資本自由化の影響については説得力が低い。また、対象期間が主に1989年までで本格的な途上国の資本自由化時期をはずしており、説得力低い。
	④Kaminsky & Schmukler(2003)	金融自由化と株式市場	28(先進国14; 振興国・途上国14)	1973-1999	先進国(金融市場発展)では自由化後の市場悪化は途上国に比べ少ない。長期的な金融自由化の金融部門の発展、投資、成長率へのポジティブな影響。	資本自由化と成長の関係は必ずしも明確でない。金融部門の発展した国(すなわち先進国)が自由化した場合に経済変動への影響少ないのは当然。
	⑤Bekaert, Harvey & Lundblad(2003)	株式市場の自由化	95(75)	1980-1997	自由化の影響を(1人当たり)GDP成長率、各GDP指標(消費、政府資産、投資、貿易関係)及び金融自由化指標、人的資本(教育水準等)を用いて分析。ただし、資本自由化と成長率については不明確で、先進国にバイアスがかかる。一方、株式市場自由化は5年以内に1人当たり経済成長率を1%増加。	先進国と多くの自由化されていない途上国(51カ国)を横断的に分析しており、有効性には疑問。特に1980年代末~90年代初の自由化期には有意でないことを明示。また、各指標では、教育水準、寿命等の不明確指標を用いて分析しており結果は説得力でない。各指標を除いた資本自由化指標に限定すると成長率にはマイナスとなっている。
	⑥Dhingra(2004)	資本収支、証券投資	58(途上国)	1975-2000	資本流出入をFDIと株式に分類して分析。株式市場の自由化は資本自由化以前に実施されてもFDI中心であれば経済成長にプラス。一方、債券や対外銀行借入れはネガティブな影響。	殆ど株式市場が整備されていない途上国を多く含むため、FDIの影響が過大評価の可能性あり
金融・資本自由化の経済成長への影響は不明	⑦Rodrik(1998)	資本自由化	100	1975-1995	クロスセクション分析(OLS)。1人当たり所得の成長率、投資、インフレ率と資本自由化の関係分析。明確な関係は見られず。	対象期間がアジア危機(1997/8)以前であり、途上国における資本自由化の影響は正確にわからない
	⑧Kraay(1998)	資本自由化	64	1985-1997	資本自由化と成長率、FDI証券投資、対外債務の影響を検証(指標にQuinnのものを使用)し、資本規制を成長、投資、インフレなど経済変動の点で評価。資本自由化は全体的に経済成長への貢献は不明。資本自由化により経済変動が拡大するとも言えず、政策や制度面の発展が悪影響を緩和するとも結論できず。	1998年以降の危機(ロシア、トルコ、アルゼンチン)の時期を含めれば、一層正確な結論が出た可能性
	⑨Edison, Klein, Ricci & Sloek(2002,2004)	資本収支、株式投資	89(先進国20; 途上国69)	1976-1995	1人当たりGDPに対する教育水準(中等教育就学率)、投資、人口増加、法制度、経済政策等の変数を使用し、成長率への影響を分析。資本自由化の成長率への影響は不明。ただし、中所得以上の国ではポジティブな影響ある可能性を示唆。	資本自由化による経済成長への純粋な影響は計測しにくい
	⑩Fratzcher & Bussiere(2004)	金融・資本収支	45(先進国11; 途上国34)	1980-2002	資本・金融自由化前後の影響を検証。資本自由化後5年は成長率が高まるが、その後はリスク高まる。	途上国での資本自由化は1990年代に本格化しており、先進国を含むため、その分成長バイアスがかかっている
	⑪Chinn & Ito(2005)	資本自由化、金融部門の成熟度	108(先進国22; 途上国86)	1980-2000	金融自由化には金融・資本市場など制度面の発展・成熟が必要であり、資本自由化の前提となる	制度面の発展度を数値化することは困難
	⑫Klein & Olivei(2006)	資本収支、金融部門	67	1975-1995(1986-1995は資本自由化対象期間)	資本自由化と金融部門深化をIMF AREAER 基にして分析。資本自由化は金融部門発展と経済成長にプラスだが、資本自由化は先進国のみプラスの傾向(途上国は検証されず)	対象期間がアジア危機(1997/8)以前で成長バイアス

図表1: 資本・金融自由化と経済成長に関する過去の研究(続き)

分類	研究者	論点	備考
限定的	Eichengreen[2002]	資本自由化と経済成長についての一般的見解として、経済が一定水準に達したときに初めて成長に貢献する可能性	一概に言えず、各国の状況に依存?(先進国でも貢献しない可脳性あり)
	Eichengreen & Leblang[2003]	本格的な「資本収支危機」が発生した1993-97年の期間に限定した分析では、資本取引の制限は、より効果的	マレーシアの経験で立証済み
	Aizenman[2002]	金融自由化は当該国の経済リスクを高める可能性があるが、長期的に金融自由化は成長に貢献	資源の配分が投資に有利で障害がない場合、先進国の場合など条件・場合による?
	Bosworth & Collins[1999], Borenzstein, De Gregorio & Lee[1998]	FDI流入と国内投資には正の関係ありとの研究	最新データによる分析ではない
	Bonfiglioli[2005]	金融自由化の影響は全要素生産性(TFP)にポジティブな効果をもたらす可能性はあるものの、各国の状況により異なり、経済発展の状況や制度面なども影響	分析対象期間は1975-1999年のため、アルゼンチン(2001/2)、トルコ(2001)危機は対象期間外で、危機の発生したロシア、アルゼンチン、ブラジル等も除外
ネガティブ・慎重	Easterly, et. al[2000]	資本・金融自由化による影響:①経済変動リスクを回避できず、逆効果の場合あり;②1人当たりGDPのボラティリティを高める傾向;③金融機関の発達(民間貸出のGDP比率)は一定の水準までボラティリティは低下するが、超えると債務増加し不安定化	
	Mody & Murshid[2005]	資本流入全体では投資の増加率と関係性は薄い	
	J.Stiglitz, et.al.[2006]	リスクは金融市場が発展しても存在、対外債務拡大へのリスク存在、安定的経済発展阻害	

(出所)各論文より筆者作成

さらに、Fratzcher & Bussiere[2004]は従来の成長率と資本自由化に関する分析は一般的に「静的」であり、資本自由化と成長の関係を説明する際には、「動的」、すなわち資本自由化の過程における短期と長期の影響を考慮するべきとし、さらに資本自由化当初の5年間までは資本流入により投資ブームによる成長は見込まれるものの、それを過ぎると経常収支赤字拡大などから次第にリスクが高まり、中期的には危機に陥る可能性を指摘する³²。特に、短期に資本流出を招きやすい証券投資自由化の長期的影響は、先進国・途上国を問わずマイナスとなる計測結果も出されており、途上国の長期的な安定成長には、金融市場の対外自由化に対し一層慎重にするべきであることを示している³³。

³²Fratzcher & Bussiere[2004]、McKinon & Pill(1997, 1999)やKaminsky and Schmulker[2003]は、短期的な成長、中期的な危機、長期的にはプラスになるという見解を示す。しかし、この説はあくまで先進国を含む一般論であって、途上国を対象とすれば、この結果は相当異なる可能性がある。例えば、Kaminsky and Schmulker[2003]では、28カ国を対象として、1973~1999年を分析しているが、NIEs(韓国、台湾、香港)を除けば、途上国はわずか11カ国(インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ヴェネズエラ)であり、アルゼンチンの危機[2001/2]は対象期間外となっている。

³³ただし、同分析では、先進11カ国のほか、途上国・エマージング諸国で資本自由化が本格化した90年代によく市場経済化した移行経済諸国10カ国もサンプルに入れているため、成長バイアスがかかっている点は否めず、途上国全体の資本自由化の経済成長に及ぼす影響について厳密な判断は下せないと考えられる。

図表2: 資本・金融自由化の成長率への影響(Fratzsler & Bussiere[2004])

独立変数(X)	自由化前		自由化後(短期)		自由化後(中長期)		短・長期の差
	γ	t値	$(\gamma + \lambda_{st})$	p値	$(\gamma + \lambda_{lt})$	p値	p値
事実上の開放度・資本流入の構成							
FDI & 証券投資	0.062	0.037	0.320 **	0.048	0.056	0.597	0.091 ⁺
FDI	0.074	0.360	0.129	0.588	0.319 *	0.085	0.098 ⁺
証券投資流入	-0.08	-0.230	0.468 **	0.031	-0.014	0.673	0.030 ⁺⁺
貿易自由化度	0.018 *	1.730	0.022	0.253	0.026	0.213	0.875
その他のマクロ経済・組織面変数							
①当初1人当たり所得	-0.037 **	-3.170	-0.047 **	0.000	-0.026 **	0.001	0.004 ⁺⁺
②投資(GDP比)	0.096	1.280	0.125 *	0.098	-0.089	0.362	0.039 ⁺⁺
③政府支出(GDP比)	0.353 **	3.680	0.318 **	0.000	0.219 **	0.002	0.505
④政治リスク指数	0.067 **	2.020	0.097	0.166	0.175 **	0.005	0.100 ⁺
⑤金融危機ダミー	-6.950 **	-3.120	-12.513 **	0.023	-18.466 **	0.000	0.128
⑥経常収支(GDP比)	0.084	-0.980	-0.023	0.852	0.017	0.845	0.899
⑦貿易収支(GDP比)	0.077	1.060	-0.027	0.793	-0.017	0.815	0.901
⑧個人消費(GDP比)	-0.023	-0.340	-0.017	0.842	-0.019	0.774	0.974
⑨債務総額(GDP比)	0.017	0.700	-0.032	0.361	-0.064 **	0.015	0.288
⑩短期債務(GDP比)	0.070	0.570	-0.420 **	0.001	-0.245 **	0.002	0.073 ⁺

(注1) 成長率推計式は $y_{i,t} = \alpha + \beta_{st} D_{i,t}^{st-LIB} + \beta_{lt} D_{i,t}^{lt-LIB} + \gamma X_{i,t} + \lambda_{st} (D_{i,t}^{st-LIB} X_{i,t}) + \lambda_{lt} (D_{i,t}^{lt-LIB} X_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$

ただし、 $D_{i,t}^{st-LIB}$: 資本自由化後の短期的影響、 $D_{i,t}^{lt-LIB}$: 資本自由化後の長期的影響、 X : マクロ経済及び組織的管理指数

(注2) **, * 及び ++, + はそれぞれ5%及び10%水準で有意

(注3) 対象国は、先進国11カ国(カナダ、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、日本、ポルトガル、スペイン、英国、米国)

途上国・新興市場国34カ国(アルゼンチン、ブラジル、メキシコ、チリ、コロンビア、ペルー、エクアドル、ベネズエラ、チェコ、スロバキア、スペイン、

ハンガリー、ポーランド、ブルガリア、ルーマニア、エストニア、ラトビア、リトアニア、ロシア、キプロス、トルコ、南アフリカ

インド、パキスタン、スリランカ、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、シンガポール、香港、台湾、韓国、中国)

(注4) 計測対象期間は、1980-84, 1985-89, 1990-94, 1995-99, 2000-2002の各期間

(出所) Marcel Fratzsler & Matthieu Bussiere(2004), "Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?"

(4) 成長との関係に否定的見解

先進国は途上国と異なり、金融危機が発生してもそれを吸収できる規模の経済的余裕が残されている。特に米国は世界市場での資本・金融自由化は自らの国内の貯蓄・投資バランスの不均衡を世界からの資金調達する手段として有効であるが、途上国では資本自由化に伴う短期資金の移動(特に流出)は当該国の経済変動に甚大な影響を与える³⁴。通貨危機による当該国の債務危機発生のみならず、特に金融自由化に伴う銀行危機が起きた場合、投資は減少し、技術革新も停滞し経済全体に大きなマイナス効果をもたらす。

資本自由化に慎重であるべきとの立場からStiglitzは、従来のIMFが率先して途上国に資本自由化を推進してきたことで、90年代以降の通貨・経済危機を引き起こした大部分の原因・背景となっていると指摘し、それが経済を不安定にさせ、経済成長を阻害しているとする³⁵。先進国は途上国と異なり、金融危機が発生してもそれを吸収できる規模の経済を有しており、米国でも赤字財政や世界からの資金調達が可能であるが、途上国では資本自由化に伴う短期資金の移動(特に流出)は当該国の経済変動に甚大な影響を与える³⁶。通貨危機による当該国の債務危機発生のみならず、特に金融自由化に伴う銀行危機が起きた場合、投資は減少し、技術革新も停滞し経済全体に大きなマイナス効果をもたらす。

一方、Eichengreen & Leblang[2003]は、本格的な「資本収支危機」が発生した1993-97年

³⁴ Stiglitz[2004a] p.61

³⁵ 世界銀行の調査(Demirguc-Kunt & Detragiache[1998]ら)では資本自由化によって経済が不安定化することを示していると指摘するStiglitz[2004b]。

³⁶ Stiglitz[2004a] p.61

の期間に限定した分析として、資本取引の制限はより効果的であったと分析している。

また、Easterly[2000]は資本・金融自由化による影響としては、①経済変動リスクを回避できるとは限らず、逆効果の場合があり、②安定成長に貢献するというよりむしろ 1 人当たり GDP のボラティリティを高める傾向がある、③金融機関の発達（民間貸出の GDP 比率）は一定の水準までボラティリティを低下させてもそれを超えると債務の増加により不安定化する、との結果を提示している³⁷。

2. 資本・金融自由化と経済成長および国内貯蓄・投資比率への影響

(1) 概要

多くの先行研究では、資本・金融自由化の影響を人的資源、金融部門の成熟度（株式市場、国内金融市場の発展度）、資本移動度（代替指数を含む）、対外開放度、当該国の制度面など多様な指標を用いて経済成長に与える影響などを取り扱っている。しかし、こうした指標自体が取り扱い方や仮定の置き方によって、分析結果が大きく異なり、恣意的となる可能性もある。

本分析では、上記のような公式 (de jure) な資本自由化指標の限界を考慮に入れ、当該国の資本・金融収支のうち、直接投資、証券投資、及び（借入を含む）「その他投資」のネット流入（GDP 比）に注目し、それらを各国における事実上 (de facto) の対外開放度、すなわち資本自由化の程度とみなし、資本の流入（流出）がどれだけ経済成長率や国内投資・貯蓄に影響を及ぼしているかをみるために対象を途上国・エマージング経済諸国に限定して分析する³⁸。また、分析期間は、各国で資本自由化の影響が現れてきた 1980 年代以降 2005 年までとする。

本分析における対象国は、少なくとも経常取引では為替の交換を自由化している途上国、エマージング経済諸国とする³⁹。中東欧・旧ソ連など移行経済諸国は、1990 年代以前のデータが少ないことに加え、制度面や教育水準など人的資源が先進国並の水準にあるため、分析対象国からは除外している⁴⁰。先進国を除外するのは、主に途上国・新興市場（エマージング）経済諸国における資本自由化の影響をはかるためである。先進国を含む分析では、経済発展段階における資本・金融自由化の影響を確認することは困難である。先進諸国は 1980 年代前半に資本自由化が本格化した時点で既に金融部門など制度的な成熟度が高かったために、発展段階における影響を十分に把握できない恐れがある。しかも発展段階において、現在途上国が置かれている状況と全く異なり、現在の先進国においても、概ね 1980 年初まで資本移動は大きく制

³⁷ Easterly, Islam and Stiglitz[2000]

³⁸ 先進諸国は 1980 年代前半に資本自由化が本格化した時点で既に金融部門など制度的な成熟度が高かったために、発展段階における資本自由化の影響を十分に把握できない恐れがあるためである。対象国はアルゼンチン、ブラジル、メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア、ベネズエラ、エジプト、チュニジア、モロッコ、南アフリカ、ロシア、トルコ、中国、韓国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、インド。ロシアは 1980 年代の統計がないため、対象国としては 1990 年代以降。証券投資のみならず外国投資の流入が非常に少ない低所得国（例：サブサハラ諸国など）は対象国から除外している。また、中東欧・旧ソ連など移行経済諸国は、1990 年代以前のデータが少ないことに加え、制度面や教育水準など人的資源が先進国並の水準にあるため、除外している。

³⁹ 本分析では、多くの東・東南アジア諸国にみられるような直接投資流入による経済発展への貢献を考慮に入れるため、FDI 流出入の影響を採り入れる。対象国では、資本勘定の一貫性がない国、1980 年以降の統計がない国や国際収支が特定国の支援によって大きく有利に働いている国（例：イスラエル）などは除外している。また、1990 年代に資本収支危機を経験した主な国々は対象国に入れている。

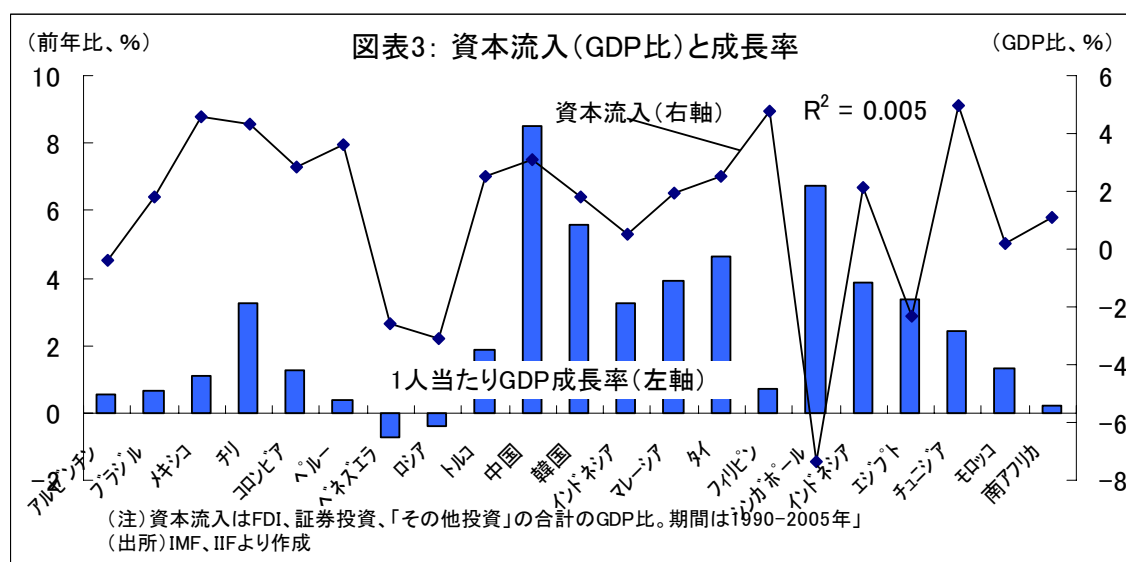
⁴⁰ 対象国はアルゼンチン、ブラジル、メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア、ベネズエラ、エジプト、チュニジア、モロッコ、南アフリカ、ロシア、トルコ、中国、韓国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、インド。ロシアは 1980 年代の統計がないため、対象国としては 1990 年代以降。

限されていたことを考慮する必要がある。

(2) 資本流入の GDP 成長率への影響

まず、GDP成長率への影響について外国直接投資（FDI）、証券投資流入、及び借入を含む「その他投資収支」を変数として回帰分析を試みた⁴¹。

本分析では対象各国の一定の期間の比較分析を行うため、期間を中期及び長期に分けて分析した。まず、1人当たり GDP 成長率への影響について外国直接投資（FDI）流入及び証券投資流入、及び「その他の投資」（ネット）を変数として回帰分析を試みた。これらの3変数の合計を全体の GDP 比資本流入（ネット）として各国の GDP 成長率(1人当たり)の関係を1990-2005年の期間で見ると、以下のように資本流入によって成長率に対してほとんど説明できないことが示される。



さらに、各期間別に1人当たり GDP 成長率に対し変数として FDI、証券投資、「その他投資」を使って、1980年代、90年代、2000年代、及び途上国で資本自由化が一般化した1990-05年として回帰分析した結果は以下の通りである。

①1980～1990年 (y: 1人当たりGDP成長率、 x_1 : FDI、 x_2 : 証券投資、 x_3 : その他の投資)

$$y = 1.8663 - 0.082x_1 + 0.9523x_2 + 0.8514x_3$$

(2.1503) (-0.2528) (0.9894) (2.6951)

$R^2=0.3255$ $s=2.9544$ (対象国 20 カ国)

②1990～2000年

$$y = 1.352 + 0.7419x_1 - 0.0622x_2 + 0.3008x_3$$

(1.2891) (2.1488) (-0.2079) (1.901)

$R^2=0.3775$ $s=2.2460$ (対象 21 カ国)

⁴¹ 本分析では全体の傾向をみるためにパネルデータ分析を行い、国別の分析では時系列分析を行っている。

③2000～2005年

$$y = 4.242 - 0.3548x_1 - 0.2711x_2 + 0.3434x_3 \quad (\text{括弧内はt値})$$

$$(4.9794) \quad (-0.9123) \quad (-1.4045) \quad (2.0232)$$

$$R^2=0.2102 \quad s = 1.860 \quad (\text{対象 21 カ国})$$

④1990～2005年

$$y = 1.9025 + 0.5516x_1 - 0.1161x_2 + 0.2573x_3 \quad (\text{括弧内はt値})$$

$$(2.1706) \quad (1.5216) \quad (-1.4592) \quad (1.2982)$$

$$R^2=0.2762 \quad s = 1.9666 \quad (\text{対象 21 カ国})$$

一方、1980年以降5年ごとの期間でみた分析は以下の通りである。

図表4: 資本自由化と成長率(中期①: 重回帰)

1人当たり GDP成長率 [y]	1980-85			1986-1990			1991-1995		
	FDI流入 (x ₁)	証券投 資 (x ₂)	その他 (x ₃)	FDI流入 (x ₁)	証券投 資 (x ₂)	その他 (x ₃)	FDI流入 (x ₁)	証券投 資 (x ₂)	その他 (x ₃)
R ²	0.3368			0.3268			0.3683		
係数	0.9628*	-0.2205	0.4318	0.7215**	0.7586	0.5264	0.9730**	0.2607	0.2458
t値	1.9323	-0.1762	1.3528	2.4478	1.2379	2.0245	2.8634	0.6629	1.0035
p値	0.0712	0.8623	0.1949	0.0263	0.2336	0.0599	0.0108	0.5163	0.3297
対象国	19			20			21		
同(1人当 り、%)	1996-2000			2001-2005			1990-2005		
	FDI流入 (x ₁)	証券投 資 (x ₂)	その他 (x ₃)	FDI流入 (x ₁)	証券投 資 (x ₂)	その他 (x ₃)	FDI流入 (x ₁)	証券投 資 (x ₂)	その他 (x ₃)
R ²	0.1450			0.2102			0.2762		
係数	0.2664	-0.1078	0.1861	-0.3548	-0.2711	0.3434	0.5516	-0.1161	0.2573
t値	0.9081	-0.5414	1.0021	-0.9123	-1.4045	2.0232	1.5216	-0.4592	1.2982
p値	0.3765	0.5953	0.3303	0.3744	0.1782	0.0591	0.1465	0.6519	0.2115
対象国	21								

(注1) 対象国はアルゼンチン、ブラジル、メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア、ベネズエラ、エジプト、チェコ、モロッコ、南ア、ロシア、トルコ、中国、韓国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、インド。ロシアは1990年代以降。南アは1985年以降。

(注2) **、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意。

(出所) IMF, "International Financial Statistics" より作成

まず、全体的に 80-90 年代は概ね FDI が有意であり、成長率と正の相関がみられるが、それ以外ほとんど有意な関係はみられない。1990 年代には証券投資もほとんど有意性を持たず、アジア危機をはじめとする「資本収支危機」が本格化した状況を反映しているとみられる。但し、2000 年以降はどの変数も有意ではなく、総じて経済成長率との関係はみえない。

但し、この分析では、各変数 (FDI、証券投資、「その他」投資) 相互間に高い相関がある多重共線性(multicolliniarity)が生じている可能性がある。そこで、各変数を個別に回帰した分析したものが図表 5 に示される。

表5: 資本自由化と成長率(中期②各変数の単回帰)

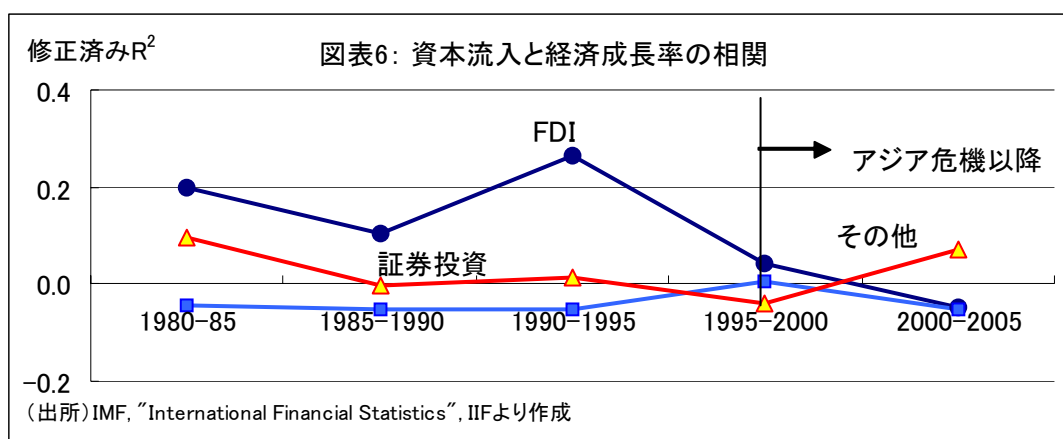
1人当たり GDP成長率	1980-85			1985-1990			1990-1995		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.2423	0.0124	0.1421	0.1505	0.0016	0.0499	0.3025	0.0000	0.0622
係数	1.0140**	0.5688	0.5499*	0.5281*	0.1035	0.2399	0.9250**	0.0115	0.3106
標準誤差	0.4226	1.1956	0.3185	0.2957	0.6156	0.2466	0.3222	0.4405	0.2767
t値	2.3993	0.4757	1.7267	1.7860	0.1682	0.9728	2.8708	0.0261	1.1226
p値	0.0275	0.6400	0.1014	0.0910	0.8683	0.3436	0.0098	0.9795	0.2756
分析対象国	19			20			21		
同(GDP 比、%)	1995-2000			2000-2005			1990-2005		
R ²	0.0914	0.0543	0.0130	0.0062	0.0022	0.1181	0.2019	0.1183	0.0174
係数	0.3079	-0.1535	0.0869	-0.1122	-0.0297	0.2375	0.5744*	-0.3033	0.1206
標準誤差	0.2227	0.1469	0.1739	0.3261	0.1461	0.1489	0.2620	0.1900	0.2081
t値	1.3827	-1.0448	0.4994	-0.3440	-0.2032	1.5954	2.1925	-1.5965	0.5796
p値	0.1828	0.3092	0.6232	0.7346	0.8411	0.1271	0.0410	0.1269	0.5690
分析対象国	21			21			21		

(注1) 証券投資は、当該国向け株式・債券の外国投資の増減。

(注2) 対象国はアルゼンチン、ブラジル、チリ、ペルー、コロンビア、ベネズエラ、エジプト、チュニジア、モロッコ、南ア、ロシア、トルコ、中国、韓国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、インド。ロシアは1980年代の統計がないため、対象国としては1990年代以降。南アは1980-85を除く。

(注3) **, *はそれぞれ5%、10%水準で有意。

(出所) IMF, "International Financial Statistics", IIFより作成



これでも、上記の重回帰の場合と同様、1990年代に入るとFDIを除き統計的に有意な関係はみられず、とりわけ1990年代後半以降(すなわちアジア危機など資本収支危機が本格化した時期)ほとんど資本流入と経済成長率にはほとんど有意な関係は見られない。ただし、FDIは1980年代、1990年代前半を通してGDP成長率に比較的正ティブな影響がみられる。一方、証券投資は90年代以降は、有意性は低いものの、成長率にマイナスの影響を与える傾向がある⁴²。また、「その他の投資」収支は概ね有意とはいえない。

以上の分析の結果は以下のようにまとめられる。

第一に、1990年代後半のアジア危機発生など本格的な「資本収支危機」の発生以来、資本流入の成長率への有意な影響は殆ど見られない。1990年代に入り、ネットで見るとFDIでも流入のみならず、海外に進出する企業がアジアで広がっており、NIEsやASEANのみならず最近では中国からも増加しており、FDIの成長率への相関は最近では一層曖昧になっていると考

⁴²本分析は、1990年代の主な「資本収支危機」経験国を全て含んでいる。従って、証券投資の流出入の影響が成長率に大きく影響(ネガティブな相関)を与えていることは明らかである。

えられる。

第二に、証券投資の成長率への関係も有意性は低く、殆ど成長に貢献しておらず、むしろネガティブな影響があるとみることができる。

第三に、FDI 流入は比較的成長にポジティブな関係がみられるものの、その相関性は 1990 年代後半以降低下している。

最後に、ネットの「その他の投資」収支は、成長率にはほとんど影響が見られず、統計的にも有意ではない。

(3) 地域別分析

各国の資本流入関係指数を時系列データで入力して分析してみると以下の通りとなった。

①アジア

多くの国で有意な結果が見いだせず、とりわけ資本自由化してきたアジア危機経験国(タイ、マレーシア、韓国など)の多くでは、全体として資本流入は経済成長率にほとんど貢献しているといえない。わずかにインドネシアの証券投資が有意であるが、これは、株式投資を中心とした主にアジア危機前の 1990 年代半ばまでの資本流入の影響が示されていると見られる。また、マレーシアのようにアジア危機発生後に短期資本の流出入を制限した国では、殆ど大きな影響は見られない⁴³。一方、資本取引を自由化していない中国やインドでは、全体的に有意な結果は得られていないが、インドの証券投資と成長率の相関性が比較的高い。つまり、短期資本の売買により内外に資本が移動する資本・金融自由化した国々と違って、基本的に資本自由化をしていないインドのような国では、国外に資金移動することが制限されている中で、株式取得に伴う対インド投資は多少とも経済成長に有利に働いたとみられる。従って、資本取引の制限を加えた上での株式投資の場合は当該国に有利に働く可能性を示している。このことは、資本自由化した場合の当該国の経済成長への影響はプラスに働かないことが示される。

②ラテンアメリカ

ラテンアメリカでも、資本流入の経済成長率への影響はその決定係数の低さからも示されるようにほとんど有意な関係がみいだせない(図表 7-2)。ラテンアメリカ主要国ではメキシコのみ「その他投資」(すなわち対外借入など)と成長率の関係が相対的に深いことが示されている。これは、メキシコ危機(1994年)時には迅速な米国政府などの支援で成長率への影響は最小限にとどまったことで証券投資の流出入の影響にとどまり、米国企業などの進出に伴う経済活動により対外借入れが積極的に行われ経済成長につながったものと解釈できよう。

ラテンアメリカでは、外国直接投資の経済成長率に対する貢献はほとんど統計的に示されていない点は注目に値する。これは、米国企業などに多く見られる株式取得を伴う合併・吸収(M&A)などが比較的多く、アジア諸国のような新規投資(greenfield investment)が比較的少ないことや、アルゼンチンなどで典型的な金融部門への資本投資などが比較的多く、製造業など実体経済に直接貢献していない場合も多いことも関係しているものとみられる。

⁴³特にマレーシアの分析で注目されるのはD.W.比が中立的であり、前期の資本流入と経済成長率の関係はほとんど無関係であることが示される。

図表7-1: 国別資本流入と成長率(アジア・ラテンアメリカ)

	韓国			シンガポール		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0002	0.0368	0.0586	0.0941	0.0810	0.1207
係数	-0.1140	-0.6991	-0.29718	0.3449	0.2772	0.2945*
t値	-0.0647	-0.9774	-1.2471	1.6114	1.4842	1.8522
p値	0.9489	0.3377	0.2239	0.1196	0.1503	0.0758
DW	1.7327	1.6987	1.7778	1.2723	1.6780	1.3055
対象期間	1979-2005					
	中国			インド		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0242	0.0293	0.0063	0.1279	0.4555	0.0727
係数	0.2067	0.7824	0.1384	2.6309	1.7786***	-1.03194
t値	0.7394	0.8151	0.3723	1.3810	3.2980	-1.0094
p値	0.4675	0.4237	0.7132	0.1906	0.0058	0.3312
DW	0.9775	1.0346	0.9915	1.3718	1.4536	1.227687
対象期間	1982-2005			1991-2005		
	インドネシア			マレーシア		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0989	0.2730	0.2767	0.2103	0.0611	0.1501
係数	1.2191	2.3325***	0.8024***	0.6478	-0.37677	0.3800**
t値	1.6564	3.0643	3.0926	2.5804	-1.2752	2.1010
p値	0.1101	0.0052	0.0048	0.0161	0.2139	0.0459
DW	1.8247	1.9005	1.4427	2.0674	1.8045	2.2166
対象期間	1979-2005					
	タイ			フィリピン		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0934	0.0108	0.5587	0.0932	0.0560	0.0002
係数	-1.0388	0.3318	0.4227***	1.1618	0.5178	-0.0135
t値	-1.6051	0.5217	5.6258	1.6031	1.2180	-0.0618
p値	0.1210	0.6065	0.0000	0.1215	0.2346	0.9512
DW	1.0289	1.0110	1.3302	1.0245	1.0324	0.9521
対象期間	1979-2005					
	アルゼンチン			ブラジル		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0296	0.0543	0.1727	0.0010	0.0263	0.0054
係数	-0.6832	0.3730	0.5667**	-0.0808	0.3336	-0.1046
t値	-0.8738	1.1980	2.2845	-0.1590	0.8221	-0.3667
p値	0.3906	0.2421	0.0311	0.8750	0.4188	0.7169
DW	1.3194	1.5054	1.2663	1.8112	1.8963	1.8286
対象期間	1979-2005					
	メキシコ			チリ		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0935	0.0864	0.3184	0.0201	0.0913	0.0732
係数	1.1383	0.4818	0.7300***	0.3514	0.7793	0.1999
t値	1.6054	1.5377	3.4171	0.7155	1.5850	1.4056
p値	0.1210	0.1367	0.0022	0.4809	0.1255	0.1721
DW	1.6409	1.5990	1.8501	1.3729	1.3338	1.338723
対象期間	1979-2005					
	コロンビア			ベネズエラ		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0110	0.0001	0.0170	0.0801	0.0220	0.0095
係数	0.1853	0.0219	0.1267	0.8651	0.1401	-0.0689
t値	0.5273	0.0421	0.6580	1.4753	0.7494	-0.4896
p値	0.6027	0.9668	0.5165	0.1526	0.4606	0.6287
DW	1.0760	1.0878	1.1214	1.7003	1.7834	1.8116

(注1) 各変数(FDI, 証券投資, その他投資)はネットの流出入(GDP比、%)。

(注2) ***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意。

(出所) IMF, "International Financial Statistics", IIFより作成

③欧州

中東欧諸国は、厳密にいえば他の途上国・エマージング諸国と初期条件が異なる。経済発展で重要な人的資源や制度面での発達が他の途上国に比べ非常に発達しており、しかも体制移行に伴う諸制度の改革は、全体的な経済成長に大きく影響を与える。従って、ここでは、あくまで参考として採り上げることにする。

ポーランドやブルガリアでは、直接投資を中心に経済成長率への影響が比較的大きいが、チェコ・スロバキアなど他の中欧諸国ではそれほど大きな影響が見られないのみならず、統計的に有意でない。一方、ハンガリーのように証券市場が比較的発展している国では証券投資の成長率への影響はネガティブな傾向がある。また、トルコは市場経済の歴史が長く、この中では唯一「移行経済」ではない。しかし、長らく同国はインフレ率が高かったため、為替変動リスクも高いため、外国直接投資は低水準にとどまっていた⁴⁴。従って、対外借入が主な資金調達的手段であったため、「その他の収支」の有意性が高いことが示される。一方、ロシアの場合はロシア危機などを経験しており、経済成長にマイナスの効果が顕著に見られる。

図表7-2: 国別資本流入と成長率(欧州)

GDP成長率 (1人当り、%)	チェコ			スロバキア		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0147	0.0841	0.1581	0.0619	0.0214	0.2007
係数	0.0733	-0.2676	0.2262	0.3243	0.2018	0.2575
t値	0.4048	-1.0049	1.4372	0.9946	0.4910	1.6619
p値	0.6934	0.3365	0.1785	0.3357	0.6331	0.1247
DW	1.0659	1.1247	1.0682	0.7577	1.0967	1.8243
対象期間	1992-2005			1993-2005		
	ハンガリー			ポーランド		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.1325	0.2522	0.1323	0.8995	0.2454	0.0975
係数	-0.2361	-0.2656*	0.1799	0.9917***	0.5530**	0.0929
t値	-1.2963	-1.9262	1.2952	11.1953	2.1337	1.2300
p値	0.2214	0.0803	0.2218	0.0000	0.0510	0.2390
DW	0.8871	1.0466	0.9772	1.9100	0.9328	1.3153
対象期間	1992-2005			1990-2005		
	ブルガリア			ルーマニア		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.4760	0.2370	0.2891	0.1277	0.0004	0.0331
係数	1.1224***	-2.3892*	0.4026**	1.2073	0.7071	0.5092
t値	3.5659	-2.0851	2.3860	1.4313	0.0719	0.6924
p値	0.0031	0.0558	0.0317	0.1743	0.9437	0.5000
DW	1.4591	1.1186	1.1650	0.8703	0.6312	0.6520
対象期間	1990-2005			1990-2005		
	ロシア			トルコ		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.2574	0.1939	0.2508	0.0003	0.0684	0.4343
係数	-10.8004*	-1.3131	0.7842*	0.1666	0.8291	1.0630***
t値	-1.8616	-1.5507	1.8297	0.0878	1.1497	4.3814
p値	0.0923	0.1520	0.0972	0.9308	0.2653	0.0002
DW	1.2541	0.8111	0.9310	2.4763	2.5560	2.0815
対象期間	1994-2005			1979-2005	1986-2005	1979-2005

(注1) 各変数(FDI、証券投資、その他投資)はネットの流出入(GDP比、%)。

各変数の1人当たりGDP成長率に対する回帰分析。

(注2) **、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意。

(出所) IMF, "International Financial Statistics", IIFより作成

⁴⁴ 最近トルコでは急速にインフレは沈静化しており、直接投資も徐々に増加しつつある。

④中東・アフリカ

一般的に、中東・アフリカ諸国ではアジアやラテンアメリカ諸国ほど早期に資本自由化されておらず、内外の資本移動は相対的に活発とはいえない。このなかでは、エジプトでは、直接投資の流入や借入によって経済成長に多少とも影響を与えているとみることができる。

このなかで注目されるのはチュニジアである。同国では資本移動に伴う急激な国際収支の変動に伴う経済への影響を回避するため、慎重な為替取引の規制を強いているために、以下の表に示されるように資本流入の成長率への影響についてはほとんど有意でないのみならず、ダービン・ワトソン比でみても時差相関が殆どみられない。

図表7-3： 国別資本流入と成長率(中東・アフリカ)

	南アフリカ			エジプト		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.1219	0.0012	0.0638	0.3219	0.0214	0.3455
係数	0.4493	0.0336	0.4007	1.5081***	-0.8418	0.3621***
t値	1.6239	0.1527	1.1377	3.3752	-0.7238	3.5595
p値	0.1209	0.8802	0.2694	0.0025	0.4762	0.0016
DW	0.9295	0.5864	0.7143	1.1277	0.3897	0.8812
対象期間	1985-2005			1979-2004		
	チュニジア			モロッコ		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0049	0.0218	0.0727	0.0155	0.0020	0.0156
係数	0.1475	-1.2454	-0.4283	-0.5157	-0.7498	-0.1329
t値	0.3438	-0.7306	-1.3722	-0.6144	-0.2214	-0.6167
p値	0.7340	0.4721	0.1827	0.5447	0.8267	0.5432
DW	1.8430	1.8326	1.9259	3.2054	3.1435	3.2332
対象期間	1979-2004			1979-2004		

(注1) 各変数(FDI、証券投資、その他投資)はネットの流出入(GDP比、%)。

各変数の1人当たりGDP成長率に対する回帰分析。

(注2) ***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意。

(出所) IMF, "International Financial Statistics", IIFより作成

以上、各国・地域別の分析では、資本自由化の実施した国とそうでない国との対比が比較的鮮明に示されており、概して資本自由化に慎重であった国々ほど経済成長率への変動への影響は免れているといえる。また、外国直接投資の影響は一定に条件の下で本格化した時期には経済成長に貢献する可能性があると考えられる。

(4) 資本流入の貯蓄・投資への影響

資本流入によって受入国がどのように経済成長率を高めることになるのか、その影響を分析するために、各資本流入関連指標を説明変数として国内投資率及び貯蓄率に回帰した。これにより、資本自由化に伴う直接投資(FDI)の流入(ネット、GDP比)、証券投資(同)、および「その他」の流入(同)が受入国の国内投資(GDP比)や貯蓄率(同)に及ぼす影響をみよう。まず、長期的な影響をみると、以下の通りである(図表8)。

図表8：資本流入による国内貯蓄・投資比率への影響(長期) (GDP比、%)

国内投資 比率	1980-90			1991-2000			1990-2005		
	FDI流入	証券投	その他	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0206	0.1171	0.0923	0.2103	0.1647	0.0048	0.1155	0.0667	0.0003
係数	0.8442	4.3584	0.8213	1.6333**	-1.2879*	-0.2041	1.294198	-0.7201	-0.0479
標準誤差	1.4566	2.9921	0.6441	0.7262	0.6654	0.6758	0.8217	0.6179	0.6514
t値	0.5796	1.4566	1.2752	2.2491	-1.9354	-0.3021	1.5750	-1.1654	-0.0735
p値	0.5703	0.1646	0.2204	0.0366	0.0680	0.7659	0.1318	0.2583	0.9422
対象国	18			21			21		
国内貯蓄 比率	1980-90			1991-2000			1990-2005		
	FDI流入	証券投	その他	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0035	0.0974	0.0532	0.3414	0.3878	0.0492	0.2615	0.3217	0.0592
係数	0.3621	4.1230	0.6470	2.5732***	-2.4435***	-0.8095	2.7307**	-2.2173***	-0.9687
標準誤差	1.5239	3.1380	0.6823	0.8199	0.7043	0.8166	1.0527	0.7386	0.8860
t値	0.2376	1.3139	0.9483	3.1384	-3.4695	-0.9913	2.5939	-3.0022	-1.0934
p値	0.8152	0.2074	0.3571	0.0054	0.0026	0.3340	0.0178	0.0073	0.2879
対象国	18			21			21		

(注1) 各変数(FDI、証券投資、その他の投資)はIFS(IMF)の分類により、投資・貯蓄比率の対象期間の1期(1年)前の期間を対象。

(注2) 対象国はアルゼンチン、ブラジル、メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア、ベネズエラ、エジプト、チュニジア、モロッコ、南ア、ロシア、トルコ、

中国、韓国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、インド、ロシア。ただし、中国、シンガポール、ロシアは1980年代は含まず。

(注3) *、**、***は10%、5%、1%水準で有意。

(出所) IMF, "International Financial Statistics", IIFより作成

第一に、資本流入の各変数であるFDI、証券投資、その他の投資のネットの流入 (GDP比) の国内投資・貯蓄比率 (同) への影響は全体的にFDIが比較的ポジティブである。この傾向は特に1990年代に著しい⁴⁵⁾。

第二に、1990年代以降の証券投資流入は主に国内投資・貯蓄ともに概ねネガティブな相関関係が認められた。

第三に、「その他の投資」では各期間ともあまり有意な関係は見られなかった。第四に、1980年代の国内投資・貯蓄率は資本流入と関係が薄い傾向がある。これは、多くの途上国・エマージング諸国では資本自由化が本格化していなかったことも関係していると思われる。

一方、5年ごとの中期でみると、資本流出の国内投資・貯蓄への影響は以下の結果が得られた (図表9、10)。

第一に、1990年代後半以降のアジア危機など資本収支危機が本格化した時期には、FDIが国内投資・貯蓄にポジティブな影響を与えているのと対照的に証券投資がネガティブに働いていることが顕著に現れている。

第二に、国内投資率は1990年代後半のみFDIによるポジティブな影響が顕著にみられる。

第三に、1995年代後半から2005年までの期間でも国内貯蓄率にFDIはポジティブな影響を与えたのに対し、証券投資は一貫してマイナスの影響が見られる。

最後に、80年代後半にのみ資本流入 (特にFDI) が若干国内貯蓄率へのポジティブな影響がみられる。

⁴⁵⁾例えば、当該国が海外に投資目的で資本を流出させた場合、ネットでの流入は相殺され、国内投資との関係が不鮮明となる場合があると考えられる。アジア危機以前の期間1978-1995年を対象とした資本流入の貯蓄・投資比率への影響においても証券投資については明確な投資率の上昇は確認されていない (Bosworth & Collins[1999])。

図表9：資本流入による国内投資比率への影響(単回帰)

国内投資比率	1980-85			1986-1990			1991-95		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0487	0.1181	0.0081	0.1443	0.2172	0.0026	0.1724	0.1461	0.1238
係数	1.2287	4.0601	0.2328	1.0660	6.5384**	0.8308	1.4952*	-1.5715*	0.8832
標準誤差	1.3573	2.7741	0.6420	0.6119	2.9258	0.5589	0.7516	0.8716	0.5390
t値	0.9052	1.4636	0.3626	1.7421	2.2347	0.2168	1.9894	-1.8031	1.6388
p値	0.3788	0.1627	0.7217	0.0986	0.0384	0.8308	0.0612	0.0873	0.1177
対象国	18			19			21		
同(GDP比、%)	1996-2000			2001-2005			1995-2005		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.3180	0.2199	0.1866	0.0134	0.0419	0.0406	0.0852	0.0388	0.0558
係数	2.4116***	-0.9402**	-1.0064**	0.4717	0.3398	0.4299	1.0726	-0.3632	-0.5625
標準誤差	0.8102	0.4062	0.4820	0.9275	0.3728	0.4793	0.8065	0.4145	0.5307
t値	2.9766	-2.3143	-2.0879	0.5086	0.9115	0.8971	1.3299	-0.8763	-1.0600
p値	0.0078	0.0320	0.0505	0.6169	0.3735	0.3809	0.1993	0.3918	0.3024
対象国	21			21			21		

(注1)各変数(FDI、証券投資、その他の投資)はIFS(IMF)の分類による。証券投資は、当該国向け株式・債券の外国投資の増減。
(注2)対象国はアルゼンチン、ブラジル、メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア、ベネズエラ、エジプト、チェコ、モロッコ、南ア、ロシア、トルコ、中国、韓国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、インド。中国、シンガポール、ロシアは1980-85年、中国、ロシアは1986-90年は含まず。
(注3)*、**、***は10%、5%、1%水準で有意。
(出所)IMF, "International Financial Statistics", IIFより作成

図表10：資本流入による国内貯蓄比率への影響(単回帰)

国内貯蓄比率	1980-85			1986-1990			1991-95		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.0635	0.1281	0.0006	0.2481	0.1885	0.0016	0.4149	0.2128	0.0144
係数	1.2510	3.7756	0.0515	1.4605**	6.3641*	-0.1004	2.3251***	-1.9484**	0.3023
標準誤差	1.2013	2.4625	0.5454	0.5992	3.1123	0.5842	0.6335	0.8597	0.5730
t値	1.0414	1.5333	0.0945	2.4373	2.0449	-0.1718	3.6702	-2.2665	0.5276
p値	0.3132	0.1447	0.9259	0.0254	0.0558	0.8655	0.0016	0.0353	0.6039
対象国	18			19			21		
(同、GDP比)	1996-2000			2001-2005			1995-2005		
	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他	FDI流入	証券投資	その他
R ²	0.2437	0.4015	0.3099	0.0069	0.1672	0.0962	0.1466	0.3049	0.2870
係数	2.5255**	-2.0496***	-2.0924***	0.5803	-1.1646*	-1.1351	2.3190*	-1.7072***	-1.9985**
標準誤差	1.0206	0.5741	0.7164	1.5965	0.5964	0.7981	1.2835	0.5914	0.7227
t値	2.4745	-3.5699	-2.9208	0.3635	-1.9528	-1.4222	1.8069	-2.8867	-2.7654
p値	0.0229	0.0020	0.0088	0.7203	0.0657	0.1712	0.0866	0.0095	0.0123
対象国	21			21			21		

(注1)各変数(FDI、証券投資、その他の投資)はIFS(IMF)の分類による。証券投資は、当該国向け株式・債券の外国投資の増減。
(注2)対象国はアルゼンチン、ブラジル、メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア、ベネズエラ、エジプト、チェコ、モロッコ、南ア、ロシア、トルコ、中国、韓国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、インド。中国、シンガポール、ロシアは1980-85年、中国、ロシアは1986-90年は含まず。
(注3)*、**、***は10%、5%、1%水準で有意。
(出所)IMF, "International Financial Statistics", IIFより作成

すなわち、資本自由化による資本流入の影響として、FDIの流入は確かに国内投資比率や国内貯蓄比率の向上には影響を与えている。注目すべきは、海外から資本流入が増加すれば、国内投資比率が高まると考えられてきたが、実際には、むしろ貯蓄率への影響が大きい。このことは、流入した資本が必ずしも受入国の「生産的」な投資に向かうとは限らないことを示す。しかも、証券投資は全体的に国内投資・貯蓄率ともネガティブな影響を与える傾向がある。これは1990年代の「資本収支危機」が起きたことと密接に関係していると見られる。

以上から、FDI流入は一般的に国内投資・貯蓄の増加に好影響を与えていると見られるものの、証券投資は国内投資や貯蓄率、特に後者にネガティブな影響を与えているとみられる。このことから、金融自由化に伴う証券投資の流出は貯蓄比率の低下を伴うため、結果として当該国の実体経済の基盤形成にむしろマイナスであることが示される。

従って、途上国が発展するためには、海外からの資金流入に依存することなく、国内貯蓄率の向上とともに国内企業や公共投資の増加が必要であり、また外国企業の直接投資のみでは、

当該国の全体的な国内純投資の増加を引き起こすことはできないことがわかる⁴⁶。

(5) まとめ

以上の途上国・エマージング諸国における資本フローによる経済成長率や国内貯蓄・投資比率への影響を分析した結果から、資本流入の増加(すなわち資本自由化)は、外国直接投資(FDI)を除き当該国の経済成長に貢献する可能性は低い。さらに、対外借入や証券投資流入は必ずしも国内投資や貯蓄率にポジティブな影響を与えないとはいえず、特に証券投資は、経済成長率のみならず、国内投資・貯蓄比率にもマイナスの影響を与える傾向があることが確認された⁴⁷。このことは、海外からの資本流入は、国内投資・貯蓄率の増加に必ずしも直結しないことを示している。

従って、途上国では安定的経済成長のためには海外資金に依存せず国内資本の蓄積と貯蓄率の向上が重要であることを示している。

II. 資本取引の自由化に伴う諸問題

一般的に先進国・途上国を問わず、資本取引自由化を実施すれば、大量の資本が短期に流出する「資本の逆流」を伴う通貨危機が発生する可能性が高まる。その際、為替の下落により通常外貨建ての対外債務の水準は大幅に増加し、当該国がソブリン債券を発行している場合には財政収支も大幅に悪化し、さらに国内貯蓄と投資のバランスを崩す可能性がある。このため、資本・金融自由化自体が当該国の中長期的な安定的経済発展を阻害する可能性がある。特に当該国の通貨取引を完全に自由化することは、為替相場的大幅な変動リスクを高める。従って、特に途上国では経常取引に関しても非居住者による当該国通貨、特に通貨取引を管理することが重要で、まして資本自由化には慎重な対応が必要である。

以下において、資本取引自由化に伴う様々な問題点について述べる。

1. 国際収支上の問題

資本取引自由化によって流入した資本が短期間に流出せず、当該国の生産的な経済活動に投資されれば成長に貢献する要因となる。しかし、金融のグローバル化とともに資本取引に伴う為替取引の自由化を行う場合、特に短期資本は流出しやすく、当該国の国際収支の変動のみならず、為替水準の変動により安定的な経済成長の観点からマイナス要因が大きく、不安定な成長を促す傾向がある⁴⁸。従って、特に途上国では、一般に貿易自由化の利点は既に立証済み

⁴⁶ FDIの流入によって国内投資と貯蓄率の向上の全てが説明できるわけではない。途上国においては、貯蓄率の上昇が一定期間を経て生産性の向上につながることを示され、その背景には全要素生産性(TPF)の上昇が貢献していると指摘される(Aghion, Philippe, D. Comin and P. Howitt [2006])。

⁴⁷ ただし、対象国が比較的少なく、サンプル数の制限があり、また各国によって資本収支の統計が異なっているため誤差が生じている可能性は否定できないため、断定的な判断は出来にくい面もある。また、先進諸国に近接した国々では必ずしもFDIが流入しない場合でも技術移転の促進が進む一方、そうでない途上国では貯蓄率と投資の相関性が高いなど各国の条件の相違があることが示される(同)。

⁴⁸ 途上国では、流入した短期資本が必ずしも「生産的」な分野(製造業)に投資されず、不動産やその他のサービス分野に流れ、当該国の生産性の向上などの積極的な貢献が見られない場合がある。また、投資収益は先進国金融機関によって当該国から流出する傾向がある。これはアジア危機以前のタイでも起きた現象である。

であるものの（但し、発展初期における政府の産業保護・育成策は有効である[日本・韓国・中国などの例]）、発展段階での資本自由化は非常に慎重に取り扱う必要がある⁴⁹。日本のみならず、先進各国とも資本・金融自由化は、相当発展した段階で初めて自由化した。従って、国際収支における資本勘定の自由化に伴う為替取引の自由化は、直接投資を推進する場合には、いくつかの制限を課すことが望ましい。

一般的に資本取引制限が有効な点として以下が挙げられる。

- ①為替の極端な変動を避けられ、金融政策の安定性が得られる
- ②資本流入（海外借入など）の急増に伴う対外債務比率の上昇抑制
- ③貴重な外貨を生産的な投資に配分することが可能
- ④独立した金融政策の実施が比較的容易である

但し、こうした規制も当該国が国内での資金調達が可能であるいわゆるエマージング市場諸国、中所得国に限られており、借入や債券発行などが資金の調達極めて限られている低所得国（特にアフリカ諸国）などでは短期的に国際機関や二国間援助に大きく依存せざるを得ない。しかし、こうした支援も基本的にIMFが「お墨付き」を与えなければ資金を獲得することも困難であることが多く、結局IMF融資のコンディショナリティなどに従う他ないことになる。ところが、こうした融資に伴うコンディショナリティがしばしば不適切であるため、逆に当該国の安定的経済発展が阻害されてきた可能性がある。従来IMFは資本自由化の利益を低所得国など途上国に説き、民営化や規制緩和や財政再建を経済プログラムに組み込む例が多い⁵⁰。ここに現在の低所得国を中心とした途上国のジレンマがあり、アフリカ諸国など低所得国が経済発展の阻害要因となったのがIMF経済プログラムである可能性も高い⁵¹。

2. 短期資本取引と長期資本取引の「リスク度」

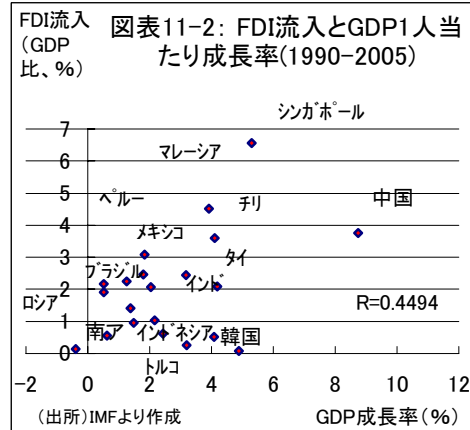
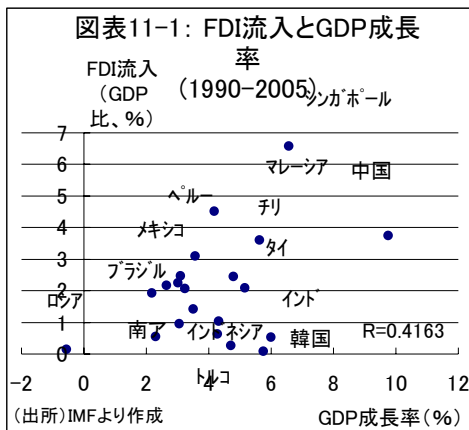
アジア危機に見られるような「資本収支危機」においては、短期資本の「突然の流出」が当該国の為替レート的大幅な変更（下落）をもたらし、対外債務をかかえた金融部門は打撃を受け、国内のクレジット・クラッシュが進行し、経済は大幅な打撃を受けた。従って、緊急時の短期資本の規制が有効であることは既にマレーシアの措置でも立証されている⁵²。一般的に外資の活用、とりわけ長期資本輸入を促進することは受入国にとっては、より「リスクの低い」政策であるとされる。特にアジア諸国の発展の基礎にある外国直接投資(FDI)の有効な活用は経済成長に大きなプラス要因となったことは事実である。

⁴⁹ 貿易自由化を熱心に説くBhagwatiも、資本自由化には慎重な姿勢を崩していない。Bhagwati(1998)参照。

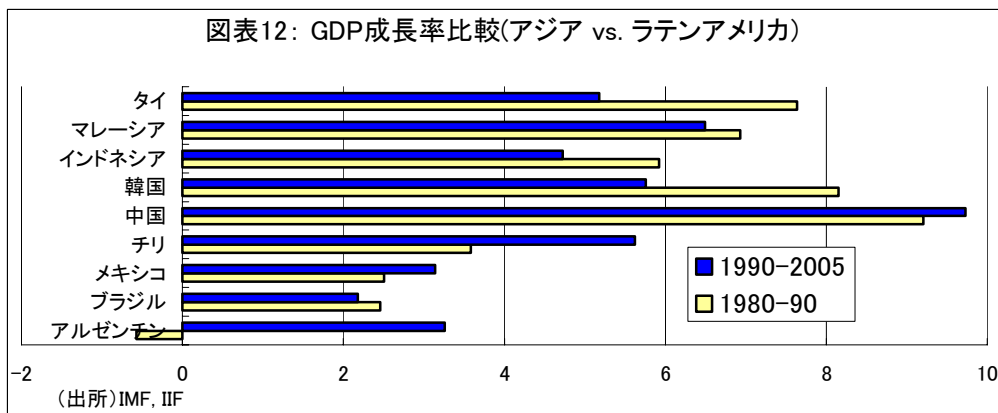
⁵⁰ IMFの低所得向け融資である「貧困削減成長ファシリティ (PRGF)」では、相変わらず「画一的 (one-size-fits-all) なプログラムが適用されているのが一般的である。

⁵¹ 大田 (2005) は、IMFの経済プログラムにおけるファイナンシャル・プログラミングの矛盾を指摘し、途上国にそれを適用すればするほど、中長期的な経済発展には不適切であるとする。

⁵² マレーシアでは短期資本規制は導入 (1998年) 1年後に解除した (Box2 参照)。

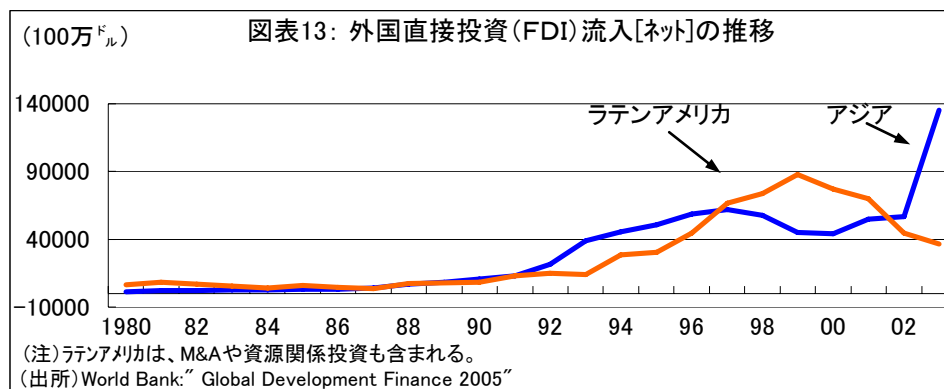


最近の東アジアの発展をみても、製造業を主体とした直接投資の拡大が当該国の経済成長に大きく貢献してきたことは事実であり、東南アジア諸国では特に新規投資(**greenfield investment**)を中心として生産・雇用拡大、技術移転などの便益を受けてきた。また、FDIは資本のみならず技術移転やその雇用面など波及効果をもたらすため、受入国のメリットが大きい⁵³。このため、1980年代以降、「失われた10年」を経験したラテンアメリカ諸国に比較してアジア諸国の経済成長率はFDI流入の増加に伴い上昇傾向にある(図表12)⁵⁴。特にアジア諸国は、90年代以降急激にFDI流入が増加している(図表13)。



⁵³一方、直接投資を中心とした外資を効率的に経済発展に結びつけた欧州の例として、過去20年間で先進国中最も顕著な発展を遂げたアイルランドが挙げられる。同国は英国と同等の人的資本を持ちながらも比較的低い労働コストと巧みな投資誘致政策により成功したが、これは東アジアの直接投資を主体とした外資の活用による発展と基本的に同じものとみられる。

⁵⁴ただし、これはあくまで低・中所得国までの発展段階にある国々であり、すでにNIEsとして高所得国になっている韓国・台湾などはむしろ海外へのネット投資国であるため、FDI流入と成長率の相関関係はみられない。FDIが、新規投資に伴うものか、あるいは既存の会社・設備を買収などする場合なのかで、その経済効果は大きく異なると考えられる。この点で、東南・東アジアにおける日本からの直接投資は前者の場合が多いのに対し、ラテンアメリカの民営化に伴う直接投資などは後者に分類されよう。



ただし、インドネシアのように資本・金融自由化を早くから推進した国と中国のように資本自由化を実施していない国では経済成長率に違いが生じている。FDIは必ずしも当該国のリスクを伴わないわけではなく、無条件で安定的な経済成長に寄与するものとはいえない。新規投資の場合には、受入国の雇用や生産技術の移転など様々な効果が期待できるが、民営化に伴う既存の会社、工場設備の取得に伴う投資が中心のM&Aでは当該国への経済効果は異なり、必ずしも受入国の経済成長に結びつかない可能性がある⁵⁵。資本自由化された世界では、M&Aも「直接投資」に分類され、その自由な売買が国境間で実施された場合、途上国では著しい国際収支と為替水準の変動をもたらし、ひいては経済の不安定化に繋がる恐れがある。ポートフォリオ投資にもならず、近年先進国でみられるように企業の合併・買収(M&A)に伴う国際間の大量の資本移動が短期間に発生する可能性が大幅に増加している。このことは、従来の新規投資を伴うFDIが受入国の経済成長に貢献したのに比べ、M&Aなどに伴う投資は資本移動に伴うリスクが大きいという点で注意する必要があることを示している⁵⁶。この点で、先進国が戦後発展してきた1960-70年代までに比べ、現在では国際資本移動と金融取引がはるかに拡大しているため、途上国における資本自由化は、なおさら当該国のリスクを高める可能性が高まっているといえる。仮に途上国において、大規模なM&Aに伴う国際資本移動が実施された場合、当該国の為替相場は大幅に変動に伴い当該国の外貨準備高の減少などリスクは大幅に増加する⁵⁷。

従って、経済発展初期段階においては、FDIを有効に機能させ、長期にわたり受入国の生産拡大や雇用促進に寄与するためには、為替の交換性を実需に基づくものに制限し、通貨や金融市場への投機目的での取引を排除する必要がある。仮に、途上国が資本取引の自由化を進めた場合、最近の国際的な資本移動の自由化を前提とすれば、特に短期資本の流出入により国際収支や為替相場変動が拡大する潜在的なリスクが高まる可能性がある。

3. 安定的発展に影響する貯蓄・投資 (I - S) バランス

⁵⁵ 早くから金融自由化を推進したアルゼンチンなどでは民営化に伴う企業買収などがFDI流入を増加させたものとみられるが、新規投資が中心であったアジアのFDIとはこの点で異なっており、経済成長への貢献度も相違している。

⁵⁶ 2000/1年の欧州企業による米国企業のM&Aの増加によって大幅な為替相場の変動(ドル高・ユーロ安)が生じた。大量資本投入によるM&A(合併・買収)による「直接投資」では、短期に大量の資本の「逆流」が発生しやすいため、現在では、M&Aの動きが一段落し、ユーロ高が進んでいる。時価総額の小さい日本企業でもグローバル投資を進める外資企業に「株式交換」によるM&Aで買収されかねない。まして途上国では、そうしたリスクはさらに大きい。

⁵⁷ 途上国(特にエマージング諸国)においても、M&Aの対象が当該国の国営企業など主要企業である場合、全面的な資本自由化を行えば、買収先企業(多国籍企業など)のグローバル経営戦略の変更・修正などマネジメント上の都合により、対象企業の株式を売却した場合、資金が急激に流出し、当該国の国際収支が大幅に悪化する可能性もありうる。

歴史的にみると、直接投資は受入国の製造業の長期的発展に貢献する可能性は大きいものの、その収益が自由に海外に移動する場合（ラテン・アメリカ）、国内の貯蓄・投資（I - S）バランスにポジティブな効果は現れにくい。すなわち、一定の資本規制を課さなければ、収益は国内再投資に向けられず、国外に流出しやすいため、当該国の安定的な経済成長に不可欠な生産資源への投資は大きく影響を受ける可能性が高い。

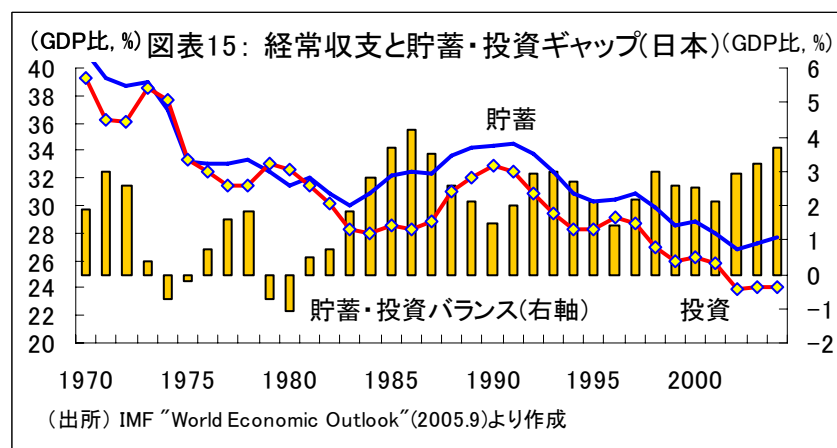
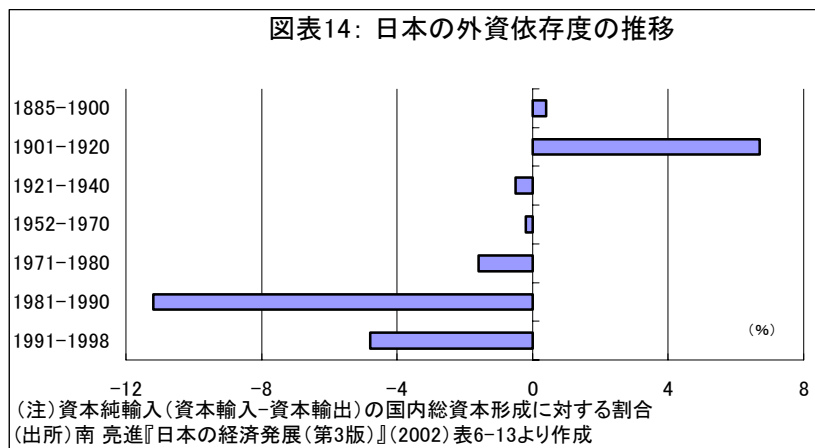
貯蓄・投資（I - S）バランスの観点から、発展途上国では開発資金源として国内貯蓄の蓄積が非常に需要である。それは安易な対外借入を行えば、債務は当外国の為替相場の動向に左右され、対外債務問題をかかえるリスクを負うことになるからである。特に経済発展の初期段階においては、国内貯蓄の推進とともに、資本の流出を抑制することも必要で、資本自由化への何らかの規制が有効であろう。従って、国内のI - Sバランスを大きく崩すことなく成長するためには、国内貯蓄率の上昇に加え、一定期間海外へ資金が流出しないように国内にとどめ、それを有効に活用するメカニズムの確立が非常に重要となる。この意味では、民間の金融機関による自由な金融に依存せず、日本の戦後の高度成長時の技術革新・設備投資拡大を支えた郵貯制度、その資金を政策金融機関支えた財政投融资制度の果たした役割は大きい。途上国や発展過程における国々では、一般的に金融自由化によって市場金利の上昇によって貯蓄率が上昇し、それが間接金融を通して産業投資資金に回るとの前提が実際には働かないため、公共政策による資金調達によるメカニズムの確立が重要となる⁵⁸。

日本は第二次世界大戦前には、戦争遂行のために外債発行した時期もあるが、基本的に国内貯蓄による資金調達が中心となっていた（図表 14）⁵⁹。第二次大戦後も外資依存度は低く、極力外資に依存せず技術導入および開発や製造を実施した。この背景にはわが国が戦後しばらくの間、外貨不足の状況におかれ、常に「外貨準備の天井」が国内投資の制約要因となったことが大きい。しかし、日本の外貨準備高の増加は、対外借入を増加させることなく、製造業を中心とした輸出の増加によるものであった。さらに、国内経済では、特に高度成長期には一貫して貯蓄率の上昇が産業投資資金やインフラ整備を支えた。

以上のような日本の経験は現在でも途上国の経済発展における資本蓄積と投資の役割を見る上で重要な指針となると考えられる。このことは、不安定な国際資金フローに左右される外資依存型の成長を回避する意味で重要である。

⁵⁸ 早くから金融自由化と資本自由化を進めたラテンアメリカでは、金融自由化は海外借入を増加させ、必ずしも製造業など生産的分野に投資されたわけではない。タイなど東南アジアにおいても 1980 年代以降の金融自由化の中で直接投資に伴う製造業向け借入以外の短期借入が増加し、1990 年代前半まで不動産投機も起きた。このことは、金融自由化による民間金融機関は投資収益を優先させ、中長期的な国家的見地からの投資分野には資金が回るとは限らないことを示す。

⁵⁹ 1901～1920 年は日露戦争のための政府の外債発行が実施されたため、外資依存度は上昇した（図 7）。



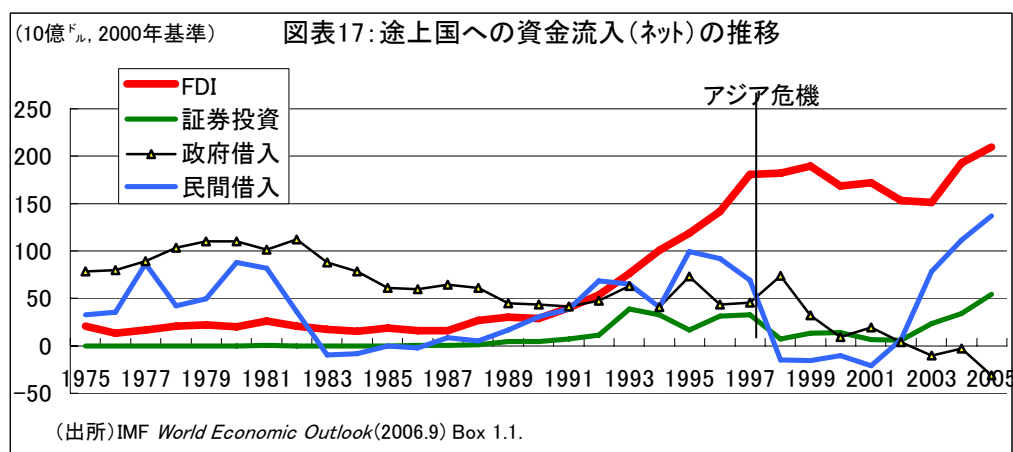
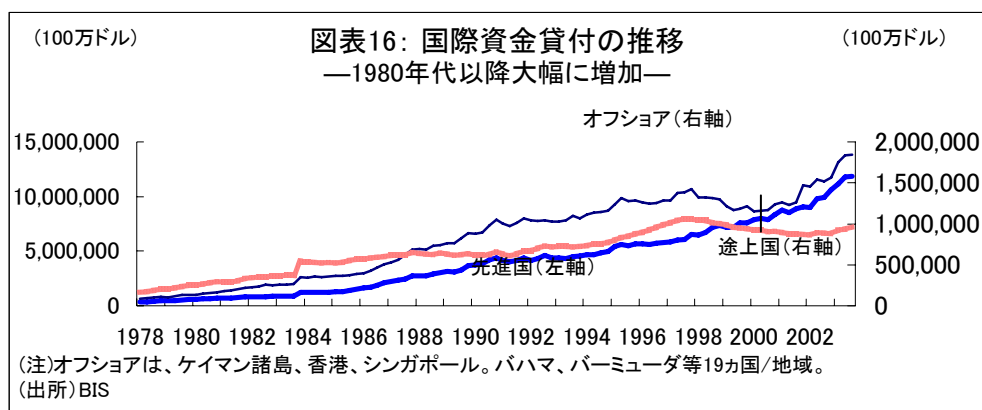
4. 金融自由化と資本取引の自由化

アジア危機以降、今後の通貨・金融危機防止のために、各国の金融機関の強化が唱えられ、市場の規制やバランスシートの強化をはかることなどが唱えられてきたが、そもそも途上国(あるいはエマージング市場諸国)における過大な対外借入への抑制については、個別の銀行などの対応で危機を回避できるとは限らない⁶⁰。先進国においても、1980年代から90年代に国際的な資本・金融自由化が急速に進展し、とりわけ国際資本移動は90年代にはそれまでに比べ格段に拡大しており、それだけ資本の流出入が当該国の国際収支や為替相場に与える影響が大きくなった(図表16、17)。このため、先進国では日本の金融機関のみならず、欧米諸国でも金融危機が顕在化している。例えば1980年代の米国の公的債権回収機構(RTC)、1990年代初頭のスウェーデンの金融危機などをみても、金融機関が発達しているはずの先進国でも、金融機関のリスク管理の面では問題を起こしている⁶¹。その後の処理の方法は国により差があり、日本のように対応を誤ると長期にわたり経済全体に深刻な影響を及ぼす。従って、金融機関の財務体質を強化し、リスク管理体制を徹底した後に資本自由化をすれば大きな成長への障害が

⁶⁰ McKinnon & Pill(1997)は、資本自由化により、海外からの借入は「過大」になりやすいリスクを指摘する。

⁶¹ スウェーデンの場合、政府が迅速な対応をとり、不良債権を抱えた銀行を速やかに国有化し、資金注入した。経営状況改善後、再び政府は当該銀行の株式を売却し、再生させた。

ない、あるいは成長率が高まるという議論は、実際には立証できない可能性が高い⁶²。なぜなら、国際的な貸借が進展し、なんらかの主要先進国の金融動向によって資本が急激に移動する可能性は相当の国内経済規模がある国においても起こりうる可能性は否定できない。しかも、RTCの例を出すまでもなく、米国のような先進市場経済でも危機発生後に追加的な市場整備や監督・規制が必要であった⁶³。



最近の「資本収支危機」では、資本取引自由化自体が資本流出を招きやすく、いったん資本流出により危機が発生した場合、大幅な通貨下落により銀行の対外債務増加に伴うバランスシート悪化を伴う。従って、資本の急激な流出に伴う金融危機は、金融機関がたとえ健全に運営されていたとしても起こりうる話である⁶⁴。まして、途上国の金融機関では、相当高度に発展した国であっても、グローバル化が進む金融自由化には大きなリスクを伴う。

「資本の逆流」(capital reversal) によって起きた資本収支危機は、当該国の原因のみに帰せられるものではない。むしろ、その当時の国際資金フローの変化、特に米国への資金流出(あ

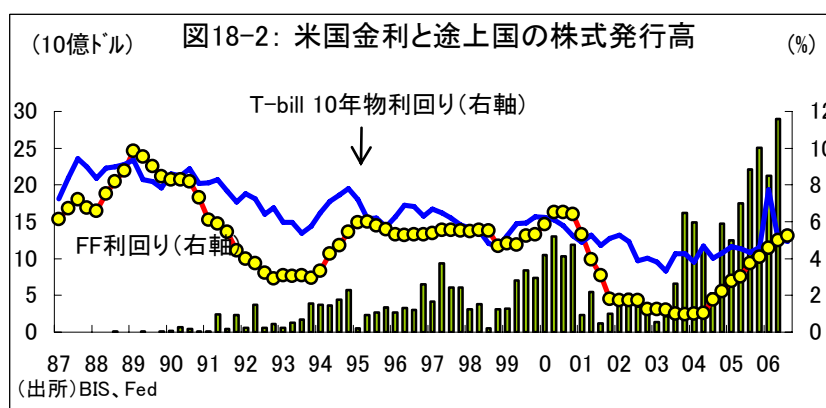
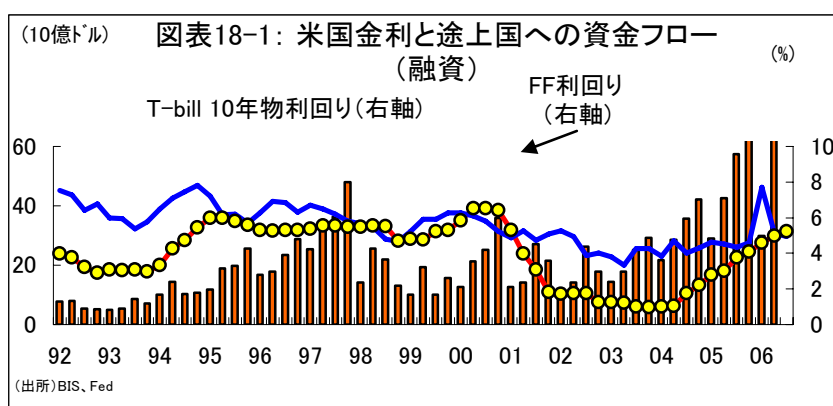
⁶² 金融・資本自由化の前に十分な金融市場の発達が必要である、という見解(例えばMackinnon & Pill[1996])は、一般的にはコンセンサスとなっている。

⁶³ 米国でLTCMのような主要ヘッジファンドが破綻した1998年以降になって、ようやくヘッジファンドのような大規模にレバレッジを効かせて資金運用する金融機関の国際金融市場でのリスクが広く認識された。その結果、米国においてもリスクの高い金融機関の資金運用に伴う規制を整備してきたのは最近のことである。

⁶⁴ 1990年代のアジア危機の発生例に見られるように、自由化によって銀行の外貨建て借入について(日本の大蔵省がかかつて実施していたように) 厳しい制限を敷くことなしには対外借入を拡大する傾向がある。

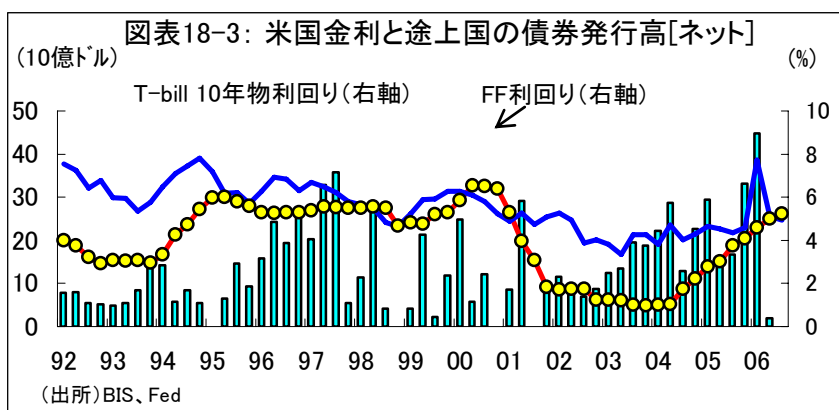
るいは回帰)の流れが大きく影響している場合が多い⁶⁵。特に分析にあたって①通貨危機が一層深刻になったアジア危機(1997/8)以降の期間、②ブラジル、アルゼンチン、トルコ危機(2001/2年)などアジア危機以降の状況については、米国への資金集中など国際資金フローの流れによるものが大きいなど外的要因があることに注意が必要である。

また、1990年代の前半と後半では資金フローが大きく相違しており、ソブリン債券売買に伴う国際資本移動は、90年代前半には後半に比べ規模としてはまだ少なく、それだけ各国の経済に及ぼす影響は比較的少なかったと考えられる。従って、従来の分析では米国の金融市場の状況や世界的な資金フローの流れや規模について考慮していないことが、資本自由化の影響を分析する上で大きな欠陥となっている⁶⁶。実際、途上国への資金の流れは、米国の金融市場の状況などによって大きく影響を受ける(図表13-1~13-3)。



⁶⁵ 最初の「資本収支危機」であった1994年のメキシコ危機では、当時の米国による米国の加熱経済に対する予防的利上げ政策によって、エマージング市場に向かっていた資金が「逆流」し、結果的にメキシコ国債の売却が加速したことが指摘される。榊原[2001]pp.186-189 参照。

⁶⁶ 先進国と途上国を横並びで資本・金融自由化の意義や影響を考えることは、意味はない。このことは、途上国に対する金融自由化には特別の配慮が必要であることを示す。Stiglitz[2004a]参照。



2004/2005年以降、米国の機関投資家は国内での長期金利低下と国際的な流動性の増加に加え、途上国の為替相場が通貨危機を経て過大評価が修正され、国際分散投資が進んだ結果、資金が途上国、エマージング市場経済諸国に流入してきた。加えて、最近までの日本の量的金融緩和（2006年3月解除）やゼロ金利政策（2006年7月解除）により、日本市場で調達した低利・豊富な資金は、国際的な流動性を高め、比較的风险の高いエマージング市場への投資による資金運用が活発化させたことも背景にある。

2005年の貸出は、世界全体で前年比24.7%増の2兆2,526億ドルにのぼり、途上国でもそれぞれ、同59.5%増の2,042億ドルとなっている。また、2005年の債券発行は、世界全体で前年比15.3%増の1兆8609億ドルにのぼり、途上国、オフショア市場国でもそれぞれ、同43.2%増の315億ドル、同26.9%増の963億ドルとなっている。

以上のように、途上国での資本・金融自由化の効果は明確にポジティブなものといえず、これを途上国への一般的な経済政策として適用することは困難であることは明白であろう。しかも、今日のようにグローバル規模での資本・金融自由化が進む中で、途上国（特に低所得国）が金融・資本自由化を実施すれば、リスク・プレミアムを反映して当該国の国内金利の上昇を招きやすく、これが発展段階にある途上国の国内金融政策及び産業・貿易政策の自由度を狭める可能性がある⁶⁷。また、資本・金融自由化に伴う外資による当該国の金融機関の支配は、例えば途上国の中小企業向け金融などについては不利な立場に立たされる可能性がある⁶⁸。従って、途上国の経済発展段階においては、長期的な産業基盤の育成、国民経済構造の高度化推進を期待するのであれば、国民の貯蓄率の向上をはかり、途上国独自の政策金融機関の充実が必要とされる理由となる。さらに、政策金融機関により投資資金に回すためには、政策金利の適用など様々な独立した金融あるいは政策が求められることになる。

5. 為替変動の拡大と金融政策の自由度

一般的に資本移動を規制することと、為替の取引を自由化することは両立しがたい面がある。先進国が固定相場制から変動相場制に移行した直後に欧州通貨を中心に通貨の売買が急速に拡大し、欧州通貨危機が起きた。これは、1980年代以降欧州先進国の資本自由化が本格化する以

⁶⁷ Williamson & Mahar(1998)は金融自由化によって実質金利の上昇を招く結果、政府の債務を拡大させることになることを指摘する。

⁶⁸ Agenor(2003)は、外資の金融機関はいわゆるcredit rationingを行い、中小企業向け融資が削減され、特定の分野への貸出の集中が起きる可能性を指摘している。

前でも、通貨投機による為替の不安定性の可能性を示したものである⁶⁹。最近では、過去において実質実効為替レートの上昇と通貨危機及びそれに続く資本収支危機の発生の可能性が高いことから、為替の実質高を回避するための方策が注目されている⁷⁰。さらに途上国の通貨制度は、財政・経常収支や実質実効為替レートの上昇を回避し、産業競争力を保ち、対外債務返済を軽減させることが重要である。

世界的に資本移動が急速に拡大している今日の国際金融・資本市場において、途上国の場合、どのような通貨・為替制度を採用するべきであろうか。各国の経済規模や一定規模の経済圏との隣接した地理的条件などにより、選択すべき通貨・為替制度は異なってくる。

特定の大規模経済圏に隣接している小国の場合には、その経済圏の通貨（例：ユーロ）に固定した通貨制度を導入しても、規模の大きな国に比べ経済運営は安定するメリットが大きい⁷¹。

しかし、こうした小国の例はむしろ例外的であり、一般に途上国の通貨は国際市場で通貨の自由な売買が大規模に実施された場合の変動リスクが非常に大きい。通常小国の場合、自国通貨建ての債券を海外の投資家の売買に委ねる（すなわち、オフショアや海外市場で自国通貨の取引を認める）ことは金融政策に大きな制約を課すことになる。従って、オフショアで主要通貨での取引を自由化しても、自国通貨の自由な取引に制限を加える必要がある⁷²。

中規模以上の途上国では、通貨の実質レートを維持しながら、適切に為替レートの水準を変更することが望ましい。早い段階から変動相場制にすることは、為替の変動を回避することが困難となる可能性が高い。従って、こうした途上国ではなんらかの為替取引規制を実施することが当該国の経済の安定化には不可欠である。

アルゼンチン危機が顕在化する前の2000年までは、エマージング諸国の為替制度は結局「固定相場制」か「変動相場制」に収斂するという”Two Corner Solutions”説が有力な説として、主張された。例えば、Fischer (2001) は中期的には変動相場制が増加しても長期的には固定相場制に向かうという考え方を示した⁷³。実際には、現在のエマージング諸国の為替制度は、一部を除きほとんどの場合、形式的に変動相場制に移行する方向にあるが、実際の運営では「管理変動相場制」を採る国を含めれば全体として「中間的」制度を採る国が多い。これは、Calvoら(2002)によって主張されたように、フロート化に対する懸念があるため、「公式的」(de jure)

⁶⁹こうしたことを背景にKrugmanは既に1979年に為替の「オーバーシュッティング」による相場変動の可能性を示している (Krugman[1979])。その後、1980年代以降に資本自由化が本格化する中、為替の取引がますます活発化し、投機家の予想と通貨当局の対策を念頭に投機が金融政策の変更と固定相場制を崩壊させるモデルが開発された

(Obstfeld[1986])。こうしたモデルのインプリケーションは、通貨当局が特定の相場を維持しようとしても、その意図に反して投機によって為替相場が大きく変動する可能性を示す。

⁷⁰ Dani Rodrikによる最近のIMFのPolak記念会議 (2006.11.10) における指摘が注目される。同氏は為替相場の実質高が拡大した国ほど危機が発生しやすいことを指摘し、実質実効レートの上昇の重要性を示している。

⁷¹例えば、EUに加盟したバルト3国では、ユーロにペッグしているが、大半の貿易相手国はEU諸国が占めており、通貨固定は相場安定面で有利となっている。

⁷²例えば、資本・金融取引を自由化しているようにみえるオフショア市場のシンガポールでも、同国の通貨の海外での自由な売買は禁止しており、居住者でも個人の小口取引に制限している。これにより自国経済の金融財政政策の自由度を確保している。

⁷³これは、ある意味で、IMFがこれまで進めてきた政策の一環としての通貨制度の「教科書的」側面を重視する見方である。実際、中心として90年代での通貨危機に際して、当該国を支援する際のコンディショナリティに含まれた緊縮政策の一環として国内マネーベースを制限し、カレンシーボード制（外貨準備高に応じて通貨供給を制限する）やそれに近い金融政策を勧告してきた。皮肉にも、90年代の通貨危機では、基本的にこうしたIMFによる金融財政政策における硬直的なアプローチが為替制度に歪みを生じさせる結果となり、結果的に通貨危機を引き起こす原因の一つとなった。

な為替制度が変動相場制であっても、「事実上」(de facto) は管理相場制である例が多いからである。しかも、IMFの公式統計を元に示した通貨制度のカテゴリーもその定義などによって大きく替わり、しかも、「公式的」(de jure) ではなく、「事実上」(de facto) の制度をみると、エマージング諸国全体では固定相場制、ペッグ制を採る国は減少している⁷⁴。Frankel (2003)によれば、先進国、エマージング諸国とも比較的柔軟な(flexible)な為替制度をとる場合は、交易条件にショックがある場合でもGDP成長率に与える影響は比較的緩和されやすいことが指摘されていることが注目される⁷⁵。

どの為替制度下でも、当該国固有のリスクの大小によって通貨危機に見舞われる可能性は常に存在する。一時期は「固定相場制」や「カレンシーボード制」で一時的にリスク回避しても、結局、当該国自体のリスクは残り、通貨制度によって当該国に対する信託を根本的に改善することは困難である。実質実効レートが名目相場と乖離しがちな固定相場制を採れば、いったん信託低下や国際資金フローに影響されパニック的な資金引き揚げが起きる可能性が高いことが指摘されている⁷⁶。

従って、当面維持している為替制度下で、各国固有のリスクを軽減させることがポイントとなろう。現在のところ、発展段階が各国とも異なるアジア地域でユーロ圏のように広範囲にわたり完全に同一通貨が使用される可能性は低い⁷⁷。従って、通常のエマージング諸国の場合、当面は「中間的」制度である為替変動幅を定めたクローリング・バンド制、あるいは、公式には変動相場制であるが、暗黙のうちに為替相場の範囲を設定し、外れる場合は介入するというケースを維持する機会が多いとみられる。特に途上国では為替取引を実需に基づくものに限定し、資本取引を自由化していない場合、通貨の安定をはかるためには、できるだけ柔軟な「中間的」な為替制度を採り、通貨当局による巧みな運営をはかる必要があるだろう。この点で、ハンガリーでは中間的為替制度に一部資本規制を入れながら巧みに運営し、実質高を回避した点は特筆されるべきであろう。

日本の1980年代からの本格的な資本自由化および金融自由化は、為替の変動に大きな影響をもたらし、経済は不安定化し、経済運営を困難なものとした。しかし、そもそもプラザ合意以降の急激な為替調整(円高)は円の実質実効レートの上昇を放置した通貨当局の責任も大きい⁷⁸。次章において資本・金融自由化が先進国においてもいかに経済運営に困難を招くかという例として日本の資本自由化の経験を示す。

⁷⁴ J. A. Frankel (2003)

⁷⁵ 2001年のトルコ危機の場合も、2000年から本格的にIMFプログラムに沿って急速に変動相場制に移行するために極端に為替下落率を制限し、それまでの国内のインフレ大幅に下回る下落率によってクローリング・ペッグを維持し、通貨高を進めたことが背景にあり、一時的ながら事実上のカレンシーボード制の状況を作り出し通貨危機に追い込まれた。さらに、アルゼンチンの最近の状況も2000年のIMFのスタンバイ合意に基づく緊縮政策による景気低迷がカレンシーボード制の制度的制約を直撃した。アルゼンチンの例は、基軸通貨に「固定」し通貨を安定させても、経済政策の歪みが蓄積され、中長期的に実質レートが上昇し、通貨投機アタックが仕掛けられる可能性も高まり、その場合の為替相場の変動幅は大きく、当該国の経済に大きな打撃を与えることを示している。

⁷⁶ A. Husain, A. Mody, K.S. Rogoff (2004)

⁷⁷ アジア共通通貨バスケットの構想が打ち出されているものの、現在までのところアジア諸国の通貨の安定と通貨スワップや債券発行構想を支援する構想段階にとどまっている。

⁷⁸ 地主・黒木・宮尾[2001]は、1986-87年の公定歩合引下げは国際政策協調の政治圧力であったということが示唆されるとし、日銀自らの警鐘にもかかわらず政治圧力により、過度の金融緩和スタンスが1987年前半まで維持されたことを指摘している(pp.126-133)。いわゆる「前川レポート」(国際協調のための経済構造調整研究会報告書)[1986]もこうした背景の下に作成された。III章参照。

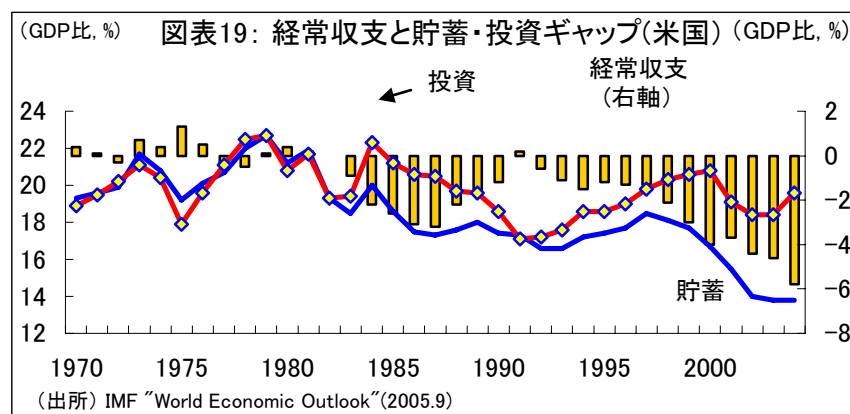
Ⅲ. 日本の資本自由化の経験

日本のような規模の大きい先進国においても、1980年代以降の資本自由化とその後のバブル発生と崩壊、その後の長期にわたる低迷（「失われた10（15）年」）が起きたことは、資本自由化が当該国の大きな経済変動要因となり得ることを示す。以下において、日本の経験から資本・金融自由化の過程における経済成長やその安定性への影響について探る。

1. 検証の前提：日本の資本自由化と金融自由化

日本が先進諸国と肩を並べるようになり、変動相場制移行後も資本取引規制と為替交換については大幅に規制されていた。貿易自由化は、戦後のGATTのラウンドで大幅に推進されてきたが、資本自由化が本格化したのは、欧州先進国と同様に1980年代以降であった⁷⁹。しかし、80年代初頭まで多額の資本移動の場合は依然当局への届出が必要であった。本来の意味で自由化が本格化したのは、1984年の円転規制撤廃からであり、これが1980年代後半からの資本の流出入の激化の背景となっている。また、基本的に外国為替銀行を通して当局が対外資本取引を管理していたことが重要である。これは1997年の内外金融の完全自由化（いわゆる「金融ビッグバン」）まで継続された。

資本取引の変動と為替水準の安定化は密接な関係にあり、日本の場合には、戦後の高度成長期までと異なり1972年の変動相場制移行後は、米国との貿易摩擦問題などもあり、輸出に直接影響を及ぼす円ドルレートの推移が政策当局の大きな関心であった。もともと、資本自由化は、1980年代の米国のレーガン以降の市場主義の拡大に沿ったものであった。米国のレーガン政権下での「双子の赤字」の深刻化から、米国自身の経常収支悪化とその背景である国内の貯蓄・投資バランスの大幅なギャップが進行し、海外からの資金流入が必要となってきたことがあり、米国は国策として資本自由化と金融自由化を各国に迫ってきた背景となったとみられる（図表19）⁸⁰。



⁷⁹ 1979年12月に実施された外為法の全面改正により、「資本取引は原則自由」となった。しかし、①資本取引の事前届出制、②多額の資本移動を伴う資本取引は許可制、③金融市場に悪影響を与える場合、大蔵大臣は中止/変更が可能であるなど、依然規制は残っていた。

⁸⁰ 1982/3年には米国政府から日本政府への円切上げ圧力が増加し、日米円ドル委員会においても為替レートのミスマッチラインメントなどについて討議され、いわゆる「ソロモン報告書」（1983年9月）では、米国財務省によって円切上げが要求されており、その後のプラザ合意までの伏線となっている。

実際、現在に至るまで米国は海外からの資本流入なしでは、自国の国際収支バランスの不均衡、すなわちI-Sギャップ拡大（貯蓄不足）は放置できない状況になっている。

米国のように、基軸通貨であるドルを通貨として維持する国は、国内の資金不足を国外から調達することは比較的容易である（それでもリスクは拡大するが）ものの、途上国の場合には、海外からの資金調達が中長期的に安定するとは限らず、むしろ資金流出による資本収支危機発生の可能性を常にはらむことになる。これは、途上国の通貨に対する外国投資化の信用度は低いため、途上国は内外投資家に対してドル建てなど外貨建てで借入を行わざるを得ず、為替変動リスクを抱えこまざるを得ないからである⁸¹。

米国（及びその意向を受けたIMF）は、資本取引や金融自由化の便益について経済学的に必ずしも立証されていないにも拘わらず、途上国にも積極的に推進してきたのは、新古典派の前提である「世界的な資源の効率的配分」に基づく経済学的観点というより、むしろ米国の「双子の赤字」不均衡への対策、さらに金融資本、多国籍企業の資金調達や生産資源の配分の都合に有利であることが優先され、官民一体となって推進してきたことが背景にあるとみられる⁸²。このため、米国政府の意向に沿った日本政府・当局は、金融・資本市場の自由化を推進することによって、米国金融機関の進出を促進することになった。特に米国は、日本の株式資本持合の構造を問題視してきたが、持ち合い解消を推進する改革は米国企業による日本企業の買収・合併（M&A）を加速させる意味からも重要であり、その前提としての日本の資本・金融自由化を一層推進させることが米国にとって重要であったといえる⁸³。

2. 1980年代以降の資本自由化の経済成長への影響

日本経済は1980年代以降、資本自由化が本格化して以降、不安定成長の時代に突入しており、中長期的にみて自由化は安定した経済成長にはむしろマイナスになったのではないかとの仮説を検討する⁸⁴。

この理由として、第一に、日本の最近までの長期にわたる景気低迷（失われた10(15)年)の発端は、資本自由化が本格化した1980年代以降とその崩壊の過程で起きてきたことが挙げられる⁸⁵。特に米国の政治的圧力も背景とした円転規制撤廃など資本自由化後、1985年のプラザ合意以降の円高に伴い、1980年代前半からすでに金融自由化に伴う流動性の増加が、外為市場介入に伴う国内のマネーサプライ増加がバブル発生の下地をつくった。バブル経済が崩壊した1990年代の平均GDP成長率は1.7%と過去最低水準となり、その傾向は2000年代に入っても継続している。金融自由化により、いったんバブルとなった経済は、為替介入で市場に流れた

⁸¹ Eichengreen, et.al(2003b)は、このことを“Original Sin”と名づけている。

⁸² 米国の金融界はIMFなど国際機関や政府と人的交流は非常に緊密であり、米国政府とIMFが業界の利益を世界規模で誘導することはごく普通に行われる。例えば、IMFの第一副専務理事であった学者出身のフィッシャーは退任後シティ・グループに移籍し、ルービン元財務長官はやはり退任後シティ・グループに移った。Rubin(2003)参照。

⁸³ このことは、米国にとってプラスでも日本にとって必ずしも有益であったとは言い切れない。

⁸⁴ 日本の通貨当局の政策（為替介入の決定とタイミング、金利の引上げと引下げの時期の判断ミス、米国の圧力に基づく政策採用など）によって大きく影響された点是否定しがたいが、いかなる国でも日本のような経験はありうることである。

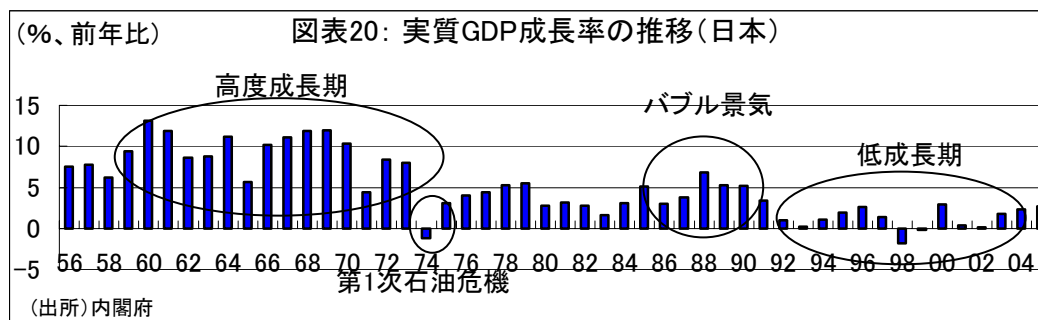
⁸⁵ 先進国では経済の成熟化により成長率は鈍化する傾向はあるが、日本の場合、とりわけ政策的失敗のみならず、国際金融市場の圧力と為替相場の変動の影響が大きく作用したといえよう。

マネーを十分不胎化することができず、土地価格を中心としたバブル経済を形成した⁸⁶。

こうした日本の経験を踏まえ、以下のような仮説を検証する。

第一に、80年代以降に本格化した日本の金融・資本自由化は、長期的に安定的な成長を阻害し、最近に至るまで不安定な発展をもたらした契機となったのではないかということである。

第二に、日本の経済政策は、貿易・為替・金融面における米国からの自由化圧力をもとに、経済学的に必ずしも合理的でない政策を実施することになり、それが日本の金融・財政政策上の誤りを加速したのではないかということである⁸⁷。



日本経済は、90年代から「失われた10(15)年」とされる長期的経済低迷期を経験してきた。その発端となったのは、1980年代後半のバブル発生と崩壊であるが、バブルの背景には、1980年代から本格化した金融・資本取引自由化があった。前述のように、円転規制を撤廃したのが1984年であり、金融自由化としてユーロ円規制を撤廃(1984年12月)、オフショア市場創設(1986年12月)などが進められた。こうした1980年代半ばの対外資本・金融自由化が内外資本流出入を大幅に拡大した決定的に重要な要素と考えられる。

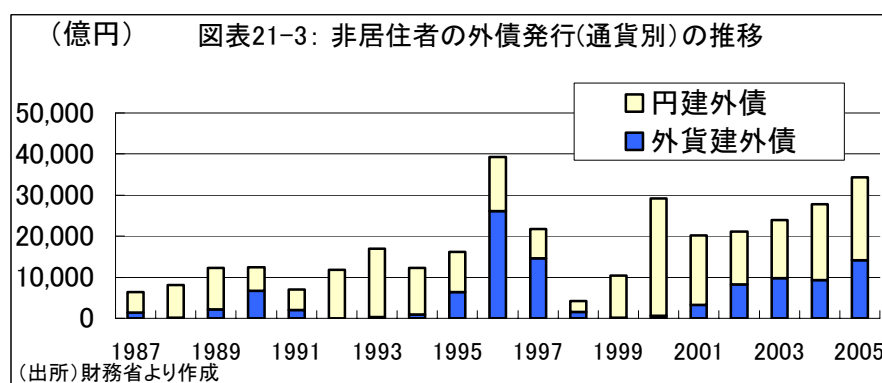
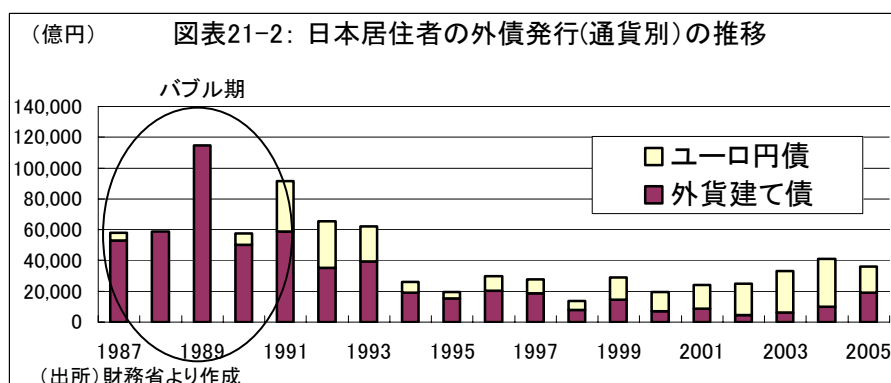
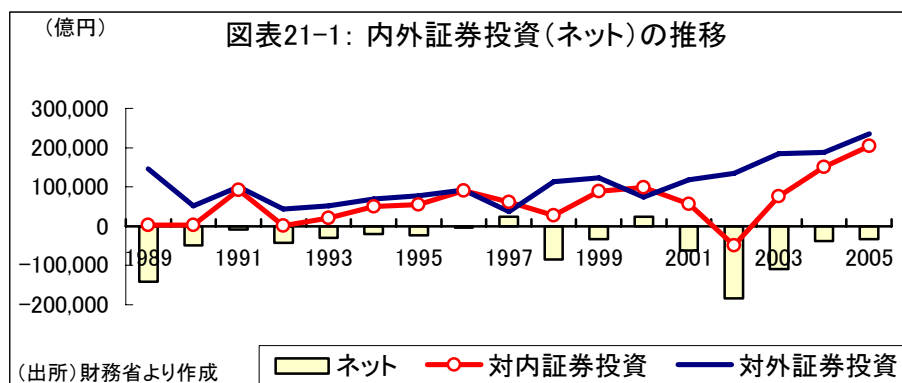
さらに、日本政府は米国政府の圧力に沿うかたちで貿易黒字の国内需要への還元のため、「国際協調のための経済構造調整委員会」報告書[1986](いわゆる『前川レポート』)などにみられる金利引下げと「民活」による内需喚起の政策スタンスを採り、これに資本取引・金融自由化も加わり国内流動性を高め、インフレの素地をつくったといえる⁸⁸。たとえ、バブル発生前後や崩壊前後の日銀の金融政策の判断ミスがあったとしても、基本的に過剰流動性が国内市場に発生したのは、資本・金融自由化がその背景となっている。これが、1985年のプラザ合意後の円高によって一気にバブルを発生させたのである。すなわち、円高のみではなく、日本の金融・資本自由化政策を導入したこともバブル発生の大きな背景として挙げられる。バブル期には日本の大手企業はこぞって海外市場(ユーロ市場)にて資金調達を拡大させたが、一方でまた内外投資家の証券投資が拡大した(図表21-1, 2, 3)。1980年代以降の資本自由化と金融自由化に

⁸⁶ バブル発生前後や崩壊前後の日本の金融政策の誤りについては言うまでもないが、根本的には国際的な資本・金融自由化の流れの一環としてとらえることは可能であろう。

⁸⁷ 小宮[1994]は日米貿易摩擦が問題となったときに、日本の政策は経済合理性に基づいた経済政策を実施できず、「前川レポート」にみられる内需拡大により米国の赤字を縮小させるよう「協力」する政策がとられたことを鋭く批判している。

⁸⁸ 当時、中曽根内閣が、「増税なき財政再建」の立場から、米国の圧力を背景に内需拡大を財政政策によらず金融政策に依存することになったのも、バブル発生の誘引となったと考えられる。マクロ経済政策拡大による内需拡大をはかった。この米国の対日圧力は、その後今日最大の問題の一つである日本の財政赤字拡大への素地となるものであった。特に1986~87年の公定歩合引下げは国際政策協調の政治圧力によるものであったと示唆される(地主・黒木・宮尾[2001] p.127)。

伴う為替の極端な変動、それに伴う金融政策の失敗、バブル期の海外投資の不利益、バブル崩壊後の不良債権積み上げなど、日本経済を長期にわたって低迷させてきた背景には、資本取引の拡大による過剰な円高懸念からの当局の為替介入、国内での過剰流動性とともなバブルの発生、それに伴う国内市場の混乱があろう。特に、日本の政府当局はプラザ合意（1985）以降の円高圧力への回避努力を最優先課題とする傾向が非常に強く、為替介入後の不十分な不胎化による過剰流動性なども加わり、国内の金融政策に大きな影響を与えた⁸⁹。



⁸⁹ プラザ合意以降、宮沢蔵相（当時）にとっては、円高圧力回避が最も優先されるべき政策であった（伊藤[2002] pp.244-252）。宮沢自身もそのことを認めている（宮沢喜一「私の履歴書」日本経済新聞 2006年4月22日）。

当局は円高回避策のため、金利引き下げを不用意にも継続したが、これがますますバブルの形成を促進した。さらに、日米の政策協調による為替安定策は功を奏せず、円高は継続し、そのたびに当局は巨額の為替介入を行った。しかし、結果的に、1980年代以降、日本の企業や金融機関（機関投資家を含む）などは為替変動によって大きな損失を受けた⁹⁰。また、銀行もバブル崩壊によって多額の不良債権を抱えることになった。

円相場の乱高下は、日本経済の運営を著しく困難なものにした⁹¹。こうした為替相場の変動の背景には本質的に通貨当局ではもはや対処できないほど国際金融市場が拡大したことがあった⁹²。また、米国の政治的圧力が日本政府当局の政策に与えた影響は大きい。その起源は1970年代後半からみられ、貿易摩擦を通じた日本の財政の牽制、米国貿易赤字に対処するための日本の輸入拡大、円高誘導、貿易黒字削減のための内需拡大政策、市場開放圧力など多岐にわたる⁹³。加えて、日本のバブル期の過剰貯蓄の相当部分は米国金融投資に回されたが、その後の円高で巨額の差損が生じた。さらに、その後1990年代のバブル崩壊後の日本は、「失われた10年」とされる経済の長期低迷期に重いデフレ圧力を背負うこととなった⁹⁴。

以上のように日本経済の過去25年間の経験から以下のことが結論付けられる。

第一に、資本自由化により、資本が流入しマネーサプライが拡大する中、プラザ合意後円高基調となり、為替介入で市場に流れたマネーを十分不胎化することができず、土地価格を中心としたバブル経済を形成した⁹⁵。しかし、バブルの認識が遅れた当局は、引締め時期が「遅すぎた」ため、地価が異常に高騰し、金融市場の自由化に伴い、内外資金の移動が活発となり、為替水準は変動し、不安定化の要因の一つとなった⁹⁶。その後、地価は下落したが、今度は引締めが過度となり、適切な緩和の時期を逸した。また、銀行の過度の楽観的な貸出姿勢による巨額の量的拡大を行ったこともバブル発生の背景にある⁹⁷。さらに、バブル発生前後や崩壊前後の日本の金融政策の誤りについては言うまでもない。これらがその後の長い戦後最大の景気低迷が生じるきっかけとなった。

第二に、資本自由化とともに実需に基づかない金融取引を主体とした為替売買が拡大する中、

⁹⁰ 日本の保険会社などの機関投資家は保有するドル資産に大きな為替差損を被り、特に1985～95年の為替損失はとりわけ巨額であった(大野・マッキノン[1998]、p.222)。

⁹¹ 大野・マッキノン[1998]は、バブル経済のそもそもの原因が1986-87年の円高に抵抗するために発動された日銀の金融緩和にあること、さらに1987-89年の円高不況対策として株価上昇を操作したためバブルの規模をさらに大きなものにしたと指摘している。

⁹² 根本的には国際的な資本・金融自由化の流れの一環としてとらえることは可能であろう(中西寛[2002] pp.330-331)。

⁹³ 現在、米国の対中国との貿易問題でみられるように、国内問題である貯蓄・投資バランスの問題を貿易赤字(経常収支赤字)問題として中国に為替調整を求めるという米国政府の対応は、日米貿易摩擦問題とはほぼ同じ構図である。

⁹⁴ 吉川[1988]

⁹⁵ 円売りドル買いが実施されれば、日銀から円資金が市場に供給され、ドル資金が吸収される。このため、日本国内ではマネタリーベースの増加が生じるため、これを公開市場操作で打ち消すことが不胎化とされる。しかし、わが国では制度的に外為介入において不胎化は困難であるとみられ、円資金が政府短期証券(FB)により吸収されても、日銀は同時に買いオペによって日銀当預(マネタリーベース)を増加させることができる。また、外為資金特別会計が保有する米国国債を日銀に売って円資金を調達すれば市場に出回る円資金は増加し、不胎化したことにならないからである(貞廣[2005] p.270)。後の2001年9月17日の円売介入後、介入資金の決済が行われた19日には日銀は資金吸収を全く行わず日銀当座預金を増加させた(加藤[2001]p.138)。

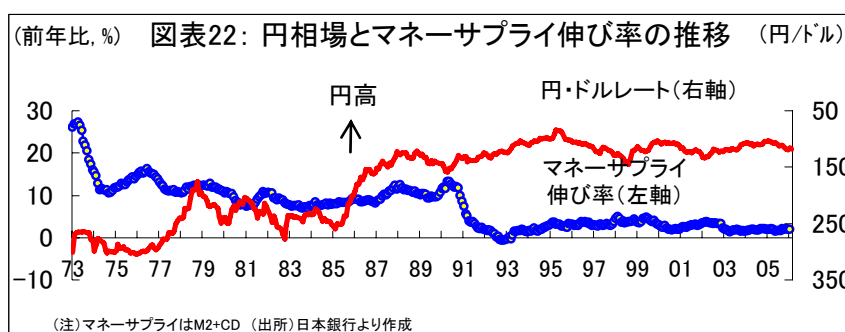
⁹⁶ 当時、消費者物価の上昇が表面化しなかったことで、金利引上げが遅れたことが指摘される(杉田[2002])。実際、土地価格など消費者物価ではカバーされない指標についてマネーフローの異常な動きに注意が払われなかったことが指摘できる。また、円高への潜在的な「恐怖感」から金利の切り上げには慎重であったことも事実であろう。

⁹⁷ バブル期の銀行の「野方図」までの貸出は、①貸与金利さやの縮小を量的拡大で収益拡大をはかったこと、②BIS規制達成のため、貸出優先から中小企業や不動産投資まで拡大したこと、③銀行のリスク管理の甘さ、④国債による余剰資金吸収されず、貸出に重点を置くようになったこと、等が挙げられる(上川[2002])。

円高圧力が強まり、日本の通貨当局は円高懸念から大規模の為替介入が行われた。しかし、結局、国際的な資金の流れを押しとどめることはできなくなった。その結果、日本の金融当局の金融政策と金融市場に多大な影響を与え、バブル発生とその崩壊によって日本経済の安定性が完全に失われてしまったのである。

【Box 1】 円ドル相場とマネーサプライの関係

変動相場制以降、従来までの日本の通貨当局は、円相場が上昇圧力にさらされると外為市場に介入してきたが、ドル買いを行う際に、十分不胎化しなかったために、マネーサプライが増加する傾向があった。以下の図表及び数式の示す通り、円ドル相場とマネーサプライ (M2+CD) には相関関係がみられる。これは、前期の円ドル相場 (月平均) を説明変数とし、マネーサプライ伸び率を被説明変数とすれば、正の相関 [時差相関] があることを示す。このことは、DW比(ゼロ付近)によって、前期の為替レート (円表示の対ドル為替レート) と当期のマネーサプライ伸び率には負の相関があり、当期の円ドルレートが上昇すれば、次期のマネーサプライは増加することがわかる⁹⁸。このため、為替相場の変動要因は、当期のマネーサプライに影響を与えてきたことが示され、政府・当局が円高になる度に市場介入し、その際不十分な不胎化によって、国内の過剰流動性が発生し、金融政策に大きな影響を与えてきたことが示される⁹⁹。



$$y_t = -2.54198 + 0.05601 x_{t-1}$$

(-5.63666) (23.02724)

$$y_t = \text{マネーサプライ伸び率}, \quad x_{t-1} = \text{(1カ月前の平均円ドル相場)}$$

$$R = 0.75785 \quad (R^2 = 0.57433) \quad s = 3.24265 \quad D.W. = 0.03039$$

(括弧内はt値。計測期間：1973年～2006年1月)¹⁰⁰。

⁹⁸ 1991年以降93年までの急激な引締めによる影響でマネーサプライは低下している。

⁹⁹ 本来、為替相場は投資家の思惑や実需によって内生的に決定されるが、この場合、時差(本分析では1ヵ月後)相関があることを立証している。前述のように、日本の通貨当局は円高圧力を食い止めるため外為相場に介入する際には、十分不胎化していないため、国内のマネーサプライ伸び率も増加する結果となったと考えられる。ただし、1991～93年の期間は急激な引締めによる影響でマネーサプライは低下している。

¹⁰⁰ 日本の場合、米国との「国際協調」のために主に米国に起因する対外不均衡を目指した金融政策を行ったことが、普通の国以上に為替と国際収支の安定を失わせることになったことは否定できない。

第三に、資本自由化を背景として、グローバルな資金の巨大化と流出入によって一国の為替水準が短期間に大きく変動し、その世界的な流れの本質を見誤って、経済政策が失敗したということである。このことは、日本のような先進国でも資本・金融市場の自由化による影響は、非常に大きな影響を与えるとともに、適切な金融・財政政策を行うことの困難さを立証している。従って、同様の状況に置かれた途上国では、適切な金融政策を行うことは至難のわざであろう。このように日本の経験は、先進国でも経済の不安定要素となりうる資本自由化を途上国において実施することは、相当のリスクを背負うことになることを示している。

3. 日本の資本自由化への道

第二次世界大戦後の日本では、外貨準備高の確保が重要であり、国内資金の流出を抑制し、同時に復興・開発のために産業投資を推進する必要があった。したがって、輸出産業の育成とともに外貨確保のための政策が優先的に実施され、外貨準備高を一定水準に維持する方策の一環として、為替・資本取引の規制が実施されたのである。

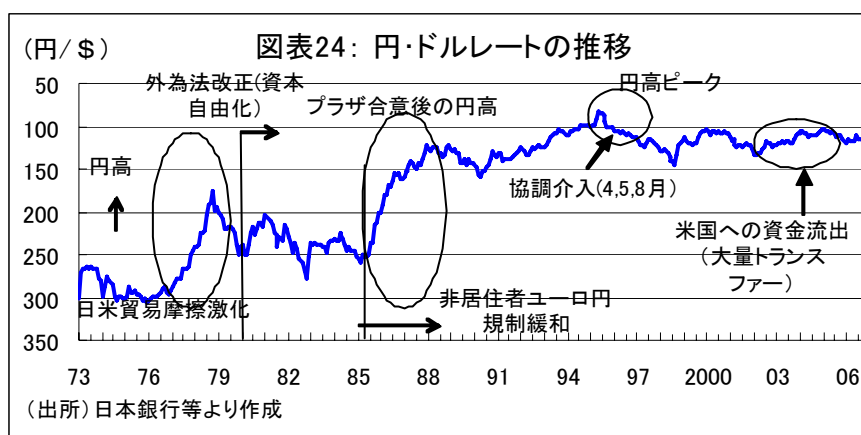
図表23: 日本の資本・金融自由化

時期	為替／資本取引自由化		金融自由化(対外取引関係)	
1960年代				
1967.6	対内直接投資の自由化 対内株式投資規制緩和			↑ 直接投資関連中心
1968.2	円転規制導入			
1969.1	対内直接投資自由化(業種の増加) 対外直接投資自由化			
1970年代				
1972.5	外貨集中制廃止			↓
1972.6	対外直接投資自由化			
1975.6	対内直接投資自由化完了			↑ 証券投資関連中心
1979.1	非居住者の対内証券投資緩和			
1979.5	資本流入規制緩和	1979.5	金利自由化開始(CD創設)	
1979.12	外為法改正 ①資本取引の原則自由化(対外借入、 ポートフォリオ投資は事前届出制) ②大量の資金移動、外為相場変動等 は資本取引許可制に変更可 ③金融市場への悪影響及ぼす恐れある 場合、当該資本取引の内容変更・中止可			
1980年代				
1984.6	円転規制撤廃	1983.6	非居住者向けユーロ円短期貸付解禁	↓
		1984.4	日本企業のユーロ円債発行解禁	
		1984.12	非居住者ユーロ円債規制緩和	
		1986.1	海外発行のワラント債国内持込解禁	
		1986.3	ユーロ円債、円建外債発行解禁	
		1986.12	オフショア市場創設	
		1987.5	大蔵省、機関投資家に米国債購入指示	
		1989.5	居住者向けユーロ円長期貸付解禁	
1990年代				
1997.5	外為法改正 ①資本取引の許可・事前届出制廃止 (事後報告に変更) ②外為業務の自由化(事後報告に変更) 外為銀行の認可制廃止			

(出所)村松・奥野編「平成バブルの研究(下)」(2002)年表、荒巻(2004)等より作成

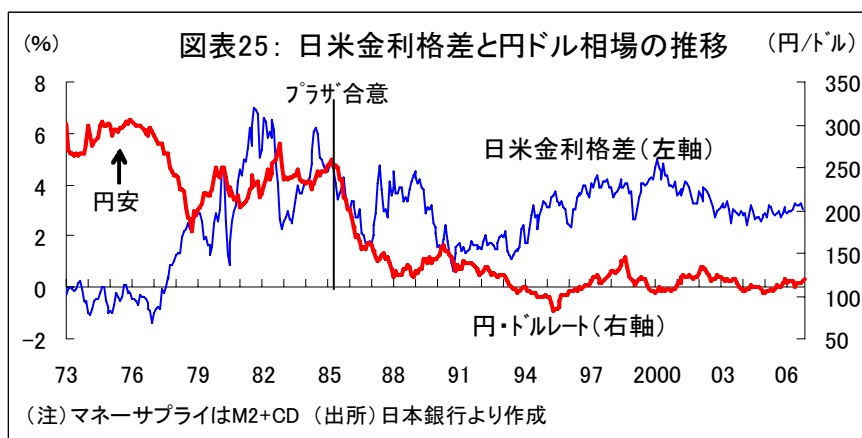
1960年代から1970年代までは常に「外貨の天井」（外貨準備高の水準）を意識した政策が実施された。1980年前後までの為替政策では、資本移動の規制は比較的厳格であり、国内の金融政策は国内の消費者物価（CPI）を基準として安定的に行われた。このため、1970年代までは為替取引の自由化は主に直接投資関連が中心となっていた。一方、証券投資中心の自由化は1980年代以降に本格化した。基本的に日本の経済自由化は、貿易、資本取引、金融の順で実施された。また、短期資金の流出入には大きな注意が払われ、為替管理・資本取引規制が実施された。この点で、少なくとも1970年代までの日本では、資本・金融規制の実施と貿易自由化による経済上の利益をフルに活用した成長軌道をとった。仮に資本・金融自由化が早い段階で実施されていたとしたら、国内余剰資金は海外に流出し、戦後の産業基盤の整備などは困難であったと考えられる¹⁰¹。

しかし、資本自由化が本格化した1980年代には、絶えず「円高圧力」にさらされた（図表24）。これは主に米国の貯蓄・投資ギャップの拡大や日米生産性上昇率の格差など様々な要因から説明できるが、日本の当局は一貫して米国への輸出競争力低下を懸念し、為替取引の規制は円高対策の一環として実施された。日本の通貨当局は、為替変動に対応した資本の流出入規制するため、日銀の準備率の変更を頻繁に実施した¹⁰²。日本の慎重な資本自由化は、1980年以降に資本取引に伴う為替取引をようやく認可制から事前届出制へ変換したことで示される。為替取引が自由化され、原則事後報告制となったのは90年代（1992年）のことである。なお、円ドル相場と日米金利格差については、プラザ合意以前には金利差が円ドル相場水準に比較的反映されていたが、バブル経済期には日本の金融機関や企業の海外資金調達が活発化し、必ずしも日米金利差を反映していない。また、1990年代前半までは米国経常赤字拡大を背景とした円高誘導を反映し、必ずしも日米金利差が為替相場の説明要因にはなっていない（図表25）。



¹⁰¹ 最近の日本政府の「官から民へ」の政治的スローガンの中で、政策金融機関の役割について過小評価する動きがある。しかし、郵貯・簡保資金や長期信用銀行資金を産業投融資として設備投資やインフラ整備に役立てた功績については、改めて評価する必要がある。それは、途上国が産業を育成し、国内インフラを整備するための投資には政策金融が極めて有効に作用する可能性を示しているからである。その意味で、日本の戦後の財政投融資制度はある意味で途上国の発展モデルになりうる。この点において、従来米国政府やIMFなどは、政策金融機関の役割の縮小を唱えており、途上国の中長期的発展にマイナスの経済プログラムを適用しているようにみえる。

¹⁰² 荒巻[2004]は最近の中国の資本規制を日本の歴史的な資本・金融自由化への慎重な対応を比較しながら、中国の慎重な政策の有効性を説いている。



資本自由化のマイナス面が際立ってきたのが、1980年代後半以降の日本経済である。1985年の前川レポートにおいて、米国の要請を受けた形で内需拡大を目標とした金融緩和、低金利政策を実施したことが、1980年代後半からのバブル経済を発生させた素地を作ったといえよう¹⁰³。1970年代までの自由化は貿易及び直接投資の自由化を主眼であったのに対し、1980年代に入り短期を含む証券投資の資本・金融取引自由化が中心となった。このことが、資本流出の増加とそれに伴う為替相場の変動(円高圧力)が発生、円高の経済へのマイナスの影響を和らげるための超金融緩和策がとられ、これが国内市場の過剰流動性の発生の背景となったと考えられる。さらに、バブル期には、日本企業が外債発行を本格化させ、結果的に通貨高の圧力を形成した¹⁰⁴。

金融自由化の流れのなかで、1990年代は日本においても国際的な資本取引の自由化が進展し、特に1995年以降、景気回復した米国経済及び企業活動の活発化を背景に外資によるM&A、資本参加が増加した。1997年に全面的な外為法の改正により資本取引における許可・事前届け出廃止し、外為業務を全面的に自由化した。しかし、こうした資本自由化は非常に大きな問題を残すことになった¹⁰⁵。

日本の対外的な金融自由化は、「国際的」(主に米国政府及び金融界)圧力などを受けた金融自由化の流れにより、日本における特徴的な株式持合いの仕組みを解消し、それによって外資の日本の企業・金融機関への参入を容易にさせることになった。さらに資本・金融自由化は、米国の国内問題に起因する「双子の赤字」を海外から資金調達する手段として推進されたと考えられる。その一方、1980年代後半のバブル経済下、国際的プレゼンスを飛躍的に拡大した邦銀は、そのことで米銀や米政府の警戒を招き、自己資本比率の低い邦銀にこれ以上のプレゼンス増大に枠をはめるべく、BIS規制導入の国際的な圧力に直面することとなった。こうして結果的に、日本では資本自由化と金融自由化の推進によって、経済運営や金融政策に大きな困難をもたらすことになったのである。また、1980年代前半まで増加していた貯蓄率はバブル崩壊

¹⁰³ 伊藤[2002]も「前川レポートは後にわが国の1980年代後半の経済状況においてバブル拡大の主な要因の1つと見なされるようになったのである」と指摘する(pp.196-197)。しかも、内需拡大によって米国の貿易・経常赤字が縮小することは理論上困難であった。

¹⁰⁴ 非居住者による債券発行(例:円建て外債[サムライ債])はそれに比べ小規模にとどまった。

¹⁰⁵ 当時、破綻した長期信用銀行など日本の代表的金融機関を二束三文で買収した後、株価が回復すると高値で売却した米国資本は、結果的に日本の資本を大きくディスカウントした形で海外に資本を流出させた典型的かつ象徴的な例となった。もちろん、不良債権の証券化などビジネス機会の拡大を日本市場に広めた役割は否定できない。

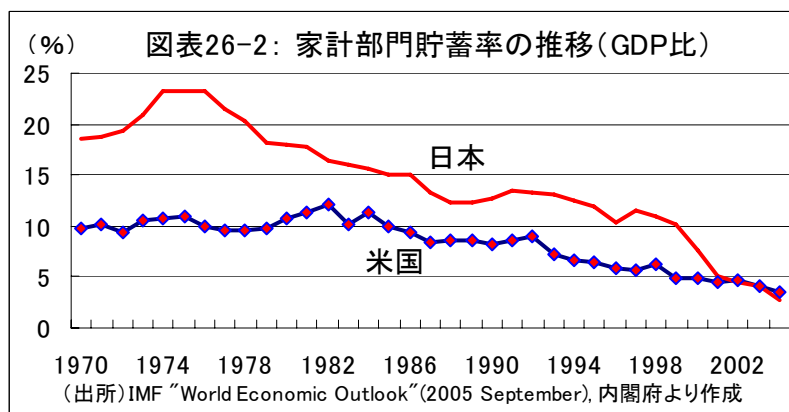
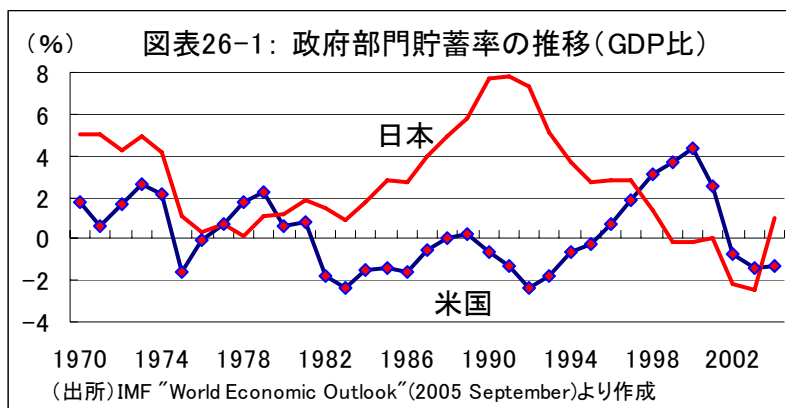
とともに低下し、国内投資もそれに沿って低迷、経済低迷に拍車をかけたのである。

さらに、1990年代には経済低迷が続くなか、1997年には相次ぐ金融機関の破綻や消費税引上げ、アジア危機に伴う外需の低迷などから、1998年には90年代で最も深刻な不況に突入した。これは、不動産価格の下落に伴い金融機関のバランスシートが大幅に悪化し、バブル期とは正反対に貸出が抑制されたことが大きい¹⁰⁶。

このように、日本経済は1980年代以降、資本自由化の中で経済的安定性を完全に喪失したのである。

4. 日本経済の長期低迷：「失われた10(15)年」

日本の景気は最近ようやく回復してきたとはいえ、大企業を中心としたものであって、中小企業の回復は遅れ、全体として国内投資は依然不足している。また、民間部門全体での貯蓄・投資バランスは依然としてプラスであるものの、政府部門はマイナス幅が拡大しており、2004年には家計貯蓄率は2.8%まで急激に減少する中、企業及び金融機関は資金を抱えているが、その多くは日本の赤字国債をかかえ、当局は米国債で運用する状況にある(図表21-1、21-2)。

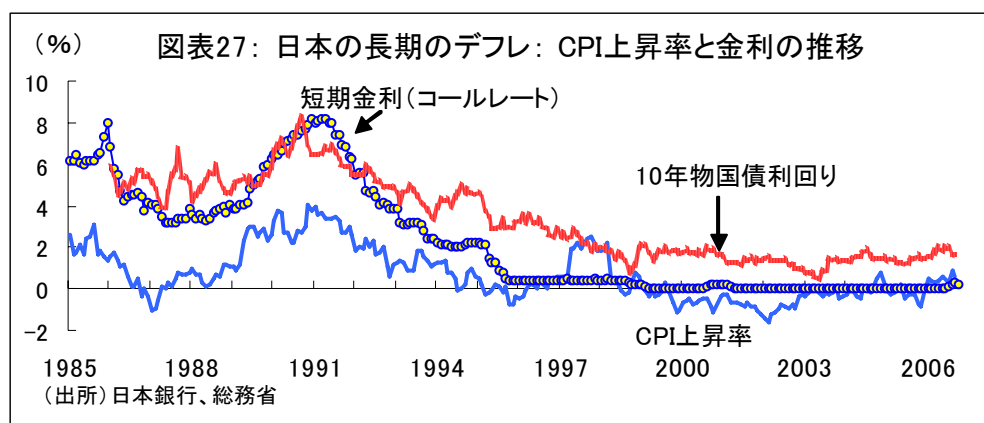


¹⁰⁶ BIS規制の適用は長期的な日本の銀行のバランスシートの改善への圧力となったとしても、結果として、日本経済の長期低迷が不良債権の拡大をもたらした。経済の長期低迷時期に短期で不良債権処理を強要した最近の小泉・竹中路線は日本の中長期的な金融機関全体の疲弊をもたらし、企業への「貸剥し」などを生んだ。

すなわち、国内投資の低迷と対外資産の増加という問題が生じ、本来国内で投資・生産拡大されるべき資金が有効に使われない状況になったのである。

1990年代後半に本格化し、2001年以降政権のキャンペーンとなった「構造改革」は、もともとアメリカによる年次改革要望書やアメリカ政府首脳の要請という名の下に行われてきた金融自由化への圧力が背景にある。巡りめぐってその結果、金融機関は不良債権処理に苦しみ真のグローバル化を達成できず、「内向き」な不良債権処理に忙殺されざるを得なかった。その結果、経済全体に大きなデフレ圧力が生じ、中小企業を中心に大きな打撃が及び、倒産や失業率、自殺率の増加をもたらした。さらに、長期の経済低迷により日本の1人当たり所得は世界の9位(2004年)¹⁰⁷まで低下している。これはバブル崩壊後の長期経済低迷の結果、欧米諸国に経済成長率で大幅に遅れを採り続けたからである¹⁰⁸。

以上の日本の経験は、為替および資本取引について非常に慎重な政策を実施した1970年代に比べ、資本・金融自由化の本格化した1980年代から日本経済の安定的な成長軌道に変調が生じたことを示している。特に日本では資本自由化するなかで、円高を回避し輸出産業に打撃を与えないという為替政策を優先するあまりに過度に為替市場に介入したため、不胎化が不十分なため過剰流動性を生じてバブル経済とその崩壊を経験し、先進国でも類を見ないほどのデフレ圧力を伴い非常に長い経済低迷局面に入った。むしろ、デフレが進行した日本の長期経済低迷局面での低金利は、国際市場を通して資金が米国に流れ、それが「双子の赤字」を支える要因となっている¹⁰⁹。



上記の日本の例をみても、先進国であってもいったん資本自由化されれば、当該国が安定的な財政・金融政策を実施することは困難となり、金融政策、為替政策の失敗によって経済が大幅に不安定化する可能性があることが示唆される。従って、一般的に金融機関が未成熟な途上国では、金融・資本自由化することは多大なリスクを伴い、突然の資本流出が起きる「資本収支危機」のように、当該国の経済ファンダメンタルズのみでは説明できない先進国の金融市場の動きや、国際資本移動により途上国の為替相場や金融市場は翻弄される可能性が高い¹¹⁰。

¹⁰⁷ World Bank “World Development Indicators”による。

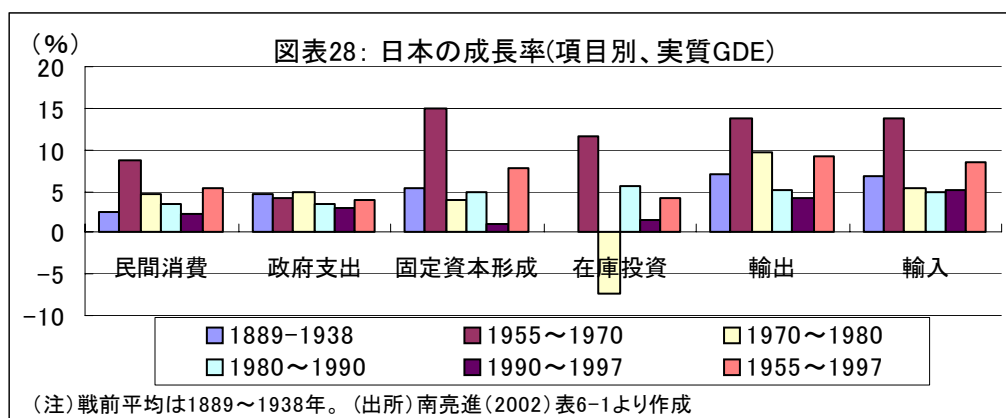
¹⁰⁸ 足元では、企業が人件費を中心としたリストラによる固定費削減、銀行は強引に進めた不良債権処理や人員削減により、ようやく収益が回復した状況である。

¹⁰⁹ 日本経済の長期低迷は、大幅金融緩和及び低金利を通して資金を調達できるため、「双子の赤字」に苦しむ米国にとっては、むしろ歓迎すべきことであったといえる。

¹¹⁰ エマージング市場経済諸国では、先進国、特に米国市場の金融市場の状況によって大量の資金が引揚げられる可能

5. 国内資本投資の重要性

戦後日本の経済発展の基軸となったのは民間消費支出のみならず、むしろ設備投資（固定資本形成）である。特に戦後1955～1970年までの高度成長期において国内総固定資本形成の成長率（国内総支出GDE）は平均15.04%に達し、その経済成長への貢献度は35%、うち民間部門は25.4%と大きな役割を果たしている（図表29）。



図表29: 実質GDEの増加に対する相対的貢献度

期間	民間消費 PC	政府消費 (GC)	国内総固定資本形成			在庫投資 (I)	純輸出 (E-M)	輸出 (E)	(控除)輸 (M)
			計(CF)	民間(PCF)	政府(GCF)				
(戦前平均)	57.5	14.6	30.7	16.3	14.4	-	-2.8	25.8	28.6
1955～1970	55.2	9.1	35.3	25.4	9.9	1.4	-1.0	5.4	6.4
1970～1980	56.4	15.5	23.7	14.4	9.3	-1.3	5.7	12.5	6.8
1980～1990	49.4	12.7	34.9	32.2	2.7	0.5	2.5	10.3	7.8
1990～1997	62.0	22.5	14.7	-1.3	16.0	-0.1	0.9	20.0	19.1
1955～1997	54.6	13.6	29.6	21.2	8.4	0.3	1.9	10.6	8.7

(注1) 戦前平均は1889～1938年。

(注2) 当該年次のGDE(戦前はGNE)の増分における各構成要素の増分の割合

(出所) 南亮進(2002)表6-6より作成

さらに、成長率 $G(Y)$ と各項目の成長率との相関係数でも固定資本形成の重要性が認識できる(図表30)。特に $G(Y)$ と総固定資本形成 $G(CF)$ の間には戦前・戦後を通して高い相関がある。これに比べ $G(Y)$ と輸出の成長率 $G(E)$ の相関は弱い。従って、わが国の戦後の経済成長は、輸出主導型よりむしろ「投資主導型成長」と見なされる。このことは、民間企業に中長期的な設備投資資金を供給することの重要性を示すものといえ、経済発展過程における政策金融機関の役割が大きいことがわかる。

性があるため、金利を引揚げて資本流出を弱め、為替下落を防止することは非常に困難である。これは、実際にブラジルで2001年の米国ITバブル崩壊後に資金引揚げがあり、国内要因(大統領選挙前後の不透明感など)も加わり、為替が大幅に下落した際には、金利の引上げがほとんど無力であったことでも示される。

図表30: 日本のGDE成長率と項目別成長率の相関(1955-1997)

経済成長率G(Y)との相関係数				
民間消費支出 G(PC)	政府消費支出 G(GC)	国内総固定資本形成		
		合計G(CF)	民間[G(PCF)]	政府[G(GCF)]
0.983**	0.38	0.960**	0.931**	0.862**
G(Y)との相関係数		G(PCF)との相関係数	G(E)との相関係数	
輸出G(E)	輸入G(M)	G(GCF)	G(CF)	G(D)
0.871**	0.882**	0.766**	0.752**	0.845**

(注1) 自由度修正済み相関係数

(注2)**は99%の信頼水準で有意

(出所) 南亮進(2002)表6-2より作成

6. 国内資本と産業育成

今日では、外資の活用、特に外国直接投資(FDI)の流入が東アジアや中欧などの経済発展に大きく貢献してきたことは広く認識されている。さらに、途上国の長期的な技術水準の向上や裾野産業の発展などを含む産業の高度化をはかる場合に、直接投資の誘致による受入国の便益については既に東アジア諸国で立証されている。しかし、こうした外資の活用については、一定の為替取引の制限を加えることにより慎重に進めてきた国々が多い。上記のように、資本自由化はある時点で資本流入が増加し、一時的に投資などが増加することはあっても、対外債務の発生や金融市場の不安定化のリスクが常につきまとうため、途上国において資本取引を自由化することは必ずしも望ましいものとはいえない。また、発展初期段階における短期資金を含む金融自由化は、本来国内資金を有効に活用できる機会があるにもかかわらず、国外に資金が流出し、生産的な投資に回らない可能性もある¹¹¹。

しかも、外資による直接投資誘致のみでは、長期的な当該国の発展に寄与することはできない。一般的に民間企業や民間金融機関はグローバルな見地で当該国の比較優位に基づいて投資を行うが、それが当該国の長期的なダイナミックの産業発展のメカニズムに繋がるとは限らない¹¹²。従って、ここに政府部門の公共政策の果たす役割があると考えられる。

近代日本の経済発展において、原則的に外資の活用は極めて限られたものであった¹¹³。第二次世界大戦後の復興期や高度成長期においても資本流入は原則的に制限されてきた。このため、直接投資の流出入が大きく変化したのは、グローバル規模で資本自由化が本格化した1980年代に入ってからであったが、現在でもわが国への直接投資流入は他の先進国に比べても少ない。

¹¹¹ これは、ソ連崩壊後のロシアにおいて当てはまる。そもそも、連邦政府の財政赤字のファイナンスのために国債発行を継続し、それが破綻したのがロシア危機の背景にある。同国では伝統的に国内資金は常に国外に流出し、国内設備投資資金に有効に活用されてこなかった。急速な資本・金融自由化によって、金融商品(GKOなど)への投資は拡大しても、本来投資されるべき生産設備の更新など石油産業のみならず製造業全般における投資資金が不測したことが同国の経済に歪をもたらしている。日本の郵便貯金にあたる国営のSberbankは国内各地に支店を持つ最大規模の金融機関(全銀行予期の6割占める)であるが、同行は政府の国際を引き受けている他は、通常の国際業務を含む商業銀行であるため、資金が有効に国内産業開発資金に有効に活用されているとはいえない。同国の国内金融システムは、IMF経済プログラムに沿った「改革」によって産業金融システムが効率的に「移行」したとはいえないことを物語っている。

¹¹² 例えば、外資による繊維産業の労働集約的な輸出向け生産であれば、労働コストが上昇すれば次々に低賃金国を求めて国際資本は移動する。外資誘致で高付加価値製品を開発できるかどうかは誘致した国の産業育成政策が適切であるかどうかにか依存する。その場合、産業育成資金や技術開発拠点の設立など、様々な課題が発生する。

¹¹³ 外債発行は、日露戦争など戦時の軍事費調達のためなどに限られていた。

戦後の日本経済の成長を牽引してきた製造業の生産性上昇や新技術の開発のような分野では、発展途上国では本来政府が長期的な観点から支援するべきものである。その際に、一般的に民間の短期的な採算を重視した金融機関は長期融資には不適である。一方、金融自由化は市場金利を徹底させる意味から、政策金融機関の役割を殺ぐことになる。さらに、当該国の有力な国営銀行や政策金融機関に対して収益重視の外資を含む民間金融機関との「対等な」競争を強いることによって、地場金融機関の存続を危ういものにする。従来、IMFの経済プログラムでは、多くの場合、財政収支改善の観点から国営銀行や政策金融機関の民営化、リストラや補助金削減が推進されてきたが、当該国にとって社会経済政策上こうした政策が好ましいとは限らない。資本・金融自由化は米国の金融機関が諸外国に市場参入する際には非常に有利な環境を提供することになった。一方、政策金融に否定的な立場を持つ従来のIMFや世銀の構造調整融資は途上国における真の意味での産業融資を発展させることにはほとんど貢献してこなかったことを意味する¹¹⁴。

日本の戦後の政策金融の原資は、主に郵貯や簡保資金が運用資金として主に財政投融資として提供されてきた。これは税収が不足しがちな途上国においても中長期的な国内インフラや有望な産業融資のための資金として、小口の国内預金を産業に回す非常に効率的なシステムであったといえよう¹¹⁵。途上国では、将来有望な分野があれば長期的な技術開発に投資する必要があるが、民間金融機関ではそのリスクは負えない可能性がある。その意味において発展途上国では、政策金融機関の果たす役割は大きい。

一方、先進国においても依然として政策金融機関の役割は大きい部門（例：住宅など）があるため、従来のように途上国に政策金融機関の存続について一律に民営化方針に沿って政府部門から引き離す政策を適用することは、当該国の長期の安定的成長にはむしろ不利となることが考えられる¹¹⁶。

図表31：主要国の公的金融制度(2003年度)

	米国	独	仏	日本
政府による信用供与	連邦信用計画	なし	なし	財政投融資
政府貸出残高(2002年度)	158兆円	7兆円	3兆円	298兆円
融資の主な対象部門	民間部門	公的部門(州政府、復興金融公庫)	民間部門	公的部門(財投機関、地方自治体)
主な融資対象	住宅、教育、中小企業、農業	住宅、海外援助	中小企業、途上国	中小企業、住宅、道路、農業、対外援助
政策金融機関	住宅	GNMA、FNMA、FHUMC、連邦住宅貸付銀行	預金供託公庫(GDC)	住宅金融公庫
	中小企業	—	中小企業開発銀行(BDPME)	国民生活金融金庫、中小企業金融公庫
	貿易・海外援助	米国輸出入銀行	KfW	フランス開発庁
政府金融機関の貸出残高	432兆円	20兆円	13兆円	172兆円

一般的に米国は途上国を含む各国に「政策金融」を極力縮小するようにIMFなどを通して圧

¹¹⁴ もともとIMFの通常のスタンバイ・プログラムは危機時の外貨準備不足を支援する目的で実施され、中長期的な成長を目指すような経済プログラムは組み込まれていない（大田(2005)参照）。世銀は中長期的な途上国の発展を支援する目的で従来の構造調整融資を改変し、開発政策融資(Development Policy Lending, DPL)を2004年より導入した。

¹¹⁵ 多くの途上国では、国内の税制の不備や貧困層への課税が困難なため、インフラ整備や産業開発のために資金は国内調達できず、国際金融機関などの借入などに依存している。

¹¹⁶ 従来のIMF・世銀の融資のコンディショナリティとして、政策金融機関を排除し、民営化を推進することは極めて自然に行われてきた。もちろん、途上国においては特に当該政策金融機関のガバナンスの重要性については認識される必要があるが、その問題と金融制度の問題は一律に論じられるべきではないだろう。

力をかけ、金融機関や企業の民営化を推進してきた¹¹⁷。日本に対してもIMFは米国政府と同様極力政策金融機関を縮小するように求めている。また、新自由主義の立場にたつ日本の現政権はそうした意向を受け、政策金融機関の整理・統合によるリストラや民営化を推進しつつある。しかし、米国を含む先進諸国でも依然として政策金融機関は中小企業金融などの分野で健在であり、なんらかの支援が必要なセクターは存在する¹¹⁸。まして途上国の産業において小口の資金を提供する金融機関や国家戦略的な分野に長期投資する金融機関は当該国が発展する上で重要である¹¹⁹。

中でも、1951年（昭和26年）に設立された日本開発銀行は、戦後日本の復興期において重要な役割を果たしてきた。特に国民経済の発展に重要な案件（有益だが投資回収に長期間を要し、収益性が低いプロジェクト等）に対し、長期、固定、低利の融資等の長期資金の供給を行なうこと等により産業の開発及び経済社会の発展を促進することに貢献してきた。これは一般の民間金融機関が行なう金融等を補完する役割として重要であった¹²⁰。さらに、市場金利では貸手が限られている中小企業向けの金融機関として、国民金融公庫、中小企業金融公庫などがある。例えば、中小企業金融公庫では、資本市場からの資金調達が困難であるなど、一般的に大企業と比較して資金調達の手段が限られている中小企業のため、民間金融機関を補完しながら長期資金の安定供給を行い、セーフティネットの役割を果たしている。

こうした日本が戦後実施してきた政策金融の役割については、従来国際機関、特にIMFや世界銀行では国内の資本活用と産業振興の有効なスキームとして提示してこなかったばかりか、むしろdiscourageしてきた¹²¹。しかし、今後の途上国の発展のためには資金の海外依存を高めやすい民間金融機関による海外借入を抑制するためにも、政策金融機関の最大限の活用が望まれよう。

¹¹⁷それは、米国の民間金融機関のグローバル市場活動に影響を与えるからであり、世界の途上国に政策金融機関を極力廃止することが望ましいとの立場に立っている。しかし、米国国内の住宅金融は政策金融が大きな役割を果たしており、最近までの米国国内の住宅ブームもそれに支えられている。現在、日本では高度成長期ほど日本開発銀行[開銀]（当時）などの果たす役割は低下したとされるが、現在でも日本政策投資銀行（旧開銀）は技術開発分野で基礎技術の開発金融に寄与している。基本的に同行は、公的金融機関として長期資金、事業再生資金、ベンチャー向け資金、プロジェクトファイナンス資金等、民間金融機関のみでは供給が難しいリスク・マネーの供給を行っている。例として、日本政策投資銀行（旧開銀）は、日本電気（株）及び（株）日立製作所の折半出資により設立されたDRAM専業メーカーのエルピーダメモリ（株）が取り組むDRAM業界の共同再編事業に対して、産業再生ファンド制度による出資などを行っている。

¹¹⁸米国の公的住宅金融機関の融資は、現在の米国経済成長を下支えしてきた住宅ブームに貢献している。

¹¹⁹この議論は、主に途上国が先進国に至る過程における政策金融機関の重要性を示すものである。最近の日本政府は、政策金融機関縮小や整理統合の方針を打ち出し、資金調達は財投資金ではなく、市場から債券発行などで調達すべきとし、さらにその際、債券には政府保証をつけず、市場の評価に委ねるべきだとしている。しかし、政策を実施するために必要な資金を調達するに当たって政府が保証することは、長期的に必要であり、民間金融機関が支援できない分野への投資資金の融資については政策金融機関が融資を継続するのは望ましい。欧州でも、EU全体の政策金融機関として欧州投資銀行（EIB）が存在し、ドイツの復興金融公庫（KfW）や、フランスの中小企業開発銀行（BDPME）も、債券発行を行っているが、全額政府保証付きである。そもそもこのような重要分野で民間市場の競争による金利水準であれば、長期的な投資は非常に困難となる可能性がある。

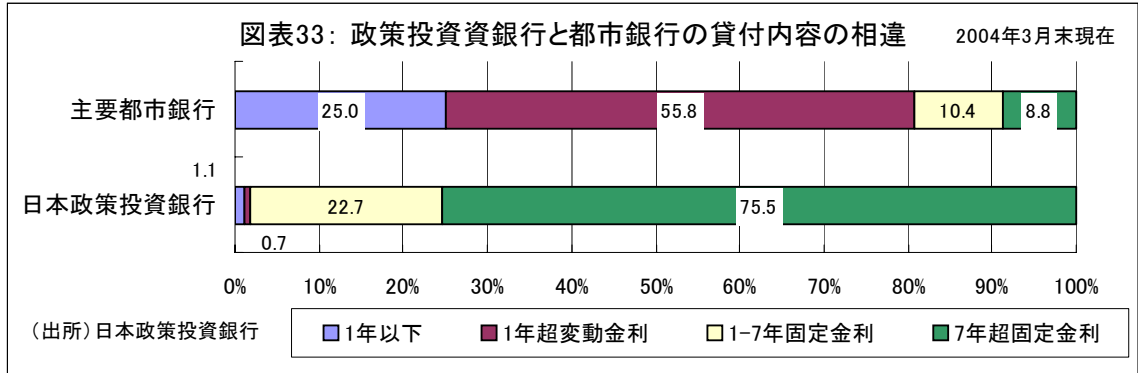
¹²⁰例えば、（旧）日本開発銀行は民間金融機関では対処できなかったソニーへの融資を実施し、それがトランジスタ開発につながった（大川・小浜[1993]、pp.298-304）

¹²¹市場金利より低い金利水準は経済活動に歪を与えるものである、という新古典派的なアプローチが反映されている。しかし、現実には特に後発の途上国では長期政策融資抜きでは、長期案件のみならず中小企業の振興は困難である。

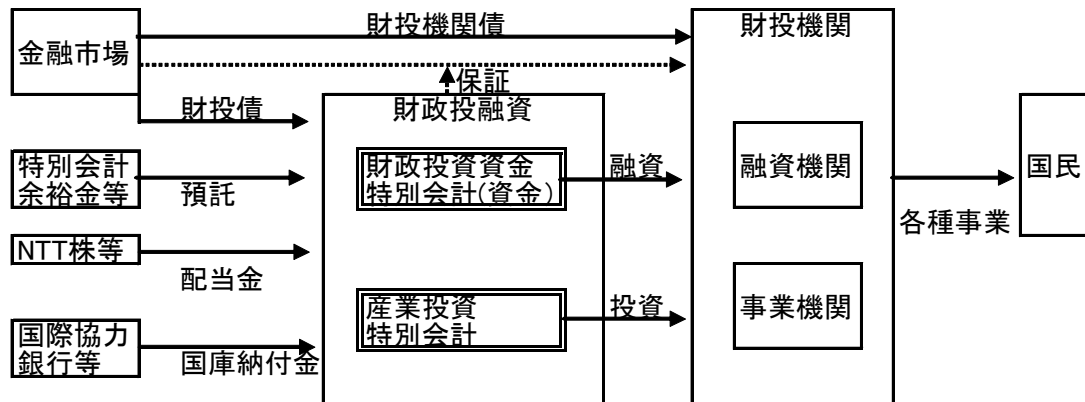
図表32: 日本の政策金融機関(現在)

区分	社会資本整備		中小企業融資		国際協力	
	役割・機能	機関	役割・機能	機関	役割・機能	機関
財政投融资	PFI(Private Finance Initiative)	日本政策投資銀行	一般貸付	国民生活金融公庫	貿易・	国際協力銀行
		<民間資金活用型社会資本整備貸付>		中小企業金融公庫	投資金融等	<国際金融等勘定>
財政投融资+一般会計など			特別貸付	国民生活金融公庫 中小企業金融公庫	円借款	国際協力銀行 <海外経済協力勘定>

(注)日本政策投資銀行は旧日本開発銀行を母体として1999年に発足。
(出所)財務省



図表34: 財政投融资の仕組み



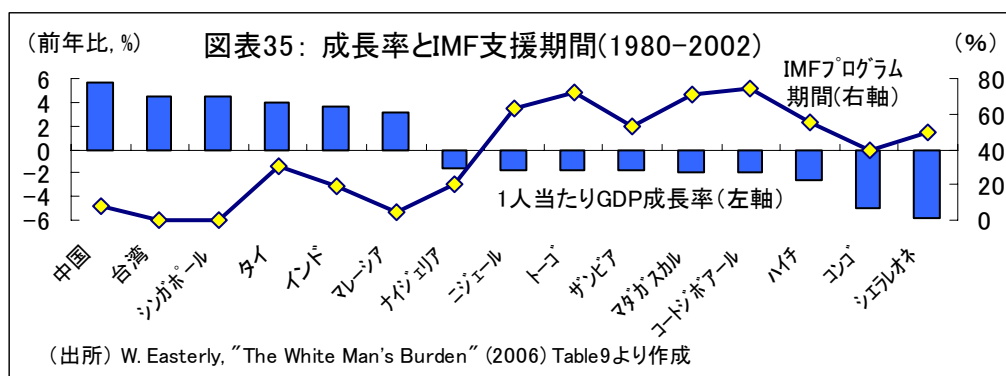
(出所)財務省

IV. 各国の自由化と経済成長の実例

1. 概論

一般的に、発展段階の比較的早い時期に資本自由化したために、経済成長が非常に不安定になった典型的な例として、ラテンアメリカの主要国（アルゼンチン、ブラジル、メキシコ）が挙げられる。さらに、所得水準の低い途上国で資本取引自由化をし、外資を早くから導入し、対外借入を増加させた国々では概して中長期的に安定成長は達成していない。また、経済支援を受ける国々ほど成長率が低いこと、中でもIMF支援期間が長い国ほど長期的に成長率が低い

傾向があることが示される（図表 35）¹²²。



この点において、現在の多くのサブ・サハラ諸国における IMF の貧困削減成長ファシリティ (PRGF) 適用国では、出来る限り IMF 等の国際金融機関からの借入を回避するべく国内資本の蓄積が真剣に検討されるべき課題である。

一方、ラテンアメリカ諸国、とりわけアルゼンチンでは、早い段階から資本自由化に先立ち金融自由化を実施されたため、金融機関も外資で事実上支配された構造を生み出した。また、基幹産業の民営化に伴い外資の資本参加や買収が実施された。このことで、外国資本の戦略によって自由に資本が流出する状況をつくりだしたことになる。一方、アジアでは、90年代に資本自由化が本格化し、タイではオフショア市場を設立(1993)、インドネシアでは早い時期に資本自由化が実施され、シンガポールをはじめとするオフショア市場と自由に資本取引が行われていた¹²³。こうした資本取引の自由化については米国の意向を受けたIMFなどが積極的に推進してきた¹²⁴。資本自由化を行った国々で 1990年代にはエマージング経済諸国で相次いで急激な資本流出が起き、本格的な「資本収支危機」が発生した。その一方で、資本および為替取引自由化が比較的遅かった日本(1970年代まで)や中国などは比較的安定的な経済成長を達成している。

資本自由化の時期や資本規制という違いに加えて、海外資本の活用についてもラテンアメリカと東アジアでは異なっている。第二次大戦後のアジアの場合は新規投資 (greenfield investment) が直接投資の中心であったのに比べ、ラテンアメリカではむしろ企業の民営化などに伴う株式取得が多かったことから、戦後の経済成長パターンが大きく異なり、特に生産性の改善や成長性に大きく影響したとみられる。以下において、各国/地域の例を振り返ってみる。

¹²² W. Easterly[2006]参照。

¹²³ インドネシアでは、1971年に為替管理が原則撤廃され、89年に金融機関の対外借入が自由化され、金融自由化が本格化した。これは、同所得水準の途上国と比べても非常に早い時期の自由化であった。

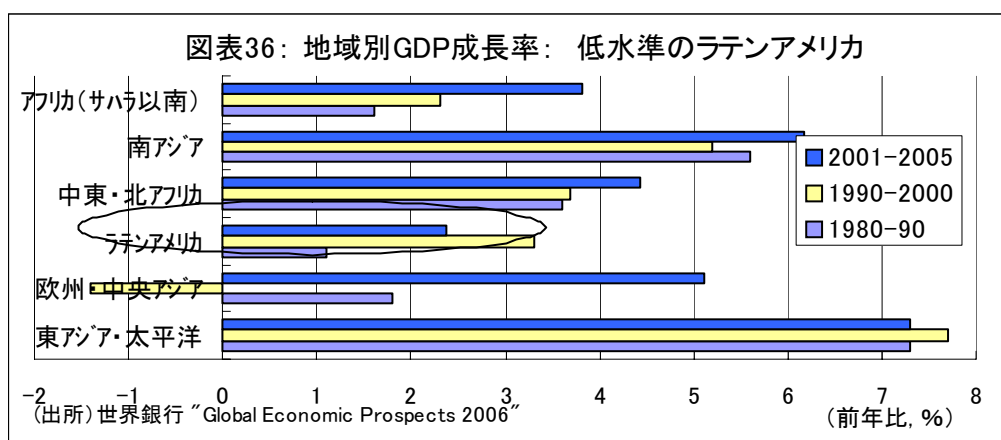
¹²⁴ IMFは、1997年9月のアジア危機発生直後の総会でさえ、IMF協定に資本自由化を義務として盛り込もうと試みた。さらに、1997年韓国危機に際してのIMF支援でも、同国の資本規制の撤廃がコンディショナリティに含まれていた。また、韓国経済への処方箋として競争的な金融市場の導入を進め、その条件として財閥解体を進め、企業の合併や買収をすすめていた。それは、公式には「国内財閥の銀行借入依存を脱却させ、企業の海外借入れ規制を廃止すること」を主眼にしていたが、実際には米国系金融機関による韓国市場への自由な参入を促すことが大きなポイントとなっていたとみられる。

2. ラテンアメリカ：金融・資本自由化の徹底による不安定な成長パターン

東アジアの成長パターンと比較してラテンアメリカのこれまでの経済発展の経験は、途上国の発展のパターンとして決して理想的なものではなく、むしろ経済の不安定な時期が非常に長く、不成功の典型例として考えられる。とりわけ、1980年代はラテンアメリカ諸国にとって対外債務問題の深刻化から「失われた10年」といわれるように、経済低迷および不安定な状況が続いた。その原因には様々な要素があるとみられるものの、根本的には資本の国内蓄積、あるいは国内の貯蓄率を増加させる戦略をすることなく、金融・資本自由化を実施したことが大きなマイナス要因となったと考えられる¹²⁵。

総じてラテンアメリカでは、比較的早い時期から金融資本自由化を実施し、貯蓄・投資ギャップの補填を海外からの資金調達によって行ってきた。しかし、海外からの借入が必ずしも同地域で経済成長率に貢献したとは言えず、むしろ東アジア諸国のように対外借入が比較的小さい国のほうがむしろ経済成長率が高い傾向にある¹²⁶。特に資本・金融自由化が早くから進んだアルゼンチンでは、80年代以降一貫して経済成長率が著しく変動し、不安定な成長パターンをたどっていることが示される（図表36）。

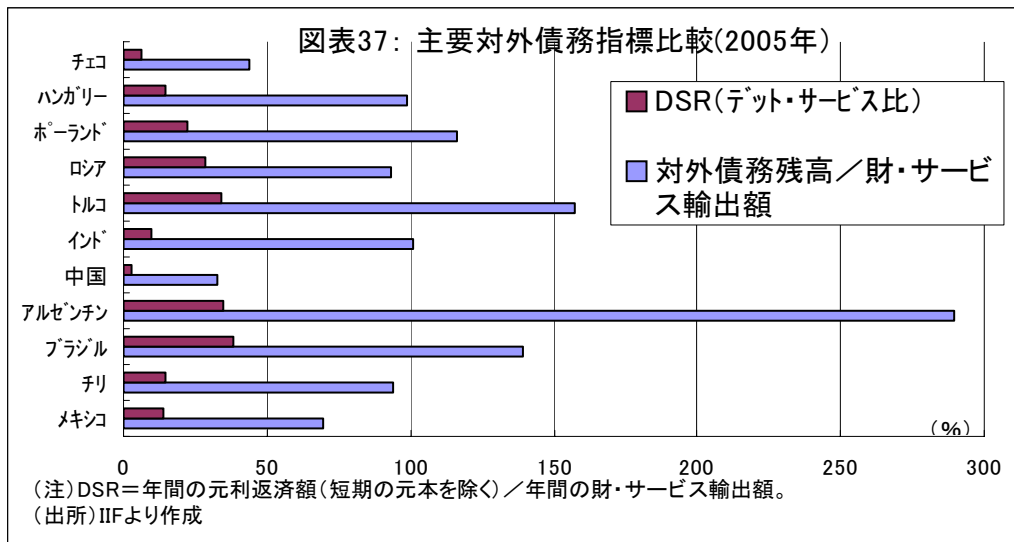
さらに、対外的に金融自由化が進んだことが背景となり、対外借入が急増し、1980年代前半の米国レーガン政権による高金利政策を背景に借入金利が大幅に上昇し、対外債務は拡大したが、アジアの途上国とは異なり、民間の外国金融機関からの借入を中心とした比較的高金利による資金調達が他地域に比べ巨額な対外債務の累積を生むこととなった¹²⁷（図表37）。



¹²⁵ Stiglitzは、ラテンアメリカ諸国の『失われた10年』を招いたのは、比較的閉ざされた貿易政策（輸入代替化）が長引き、生産効率が損なわれたという「構造要因」に求める従来の「ワシントン・コンセンサス」に沿った見方を否定し、むしろ資本市場の開放こそがその要因である、との見方をしている（Stiglitz/Charlton[2006] p.23）。例えばブラジルは1960年代までの輸入代替期を経て、主要輸出産業を育成してきた（例：航空機産業）。IMFは依然としてラテンアメリカの最近の経済回復について、総じて財政収支及びインフレ率などマクロ経済環境の改善や貿易自由化など相変わらず一般要因を挙げている（Singh他[2005]）。しかし、IMFは国内貯蓄の重要性や資本自由化の経済発展や安定に及ぼす影響などについては分析していない。

¹²⁶ この点について、Aizenman[2005]は、各国の政策面の不安定性など他の要因を考慮したとしても、金融自由化は経済成長に直接貢献しているとはいえないとし、むしろ発展初期段階では公共部門の貯蓄率を増加させ、全体としての資本蓄積をはかることの有効性を指摘している。

¹²⁷ このため、ラテンアメリカ諸国は1980年代末のブレイディ・プランによる債務削減を実施するまで長らく経済は低迷した。ラテンアメリカの場合、一般に国内貯蓄率が低く、対外借入が増加したのは、米国への地理的接近性によりアジアに比べ一層海外からの借入に依存しやすい構造があったとも考えられる。この点については更なる研究が必要である（Aghion, et.al[2006] p.24）。



また、ラテンアメリカ諸国は、直接投資の水準が東アジア諸国に比べ低いのみならず、投資収益率もアジアのエマージング市場諸国(新興国)に比べ全体的に低水準であり、経済成長率がアジア諸国に比べて低い背景となっている(図表38)。

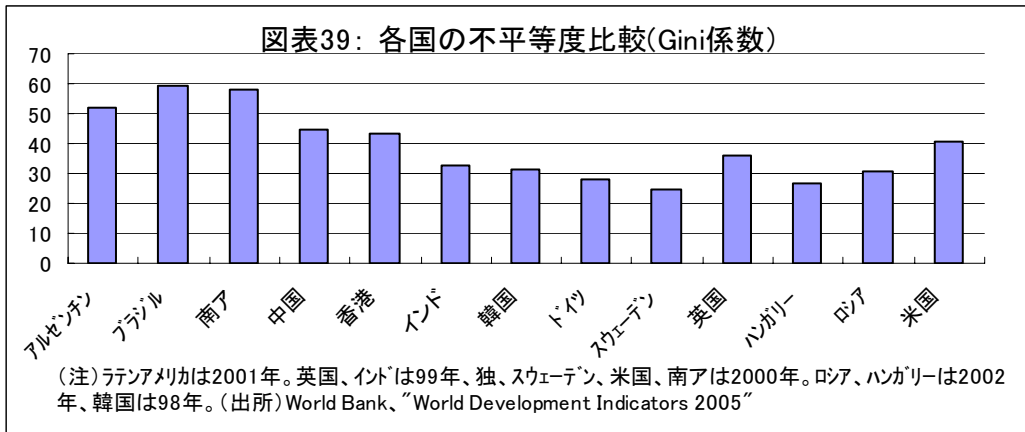
図表38: 投資資本収益率比較(1994-2003)

	資本収益率	カバレッジ	GDP比(%)	内部収益率
途上国(新興国)				
ラテンアメリカ	12.9	56.0	37.7	-4.7
アジア新興国	14.7	79.6	97.2	-4.6
その他	11.3	70.2	42.5	-4.7
平均	13.3	70.5	64.1	-4.7
先進国(G7)	7.8	78.8	83.2	2.4
米国	9.9	79.8	126.8	8.6
英国	7.7	79.0	149.1	2.6

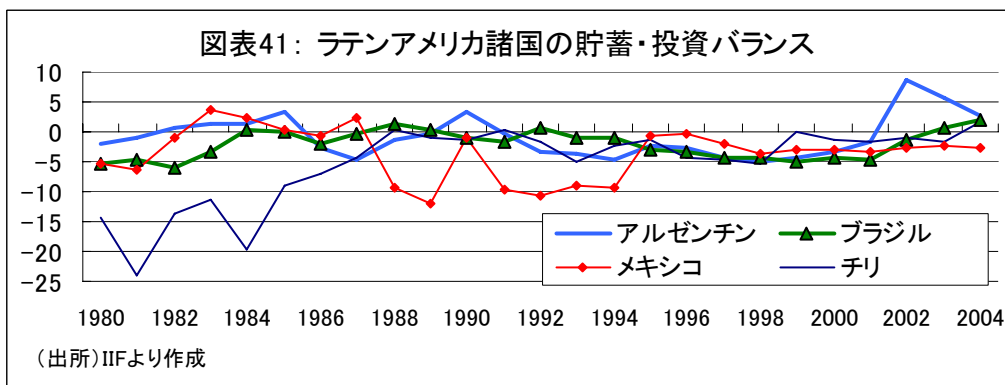
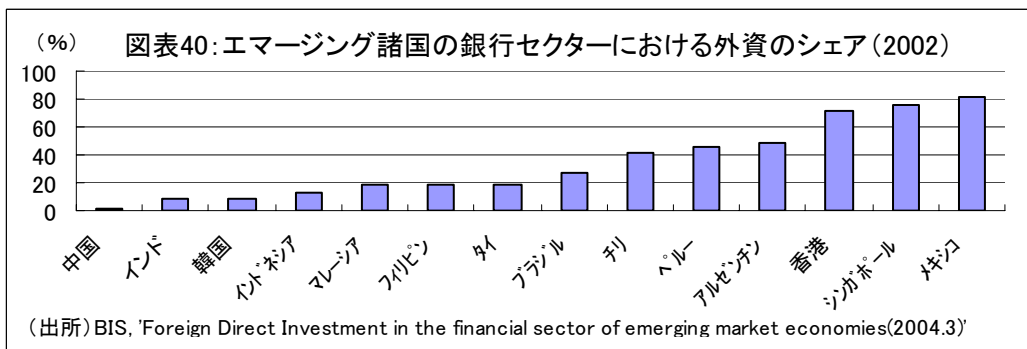
(注) ラテンアメリカはアルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー
アジア新興国は韓国、台湾、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、中国、インド
台湾、シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン、中国の資本収益率の数値は未入手
(出所) IMF "World Economic Outlook" (2005.9)

さらに、ラテンアメリカ諸国では、資産分配を含む所得格差が大きく、それが貧困問題の深刻化のみならず低成長にも影響を与えていると見られる¹²⁸(図表39)。これは伝統的な土地所有制度、金融及び労働市場の問題などにも関連し、所得分配の不平等なことが国内貯蓄率が上昇しない要因ともなり、結果的に国内産業投資が全体的に不十分であることも低成長を含む経済発展問題をさらに困難にしている面があることは否めない。

¹²⁸ Bradford[2004]は、ガバナンスなど制度的な改革、民間貯蓄の増進や経済成長重視の戦略を「ポスト・ワシントンコンセンサス」の政策として提言している。



2001年から2002年にかけて通貨危機を経験したアルゼンチンは、世界のエマージング市場諸国のなかでも戦前から比較的所得水準の高い国であったが、戦後もいち早く世界の主要農産物輸出国として発展してきた。しかし、政情不安定な面もあり、ポピュリスト的な経済政策により常に消費過剰と経常収支赤字に苦しんだ。しかも同国では、1980年代までの早い時期から対外的に金融自由化が推進され、主要銀行は相次いで外資の傘下に入った¹²⁹ (図表 40)。このため、資金の内外移動はますます加速化し、容易に資金を海外から調達できることで、経済全体に過大な外資依存構造が生じた。このため、当初からアルゼンチンをはじめとしたラテンアメリカ諸国は投資（あるいは消費）超過の構造が確立した(図表 41)。



¹²⁹ アルゼンチンは銀行部門における外資の割合が48%とラテンアメリカの中でもメキシコ(82%)とともにとりわけ金融部門での米国を中心とした外資比率が高い。外資銀行は一般的に収益重視の立場から、貸出金利を比較的高い水準に設定するため、比較的余裕のある大企業などを中心に融資を行い、中小企業・零細企業への融資拡大は期待できない。

とりわけアルゼンチンは、1980年代には経済成長率も大きく変動し、不安定な時期であったが、これは自由化政策に伴う資本の内外移動と国内貯蓄率の低下と無関係ではない。もともと同国では国内の貯蓄・投資バランスが悪化しており、対外資金に依存する経済構造を持っていた。実体経済を支えるべき基幹産業から金融機関まで産業資本の自由化による外資買収が産業のあらゆるセクターで実現した。アルゼンチンへの外資流入は国営企業民営化に伴う株式取得による直接投資のほかは、むしろ証券投資が中心であった。このことから、安定的な外貨準備高の水準を維持することが非常に困難となり、海外からの資金に大幅に依存する構造が恒常化したとみられる。

一方、ブラジルは1980年代まで輸入代替政策を基本としてきたため、資本自由化はラテンアメリカでは比較的遅かった。このためブラジルは、アルゼンチンと対照的に直接投資・証券投資流入（GDP比）は1980年代には比較的小規模に推移した(図表 37-1)。1990年代に入っても、相克は様々な種類の資本規制政策を用いて、資本の急激な流出入を規制してきた¹³⁰。もちろん、ブラジルの国内市場は巨大であり、国内市場を主眼とした製造業を含む直接投資が増加したことは否めない。少なくとも同国は海外資本、特に直接投資の流入によって、アルゼンチンと比べれば、政府債券の発行による対外債務増加や政府債券の発行や民間の対外借入の拡大を生じさせるような国内の貯蓄・投資バランスの悪化は比較的避けられたと見られる。

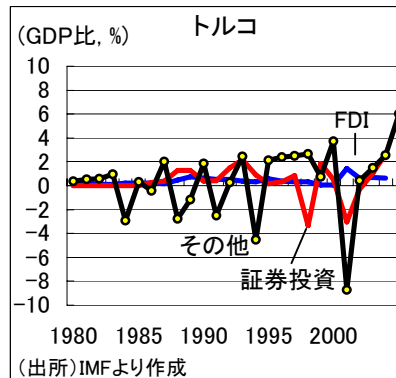
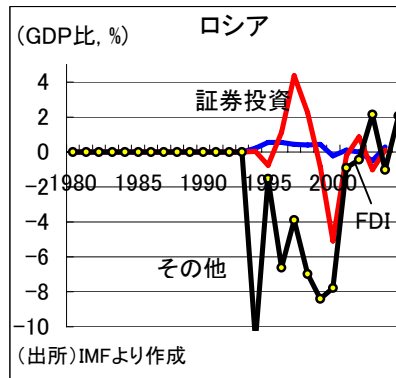
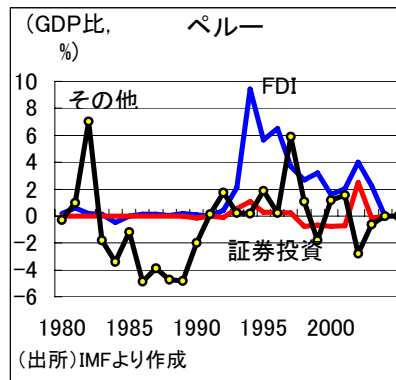
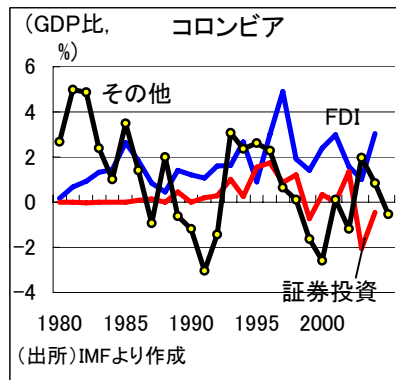
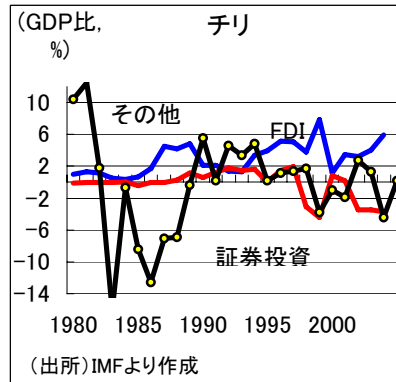
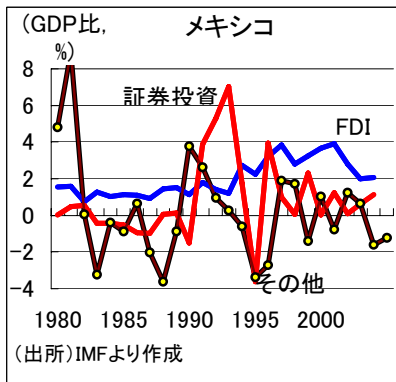
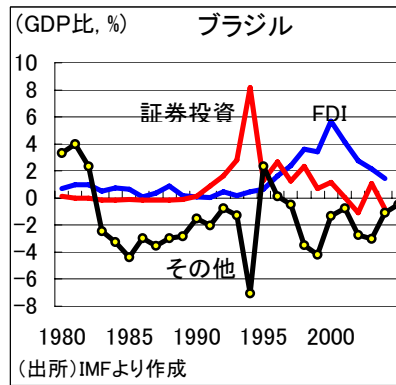
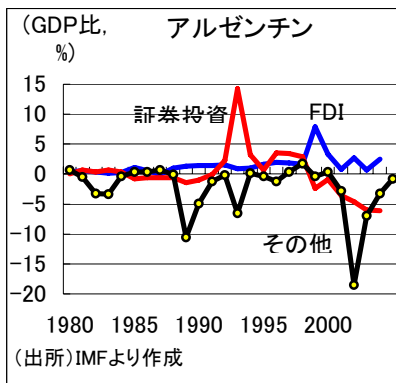
景気が全体的に低迷した1980年代のラテンアメリカの中で、唯一比較的堅調な成長を達成したチリでは、早い時期から慎重な為替管理や資本流入規制などを実施するとともにFDIを中心とした資金が国内投資の増加に貢献した。同国のGDP比証券投資流入はラテンアメリカ主要諸国中最も低水準であるが、80年代以降FDIは一貫して高水準を維持してきた¹³¹。チリが他のラテンアメリカ諸国に比べ比較的良好なマクロ経済運営（低インフレ、良好な財政収支、安定的な実効相場、貿易自由化など）が可能となったことは、上記のような資本取引の規制によって国内のマクロ経済運営を堅実に実施できたことも貢献していると考えられる¹³²。

¹³⁰ 基本的に資本・金融自由化された90年代では、規制策も半年程度の効果にとどまることが示されている（Carvalho & Garcia[2006]）ものの、短期の急激な資本流出に対してある程度意味を持つと考えられる。

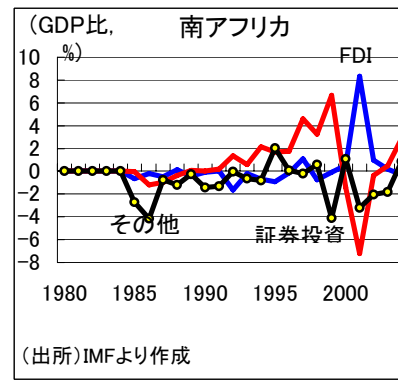
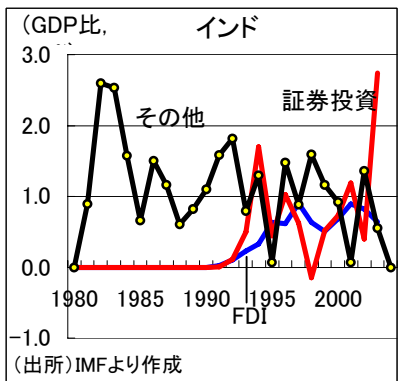
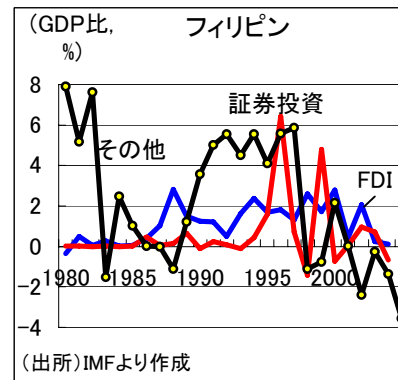
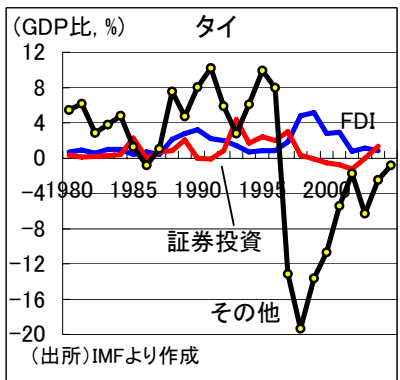
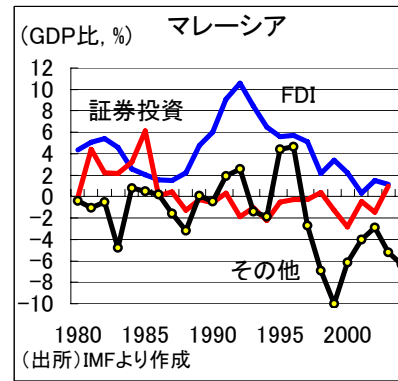
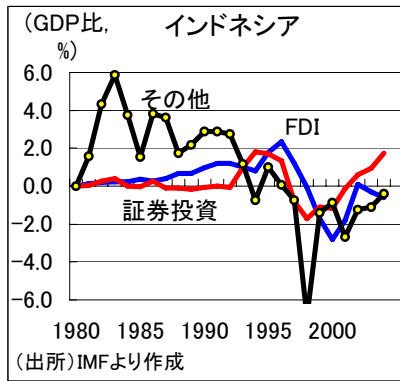
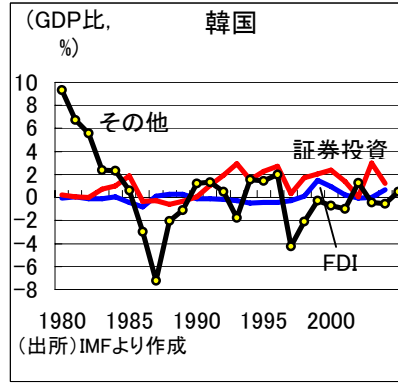
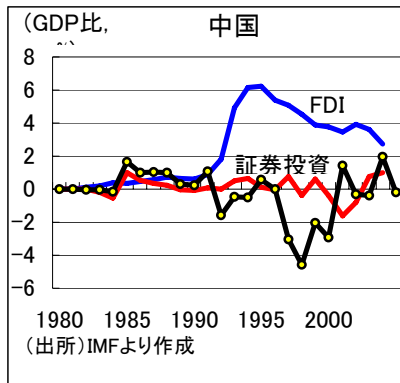
¹³¹ チリの資本規制（強制的に中銀当座預金をゼロ金利とする）の有効性について様々な分析があるが、これは、あくまでマクロ経済政策の安定策として導入されたものである。資本規制を導入した時期が90年代初め（91年6月）であり、世界的に本格的に資本移動が大幅に拡大した時期ではないこと、さらに資本流出に対する規制ではなく、流入に対する規制であった点で後にアジア危機に面したマレーシアで導入した資本流出規制と本質的に異なるものであった。さらに、チリの資本流入規制導入はまだアジア危機の際のような世界的な大量の資本移動があった環境と異なる。ただし、チリの資本流入規制は比較的長期間（1998年9月迄）継続しており、その間比較的安定的な経済運営が行われた点は注目される。

¹³² IMFのラテンアメリカ統括部署はチリを“A Star performer”として持ち上げている（A.Singh & C.Collins[2005]）。

図表42-1: 各国別FDI・証券投資流入(ネット)(1)



図表42-2: 各国別FDI・証券投資流入(ネット)(2)



[Box 2] チリとマレーシアの資本規制

チリでは、1980年代後半から90年代初めにかけて、インフレ懸念とともに、資本流入の増加による通貨高によって輸出競争力の低下することを回避するため、1991年に短期資本の流入規制を導入した。これは、同国に流入する対外借入の20%（1年後30%に引上げ）を中銀に1年間無利子で預託する制度である。その際、全ての短期資本の流入に関して1年間の滞留義務を課した。また、国内企業及び金融機関に債券発行の際に規制を設け、対外債務の増加を防止した。その結果、チリの短期対外借入額は減少し、97年時点で短期借入の全体の対外借入に占める比率は導入以前の26%から11%まで低下した（チリ政府統計）。しかし、BISのデータでは、97年の短期借入は全体の49.8%となっている。これは、チリの銀行の海外支店からの借入や未払い輸入信用がチリ政府の統計に含まれなかったためであると考えられる。また、非公式レートや統計に現れない短期資金流入が継続していたとの指摘もある。なお、この中銀への強制預託制度は1997年のアジア危機以降に10%まで引き下げられた後、1998年には資本流入額が減少したために制度は廃止された。

マレーシアでは、アジア危機発生後の資本流出に伴う為替下落を阻止する目的で、1998年9月に為替・資本規制が導入された。主な内容は、外国人のリングイ立て資産（証券、定期預金、固定資産など）売却に際し、1年以内に外貨への交換を禁止するものである。また、マレーシア株式のオフショアでの取引（例：シンガポール市場での売買）は禁止され、リングイの売却圧力を軽減した。しかし、1999年2月15日から徐々に緩和され、元本送金への課税に関しては9月には全面的に廃止した。また、海外への利益送金も配当金や利子などは免税とした。但し、ポートフォリオ投資に伴う利益の海外送金への課税(10%)は2001年まで存続した。このように、マレーシアの資本流出制限は短期措置として有効に作用したと見られ、その後の同国の安定的な経済発展に貢献した。

3. アジアの成長と資本規制

アジアにおける戦後の発展をみると、現在NIEsとして非常に発展を遂げた韓国などをみても、第二次世界大戦直後は所得水準の低い途上国であった。しかも、戦後の1960年代から70年代により貿易自由化が先進国を中心として実現されてきた段階で資本自由化はまだ本格化していなかった。また、外国直接投資を効果的に活用して経済成長を達成してきた点が特筆される¹³³。これが、比較的早期から金融自由化および資本自由化をしたラテンアメリカ諸国との大きな違いである。但し、アジア各国とも規制緩和の状況は異なっており、韓国では、インドネシアより自由化は遅く、非常に慎重に行われてきた¹³⁴。また、各国とも90年代にいったん資本自由化しても当初は資本流入規制などを導入している。さらに、シンガポールでは、60年代から為替の經常取引の自由化したものの、1983年以降、自国通貨の取引に関しては特に厳しい

¹³³ 直接投資を中心とした外資を効率的に経済発展に結びつけた欧州の例として、過去20年間で先進国中最も顕著な発展を遂げたアイルランドが挙げられる。同国はこれは東アジアの直接投資を主体とした外資の活用による発展と基本的に同じものとみられるが、同国は英国と同等の教育水準の人的資本を持ちながらも、比較的低い労働コストと巧みな投資誘致政策により成功した。

¹³⁴ 韓国では1991年に外為管理法が改正され、外為取引は自由化（例外規制存続）され、94年に外為制度改革案が発表され、96年にOECD加盟に向けて自由化が本格的になった。

制限を課しており、ようやく 1998 年以降になって金融の国際化の一環として資本取引の自由化が始まった¹³⁵。タイではアジア危機に伴うIMFからの融資返済後（2004 年）、コンディショナリティから解放され資本規制を導入していることは注目される¹³⁶（図表 43）。

図表43: 東アジアの資本・為替取引自由化と規制

国	年月	内容	
韓国	88/11	IMF8条国に移行(経常取引自由化)	
	88/12	「資本市場国際化中期計画」発表	
	90/3	外国為替集中管理制を緩和	
	92/9	「改正外為規定」施行(為替取引の原則自由化)	
	94/12	「外為制度改革案」(1999年まで段階的自由化)	
	96/4	対外証券投資を完全自由化	
タイ	90/4	銀行等金融機関の純外貨準備高制限(資本20%未満)	流入制限
	90/5	為替管理自由化(経常取引自由化)	流入促進
	91/4	為替管理自由化(非居住者パート建預金、外貨貸付、外貨預金)	
	92/5	為替管理緩和(輸出のパート代金受取、外貨建債務決済等の認可)	
	93/3	バンコク・オフショア金融センター(BIBF)設置	
	94/2	為替管理自由化(海外貸付規制緩和、銀行非居住者規制撤廃等)	
	95/8	非居住者短期預金の準備高引上げ(2%⇒7%)	流入制限
		銀行等金融機関の短期オフショア借入の中銀の最低当座預金準備高を7%に設定	
	97/5	資本取引制限導入	流出制限
	97/6	中銀、株式売却に伴う収益は国内での交換義務化。経常取引での制限措置導入	
2004	資本規制、為替規制強化(居住者の海外口座不可、借入制限)、海外銀行の為替取引制限		
シンガポール	68/11	IMF8条国に移行	
	78/6	為替管理を撤廃	
	83/11	自国通貨の非国際化政策(規制)	流出制限
	1998	金融自由化(非居住者のS\$建て債券、銀行取引、スワップなど規制緩和)	
2002/3	非居住者取引規制緩和(アセットスワップ、S\$建てオプション取引等自由化)		
マレーシア	68/11	IMF8条国に移行	
	90/10	ラブアン・オフショアセンター開設	
	92/6	非貿易、非投資案件の対外借入制限上限枠設定	流入制限
	94/1~8	非貿易関連金融商品の非居住者向け売買禁止	
	94/2~8	商業銀行の外貨の中銀当座への強制預託、非貿易目的スワップ禁止	
	94/12	為替管理自由化(外貨借入・預金緩和)	
	98/9	為替・資本規制導入(外国人の1年以内の外貨への交換を禁止)	流出制限
	99/2~9	上記規制緩和(元本送金への課税廃止)	
2001/2.5	証券投資利益・資本海外送金規制緩和		
インドネシア	88/5	IMF8条国に移行(経常取引自由化)	
	89/3	金融機関の対外借入規制撤廃	
	91/3	中銀、オフショア借入の制限(スワップ制限等)	流入制限
	91/10	国家に関わる商業対外借入は認可制、5年間の上限設定	
	91/11	オフショア借入の制限(銀行のネットの外貨借入制限)	
	94/6	外資100%出資の無条件認可	
	2000/4	1万ドル以上の外貨受払いは中銀報告義務	流出制限
2001/2	ルピアの外貨取引を国内銀行に限定		

(出所)IMF “AREAER 2005,” 平田他[1999] 図表3-1、齊藤[2005]図表13、Magud & Reinhart [2006]Tab1. 2等より作成

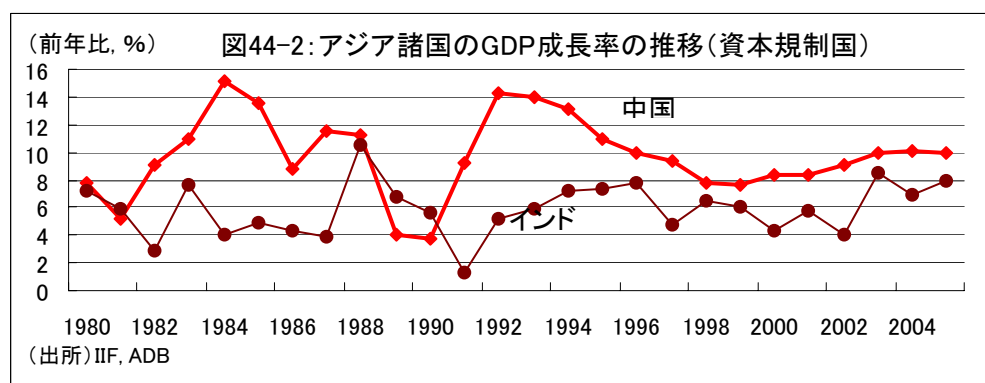
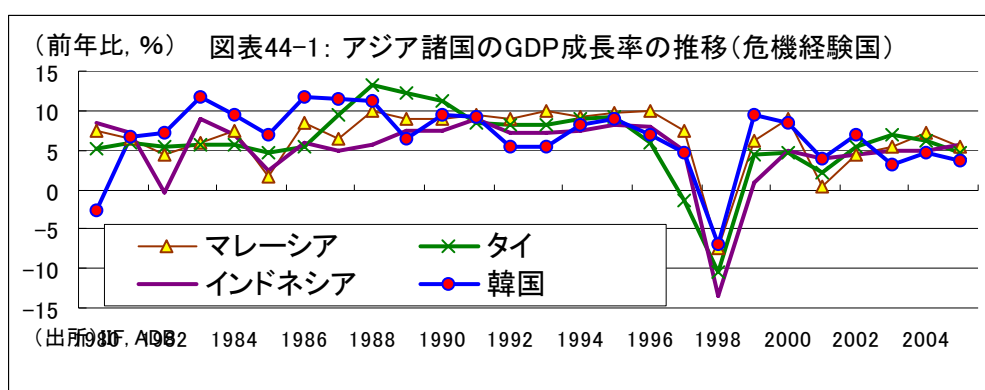
東南アジア諸国が資本自由化を 1990 年代に本格化したのに対し、中国の場合には、対外開放政策を 1980 年代から本格化し外資誘致を積極化した。これは資本取引制限を維持したまま直接投資を活用して大きく経済発展に成功した例である。従って、資本自由化を推進したタイや韓国などでは通貨・金融危機として経済に大きな打撃を与えたが、資本取引自由化に慎重な国(中国、インド)では通貨・金融危機の影響は最小限にとどまり成長を維持した。さらに、

¹³⁵ 従来シンガポールのオフショア市場は外貨市場での取引が主体となっており、自国通貨と外国通貨の取引は厳格に分離されてきた。

¹³⁶ タイの資本規制導入は、通貨危機の経験に基づき資本自由化の弊害を回避する狙いがあるとみられる。

シンガポールのように非常に厳格な為替管理の下、自国通貨の海外での自由な交換を制限していることで通貨変動による経済危機を未然に防いでいる事実も見逃せない。

中国は、直接投資を最大限に利用して積極的に産業の振興を図った成長過程において、資本取引制限（為替の交換性の制限）を厳格に実施したために、投機的な動きを最小限に抑制し、結果的に為替安定を同時に実現している点で注目される。中国では、これまで資本規制を継続しており、事実上の米ドル固定相場制をとってきた。仮に現在短期に資本取引自由化を実施すれば、資本移動の拡大による為替レート的大幅変動（すなわち人民元相場の上昇）が生じ、輸出企業には大きな打撃を与え、米ドル下落に伴う為替差損（大量に保有する米国財務省証券）を引き起こすことになる。従って、非常に緩やかな人民元の切上げを継続し、資本取引の制限は当分の間継続するものと見られる。98年以來、中国人民元が切下げ圧力に持ちこたえている背景には、同国が依然為替・資本取引を制限しており、それが通貨危機の発生を防いでいることがある。



4. アジア諸国の貯蓄・投資バランスと「資本収支危機」の影響

現在、貿易・経常収支赤字が拡大している米国は、1970-80年代に対日貿易摩擦問題で日本に政治的圧力をかけたのと同様に中国に人民元切上げ圧力をかけ、対中貿易赤字の縮小を図り、国際収支の均衡を図ろうとしている¹³⁷。国際的な資金フローから見れば、日本や東アジア諸国

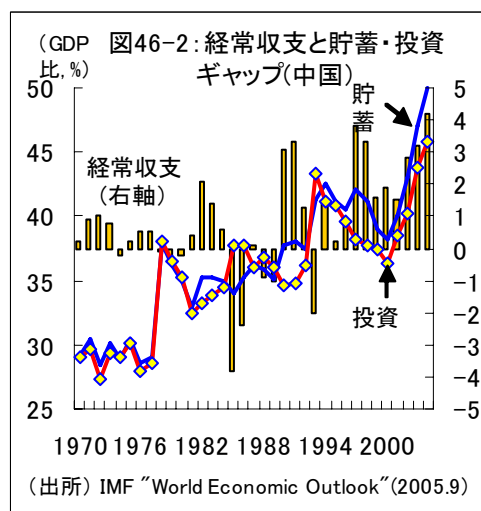
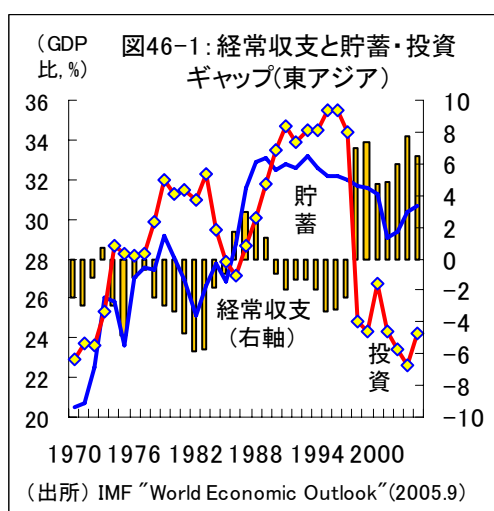
¹³⁷ もちろん、米国の「双子の赤字」は国内問題に起因する貯蓄・投資(I=S)バランスの不均衡が根本的な背景にあり、その解決を他国に求めて政治・外交的圧力をかけるのは不合理である。根本的にはドル相場の調整(下落)が必要であることは明白である。

が現在の米国の「双子の赤字」を補填する非常に脆弱な構造となっている。これは東アジア諸国の貯蓄・投資バランスが概してアジア危機以降プラスに転じていることで示される。もっとも、これは各国でアジア危機以前に比べ国内での投資の落ち込みが主要因となっており、企業部門と金融部門が危機によって受けた打撃から回復していないことによる¹³⁸。また、高い貯蓄率に加え、アジア危機以前にみられたような直接投資、証券投資、金融機関融資などの海外からの資金流入による活発な投資活動投資が危機後には低迷したため、資金が十分に活用されていない。すなわち、企業部門は、それまでの過剰投資や財務リストラで資金ニーズが低下する一方、金融部門では不良債権問題を抱え、金融仲介機能が低下している¹³⁹。アジア危機以降、東・東南アジア諸国の経済成長率は回復したものの、依然として国内での投資は伸びておらず、資金は十分投資に回っていないことが確認される。さらに、国内の総資本形成をみても東・東南アジアでは、国内投資が相対的にアジア危機以前に比べて低下している（図表 45）。このため、概ね東アジア（中国を除き）では、アジア危機以降は国内投資が減少し、貯蓄・投資バランスがプラス（すなわち貯蓄超過）の状況が続いている（図表 46 - 1、46 - 2）。

図表45: アジアの貯蓄・投資バランス—拡大する貯蓄超過ギャップ

	総国内貯蓄				総資本形成				貯蓄・投資ギャップ			
	1990	1995	2000	2003	1990	1995	2000	2003	1990	1995	2000	2003
韓国	37.2	36.5	33.9	32.8	37.7	37.7	31.0	29.4	-0.5	-1.1	2.9	3.4
台湾	27.6	25.9	24.4	23.5	23.1	25.3	22.9	17.2	4.5	0.6	1.5	6.3
香港	35.2	29.1	31.7	31.6	27.5	34.7	28.1	22.6	7.6	-5.5	3.6	8.7
シンガポール	43.3	50.2	47.9	46.7	36.4	34.2	32.0	13.4	6.9	16.1	15.9	33.3
インドネシア	32.3	30.6	25.6	21.5	30.7	31.9	16.1	16.0	1.5	-1.3	9.5	5.5
マレーシア	34.4	39.7	47.2	42.9	32.4	43.6	27.2	21.8	2.0	-3.9	20.0	21.1
フィリピン	18.7	14.5	17.3	20.1	24.2	22.5	21.2	18.7	-5.5	-7.9	-3.9	1.4
タイ	34.3	37.3	33.2	33.1	41.4	42.1	22.8	25.2	-7.1	4.8	10.4	7.9
中国	38.7	42.5	39.0	42.7	34.7	40.8	36.3	44.4	4.0	1.7	2.6	-1.7

(出所) Key Indicators, ADB



こうした国内貯蓄超過は外貨として海外に流出し、米国国債などに投資されているのが現状

¹³⁸ アジア危機以降、アジア各国では、外貨準備高の枯渇するリスクに備えて通貨当局が外貨準備を積極的に蓄積してきたことも外貨準備高の増加に比べ国内投資比率が危機以前に比べ低下している要因とする見方もある。

¹³⁹ 通商白書(2005) 第2章第4節参照。

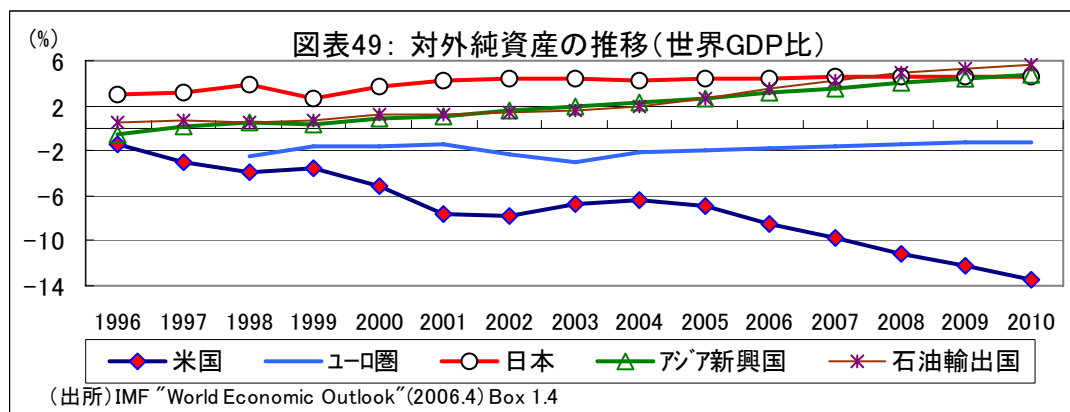
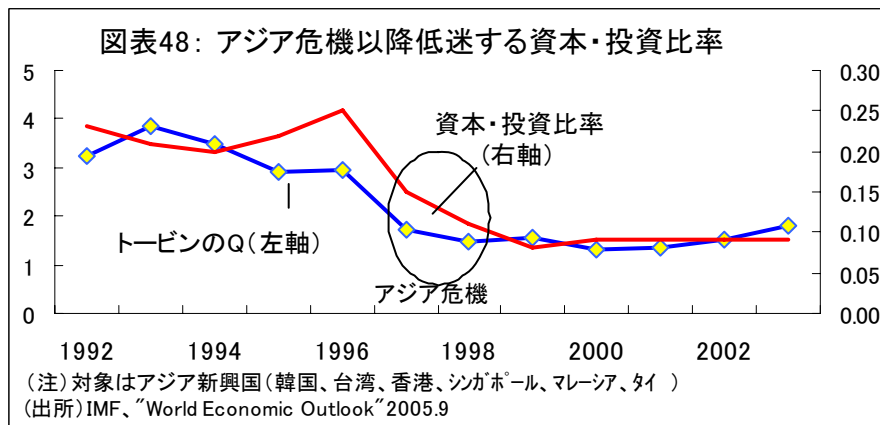
である。また、投資・生産比率や資本・投資比率を見ても、アジア危機経験国（特にインドネシア、タイ、韓国）ではアジア危機直前の1996年に比べ2004年には軒並み低下している（図表47、48）。

日本や東アジア諸国では、米国債券投資などで対外純資産が増加する一方、対照的に米国のそれは低下、赤字化しており、現在の米国がいかに東アジアからの資金流入に依存しているかが示される（図表49）。このことは、現在のように自由な資本の流出入を認められていることで、本来国内への投資に回るべき資金が海外（特に米国）の貯蓄・投資ギャップを補填することに使われていることを示している。

図表47: アジア諸国の資本・生産比率と投資・生産比率の変化

	資本・生産比率		投資・生産比率	
	1996	2004	1996	2004
韓国	0.98	1.12	1.47	1.12
インドネシア	0.76	0.94	0.98	0.88
タイ	0.99	0.98	1.43	0.88
マレーシア	0.98	1.05	1.44	0.69
フィリピン	0.99	0.97	1.03	0.73
シンガポール	0.93	1.07	1.45	0.91
台湾	0.69	0.82	0.94	0.84
香港	0.96	1.1	1.35	0.97
中国	0.88	1.21	1.44	1.92
インド	0.87	0.96	1.07	0.99

(出所) IMF "World Economic Outlook" (2005.9)



このように、アジア諸国は最近、経済成長率の面で回復しているとしても、アジア危機は、

現在に至るまで国内の資金配分に大きな歪を与えてきたと見ることができよう。すなわち、アジア危機以降、東アジア諸国は総じて国内投資の伸びは低迷するなか、余剰資金をむしろ国外、特に米国の国債などの形で流出し、現在の米国の「双子の赤字」を支えている構図となっていることがわかる¹⁴⁰。こうした状況は長期的に維持可能な状況ではない。経済が好調とされる東アジア諸国でさえも、国内の発展のための生産的投資は、いまだ回復しているとはいえない。さらに、アジア諸国のみならず、世界の途上国は依然として国内インフラ整備や産業投資を必要としており、経済開発資金の確保の観点からも、米国の「過剰消費」を賄う現在の国際資金フローの状況は好ましいものではない。資本自由化によって、途上国・新興国が先進国（特に米国）を資金面で下支えしている現在の世界における資金フローの現状については、長期的に修正をしない限り、途上国全般にわたって生産的な国内投資が増加しない問題がある。

5. 比較と総括

東アジア諸国では慎重な為替取引・資本自由化により 80 年代までは順調に経済発展軌道に乗ったが、資本自由化によって国内投資を対外借入に依存する構造が強まった結果、アジア危機が 1997 年に発生した。アジア危機後は、東アジア・東南アジア諸国では国内投資よりむしろ海外、特に米国債などへの投資が増加し、最近国内投資が拡大している中国を除き貯蓄・投資バランスはむしろ貯蓄増加に傾いている。しかし、タイをはじめ IMF 融資の「卒業国」が増加するにつれ、次第に独自の為替管理の強化をはかる動きも出ており注目される。

一方、資本自由化とともに、金融自由化と証券投資を早いうちから推進したラテンアメリカ諸国は、1980 年代には「失われた 10 年」といわれる長期低迷期を迎えた。これは、資本自由化に伴う資本の流出入はあったものの、民間を中心とした融資を国内投資に有効に活用できなかったこともあり、また、資金が容易に海外に移転されたため、国内貯蓄率の上昇とそれが投資資金として活用されるメカニズムが十分に働かず、成長を遂げることができなかった典型的な例であるとみることができよう。ラテンアメリカで唯一比較的堅調な成長を達成したチリでは、早い時期から慎重な為替管理や資本流入規制などを実施するとともに慎重なマクロ経済政策を進めたことにより安定化を実現した。同国のGDP比証券投資流入はラテンアメリカ主要諸国中最も低水準である。一方、早くから金融自由化を進めたアルゼンチンへの新規直接投資流入は振るわず、借入及び証券投資が中心であった。同国では海外から資金調達する必要があったが、その規模が東アジア諸国と比較にならないほど大きなものであった。こうした違いが両国の経済パフォーマンスの違い、すなわち比較的安定的な経済成長を実現した国とそうでない国（アルゼンチン）との違いを生じさせたとみられる。このように、ラテンアメリカの経験は早い時期からの外資依存型の経済政策を実施してきたことの問題点を提供しているといえる。

V. 新しい発展戦略と経済成長

途上国の発展のためには、資本を蓄積しそれを投資に回すシステムの確立が不可欠である。資本蓄積自体の重要性は従来の新古典派経済学においても採用されている。しかし、新古典派

¹⁴⁰ 東アジア諸国は、通貨安で貿易黒字が拡大し、それを相対的にリスクの低い米国債で運用するという面もあることは事実である。

経済成長理論は以下のような特徴と問題点がある。ハロッド＝ドーマー型成長モデルでは経済成長率は貯蓄率に比例し資本産出高比率に反比例するという関係を前提とし、投資と成長の関係については規定されている。また、それを発展させたソロー・モデルでは、産出量の増加は、労働の量や質の増加、資本の増加、技術進歩の要因によってもたらされるとされる。しかし、こうした理論では投資資金調達の方法や貯蓄率向上のシステム及びその効果などについてはモデル上でなんら特定されていない上、長期的な成長について必ずしも有効な議論を提示していない。ラテンアメリカ諸国にみられるように、発展初期段階で資本自由化や金融自由化を行うと、安易な借入により対外債務が増加し貯蓄投資バランスがマイナスになりやすい環境におかれる。流動性が高い債券発行などを通じた対外債務拡大や、短期の内外金融市場での取引増加は、経済政策の制約要因になりかねず、また資本の安定的な蓄積の観点などから当該国のリスク拡大をもたらす¹⁴¹。

さらに、上記の新古典派経済成長理論では、経済成長の源泉は資本と労働力の投入量と、外生的に与えられる技術進歩であると仮定している。しかし、その前提には、経済活動と技術進歩が独立的に扱われており、この理論枠組みでは東アジアの成長を十分説明できない。

一方、新しい内生的成長のモデル¹⁴²では、人的物的資本を一括し、技術を剰余とせず限界収穫逓減の仮定を捨象し、規模に関する収穫逓増を許容し、しばしば資本収益率の決定における外部経済の役割に焦点を当て、技術の変化を人的資本および知識集約型産業への公共投資や民間投資の内生的結果とする。また、政府の公共支出により一定の内生的成長が起きることも示される¹⁴³。すなわち、こうした様々な要素によって持続性のある長期成長がもたらされる。したがって、資本・労働比率が低い途上国では、人的資本(教育)や社会資本または研究開発(R&D)への補完投資を高めることによって投資収益率を改善することが必要であるとされる。このことは、東アジアの経済成長パターンをある程度説明する理論的背景にはなる。内生的成長理論は、新古典派成長理論において不十分であった資本や技術以外の人的資源の要素も考慮したものとなっている点で、それまでの成長理論に比べより現実に近いものとなっている。東アジアにおいては教育の重要性が認識され、これが、人的資本や技術水準の向上に貢献したことは否定できない。したがって、非常に長期間にわたる準備や教育投資、政府の施策が必要となる。ただし、経済成長は物的資本の大幅拡大によってもたらされてきた面もまた事実である¹⁴⁴。

しかし、新古典派成長理論も内生的成長理論もそのモデルには、どこから成長に必要な資本を調達するかという問題は捨象している¹⁴⁵。経済成長過程においては、第二次大戦後、1970年代までのように国際間の資本取引が今日ほど巨額なものでなかった時代と異なり、今日では

¹⁴¹ 新古典派成長理論には、資本の源泉をどこから求めるかという問題は明示されていない。しかし、自由主義をその思想的な基盤とする新古典派経済学では、国内市場の自由化(開放)や内外の追加的な投資を引き付け、資本蓄積率を高めることを当然視する。本自由化へのIMFなどのコミットメントはこうした新古典派理論の延長上にある。

¹⁴² Romer[1986]をはじめとして提示された「内生的経済成長理論」

¹⁴³ この点は、Barro(1990)によって提示されている。

¹⁴⁴ Krugman[1994]の見解(アジアの成長は主に大量の資本投下によるものであり、なんら経済学的に特別なものではない)は、東アジアの成長を説明するには不十分であるものの、ある意味では真実の面もあり、合理的・客観的であるとも言える。ただし、Krugmanは当時のアジアの状況ではラテンアメリカに比べ、資本流入はわずかであるとしており、その後の本格的な「資本収支危機」となったアジア危機(1997/8)については予見していなかった。

¹⁴⁵ 最近までの新古典派成長理論におけるマイクロ分野(貿易、民営化、金融部門など)と内生的成長理論におけるマクロ分野(技術的变化による長期的成長率など)の「不幸な融合」によって、当該国の経済成長に対して現実の経済政策や経済の国際化などによって大きく左右されることがそうした理論の土俵に上ってこないことが問題であると指摘される(Pitchet[2006])。

海外からの借入や資本投資の流入によって当該国の成長過程は大きく異なるものとなっている。

以下に述べる政策は、従来の新古典派経済学を基本とした経済成長や発展政策、あるいは新自由主義に基づく政策方針では不十分である点を考慮したものである。さらに、中長期的に多くの途上国において安定的な経済発展を遂げるために実践することが重要であると考えられるものである。従って、以下において成長の源泉となる投資を支える資本をどこに求めるか、さらに資本を国内の経済発展にいかにも有効に活用するかという観点からグローバル化した今日の国際経済環境において途上国の安定的発展のための必要な方策を提示する。

1. 発展段階における国際金融政策

従来資本取引の制限は、IMFをはじめとする国際機関では認められず、むしろdiscourageされてきた。しかし、途上国が独自に発展の方策を実施するためには、各国の状況に応じて為替・資本取引の制限を設けることがむしろ現実的であり、これは東アジア諸国の発展段階で実際に実施されてきたことである。一般的に途上国の発展段階を考慮せず、資本自由化を進めると、各国独自の金融財政政策の自由度が低下する。この点はいくつかの研究においてかなり該当性が高いことが立証されている(図表 50)¹⁴⁶。

図表 50: 資本規制の効果

		資本流入規制の効果			
		①資本流入減少	②資本流入内容変化	③実質為替相場上昇圧力軽減	④金融政策の独立性
全サンプル		△	○	△	△
流入規制の場合	ブラジル	△	△	×	△
	チリ	△	○	△	○
	コロンビア	△	△	△	○
	チェコ	×	○		
	マレーシア(1989)	○	○		
	マレーシア(1994)	○	○	○	○
	タイ	○	○	○	○
資本流出規制	マレーシア(1998)			△	○
	スペイン	△		△	△
	タイ	○		△	○
各国全体調査		○	○	○	×

(注1) Magud&Reinhartによる以下の各種研究の総括。

Cardoso&Goldgajnm[1998, Edison&Reinhart[1994, 2000], Reinhart&Smith[1998],]
Ariyoshi, et.a.[2000], De Gregorio, Edwards&Valdes[2000], Edwards[1999], Edwards&Rigobon[2004],
Hernandez&Schmidt-Hebbel[1999], Laban&Chumacero[1997], Leban&Larrain[1998],
Laurens&Cardoso[1998], Le Fort&Budnevich[1997], Reinhart&Smit[1998], Valdes-Prieto&Soto[1995],
Tamirisia[2004], Dornbusch[2001], Kaplan&Rodrik[2002], J.Vinals[1992], Kiriljenko&Kirilenko[2000]
Miniane&Rogers[2004]

(注2) 対象国は主に途上国・新興市場諸国(ブラジル、メキシコ、チリ、コロンビア、コスタリカ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、韓国など)であるが、Miniane&Rogers[2004]は先進国(オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、イタリア、日本、オランダ、ルウエー、スペイン、スウェーデン、英国等)を含む。

(注3) 各国全体及びブラジルが金融政策の独立性に関して不明となっているのは、対象期間1980～90年代前半のハイパーインフレ前後を含むことも関係していると見られる。

(出所) N.Magud, C.M.Reinhart, "Capital Controls: AN Evaluation"(2006) Tab.6より作成

現在、アジア危機など資本収支危機経験国はアジアのみならずラテンアメリカ主要国でも徐々に資本取引に関する為替規制を導入しつつある(図表 51-1)。これにより、最近の世界市場での流動性拡大とリスク低下もあいまって市場が比較的安定的に推移している背景となっているとみられる。

¹⁴⁶ このほか、資本規制の効果として、資本流入の構成の変化、実質為替相場の変動への圧力軽減があげられる(Magud and Reinhart[2006])。

図表51-1: 各国別通貨取引・資本規制(アジア・ラテンアメリカ)

国	自由化度(90年代)	自由化度(現在)	為替管理(資本・金融・貿易取引)
中国	×	×	◎資本取引は原則禁止(個別認可)で、資本取引について収支ともに、厳格な管理 (1)資本取引の外貨口座の種類;(2)対内および対外直接投資に関する許認可;(3)外貨借入の入金と返済;(4)対外借入・貸出に関する規制;(5)証券投資に関する規制;(6)預金勘定取引;(7)利子、配当、利益などの対外送金;(8)保税区の資本取引の外貨管理;(9)外貨から人民元への為替決済;(10)多国籍企業の外貨資金内部運用;(11)外貨管理条例(1997年1月14日改正)の管理規定;(12)外貨担保による人民元ローン;(13)国内機関の対外担保
インド	×	△	①外国機関投資家(FII)によるインド企業の株式取得は、2001年9月20日、49%の上限を外国直接投資規制の下で出資制限がある分野以外は、取締役会と株主総会の決議を条件に100%まで緩和 ②対内直接投資はインド準備銀行(RBI)により特定分野(小売、原子力、不動産、農業関連等)除き自動認可(100%外資可)。国内株式取引は、登録された外国機関投資家(FII)のみに許可。対外商業借入(ECB)については、財務省のECBガイドラインによって管理。 ③居住者の対外送金は25000ドルまで可能; ④外国投資家は累積投資限度額は17.5億ドル; ⑤証券投資は株式と債券比率は7:3まで可.; ⑥株式取得は発行済の24%迄(機関投資家)、個人は10%
ベトナム	×	×	①ベトナムの国内外国為替市場は厳格に管理されており、毎年、制度上の変更あり。ただし、売却・交換に関する規制は1999年に若干緩和され、外資系企業は2001年1月から、経常支払いはドル交換する権利を付与。②外国直接投資には、対外・対内投資、証券投資、海外を相手にした借入れ/貸付け、預金勘定取引が含まれる。取引によっては関連する所轄官庁からの認可が必要。
シンガポール	△	△	①ドルの非国際化政策(Non-Internationalization of the Singapore Dollars): 外国通貨取引と本国通貨取引を完全に切り離す政策(通貨投機等による為替の乱高下を避け、為替の安定を図る)⇒「非居住金融機関に対するドル貸出(Lending of S\$ to Non-Resident Financial Institutions)」容認(2004/5/28); ②ただし、非居住者(1社または1名)に対する一定額以上の貸出限度(\$500万)禁止
韓国	△	△	①許可及び申告資本取引:資本取引に関し当局の許可が必要な資本取引: i)居住者と非居住者間の金銭の貸借契約または債務の保証契約(10億ウォン、1000万ドル以上の貸借は中銀許可必要); ii)派生金融取引または証券の発行や募集; iii)居住者による非居住者からの証券またはこれに関する権利の取得; iv)居住者の非居住者に対する担保提供および居住者の非居住者に対する証券の貸与 ②10万ドル以上の収益については6か月以内の国内送金必要 ③居住者・非居住者の米ドル1万ドルを越える支払手段を携帯搬入する場合、税関申告必要
インドネシア	○	△	①2000年4月より1万ドル以上相当の外貨の国内外での受払いは中銀報告義務; ②2001年2月より、ルピアの外貨取引はインドネシア国内銀行のみ実施; ③非居住者の銀行同士によるルピア送金の禁止を柱とする中銀通達が適用。現金1億ルピア以上の持出し/持込みには制限; ④全ての海外からの商業借入はCOLT(商業オフショア借入局)の許可必要(銀行・金融機関・企業)、個人は20万ドル以上の借入は許可必要
マレーシア	○	△	①居住者の海外借入は500万リンギまで自由; ②非居住者への生産的投資への貸出は1万ドルまで自由; ③居住者は海外投資につき原則1000万リンギまでのオフショアを含む借入自由(非居住者が管理する企業(NRCCs)の国内借入金の上限(5,000万リンギ)が撤廃。また、5,000万リンギを超過する場合に必要とされていた中央銀行への承認は撤廃)[2005.4~]; ④非居住者によるリンギ建て証券発行・売却は許可必要; ⑤商業銀行などの海外口座及び借入は5000万リンギ以上は許可必要(個人は1000万リンギ)
タイ	◎	○	①被仕向送金(受取り)は、パーツ建て、外貨建とも原則自由。ただし、外貨建て5,000米ドルを超える場合は、為銀経由で中銀に報告する必要;(貿易取引)1件50万バーツ以上は税関当局に報告; ②対外貸出は認可銀行のみ可能(純外貨準備規制あり); ③非居住者の証券売買は当局(MOF, BOT, SEC)の認可必要; ④金融機関の株式取得は25%以下に制限
フィリピン	△	△	①外国投資家の本国向け送金、配当、利益、収益金の送金を行うために必要な外国為替を銀行を通じて購入する場合、外国投資を中央銀行(BSP)に事前登録する必要。②中央銀行による外国為替操作権限: 中央銀行(BSP)は通貨委員会を通じて、フィリピンにおける外国為替操作に一定の制限を課すことが可能; ③商業銀行・ユニヴァーサル銀行の流動性準備率は10%(8%より引上げ); ハリ建て預金準備率は19%
アルゼンチン	◎	△	①居住者から非居住者への外貨売却は1ヵ月当たり5000ドル以上は中銀報告義務。 ②月額200万ドル以上の非居住者の為替取引に対する中央銀行の事前承認必要(2004年12月以降、200万ドルまでの中央銀行の事前承認なく、外貨を取得、送金可。) ③非居住者の証券投資は30%の準備金(1年間)必要(FDI, IPO除く)。[2005.6.10以降] ④直接投資及び貿易目的を除く外貨交換は1年間は禁止。[2005年5月26日以降]
ブラジル	△	△	①外国資本の対内移転ならびに利益再投資は、中銀外資登録管理局に登録義務の必要あり。利益、配当、金利などの海外送金には、中銀および連邦税務局に送金を立証する書類提出義務あり ②国内における外貨口座預金は原則禁止。 ③非居住者による債券売買はFIEEX(オフショア投資基金)に限定 ④外国からの直接投資は特定の経済分野での規制
メキシコ	◎	○	①経常取引及び通常の資本取引原則自由(外資法上の制限のみ) ②居住者、非居住者間の貸借は一定の制限あり ③特定産業・分野(石油、金融、運輸、通信、郵便サービスなど)への直接投資は許可必要
チリ	○	○	①原則自由(ただし一部規制は残存) ②商業借入は金融機関からは4%、非金融機関35%金利支払い必要。 ③短期(1年未満)借入は3.6%の最低準備率設定
コロンビア	△	△	①証券投資の売買による送金は1年間は禁止(但し純利益・所得は除く)[2004.12.14~] ②非居住者による証券の国内投資に関する規制・許認可: 中銀の承認が必要。 ③2年未満の債券の全体の20%以上の機関投資家による取得は禁止。
ペルー	◎	◎	①直接投資、証券投資、対外借入・貸出、預金、対外送金は原則自由 ②本国通貨、外国通貨とも預金準備率は最低6%、外貨は追加で30%必要[2004.11~]
パナマ		◎	◎為替管理はなく、米ドルが流通、[1]対内および対外直接投資に関する規制・許認可: 原則外資100%が可能。[2]証券投資、対外借入・貸出、預金勘定取引、利子、配当、利益など対外送金に関する規制・許認可はない。
ベネズエラ	○	○	一般の輸出代金は原則中銀に売却する義務あり; 送金・投資などの資本取引に関する外貨はすべて中央銀行に売却および外貨管理委員会(CADIVI)による外貨取得許可が必要

(注) AREAER = Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions

(出所) IMF, "Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2005", JETROより作成

しかし、現在最も安定的な経済成長が必要とされているのは「ミレニアム開発目標(MDG)」の主要対象となっているサブ=サハラ諸国であるが、依然として多くの国で資本規制は導入されておらず、国内にとどまるべき資金が有効に活用されず、資金が自由に流出しているものとみられる。このため、長期的な安定成長は達成されにくい環境におかれたと考えられる。

各国別通貨取引 図表51-2: 各国別通貨取引・資本規制(欧州・アフリカ)

地域	国	自由化度(現在)	為替管理(資本・金融・貿易取引)
欧州	ロシア	△	①居住者、非居住者とも外貨交換には特別口座開設必要で、預金準備率設定[2004年6月に発効する外為法改正法]; ②非居住者が居住者法人に対して外貨で出資を行う場合、または、共同事業契約上の支払いを行う場合、許可を取得する必要はない(ただし、居住者の銀行への出資は対象外); ③個人居住者が非居住者の証券を売買する場合、その金額が暦年内に7.5万米ドルを超えないとき、許可は不要。
	トルコ	◎	証券投資に関する規制・許認可: 特になし。居住者の対外借入・貸出金額は制限なし
アフリカ	エジプト	◎	◎為替管理は自由化; 対内海外直接投資あるいは海外からの借り入れに関しては何ら特別な制限はない
	チュニジア	△	①大量株式売買は制限、②全ての証券売買は制限、③長期借入のみ制限額(年1000億ディナール迄)内借入可、④海外直接投資は許可必要
	ケニア	◎	①当座預金取引に関する規制はなく、居住者も非居住者も自由に外国為替売買可能; ②決済通貨、決済手段に関する規制なし; ③外貨支払、受取時の中央銀行の許認可・報告の義務はなし; ④上場株式会社は最低25%国内投資家保有必要
	コートジボアール	◎	①外国との金融関係は原則自由; ②対内直接投資は、事前許可は不要; ③対外直接投資は75%以上外国からの借入必要
	ナイジェリア	◎	◎外国為替取得は95年度から規制緩和措置; 外資系企業による配当や税引き後利益、ローン返済、会社転売益、会社清算益は、財務省の事前承認なしに自由に送金
	ガーナ	△	①内外資本取得、株式・債券売買は居住者・非居住者問わず中央銀行(BOG)の許可が必要; ②上場株式取得は法人が74%、個人は10%上限規制
	南アフリカ	△	①企業の対外借入はオフショアにて国内のバランスシートを担保に可能。非居住者の子会社は南ア国内借入限度は300%迄可能、②外国政府・企業発行の証券は南アの証券取引所上場可能[2004.9~]; ③居住者は海外投資は750000rand迄可能

(注) AREAER = (注) AREAER = Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (出所) IMF, "Ex (出所) IMF, "Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2005"より作成

途上国の安定的な成長のためには、各国の実情にあった適切な金融・財政政策が必要である。代表的なマンデル=フレミング「小国の開放経済」モデルでは、国内の金利水準が世界(外国)の金利水準に均衡し、金融政策は事実上効果がないとされる。これは、内外の資本移動が自由であり、為替取引の制約が全くないという極端な仮定を置いたものであるものの、途上国で成熟・発展した金融市場が存在していない、あるいは未成熟であれば、金融政策の独立性は維持できない可能性が高い。国内のマクロ経済政策面からみると、金融・財政政策については、自由化を推進すればそれだけ、政策の自由度は損なわれることになる¹⁴⁷。

資本取引が自由化された国では、為替を安定化(固定)しようとするれば、金融政策が制限を受ける。すなわち、途上国の発展段階で特定の有望な産業を振興するために政府が低金利による長期融資を行う政策金融機関を通して資金を供給するメカニズムが成立しにくいことになる。このことは、戦後日本において実際に行われたような発展のための政策金融など有効手段が奪われることを意味する。その結果、長期的に成長する有望な産業への低利・長期融資の実施が困難となる。実際、発展段階の途上国において資本・金融自由化は金融政策に大きな影響を与え

¹⁴⁷ マンデル=フレミング理論では国際間の資本移動は金利差に応じて円滑に移動するという完全に制限が撤廃されている状態を前提としている。すなわち、資本取引自由化と為替の安定(固定相場制)、さらに金融政策の自由度のいずれか2つまでしか同時に実現できないといういわゆる「トリレンマ」の状況が生まれる。この典型的失敗例は、アルゼンチンであり、危機が起きた背景にはカレンシーボード制(固定相場制)と資本自由化のなかで、金融政策の自由度がなく、財政赤字拡大がますます対外債務拡大を加速化したことにある。

るが、特に資本移動が自由であれば、金融政策の独立性は殺がれることになる。一方、資本取引に制限を加え、為替相場制をより柔軟な変動相場制にするかあるいは「中間的」な為替相場制（「バンド制」など）にすれば、金融政策の自由度はある程度確保できることになる。

途上国の発展段階を考慮せず、資本自由化を進めると、各国独自の金融政策の自由度が低下する。このことはいくつかの研究においてかなり現実的であることが立証されている¹⁴⁸。もともと資本自由化を行えば、「資本収支危機」が起きやすい状況を招くことになり、通貨危機を通して固定相場制（ペッグ制）から変動相場制に移行せざるを得なくなり、当該国の対外債務負担の増加、国内経済の低迷を引き起こす可能性が高まる。

2. 国内貯蓄率の増加と投資のメカニズムの確立

金融自由化を早い段階で実施すると、国内投資に比べ、よりリターンの高い海外の証券投資などに資金が流出し、逆に国内産業向け資金がクラウディングアウトする可能性もある。このことは、エマージング諸国、特に市場経済移行後のロシアや通貨危機前のトルコのように、資本自由化された中で、銀行が産業融資より債券売買により利益を上げることを優先する金融機関が必要以上に増加し、本来国内にとどまり活用されるべき資金が流出した経験をみれば容易に理解できる。こうした国々では、資本流出が当該国の外貨準備不足を生み、政府部門の赤字を拡大させる背景となった¹⁴⁹。さらに、国際機関や二国援助による資金への依存も当該国の長期的に安定的発展への貢献への効果が疑問視されている¹⁵⁰。

途上国では、国際金融機関の借入に依存しない構造を築く必要がある。国内資本蓄積とそれに基づく投資が重要であるが、従来途上国における中小企業や国家的に重要な基幹産業やインフラ整備のための融資の資金源をどのように調達するかが大きな問題となる。こうした資金調達は、対外債務につながる海外からの借入ではなく、国内貯蓄による資金調達メカニズム確立が重要である。

日本や東アジア諸国の経済発展の経験から、途上国の安定的な経済発展のためには、発展初期段階では、内外金融自由化をできるだけ避け、政府の主導により貯蓄と投資のバランスをとるため、独自の金融政策を確立することが重要であることがわかる。その場合、長期的な生産投資に回されるFDIを除き国際資金フローの動きに依存しない投資資金の確保のためには、国内貯蓄率を上昇させ、その資金を国内の発展の基盤となるインフラ整備に回すシステムを構築することが必要であるが、そのためには、国内小口貯蓄の奨励が重要であり、国民預金を広く普及させる意味では、日本のみならず欧州でも基本的に広く発展してきたPost bankの制度を途上国に確立することが有効であり、戦後日本の財政投融资の再評価がされるべきであろう¹⁵¹。

¹⁴⁸ このほかにも資本規制の効果として、資本流入の構成の変化、実質為替相場の変動への圧力軽減があげられる (Magud and Reinhart[2006])。

¹⁴⁹ 現在ではトルコは経済成長率が堅調となっているものの、同国は依然としてIMFから融資を受けており、従来非常に少なかったFDI流入による資金不足を現在でも補わざるを得ない状況にある。

¹⁵⁰ Rajan(2005)は、過去の途上国への援助は必ずしも経済成長に貢献したとはいえない、との見解を発表している。このことはインドネシアの例をみてもわかる。同国では政府の過度の援助依存の財政構造と政策運営が生じ、発展段階が低く、国内の金融・資本市場が未整備のまま資本自由化を推進した結果、資本収支危機を招いたが、これはIMFなど国際機関の政策が忠実に実施された結末であり、被支援国の「自主性 (Ownership)」が損なわれた典型的な例であろう。

¹⁵¹ 従来の民間金融機関では、小口金融を政策金融として産業への資金を調達することは困難である。

3. 政策金融機関の重要性

先進国においても依然として政策金融機関の役割は大きい部門（例：住宅など）があるため、途上国に政策金融機関の存続について一律に民営化方針に沿って政府部門から引き離す政策を適用することは、当該国の長期の安定的成長にはむしろ不利となることが考えられる¹⁵²。

一般的に米国は途上国における「政策金融」を極力縮小するようにIMFなどを通して民営化を推進してきた¹⁵³。日本に対してもIMFは米国政府と同様極力政策金融機関を縮小するように求めている。また、新自由主義の立場にたつ日本の現政権はそうした意向を受け、政策金融機関の整理・統合によるリストラを推進しつつある。しかし、米国を含む先進諸国でも依然として政策金融機関は中小企業金融などの分野で健在であり、なんらかの支援が必要なセクターは存在する¹⁵⁴。まして途上国の産業において小口の資金を提供する金融機関や国家戦略的な分野に長期的観点から融資する金融機関は当該国が発展する上で重要である¹⁵⁵。

国内貯蓄を有効に活用し、当該国の発展にかかわる国内の長期投資、産業技術開発、さらに中小企業金融については、政策金融機関の果たす役割が大きい。日本の財政投融资にみられたように、民間ベースでの貸付に回すのではなく、国家的な重要なインフラ整備や長期投資、さらに採算が取りにくい重要案件に資金を回すためが必要である。新事業などのリスクの高い分野や、中小企業の経営革新、環境対策、地域経済の活性化、雇用確保に貢献する設備投資の喚起など、民間金融だけでは十分対応できない分野に対し、政策誘導を行い、一般貸付よりも、長期・低利の資金提供を行っている。このような分野まで、外資が参入できないはずであるが、仮にこのような政策金融機関がないとすれば、全てリスクを厳しく審査されるため、高い借入資金負担により、将来は大きな可能性を秘めた基礎的な産業分野などには融資されず、長期的な発展への足かせとなる可能性がある。従って、政策融資機関に資金を回すために、戦後日本の財政投融资と政策融資機関（中小企業向け、産業・インフラ融資向け）の活用が重要

¹⁵² 従来のIMF・世銀の融資のコンディショナリティとして、政策金融機関を排除し、民営化を推進することは極めて自然に行われてきた。もちろん、途上国においては特に当該政策金融機関のガバナンスの重要性については認識される必要があるが、その問題と金融制度の問題は一律に論じられるべきではないだろう。

¹⁵³ それは、米国の民間金融機関のグローバル市場活動に影響を与えるからであり、世界の途上国に政策金融機関を極力廃止することが望ましいとの立場に立っている。しかし、米国国内の住宅金融は政策金融が大きな役割を果たしており、最近までの米国内の住宅ブームもそれに支えられている。現在、日本では高度成長期ほど日本開発銀行[開銀]（当時）などの果たす役割は低下したとされるが、現在でも日本政策投資銀行（旧開銀）は技術開発分野で基礎技術の開発金融に寄与している。基本的に同行は、公的金融機関として長期資金、事業再生資金、ベンチャー向け資金、プロジェクトファイナンス資金等、民間金融機関のみでは供給が難しいリスク・マネーの供給を行っている。例として、日本政策投資銀行（旧開銀）は、日本電気（株）及び（株）日立製作所の折半出資により設立されたDRAM専業メーカーのエルピーダメモリ（株）が取り組むDRAM業界の共同再編事業に対して、産業再生ファンド制度による出資などを行っている。

¹⁵⁴ 米国の公的住宅金融機関の融資は、現在の米国経済成長を下支えしてきた住宅ブームに貢献している。

¹⁵⁵ この議論は、主に途上国が先進国に至る過程における政策金融機関の重要性を示すものである。最近の日本政府は、政策金融機関縮小や整理統合の方針を打ち出し、資金調達に財投資金ではなく、市場から債券発行などで調達すべきとし、さらにその際、債券には政府保証をつけず、市場の評価に委ねるべきだとしている。しかし、政策を実施するために必要な資金を調達するに当たって政府が保証することは、長期的に必要であり、民間金融機関が支援できない分野への投資資金の融資については政策金融機関が融資を継続するのは望ましい。欧州でも、EU全体の政策金融機関として欧州投資銀行（EIB）が存在し、ドイツの復興金融公庫（KfW）や、フランスの中小企業開発銀行（BDPME）も、債券発行を行っているが、全額政府保証付きである。そもそもこのような重要分野で民間市場の競争による金利水準であれば、長期的な投資は非常に困難となる可能性がある。

となる。

4. 為替制度の選択と通貨管理

適切な通貨・為替制度の選択は、途上国の発展には不可欠である。適切な為替レートの設定は、実質実効レートの上昇を事前に防ぎ、安定的な貿易を促進し、輸出指向型産業の発展にも有効であるのみならず、対外債務の急速な拡大を避けるためには必須である。

バルト諸国のような巨大な経済圏（ユーロ圏）に隣接する小国などを除き通常の国では、通貨固定は過大評価を招きやすく、通貨のミスアラインメントにより通貨危機を引き起こす要因となる。特に通貨を固定することは当該国の金融政策を放棄すること（極端な場合はカレンシーボード制やドル化）である。従って、適宜為替相場を調整できる柔軟な通貨制度、あるいは「中間的」な為替制度の採用が適切な場合が多いと考えられる。但し、この場合、通貨投機を防止するための短期資本の取引制限など一定の資本取引制限が必要となろう。これにより、国内の金融政策の自由度をある程度確保することができる。金融政策の自由度が確保されれば、政策金融機関の有効性が増加することになる。

5. 外資と産業投資

国内資本の蓄積は、途上国、特に農業社会が中心のアフリカなどの低所得国では、短期に達成することはできない。従って、発展資金源としては国際機関や二国間援助など公的支援に加え、直接投資の果たす役割は大きい¹⁵⁶。産業の振興には長期資本の流入として位置づけられる外国直接投資(FDI)があるが、これも新規投資として受入国の資本蓄積に貢献するのみならず、技術の向上や雇用促進の面では経済発展に有効である。東アジアの経済発展はFDIなしには達成されなかったと言える。ただし、投資された企業の継続性のためには、一定のインフラ環境整備が必要となる。

直接投資が有効であっても、途上国への新規投資が増加し、その資本が長期にわたり投資受入国の生産的投資に回るようなシステムの構築が必要であり、実需に伴う為替取引の自由化を進める一方、為替取引や資本取引の制限が必要となる。そもそも資本取引を自由化し、その資本を海外に自由に引揚げるようなシステムを早い段階に導入すると、早急なりターンを求め、流入した資本は定着しないばかりか、引揚げ時に通貨安を通して為替の変動（下落）を通して対外債務の拡大を引き起こす。東アジア諸国が実施しているようなFDIの有効な活用と資本取引規制、とりわけ短期資金の流出入を厳格に実施した上で国内再投資を奨励するシステムの確立が検討されるべきであろう。

¹⁵⁶ 途上国における資本の拡大の方法としてWilliamson[2005]は、自国通貨による海外市場での債券発行を挙げている。しかし、この方法では、当該国が資本・金融自由化を実施したうえで、外貨リスクを海外投資家に負わせただけであり、突然の資本流出による国際収支危機に陥る可能性は依然として残る。また、そうした債券の信用度は低いため、相当のプレミアムを上乗せする必要がある、結局当該国の負担は大きなものになる。

VI. 結論

途上国の長期的な経済発展には様々な条件が必要である。特に産業の高度化に必要な資金を安定的に供給する金融システムの確立や流入した長期資本の国内で有効に投資させる必要がある。一般的には資本自由化し、当該国に外資が流入することは、貯蓄・投資バランスの改善に繋がり、中長期的な生産基盤への投資が行われる可能性はあるものの、実際には当該国の貯蓄・投資に必ずしも繋がっていない。その一方で、先進国、途上国とも短期に資金が流出すると為替相場や国際収支の安定性に大きな影響を与え、ひいては安定的な経済運営が困難になる¹⁵⁷。海外との金融取引が自由化されると、①外国企業の収益をそのまま海外に流出させる可能性が高まること、②為替売買による為替変動リスク、③国際収支の利益・配当の流出、国際的な合併・買収(M&A)の動きに伴う急激な資本収支の変動とそれに伴う為替レートへの影響などから大幅な経済変動要因となるため、望ましくない。経済規模の大きい日本のような先進国でも、資本取引及び金融自由化による金融政策及び経済運営に困難をもたらし、バブルの生成・崩壊を経て、「失われた10年」を経験することとなった。近年では、IT技術の進歩により瞬時に国際間の大量な資金の移動が可能となっているため、相当な所得水準に達した先進国においても、一層資本の流出入には慎重な対処が求められている。「早すぎる」金融取引・金融自由化は経済発展に望ましくないのみならず、当該国の政策の自由度を奪うことになる。

したがって、途上国が先進国水準に到達するまでの段階において、中長期にわたる安定的な経済成長を達成するためには、原則的に為替取引を実需に基づくものに限定し、資本取引は長期資本としての外国直接投資の流入のみを認め、短期資本の流出入を規制することは、国内経済政策の自由度を高めるためには必要不可欠であろう。

途上国にとっては、先進国水準に達するまで為替・金融取引も基本的に製造業への新規投資などに向けた資金需要以外は外国から資金を導入することを避け、先進国の水準に達するまで資本移動と金融資本の自由化を抑制することで経済政策の自由度を確保することが重要である¹⁵⁸。これは、現在の中国、かつての日本(1970年代まで)の政策によってその有効性が実証されている。また、既に資本取引や金融自由化によってグローバル資本の流出入により危機が発生した場合には、マレーシアが実施したような為替取引・資本取引の制限を導入し、漸進的な金融セクターの改革を行うことが必要である。さらに、今後、国際機関(IMF、WTO等)は、途上国、中でも低所得国の安定的成長のためには、資本取引・金融市場の自由化、金融機関の民営化や対外開放自由化を経済プログラムとして積極的に当該国に適用することは控えるべきであろう。

途上国の安定的経済発展を実現するためには、①人的資源の向上による習得能力の向上、②国内貯蓄率上昇、③国内資本の充実と手段としての外国直接投資(FDI)の活用などが重要である。但し、FDIを有効活用するためには、「新規投資」(greenfield investment)を中心として、外為取引の管理体制を確立し、大幅な資本流出を防止することが重要である¹⁵⁹。また、国内貯

¹⁵⁷一般的に途上国を含めた各国の資本自由化、金融自由化を推進することは、基軸通貨国、すなわち米国の「双子の赤字」のファイナンスには有利であるが、途上国の発展にはむしろ阻害要因となりうる。

¹⁵⁸先進国になっても、日本の経験で示されるように基軸通貨ドルをもつ米国以外では資本金融自由化は、相当なリスクを伴う。

¹⁵⁹現在の途上国は中国のように、資本取引を制限しながら外国直接投資を資本蓄積と投資増加の手段として活用することが安定的な経済成長への道と考えられる。

蓄率の向上とその有効な活用のために、戦後日本の築いてきた貯蓄を投資に回す財政投融资のようなスキームを確立し、それを積極的に活用することが重要であろう。その意味で、国内貯蓄制度と政策金融機関の果たす役割は大きい。従って、今後国際機関は国内資本の有効活用を推進するため政策金融機関の役割を積極的に評価し、中長期的な成長と経済発展のスキームを今後の経済開発プログラムに採用することが望まれる。

以上の事柄を踏まえ、途上国、特に低所得国の安定的な経済発展のためにはどのような新たな経済発展のフレームワークを築くか、そしてその中で金融・資本の活用をどのように国内の投資の増加に結び付けてゆくかを理論的に解明することが、さらなる今後の研究課題となろう。

【参考文献】

- 荒巻健二 (2004a)、「金融グローバリゼーションが途上国の成長と不安定性に及ぼす影響—IMF スタッフによる実証結果のサーベイ—」、国際協力銀行 (JBIC) 開発研究所報 第 18 号、2 月
- 荒巻健二 (2004b)、「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 (JBIC) 開発研究所報 第 21 号、11 月
- 伊藤光利 (2002) 「長期超低金利政策の政治経済学」、『平成バブルの研究 (下)』(村松岐夫、奥野正寛編) 第 15 章
- 大野健一、ロナルド・マッキノン (1998) 『ドルと円—日米通商摩擦と為替レートの政治経済学』、4 月、日本経済新聞社
- 大田英明 (2005) 「IMF・世銀の分析フレームワークと経済プログラム—必要とされる「現実的」分析モデル」、『愛媛経済論集』第 24 巻第 3 号、10 月
- 大田英明 (2006) 「最近の IMF・世界銀行の『改革』と課題—必要とされるブレトンウッズ機関の本質的な見直し—」、『愛媛大学法文学部論集 総合政策学科編』第 20 号 2 月
- 大田英明 (2006) 「資本取引・金融自由化と経済発展—新しい成長のパラダイム—」、『愛媛経済論集』第 25 巻第 2,3 号、8 月
- 奥田英信(2000) 『ASEAN の金融システム：直接投資と開発金融』、6 月 東洋経済新報社
- 加藤 出 (2001) 『日銀は死んだのか?』、11 月、日本経済新聞社
- 上川龍之進 (2002) 「バブル経済と日本銀行の独立性」(第 3 章)、『平成バブルの研究 (上)』、3 月、東洋経済新報社
- 経済産業省 (2005) 『通商白書』2005 年版、経済産業省
- 小宮隆太郎 (1994) 『貿易黒字・赤字の経済学—日米摩擦の愚かさ』 東洋経済新報社
- 齊藤 啓 (2005) 「FTA による金融サービスと資本の自由化」、国際協力銀行 (JBIC) 開発研究所報 第 25 号、7 月
- 榊原英資 (2001) 「1990 年代の日米の経済政策をめぐる対立と協調」『日本の金融危機：米国の経験と日本への教訓』第 7 章、8 月 東洋経済新報社
- 貞廣 彰 (2005) 『戦後日本のマクロ経済分析』7 月、東洋経済新報社
- 地主敏樹、黒木祥弘、宮尾龍蔵 (2001) 「1980 年代後半以降の日本の金融政策：最策対応の遅れとその理由」『日本の金融危機：米国の経験と日本への教訓』第 5 章、8 月 東洋経済新報社
- 中西 寛 (2002) 「長期超低金利政策の政治経済学」、『平成バブルの研究 (下)』(村松岐夫、奥野正寛編) 第 17 章

- 村松岐夫、奥野正寛（編）（2002）、『平成バブルの研究（上）（下）』、3月、東洋経済新報社
- 福味 敦、西島章次（2005）、「ラテンアメリカにおける制度能力と直接投資」、『開発金融所報』2005年5月 第26号、37-49頁
- 南 亮進、牧野文夫（2002）、『日本の経済発展[第3版]』東洋経済新報社、2002年2月
- 吉富 勝（2004）、「危機後のアジア経済：成長パターンの変化と外貨準備の急増」『経済セミナー』No.589、2004年2月号、日本評論社
- Agenor, Pierre-Richard (2003), “Benefits and Costs of international Financial Integration: Theory and Facts”
- Aghion, Philippe, D. Comin and P. Howitt (2006), “When Does Domestic Saving Matter for Economics Growth?”, *NBER Working Paper* No.12275, June
- Aizenman, Joshua(2002), “Financial Opening: Evidence and Policy Options”, *NBER Working Paper* No.8900, April
- Aizenman, Joshua(2005), “Financial Liberalization s in Latin America in the 1990s: A Reassessment”, *NBER Working Paper* No.11145, February
- Arteta, Carlos, Barry Eichengreen, and Charles Wyplosz (2001), “When Does Capital Account Liberalization Help Liberalization more than it Hurts?”, *NBER Working Paper* No.8414, August
- Bakaert, Geert, Cambell R. Harvey and Christian Lundblad (2005), “Does Liberalization Spur Growth?,” *Journal of Financial Economics*, Vol179, No.1, July
- Barro, R(1990), “Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth”, *Journal of Political Economy*
- Bhagwati, Jagdish (1998), “The Capital myth: The difference between trade in widgets and dollars”, *Foreign Affairs*, May/June
- BIS (2004), “Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies”, Committee on the Global Financial System, March
- Bonfiglioli, Alessandra(2005), “How Does Financial Liberalization Affect Economic Development?”, Semiar Paper No.736, Insitute for International Economic Studies, Stockholm University, September
- Bosworth, Barry and Collins, Susan M. (1999), “Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving ad Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*: 2
- Bradford, Jr. Colin I.(2004), “Beyond the Washington Consensus: Searching for a New Vision on Growth and Equity in Latin America”, *Final Task Force Report*, Post-Washington Consensus Task Force, Center for Strategic and International Studies, May
- Calvalho, Bernardo S de M. and Marcio G .P. Garcia(2006), “Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Amrkets: Brazil in the Nineties”, *NBER Working Paper* No.12283, June
- Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart. "Fear Of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, 2002, v107(2,May), 379-408.
- Demirguc-Kunt,A and Detragiache,E(1998), “Financial Liberalization and Financial Fragility”, *Policy Research Working Paper* No.1917, The World Bank, May

- Dhingra, Sonal (2004), "Equity Market vs. Capital Account Liberalization: A Comparison of Growth Effects of Liberalization Policies in Developing Countries", July
- Easterly, W., Islam, R and Stiglitz, J.E.(2000), "Explaining Growth Volatility", The World Bank, January
- Easterly, William (2000), "The effect of IMF and World Bank programs on poverty", December
- Easterly, William (2001), "The Lost Decades: Developing Countries' Stagnation in Spite of Policy Reform 1980-1998", February
- Easterly, William and Levine, Ross (2001), "It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models", March
- Easterly, William (2002), "What did structural adjustment adjust?: The association of policies and growth with repeated IMF and World Bank adjustment loans", Center for Global Development, Institute for International Economics, August
- Easterly, William (2006), "The White Man's Burden", The Penguin Press, N.Y.
- Edison, H.J., Klein, Michael W., Ricci, Luca A. and Sloek, Torsten(2002), "International Financial Integration and Economic Growth: Survey and Synthesis", *IMF Working Paper* No.145
- Edison, H.J., Klein, Michael W., Ricci, Luca A. and Sloek, Torsten(2004), "Capital Account Liberalization and Economics Performance: Survey and Synthesis", *IMF Staff Papers* Vol.51 No.2
- Edwards, Sebastian(2001), "Capital Flows and Economic Performance: Are Enemerging Economies Different?", *NBER Working Paper No.8076*, January
- Eichengreen, Barry(2002), Capital Account Liberalization: What do the Cross-Country Studies Tell Us?", *World Bank Economic Review*, March
- Eichengreen, Barry and Leblang, David(2003a), "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahatir Right?", *International Journal of Finance and Economics*, 8
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann and Ugo Panizza (2003b), "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters", *NBER Working Paper* No. 10036, October
- Englund, Peter (1999), "The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences," *Oxford Review Economic Policy*, Vol.15, No.3
- Fischer, Stanley (1997), "Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF," at the IMF Seminar "Asia and the IMF", September 19
- Fischer, Stanley (1998a), "The IMF and the Asian Crisis", Lecture at the UCLA, 20 March
- Fischer, S. (1998b), "The Asian Crisis and the Changing Role of IMF", in *Finance and Development*, June
- Fischer, S. (2000), "The Role of IMF", Presentation to the IFIAC Commission (Meltzer Commission), February 2
- Fischer, S. (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?"
Delivered at the Meetings of the American Economic Association New Orleans, January 6
- Frankel,Jeffery,A.(2003), "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging

- Economies”, *NBER Working Paper* 10032, October
- Fratzcher, Marcel and Bussiere, Matthieu(2004), “Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-Run Pain?”, ECB Working Paper No.348, April
- Glick, Reuven, Guo, Xueyan, and Hutchison, Michael(2004), “Currency Crises, Capital Account Liberalization, and Selection Bias”, June
- Husain,A, Mody,A., and Rogoff,K. (2004), “Exchange Regime Durability and performance in Developing versus Advanced Economies”, *NBER Working Paper*, August
- IMF (2002a) “A Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Reflection and Future Work“, February 14
- IMF(2002b), “The New Approach to Sovereign Debt Restructuring: Setting the Incentives Right”(March 1)
- IMF (2003a), ”Evaluation Report on Fiscal Adjustment in IMF-Supported Programs” , IEO September
- IMF (2003b), “Progress Report to International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution,”September 5
- IMF (2003c), ”Operational Guidance on the New Conditionality Guidelines”, May 8
- IMF (2003d), “The IMF and Recent Capital Account Crises – Indonesia, Korea and Brazil” Independent Evaluation Office(IEO), September
- IMF (2003e), “Lessons from the Crisis in Argentina “Policy Development and Review Department, October 8
- IMF (2003f), “IMF Survey” (Vol.32 No.32 December 15)
- IMF (2003g), “IEO Annual Report 2003”
- IMF (2004a), “Strengthening IMF-World Bank Collaboration on Country Programs and Conditionality—Progress Report”, February 24,
- IMF (2004b), ”Crisis Resolution: What the Fund is Doing” Keynote Address by A. O. Krueger, First Deputy Managing Director, June 22
- IMF (2004c), “Biennial Review of the Implementation of the Fund’s Surveillance and of the 1977 Surveillance Decision- Content of Surveillance”, July 2
- IMF (2004d), “Biennial Review of the Fund’s Surveillance – Overview; Modalities of Surveillance; Content of Surveillance; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion”, August 24
- IMF(2004e), “Policy Monitoring Arrangement”, Policy Development and Review Department, September 8
- IMF (2004f), “The International Monetary Fund and Jordan: Issue Paper”, IEO, Nov.19
- IMF(2004g), “Macroeconomic and Structural Policies in Fund-Supported Programs: Review of Experience” , Policy Development and Review Department, Nov.24, 2004, (p.55)
- IMF (2004h), “The IMF’s Approach to Capital Account Liberalization: Issues Paper/Terms of Reference for an Evaluation by the IEO”, September 15
- IMF(2004i), “The IMF and Argentina, 1991-2001” Independent Evaluation Office, October
- IMF (2004j), “Annual Report 2004”, Independent Evaluation Office, December

- IMF(2005a) "IMF Executive Board Discusses Program Design", PIN No.05/16, February 8
- IMF(2005b) "Executive Board Discusses Review of the Conditionality Guidelines" (IMF PIN No.05/52, April 15,
- IMF(2005c) IEO "Report on the Evaluation of the IMF's Approach to Capital Account Liberalization", April 20
- IMF(2005d), "Implementation of the Policy Support Instrument", the Policy Development and Review and Legal Department, September 2
- IMF(2005e), "Financial Sector Assessment A Handbook(Chapter 12: Sequencing Financial Sector Reforms),[IMF and World Bank], September 29
- IMF(2005f), "World Economic Outlook: Building Institutions," September
- IMF(2005g), "Statement by IMF Managing Director Rodrigo de Rato on the Work Program of the Executive Board November 9" Press Release No.05/263, December 1
- IMF(2005h), IEO "Evaluation Report : IMF Support to Jordan, 1989–2004", December 6
- IMF(2006), "World Economic Outlook", April
- Ishii, Shogo and Harbermeier, Karl (2002), "Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability", IMF Occasional Paper 211, April
- Johnston, R. Barry (1998) "Sequencing Capital Account Liberalization", IMF *"Finance & Development"* Vol.35 No.4 ,December
- Kaminsky, Graciela Laura and Schmukler, Sergio L.(2003), "Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization", IMF Working Paper No.03/34
- Klein, Michel W.(2003), "Capital Account Openness and the Varieties of Growth Experience," *NBER Working Paper* No.9500, February
- Klein, Michel W. and Giovanni P. Olivei (2006), "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth", February
- Kraay, Arat (1998), "In Search of the macroeconomic Effects of Capital Account Liberalizations, World Bank
- Kraay, Arat (2000), "Do High Interest Rates Defend Currencies During Speculative Attacks?" *World Bank Policy Research Working Paper* No.2267, January
- Killick, Tony (2002), "The 'Streamlining of the IMF Conditionality: Aspirations, Reality and Repercussions", Overseas Development Institute, London, April
- Krugman, Paul(1979), "A Model of Balance of Payment Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 11.August
- Krugman, Paul(1994), "The Myth of Asia's Miracle", *Foreign Affairs*, November/December
- Krugman, Paul(1998), "An Open Letter to Prime Minister Mahathir", Sept. 1
- Loayza, N., P.Fajnzylber and C.Calderon(2004), "Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations and Forecasts", Central Bank of Chile Working Papers 265
- Magud, Nicolas and Rreihart, Carmen M.(2006), "Capital Controls: An Evaluation", *NBER Working Paper* 11973, January
- McKinnon, Ronald and Pill, Huw (1997), "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing",

American Economic Review 87: 189-93

- McKinnon, Ronald and Pill, Huw (1999), "Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing", *Oxford Review of Economic Policy* 15(3): 19-39
- Obstfeld, Maurice (1986), "Rational and Self-fulfilling Balance of Payments Crises", *American Economic Review*, 76 72-81, 1986
- Obstfeld, Maurice, Shambaugh, Jay C., and Taylor, Alan C. (2004), "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility", NBER Working Paper 10396, March
- OECD, "Policy Coherence Towards East Asia: Development Challenges for OECD Countries", November
- Pitchet, Lant(2006), "The Quest Continues", *Finance and Development* Vol.43 No.1, March
- Prasad, Eswar , K.Rogoff, S.Wei and M.A.Kose (2003), "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence" IMF Occasional Paper 230, March
- Quinn, Dennis (1997), "The Correlates of Change in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, Vol91, No.3, September, pp.531-551
- Quirk, Peter and Owen, Evans (1995), "Capital Account Convertibility-Review of Experience and Implications for IMF Policies", IMF Occasional Paper 131
- Rajan, Raghuram and Subramania, Arvind (2005), "Aid and Growth: What Cross-Country Evidence Shows?", IMF Working Paper WP/05/127, June
- Rajan, Raghuram (2006), "Foreign Capital and Economic Growth", Presentation at a Conference Organized by the Federal Reserve Bank of Kansas City, August 25 (Economic Counsellor and Director of the Research Department of IMF)
- Reinhart, Carmen M. and Rogoff, Kenneth S.(2002), "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *NBER Working Paper* No.8963, June
- Rodrik, Dani(1998), "Who Needs Capital-Account Convertibility?", in Peter Kenen ed. *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility Essays in International Finance* No.207, International Finance Section, Princeton University, May 1998
- Rogoff, Kenneth.(2002), "An Open Letter to Joseph Stiglitz", IMF Web, July 2
- Romer, Paul(1986), "Increasing Returns and Long Run Growth", *Journal of Political Economy*, Vol.94, No.5, October 1986
- Rubin, Robert E. and Weisberg, Jacob (2003) , " In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington", Random House
- Singh, Ajit(2002), "Capital Account Liberalization, Free Long-term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development", ESRC Centre for Business Research, *University of Cambridge Working Paper* No.245, December
- Singh, Anoop, and others (2005), " Stabilization and Reform in Latin America", *IMF Occasional Paper* 238, IMF, February
- Singh, Anoop and Collyns, Charles (2005), "Latin America's Resurgence", *Finance and Development*, IMF, December

- Sole, Juan (2004), "Interest Rate Differences of Currency Pegs" IMF WP/04/85, May
- Stiglitz, Joseph. E. (1991), "Government, Financial Markets, and Economic Development", *NBER Working Paper*, No.3669, April
- Stiglitz, Joseph. E. (2000a), "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability", *World Development*, Vol28, No.6, pp.1075-86
- Stiglitz, J. E.(2000b), "What I learned at the World Economic Crisis", *The New Republic* April 17
- Stiglitz, J. E.(2002),"Globalization and Its Discontents", W.W.Norton
- Stiglitz, J. E.(2004a), "Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.20, No.1
- Stiglitz, J. E.(2004b), "Post Washington Consensus Consensus", Paper Presented at Barcelona , Initiative for Policy Dialogue, September 24
- Stiglitz, Joseph E. and Charlton, Andrew (2005), "Fair Trade for All: How Trade Can Promote Development", Oxford University Press, January
- Stiglitz, J. E., J.A. Ocampo, S. Spiegel, R.Ffrench-Davis and D. Nayyar(2006), "Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Growth", Oxford University Press, August
- Vlachos, Jonas and Waldstroem, Daniel(2005), "International Financial Liberalization and Industry Growth", *International Journal of Finance and Economics*, No.10, 263-284
- World Bank(2004), "From Adjustment Lending to Development Policy Lending: Update of World Bank Policy", August, <http://web.worldbank.org>
- World Bank (2005a), "Review of World Bank Conditionality: Issues Note" January 24,
- World Bank (2005b), "Good Practice Note for Development Policy Lending: Development Operations and Program Conditionality in Fragile States", June 7
- World Bank(2005c), "Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reforms"
- Williamson, John (2002), "Did the Washington Consensus Fail?", remarks at the Center for Strategic & International Studies, November 6
- Williamson, John (2004), "The Washington Consensus as Policy Prescription for Development" , January 13
- Williamson, John (2005)," Curbing the Boom-Bust Cycle Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets", Institute for International Economics(IIE), Policy Analyses in International Economics 75, July
- Yoshitomi, Massaru and Ohno, Kenichi(1999), "Caital-Account Crisis and Credit Contraction: The New Nature of Crisis Requires New Policy Responses", Working Paper Series No.2, *ADB Institute*, May
- Zagha, R, Nankani,G. and Gill, I(2006), "Rethinking Growth", *Finance and Development* Vol.43 No.1, March