

## 19世紀イギリスの資本輸出\*

富田 俊基<sup>(1)</sup>・篠原 照明<sup>(3)</sup>

永戸 一彦<sup>(3)</sup>・山本 美樹子<sup>(4)</sup>

### 要 約

近年の急速な経常収支黒字の拡大を背景に、わが国は世界最大の対外債権国となった。巨大な債権国としてのあるべき経済政策の方向を探ることを目的に、迂回的ではあるが、19世紀イギリスにおける巨額の資本輸出の背景とその影響について実証分析を行った。

第一次世界大戦に至るまでのイギリスで対外債権が累増した要因として、次の二点が指摘できる。第一は、低い投資比率を主因として大幅な国内貯蓄超過が続いたことである。貯蓄率が他主要国より低い一方、既に18世紀より社会資本の整備が進み、1860年代半ばには鉄道建設ブームも一巡し、また、産業イノベーションが停滞したことから、投資比率は他主要国に比べ著しく低水準であった。第二は、国内で低金利が続いた一方、海外での旺盛な資金需要を反映して、対外投資収益率が相対的に高かったことである。

イギリスの資本輸出は商品輸出の増大をもたらし、対外投資収益の増大とも相俟って、輸出比率の高いイギリス経済の成長に寄与した。同時に、債務国では生産基盤の拡充が進むにつれて輸出が増大し、債務の元利返済の途がビルトインされた。このように、19世紀イギリスの資本輸出は、世界貿易の順調な拡大を通じて債権国と債務国の双方に有利な経済発展をもたらす要因となった。

しかし、巨額の資本輸出の持続には問題がなかったわけでない。第一は、国内投資と国際競争力への影響である。資本輸出増大を通ずる国内投資への刺激効果を考慮しても、結果として国内投資は停滞を続けた。イギリスは重化学工業化への対応の遅れから、1880年代前後よりドイツ、アメリカの追上げに直面することになった。

第二は、債務国の元利返済についてである。多変量自己回帰モデルによるシミュレーションの結果では、資本輸出の増加がもたらす輸出の増大テンポは輸入を上回っている。このことは、イギリスの資本輸出を持続的に増大させる要因となった一方、債務国の側から見れば、資本輸入が誘発するイギリスからの輸入の増加ほどにはイギリスへの輸出が増えず、その差額のファイナンスをイギリスからの資本輸入か他の工業国への商品輸出に仰がねばならなかったことを示唆している。この債務国の追加的ファイナンスを1870年代後半からの植民地証券法というイギリスの資本輸出促進策が可能にしたとの解釈もできよう。

本稿の実証分析から対外資産累積下での政策的含意を敢えて引出すとすれば、債務国の元利返済能力増大の観点からも輸入増大を図ることが必要であることが指摘できる。

\*本研究にあたって、東京大学佐美光彦教授、東京大学石見徹助教授、大阪大学吉川洋助教授、法政大学西村閑也教授より貴重なコメントをいただいた。記して感謝の意を表したい。

\*\* (1) 大蔵省財政金融研究所特別研究官(野村総合研究所)

(2) 大蔵省財政金融研究所研究員(住友生命)

(3) 大蔵省財政金融研究所研究員(日本興業銀行)

(4) 大蔵省財政金融研究所研究員

## はじめに

1980年代前半を振り返ると、国内においては行政改革、規制緩和など「市場の復権」と呼ばれる現象が定着を始めた一方、国際環境面では著しい貿易不均衡を背景とする欧米での保護貿易主義の高まりという「対立」の兆しと、主要国間での経済政策における「協調」の模索が進められてきた。これらの相反する三つの潮流の中で我が国の対外純資産は拡大を続け、1985年末には1,298億ドルと、世界最大に達した。

対外債権の累増は、今後の世界経済の動向のみならず、我が国経済政策の在り方や、急速な高齢化を迎える中での国民資産の在り方等に極めて重要な影響を与えることが予想される。円滑なりサイクルを行えば世界経済安定化の要因となりうる一方、為替リスク、カントリーリスクに伴う資本輸出の減少が起これば世界経済の不安定要因ともなる。

歴史的に見ると、巨額の経常収支黒字と資本輸出が続いたのは19世紀のイギリスと戦間期のアメリカである。しかし両者の世界経済の発展に対する評価は極めて対照的である。ビクトリア王朝時代のイギリスの資本輸出はその時代の支配的哲理である自由放任を基礎として進行し、旧世界と新世界との間に相互補完的で、相互に有利な経済発展をもたらした。一方、戦間期のアメリカの資本輸出は必ずしも債権国、債務国の経済発展に寄与しなかったばかりか、国際金融不安や、そり後の世界貿易の大幅な収縮の一因であったと指摘されている（楊井、中西

訳、国際投資論(1970)。

両者の評価を分かつ本質的要因としては次の点が考えられる。19世紀のイギリスの資本輸出はイギリスが消費しようとする財貨等の海外での生産を促進し、また債務国の生産増大に対してイギリスや他の工業国は広大な市場を供給した。これに対して戦間期のアメリカの、例えばドイツに対しての貸付は、ドイツの世界市場での輸出拡大に結びつかず、またアメリカも投資収益の増加に比例して輸入を増やすという政策を採用しなかったことが指摘されている。

これらの問題意識のもとに、本稿は19世紀イギリスの資本輸出の実態と要因およびイギリス経済への影響についての実証分析を行うことを目的としている。第 1章では、巨額の資本輸出を継続させた要因の抽出を目的に、当時のイギリス経済を主として貯蓄・投資バランスの観点から概観する。さらに、当時の資本輸出の実態についての文献整理を通してその推移の特徴を浮彫りにする。

第 2章は、イギリスの資本輸出と貿易構造（地域別商品輸出入）及び国内投資等との関係を統計的に分析し、資本輸出がイギリス経済に及ぼした影響を評価する。資本輸出を通ずる投資収益の増大に合せて、イギリスの輸入が増大したか否か、及び19世紀末からイギリスの資本輸出の増大の一因となったといわれる「植民地証券法」の評価を中心的な内容としている。

## 19世紀のイギリス経済と資本輸出

19世紀のイギリスは、第一次世界大戦中に対外債権取崩国になるまで、極めて巨額の資本輸

出を続けた。この要因として従来の仮説を要約すると、投資収益率の低下(A. Marshall等)、

過少投資，過剰貯蓄説(C. K. Hobson)，海外投資機会拡大説(J. G. Williamson)，対外投資を優先する資本市場バイアス説(マクミラン報告)が代表的である。

本章では，貯蓄・投資バランス面から見ると，当時のイギリスではフランス，ドイツ等に比べ，貯蓄率が比較的低水準の一方，投資比率が極めて低かったことが巨額の資本輸出を維持させた主要因であったことが示される。投資比率が極端に低い要因としては，資本ストックの蓄積が18世紀中にかなりの水準まで進んでいたこと，技術革新のテンポが他の主要国に比べて極めて緩慢であったこと，海外の投資収益率が国内を上回っていたこと，この面では19世紀中葉以降には植民地証券法の寄与も無視できないこと，などが指摘できる。

これらを背景に，イギリスの資本輸出は変動を繰返しつつ，1914年までの累計額は概ね40億

ポンドに達した。資本輸出の内容についての概観も本章で行うこととする。

1. 国際収支の動向

まず，当時の国際収支動向を振り返っておこう。イギリスの国際収支統計は1816年以降について存在するが，表2 - 1から明らかなように，商品貿易収支は当初より一貫して赤字である。しかしながら，この赤字額を上回る貿易外収支の黒字が存在していたことから経常収支は一貫して黒字である。

1850年代半ばまでは，経常収支黒字が小幅であったが，70年代半ばまでは海運収支の黒字の拡大を主因に経常収支は大幅な黒字を記録した。この時期の内外金利差は，表2 - 2に示されるように，海外金利は(債券の種類別格差は考慮されていないが)国内のコンソリド回りを上回っており，経常収支の黒字と相俟って巨額

表2 - 1 イギリスの国際収支

(年平均，単位百万ポンド)

	商品貿易 収支 (1)	サービス 収支 (2)	海 運	保険収支	(1) + (2)	投資収益	経常収支	Simon によ る資本輸出 の推計値
1816~1820	△ 8.98	16.06	9.92	2.96	7.08	1.74	7.22	
1821~1825	△ 8.08	13.90	8.96	2.46	5.82	4.24	10.34	
1826~1830	△ 12.82	12.74	8.06	2.44	△ 0.08	4.60	2.58	
1831~1835	△ 13.12	13.52	8.84	2.72	0.4	5.38	6.38	
1836~1840	△ 23.96	17.70	10.90	3.56	6.26	7.98	2.62	
1840~1845	△ 17.04	17.74	11.70	3.54	0.7	7.50	5.90	
1846~1850	△ 26.82	21.26	14.34	4.26	△ 5.56	9.48	4.70	
1851~1855	△ 27.54	29.00	18.68	5.94	1.46	11.72	7.98	
1856~1860	△ 33.84	43.42	26.06	8.32	9.58	16.52	26.22	
1861~1865	△ 56.82	59.28	34.12	10.94	2.46	21.78	22.02	
1866~1870	△ 58.12	74.82	44.50	13.20	16.70	30.82	40.50	27.86
1871~1875	△ 62.50	88.66	50.84	16.44	26.16	49.98	74.56	70.8
1876~1880	△ 124.56	92.22	54.16	15.68	△ 32.34	56.37	24.86	30.74
1881~1885	△ 104.28	91.62	60.32	15.64	△ 12.66	64.76	61.56	64.24
1886~1890	△ 91.10	92.50	57.12	15.48	1.4	84.16	87.58	102.56
1891~1895	△ 130.30	91.62	57.28	14.84	△ 38.68	93.98	52.04	51.1
1896~1900	△ 160.60	99.12	62.44	15.76	△ 61.48	100.20	40.32	70.26
1901~1905	△ 174.58	112.76	71.44	18.20	△ 61.82	110.94	49.04	87.72
1906~1910	△ 142.10	138.18	88.78	22.36	△ 3.92	151.42	145.84	144.48
1911~1913	△ 134.30	157.87	100.33	26.57	△ 23.57	187.93	206.10	117.46

(出所) A. H. Imlah(1958), M. Simon(1967)

表2-2 内外の長期金利

(単位, %)

	イギリス (コンソル 利回)	海外金利 (アメリカ)	海外金利 (ニュージ ーランド)
1850年代	3.3	10.25	N. A
1860年代	3.4	7.62	6.7
1870年代	3.2	7.06	4.6
1880年代	3.0	5.15	3.7
1890年代	2.6	4.27	3.3
1900年代	2.8	3.89	N. A
1910年代	3.8	4.44	N. A

(出所) B. R. Mitchell (1962)

U. S. Department of Commerce, Historical  
Statistics of the U. S.

の資本輸出をもたらした。

1870年代後半以降にはアメリカ、ドイツ等新興工業国の追上げに遭遇し、貿易収支赤字はサービス収支(海運、保険料収支の合計)の黒字を上回った。アメリカ、ドイツ、フランスの工業化は1870年代に大きく進展したが、これら諸国は、自国の産業保護を目的として、イギリスとは異なり、保護貿易体制を敷き、高関税を課した。このため、これら地域へのイギリスの輸出は停滞し、イギリスの貿易赤字拡大の要因となった。

かくして、財およびサービス収支が赤字に転じた1870年代後半以降は、増大を続ける海外からの投資収益が経常収支を黒字にする重要なファクターとなった。このことは、1870年代のイギリスがCrowther(1953)等の提唱する国際収支発展段階説でいう成熟債権国に到達したことを意味している。資本輸出は経常収支黒字の動向に合わせて拡大を続け、とりわけ1880年代の後半と1906年以降は内外金利差が縮小したにもかかわらず急拡大を遂げた。

次節では、こうした国際収支動向の背景となっている国内の貯蓄投資バランスを考察する。

## 2. 投資・貯蓄バランスの推移

19世紀のイギリスの投資率は表2-3に見るようにドイツ、フランスに比べて著しく低い水

準で推移した。この低い投資率の背景として18世紀後半に始まった産業革命の性格について概観しておく必要がある。

イギリスは他国に先がけ1770年代から軽工業を中心とした産業革命に入り、1830年代にほぼそれを完了し、1860年代から第2次の重工業中心の産業革命に入った。イギリスは他主要国(アメリカ、ドイツ等)とは異なり産業革命の開始時点に於いてすでに道路を中心としたかなり発達したインフラの整備が進んでおり、鉄道導入までの間の追加投資の必要性があまり大きくなかった点に留意する必要がある。また18世紀後半から19世紀前半にかけての産業革命が軽工業を中心としたものであり、その期間においてはあまり大規模な設備投資を必要としなかったとみられている。従って、これらの点から当時のイギリスはあまり高水準の投資を必要とし

表2-3 貯蓄率・投資率の推移

(%)

	イギリス		フランス		ドイツ	
	貯蓄率	投資率	貯蓄率	投資率	貯蓄率	投資率
1835~44	6.8	5.9	17.7	17.7	↑	↑
1845~54	9.5	7.9	19.0	17.5	↑	N. A.
1855~64	10.9	6.7	23.6	20.5	N. A.	10.3
1865~74	12.3	7.5	20.9	19.2	↓	12.4
1875~84	12.5	7.3	20.7	19.8	↓	10.2
1885~94	13.1	6.4	21.0	19.3	13.5	11.7
1895~ 1904	11.2	7.9	24.8	21.3	15.5	14.3
1905~13	14.3	6.1	24.3	21.0	16.2	15.3

(注) 投資率は国内粗固定資本形成の対GNP比  
貯蓄率は投資率に経常収支の対GNP比を加えたもの

(出所) イギリス, P. Deane "The Estimates of GNP", 1968  
フランス, B. R. Mitchell "European Hist. Stat.", 1975  
ドイツ, W. G. Hoffman "Das Wachstum der Deutschen Wirtschaft" 1965  
により, 法政大学西村教授の作成による。

なかったと考えることができる。

19世紀中葉以降から重工業中心の産業革命が起こるが、アメリカとドイツでは産業革命の進展した時期が鉄道敷設の時期と一致したことや、国家主導型の産業革命であったことから、産業革命の初期から軽工業から重工業への急速なシフトが生じ、投資需要が著しく高まった。これに対しイギリスでは軽工業と重工業の産業革命の時期に大きなずれが存在し、投資が投資を呼ぶというメカニズムが作用しなかったことが指摘される。

次に貯蓄率の推移を見ると、イギリスの場合は貯蓄率のピークは1870 - 1880年代となっている。この時期はイギリスの高度経済成長がほぼ完了した時期と一致する。しかし、フランス、ドイツと比べると、発展段階の差を反映して低水準である。また政府部門の純貯蓄は平時でも小幅な黒字に留まった（戦乱期には大きな赤字を記録）。

このようにイギリスは国内の投資機会が非常に低いレベルであったことを主因に、巨額の貯蓄超過現象が続いたと考えられる。

### 3. 資本輸出の規模

19世紀イギリスの資本輸出についての文献は数多く存在するが、代表的な文献を用いて資本輸出の規模について知ることにする。

資本輸出の推計には、直接的方法と間接的方法とがある。前者は主にSimon(1967)が用いたもので、The Investor's Monthly Manualにより外国証券購入のために用いられた資金の量を年ごとに合計したものである。

間接的方法とはHobson(1914)により始められたものであるが、国際収支を調べることにより資本輸出の額を推計しようとする方法である。Cairncross(1953)はHobson(1914)の方法をさらに詳しくし、国際収支のうちの海運収支と対外投資収益収支に注目した。Imlah(1958)はこれらの方法を集大成し、国際収支の項目を8つに分けている。この中で経常収支黒字にあたるものを純資本輸出額としている。

表2 - 4 各種推計値の比較

(単位：百万ポンド)

	1870年	1913年	1870年～1913年の累計額
Feis (1930)			3763.30
Imlah (1958)	44.1	224.3	3073.0
Hobson (1914)	45.2	149.7	2332.8
Simon (1967)	44.7	217.4	3879.0
Cairncross (1953)			2220.0
Kenwood (1971)			2337.0

(出所) reference 参照

Hobson(1914)、Cairncross(1953)、Imlah(1957)は同じ様な推計方法を取っているが、表2 - 4から明らかな様に推計値では差が生じている。これは運輸収支、受取保険料の推計に差がある為と解釈される。

Imlah(1958)及びSimon(1967)の資本輸出の推計値を図の形で表示したのが、図2 - 1である。1865年～1913年までは比較可能であるが1880年代と1890年代には差が認められる。これはImlah(1958)が、短期資本移動を含んでいるからである。

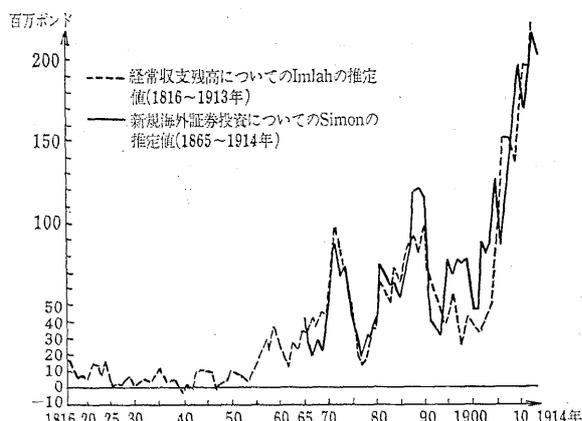
### 4. 資本輸出の内容

19世紀初頭から第一次大戦までの約100年間の資本輸出は、図2 - 1にも示されるように、1850年代までと、それ以降とで大きく形態が異なっている。1850年代までの資本輸出は全体としては低レベルで、小刻みに約10年ごとのサイクルで増減を繰り返している。

その後、経常収支の大幅黒字の定着とも相まってイギリスの資本輸出が増大するのは50年代以降である。資本輸出を拡大させた要因としては、1849年のカリフォルニアの金鉱発掘とこれに伴う米国景気の拡大、および、1850年代のイギリス国内での鉄道ブームの終焉から国内投資機会が減少したこと等に加えて、マーチャントバンクの登場や数々の金融イノベーションという金融制度上の要因が関連している。さらに1877年に施行された「植民地証券法」の影響も見逃せない。

同法はイギリス植民地登録公債のロンドンに

図2-1 資本輸出額の推移



(出所) Imlah(1958), Simon(1967)

おける取引税（複合印紙税）率を特別に低く定めたものであり、この結果、植民地公債のロンドン市場における流通性が高まり、植民地証券の投資家層を急速に拡大させた。

1850年代以降第一次世界大戦勃発までの間、図2-1にみるように、資本輸出には3回の大きなスウィングが存在した。第一のスウィングはアメリカの鉄道を中心とする資本輸出の増大で、1850年代に始まり、1872年にピークを迎え、東部諸州でのデフォルトとともに収束に向かった。第二のスウィングは1870年代後半から始まる南米およびオーストラリア向けの資本輸出の増大で、1880年にピークを迎えたが、その後約10年は高水準を持続した。しかし長期間にわたる高水準の資本輸出に伴い、債務国では農業生産の急拡大などのブームが生じ、その後反動を避けることができず、第二スウィングのピーク終了後の10年間は資本輸出は大きく落込み、99年のボーア戦争に伴う国内の資金需要の増大も作用し、一時的にはイギリスは資金流入国に陥る。ボーア戦争後には資本輸出は再び盛返し、第三スウィングに入る。このスウィングは前の2つのスウィングと比較して資本輸出の規模が非常に大きく、第一次世界大戦勃発の1914年まで続いた。この期間の資本輸出の対象国は、従来はイギリスと金融面では密接な関係にはなかった日本、中国、英領アフリカなどに拡大した。

資本輸出の内容を国別、対象別にまとめると

次のような特徴が見出される。1865年から1914年までの資本輸出の累計額についてのSimon(1967)の分析は以下の通りである。

1. 総額 40億8,200万ポンド
2. 国別
 

北アメリカ	34%
南アメリカ	17%
ヨーロッパ	13%
アジア	14%
アフリカ	11%
オーストラリア	11%
3. 政治的な立場別
 

独立国	59%
イギリスの植民地	40%
外国の植民地	11%
4. 気候別
 

温帯	68%
熱帯	27%
非熱帯のアジア	5%
5. 発行主体の種類
 

民間	55%
政府(植民地又は外国政府)	35%
混合	10%
6. セクター別
 

社会資本	69%
農業	12%

このSimon(1967)の作業結果を要約すると、資本輸出の対象地域としては、南北アメリカが51%と大きなウエイトを占めているが、1877年の「植民地証券法」施行後は植民地への投資が増大し、1914年末の資本輸出残高の40%を占めている。

投資対象(セクター)としては、社会資本整備が69%を占めている。その中心は鉄道建設であり、投資相手国により鉄道建設のブームが異なり、鉄道建設を目的とする資本輸出がほぼ終了するのは、20世紀に入ってからである。こうしたイギリスの資本輸出による債務国の社会資本整備の進展は、イギリスの輸出市場の拡大と、債務国の一時産品の生産と輸出の拡大をもたらし、世界貿易の順調な拡大をもたらす要因

19世紀イギリスの資本輸出

表2-5 19世紀イギリス資本輸出の実態

年	主要投資相手国				何に投資されたか				債券の形態				デフォルト	経済的背景	資本輸出のピークと谷	
	ヨーロッパ	アメリカ	アジア オセアニア	ラテンアメリカ カナダ	ヨーロッパ	アメリカ	アジア オセアニア	ラテンアメリカ カナダ	ヨーロッパ	アメリカ	アジア オセアニア	ラテンアメリカ カナダ				
1810																
1820																
1830	↑ (ベルギー フランス)								↑ 国債							
1840			↑ インド	↑ (シマウカ) 鉄道	↑ 鉄道	↑ 鉄道	↑ インドへ 般船	↑ 鉱業		↑ 州債	↑ 国債	↑ 国債	↑ 1825 ヨーロッパ恐慌 1827 南米でデフォルト			1824 ピーク 1827 谷
1850			↓	↓	↓	↓	↓ 鉄道	↓ 鉄道	↓ 鉄道				↑ 1837 financial crisis			1835 ピーク
1860													↓ アーカンサス・イリノイ ミシシッピ・ルイジアナ メリーランド・ミシガン ペンシルバニア・フロリダ でデフォルト			1840 谷 1844 ピーク 1847 谷
1870													↓ 1849 カリフォルニア で金鉱発見			1850 ピーク
1880													↑ 1857 インドでセ ポイの反乱			50年代に入りマーチャ ントバンクが登場 イギリス金融市場に金融イ ノベーションが起る
1890																1865 アルゼンチン で新政府誕生
1900																1873 スペイン、トルコ、 エジプト、ペルーでデフォ ルト
1910	↑ ロシア		↑ オーストラリア	↑ アルゼンチン			↑ 牧畜経済 の拡大 鉄道	↑ 鉄道		↑ 鉄道債						1876 アメリカ東 部諸州のデフォルト
1914	↓		↑ オーストラリア	↑ ニュー ゼaland	↑ カナダ		↑ 鉄道	↑ 鉄道		↑ 鉄道債						1877 植民地証券法
																1890 ベアリング恐慌 1893 穀物相場の下落 ウォールストリート危機 オーストラリアの土地 ブームの終焉
																1899 } ボーア戦争 1902 }
																1907 アメリカの危機
																1914 第一次大戦

となった。

最後に資本輸出の形態についてまとめておく。イギリスはドイツ、アメリカとは異なり証券形態が中心であって、直接投資は10%をこえる程度であった。アメリカを除くほとんどの国は国債の形でイギリスから資本の供給を受けて

いた。アメリカも1870年代までは州債の形をとっていたが、80年代までに州債から鉄道債へのスイッチを完了した。しかし20世紀に入ると投資対象が変化して、次第に個別企業への投資が増大し、それに従い債券の形態も株式の形に変化してゆく。

## ．資本輸出の影響評価

イギリスの資本輸出額は、1865年から1913年の間、年平均で国民純生産額の約6%、ピークである1913年には9.6%にも達した。巨額の資本輸出が長期間に亘り継続しえた原因と、それが当時のイギリス国内経済に及ぼした影響について、第一節で従来の議論について簡単にレビューした後、第二節では資本輸出とイギリスの輸出入、国内投資との相互作用を実証的に検討する。

この実証分析を踏まえ、第三節では資本輸出の増大が輸出入、国内投資にいかなる影響を及ぼしたかを多変量自己回帰モデルを用いて分析する。ここでのポイントは、資本輸出の輸出誘発効果と輸入誘発効果の比較を通じて、資本輸出が長期的に持続しうる性格のものであったか否かについての検討である。

第四節では、イギリスの資本輸出の輸入誘発効果が輸出増大効果を下回ったという実証分析を踏まえ、その国内経済への影響の評価を行うこととする。

### 1. 資本輸出を巡る従来の実証分析

19世紀の資本輸出の影響評価をテーマとする代表的な実証分析を三篇紹介する。資本輸出と国内投資との関係についてどう把握しているかという観点から分類すると、Thomas論文は市場メカニズムの下での両者の同時決定を前提として齎り、Ford論文は資本輸出が国内投資に大きな影響を与えるという因果関係を想定している。また、Williamson論文は米国の景気循

環がイギリスの資本輸出に影響を与えるという立場を採用している。

#### 1) B. Thomas(1958)の議論

Thomasは旧大陸から新大陸への人口と資本の移動に注目し、これらのリズミカルな動きは新しい国の経済発展のために欠くことのできないものであると同時に、これらがイギリス経済の長期的な安定の為に不可欠のものであると結論づけた。

Thomasは債権国と債務国の2ヶ国モデルを考え、資本と労働の移動が両国の経済に与える影響について次のように分析した。

#### 第一フェーズ

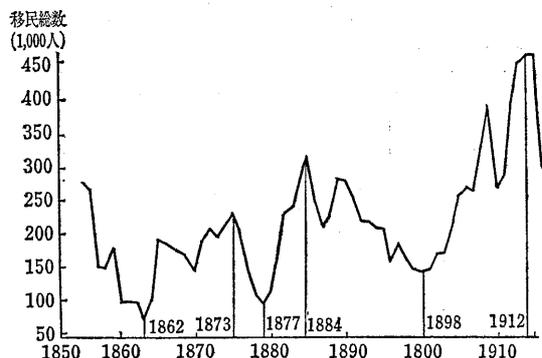
債権国から債務国への大規模な人口、資本の流出が生じると債務国の国内製造部門、債権国の輸出部門でそれぞれブームが起こる。

価格面では債務国の国内部門の産出価格が上昇し、これにつれて輸出部門の価格も上昇する。他方債権国では国内部門から輸出部門へのシフトが比較的容易に行われるため、輸出部門での価格上昇は相対的に小幅に留まる。この結果交易条件は債権国に不利化することになる。

#### 第二フェーズ

投資リスクの増大により債権国からの人口、資本の流出が停滞すると債権国では国内部門に、債務国では輸出部門にブームが起きる。価格面では、債権国の国内財、輸出財がともに上昇するのに対し、債務国では国内の余剰供給力を消化する必要があるため、価格は変化しない。従って交易条件は第一フェーズとは逆に債

図3-1 イギリスの移民の推移



(出所) Mitchell (1962)

権国に有利化する。

この第一フェーズと第二フェーズが順調に繰り返される限り、債権国、債務国両国の経済の長期的な安定が保たれるとThomasは考えたのである。

2) A. G. Ford(1965)の議論

資本輸出と国内投資の18~20年間のサイクルの長期的関係を見ると両者は交叉する動きを示している。資本輸出の増加局面では投資は減少し、減少局面では増加した。資本輸出の増大とともに減少する国内投資を埋め合わせる程度に輸出が増加し、国内生産能力の伸びに見合う有効需要の伸びが確保されないと、失業は増大する。従って海外投資の増加局面では失業は増大し、国内投資が増大する局面で失業は減少する傾向にある。19世紀のイギリス経済を見ると1874~85年は海外投資と失業は仮説に反したものであるが、他の時期は概ね仮説を支持する動

きを見せているとFordは論じている。

次に国内経済の短期的な変動に対する影響であるが、資本輸出は輸出循環に重大な影響を及ぼした。資本輸出が増大すると、その直接、間接的な影響で輸出が増大し、減少すれば輸出も減少する。国内所得、雇用は輸出と強い相関があるが、国内投資と所得・雇用との間には強い相関が見いだせない。この意味でイギリスの国民所得の短期的変動の直接の要因は商品輸出の変動と考えられ、これに対して重大な影響を与えるのが資本輸出であると考えられた。

この様にFordは長期、短期のいずれに於いても資本輸出は国内経済に対して極めて大きな影響を与えていたと考えたのである。

3) J. G. Williamson(1962)の議論

アメリカの商品輸入は19世紀を通して国内のクズネッツサイクルとほぼ一致した長期スウィングを示した。輸入がアメリカの貿易収支を左右し、長期スウィングの上昇局面では貿易収支は悪化し下降局面では改善した。資本輸入は国内成長の上昇局面では増加し、下降局面では減少した。以上のことからアメリカの国際収支は国内成長につれて長期スウィングを形成したと考えることができる。一方イギリスの輸出は1850年~1900年にかけてアメリカの輸入の影響を受けて動いている。

以上のことからWilliamsonはイギリス・アメリカの経済発展の相互作用の大部分はアメリカの輸入がイギリスの輸出をリードする形をと

表3-1 資本輸出と移民のピーク・ボトムと比較

資 本 輸 出				移 民 総 数			
ボ ト ム		ピ ー ク		ボ ト ム		ピ ー ク	
BRINLEY THOMAS	Mitchell の系列						
1862	1867			1861	1862		
		1872	1872			1872	1873
1877	1877			1877	1877		
		1890	1889			1891	1884
1898	1900			1898	1898		
		1908	1912			1901	1912

(出所) Thomas (1958), Mitchell (1962)

り、アメリカ国内景気が両国の経済発展にとって重要な要因であると考えた。

イギリスの資本輸出のタイミングとパターンは米国の資本輸入の影響を強くうけたとはいえず、19世紀を通じて米国の影響を立証するのは困難であるとしている。その理由としてアメリカの資本輸入の規模が小さいこと、およびアメリカ以外の発展諸国の影響を挙げている。

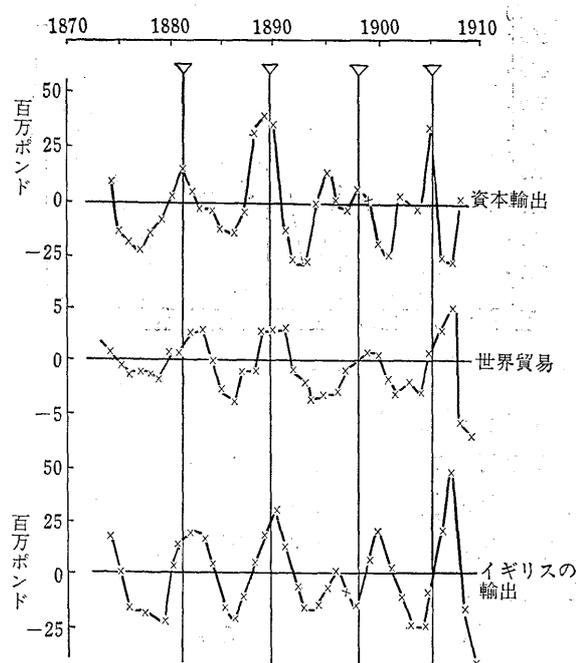
## 2. 資本輸出のイギリス経済への影響

### 1) 資本輸出と商品輸出

当時のイギリスの資本輸出の性格は、Ford (1965)の指摘するように、資本輸出の結果債務国の成長が加速され、それによるイギリスからの輸出の増加、ひいては債務国からのイギリスの輸入の増加という連鎖が形成されたと考えるか、あるいはWilliamson (1962)が指摘するように債務国の景気拡大とそれに伴う資金需要の増大が、イギリスの商品輸出と資本輸出を増大させたか、全く様相が異なったものとなる。このcausal-chainの方向性について検討しよう。

この点に関しSimon (1967)及びMitchell (1962)のデータによって検証しうる期間は1865年～1913年の期間に限られる。資本輸出(対世界)から商品輸出(同)に対するcausal-chainについてGrangerのcausality-testを行うと、資本輸出から輸出に対するGrangerの意味でのcausality<sup>(注1)</sup>は棄却されるが、地域別に検討すれば、対アメリカ、対欧州、対アフリカ

図3-2 資本輸出と商品輸出  
- 9年移動平均からの乖離の比較 -



(出所) A. G. Ford (1965)

については両者の因果関係が認められる(表3-2)。この点は、商品輸出から資本輸出へのcausal-chainの結果とは著しい対照をなしている。次に資本輸出が輸出に与える影響の時間的關係について検討しよう。

資本輸出と輸出のタイムラグについては、Ford (1965)は“資本輸出は輸出に対し、2～3年先行する”と指摘している(図3-2)。

1865年から1913年の間について、両者の時差相関係数をみると、資本輸出(対世界)が商品輸出(同)に先行しているとはいえない。しか

(注1) Grangerの意味での因果関係

グレンジャー(Granger, G. W. J.)の意味での因果関係とは、定常確率過程に従う2変数 $X$ ,  $Y$ について、 $X$ ,  $Y$ 各々の過去から現在に至る値を用いて $Y$ を予測した場合のほうが、 $X$ の現在及び過去の値を除いて $Y$ を予測した場合よりも、 $Y$ の予測値として優れている場合、 $X$ から $Y$ への因果関係が存在するという概念である。

この定義に基づく因果関係は、日常的な意味での因果関係とは一致しない。すなわち、日常用語としての因果関係には、予測の概念と同時に制御の概念が含まれているが、グレンジャーの意味での因果関係は予測の概念のみ定義されているものといえる。

$Y$ の推計値としていずれが優れているかの判定はF-testによる。表3-2の場合、①と②、③と④の組み合わせについてそれぞれF-testを行う。表3-2のF値は $F①/②$ 、または $F③/④$ を示している。

19世紀イギリスの資本輸出

表3-2 資本輸出と輸出のcausal-chain

被説明変数		説明変数	SSR	F-値	causality	
輸出 a)	①= $\sum_{-4}^{-1}$ (輸出)		35540	1.50	資本輸出 →輸出(=A)	×
	②= $\sum_{-4}^{-1}$ (輸出)+ $\sum_{-4}^{-1}$ (資本輸出)		30570			
資本輸出 a)	③= $\sum_{-4}^{-1}$ (資本輸出)		22460	3.92	輸出 →資本輸出(=B)	○
	④= $\sum_{-4}^{-1}$ (輸出)+ $\sum_{-4}^{-1}$ (資本輸出)		15770			
対アメリカ	輸出 b)	①	1219	3.06	(A)	○
		②	828			
	資本輸出 b)	③	6371	1.28	(B)	×
		④	5321			
対ヨーロッパ	輸出 b)	①	6603	2.60	(A)	△
		②	4902			
	資本輸出 b)	③	1565	2.49	(B)	×
		④	1175			
対アフリカ	輸出 b)	①	317.6	6.68	(A)	○
		②	305.5			
	資本輸出 b)	③	1192	2.73	(B)	×
		④	839.7			

推計期間: a) 1869~1914 b) 1880~1914

OLS, \*: F0.05(4, 38)=2.67 \*\* : F0.05(4, 27)=2.69 \*\*\* : F0.01(4, 27)=4.64

表3-3 輸出と資本輸出の時差相関係数

輸出	資本輸出のラグ							推計期間
	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6	
対世界	0.885	0.865	0.829	0.749	0.632	0.536	0.436	1870~1914 1878~1914
アメリカ	0.846	0.817	0.813	0.642	0.519	0.501	0.228	
ヨーロッパ	0.576	0.627	0.471	0.291	0.027	-0.158	-0.240	
アジア	0.612	0.662	0.723	0.707	0.612	0.620	0.637	
アフリカ	0.586	0.554	0.541	0.561	0.584	0.591	0.631	
中南米	0.815	0.773	0.638	0.570	0.453	0.291	0.181	
オーストラリア	0.163	0.051	-0.109	-0.234	-0.262	-0.256	-0.435	

19世紀イギリスの資本輸出

表3-4-a 商品輸出の資本輸出に対する弾力性<sup>\*</sup>

資本輸出	資本輸出(-1)	資本輸出(-2)	輸出(-1)	定数項	R*R D.W.	推計期間
0.087 (3.59)			0.877 (15.3)	0.357 (1.36)	0.95 1.41	1870~1914
0.100 (5.27)			0.471 (4.88)	2.589 (4.98)	0.80 1.43	1870~1893
	0.119 (3.54)		0.156 (0.86)	4.290 (4.67)	0.71 1.13	1870~1893
	0.093 (1.92)		0.868 (8.95)	0.406 (0.99)	0.96 2.13	1894~1914
		0.113 (2.23)	0.831 (8.25)	0.546 (1.29)	0.96 1.98	1894~1914

(注) \* 1) OLS 2)  $\ln EX = \alpha \ln CX_t (t=0, -1, -2) + \beta \ln EX_{(-1)} + \text{const.}$

表3-4-b 商品輸出の資本輸出に対する弾力性(2)<sup>\*</sup>

地域	資本輸出	資本輸出(-1)	輸出(-1)	定数項	R*R D.W.
アメリカ	0.22 (4.28)		0.36 (2.63)	1.66 (4.47)	0.80 2.26
		0.12 (1.74)	0.58 (3.32)	1.17 (2.51)	0.73 2.16
アジア	0.063 (2.53)		0.89 (14.0)	0.31 (1.37)	0.92 2.00
中南米	0.11 (3.42)		0.68 (7.58)	0.83 (3.37)	0.87 1.50

推計期間：1876~1914

\* 1) OLS 2)  $\ln EX = \alpha \ln EX_t (t=0, -1) + \beta \ln EX_{(-1)} + \text{const.}$

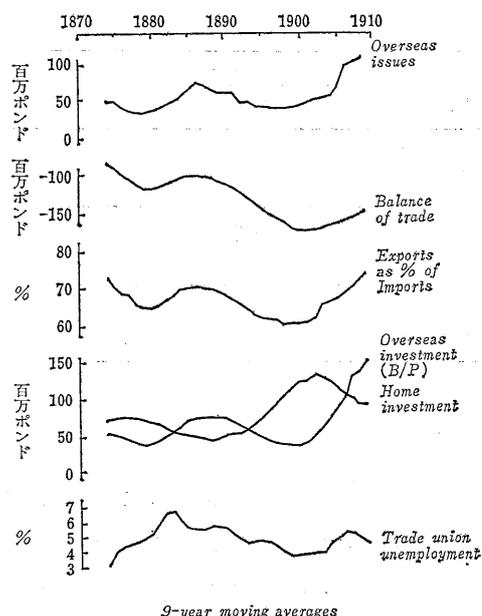
し、地域別にみると、アジア、アフリカ、欧州向けについては資本輸出が輸出に先行する関係が認められるが、アメリカ、中南米、オーストラリア向けについては資本輸出の先行性は必ずしも明らかではない(表3-3)。

次に資本輸出が輸出に及ぼす影響のマグニチュードについて検討を加えよう。

資本輸出が輸出に及ぼす影響は、本来ならば相対価格要因、所得要因等との比較において論ぜられるべきであろう。しかし、Cairncross (1953)により推定された輸入物価を価格要因として輸出関数を推定しても、価格要因については有意な結果が得られない。一方、債務国の所得動向は、当然イギリスの輸出に多大の影響を及ぼしたと考えられるが、データの制約から利

用できない。従って輸出の資本輸出に対する弾力性を所得や価格に対する弾力性と比較して論ずることはできないが、表3-4-aに示すとおり商品輸出の資本輸出に対する短期の弾力性はきわめて小さく、この限りでは資本輸出は商品輸出に短期的には大きな影響を与えたとはいえない。しかし商品輸出の資本輸出に対する長期弾力性は、短期のそれに比べ相当に大きく、また時期的には推計期間後半の19世紀末から20世紀初頭にかけてはより大きな値を示す。地域別にみると、アジア向け輸出の長期弾力性が最大で、アメリカ向け、中南米向け輸出がこれに次く値を示すが、欧州向け輸出の弾力性はきわめて小さい(表3-4-b)。

図3-3 イギリスの輸出入, 投資, 失業率  
- 9年移動平均値 -

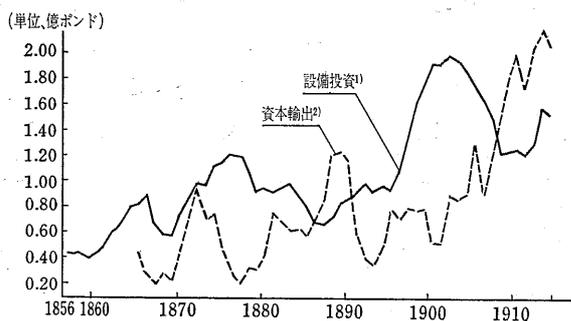


(出所) A. G. Ford (1965)

2) 資本輸出と国内投資

資本輸出と国内投資の関係については、両者の代替性を主張するThomas(1968), 資本輸出を主要因と考えるFord(1965), アメリカのクズネッツサイクルを重視するWilliamson(1962)などがあるが、因果関係は別としてい

図3-4 イギリスの国内投資と資本輸出



(注) 1) 国内投資: Mitchell(1962)によるグロスの名目値  
2) 資本輸出: Simon(1967)による外債新規発行額

表3-5 国内投資と資本輸出の相関

資本輸出	トレンド (1868=1)	定数項	R*R D.W.	推計期間
-0.15 (-1.78)	0.02 (5.71)	-4.84 (15.7)	0.50 0.25	1868~1914
-0.44 (-2.07)	0.05 (2.61)	6.40 (8.12)	0.27 0.45	1892~1914

\* 1) OLS.

$$2) \ln I = \alpha \ln CX + \beta T + \text{const.}$$

れも両者の代替関係(逆相関関係)を認めている。

1856年以降のイギリスの国内投資と資本輸出とは図3-4にみられるように、直観的にも両者の逆相関関係が認められる。

Simon(1965), Mitchell(1962)のデータ(注2)によって両者の関連をみると表3-5に示すとおり、国内投資と資本輸出とは逆相関関係にあり、とくに推計期間後半(1892~1914)については、有意な関係が認められる。

次に商品輸出と国内投資の関係について検討しよう。当時のイギリスは、ドイツ、アメリカなどの後発工業国の追い上げを受けつつあったとはいえ、海外における工業製品の需要増加が、イギリスの国内投資を誘発したとの類推は可能である。

国内投資の説明要因としては、ストックに関する統計が制約されているため、フロー変数のみに限定せざるを得ないが、国内投資に強い影響を及ぼしたのはイギリスの国内需要であり、輸出の影響は短期的にはきわめて小さい。しかし長期では、輸出の影響もある程度増大することが明らかになる(表3-6)。

この点ほ、イギリス経済の輸出依存度がきわめて高く、長期においては輸出が国内需要に無視しえない影響を及ぼしたことを反映したものと考えられる。

次に、国内投資を商品輸出および資本輸出に

(注2) Mitchell(1962)pp.373-374. なお原推計値は, Feinstein, C. H., (1961).

住居用建物, 船舶, 鉄道設備地方自治体による投資, 非居住用建物, 橋梁, その他の構造物, 電信電話設備, その他を含むグロスの名目値。

表3-6 国内投資の弾力性

輸 出	NNP	NNP - (国内投資 + 輸出)	国内投資 <sub>-1</sub>	定 数 項	R*R D.W.
0.066 (0.90)	/	/	0.91 (16.0)	0.07 (0.21)	0.90 1.04
/	0.15 (1.90)	/	0.85 (13.0)	-0.38 (-0.9)	0.91 1.04
-0.04 (-0.42)	/	0.15 (1.43)	0.87 (13.9)	-0.15 (-0.40)	0.91 1.10
/	/	0.12 (1.66)	0.87 (14.0)	-0.18 (-0.49)	0.91 1.07

推計期間：1868～1914

\* 1) OLS. 2)  $\ln I = \alpha \ln EX + \beta \ln (NNP / NNP - I - EX) + \text{const.}$

表3-7 国内投資の輸出，資本輸出に対  
する弾力性

輸 出	資本輸出(t)		トレンド (1870=1)	R*R D.W.
	t=0	-1		
0.69 (2.24)	-0.34 (-3.24)	/	0.013 (2.90)	0.51 0.34
0.41 (1.28)	/	-0.20 (-1.82)	0.014 (2.78)	0.42 0.24

資本輸出	輸 出 (t)		トレンド	R*R D.W.
	t=0	-1		
-0.34 (-3.24)	0.69 (2.24)	/	0.013 (2.90)	0.51 0.34
-0.26 (-2.67)	/	0.42 (1.41)	0.016 (3.29)	0.47 0.30

推計期間：1870～1914

\* 1) OLS

2)  $\ln I = \alpha \ln EX(t, t=0, -1) + \beta \ln CX(t, t=0, -1) + \gamma T$

よって回帰すると，表3-7に示すように，資本輸出は国内投資と代替的關係にあること，および輸出の増大が国内投資を拡大させるという關係が觀察される。

この結果は，資本輸出の増大が輸出の増大につながるという前述の關係を考慮しても，資本輸出と国内投資とが代替的關係にあることを示している。

3) 資本輸出と輸入

当時の資本輸出と輸入の間には次のような關係を想定することができる。

資本輸出は主として当時の發展途上国の鉄道網などのインフラストラクチャーの整備をファイナンスするものであった。従って資本輸出は一次的には發展途上国の投資にかかわる資本財，建設財の需要増（イギリスの輸出増）をもたらしたが，インフラ整備によって發展途上国の一次産品等の生産コストが低下すると，債務国からドイツ，フランス，ベルギー等への輸出増加をもたらした。こうした多角的貿易關係についての実証分析は別の機会に譲ることとし，ここでは，イギリスの資本輸出とイギリスの輸入について，輸出と同様causal-chainの検討からはじめよう。表3-8に示すように資本輸出（対世界）から輸入（対世界）へのcausalityは認められないものの，地域別には欧州，アジア，中南米との間で両者の因果關係が認められる。

資本輸出総額と輸入総額との因果關係が有意に認められない理由の一つは，当時資本輸出，商品輸入の双方において大きな比重を占めていたアメリカとの間で因果關係が認められないことによるものであろう。

次に両者の時間的關係についてみると，両者の因果關係が認められる地域については，輸入に対し資本輸出が1～2年先行する關係にあることが明らかに一なる(表3-9)。

19世紀イギリスの資本輸出

表3-8 資本輸出と輸入のcausal-chain

被説明変数		説明変数	SSR	F-値	causality	
輸 入 a)		(①= $\sum_{-4}^{-1}$ (輸入))	33840	1.96	資本輸出 →輸入(=A)	×
		(②= $\sum_{-4}^{-1}$ (輸入)+ $\sum_{-4}^{-1}$ (資本輸出))	27930			
資 本 輸 出 a)		(③= $\sum_{-4}^{-1}$ (資本輸出))	22460	2.23*	輸入 →資本輸出(=B)	×
		(④= $\sum_{-4}^{-1}$ (輸入)+ $\sum_{-4}^{-1}$ (資本輸出))	18090			
欧 州	輸 入 b)	①	8158	3.63*	(A)	○
		②	5234			
	資 本 輸 出 b)	③	1423	2.39	(B)	×
		④	1040			
ア ジ ア	輸 入 b)	①	1315	6.20**	(A)	○
		②	672.8			
	資 本 輸 出 b)	③	1298	0.15	(B)	×
		④	1269			
中 南 米	輸 入 b)	①	539.3	6.50**	(A)	○
		②	491.3			
	資 本 輸 出 b)	③	1672	0.96	(B)	×
		④	1456			

推計期間：a) 1868~1914, b) 1880~1914, OLS \* :  $F_{0.05}(4, 39) = 2.61$  \*\* :  $F_{0.01}(4, 27) = 4.12$

表3-9 資本輸出と輸入の時差相関

輸 入	資 本 輸 出 の ラ グ							推計期間
	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6	
対 世 界	<b>0.810</b>	0.800	0.788	0.730	0.669	0.610	0.520	1870~1941 1878~ 1914
ア メ リ カ	0.478	0.487	<b>0.500</b>	0.455	0.358	0.249	0.178	
ヨ ー ロ ッ パ	0.422	<b>0.770</b>	0.356	0.210	-0.038	-0.258	-0.359	
ア ジ ア	0.349	0.463	<b>0.603</b>	0.516	0.540	0.567	0.523	
ア フ リ カ	0.200	0.222	0.348	0.429	0.572	0.591	<b>0.599</b>	
中 南 米	<b>0.662</b>	0.636	0.576	0.506	0.413	0.306	0.171	
オーストラリア	-0.107	-0.246	-0.424	-0.451	-0.370	-0.341	-0.419	

表3 - 10 - a 商品輸入の資本輸出に対する弾力性(1)\*

資 本 輸 出			輸入 (-1)	定 数 項	R*R D. W.	推計期間
t=0	-1	-2				
0.040 (2.03)			0.934 (19.2)	0.250 (0.99)	0.946 2.20	1870~1914
	0.044 (2.21)		0.923 (18.5)	0.298 (1.17)	0.947 2.06	
0.024 (1.06)			0.739 (7.01)	1.464 (2.32)	0.715 2.02	1870~1893
	0.040 (1.93)		0.668 (6.29)	1.823 (3.01)	0.747 1.80	
0.058 (1.33)			0.874 (7.16)	0.553 (0.91)	0.923 2.27	1894~1914
	0.081 (1.93)		0.822 (7.04)	0.779 (1.33)	0.930 2.52	
		0.090 (1.96)	0.811 (6.75)	0.815 (1.37)	0.930 2.21	

\* 1) OLS 2)  $\ln IM = \alpha \ln CX(t, t=0, -1, -2) + \beta \ln IM_{(-1)} + \text{const.}$

表3 - 10 - b 商品輸入の資本輸出に対する弾力性(2)\*

地 域	資 本 輸 出 (t)			輸入 (-1)	定 数 項	R*R D. W.
	t=-1	-2	-4			
ア ジ ア		0.028 (1.38)		0.927 (10.5)	0.243 (0.71)	0.781 1.98
ア フ リ カ			0.046 (1.61)	0.908 (9.62)	0.154 (0.79)	0.835 2.50

推計期間: 1874~1914, \* 1) OLS 2)  $\ln IM = \alpha \ln CX(t) + \beta \ln IM_{(-1)} + \text{const.}$

これらを踏まえ、資本輸出が輸入に及ぼした影響を検討すると、輸入総額に対する資本輸出の直接的な影響は小さいが、時期的には1890年代以降その影響が強まっている。当時のイギリスの輸入は所得に対する弾力性が大きく（短期弾力性=0.3、長期弾力性=0.95）、これに比較すれば資本輸出の影響は決して大きくはなかったといえようが、輸出の増加に伴う所得増大という間接的経路を経て輸入の弾力性を押し上げたと考えられる（表3 - 10 - a）。

地域別には、アジア、アフリカについて資本輸出がイギリスの輸入を増加させるという関係が認められる。これらの地域からの輸入の資本輸出に対する長期弾力性は0.2~0.5程度である

（表3 - 10 - b）。

4) 資本輸出とイギリス経済

当時のイギリス経済は輸出動向に大きく左右されたが、資本輸出の増大は一定のタイムラグを伴って輸出の増加をもたらした。資本輸出は国内投資と代替的な関係にあったが、当時の国内投資は輸出需要よりも国内需要に対してより感応的であったから、資本輸出の間接的な影響は相対的に小さなものにとどまり、長期的にはむしろ輸出と投資収益の増加を通じ国民所得を増加させる方向にも作用したと考えられる（表3 - 11）。一方で、資本輸出は輸入の増加をもたらしたが、対外投資収益の増大により、国際収支上も重大な支障は生じなかったといえよ

表3-11 イギリス経済と資本輸出\*

資本輸出 (-2)	輸出	国内投資	定数項	$\frac{R \cdot R}{D \cdot W}$
0.05 (1.84)	0.80 (8.80)	/	2.34 (5.12)	0.81 0.23
0.14 (4.34)	/	0.44 (5.58)	4.60 (14.2)	0.69 0.62
0.23 (6.29)	/	/	6.29 (41.1)	0.47 0.64
/	0.92 (13.1)	/	1.92 (4.73)	0.79 0.15
/	/	0.60 (7.49)	4.39 (11.6)	0.55 0.11

推計期間：1868～1914, OLS

$$\ln NNP = \alpha \ln CX_{(-2)} + \beta \ln EX + \gamma \ln I + \text{const.}$$

う。

### 3. 資本輸出の長期安定性の評価

資本輸出が長期にわたり安定的に継続するための条件は、債務国側で受け入れられた資本が、生産能力拡充のために利用され元利返済が可能となるように輸出増大が続くこと、および資本輸出国であるイギリスが海外からの元利返済にみあって輸入を増大させることである。債務国についてデータ上の制約があるためイギリスのマクロ経済統計に依拠して、資本輸出の長期安定性の検討を行なう。

前節でみた、資本輸出と他経済変量の分析を踏まえ、資本輸出の変化が、国内投資、輸出、輸入、経済成長率に与える影響について、多変量自己回帰(VAR)<sup>(注3)</sup>モデルを用いて分析してみよう。資本輸出、国内投資、商品輸出、輸入の各国民所得比率、および、国民所得前年比伸び率の5変数の自己回帰モデルを1865年か

表3-12 資本輸出増加の影響(単位:%)

	資本輸出	国内投資	輸出	輸入	国民所得成長率
1年目	1.998	.0000	.0000	.0000	.0000
2	1.023	-.1573	.5904	.4831	.5583
3	1.020	-.0969	.8636	.5304	-.1257
4	.5371	-.2135	.6986	.2533	-.7083
5	.3008	-.1136	.6056	.4960	-.5420
6	.2043	-.1669	.3717	.3872	-.0338
7	.2395	-.2232	.3288	.2244	.2514
8	.2593	-.2382	.3366	.1811	.1625
9	.2344	-.2088	.2800	.1361	.0771
10	.1867	-.1577	.2018	.0625	.0482

(注) 資本輸出の対国民所得比率の一標準偏差分の増大の影響を試算。計測期間は1865～1913年。成長率を除き、対国民所得比で表示。

ら1913年のデータで計測したうえで、資本輸出の対国民所得比の一標準偏差分の変化(増大)が、各変数に与える影響をシミュレートしたのが表3-12である。

資本輸出の対国民所得比が独立に約2%ポイント拡大した場合に、民間投資の対国民所得比は年々0.1～0.2%程度低下を続ける。輸出の対国民所得比の上昇は2年後にピークを迎え、その後増大テンポは鈍化するものの設備投資を上回るテンポで拡大を続ける。輸入の対国民所得比も増大するが、各年の増加幅は輸出ほどではない。国民所得の成長率は、資本輸出増大がない場合に比べ、3～6年の間は低下し、その後の回復も極めて緩慢である。7年目以降も0.2～0.3%ポイントの上昇を続ける。

このVARモデルの結果を敷衍すると、この期間のイギリスでは、資本輸出の増大がもたら

(注3) 通常の計量モデルは構造の特定化された構造形を推計したものであるが、それが基ところの経済理論や個人の判断によって特定化の仕方は異なる。つまり推計に際しては人為的な制約条件を置いている訳である。VARモデルは誘導形を直接推計することでこのような恣意性を排除しようとするもので、各変数はその変数の過去の実現値および他の変数の過去の実現値の線型結合プラス当期の攪乱項の形で与えられる。また、これを現在及び過去の攪乱項の加重和の形に書き直すこともでき、 $k$ 期前の攪乱項の係数(インパルス応答関数と呼ばれる)は $k$ 期前のショックが現在に及ぼす影響を示す。表3-12はRATSによりインパルス応答関数を計算したもので、一年目に資本輸出に与えられたショックが二年目以降の各変数に与える影響を表わしている。

す、国内投資の停滞と輸入を上回る輸出の伸びにより、「資本輸出が資本輸出を呼ぶ」というメカニズムが作用していたと解釈できる。しかしこの点を債務国(イギリスを除く世界全体)からみると、イギリスからの資本流入が増加すると、イギリスへの輸出よりも輸入の増大テンポが強く、債務の元利返済が滞ることになる。この点からは、イギリスの資本輸出は、低い投資率による巨額の貿易赤字の存在にもかかわらず、長期安定性を欠いていたといえよう。すなわち債務国ではイギリスからの資本流入の増大は、その元利返済のために追加的資本流入を必要とすることになるといえよう。

#### 4. 資本輸出促進策の評価

19世紀後半の欧州大陸を中心とする保護貿易主義の抬頭により、イギリスは、新たな輸出市場を確保する必要に迫られた。1877年の植民地証券法の制定は、ドイツ、アメリカ等の産業の国際競争力の上昇に伴ない、イギリスが金融分野への特化を志向したことの反映と考えられる。同時に植民地向け資本輸出を金融制度上とくに優遇することによって輸出市場としての植民地の開発・ひいてはイギリス経済の安定を意図したものと位置づけられる。

しかし資本輸出促進策は一方においてイギリス産業の国際競争力を弱体化させる要因となったことも否めない。この点に関しKeynesは、植民地証券法および同法と結びついた受託者法が、イギリス国内産業の株式、社債に対し植民地証券を税制面で優遇する効果をもつ点について、「ほぼすべての植民地政府証券を(優遇対象に)含めるための受託者法の拡張は、国内受託者証券が減らされつつあるとき、過剰な海外投資を有利にする危険なバイアスをつくりだす」と批判を加えている。

また第一次大戦後のマクミラン委員会報告(1931, 邦訳1985)は、イギリス金融制度全般

について「英国商業とは区別される英国産業と英国金融界との関係は、ドイツの金融と産業の関係、あるいは米国の金融と産業の関係ほどには密接ではなかった」点を指摘し、イギリスの国際競争力の低下について、「鉄鋼、電気その他の産業の英国の会社は、その米国およびドイツという大きな競争相手と直面しなければならないのであるが、彼らは一般的には強力で、銀行・金融グループから密接な支援を受けており、これらグループと持続的な関係を有している」点を考慮し、「英国の産業が同様の支援を受けなければ、それが不利な地位に立たされることは疑いがない」と述べている。

同報告書が指摘するように、19世紀後期以降のイギリスは、帝国植民地向け資本輸出の市場開拓効果によって工業製品の輸出競争力の低下をかるうじて補っていたが、それは実体経済面では技術革新への対応の遅れに一層拍車をかける要因になると同時に、金融面では産業金融システムが不完全なままに放置されることによって、長期的には輸出産業の国際競争力低下を加速するとともにりながつたといえることができる。

最後にイギリスの資本輸出が債務国経済に及ぼした効果についてふれておこう。イギリスの資本輸出が当時の途上国である債務国経済に及ぼした影響は、資本ストックの拡充による生産力の増大と、これらの国々の輸出競争力の増大の二点に集約される。資本輸出によって、債務国の経済的フロンティアはめざましく拡大し、とりわけ当時農業国であったアメリカ、カナダ、オーストラリア、アルゼンチン等への投資が国債や鉄道債券中心であったことは、これらの国における輸送網整備を通じ、一次産品の産出コストの低減に寄与した。なお、例外的ではあるが資本流入に伴う過度の開発は1890年代初にみられた(ベアリング恐慌)ように、農作物価格の急落等に伴う金融不安を発生させ、債務国を混乱に陥れる要因になった。

## 結 び

19世紀のイギリスで巨額の資本輸出が長期にわたり継続した要因を整理すると、国際収支面では貿易収支赤字が拡大を続けた一方、それを上回る規模で対外投資収益を中心とする貿易外収支黒字が増大を続けたこと、貯蓄・投資バランスの面では貯蓄率が相対的に低い一方、投資率が極めて低水準であったこと、投資収益率の面では海外が国内を上回ったことが指摘される。

資本輸出は債券形式が大半を占め、市場原理に従って変動を繰返した。資本輸出の変動に寄与した要因として、相手国の資金需要やデフォルト、イギリスの国内投資、金利水準、植民地向け資本輸出促進策などが指摘できる。

資本輸出は2 - 3年のラグをおいて、イギリスの商品輸出の増大をもたらした。それに伴い、国内投資や海外からの商品輸入も増加した。この点はイギリスの資本輸出が世界貿易の順調な拡大と、世界経済の発展に寄与した事を示唆するものといえる。しかしこの間接的な効果を考慮しても、イギリスの国内投資は、長期にわたって低水準をつづけた。

また、資本輸出の輸入誘発効果は輸出誘発効果よりも小さく、このこともイギリスの資本輸

出の増大傾向をもたらす要因となった。同時にこのことは、イギリスが保護貿易関税を採用しなかったにもかかわらず、輸入が投資収益に見合うほどには増大しなかったことを意味している。つまり債務国側から見れば、イギリスとの貿易、資本取引に限定すると、資本輸入が誘発する商品輸入の増加ほどには商品輸出が増えず、そのファイナンスもイギリスに仰がねばならなかったことを示している。そして、この債務国の追加的ファイナンスを植民地証券法が可能にしたとの解釈も可能であろう。

このように、資本輸出の誘発する輸出と輸入のギャップの存在は、戦間期のアメリカに比べ、世界経済の発展に大きく寄与したと言われるイギリスの資本輸出が、必ずしも長期安定性を有していたとは言えないことを示唆していると言えよう。なお、第一次世界大戦に至るまでに40億ポンドも蓄積された対外資産は、大戦中に約30%が取崩され、世界最大の債権国の地位を次第にアメリカに委譲することとなった。

以上の分析から敢えて今日の政策的含意を引出すとすれば、対外資産累増下では対外投資収益の増大に併せて輸入の増大を図ることが不可欠であることが指摘できよう。

## 参 考 文 献

- Cairneross, A.K.. "Home and Foreign Investment 1870-1913" (Cambridge, 1953)
- Cottrell, P. L., "British Overseas Investment in the Nine-teenth Century" (1975)
- Feinstein, C. H., "Capital Formation in Great Britain" in P. Mathias and M. M. Postan ed., *The Cambridge History of Europe VII*
- Ford, A. G., "Overseas Lending and International Fructuation 1870-1914" (1965) in A. R. Hall ed., *The Export of Capital From Britain. 1870-1914* (1968)
- Hobson, C. K., "The Export of Capital" (1914)
- Imlah, A. H., "Economic Elements in the Pax Britannica" (Cambridge 1958)
- Mitchell, B. R., "Abstract of British Historical Statistics" (Cambridge 1962)
- Pavis, L. E. and Gallmar, R. E., "Capital Formation in the United States during the Nineteenth Century" in P. Mathias and M. M. Postan ed., *The Cambridge History of Europe VII*

## 19 世紀イギリスの資本輸出

- Pollard, S., " Capital Exports, 1879-1914 Harmful or Beneficial? " *The Economic History Review* vol. 38 No. 4 1985
- Simon, M., " The Pattern of New British Portfolio Foreign Investment, 1865-1914 " (1967) in A. R. Hall ed., *The Export of Capital From Britain* (1968)
- Thomas, B., " Migration and International Investment " (1958) in A. R. Hall ed., *The Export of Capital From Great Britain* (1968)
- Tilly, H., " Capital Formation in Germany in the Nineteenth Century " in P. Mathias and M. M. Postan ed., *The Cambridge History of Europe VII*
- Williamson J. G., " The Long Swong : Comparisons and Interactions Between British and American Balance of Payments, 1820-1913 " (1962) in A. R. Hall ed., *The Export of Capital From Britain* (1968)
- マクミラン委員会「マクミラン報告書」加藤三郎他訳, (昭和60年)日本経済評論社
- 王立国際問題研究所「国際投資論」楊井他訳(昭和45年), 日本評論社