

国際資本移動と発展途上国 経済の成長・安定

——ラテンアメリカと東南アジアの経験の比較によって——

小 倉 明 浩

0 はじめに

発展途上国の経済開発・安定にとって、海外からの資金移動が重要な役割を果たしていることは言うまでもない。国際収支発展段階説のいうように、通常資金不足にあると考えられる途上国にとって、資本の輸入が不可避である。それによって国内の貯蓄不足を補い、開発のための投資をおこなっていくことが必要であり、海外からの資金移動の動向は途上国の開発の成否をにぎる要因なのである。特に1980年代以降、世界経済、なかんずく国際金融市場の重要な変化、すなわち金融自由化のもとでの事態は、そのことを容赦なく示してきた。

1980年代、累積債務危機の勃発によって、多くの途上諸国は経済の停滞と不安定化にみまわれた。他方、80年代後半からの直接投資の拡大を契機として東南アジア諸国・中国へ成長の波及がおこり、発展途上諸国の中での例外的な成功例として注目を集めたのである。国際資本移動の動きは途上諸国の運命を分けたのである。

1990年代にはいっても、これら諸国の経済動向を大きく左右している。90年代には全体として途上国への資金流入が回復し、特に新興市場国（エマージング・マーケット、以下EMsと略記）には先進国からの投資が流れ込んだ。これによって、東アジアが引き続き好調に推移したのに加えて、ラテンアメリカ諸国もようやく経済の安定と回復への軌道に乗ったかにみえた。このような資金流入回復の要因としては、ラテンアメリカ側の市場指向的政策への転換が評

働されたことが指摘されている。そして、80年代からの東アジア諸国の成功とあわせて、自由化・開放化の政策の有効性を示すものと評価されている。しかし、90年代の中盤から、国際資金移動の動向が途上国の経済を著しく不安定化させ、経済運営を困難に陥れる事態が、ラテンアメリカ、東アジア双方で発生しており、そのような評価に疑問を投げかけている。これらのケースでは、途上国はまさに自由な国際資金移動の動向に翻弄されており、東アジアすら例外でありえないことが示されている。

本稿では、80年代からの国際資金移動の動向と途上国の開発・安定化の関連についての以上のような展開を検討することで、途上国が世界経済の中でおかれている環境の変化について考えていきたい。そのために、東アジアとラテンアメリカのEMs 諸国の経験を比較するとともに、80年代の累積債務危機と今日の通貨・金融危機との比較することによって接近していく。

1 国際資本市場の拡大と発展途上国

(1) 国際資本市場における途上国の位置

80・90年代の発展途上国への資本移動の動向は、世界経済全体におけるその変動の結果の一つである。そのことを確認するために世界全体の資本の動きをみてみよう。第1表によって長期資本（移転を含む）の受け入れ額を見てみると、世界全体で1980-82年と1983-86年にはそれぞれ年平均2570億ドル、2880億ドルであったものが、1987-90年には5400億ドルに拡大している。そして、1991-92年で見ると更に年平均8450億ドルへと増加しているのである。この87-90、91-92年の時期は、それぞれ東アジアのエマージングマーケット諸国が製造業品輸出を拡大による成長の時期、ラテンアメリカのそれらが低迷から脱し、成長への軌道に復帰しようとした時期と重なっており、これらの事態が世界的な資本市場の規模の拡大に伴って生じたことがわかる。

しかし、そこでの発展途上地域の地位は必ずしも高くない。世界全体の投資受入額に対する途上国のシェアは1982-88年には42.8%であったが、累積債務危機を経た1983-86年には27.1%に急激に減少している。1987-90年の世界全

第1表 長期純資本移動（構成比）1980—92

	各期間中の年平均値：10億ドル			
	1980—82	1983—86	1987—90	1991—92
総額	257(100%)	288(100%)	540(100%)	845(100%)
先進国	147(57.2)	210(72.9)	458(84.8)	700(82.8)
途上国	110(42.8)	78(27.1)	82(15.2)	145(17.2)
公的移転	38(14.8)	42(14.6)	71(13.1)	123(14.6)
直接投資	55(21.4)	57(19.8)	161(29.8)	154(18.2)
ポートフォリオ	52(21.8)	115(39.9)	194(35.9)	411(48.6)
その他	112(43.5)	74(25.7)	114(21.1)	157(18.6)

<出所> Griffith-Jones and Stallings, "New Global Financial Trend", *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, Vol. 37 No. 3, Fall 1995, pp. 62—63.

体の拡大の時期にも、そのシェアは低下しつづけ15.2%へ下がっているのである。91—92年にはようやく17.2%へ回復しているものの、依然世界の資本の大部分は先進国に向かっているのである。

また、87年以降の急激にその規模が拡大した時期の投資形態別構成を見るならば、83—86年には直接投資とポートフォリオ投資が全体占めるシェアは、それぞれ39.9%、19.8%であった。それが87—90年には29.8%、35.9%へ、91—92年には18.2%、48.6%へと変化している。これを見れば、資本の流れの拡大には、85年のプラザ合意によるドル相場調整局面での日本などの金融自由化、先進国間の相互の直接投資の増加が、また90年代以降は、ポートフォリオ投資の拡大が大きな役割を果たしていることがわかる。

(2) アジアとラテンアメリカへの資本の流れの特徴

つぎに、アジアとラテンアメリカへの資本の流れの特徴を、発展途上国全体の傾向と比較することによって、検討してみよう。

発展途上諸国全体への資本の流れの構成を、第2表によって見てみると、80年以前には、直接投資とその他投資（長・短貿易信用や融資など）が主要な担い手であった。80年代には、累積債務危機を反映してその他が流出に転じ、直接投資が主要な流れになるとともに、ポートフォリオ投資の流入が拡大してい

第2表 発展途上国への純資本流入

10億ドル

	途上国全体総額	直接投資	ポートフォリオ	その他
1977-82	30.5	11.2	-10.5	29.8
1983-89	8.8	13.3	6.5	-11.0
1990年	43.5	18.6	18.3	6.6
1991年	154.9	28.4	36.9	89.6
1992年	130.1	31.6	47.2	51.3
1993年	172.9	48.9	89.6	34.5
1994年	151.6	61.3	50.4	39.8
1995年	193.7	71.7	37.0	85.1
	アジア			
1977-82	15.8	2.7	0.6	12.5
1983-89	16.7	5.2	1.4	10.1
1990年	23.1	9.4	-0.9	14.6
1991年	49.8	14.3	2.9	32.6
1992年	32.1	14.4	9.8	7.9
1993年	70.5	32.7	23.8	14.0
1994年	81.1	41.9	16.0	23.1
1995年	104.1	52.4	18.5	33.2
	ラテンアメリカ			
1977-82	26.3	5.3	1.6	19.4
1983-89	-16.6	4.4	-1.2	-19.8
1990年	18.5	6.6	17.4	-5.5
1991年	23.0	11.2	11.4	0.5
1992年	53.1	12.8	17.8	22.5
1993年	63.4	13.9	51.6	-2.1
1994年	47.2	17.7	17.4	12.1
1995年	61.8	17.1	10.0	34.7

資料：IMF, *International Capital Markets : Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, September 1996.

- a. 1977-82, 1983-89については年平均の値。
- b. その他投資には、長短の信用などが含まれる。

る。90年代以降についてみてみれば、その年末にメキシコ危機が始まった94年を境として、ポートフォリオ投資と直接投資の二者だけの関係は、前半はポートフォリオ優位、後半は直接投資優位となっている。

このように、途上国全体として資本流入の回復した90年代には、特に前半にポートフォリオ投資の拡大がみられる。このことは世界の資本の流れにおけるポートフォリオ投資の拡大の動きと一致している。ラテンアメリカ諸国はその

傾向をより明確な形であらわしており、ポートフォリオ投資に主導された資本流入の回復であるといえる。90年代におけるその成長の回復はポートフォリオ投資に支えられていたのである。他方、アジアはポートフォリオ投資の拡大も見られるものの、直接投資が流入を主導しており、ラテンアメリカと対照的である。94年末からのメキシコ金融危機とその「テキーラ効果」が発生した際には、この両者の差が問題となった。すなわち、ポートフォリオ投資がより移動しやすいこと、また直接投資のように生産能力の拡大改善に直接結びつく性格が弱いことが指摘され、経済のアジアでの安定性とラテンアメリカでの不安定の要因となっているとされたのである。¹⁾

2 EMs 諸国への資本移動と危機

しかし、97年におけるアジアの通貨危機は、ラテンアメリカが示したような不安定性から、アジアも免れていないことを示しており、この単純な投資の性格による説明は何らかの補強を必要とするように思われる。アジアでの事態を見るためには、現時点ではデータの制約はあるが、資本移動の性格と途上国の成長・安定の関係を分析するために、90年代投資が拡大したエマージングマーケット諸国²⁾についてより詳しく見てみよう。

(1) ラテンアメリカ EMs 諸国

まずラテンアメリカ諸国から始めよう。第3表から、いずれの国も90年代に純流入額の大幅な拡大を経験していることがわかる。その中でも直接投資と比較すればポートフォリオ投資の拡大が急で、チリを除けば、直接投資をはるかに凌駕する規模に達している。けれども各国で、95年には大幅な減少を記録している。メキシコ金融危機と「テキーラ効果」の影響である。純流入額でみる

1) UNCTAD は、ポートフォリオ投資の移動が途上国経済にマイナスを与えることから、その移動に制限を加えるべきだとしている (*Trade and Development Report*, 1995, P. 95.)。

2) 通常 EMs 諸国には、ここで取り上げる諸国には、通常含まれているアジアでのインド、移行経済諸国が含まれていない。これは金融危機の影響という分析目的による。

第3表 EMs 諸国への資本流入

(100万ドル)

	純流入額	直接投資	ポート フォリオ	その他	貿易サー ビス収支	準備	財政赤字 (GDP比)
アルゼンチン							
90	-3807	1836	731	-6374	7954	4592	-0.3%
91	182	2439	-34	-2223	2820	6005	-0.5%
92	6938	4052	980	1906	-3659	9990	0.0%
93	10365	2555	20308	-12498	-5086	13791	-0.6%
94	9173	2941	4587	1645	-7098	14327	-0.7%
95	256	4026	5133	-8903	63	14288	0.0%
96	7429	4080	10512	-7163	-824	18104	
ブラジル							
90	-5441	324	512	-6277	-4622	7441	-6.2%
91	-4868	89	3808	-8765	-2964	8033	-0.4%
92	5889	1924	7366	-3401	3900	22521	-3.9%
93	7603	801	12321	-5519	-1583	30604	-9.3%
94	8020	2035	44732	-38747	-3576	37070	0.0%
95	29306	3475	9235	16596	-21757	49708	0.0%
96						58323	
チリ							
90	3014	582	353	2079	1078	6068.5	0.8%
91	843	400	186	257	1581	7041.3	1.5%
92	2931	321	452	2158	730	9167.7	2.2%
93	2579	375	730	1474	-975	9640.3	1.9%
94	4494	807	908	2779	742	13087.6	1.7%
95	1387	971	35	381	1315	14139.8	2.5%
96	6342	3011	1103	2228	1377	14833.2	
メキシコ							
90	8441	2549	-3985	9877	-3110	9863	-2.8%
91	25139	4742	12138	8259	-9369	17726	-0.2%
92	27939	4393	19206	3440	-18613	18942	1.5%
93	33760	4389	28355	1016	-16010	25110	0.3%
94	15787	10972	7570	-2755	-21069	6278	-0.7%
95	-11781	6963	-10803	-7941	7963	16847	-0.6%
96							
ヴェネズエラ							
90	-5496	76	13022	-18594	9355	8321	0.9%
91	1651	1728	56	-133	2698	10666	4.4%
92	2998	473	707	1818	-1629	9562	-3.6%
93	2801	-514	621	2694	90	9216	-2.9%
94	-3591	136	261	-3988	4520	8067	-4.2%
95	-2996	597	347	-3940	3890	6283	0.0%
96						11788	
インドネシア							
90	4495	1093	-93	3495	1784	7459	0.4%
91	5697	1482	-12	4227	1059	9258	0.4%
92	6129	1777	-88	4440	2313	10449	-0.4%
93	5632	1648	1805	2179	2344	11263	0.6%
94	3839	1500	3877	-1538	1282	12333	0.9%
95	10386	3745	4100	2541	-2084	13708	2.2%
96						18251	
マレーシア							
90	1783	2332	-255	-294	900	9754	-4.8%
91	5621	3998	170	1453	-1799	10886	-4.4%
92	8746	5183	-1122	4685	804	17228	-4.3%
93	10804	5006	-709	6507	-68	27249	0.2%
94	1288	4342	-1649	-1405	-1155	25423	2.4%
95	7422	4132	-440	3730	-3274	23774	0.9%
96						27009	
タイ							
90	9098	2304	-38	6832	-6641	13305	4.5%
91	11760	1847	-81	9994	-6757	17517	4.7%
92	9473	1966	924	6583	-5241	20359	2.8%
93	10500	1571	5455	3471	-5707	24473	2.1%
94	12171	873	2486	8812	-7482	29332	1.9%
95	21910	1182	4083	16645	-11927	35982	3.0%
96						37731	

資料: IMF, *International Financial Statistics*.

と、ブラジル・ヴェネズエラを除いて減少しており、特に震源地であったメキシコは大幅な流出に転じている。ポートフォリオ投資についてみれば、ヴェネズエラの除く各国で流入額が激減しており、やはりメキシコでは大幅な流出となっている。その規模はGDP比で約5%に達しており、メキシコ経済に深刻な打撃を与えたのである。アルゼンチンでも全体でピーク93年にGDP比で4%の純流入を記録していたものが、95年にはその約40分の1の規模に、ポートフォリオ投資についても、やはり93年のピークの4分の1の規模に縮小している。チリでも、GDP比約8%の流入を記録した94年から一転、95年にはその4分の1に縮小している。特にポートフォリオ投資は50分の1近くになっており、テキーラ効果にさらされたといえよう。

ブラジルでは95年の減少は見られず、むしろ流入額を増大させているが、これはその他投資の急激な拡大（貿易・サービス収支の大幅な悪化に照応していると思われる）によるものであり、やはりポートフォリオ投資は、94年のGDP比6%の水準から1%へと縮小しているのである。しかし、ヴェネズエラについては、90年の1年だけのポートフォリオ投資の急拡大（GDP比20%以上に達する）をどう見るかにもよるが、全体での流出は、94年から始まっており、必ずしも「テキーラ効果」が主因なしているとはいえない。

以上のように、ラテンアメリカ・エマージングマーケット諸国では、ヴェネズエラを除いて、90年代におけるポートフォリオ投資の拡大と「テキーラ効果」によるその縮小が共通してみられた。これによってこれらの諸国は95年深刻な経済危機に陥ったのであるが、そのような罰を受けねばならないほど、これら諸国の経済運営は悪いものであったのだろうか。

メキシコ金融危機自体は、アメリカの金利上昇という国際環境の変化のなか⁴⁾で、メキシコ政府が、選挙の年ということもあり、貿易・サービス収支の悪化、

3) IMF, *International Financial Statistics* によって、各国通貨立でのGDP額を年末の為替相場によりドル立で評価した。

4) 国際環境の中でも、アメリカの金利水準は、ラテンアメリカへの資本流入に大きな影響をおよぼす (Calvo, G.A., Leiderman, L. and C.M. Reinhart "Capital Inflows and

為替過大評価化に対応する国内経済調整・為替切り下げなどの措置を遅らせていき、為替相場防衛のために準備を使い尽くした後で、為替切り下げによる調整を発動したことによる。為替切り下げそのものがポートフォリオ投資にとっては利回り・収益を悪化させる要因であるのに加え、その調整された相場を維持できる能力を投資家に信じさせるのに十分な準備を喪失してしまった後であったからである。⁵⁾⁶⁾

このように危機の引き金はメキシコ政府の政策運営にある。ただ、94年の準備急減をもたらすほど、メキシコ・ペソは、したがってメキシコは売られねばならなかったのかという問題は残る。メキシコは90年代にはいって大幅な貿易サービス収支の赤字を記録し、93年にはGDP比で4%に達する。他方それを上回って資本流入額は増加し、93年まで準備額は拡大していったのである。インフレを為替相場をアンカーとして使うことで抑制する政策が、為替の過大評価化をもたらしていたが、それは資本流入という為替市場でのペソ需要を反映していたのである。政府部門の赤字も改善されており、94年にはNAFTAの形成によって直接投資も大幅に増大しているなかで、国内金融システムの不安があったにせよ、95年の厳しい後退を経験しなければならぬほどの失政であったかどうか、判断に苦しむところである。

その余波を受けた諸国については、何らかの失敗があったとはより考えにくい。もっとも影響が深刻であったアルゼンチンは、コンバーティビリティ・プランという、インフレ抑制のために通貨価値をドルにペッグする政策を採用しており、為替の過大評価化を招いていたことは確かである。その意味で、為替が売られる目標になりやすく、切り下げのリスクからポートフォリオ投資の手

、Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *IMF Staff Papers*, Vol. 40. P. 108–151, 1993.)。

- 5) この点について詳しくは、拙稿「世界経済への再統合化と経済安定—NAFTAとメキシコ金融危機」『阪南論集社会科学編』, 31巻4号 (1996年3月) を参照。
- 6) 固定為替レート制下での、準備喪失のメカニズムをモデル化したものとしては、Krugman, P., “A Model of Balance of Payments Crises”, *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 1, 1979. がある。

控え、引き揚げを被りやすかったわけである。ただ為替過大評価化から貿易・サービス収支も悪化してはいるが、その規模はGDP比で2.5%（94年）とメキシコに比べ小さい。アルゼンチンは95年の危機をついにその為替価値を守りぬく形で乗り越えるわけであるが、そのための国内緊縮政策による国民生活への打撃は大きなものであった。

ブラジル・チリについては、比較的影響は小さいものであった。ブラジルはメキシコ・アルゼンチンよりも貿易・サービス収支の数値がよく、財政収支のそれが悪い。為替ペッグによるインフレ抑制政策は開始されたばかり（94年7月開始）であり、過大評価化は進展し始めた段階にあった。準備はGDP比で8%を確保しており、95年中にもその額は増加している。チリにはさらに問題がなかったように思われる。GDP比20%以上の準備を蓄積しており、貿易・サービス収支、財政収支とも黒字基調で推移していた。このようなよい状況にもかかわらず、両国ともポートフォリオ投資は大幅に縮小されたのである。

この点をより明確にするために、各国の準備と「債務」との関係を見てみよう⁷⁾。ここでは、借入れなど狭い意味での債務を含むその他投資と、市場での売買を通して引き上げが可能なポートフォリオ投資を加えた額を広い意味で一国経済にとっての債務と考える。この債務の累積額に対する準備のカバー率（準備クッションと呼ぶことにする）をとると第4表のようになる（債務累計の起点は、資本が流入に転じた91年においている）。この数値は一種の支払準備率

7) Calvoはメキシコ金融危機においては準備の減少という流動性不足に関する不安が、メキシコ政府の支払能力そのものに関する不安へと転化していったことに注目している（Calvo, G.A., "Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons", *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 1 No. 3, P.213-215）。また、EpsteinとGinitisのAssets Balance Modelは、国の資産ポジションによって借入れ可能（経常収支赤字継続可能性）が決まるとする（Epstein, G. and H. Ginitis, "International Capital Markets and National Economic Policy", *Review of International Political Economy*, Vol. 2 No. 4, Autumn 1995.）。さらに、Dooleyによっても、固定レート制下では、投資の利益を保証する役割を準備が果たすことが指摘されている（Dooley, M. P., "Capital Controls and Emerging Markets", *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 1 No. 3, July 1996, p.201-202.）。

第4表 EMs 諸国の準備クッション

	アルゼンチン	ブラジル	チリ	メキシコ	ヴェネズエラ	インドネシア	マレーシア	タイ
91年	-266.1%	-162.1%	1589.5%	86.9%	-0.7%	219.6%	670.7%	176.7%
92年	1588.2%	-2270.3%	300.3%	44.0%	390.6%	122.0%	332.2%	116.9%
93年	163.4%	526.7%	183.4%	34.7%	159.9%	89.7%	248.1%	92.9%
94年	97.7%	314.3%	146.3%	8.1%	396.2%	81.5%	320.6%	77.9%
95年	131.1%	132.1%	151.1%	28.8%	-403.5%	63.7%	211.9%	61.6%

資料：IMF, *International Financial Statistics*

準備クッションは、91年から対象年までの、ポートフォリオ投資純額とその他投資純額の累計額を、準備額で除したもの

と考えられるものである。これを見ると、メキシコは93年時点で準備クッションが34.7%に低下しており、量的積増しにもかかわらず、瞬時に逆転が可能なポートフォリオ投資などの動きへの脆弱性が高まっていたことがわかる。そして94年にはそれは急激に悪化している。それに対し、アルゼンチンについて見ると、やはり94年にかけて悪化しているが、それはメキシコの93年よりは、はるかによい。ブラジル・チリについてはそれほど明瞭な悪化の傾向は見られず、「債務」⁸⁾以上の準備を確保している。したがって、メキシコ以外の諸国にとって、95年の危機はまさに余波であったとしか考え様がない。アルゼンチン・ブラジル・チリについては、危機の95年、ポートフォリオ投資の減少にもかかわらず、直接投資は拡大を続けており、このことは二つのタイプの投資の行動の基準の差を明確に示すとともに、ポートフォリオ投資の減少が示すほど投資適格が失われていなかったことを示しているのではないだろうか。

(2) アジア EMs 諸国

アジア EMs 諸国では、80年代後半以降直接投資は順調に拡大し、92年までは3国いずれにおいても直接投資とその他投資によって資本の純流入が大部分構成されており、90年代のはじめからポートフォリオ投資が大きな地位を占めていたラテンアメリカとの明らかな違いをみせている(第3表)。同時期、直接投資の拡大とあわせるように、粗国内投資の対GDP比率も上昇しており、⁹⁾

8) ただ、危機の発生の結果、95年前半一時的に急激に準備額が減少し、準備クッション率は大幅に悪化している。

経済の拡大が直接投資によって支えられていたことがわかる。この点が95年のラテンアメリカの危機の影響がアジアで軽微であったことの一つの理由とされていることである。しかし、93年以降については、マレーシアを除き、ポートフォリオ投資が大幅に拡大している。タイ、インドネシアにおいて93年、ポートフォリオ投資は直接投資との地位を逆転させ、時を同じくして粗国内投資は頭打ちないし後退に陥る。したがって、アジアにおいてもそれまでの直接投資主導の好循環が、92/93年を境にその機能を低下させていることがわかる。それに代わってポートフォリオ投資の拡大が起きているのである。

97年の通貨危機の震源となったタイの特徴をより細かく挙げれば、まず、93年以降直接投資は減少傾向にあることが指摘される。この点は増加も経験しているインドネシア、減少幅が小さいマレーシアに劣っている。したがってポートフォリオ投資への依存という点でもより高くなっている。GDP比で見た純流入額の規模でも、93・94年には8%台、95年には13%とメキシコのピーク時(93年)を上回る水準に達している。また、準備クッションは95年にはかなり低下している。貿易サービス収支赤字についても同様に悪化しており、財政赤字の状況がよいことを除けば95年時点でメキシコの危機前夜の状況と類似点が多いことがわかる。ただ、タイの場合95年の純流入の拡大にはその他投資が圧倒的に寄与しており、この点がメキシコと異なる。このその他投資の拡大は、60%以上が金融期間の支払義務の増加によって拡大によっており、通貨危機の一つの引き金となったタイ国内金融不安の兆候を示している¹⁰⁾。

他の二国については、95年時点の数値からいえることは少ないが、まず両国ともそれまで好調であった貿易・サービス収支が、赤字に転落していることが目立つ。またインドネシアは95年、純流入総額がGDP比5%に達するが、この拡大にはポートフォリオ投資の拡大よりは直接投資のそれが寄与しているも

9) これら3国何れにおいても、直接投資拡大とともに、粗国内投資のGDPにしめる割合は、20%台から30%台へと上昇している。特にタイは40%台近くまで上昇している (IMF, *International Financial Statistics* によって計算)。

10) IMF, *International Financial Statistics*.

の、準備クッションはタイ同様悪化してきている。マレーシアの場合は92年までの成長パターンの経路からずれ始め、それまでの驚異的成長がかげりを見せはじめたことはマイナス要因であるが、少なくとも95年時点では、タイのような兆候は見られない。しかし97年の事態が示すように、ラテンアメリカの場合と同様、タイ一国の危機は他の二国にも波及していったのである。

3 国際資本移動の自由化と発展途上国

(1) 累積債務危機の経験との比較

これまで見たように、世界の資本市場の拡大は、これら諸国の経済を国際資本市場の動向と不可分に結び付ける結果を招いた。80年代以前においても累積債務危機が示すように、その動向は途上国の生殺与奪を握っていたのだが、以下のような点において今日の状況とは異なっていた。

まず、途上国へ流入する資本の形態が異なっていたことは容易に分かることであろう。このことはその性格を本質的に変えている。80年代以前において途上国への資本移動は、国家が借り手となる借款が中心となっていた。特に借りる能力を持つ途上国においては、使途に制限の加わる国際機関などからの借入れよりも、市場的取り引きによる民間銀行からのそれが選択されたのである。経済開発の主導的役割は国家がにない、比較的長期的展望にたって利用していくことが可能で、資金供給側の干渉から自由な借款が選択されたのである。このことは60年代以降の途上国側の経済主権獲得という目的に添っていることであり、また70年代の供給過剰の国際資本市場という好条件の下で、直接投資よりも望ましいものであるという評価がなされていたのである。貸し手の側も、累積債務危機の発生までは *sovereign debt* として返済に疑問がないものとみなし、借り手途上国の政策運営、経済パフォーマンスなどは問題にされなかった。

他方90年代においては、借款形態に代わって、投資形態が復活している。このことは、債務危機の後では返済の必要のない資金として歓迎すらされた。しかし、それは資金の回収・利益の獲得が投資者の責任に帰されることによるの

であるから、当然資金の利用について、投資家側、つまり先進国企業・金融機関の意志がより支配を及ぼせる形に変化したことを意味する。しかも金融技術の革新と途上国金融市場の自由化は、より自由な動きをするポートフォリオ投資を拡大させている。これは市場での売買を通じて自由に出入する事ができ、直接投資よりも自由である。もちろん証券が大量に売られる際の価格低下は投資家側の損失となるが、国際資本市場における途上国の重要性は、累積債務危機前に比べ格段に低下している。ポートフォリオ投資の主力を成すミューチャル・ファンド資金などはリスク分散の一構成要素として途上国市場を利用しているのであり、その市場への忠誠は薄く、価格維持にコミットしより大きな損失を被る危険を冒すよりは、損失ができるだけ小さいうちに売り抜けることを選択する¹¹⁾。

さらに途上国の民営化や規制緩和の結果、資金の受け手も国家に代わって、民間の主体が台頭している。メキシコ危機、タイ・バーツ危機、いずれもその後深刻な国内の民間金融機関の危機を招いていることに、それは示されている。つまり、開発における国家の役割が根本的に変化しているのである。ここでは国家は先進国側の資本に自由かつ安定した活動の環境を提供することを求められている。自由主義的構造改革を果たし、あるいはそのプロセスへの以降を順調に示し得た国のみが、EMsとして主要な資金の受け手になり得たのである。このことは逆に見れば、80年代の累積債務危機後に、国際金融機関がコンディショナリティとして、少なくない途上国側の抵抗を受けながら強制し、途上国経済に負担をもたらした正統派の緊縮的マクロ経済政策や自由主義的経済構造改革政策が、90年代においては、国際資本市場の中に当然従うべきものとして組み込まれ、過酷に強制されていることがわかる。現にメキシコ・アル

11) Calvo, *op. cit.*, 1996, p.215.

12) 世界銀行は、国家と市場とのこのような関係の必要性の主張を展開している (World Bank, *World Development Report* 1997.)。また、小池洋一、西島章次編『市場と政府—ラテンアメリカの新たな開発の枠組み』アジア経済研究所1997年、では、ラテンアメリカの社会格差の存在のもとで市場がそれを悪化させる可能性などを指摘し、政府の新たな役割の可能性を探っている。

ゼンチンは危機後厳しい緊縮政策を強いられている。

このような変化を簡潔にまとめれば、その利用法に問題があるにせよ、国家が資本の調達・利用を管理していた80年代以前の状況から、累積債務危機とそれに対処するための強制ないし余儀なくされた自由主義的構造改革をへて、90年代においては、国家が資本によって選択・評価される状態へと変化している、¹³⁾ということが出来る。

(2) 自由化した国際金融市場と途上国の成長・安定

このように、80年代、先進国や国際金融機関がになっていた役割、すなわち、途上国に自由主義的マクロ経済政策・構造改革政策を強制し、それを果たす国にのみ資金を配分するという役割を、今日の国際金融市場はになっている。それでは、そのことは発展途上国の成長や安定をもたらすものなのであろうか。80年代後半からの途上国への資本流入が、受け入れ国の経済の成長に貢献したことは間違いない。特に累積債務危機に苦しみ、従来の銀行からの借入れという資金調達の道が閉ざされたラテンアメリカ諸国にとって、自国金融市場の自由化によって国際金融市場に統合されたことが、新しい資金流入の道を作り出したことは確かである。ただしラテンアメリカとアジアでの二つの危機は、そのような役割を果たす国際金融市場の問題点を示しているように思われる。

危機を発生させた要因について、IMFは途上国の自国金融システムの管理能力、¹⁴⁾マクロ経済管理の不健全さなどを指摘している。しかし国際金融市場にも危機発生をもたらす性質はある。そのもっとも重要な点は、国内のように国家権力による強制力や保証を持たないことである。このような市場では、投資される資本の利用効率（プロジェクトの評価や企業の将来性）よりも、借り手の側の支払能力（準備資産や資源）というリスク回避面が重視される。¹⁵⁾しかも、

13) このことは何も途上国に限ったことではない、今や先進諸国も、国家による資本のコントロールを失い、経済運営の不安定化を余儀なくされている（本山美彦『倫理なき資本主義の時代—迷走する貨幣欲』三嶺書房1996年、第9章）。

14) IMF, *International Capital Markets ; Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, September 1996, pp.110-115.

15) Epstein & Ginits, *op.cit.*, pp.696-697.

その支払能力の評価は、国家の後ろ盾がない市場なのだから、市場の環境によって大きく左右されるものにならざるを得ない。先に見たように、危機はもともと状態の悪い国から発生し、同様の問題をもつと考えられる国に波及していくのだが、その調整はあまりにも急激に訪れる。「テキーラ効果」の場合、アルゼンチンも為替の過大評価による貿易サービス収支の悪化という問題を持っていたが、それはメキシコ危機前には攻撃されてはいない。メキシコにおける危機発生が、突如投資家のリスク評価を変えるのである。影響を受けた他の国々については、経済実態に問題発生原因は見出すことができず、まさにそのようなリスク評価の急激な変動のみが事態を説明できる。そしてラテンアメリカ諸国で96年には資本の流入が回復していることからすれば、明らかにそのリスク評価の変更は資本の投資先調整にオーバーシュートをもたらしており、各国の経済運営に問題があったとしても、過大な懲罰といわざるを得ない。そして、そのことによる調整の責任は途上国が負わねばならないのである。

さらに、メキシコとタイの危機発生のプロセスも、国際金融市場が国家の後ろ盾を持たない市場であることの負担を途上国が負わねばならないことを示している。危機の発生にはいずれも為替相場の事実上対ドルベッグ政策が大きな要因となっている。このもとで為替が過大評価化されていたという点では、受け入れ国側の問題がなかったわけではない。しかし、この過大評価は海外からの大量の資金流入によって可能とされており、そのことで海外からの資金は高い収益を得ることが可能とされていたものであった。受け入れ国側の市場には確かに大きな歪みが存在したが、その歪みこそが海外からの資本に高収益をもたらしていたのである。そして歪みが大きくなると今度は為替投機という別の資金がそこから利益を得ようとする。危機が示したように為替相場の変更は、インフレ抑制などのその政策目標達成を危険にさらすだけでなく、政府、銀行、企業の対外債務の返済負担をますことで経済混乱をもたらす。さらにそれは国内のポートフォリオ投資の収益率を悪化させ、売り逃げの動きによって資本の流れの逆転させ、更なる相場切り下げから一層の資本流出という悪循環をまねくことで加速される。このことを避けるためには為替相場の円滑な調整が行わ

れねばならないが、その責任も途上国のみが負う。投機の挑戦の排除は途上国のみで行われねばならなかった。結果として途上国側が敗れ、為替相場調整を余儀なくされ、そのことが危機を引き起こして始めて国際的金融支援が問題とされたのである。けれどもその時点ではメキシコもタイも資産である多額の準備を既に失ってしまっており、支援される資金も返済しなければならないものなのである。先進国間で、完全なものとはいえないまでも為替相場水準について双方が責任を持つ形で機能している協調などはないのである。そして、準備の喪失によって相場維持されている間は、投資された資本は高い収益率で売りぬけることができ、また為替調整が大きければ大きいほど、したがって途上国経済への影響が大きいほど、投機資金の利益は大きくなるのである。国際金融市場のこの部分での安定性保証の責任と負担は途上国が負わねばならないのである。

4 むすび—国際金融市場における構造的権力と発展途上国

以上のように自由化された国際金融市場は、発展途上国に資本獲得と成長のチャンスをもたらすと同時に、自由主義的構造改革と国際均衡優先のマクロ経済政策を強制し、さらに安定性確保のための負担を負わせている。ただここで注意しなくてはならないことは、国際金融市場の自由化は、グローバリゼーションの名のもとにいわれるような、技術的進歩や単に市場の諸力が要求する効率性の追求に合致するものとして、必然的に帰結していることではないということである。市場自体は一つの社会的制度であって、市場の機能をどのように利用するか、どのように制限するかは、社会の選択の問題である。完全な自由市場のもとで利益の総和が最大になるということは、利益についての一つの価値判断を前提にしてのみいえることである。市場の自由化からは利益を受ける集団もあれば、損失を受ける手段も当然存在するのである。したがって市場の自由化は社会のさまざまな勢力間の駆け引きをへてのみ決定される政治経済学的過程なのである。¹⁶⁾

第二次世界大戦後は、自由主義的国際経済秩序のもとでも比較的管理されて

きた国際金融市場が、70年代後半から自由化されてくるのは、一方では資本を国内経済活動の下に従属させてきた Embedded Liberalism（¹⁷⁾ 鑄こまれた自由主義）、つまりケインズ主義的政策に軸をおく福祉国家が機能しなくなることで各国内的に自由な資本市場を求める同盟が成立したこと、他方では自由な市場を作ることで膨大に流出するドルの海外保有者による利用、さらには還流を¹⁸⁾ 図ろうとしたアメリカの政策意図による。このことによってドルは自由化された国際金融市場の基軸通貨となり、引き続きストレンジのいう金融面における¹⁹⁾ 構造的権力を握りつづけるのである。このアメリカによる自由化によって、資本投資先としての競争圧力という理由と国際基軸通貨となったドルを支えざるを得ないという理由から他国の自由化は余儀なくされたのである。

さらに、アメリカを中心とする先進国は知識面での構造的権力、すなわち市場重視の自由主義的経済学のイデオロギーが正しい知識としての正統性を確保し、また国際政治経済関係において、何が問題とされるべきかについて設定するリーダーシップを握り続けている。特に IMF など国際金融機関において、その問題設定が支配力をもつに至って、その金融力は発展途上国に対しては強制力をもつ関係権力となることができたのである。IMF などのコンディショナリティは、途上国にとっては国際経済の支配者からの要求に等しいものであった。そこではすべての途上国が同じ政策を要求され、自由な国際市場に統合されていったのである。その結果、かつてのように途上国同士が連帯して権力に

16) Underhill, G.R.D., "Keeping Governments out of Politics: Transnational Securities Markets, Regulatory Cooperation, and Political Legitimacy", *Review of International Studies*, Vol. 21, pp. 251-278, 1995, pp. 252-254.

17) Ruggie, J.G., "Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order", *International Organization*, Vol. 36 No. 2, Spring 1982, pp. 398-399.

18) Helleiner, E., "Explaining the Globalization of Financial Markets: Bringing States Back in", *Review of International Political Economy* Vol. 2 No. 2, Spring 1995, pp. 323-324.

19) Hills, J., "Dependency Theory and its Relevance today: International Institutions in Telecommunications and Structural Power", *Review of International Studies*, Vol. 20, pp. 169-186, 1994, pp. 174-175.

挑戦し、国際秩序の修正を求めることよりも、途上国同士が競争するインセンティブが働くことになる。

この自由な国際金融市場は、後ろ盾としての国家を持たない市場であるために、その発展のためには「最後の貸し手」となる政府間の協力が不可欠であり、先進国蔵相中央銀行総裁会議などの政策協調の枠組みや、国際決済銀行による民間銀行の資本準備率規制、IOSCO（国際証券委員会機構）での証券市場規制当局間の協力など、さまざまな枠組みが形成されている。しかし、対途上国においては、実際に危機が始まってから初めて先進国側の対応が行われているのであり、その自由化の進展にたいして遅れているといわざるを得ない。さらにいえば、国際資本移動は途上国の景気変動に対して、その変動を緩和する方向で働くとは限らず、二つの危機でのように停滞気味となった経済により厳しいデフレ効果を与える方向でも働くのである。自由化を進展させた側に、それを補完するシステムを構築する責任が求められよう。