

エマ - ジング市場の登場とドル体制 世界銀行の役割と機関投資家

奥 田 宏 司

はじめに

本稿は前稿¹⁾に引き続き、1990年代における国際金融のパラダイム (= 90年代のドル体制) を構想する作業の一環である。90年代にアメリカの経常収支赤字は歴史的なものになっていったが、それをはるかに上回るアメリカへの資金流入がその赤字をファイナンスしつつ、ファイナンスを上回る多額の資金流入 (= 「投資余剰」) はアメリカから世界各国・地域への投資となって、ドルによる国際信用連鎖が90年代にアメリカによって形成されていった。前稿ではその事態をドル体制の「回復」局面への移行と呼んだ。

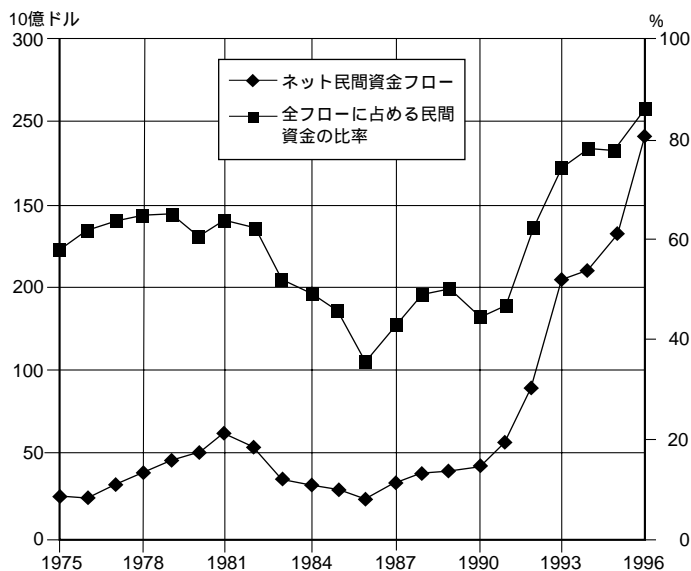
本稿ではドルによる国際信用連鎖形成のうち途上国への投資を扱い、90年代のはじめに10数カ国の途上国が国際金融市場へ「統合」されていき、エマージング市場と呼ばれる市場が登場してきたこと、また、エマージング市場の登場には当該国の金融改革はもちろん、世界銀行の政策確立と途上国へのその「奨励」 (= 「圧力」) があったこと、さらには、先進各国の機関投資家こそがエマージング市場における主たる投資主体であったことを確認したい。

本稿における個々の事象、論点はすでに明らかになっている部分が多い。しかし、これまでの文献・論文等においては、それらの事象、論点を1990年代のドル体制の構造と結びつけることはほとんどなされていない。したがって、それらを90年代におけるドル体制の構造の一部として体系化することが本稿の課題である。

・ 途上国への投資とエマージング市場の登場

1990年代のはじめから途上国への民間資金のフローが増加したことについては多くの著書・論文で触れられており、本稿では詳細に見る必要はない。論述に必要なかぎりですべていこう。しかも、本稿ではエマージング市場の登場に際しての世界銀行の役割を指摘することが課題の

第1図 途上国への民間資金フロー



出所：World Bank, *Private Capital Flows to Developing Countries, The Road to Financial Integration*, 1997. p.10.

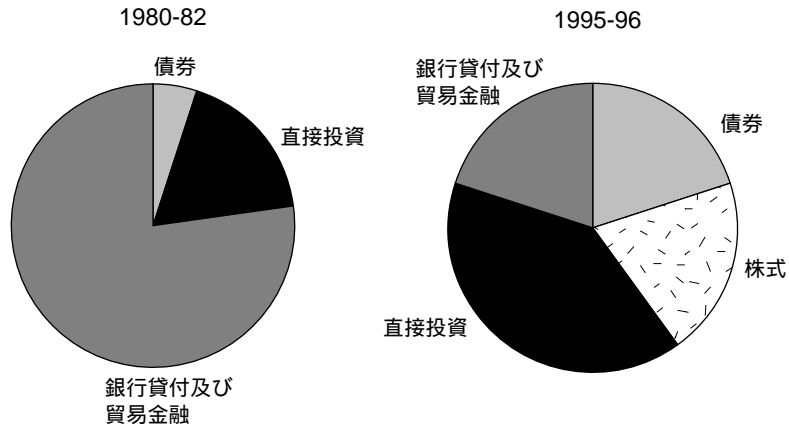
1つなっているから世界銀行の資料を中心に使って見ていこう²⁾。

第1図は途上国へのネットでの民間資金のフロー額と全資金フローに占める民間資金の比率を示している。90年に500億ドル弱であった民間資金のフローは93年には3倍以上にのぼり、96年には2400億ドルにも急速に増加している（韓国を入れると2650億ドル³⁾）。しかも、途上国への資金フローのうち、民間資金が90年に40%強であったのが、93年には実に80%弱へと急速に比率を高め、96年には80%を越えるにまでになっている。公的資金はほとんど伸びていないのである。かくして、90年代前半期に途上国は全世界の民間資金の重要な受け入れ国になった。直接投資では途上国の比率は90年には15%であったのが、96年には40%、株式投資の途上国の比率は10年前は2%であったのが、96年には30%に上昇したのである⁴⁾。

しかも、民間資金の性格が大きく変化している。第2図を見られたい。80年代初頭には民間資金の4分の3以上が銀行貸付と貿易金融で、直接投資が約20%、証券投資は数%にすぎなかったが、90年代中期には直接投資が約45%、証券投資が約40%と比率が大きく伸び、銀行貸付は20%弱に落ち込んでいる。こうした、変化と関連して債務主体も70年代、80年代の公的部門から90年代には民間部門へと変わり、途上国への民間資金フローのうち公的部門の債務は5分の1以下にまで低下した。そして、資金フローのほとんどが市場チャンネルを通じてなされるようになった⁵⁾。

以上のように90年代に途上国の民間部門へ向かって世界の民間資金がかつてない規模で流

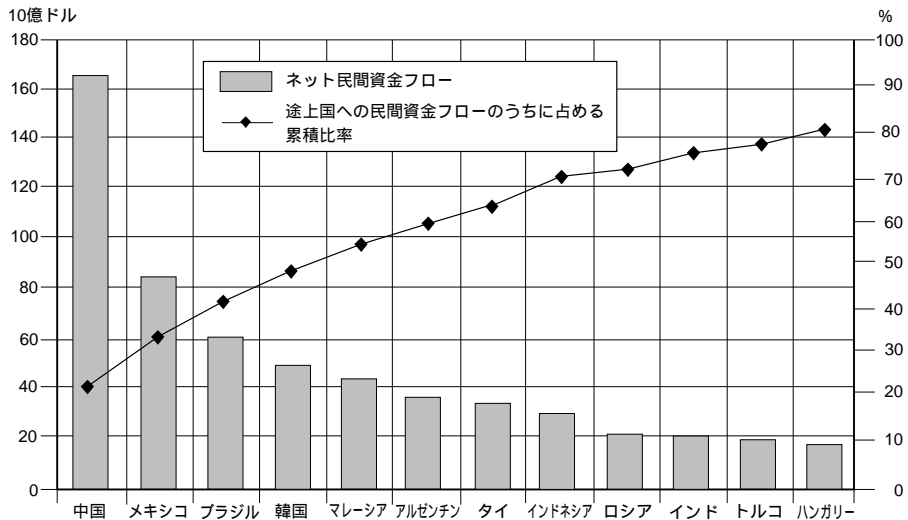
第2図 途上国への民間資金フローの構成



出所：Ibid., p.11.

れ込んでいったのであるが、このような事象を指してエマ - ジング市場の登場といわれる。しかし、大事なことは資金流入額、スピードは途上国毎に異なっており、途上国、市場移行国のなかでも10数カ国が流入した民間資金の約80%を吸収していることである（第3図参照）。したがって、エマ - ジング市場といっても第3図に記されている諸国が中心となっているのである。IMFはエマ - ジング市場という場合、途上国、市場移行諸国に香港、中国、イスラエル、韓国、シンガポール、台湾を加えた諸国の市場を言っているが、IMFのこの使い方はIMFの文書が言うように、かなり広い規定であり⁶⁾、「Emerging Markets」という用語は「Mature

第3図 数カ国への民間資金フローの集中



出所：Ibid., p.12.

Markets」という用語と対になっている。それ故、先進国市場以外の市場のほとんどがエマージング市場に入れられているのである。

しかし、これまで見てきたことから、エマージング市場に関する上のIMFの規定とは異なり、途上国、市場移行諸国のうちで大量の民間資金の流入出が見られる10数カ国に加えて、それに迫る諸国の市場をエマージング市場と規定するほうが厳密であろう。また、エマージング市場といわれる場合、生成されつつある証券市場のことを指している場合があるが、証券市場に限定せず、先進諸国の市場以外で広く民間資金が流入出する諸国の市場を意味する方が現

第1表 途上国、市場移行国の国際金融市場への統合の度合

1985-87		1992-94	
Korea	High	Thailand	High
Malaysia	High	Turkey	High
Thailand	Medium+	Brazil	High
Cameroon	Medium+	Argentina	High
India	Medium	Korea	High
Colombia	Medium	Indonesia	High
Niger	Medium	Malaysia	High
Kenya	Medium	Mexico	High
Papua New Guinea	Medium	Hungary	High
Indonesia	Medium	Ghana	High
Mexico	Medium	Chile	High
Egypt	Medium	Pakistan	High
Chile	Medium	Philippines	High
Sri Lanka	Medium-	Mauritius	Medium+
Philippines	Medium-	Panama	Medium+
Côte d'Ivoire	Medium-	Colombia	Medium+
Ecuador	Medium-	Jamaica	Medium+
Mauritius	Medium-	India	Medium+
Morocco	Medium-	Peru	Medium
Pakistan	Medium-	Papua New Guinea	Medium
Nigeria	Medium-	Morocco	Medium
Turkey	Medium-	Zimbabwe	Medium
Tunisia	Medium-	Côte d'Ivoire	Medium
Uruguay	Medium-	Uruguay	Medium
Zimbabwe	Medium-	China	Medium
Argentina	Medium-	Sri Lanka	Medium-
Trinidad and Tobago	Low	Suriname	Medium-
Panama	Low	Swaziland	Medium-
Zambia	Low	Honduras	Medium-
Nicaragua	Low	Paraguay	Medium-
Venezuela	Low	South Africa	Medium-
Myanmar	Low	Trinidad and Tobago	Medium-

出所：Ibid., p.18.

在では適当であろう。世銀が行なっている以下の分析は、そのことの重要性を明示している。

世銀は途上国の国際金融市場への「統合」の度合いを測定する基準として3つの基準を作り、それに基づいて各国ごとの国際金融市場への「統合」の度合いを示している(第1表)。世銀の言う3つの基準は、第1に国際金融市場へのアクセスである。これは、*Institutional Investor Survey* が行なうカントリー・リスクの評価によって測られる。評価20以下は「low」、50以上が「high」、その中間が「medium」である。第2は海外民間資金の取り入れが基準である。これはGDPに対する民間資金の流入比率によって測られる。しかし、金融統合は「市場との結び付き」を示す概念であるから、民間資金といっても市場性の強い資金が加重に計測され、証券投資が5、銀行借入が3、直接投資が1として計算される。このような加重平均で、民間資金の流入額が対GDP比率で10%以下の国は「low」、20%以上の国が「high」、その中間が「medium」とランクされるのである。第3の基準は途上国が取り入れる資金の多様性の水準である。流入資金の構成は、金融統合に対して種々

の影響を与えるから重視されるのである。直接投資，証券投資，銀行借入の3形態でバランスのとれた資金取り入れが「統合」度が高いとされるのである。しかも，3つの形態毎にいくつかのタイプの資金に区分され，各タイプの資金が全体の資金の5%を上回る国は「high」，2つのタイプの資金が5%を上回る国が「medium」とランクされるのである⁷⁾。

以上の3つの基準によって，世銀は第1表のように途上国，移行諸国等を区分し，80年代後半には「High」と評価された国は韓国とマレーシアしかなく，「Medium」はタイ以下24カ国で，「Low」と評価される国は39カ国であったとした。そして，90年代前半には「High」と評価される国がタイ，トルコ，ブラジル，韓国以下あわせて13カ国に増加し，「Medium」はマウーリシャス以下26カ国（中国も含む），「Low」と評価される国は28カ国になったとしたのである⁸⁾。

もちろん，世銀のこれらの基準は絶対的なものではなく，1つの手法であろうが，途上国等の国際金融市場への「統合」の一応の目安になるものであろう。第3図によって先に見たように10数カ国（中国を除き，3つの基準により統合度が「High」と見なされた諸国とおおよそ重複）が途上国全体の約80%の民間資金を取り入れていることと，この分類成果をふまえて，われわれは，世銀によって「High」と評価された10数カ国の諸国とそれらの次にランクされる諸国の市場が90年代はじめに国際金融市場へ統合されつつあるエマージング市場として登場したこと（＝これらの市場がドル体制のなかへ組み込まれていったこと）を確認することができる。したがって，以下でエマージング市場という場合，IMFの規定ではなく，上の意味での国際金融市場へ統合されつつある途上国，市場移行国の市場に限定する。しかし，これらのエマージング市場は，国際金融市場に統合されつつあると言っても，後に少しふれるが，「限界市場」的性格を払拭しきれていないといえる。

・途上国の開発競争と海外資金の取り入れ 途上国における金融改革

それでは，なぜ90年代はじめにエマージング市場が登場したのであろうか。それには，エマージング市場国側の事情とIMF・世界銀行等の国際機関による自由化・国際化の「奨励」＝圧力，さらには，国際的な過剰資金の存在の変化が起因しているであろう。本節では，エマージング市場国における金融改革について論じたい。

（1）ブレイディ構想後のメキシコにおける金融改革

途上国へ再び民間資金が流入し，エマージング市場が登場してくるには80年代の途上国債務問題の「解決」が前提であった⁹⁾。とりわけ，ラテン・アメリカにおいてはそうであった。ベーカー米財務長官の「メニューアプローチ」（87年）の手法を利用した89年のブレイディ構

想による債務削減は、貸付銀行の大きな損失を伴いながらも、リスケジュール等の困難な債務交渉から銀行、途上国双方を「解放」した。しかし、途上国は債務削減によって銀行からの借り入れを期待できなくなり、経済再建のためには、海外からの資金導入よりも国内資金の有効利用に頼らざるをえなくなった。したがって、途上国では国内金融改革が進められていくことになる。また、「メニューアプローチ」以後の債務の株式化、世界の証券化の影響が途上国へ及び、これらがあいまってブレイディ構想後の途上国への証券投資の増大、途上国証券市場の発展の素地を形成していく。

80年代末からの途上国金融改革の実情は各国ごと異なるが、メキシコの例を片岡尹氏によりながら簡潔に見ておこう。80年代の債務危機の時代にメキシコは激しいインフレーションに襲われ、実質金利がマイナスになり国内貯蓄の海外への流出を招くとともに、インフォーマル市場が拡大し、そこでは規制金利より高い金利が提供されていた。かかる状況のなかで88年に抜本的な金融改革が実施される。それはメキシコ中央銀行によると、「インフォーマル市場から資金を引き付け、民間部門に信用を提供するため、銀行に競争力のある金融手段を与えることであった」¹⁰⁾。具体的には、1) 商業銀行によるB A発行を金額の制限なしに許す。C Pの裏書譲渡も同様である。2) B Aの流通市場での価格維持のために銀行のレポ取引を認可する。3) B A取引、C P取引から生じた債務は法定準備を免除する等である。また、89年には民間貸出規制が撤廃され、預金金利も完全に自由化された¹¹⁾。

さらに、銀行の再民営化が89年末から実施されていく。メキシコは82年に2行を除いたすべての銀行を国有化した。競争力ある、また効率的な金融システムの形成に貢献するとして

第2表 メキシコへの証券投資(フロー)

(10億ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994
株式市場	2.0	6.3	4.8	10.7	4.1
債券					
ペソ建		3.4	8.1	7.4	-2.2
外資建	1.4	3.0	5.1	10.8	6.3
構成(%)	Jan91				
CETES	41.1	54.0	64.3	70.2	12.4
Bondes	47.0	13.3	8.7	3.9	0.1
Tesobonos	0.5	4.7	1.4	5.9	85.0
Ajustabonos	8.7	27.6	25.6	20.1	2.6
計	3.4	12.8	18.0	28.9	8.2

出所：片岡 尹「メキシコの対外債務と金融改革(2)」大阪市大『経営研究』第49巻第2号(1998年7月)20ページより。原資料はBanco de Mexico, *The Mexican Economy, 1996*, pp.315-317.

再民営化したのである¹²⁾。しかも、銀行の再民営化は銀行株の放出につながり、いわゆるブレイディ・ボンドの発行とともに証券市場の活性化に貢献することになっていく。89、90年には資本市場が海外に開放され、海外からの証券投資が急速に増大していく（第2表）。とくに短期のCETESの比重が高いこと、ドル相場にリンクしたTesobonosが94年に増大していることに注目しておく必要がある。銀行借入に代わって90年代初めに証券投資の形態で再び、外国資金が入ってきたのである。それは国内の金融自由化を前提にしており（その意味で70年代の資金流入とは次元を異にしている）、限界的でありながらメキシコ市場の国際金融・資本市場への「統合」をもたらしたのである。国内の金融自由化、国際化はブレイディ構想にもとづく債務問題の「解決」によって推進されたものであるが、債務問題の「解決」自身が旧債務からの一応の解放ということであり、本格的な構造改革であったのではないから、証券市場への海外資金の流入（とくに、短期のまた、外貨建の流入が多かった）は再び、危機発生の要因を作っていた。メキシコの危機は94年の年末に勃発する。

（2）アジアにおける開発と金融改革

他方アジアにおける金融改革は、80年代債務問題の「解決」とともに、アジアの新たな開発戦略構想によるところが大きい。東アジア諸国での発展過程を「雁行形態的」発展と呼ばれることがある。その表現の当否はともかく、それはアジア諸国によるキャッチアップが日本 - N I E s - A S E A N - 中国・ヴェトナムと連続的、連鎖的に生じていることを言っている。そして、その過程の工業化戦略が「輸出指向工業化」であることもよく指摘される。

それでは、このアジアにおいて見られた輸出指向工業化戦略に基づく「雁行的」と言われる発展はアジアの金融改革においてどのような特徴をもたらしたのであろうか。アジアにおける「雁行形態的」経済発展は、第1にアジア各国間の開発競争を激化させたが、A S E A N 諸国では外国企業（直接投資の受け入れ）がその主要な担い手となった。そのために各国間では「外資導入競争」の様相を呈していく。これは当然、外国企業が進出しやすく、定着しやすい一連の金融・外国為替のインフラストラクチャ整備を強制する。

第2に、アジア各国間の開発競争は次に2つの金融改革競争を促すことになる。1つは国内資金の効率的な動員を図るための改革であり、もう1つは、いかに多くの海外民間資金の導入を図るかの改革である。第3に、アジア各国の輸出指向工業化がいわば上から、政府によって進められたのと照応して金融改革も各国政府、金融当局によって強力に推進されていくことになる。

上に指摘した金融改革の諸特徴を順次見ていこう。第1番目の「外国企業導入競争」であるが、これには各種の外資優遇制度（進出企業に対する租税の減免、部品等の輸入関税免除、自由加工区の設定、港湾、道路等のインフラ整備等）と金融・為替取引の自由化がある。小論で

第3表 アジア所在の日系企業の資金調達

(100万円, %)

		出資者からの		現地金融機関		その他	計	社債
		借入	日本側	からの借入	現地邦銀			
長期 資金	1989	25,458 (9.0)	16,575 (5.8)	144,370 (50.9)	51,585 (18.2)	86,823 (30.6)	256,651 (90.5)	26,830 (9.5)
	1992	25,735 (4.1)	21,912 (3.5)	166,030 (26.7)	45,312 (7.3)	408,808 (45.8)	600,573 (96.7)	20,201 (3.3)
短期 資金	1980	4,332 (2.6)	2,774 (1.6)	156,049 (92.5)	n.a.	8,296 (4.9)	168,677 (100.0)	
	1983	9,367 (6.6)	2,471 (1.8)	131,580 (93.4)	42,894 (30.4)	n.a.	140,947 (100.0)	

出所：徳永正二郎編著『多国籍企業のアジア投資と円の国際化』税務経理協会 1996年、74-75ページより。原資料は通産省『海外事業活動基本調査 海外投資統計総覧』。

は後者について論じることにしよう。

進出企業は進出先において当然種々の金融サービスを受けることが必要であり、また、為替取引を必要とする。進出企業は運転資金の調達はもちろん、長期資金も現地金融機関から取り入れることが多いのである。第3表によると日本のアジア現地法人は89年には長期資金調達の半分を現地金融機関から借り入れている。92年には比率においては低下するが額はやや伸びている。短期資金についての資料はやや古いが、現地法人の短期資金の取り入れはほとんどが現地金融機関となっている。これは短期資金という性格上、90年代においても続いているものと思われる。したがって、海外から直接投資を競って受け入れているアジア諸国は金融市場と金融機関の自由化、効率化を余儀なくさせられる。

そればかりではない。進出企業は親企業、その他の企業と国際的なネットワークのもとに置かれており、それは生産工程ばかりでなく、金融関係においてもそうなのである。したがって、製造業部門における直接投資の受け入れは、外国金融機関の受け入れへと進展していかざるを得ない。マレーシアでは80年代後半から対内直接投資が増大したにもかかわらず、外国銀行に対する規制が存続していたため、進出企業による現地での短期資金調達が困難となり、マレーシア政府は5年間の猶予期間において外国銀行の支店を現地法人化することを条件に外国銀行の進出に対する規制を緩和した(89年)。それによって国内金融部門の金融仲介機能を高めようとしたのである。それとともに、マレーシア政府はオフショアセンターの開設することを決め(90年)、企業が海外から短期資本を調達する道を整備しようとした¹³⁾。

直接投資の受け入れは、さらに、為替取引の自由化をもたらす。現地法人が資本財、中間財等を親企業、関連企業等から購入したり、海外での資金調達、多国籍企業内で資金融通等のた

第4表 タイの投資と貯蓄

(%)

	1987	88	89	90	91	92	93	94
投資 ¹⁾	27.9	32.6	35.1	41.1	42.0	39.6	40.0	40.1
貯蓄 ¹⁾	27.4	30.0	31.6	32.6	33.9	33.9	34.4	34.2
民間部門	21.5	20.8	21.8	20.6	21.1	22.5	22.3	20.0
公的部門	5.9	9.2	9.8	12.0	12.8	11.4	12.1	14.2
経常収支赤字 ¹⁾	-0.7	-2.6	-3.5	-8.5	-7.7	-5.7	-5.6	-5.9

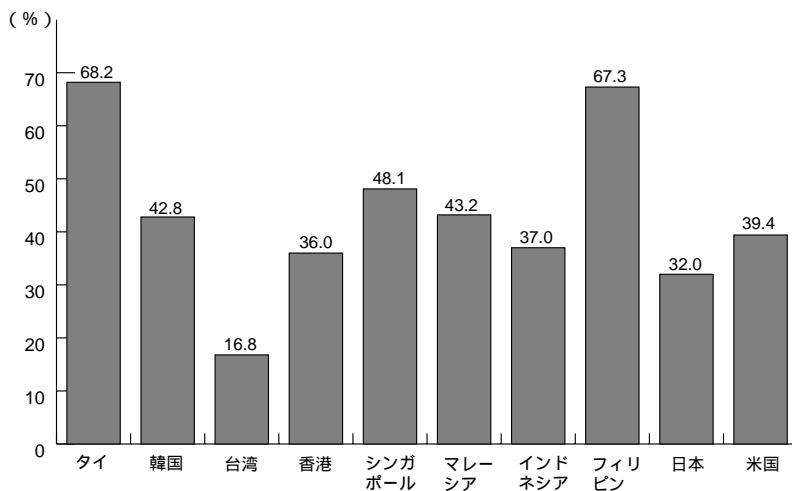
注1) 対GDP比

出所：Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*, June 1995, p.45.

めに常に為替取引が必要となるからである。しかし、多くのASEAN諸国において為替取引規制は長く続いてきた。マレーシアを除きASEAN諸国においてIMF 8条国へ移行するのは80年代末から90年代初めにかけてである。その後、資本取引に関する規制が緩和されつつあるが、なお諸規制が残っている。外国企業の誘致のためには、先に述べた直接的な種々の優遇政策だけでなく、このように金融・為替取引における規制緩和=自由化と金融機関の近代化を必要としたのである。

第2番目は各国間の開発競争から促迫される国内資金動員の改革である。第4表はタイの投資、貯蓄のアンバランスを示している。80年代後半に投資と貯蓄のアンバランス (= 経常収支赤字) は対GDP比率で3%以下であったのが、89年に3.5%、90年には8.5%に高まり、以

第4図 マネーサプライ(M₁)に占める流通通貨の割合(1989年末)



出所：大蔵省財政金融研究所内金融・資本市場研究会編『アジアの金融・資本市場』金融財政事情研究会 1991年、267ページ、原資料はADB “Key Indicators” 日本銀行「国際比較統計」

第5表 タイ都市部における非公式金融利用の理由 (%)

	個人向け 講 組 織	事業向け 講 組 織	小 切 手 割 引
社会的理由	18.5	28.6	
リスク要因	8.2		7.4
利子要因	20.6	34.5	
制度金融の不都合	48.8	26.4	89.9
その他	3.9	10.5	2.7
計	100.0	100.0	100.0

出所：第4図と同じ。268ページ。原資料はタイ中央銀行。

後も5%台で推移している。投資と貯蓄のアンバランスが出ているなかで、国内貯蓄の効率的な動員・配分はもっとも重要な課題となる¹⁴⁾。それには未組織金融市場（インフォーマル市場）にある資金を金融機関へ集中させることが、まず第1である。未組織金融市場規模を算定することは困難であるが、青木章氏はM1に占める流通通貨量をタンス預金や講等に向かう資金と仮定し、各国ごとの比較を行なっている（第4図）¹⁵⁾。タイはフィリピンと並んで貯蓄が金融機関へ集まりにくい状況にあることがわかる。また、第5表に未組織金融市場が利用されている状況が示されている。

こうした状況において、タイ銀行（中央銀行）は90年に大規模な金融制度改革を提起する。この改革は2段階のものであり、第1段階が90～92年、第2段階が93～95年に実施されるとされている。第1段階の改革でまず第1に置かれているのが89年から実施されていた金利の自由化の完成（92年6月）¹⁶⁾である。金利自由化により預金金利の魅力を引き上げ、タンス預金や講あるいは金などの貯蓄手段から金融機関へ資金を集めることを狙ったのである。また、第2段階の改革として地方への金融機関サービスの拡張があげられている¹⁷⁾。金利自由化、地方への金融機関の整備によって、預金額は88年に8557億バーツであったのが、89年末の1兆863億バーツ、90年末には1兆3887億バーツへ、93年末には2兆2933億バーツ、95年には3兆166億バーツと、88年から95年にかけて3.5倍にも増加している¹⁸⁾。明らかに、これらの改革は、国内資金の動員に成果をあげたといえよう。しかし、金利自由化によって「タイの金利は国際的な金利との連動性が強くなっていった」¹⁹⁾。

以上は国内資金動員の改革をタイを例にとってみたが、次に外国資金の導入を図る改革である。タイとマレーシアの経常収支赤字のファイナンスが第6表に示されている。国内貯蓄を上回って国内投資が進み、それが経常赤字を生み出し、資金流入によってファイナンスされているのであるが、次第に直接投資よりも証券投資、銀行信用が増加していく状況がわかる。証券投資での海外資金の受け入れは80年代末からの先進諸国でのセキュリタリゼーションの影響

第 6 表 タイとマレーシアの経常収支とファイナンス (100 万ドル)

タイ

	1990	91	92	93	94	95
経常収支	-7,281	-7,571	-6,303	-6,364	-8,085	-13,554
直接投資	2,444	2,014	2,113	1,804	1,366	2,068
証券投資	-38	-81	924	5,455	2,486	4,083
銀行信用	1,027	213	1,758	6,589	14,295	13,218

マレーシア

	1990	91	92	93	94	95
経常収支	-870	-4,183	-2,167	-2,991	-4,520	-7,362
直接投資	2,332	3,998	5,183	5,006	4,342	4,132
証券投資	8,504	8,808	8,136	7,777	7,238	N.A.
銀行信用	-3,023	4,788	7,155	11,656	6,647	6,244

出所：IMF, *International Financial Statistics*.

を受け、その波に乗ったのである。アジア各国における旺盛な資金需要のもとで各国政府は証券市場の育成・整備によって海外から資金を呼び寄せようとした。そのための政策は以下にまとめられるであろう。1) 上場規制の緩和、2) 2部市場の開設、3) 店頭市場の創設、4) 国営企業の株式公開・民営化、5) 外国人持株比率規制の緩和、6) カントリー・ファンドの設定などである²⁰⁾。若干の説明を加えると、国営企業の株式公開・民営化は株式市場の厚みを増すとともに、新しい株主の育成につながり、株式市場の発展に貢献するものであった。80年代末から進んだ各種のカントリー・ファンドの設定(第7表)によって、アジア各国への直接的な証券投資が困難な場合でも(持株比率・為替規制、個別企業についての情報不足等)、比較的容易に投資が可能になり、NIEs、ASEAN諸国への証券投資を急速に増大させていくことに貢献した。

さらに、外国資金の導入を図る政策として多くのアジア諸国に広がっていったのがオフショア市場の創設である。すでに香港とシンガポールにオフショア市場が成立していた(規模は小さいながらフィリピンは76年に創設)が、84年に台北オフショア市場が、90年にマレーシアにラブアン・オフショアセンターが、さらに、93年にバンコク・オフショア市場(BIBF)が開設された。とりわけ、BIBFは「外-内」取引を認めたために海外資金の取り入れに大きな効果をもつものとなった。

BIBFについては3点を指摘しなければならない。1) BIBFにおける「外-内」取引の比重、2) BIBFを通じる海外資金の取入れ(「外-内」取引)、3)「外-内」貸付の機

第7表 NIEs・ASEAN地域を対象とする主要な国際的投資信託

(クローズド・エンド型の会社型投資)

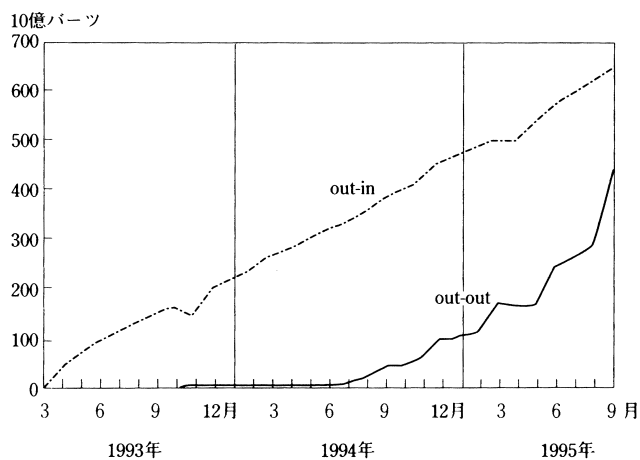
ファンド名	投資対象国 (地域)	設定年月	上場取引所	当初設定額 (百万米ドル)
コリア・ファンド	韓 国	84. 8	ニューヨーク	60
コリア・ヨーロッパ・ファンド	"	87. 3	ロンドン	100
コリア・アジア・ファンド	"	90. 4	香港・ロンドン	100
台湾	台 湾	86.12	ニューヨーク	25
ROC台湾	"	89. 5	ニューヨーク	31
シンガポール	シンガポール	90. 7	ニューヨーク	72
マレーシア	マレーシア	87. 5	ニューヨーク	84
マレーシア・エクイティ・ファンド	"	89.12 ¹⁾		75
マレーシア・キャピタル	"	90. 3	ロンドン	105
タイ	タ イ	88. 2	ニューヨーク	115
サイアム	"	88. 4	ロンドン	95
マニラ	フィリピン	89.10	ロンドン	52
ファースト・フィリピン	"	89.11	ニューヨーク	94
インドネシア	インドネシア	90. 3	ニューヨーク	60
ジャカルタ・グロス	"	90. 4	ニューヨーク	60
インドネシア・エクイティ・ファンド	"	90. 4	ロンドン	30
インドネシア・デベロップメント	"	90. 5	シンガポール	70
アセアン・ファンド	アジア地域	89.11 ²⁾		150

注) 1) 設立年月

2) 上場年月

出所: 第4図と同じ, 76ページ, ただし原資料は山一証券資料

第5図 BIBFの貸付額



注) 1995年6月以降の数值は暫定数值。

出所: 田坂敏雄『パーツ経済と金融自由化』御茶の水書房, 1996年, 96ページ, ただし原資料はSCB, Research Institute, *Setthakit Prithat*, Vol. 1 No.12, December 1995, Fig. 1

関別比較である。1)については、第5図からわかるように、BIBFの発足後94年終わりまでBIBF取引のほとんどすべてが「外-内」取引であった。「外-外」取引が伸びてくるのは95年になってからである。しかし、「外-外」取引も多くが「外-内」取引に転化していくという。つまり、東京市場、ニューヨーク市場からBIBFを経由してタイの銀行の香港、シンガポール支店に貸し付けられた場合、その多くが、タイの銀行の海外支店からBIBF認可銀行へ運用され、「外-内」取引になっていくのである²¹⁾。

2)については、第8表を見よう。BIBFを通じる海外資金の取入は93年に発足以来急成長をとげ、95年にはタイの対外債務残高の3分の1を占めるようになり、とくに、BIBF経由の短期資金の取入は95年には同経由の長期資金の6倍以上にもなった。3)については、BIBFの発足に際して、タイ政府はBIBF業務の新規参入外国銀行（日本6行、アメリカ3行等）に対して実績を強要し、それによってフルバンキング支店への昇格を認めることとした。そのために、新規参入外国銀行は実績作りのためにBIBF業務の拡大に努めた。その結果が、第6図にあらわれている。とくに日系の6行だけで「外-内」取引の90%以上を占めたといわれる²²⁾。かくして、BIBFはインドシナ地域における金融センターとして機能することも期待されて創設されながら、主要にはタイ自身が海外から外貨資金を調達するチャンネルの役割を担わされ、そのためにタイ政府はBIBFへの新規参入外国銀行に対して実績をも強制したのである。

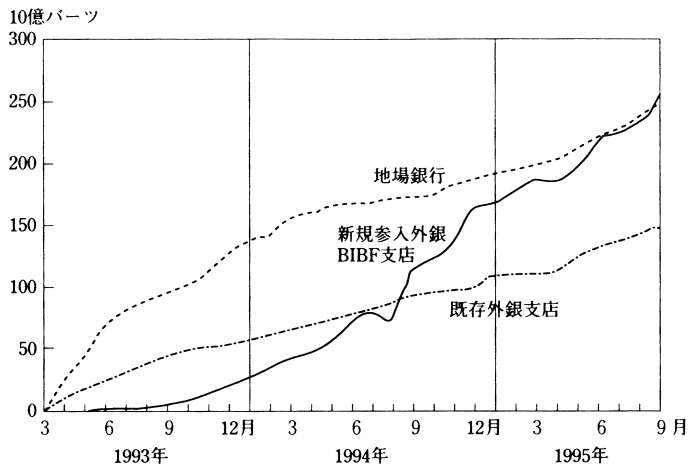
以上、本節にみてきたことを簡潔にまとめると、90年代初頭のエマ-ジング市場は途上国による金融改革がなければ出現しなかったものである。そして、吉川久治氏が引用されている国

第8表 BIBFを通じる海外からの資金取り入れ (100万ドル)

	1993	1994	1995	1996	1997
対外債務残高	52,107	64,866	82,568	90,536	93,416
中長期債務	29,473	35,687	41,472	52,923	58,580
公的部門	14,171	15,534	16,317	16,751	24,303
非銀行民間	12,654	13,733	16,913	23,161	20,136
商業銀行	2,648	6,420	8,242	13,011	14,141
うちBIBF	1,385	2,969	3,799	10,697	10,317
短期債務	22,634	29,179	41,096	37,613	34,836
公的部門	0	180	85	54	20
非銀行民間	12,263	7,443	7,314	8,701	9,390
商業銀行	10,371	21,556	33,697	28,858	25,426
うちBIBF	6,355	15,142	23,704	20,490	19,762

出所：Asian Development Bank, *Country Economic Review, Kingdom of Thailand*, Dec. 1998, p.17.

第6図 Out-In 貸付額 取扱い機関別



出所：前図と同じ，99ページ。

連の資料によると，長短の外国資本の流入によって東アジア諸国は，国内貯蓄のみで国内投資を調達した場合に比べ，対G N P比で年1～1.5%上回る成長をなしえたと推定されている²³⁾。

・世界銀行の「金融自由化推進」政策とその「奨励」

エマージング市場の登場には前節で見たような途上国における金融改革が不可欠であったが，I M F，世界銀行，W T O等がそれを「奨励」(ときには「圧力」を加えて)したことも事実である。そこで本節では世界銀行の「金融自由化推進」政策の確立過程を見よう。

(1) 1980年代末における調査・検討

世界銀行による途上国に対する「金融自由化推進」政策の検討は1980年代後半から本格的にはじまる。1988年の世界銀行年次報告(1987年7月～88年6月)は，次のように述べている。「過去数年間，世銀は，途上国が開発を促進するうえで，民間イニシアティブと市場秩序の利点の獲得を助ける努力を強化してきた」(邦訳43ページ 以下も同じ)。世銀報告は，その努力として以下の4点をあげている。新規民間投資の奨励，多数国間投資保障機関(M I G A)の設立，I F Cの努力，民間部門の合理化への支援，である。そして，の中には民間投資に対する規制の撤廃，の中には民間投資を促進する手段としての債務・株式スワップを政府が利用するのを補助すること，また，の中には公営企業の民営化，民間部門開発のための環境整備に向けて公共機関の方向転換が指摘されている(邦訳44-45ページ)。さらに，のM I G Aは加盟国相互間の とくに途上国への 生産目的の投資の流れを助長

することを目標として88年6月に設立されたのである（同，88ページ）²⁴⁾。

以上の世銀による「努力の強化」指針にそって，88年次報告は「世銀及びI F Cは，資本の効率的配分を通じて成長を促進し得る，活発で競争的な金融市場の開発に対する援助を増加させた」（45ページ）と，金融市場の自由化に言及している。そして，これらの努力を強化するために「民間部門開発課」を世銀内部に創設し，また，上級レベルのパネルとして民間部門開発審査グループが結成され，89年度の初期に勧告を行い，理事会はそれを検討する予定を組んだ（45ページ）。

1989年度に金融市場の自由化は，少なくとも4つの分野で実践され，検討を加えられている。

89年1月，世銀は民間部門に対する支援を強化するために「民間部門開発行動プログラム」を開始した。「このプログラムは，民間部門発展における世銀グループ活動の欠けている部分を補完し，民間部門開発を世銀業務に統合し，努力が強化されるべき分野を特定し，また，世銀，I F C及びM I G Aの間の協調を改善する方法を焦点に当てることを企図したものである」（90年次報告，71ページ）。世銀の調整貸付の再検討の一環として金融市場の自由化が検討され，また，調査プログラムのなかの1つのテーマにあげられて検討された。さらには，I F C，M I G Aによって自由化の実践が行なわれている（～ について以下論述）。

上記の について，世銀は調整貸付の経験を包括的に再検討する報告書を作成した（89年3月）。その詳細はここでは触れられないが，報告書は「実施の成功には大きな差異がみられた。即ち，いくつかの領域（為替レート管理，エネルギー及び農産物の価格政策，金融部門改革，財政／公共支出政策）においては成功裡に政策の変更が行なわれたことは明らかである」（89年次報告，81ページ）と述べて，世銀による調整貸付が金融部門改革を推進させた実績を誇っている。一方で，世銀は89年度の「調査プログラム」のテーマの1つに金融市場の役割，金融政策をあげている。「世銀調査の基調と方向は，機関としての優先順位によって設定される」（同91ページ）ものであり，調整過程についての理解を深めることを狙いとして，調整の政治経済学等と並んで「金融市場の役割と機能」が設定され，調整過程における民間部門の役割に関する分野でも，金融部門があげられている（92ページ）。

一方，I F CとM I G Aは途上国への民間資金の流れを促進するための事業をすでに進めており，I F Cはそもそも途上国の民間部門を開発するために設立されたもので，89年度は新規プロジェクトの規模において新記録を示した1年であったとされる。その中で注目を引くのは，途上国への株式投資の動員を図る継続的努力の一環として，I F Cがみずからの資本市場局内に「国際証券グループ」を新設したことである。このグループの任務は，「証券投資の組織化，ならびにディーラー，ブローカー，投資家に対するI F C加盟国途上国の企業株式の販売を行なうこと」（107ページ）で，世銀グループの1つであるI F Cが直接，途上国企業の株式販売を行なっているのである。しかも，I F Cは「日本と英国の資本市場における証券の募集に関

し、当該国当局の同意を得ている」(同)と言われる。さらに、M I G A設立の目的も、非商業的な投資障壁、とくに政治リスクの軽減を通じて途上国への株式投資、直接投資の流れを促進することであり、I F Cと共同事業の「外国投資顧問サービス(F I A S)」(86年設立)を通じて、投資関係法規、制度に関する助言、技術援助を行なっている、とされる(107-108ページ)。

以上の動きにみられるように、世銀は金融市場の自由化について、89年度までに調整貸付や「民間部門開発行動プログラム」による試験的な実践の総括と調査・検討が行なわれ、その集約が「金融システムと開発」という副題が付けられた『世界開発報告1989』であった。また、I F C、M I G Aはその実践事業において、その調査・検討の素材を提供していたのである。

(2) 世銀の「自由化推進政策」の確立

世界銀行の「金融自由化推進」政策の確立は90年度に一挙に進む。前述のように89年1月、世銀は民間部門に対する支援を強化するために「民間部門開発行動プログラム」を開始した。行動プログラムは4つの優先分野を設定し、その1つに、企業環境の改善、公共部門の改善化・民営化等と並んで金融部門の改革があげられたのである。そして、89年1月以来の18ヵ月の実践をふまえて、90年次報告で世銀は「良好な短期的効果をもたらした」(71ページ)と総括したのである。金融部門改革に関しては89年1月から90年6月までに9件の金融部門調整業務が承認され、承諾額は約17億ドルにのぼった。そして、世銀は次のように述べている。「世銀グループは、調整融資を通じて、また包括的な金融部門調整融資及び貸付を増大させながら、『良く機能する市場志向の金融システムの発達』を支援している」(74ページ)。ここで明確に「市場志向の金融システムの発達」という目標が掲げられていることに注目しよう。

また、金融市場開発のための技術協力、政策助言については前述の「外国投資顧問サービス(F I A S)」の活動を高く評価している。さらに、I F Cが資本市場プロジェクトの承諾額を前年度の3倍に増加したこと、I F Cが新たなカントリー・ファンド(インドネシア、マレーシア、タイ)を含む11件のカントリー・ファンドの組成、売出しに関与したこと(74、107ページ)、前述の「国際証券グループ」の活動を評価している。

以上は前年度からの継続事項であるが、この年度には重要な報告書がまとめられている。89年9月の「金融部門業務に関するタスク・フォース」(Task Force on Financial Sector Operations)の報告である。この報告書の理事会での最終承認は91年7月まで繰り下がるが、それ以前にこの報告は世銀の実質的なガイドラインになっていった。89年9月にこの報告が作成されて以後、世銀の準備中の金融部門業務はすべて、この報告に盛られた勧告を遵守しているか審査を受けるようになったからである(92年次報告、67ページ)。少し内容を紹介しよう。

本報告の基本的視点は次のようなものである。すなわち、途上国と世銀双方はこれまで「実物」部門の開発を優先し、金融部門は「実物」部門の短期的目的を追求するために利用されてきたにすぎず、金融部門開発の重要性を見落としてきた。そして、「金融部門の効率性及び拡大とその国の実物部門の効率及び拡大は相互依存の関係」にあり、金融機関、金融商品及び金融市場の並行した発展がなければ、実物部門は停滞すると報告は述べる（90年次報告、73ページ）。かくて、途上国開発戦略上に金融部門が明確に位置付けられるのである。

タスク・フォースの具体的な金融部門開発戦略は、「競争的で市場志向の金融制度と組織を奨励すること」（同）であり、「金融市場の自由化は、国内貯蓄を動員し、外国から資本を惹きつけ、また、これらの資金を組み合わせ、生産的な投資にむける」（同）こと、したがって「世銀は、歪みや非効率のない、健全な市場ベースの金融部門の開発をより一層重視すべき」（92年次報告、65ページ）となる。そして、世銀の政策対話において何よりも重視されるのが、金利の構造とその全般的な水準である。また、世銀貸付の仲介機関は厳格な基準が求められ、新規の基準に達していない機関は市場に適合する計画を採択する場合にのみ世銀資金の仲介に参加する資格が与えられる（90年次、73、74ページ）。しかし、「効率的で競争的な市場運営のためには前提条件」（同、73ページ）が必要であるとして、報告は法的及び規制的な枠組みを確立することと監督機関の強化を求める。

以上がタスク・フォースの報告の概要であるが、ここではこの報告書に関して、2つの問題について触れておかなければならない。1つは、ほぼ同じ時期（1989年6月）に出来上がった「金融システムと開発」という副題が付けられた『世界開発報告1989』との関連である。本山美彦氏が紹介されたR.Wadeによると、世銀は途上国金融自由化政策の指針を『世界開発報告1989』にではなくタスク・フォースの報告に置いたとされる²⁵⁾。世銀90年次報告は、「『世界開発報告1989』は金融政策の広範な問題と民間部門に対するその効果を検討し、前述した金融部門に関するタスク・フォースは金融部門の改革と発達のための世銀の支援について検討した」（75ページ）と記して2つの文書の関連を「ぼかして」、それ以上言及しない。しかし、タスク・フォースの報告は『世界開発報告1989』よりもはるかに「急進的」な内容になっている。

『世界開発報告1989』は第9章の「金融制度の一層の自由化」において「改革の教訓」をあげ、「金融部門改革の試みは、長期的には利益が大きいだが、いくつかの落とし穴の存在を指摘している。最も明白な教訓は、不安定なマクロ経済を背景にして実施される改革は、その不安定をさらに悪化させる場合がある」（邦訳、127ページ）と述べている。また、「対外自由化は国内改革と国内市場の回復が進行するまで待つべきである。マクロ経済が確立され、また国内金融部門が自由化され、深められたときには、外国機関と資本移動を一層自由にさせて国内と国際的な金融市場を相互に結びつけても安全であろう」（129ページ）と述べている。明らかに、

『世界開発報告1989』の方が「穏健」であり、これまでの世銀の考え方との継続性がみられる。ところが、『世界開発報告1989』のチームとは異なる部署で数ヵ月後、より「急進的」なタスク・フォースの勧告が作成されるのである²⁶⁾。

もう1つの問題点は、世銀理事会でのタスク・フォース報告の承認過程がやや「複雑」であったことである。本報告は90年度理事会でいったん承認されながら、92年度理事会で再承認され(91年7月)、それが最終承認になるのである。世銀の90年次報告では「理事会は、タスク・フォースが金融部門開発に与えた高い優先度に対し一般的に賛成し、また、世銀の金融部門業務はこの部門発展のための国独自の戦略を反映すべきであるというタスク・フォースの勧告を承認した」(傍点引用者 - 73ページ)と記し、同時に理事の多くは、「経済状態、制度及び金融市場発達のレベルにおける借入国間の差異に対して、世銀は引き続き敏感でなければならないという見解を表明した」(同)と記している。すなわち、承認に慎重な見解が多く出されつつ、広範な支持によって承認されたという表現になっている。ところが、92年次報告では、「タスク・フォースの報告書は1989年に発行された。その後、準備中の金融部門の業務はすべて、同報告に盛られた勧告が遵守されるよう図る審査を受けた。・・・この過程は最終的には政策にまとめられ、同報告は1991年7月に理事会によって承認された」(67ページ)と記されている。また、「世銀理事会はタスク・フォース1989の報告を検討し、報告の全体的な結論・・・に対する理事会の支持を再確認した」(65ページ)と記されている。すなわち、世銀92年次報告は90年度の承認を「支持」とみなし、91年7月にその「支持」を「再確認」して承認したと記しているのである。

なぜそのような「再確認」が必要であったのか。それは、90年次報告が記しているような慎重な見解(それは『世銀開発報告1989』にも反映されている)があり、90年度以降も「慎重論」を無視できなかったからであろう。91年7月の最終承認においても、世銀理事会の内部においては意見の相違があった。92年次報告は、そのことを記している。「強調点の面では意見の相違が存在した 例え、特定部門向けの信用の問題、あるいは世銀の援助戦略及び業務を特定する際に特定の借入者の発展段階と状況を十分に考慮する必要性に関して が、世銀の新たな焦点として全面的に(タスク・フォース報告は)支持された」(65ページ)。

91年7月時点でも理事会内部での見解の相違は埋まらなかったのであるが、その見解の相違が、主に、日本の理事との相違であったと想像される。理事会での見解の相違点、すなわち、「特定部門向けの信用の問題、あるいは世銀の援助戦略及び業務を特定する際に特定の借入者の発展段階と状況を十分に考慮する必要性」というのは、89年9月に世銀事務局(副総裁)が日本の海外経済協力基金(OECF)総裁あてに手紙を送り、以後、世銀と日本側の論争になった論点であるからである²⁷⁾。世銀副総裁の手紙は、OECFが行なおうとしているフィリピン向けの「政策金融借款は、当該国の金融市場における自由な金利決定を妨げ、資源の効率的

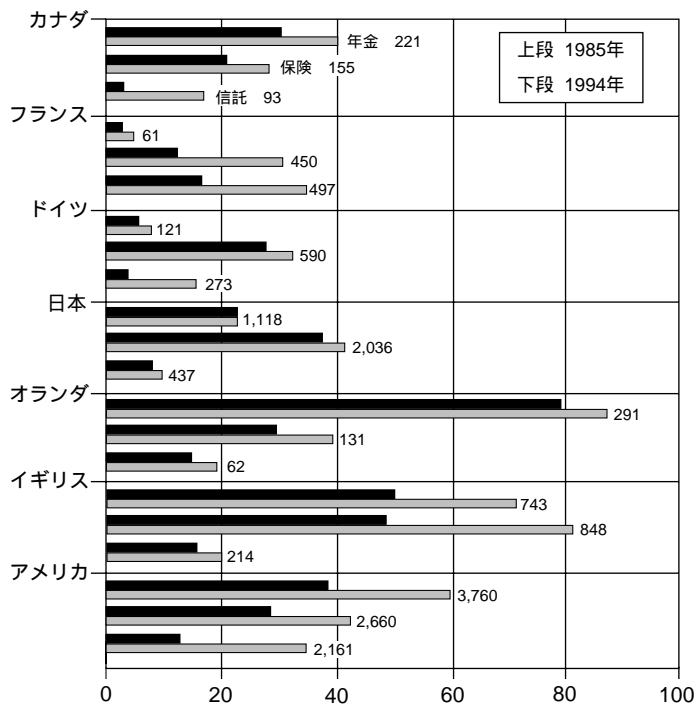
配分を損なうのでやめてほしい」と申し入れたとのことである²⁸⁾。

これに対する海外経済協力基金の反論は、次の文章に集約される。「途上国経済に市場原理を浸透させていく上で、金融セクターは中心的な役割を果たすと期待されており、・・・この点は十分に理解できる考え方である。問題なのは、金融セクターの改革に当たって市場原理の重要性を強調しすぎるあまり、金融セクターが途上国経済において果たすべき多面的な役割のうち見落とされる側面が出ていることである。代表例は金利についての議論で、市場金利・・・への一元化を強調しすぎる結果、一定の状況の下での政策金融や優遇金利の意義が見過される傾向がある」²⁹⁾。

当時の世銀理事であった白鳥正喜氏は「世銀は特定産業を政府が積極的に支援し育成していくことに対しても消極的であるほか、途上国に対する構造調整融資・・・においても、各国の実情を無視した市場機能至上主義的なコンディショナリティを付けているのではないかとの疑問が生じてきた。・・・私は世銀理事会等において開発における政府の役割をもっと評価すべきではないか」³⁰⁾と言われ、日本のタスク・フォース報告に対する態度は冷淡なものであったことがうかがわれる。さらに、91年10月のIMF・世銀年次総会で大蔵大臣（欠席）に代わって演説した三重野日銀総裁は、「真の経済開発のためには、・・・民間部門を育成し、起業化精神の醸成や生産性の改善に努めることが不可欠であります。同時に、政府が市場メカニズムを補完し、市場メカニズムが有効に機能するような環境の整備を図ることが重要であることも指摘しておきたいと思えます。アジア諸国はこの点でも一つの成功を収めた例ではないかと考えられます」³¹⁾と述べて、日本政府はIMF・世銀が市場メカニズムを強調しすぎることに対してクレームをつけているのである。しかし、以後の世銀政策の基本はタスク・フォースに基づいており、上に見た日本側の世銀に対するクレームを受けて93年に出版された世銀の『東アジアの奇跡』³²⁾も一部には日本側の主張を取り入れているが、世銀の従来の方針を外れるものではない³³⁾。

以上に見てきたように、89年のタスク・フォース勧告によって世銀の「途上国金融自由化政策」が確立したが、それは世銀内部において、あるいは米について2番目の出資国である日本によってクレームが付けられ、タスク・フォース報告の最終的承認には日本側への「配慮」が行なわれることによって91年7月までずれ込んだのである。それでも、見解の相違は埋まらず、91年秋のIMF・世銀総会での日銀総裁の発言となり、さらには、97年からのアジア通貨危機ともあいまってタスク・フォース勧告、ひいては世銀政策の見直し圧力は強まっていく。また、日本側のクレームの考え方は「アジア通貨基金構想」までつながっていくのである。

第7図 各国の貯蓄の機関投資家への集中¹⁾(資産の対GDP比)



注1) 数値の単位は10億ドル。アメリカの信託はオープン・エンド型のみ。

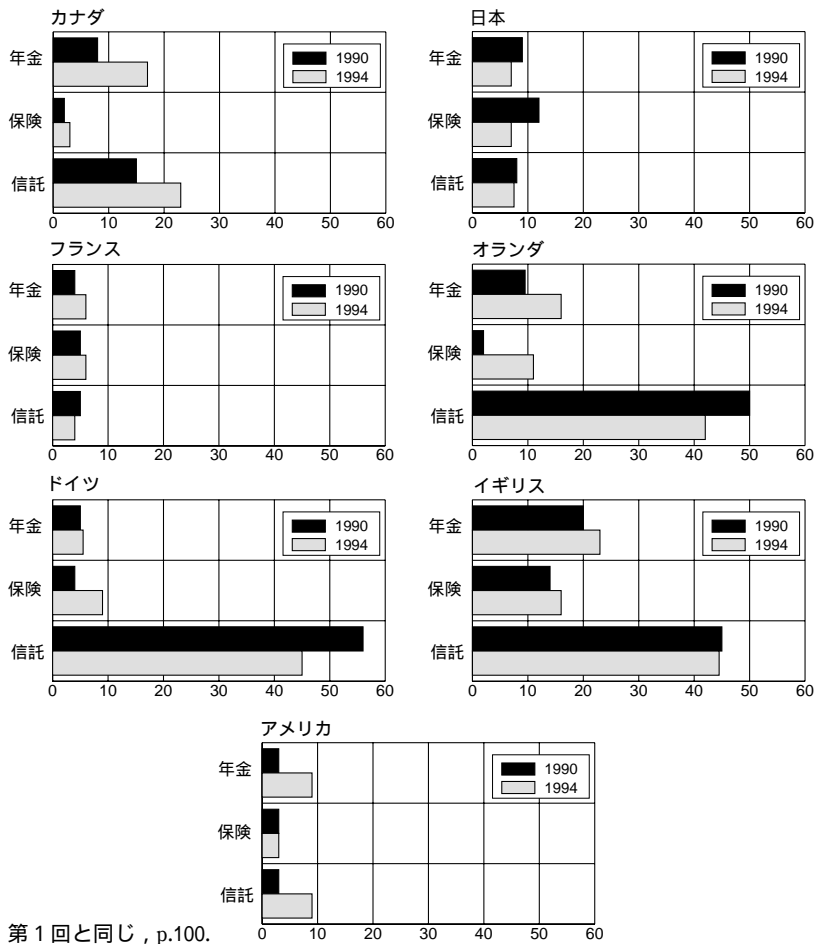
出所：第1図と同じ，p.98.

・エマージング市場における機関投資家

これまでの節で見たように途上国側の金融市場自由化・国際化の諸策と世界銀行等の国際機関による自由化・国際化の圧力があいまって1990年代初めから途上国への投資が急増し、エマージング市場が登場してきたのであるが、折しもその時期に先進国側の投資主体の変化があった。先進各国の機関投資家化である³⁴⁾。90年代の国際マネーフローを主導したのはアメリカを中心とする機関投資家であり、各国の機関投資家がエマージング市場での投資主体なのである。

第7図は先進各国の貯蓄における機関投資家化の水準を示している(各資産の対GDP比と資産額)。各国とも90年代前半に機関投資家へ貯蓄が集まっているのがわかる。とくに、アメリカ、イギリスでそうであり、大陸ヨーロッパでも比率、額において比較的モダレートながら伸展している。貯蓄における機関投資家化の水準がとくに高いのは、オランダの年金基金、イギリスの年金基金・保険会社であり、80%前後の高い比率になっている。次いで、アメリカの

第 8 図 各国機関投資家による国際投資の比率

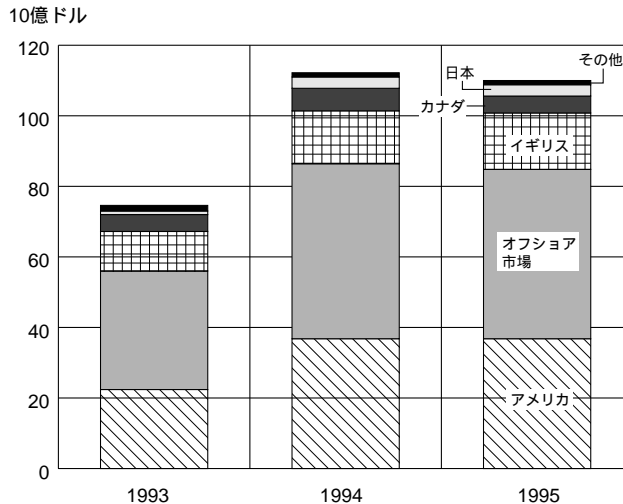


出所：第 1 回と同じ，p.100.

年金基金が続いている。85年から94年にかけての伸び率が高いのはイギリス，フランス，アメリカ等であり，日本の伸び率は比較的低い。しかし，額ではアメリカの年金基金・保険会社・信託基金，日本の保険会社がきわめて大きく，アメリカの年金基金の資産は94年に3兆8000億ドル近くにもぼっている。そして，7カ国のこれら機関投資家の資産は85年に5兆3000億ドルであったのが，94年には17兆ドルに増加している³⁵⁾。いまや，機関投資家が世界の金融・資本市場を跳梁しているのである。「例えば，アメリカでは機関投資家は米株式の49%以上に投資している。30年前は16.5%であった」³⁶⁾という。

次に，第8図は各国の各機関投資家の対外投資比率を示している。対外投資比率を伸ばしているのはオランダの年金基金・保険会社，カナダの年金基金・信託基金，アメリカの年金基金・信託基金等であり，日本はいずれもやや比率を下げている。しかし，注意しなければなら

第9図 各国信託基金のエマージング市場への投資



出所：第1図と同じ，p.108.

ないことはアメリカの年金基金，信託基金の対外投資比率が10%未満とはいえ，前表に示されていたようにアメリカの年金基金，信託基金の資産が額においてきわめて大きいことである。したがって，第9図からわかるように，エマージング市場へのミューチュアル・ファンド（信託基金）の投資ではオフショア市場を除くと，アメリカの投資が最大であり，次いでイギリス，カナダとなる。

世銀の文書は米のミューチュアル・ファンド（信託基金）とペンション・ファンド（年金基金）によるエマージング市場への投資について次のように記している。まず前者から。

ミューチュアル・ファンドのエマージング市場への投資は3段階を経て進んだ。第1段階は80年代中期であり，カントリー・ファンドを含むクローズド・エンド・ファンドの形を取った。第2段階，すなわち，エマージング市場が登場してくる時期には，オープン・エンド・ファンドが，さらに，第3段階になるとインターナショナル・ファンド，グローバル・ファンドが主流になっていった。86年には19のカントリー・ファンドと9の地域ファンドないしグローバル・ファンドしかなかったのが，95年までに505のカントリー・ファンドと773の地域ファンドないしグローバル・ファンドが設定された。そして，95年には全ファンドのうち約50%がオープン・エンドになった。クローズド・エンドとオープン・エンドとを合わせたファンドの資金は86年には19億ドル，89年に103億ドルであったのが，96年には1320億ドルに増加した。これらのエマージング市場専念のファンドだけでなく，インターナショナル・ファンドもエマージング市場へ乗り出し，95年にはインターナショナル・ファンドのポートフォリオ資産に占めるエマージング市場の比率は12%にまで上昇した。同じく，グローバル・ファンドはその

ポートフォリオ投資の3ないし4%がエマ - ジング市場になっている。かくして、米のミューチュアル・ファンドによるエマ - ジング市場投資のうち、30～40%がインターナショナル・ファンドとグローバル・ファンドによるものとなっている。また、90 - 94年の間に米のミューチュアル・ファンドによる新規国際投資のうちエマ - ジング市場向けは30%を越えるようになり、オープン・エンド型ファンドだけでもエマ - ジング市場投資は95年には360億ドルに達した³⁷⁾。

次に米ペンション・ファンドのエマ - ジング市場投資であるが、こちらの方はミューチュアル・ファンドによる投資よりも遅く、60%以上のペンション・ファンドが94年1月以後にエマ - ジング市場への投資をはじめたという。その動機は、ハイリターンと資産の分散である。ペンション・ファンドによるエマ - ジング市場への投資は、ペンション・ファンドの全資産の2%であるとはいえ、94年末には500 - 700億ドルに達し、ミューチュアル・ファンドによる投資をかなり上回った。世銀によると、ペンション・ファンドによる投資の特徴は、エマ - ジング市場投資を国際的投資の一部として、全エマ - ジング市場投資を同一の資産内容として一括りにし、国ごとの配分はミューチュアル・ファンド等の外部の運用者へ一任しているという。そして、自ら運用しているペンション・ファンドは5%に満たないという。ペンション・ファンドによる投資の過半はミューチュアル・ファンドを通じてなされ、つまり、ペンション・ファンドから既存資産を購入する（50%以上がグローバル・ファンドから、23%が地域ファンドから、5%がカントリー・ファンドから）形を取るという。それ故、ミューチュアル・ファンドが行なうエマ - ジング市場への投資の原資の中心部分は、ペンション・ファンド

第9表 米・非銀行の非関連外国人との取引 (億ドル)

	SCBライン	92	93	94	95	96	97	98
収 支		132	113	-350	143	-469	-126	-156
対 外	53	-4	8	-363	-453	-863	-1,204	-250
対 米	68	136	105	13	596	394	1,078	94

出所：Survey of Current Business, July 1999, pp.84-85.

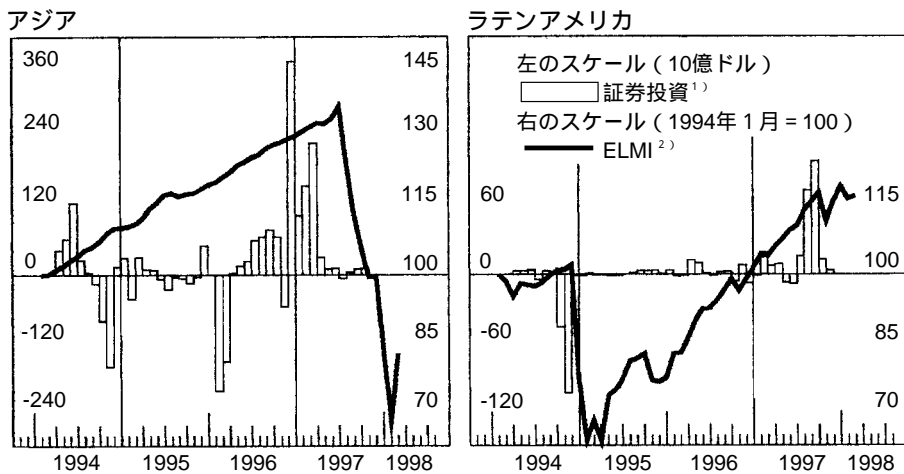
第10表 在米銀行のカリブ海地域との取引 (億ドル)

	1995	96	97	98	95-98の計
債 務 ¹⁾	328	400	362	-10	1,080
債 権	-253	-174	-672	-127	-1,226
収 支	75	226	-310	-137	-146

注1) カリブ海地域からの米財務省証券投資を含む。

出所：S.C.B., July 1998, July 1999のTable 8,9より。

第10図 ヘッジファンドによるエマージング市場への証券投資（推定）



注1) ファンドの規模, 利回りをもとに計算 2) J.PモルガンのEmerging Local Markets Index
出所: BIS, 68th Annual Report, p.93.

の資金によって構成されているのである³⁸⁾。

以上のように米ミューチュアル・ファンドとペンション・ファンドによるエマージング市場への証券投資は、90年代前半期におけるエマージング市場への投資の最も重要な要素であったのである。同時に忘れてはならないのが第9図に示されていたオフショア市場である。とくに、カリブ海地域の種々のファンドがエマージング市場への投資を行なっていると思われる。前稿³⁹⁾で示したように米・非銀行部門の非関連外国人との取引が94年から急速に増加している(第9表)。これはアメリカの非銀行・金融機関等による系列外の非居住者との取引であるが、この内のかなりの部分が非銀行・金融機関、すなわちミューチュアル・ファンド、ペンション・ファンド、ヘッジ・ファンド等がカリブ海地域の種々のファンドを使って資金運用しているものと推定されるのである。

また、在米銀行(証券ディーラーも在米銀行の中に含まれる)もカリブ海地域との取引を90年代中期に増加させてきた(第10表)。米商務省が98年に「米銀と証券ディーラーはカリブ海地域のミューチュアル・ファンドへの貸付を97年よりも大きく減少させた」⁴⁰⁾と述べているごとく、米所在の種々のファンドだけでなく、カリブ海地域のファンドが米から資金調達し、それをエマージング市場へ運用しているものと思われるのである。第10図はヘッジ・ファンドによるエマージング市場への証券投資を示している。

1990年代初めから途上国への投資が急増し、エマージング市場が登場してきたのであるが、以上に見たように、その主たる投資主体は種々のファンドである。そして、投資主体がアメリカを中心とする機関投資家になったことから、前稿⁴¹⁾で明らかにしたように、1990年代の工

マーキング市場への資金フローはそれだけ浮動的、投機的になったのである。この浮動性、投機性がその後エマ - ジング市場の各地において通貨・金融危機を招来させることになるのである。

注

- 1) 拙稿「1990年代のアメリカ国際収支構造とマネーフロー」『立命館国際研究』12巻2号, 1999年12月。
- 2) World Bank, *Private Capital Flows to Developing Countries, The Road to Financial Integration* (A World Bank Policy Research Report), 1997. この著書の序言において J.E. Stiglitz (世銀上級副総裁) は, 途上国へ大量の民間資金を導入する戦略を世銀と他の開発金融機関が構築する重要な時期にこの著書が出版されるのである, とこの著書の意義を記している (p. XII)。後に述べるように途上国への民間資金の大量流入は世銀によって後援され, 組織化されて実現したのである。
- 3) *Ibid.*, p.9. 韓国への投資は96年以後この図には含まれず, 韓国は先進国へ算入。
- 4) *Ibid.*, p.9.
- 5) *Ibid.*, p.10.
- 6) IMF, *International Capital Markets, Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Nov. 1997, p.61.
- 7) World Bank, *op.cit.*, p.17.
- 8) *Ibid.*, p.18.
- 9) 途上国にとってプレイディ構想が債務問題の本質的な解決をもたらしたのではない。それは債務削減, 金利減免等によって旧債務からの部分的な解放をもたらしたが経済構造改編の本格軌道をつくりあげたものではないからである。
- 10) 片岡伊「メキシコの対外債務と金融改革⁽²⁾」大阪市立大学『経営研究』第49巻第2号, 1998年7月, 12ページより。
- 11) 同上, 12ページ。
- 12) 同上, 12-16ページ。
- 13) 河合正弘編『アジアの金融・資本市場』日本経済新聞社, 1996年, 21ページ。
- 14) Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*, June 1995, p.38.
- 15) 大蔵省財政金融研究所内・金融資本市場研究会編『アジアの金融・資本市場』1991年, 266-267ページ。
- 16) これは90年から92年まで3次にわたって実施された (Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*, Dec. 1993, p.22.)。定期預金金利の上限規制の撤廃から普通預金の金利規制, 貸出金利の上限規制廃止へ進んでいった (*Ibid.*, p.22)。
- 17) *Ibid.*, p.22.
- 18) Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin* より。
- 19) *Ibid.*, Dec. 1993, p.22.
- 20) 神沢正典『世界経済と開発金融』ミネルヴァ書房, 1994年, 155-156ページ, 河合正弘編, 前掲書, 19ページ参照。
- 21) 田坂敏雄『パーツ経済と金融自由化』御茶の水書房, 1996年, 104ページ参照。
- 22) 同上, 99ページ。

- 23) 吉川久治「東アジア通貨・金融危機と資本勘定の自由化⁽¹⁾」『アジア・アフリカ研究』1999年10月, 28ページ。
- 24) M I G A 設立については拙書『途上国債務危機と I M F , 世界銀行』同文館, 1989年, 第8章第3節参照。
- 25) 本山美彦『売られるアジア』新書館, 2000年, 130-131ページ。 *New Left Review*, May/June 1996, p.6. 本山氏が紹介された R.Wade のこの論文はすぐのちに見る世銀と日本側との論争を詳細に明らかにしている。
- 26) 世銀という国際的な官僚機構のなかで部署どうしのどのような角逐があったのか, 今のところわからないが, 2つの文書の性格の違いは留意しておくべきであろう。
- 27) 世銀と日本との論争は, 海外でも注目を浴び, とりわけ世銀に批判的な論者によって取り上げられている。先にも触れた本山美彦氏によって紹介された R.Wade が非常に詳しく有益である。また, スーザン・ジョージ, ファブリッチオ・サベッリ, 毛利良一訳『世界銀行は地球を救えるか』朝日新聞社, 1996年(原書は1994年に出版)においても簡単に触られている(73-74ページ)。
- 28) 世界銀行著, 白鳥正喜監訳『東アジアの奇跡』東洋経済新報社, 1994年への白鳥正喜氏のあとがき, 391ページ。
- 29) 海外経済協力基金『基金調査季報』No.73, 1992 / 2号に掲載の「世界銀行の構造調整アプローチの問題点について」(1991年10月), 8ページ。
- 30) 世界銀行著, 白鳥正喜監訳『東アジアの奇跡』391-392ページ。
- 31) 『大蔵省国際金融局年報』1992年版, 285ページ。
- 32) 世銀の『東アジアの奇跡』は, こうした世銀と日本政府との論争の過程で日本政府が資金援助し, 当時の世銀チーフエコノミストであった Lawrence Summers 氏(現米財務長官)のもとで作成されたものである。
- 33) 白鳥正喜氏は当事者として, 『東アジアの奇跡』について次のように言う。「本レポートは・・・現在の途上国にも適用可能な政府介入の方策を見いだした点は高く評価できる・・・しかしながら, そうした方策もあくまでも新古典派の枠内で合理化されるとしており, いわゆる修正主義の考え方を受け入れていない」(経済企画庁『ESP』94年3月, 81ページ)。また, 本山美彦氏もこの本に対して「産業政策を擁護する叙述があったとしても, それは, それを強く希求し, 世銀に圧力をかける国への政治的配慮から出たものでしかなかった。その証拠に, 圧倒的多くの個所で, 平気で反対の叙述が行なわれている。1993年段階の世銀はまったく変わらなかった」(本山前掲書, 150ページ)と R.Wade 氏の論述を要約しておられる (*New Left Review*, May/June, 1996, p.33)。
- 34) I M F は97年の文書において次のように述べている。「アメリカの資金仲介的役割が進行したのは, アメリカの機関投資家やグローバルな金融機関が専門知識を高め, 世界中の高利回りを生む種々の市場へすばやく資金を投資する力量を高めたからである」(IMF, *International Capital Markets*, Nov.1997, p.3)。また拙稿「90年代のアメリカ国際収支構造とマネーフロー」『立命館国際研究』12巻2号, 1999年12月, 参照。
- 35) World Bank の注1) の資料, p.97.
- 36) *Ibid.*, p.98.
- 37) *Ibid.*, pp.105-106.
- 38) *Ibid.*, pp.106-110.
- 39) 前掲拙稿「1990年代のアメリカ国際収支構造とマネーフロー」

40) *Survey of Current Business*, April, 1999, p.39.

41) 前掲拙稿参照。

(2000年 8月 7日)

Emerging Markets in the 1990s

This paper will review a huge amount of private capital flows to developing countries in the 1990s. Main investors are institutional investors, that is, pension funds, insurance companies and mutual funds.

Some developing countries proceeded on the road to financial integration. Emerging Markets had appeared in the first half of 1990s. This integration was due to not only financial reforms in developing countries for themselves, but encouragements by World Bank to reform financial system in developing countries. But these encouragements changed frequently to pressures by World Bank.

The subject of this paper is to explain these matters from the viewpoint of the Dollar System. This paper will give two suggestions that private capitals to developing countries by institutional investors was speculative, and that these capitals were the causes of financial crisis in Asian countries in 1997-99.

(Hiroshi Okuda , 本学部教授)

