

第6章

金融の国際化とマクロ経済

——国際化の推計とチリの事例——

はじめに

現在、多くの途上国で金融の国際化を推進する政策が採られている。途上国では投資が貯蓄を上回る傾向があり、成長を高めるために国内外から資金を動員する必要があるからである。こうした目的の政策立案の際には、金融がすでにどれだけ国際化しているのかという現状認識、過去の国際化推進政策の経験などが有用となろう。そこで本章は、実際に金融の国際化度を推計し、途上国金融がどれだけ国際金融システムに統合されているのかを明らかにするとともに、金融を国際化する際に起こる問題点とその政策対応を、チリの事例をもって明らかにすることを目的とする。

議論に入る前に、本論で用いる金融の「国際化」の定義を明らかにしておく。本論では、金融が完全に「国際化」したという状態を、アンカヴァーの利子率平価が成立していること、と定義して議論を進めていく。アンカヴァーの利子率平価とは、自国の利子率を i 、外国の利子率を i^* 、期待為替減価率を e^e とすると、

$$i = i^* + e^e \quad (1)$$

が成立することである（ i^* は外国の変数、 e^e は変化率を表す）。(1) 式が成立する

のは、自国債券と外国債券との間で裁定が働いているためであり、金融取引が国際的な視野の下に行われているためと考えることができよう。

本論において金融国際化の定義を(1)式の成立と同義に捉えるのは、これが実際の途上国の政策立案の際に参考にされてきたからである。その好例が、1970年代後半の「南米諸国の実験」(Southern Cone experiments)である。これは1970年代後半のチリ、アルゼンチン、ウルグアイにおいて行われた包括的な経済自由化政策で、金融分野では、(1)式が成立しているという想定の下で自由化・国際化政策が行われた。ほかの例としては、IMFが加盟国の安定化政策に用いるファイナンシャル・プログラミングがある。これは、国際収支を黒字化するための政策モデルで、資本移動が国際収支の黒字化に大きな役割を果たすことが想定されている。最も資本移動が活発なケースでは、完全な資本移動として(1)式の成立が仮定されている。

以下、第1節では、金融の国際化の現状を推計し、国際化が成長率とプラスの相関があることを示す。第2節では、国際化を行う途上国がどのような困難に直面するのかを、チリの経験を例に取り上げて検討する。このときに、金融の健全性規制を緩和したことがチリの失敗の大きな要因となったことを示す。第3節では、結論を述べる。

第1節 金融の国際化度の推計

1. 推計方法

金融の国際化度を測ろうとする試みは、金融政策の有効性に注目するものと、内外利子率格差に注目するものとの2つに大別できる。双方とも、マンデル=フレミング・モデルの延長線上にある考え方で、経済間の金融的な結びつきを利子率の裁定で捉えている。

金融政策の有効性は、「相殺係数」(offset coefficient)を計測することでテ

ストすることができる。相殺係数とは、国内信用創造 ΔC が外貨準備 R をどれだけ減少させるかを表した比率 $\Delta R/\Delta C$ である。計測値が -1 ならば、貨幣当局は自国の貨幣数量に影響を与えることができず、金融政策は無効となる。ポートフォリオ理論をベースにしたこの方法は、単純明快であるものの、総資産や利子率という途上国では入手困難なデータを必要とする難点がある⁽¹⁾。

利子率格差に注目する方法は、さらに、利子率平価式の妥当性を直接検討するものと、観察される利子率がどれだけ世界利子率の影響を受けているのかを間接的に計測するものの2つに分類される。

第1の方法については、おもに先進国を対象にした研究がなされている。Frankel [1992] によれば、定義の違いにより4つのテストが可能である。最も一般的なものは、カバー付き利子率平価のテストである。これは(1)式の β を先物プレミアムに置き換えたものである。先物取引によって為替リスクが回避されるため、資本移動が同一の通貨で考えた場合の利子率の均等をもたらす、というテーゼを検討するテストといえる。

これよりもやや限定された裁定状況を検討するのが、アンカヴァーの利子率平価のテストである。これは為替リスクが回避されない場合においても利子率が各国間で均等するという仮説であり、(1)式にあたる。これが成立するのは、内外資産の間にリスクの違いがない場合か、または、投資家がリスク中立的であるために為替リスクを考えないときに限られ、カバー付き利子率平価テストよりも限定された状況のテストといえる。

これよりもさらに限定された仮説は、実質利子率平価である。これはアンカヴァーの平価に加えて実質減価がゼロのときを想定していることになる。つまり、実質利子率を r, r^* とし、 $i = r + \beta, i^* = r^* + \beta^*$ という関係を利用して(1)式を書き換えると

$$i = r + (\beta + \beta^* - \beta)$$

となる。つまり、実質利子率平価にはアンカヴァーの裁定式に加えて、 $\beta +$

$p-p=0$, すなわち, 相対的購買力平価説が同時に成立する必要がある。

最も限定的な仮説のテストは, フェルドシュタイン=ホリオカが提示した (Feldstein and Horioka[1980]) 貯蓄率に投資率を回帰させたときの係数が有意に 0 から離れないかを調べるテストである。投資に対する国内貯蓄の係数が有意に 0 から離れないと, 投資は国内貯蓄に全く依存せず決定していることになり, 国内の投資超過 (不足) は外国からの資金流入 (流出) によって速やかに埋め合わされる。このときには, 実質利子率平価に加えて, ①投資が実質利子率のみに依存すること, または, ②実質利子率以外に投資に影響を与える要因がある場合には, その要因が国内貯蓄と無相関であること, という条件が成立している必要がある。しかし, 一般的に投資や貯蓄には景気循環と同じ方向に変動するという傾向があり, これは実質利子率以外に投資と貯蓄とプラスの相関をもっている変数があることを意味しているため, フェルドシュタイン=ホリオカの条件①, ②の成立は厳しいものとなる⁽²⁾。

利子率平価のテストは直感的でわかりやすいものの, 金融抑圧によって利子率規制が加えられている途上国を対象に直接テストすることはできない。実際に, 利子率平価テストはおもに先進国を対象にして行われてきた。この点を考慮して, 利子率データを用いずに間接的に国際化度を計測しているのが Haque and Montiel [1991] である。ハク=モンティエルは, Edwards and Khan [1985] で考案された「利子率の国際化度」ともいうべき指標を, 簡単な貨幣市場均衡を想定することによって利子率データを使わずに推計している。エドワーズ=カーンのいう利子率の国際化度とは下式の ψ で定義される。

$$i = \psi (i + i^e) + (1 - \psi) i \quad (2)$$

ここで i' とは, 金融が完全に閉鎖的な場合に国内貨幣市場の均衡をもたらすような利子率である。(2)式は, 現実に観察される利子率が, 完全な開放経済における均衡利子率 (=世界利子率+期待減価率) と閉鎖経済における均衡利子率 i' の加重平均に等しいと定義したものである。ここでウェイト ψ が利子率の国際化度を表す係数であり, これをいかにして推計するかというの

が問題となる。ハク=モンティエルの推計方法のすぐれた点は、(2)式において、金融抑圧によって市場の実勢を反映していないと考えられる国内利子率 i と観察不可能な仮定の利子率 i' を、それぞれ推計可能な誘導形に置き換える点と、国内外の債券の不完全代替を容認している点である。得られる推計式は下式のようになる⁽³⁾。

$$m = \beta_0 + \beta_1 e^e + \beta_2 i' + \beta_3 \ln y + \beta_4 m' \quad (3)$$

ただし、 m は実質マネーサプライ、 $m' \equiv m -$ 民間資本収支であり、

$$\beta_0 = \alpha_0 \psi$$

$$\beta_1 = -(\alpha_1 \psi + \alpha_2) < 0$$

$$\beta_2 = -(\alpha_1 \psi + \alpha_3) < 0$$

$$\beta_3 = \alpha_4 \psi > 0$$

$$\beta_4 = 1 - \psi < 1$$

である。目的の ψ は $1 - \beta_4$ で求めることができる。

以上の4つのテストのなかで、金融の国際化度を計測するのに最も適切なのは、相殺係数とカヴァー付き利子率平価テストといえる。相殺係数を計測した例としては、先進諸国を対象にした Kouri and Porter [1974] の $-0.4 \sim -0.8$ という推計がある。各国の計測値が -1 にならず、ゼロに近づくということは、国内資産と外国資産の代替性が完全ではないことを表す。このため、相殺係数がどれだけゼロに近づくかを測ることで、国内資産市場と外国資産市場との結びつきの強さを示すことができる。一方のカヴァー付き利子率平価テストでは、先物市場があるため為替リスクがなく、平価の不成立は取引規制の存在や政治的不安定度などからなる各国のカントリーリスクで説明されるだけとなり、内外短期資産の利子率格差はわずかなものになると考えられる。

しかし、現在、相殺係数推計に必要な資産データを整備している途上国は少ない。また、外国為替の先物市場を備えている途上国も少ない。さらに、

国内利子率に限らず、国によっては国際資本取引にもさまざまな規制を敷いていることが考えられる。ある意味では、先物市場の不在や規制の存在は、その国の金融の国際化度の指標とも考えられるが、定量的な計測には適さない。よって、利子率平価によって国際化度を計測するうえでは、為替リスクや取引への障害のために、内外資産裁定が不完全になることを考慮しなければならない。この場合には、投資家は収益率格差だけではなく、異なる通貨を用いることの危険や取引コストを考慮に入れて行動するようになる。つまり、内外資産は不完全な代替物になるのである。したがって、自国の債券収益率が上昇しても、完全代替のときに比べて国内外の投資家の反応は相対的に鈍くなり、一定の利子率格差を維持する作用が働くことになる。

これらのことを考えると、多数の途上国の国際化度の推計には、データアベイラビリティの点だけでなく、不完全代替を想定しているという点でも、ハク=モンティエルの推計方法が最も望ましいといえる。

2. 推計結果

ここではハク=モンティエルの方法に従いながら、できる限り多くの国を取り上げて国際化度を推計する。推計にあたっては、データは *International Financial Statistics*. February 1994の CD-ROM を用いた⁽⁴⁾。標本は1970～92年の年次データであり、対象国29カ国はデータのアベイラビリティで選別した。推計式にはラグ項を付加した。推計式は以下のとおり。

$$m = \gamma_0 + \gamma_1 e^{\phi} + \gamma_2 i^{\phi} + \gamma_3 \ln y + \gamma_4 m' + \gamma_5 m_{-1} \quad (4)$$

推計結果は表1に示してある。この表からは、国際化度は各国でかなりのばらつきがあり、アприオリに国際化度を想定できないことがわかる。特にインドでは、標本数が多いにもかかわらず、係数 ϕ の信頼区間をかなり狭くとったときにもゼロが含まれており、資本移動がゼロという状態を棄却することは難しい。逆に、チリ、パラグアイ、ホンデュラス、メキシコ、韓国

では、信頼区間を狭くしても1が含まれており、資本移動が完全であるという仮説を棄却することが難しい。また、 $\psi=1$ が棄却できない国が資本逃避の激しいラテンアメリカに集中しているのは、実感とそう違っていないことと思われる。その他の国々は、これらポーラーケースの中間に位置している。

次に、金融国際化のマクロ経済への影響を考えてみよう。まず、金融が国際化すると、金融面での世界経済とのつながりが深まり、金融面での資源配分が効率化して所得を上昇させる効果があると考えられる。ある2つの国で資本移動規制が撤廃されると、その2国の投資家は投資対象を相手国に広げることが可能になり、2国における資産への報酬率が均等化して両国の資源配分が改善されるためである⁽⁵⁾。こうした限界生産力に基づく議論以外にも、金融の国際化には、国内の規制がもたらす非効率性を回避させる役割も考えられる。例えば、1963～68年のアメリカで設定された一連の金融仲介に対する課税措置は、拡大しつつあったユーロダラー市場での金融仲介を促進させる働きを持っていたが⁽⁶⁾、もしもユーロカレンシー市場での起債や借入が制限されていたならば、アメリカ国内の資源配分の効率性は大きく損なわれていたことであろう。途上国では、政策金融の手段として利子率を低く抑えることが多く、国外のより自由な市場に参入することで得られる利益は潜在的には大きいと期待できる。

ただし、金融の国際化がどれだけ成長促進要因となるかについては、ユーロカレンシー市場の効率性を考慮する必要がある。ユーロカレンシー市場が完全な場合には、均衡においてはすべての資金需要が満たされ、金融市場の資源配分は効率的になる。しかし、実際の市場では情報が不完全である。このため、ユーロカレンシー市場での債券発行が可能なのは国際的に信用を確立した大企業に限られ、経済全体の資源配分が完全に効率化することは難しい。よって、一部の企業の資金アクセスが改善されることが、どれだけ資源配分を効率化させて経済全体の成長率を高めるかは、実証的に検討されなければならない課題となる。

表1 金融国際化度パラメータの計測

国名	係数	標準誤差	99%	95%	80%	50%	信頼区間 99%		信頼区間 95%		信頼区間 80%		信頼区間 50%		
							下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	
1 イスラエル	0.815	0.066					0.63013	0.99987	0.67899	0.95101	0.72837	0.90163	0.77001	0.85999	22
2 インド	0.020	0.029	x	xx	xxx	xxxx	-0.06380	0.10380	-0.04130	0.08130	-0.01890	0.05890	-0.00015	0.04015	19
3 インドネシア	0.466	0.091					0.20956	0.72244	0.27733	0.65467	0.34583	0.58617	0.40359	0.52841	22
4 ウルグアイ	0.719	0.063					0.54140	0.89660	0.58834	0.84966	0.63578	0.80222	0.67578	0.76222	22
5 エクアトル	0.936	0.084	*	**	***		0.69946	1.17348	0.76233	1.11061	0.82571	1.04723	0.87895	0.99399	21
6 エチオピア	0.128	0.097	x	xx	xxx		-0.14686	0.40286	-0.07395	0.32995	-0.00045	0.25645	0.06130	0.19470	21
7 ガーナ	0.370	0.073					0.16472	0.57528	0.21897	0.52103	0.27380	0.46620	0.32005	0.41995	22
8 ケニア	0.398	0.132					0.02589	0.77011	0.12423	0.67177	0.22363	0.57237	0.30745	0.48855	22
9 コートジボアール	0.541	0.188					-0.00815	1.09015	0.14244	0.93956	0.28964	0.79236	0.41109	0.67091	16
10 コンゴ	1.042	0.034	*	**	***		0.94784	1.13710	0.97285	1.11209	0.99812	1.08682	1.01944	1.06550	22
11 ジンバブウェ	0.120	0.180	x	xx	xxx	xxxx	-0.41586	0.65586	-0.26610	0.50610	-0.12210	0.36210	-0.00474	0.24474	14
12 スリランカ	0.630	0.138	*				0.23932	1.02068	0.27733	0.65467	0.34583	0.58617	0.40359	0.52841	22
13 タイ	0.905	0.055	*	**			0.74811	1.06145	0.78990	1.01966	0.83181	0.97775	0.86695	0.94261	20
14 チリ	1.009	0.041	*	**	***	****	0.89412	1.12421	0.92453	1.09381	0.95526	1.06308	0.98117	1.03716	22
15 トルコ	0.638	0.144	*				0.22832	1.04768	0.33762	0.93838	0.44720	0.82880	0.53907	0.73693	20

国名	係数	標準誤差	99%	95%	80%	50%	信頼区間 99%		信頼区間 95%		信頼区間 80%		信頼区間 50%		n
							下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	
16 トミニカ	0.500	0.140					0.10534	0.89466	0.20964	0.79036	0.31506	0.68494	0.40396	0.59604	22
17 ナイジェリア	0.140	0.147	x	xx	xxx		-0.28057	0.56057	-0.16767	0.44767	-0.05522	0.33522	0.03886	0.24114	19
18 ネパール	1.062	0.073	*	**	***		0.84813	1.27535	0.90670	1.21678	0.96397	1.15951	1.01121	1.11227	16
19 パングラデシュ	0.200	0.199	x	xx	xxx		-0.37272	0.77272	-0.23981	0.63981	-0.06467	0.46467	0.06309	0.33691	18
20 パラグアイ	0.996	0.109	*	**	***	****	0.68760	1.30476	0.76946	1.22290	0.85197	1.14039	0.92130	1.07106	21
21 フィリピン	0.905	0.127	*	**	***	****	0.54659	1.26261	0.64120	1.16800	0.73683	1.07237	0.81748	0.99172	22
22 ベネズエラ	0.645	0.117	*	**	***	****	0.31518	0.97482	0.40234	0.88766	0.49044	0.79956	0.56474	0.72526	22
23 ホンデュラス	0.968	0.076	*	**	***	****	0.75441	1.18245	0.81097	1.12589	0.86814	1.06872	0.91635	1.02051	22
24 ボツワナ	0.922	0.041	*	**	***	****	0.80117	1.04283	0.83463	1.00937	0.86702	0.97698	0.89367	0.95033	15
25 ボリビア	0.540	0.150					0.11535	0.96465	0.22800	0.85200	0.34155	0.73845	0.43695	0.64305	21
26 マレーシア	0.877	0.082	*	**	***	****	0.64595	1.10805	0.70701	1.04699	0.76873	0.98527	0.82078	0.93322	22
27 メキシコ	1.034	0.128	*	**	***	****	0.67326	1.39492	0.76862	1.29956	0.86500	1.20318	0.94628	1.12190	22
28 モロッコ	0.639	0.099					0.35743	0.92057	0.43212	0.84588	0.50741	0.77059	0.57067	0.70733	21
29 韓国	0.916	0.128	*	**	***	****	0.55505	1.27671	0.65041	1.18135	0.74679	1.08497	0.82807	1.00369	22

(出所) 筆者作成。

(注) 1) *は係数=1が棄却できないこと, xは係数=0が棄却できないことを示す。数はそれぞれの有意水準を表す。

2) nは標本数。

次に、金融が国際化すると、生産の変動も影響を受けることが考えられる。金融が国際化している経済は、世界利子率の変動などの金融的な外生ショックの影響を強く受けるため、国内投資の変動を通じて生産変動が拡大することが考えられるためである。しかしその一方で、金融が完全に開放されていると、国内の金融ショックを世界に分散することも可能になるため、生産変動が減少する効果も考えられる。このように生産変動については拡大と縮小の2つの方向の効果が考えられるため、実際に生産変動が金融の国際化とどのような相関関係にあるのかは、実証的に検討する必要がある。

国際化度と成長率との相関を調べるうえでは、各国の成長率は労働の増加によっても促進されると考えられるため、GDPの平均成長率の説明変数には国際化度パラメータのほかに労働の平均成長率も加えて推計を行った。また、生産変動にはGDPの成長トレンドからの乖離の自乗和を考え、これに国際化度パラメータを回帰させた。データの出所はすべてIFS (CD-ROM), February 1994である。推計結果は表2に示してある。

表2 金融の国際化と成長、生産変動

説明変数	被説明変数	
	(1) GDP 成長率	(2) 乖離の自乗和
定数項	0.592	0.831
	0.345	15.355
国際化度	2.862	0.092
	2.307	1.219
人口成長率	0.714	
	1.377	
R **2	0.2102	0.0561
Adj R **2	0.1444	

(出所) IFS (CD-ROM), February 1994のデータより
筆者計算。

成長率に関しては変動の21%しか説明できないものの、国際化の進展が成長率と有意にプラスの相関にあることがみてとれる。推計値からは、国際化が1%進むと成長率が約0.03%ポイント上昇する傾向のあることがわかる。一方、生産の変動は国際化の進展とともに増える傾向があるものの、説明変数との相関は統計的に有意ではなく、推計式の当てはまりもよくない。この推計結果からは、金融の国際化が進むことによって、生産変動を増やさずに成長を高めることが期待できるといえる⁽⁷⁾。

第2節 金融国際化推進政策——チリ 1974～82年

途上国では税制が未整備であることから、インフレ税に依存した財政運営を行う国が少なくなかった。こうした場合、政府は同時に資本規制を敷くことが多い。これは外国通貨をもつことでインフレ税から逃れようとする行動を規制し、インフレ税のタックスベースを確保するためである。

しかし、現在では多くの途上国政府が経済安定を成長の前提条件として考え始め、成長のためには経済を国際市場に統合することが望ましいとも考えられるようになってきている。金融の国際化が成長にとってプラスであるという認識は、前節の計測と合致するものである。

それではどのように国際化を進めるべきなのであろうか。このことを考えるうえで参考になるのが、1970年代末のチリの金融国際化政策である。チリは、一連の経済自由化政策の一環として金融自由化、資本移動規制の緩和を打ち出し、結果的には国際収支危機に陥って自由化政策を撤回するの必要に迫られた経験があるからである。そこで本節では、金融を国際化させる過程で持ち上がる問題点をチリの経験から考察することにした。前半部分で1982年以前の安定化政策と構造改革の内容とその影響を確認した後、後半部分で政府がとった政策の問題点を整理することにする。

1. チリの経済自由化政策

(1) 安定化政策

チリは1929年の大恐慌の影響を受けて以来、輸入代替政策を推進し、高い保護の下に生産が行われるようになっていた。重工業も建設されるに至ったチリ経済は、輸入代替政策における典型的な問題を抱えていた。資本集約的技術の採用、成長率の低下、実質為替レートの過大評価、広範な輸入数量規制、高率で幅のある輸入関税率などである。これに加えて1970年に誕生したアジェンデ政権は、ポピュリスト的なマクロ経済運営を行ったためインフレーションが高進し、これがアドホックな価格統制によって抑圧インフレーションになるなど、経済安定の面でも大きな問題を抱えることになった。さらに、社会主義への一歩として行われた企業の国有化によって投資が減少したため、最終財の物不足はいっそう深刻化した。この結果、大量の資本逃避が発生し、15にもものぼる複数レート制と複雑な資本移動規制が敷かれるようになった。

1973年にクーデタで成立した軍事政権は、インフレーション抑制を最大の政策目標に掲げながらも、インフレーションを生む要因ともなった経済の非効率性を除去することも目標としていた。その際に依拠された経済学の体系は新古典派のそれであり、経済政策は自由主義的な色彩の濃いものであった。

インフレーション抑制の試みは、1971年のアジェンデ政権下の価格統制のみの安定化政策に始まって、73年、75年、78年のオーソドクス安定化政策、82年のIMF主導のオーソドクス安定化政策に終わっている。1973年の軍事政権成立以降、82年のIMF主導の安定化政策までの間、安定化努力は継続していたのである。

1978年からの安定化政策は、クローリング・ベッグにおける為替レートの減価率を連減させていく *tablita*⁽⁸⁾ と呼ばれる為替レートベースのものであった。この政策のねらいは、実質為替レートを増価させることで貿易財価

格を低下させ、価格全体の安定を図ることである⁽⁹⁾。一方の非貿易財価格は、財政支出削減による財政調整がすすみ、財政収支は1979年から黒字化するなど、低下要因がはたらいていた(表3)。このため、実現されたインフレ率は低くなっていったが、実質増価により経常収支赤字が拡大基調にあって為替レート切り下げ期待が高まり、一方では賃金の100%後ろ向きインデクセーションが継続していたため、インフレ期待は次第に高まっていった。

(2) 構造政策

この時期のチリが改革を行ったのは、国内金融、国際金融、国内財市場、貿易、労働市場という5分野である。軍事政権は最初に財の相対価格の是正を行い、3000種類以上の財価格を自由化し、為替レートを統合した。財市場の対内的自由化が最も早い時期に行われたのである。次いで、貿易自由化と国内金融自由化が着手された。国内金融自由化に比較すると貿易自由化は漸進的に行われ、開始5年後に一律10%の関税率を達成している。国際資本移動の自由化は貿易自由が完了した1979年6月から開始され、約1年後に長期資本に関してはほぼ完全な自由化が達成された。1979年には労働賃金の100%後ろ向きインデクセーションが制定されている。

1974年に開始された貿易自由化の骨子は、数量規制の撤廃と関税率の均一化・引下げであった。軍事政権成立後間もない1973年12月末日の平均関税率は105%であったが、52% (75年1月) → 38% (76年3月) → 24% (77年1月) → 16% (77年12月) → 10% (79年6月) と徐々に関税率の均一化とともに平均水準を引き下げてきたのである。これを受けて GDP に占める輸入の割合は、最終的な安定化が達成される1982年まで上昇を続け、高いレベルを保っている。逆に、高いインフレーションによる実質増価傾向にもかかわらず、貿易自由化努力によって輸出は1973年に高い伸びをみせ、80年まで対 GDP 比でも比較的高い割合を保っている。ただし、国内の支出超過によって経常収支は恒常的な赤字が続いていた。

チリの国内金融自由化は、1974年の準備率引下げと *financiera* と呼ばれる

表3 チリのマクロ経済指標

(対 GDP 比, %)

	インフレ率 CPI	GDP 成長率	粗投資率	国内 貯蓄率	財政収支	輸出	輸入	経常収支	預金 利率	実質預金 利率	債務残高		
											長期債務	短期債務	
1970	32.50	36.61	2.10	15.01	17.10	-2.85	14.83	-14.59	-1.11	n.a.	n.a.	31.36	n.a.
1971	20.03	16.55	8.96	14.57	13.47	-7.88	10.95	-11.97	-1.44	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1972	74.84	74.40	-1.21	13.09	8.67	-12.79	9.60	-16.72	-0.82	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1973	361.54	492.21	-5.57	12.81	6.06	-7.32	12.02	-14.48	1.30	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1974	504.73	926.98	0.97	16.95	21.83	-5.38	20.44	-19.73	2.19	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1975	374.74	486.03	-12.91	17.69	11.13	0.13	25.50	-27.44	-1.52	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1976	211.81	226.12	3.52	13.26	17.11	1.36	25.12	-20.79	0.15	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1977	91.94	82.68	9.86	13.33	12.62	-1.11	20.62	-22.42	-4.08	94.92	2.98	n.a.	n.a.
1978	40.12	45.13	8.22	14.69	14.47	-0.11	23.28	-23.93	-7.06	63.53	23.40	45.62	38.47
1979	33.36	51.26	8.28	14.89	14.96	4.82	23.28	-26.11	-5.27	45.19	11.83	n.a.	n.a.
1980	35.14	39.96	7.78	16.64	16.82	5.41	22.82	-26.98	-7.15	37.72	2.58	43.50	34.21
1981	19.69	10.12	5.53	18.60	12.37	2.59	16.42	-26.75	-14.50	40.90	21.21	50.93	38.80
1982	9.94	6.42	-14.09	14.64	9.39	-0.98	19.36	-21.25	-8.64	48.68	38.74	71.25	57.54
1983	27.26	41.80	-0.73	11.97	12.53	-2.63	24.04	-21.32	13.30	28.01	0.75	89.06	75.90
1984	19.86	23.30	6.36	12.35	12.56	-2.97	24.27	-25.33	-0.09	27.63	7.77	99.94	89.96
1985	30.70	40.40	2.47	16.85	19.63	-2.29	28.15	-25.71	7.53	31.97	1.27	117.21	107.07
1986	19.48	23.41	5.60	17.14	21.94	-0.92	29.09	-26.03	7.83	18.99	-0.48	111.85	102.31
1987	19.87	21.37	6.59	19.41	25.11	0.44	30.27	-27.40	5.67	25.22	5.35	96.82	87.07
1988	14.69	5.29	7.31	20.30	29.73	-0.21	34.57	-27.61	0.49	15.11	0.42	75.61	66.49
1989	17.03	16.30	10.15	23.15	29.99	n.a.	35.12	-30.66	-2.68	27.72	10.70	59.69	49.10
1990	26.04	23.22	2.96	24.61	27.93	n.a.	34.33	-31.13	-1.87	40.27	14.24	59.90	48.69
1991	21.78	23.43	6.06	21.67	26.78	n.a.	33.35	-28.72	0.46	22.32	0.54	50.00	43.53
1992	15.43	13.14	10.28	23.71	25.71	n.a.	30.91	-28.94	-1.41	18.26	2.83	45.23	36.22

(出所) IFS および World Bank, World Debt Tables 各号。

(注) 短期債務には IMF 融資を含んでいる。預金利率は対 GDP 比。実質預金利率は CPI でデフレートした。

ノンバンク金融機関設立規制の緩和に始まり、次いで国有銀行民営化（75年7月）と並行した業務審査の緩和、ノンバンクの利子率の自由化（74年5月）、銀行の利子率自由化（75年10月）と、比較的短期間に行われた。

financiera 設立規制の緩和は、緩和というよりも撤廃に近いもので、多くのインフォーマルな financiera の創設を招いた。このように financiera が数多く設立されたのは、利子率設定や負債／自己資本比率などの面で、商業銀行よりも規制が緩かったためである。後に商業銀行の規制が緩和される一方で、1976年の金融混乱においてインフォーマルな設立が禁止され、最低必要資本量が銀行の75%にまで引き上げられてからは、financiera は次第にその重要性を低めていった。国有銀行を民営化する際には、1個人または法人が所有可能な株式シェアに上限が設定されたが、これらは持ち株会社を複数設立することで回避でき、1978年にはこの上限が撤廃されるなど、市場集中への対策は講じられなかった。このため、国の持ち株会社 CORFO (Corporación de Fomento de la Producción) が所有していた国有銀行のほとんどが、グループ (grupo) と呼ばれるコングロマリットに売却され、グループ拡大のための M&Aなどに活用されるようになったのである⁽¹⁰⁾。

利子率の自由化はその水準を引き上げ、その後10年ほどは名目、実質ともにきわめて高い水準で推移した。このため、 M_2 の額は急増し金融深化が進んだ(図1)。このように M_2 が増加したのは、準通貨の代表的な構成要素である定期預金の量が増えたことに加え、金融商品が多様化し、定期預金以外の準通貨が増加したためである。(図2)では、準通貨がベースマネーに対する比率を高めていく過程が示されている。この図からは、1976年以降、準通貨として定期預金以外の商品が登場するようになってきているのがみてとれる。また、株式も活況を呈した市場のひとつである。図3の株価指数をみると、インフレが収まりつつあった1978年から80年にかけて、物価を上回るスピードで急上昇している。こうした高い資産収益率は、外国からの資金も引きつけていた。表3の対外債務残高総額、図4における金融市場を通じた債務の急増ぶりがこれをよく表している。しかし、意図されていた国内貯蓄の

図1 金融深化
(1970-85年)

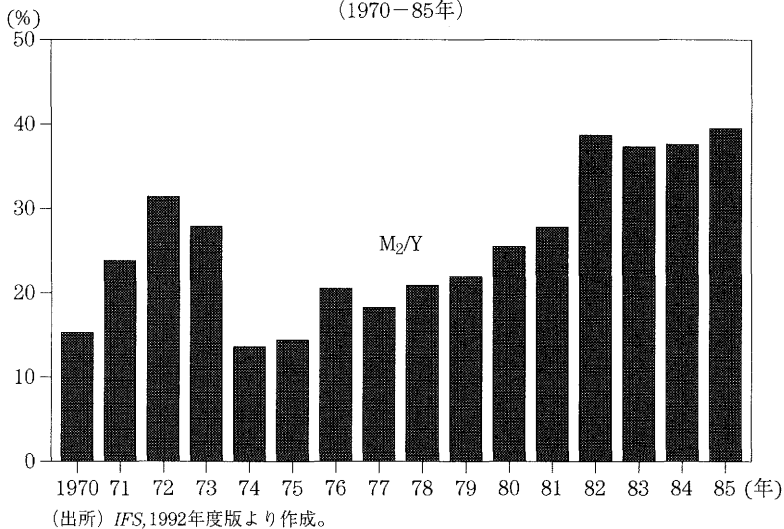
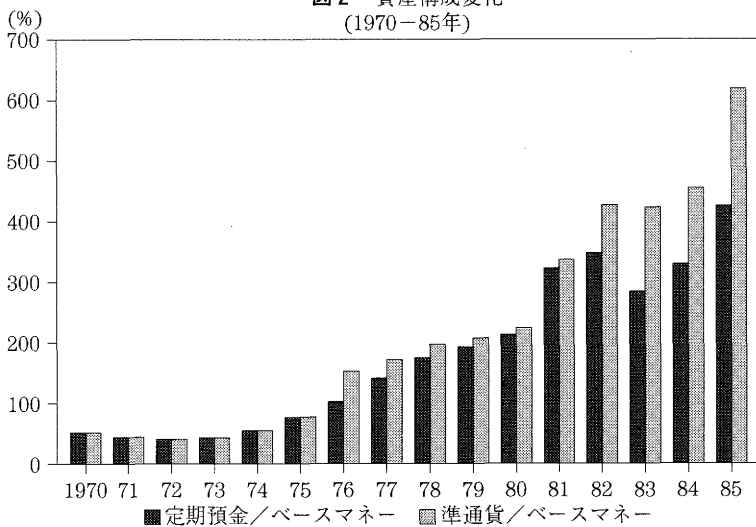
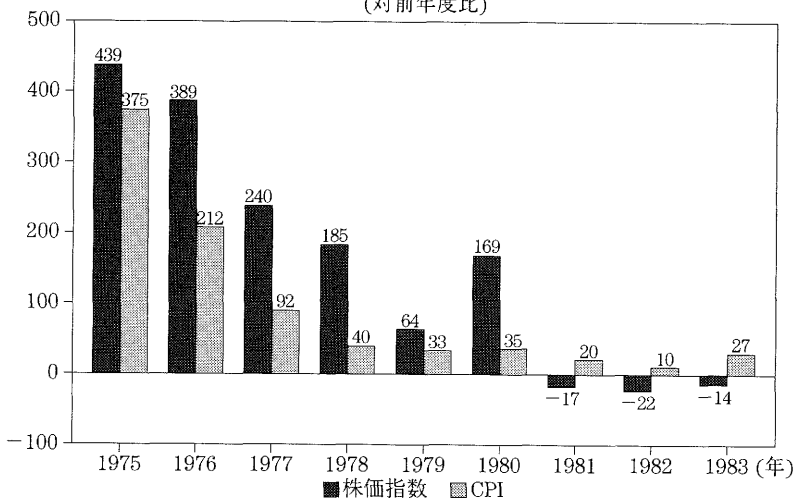


図2 資産構成変化
(1970-85年)



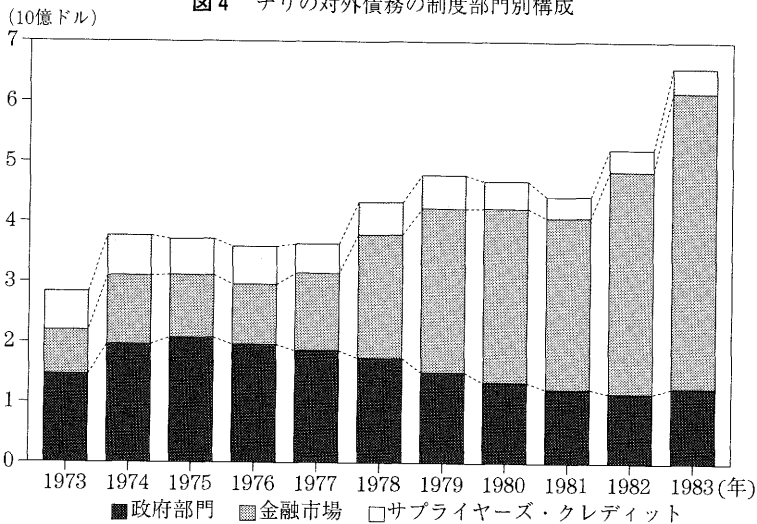
(出所) 図1に同じ。

図3 株価と物価の変化率
(対前年度比)



(出所) 図1に同じ。

図4 チリの対外債務の制度部門別構成



(出所) World Bank Data Base, STARS.

(注) 債務総額はWorld Bank, World Debt Tablesの Debt Outstanding+Disbursed(DOD)をとった。

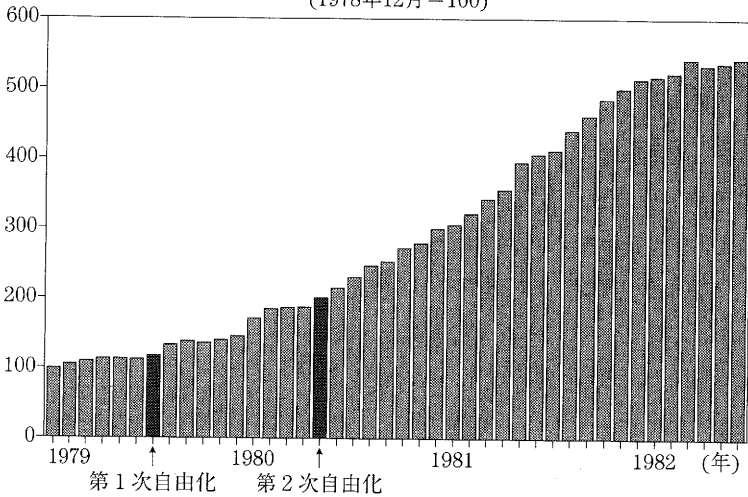
増加は実現せず、「歴史的な低水準」(Edwards and Edwards[1991])に留まっていた。金融自由化政策は、プラスの実質利子率の維持と金融仲介量の増加には成功したといえる。

利子率が国際的にみて高い水準に留まったため、政策当局が国際資本移動を自由化しようとしたことは自然であった。軍事政権期の国際資本取引規制は、非銀行部門が銀行部門に先行して緩和された。まず、1974年初めに外貨に関するホリデースキームが開設された。このスキームの下で流入した資金は、正当な所得として認められ、懲罰的な課税を避けることができた。1975年には、既存のスキームがペソの窓口購入(window purchase)に代わり、公定市場を用いることの保証を得られないものの、税当局への届け出なしに外貨を持ち込むことができるようになった。中央銀行は1979年4月に、満期が24カ月未満の資金流入を禁止し、66カ月未満資金について短期であるほど高くなる準備率規制を敷いたが、内外利子率格差の大きさを考慮すると効力がなかったといわれる。同年には、非銀行部門はペソの窓口売却(window sales)をすることも認可され、届け出なしに外貨建て資産とペソ建て資産間の裁定が可能になった。

一方、銀行部門が外貨を取り入れることが可能になったのは、1977年の9月である。ただし、銀行が外貨債務を発行するうえではさまざまな規制があった。国内に流入してくる資本は中央銀行への登記が義務づけられ、対外債務残高も各々の外為銀行の保有株式の一定率に制限されていた。その増加のスピードも月次増加額規制に制約され、最大利子率規制が課されていた。さらに、銀行は為替リスクを負うことは許されず、外国から導入した資金は外貨建てで貸し付けなくてはならなかったのである。1979年の4月には、銀行部門にも66カ月未満の資金については準備率規制が課せられた。このように、規制は銀行を通じた短期・長期の資本流入の障害となっていたといっ

よい。
銀行部門の資本移動自由化は、1979年6月、政府が銀行の外貨保有に関する外貨/株式保有比率規制を除去したことに始まる。銀行全体の債務残高が

図5 チリの銀行部門の対外債務(月次): 1978年12月~82年5月
(1978年12月=100)



(出所) 図1に同じ。

表4 利子率裁定行動の変化

説明変数	被説明変数			
	(3) 貸出利子率 1977.1-80.3	(4) 貸出利子率 1980.4-82.5	(5) 預金利子率 1977.1-80.3	(6) 預金利子率 1980.4-82.5
定数項	314.213 (6.261)	39.971 (2.003)	215.721 (4.302)	38.778 (1.991)
国内信用増分	-2.80E-08 (-5.295)	9.48E-10 (1.374)	-2.02E-08 (-3.829)	-3.49E-10 (-0.518)
製造業生産指数	-0.295 (-1.166)	-0.113 (-1.027)	-0.197 (-0.779)	-0.106 (-0.991)
外国債券収益率	2.809 (1.781)	0.833 (1.915)	2.860 (1.816)	1.099 (2.592)
R **2	0.7064	0.3481	0.5588	0.3481
Adj R **2	0.6386	0.2592	0.4569	0.2592

(出所) IFS (CD-ROM), February 1994のデータより筆者計算。

(注) ()内はt値。

負債／株式比率規制に抵触しない範囲内ならば、その内訳としてどれだけ外貨債務を発行するかが自由になったのである。これに続いて1980年4月には、政府は月次の外貨取り入れ額規制を撤廃した。外貨債務の増加のスピードに関する規制がなくなったのである。

資本移動自由化の銀行部門への影響を詳しくみるために、銀行部門だけの対外債務を月次ベースで取り出したのが図5である。ここからは、第1次の国際化政策が採られた1979年6月から債務残高が増加しだし、第2次の80年4月からは急速に増えている様子がわかる。一方、対外債務の増加を利子率裁定行動の変化という視点から捉えたのが、表4である。これは国内利子率を国内信用、製造業生産指数、外国債券収益率(=ユーロドル利子率+減価率)とで回帰させた結果である。推計結果からは、①貸出利子率と預金利子率の両方において、1977年1月～80年3月期には国内信用が有意にマイナスの相関をもっていたのが、1980年4月～82年5月期には有意な相関をもたなくなったこと、②貸出利子率と預金利子率の両方において、77年1月～80年3月期に比べて1980年4月～82年5月期の定数項が小さくなっていること、③預金利子率について、80年4月～82年5月期には、外国債券収益率の係数がほぼ1に等しくなっていること、などがわかる。これらから、政府の金融国際化措置によって、民間経済主体の資産選択が外国資産との裁定を考慮したものになり、国内利子率の決定に変化がもたらされたことがわかる。

2. チリの経済自由化政策の問題点

徹底した貿易自由化や国内金融自由化後の国際資本取引自由化によって、国内の財市場と資産市場を国際市場に統合させたチリでは、市場が本来の機能を発揮して国際的にみても競争的な生産、効率的な消費が行われるはずであった。ところが、1982年に銅価格が低落し、メキシコの債務危機を契機に資金流入が減少すると、対外債務の元利支払いが困難になり、金融危機が発生して一連の自由化政策はまもなく撤回されてしまう。チリ政府は、IMF

融資とそれに伴う緊縮的コンディショナリティを受け入れると同時に、金融システムの崩壊を避けるために主要銀行、financiera を清算ないし再度国営化し、輸入減少および税収増加のための関税引上げを行ったのである。これらは10年近く追求してきた自由化政策と全く逆行する政策である。では、なぜチリはこうした外生ショックに対して脆弱であったのであろうか。金融の自由化・国際化の内容、順序にその原因を求めながら検討してみたい。

(1) 金融の健全性規制の緩和

国内金融が自由化され、国際資本移動の規制が緩和されたとしても、国内の金融機関が効率的に資金を配分できなければ、国際市場と統合されたことのメリットは実現できない。外国資金を引きつけることはできたものの、対外債務元利支払いを履行できなかったのは、チリの金融機関にその能力がなかったことの表れといえる⁽¹¹⁾。

資金配分能力を歪めていた原因には、金融機関に対する健全性規制の不在とグループによる市場集中が考えられる。1975～79年まで、銀行やfinancieraは、金融当局(Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras)からの健全性規制を受けることがなく、インフォーマルなfinancieraの設立、金融機関貸付の同じグループ内企業への集中などが黙認されていた。特に、グループ系金融機関がグループの成長を第一とする融資行動をとり、過大な債権を系列企業相手に積み上げていたこと(表5)などは、リスクに対する配慮が乏しかったことの表れであろう。また、市場集中の別の弊害としては、企業が経済危機を認識することが遅れたことも考えねばならない。グループでは、外貨債務を内貨建てで貸すことを禁じられていたグループ系銀行に成り代わり、外貨建てローンを受けたグループ内企業が、内貨建て融資を他企業へ高い国内利子率で行っていたことである。このため、伝統的に貿易財生産を中心にしてきたグループでさえも、資本流入に伴う実質増価により本業の利潤が縮小していたにもかかわらず、こうした非営業利潤の増加によって全体の収益は保たれたため、非現実的な為替レート政策を止めるよう要求

表5 グループ系銀行の系列融資比率
(1982年末, %)

Banco BHC	27.4
Banco de Chile	18.6
Banco Santiago	42.3
Banco H. F. N.	18.3
Banco Credito	11.9
Banco SudAmericano	22.8

(出所) Edwards and Edwards [1991],
Table 4-2.

することが遅れてしまったのである。

不健全な資金配分方法に加え、実質利率が正常な投資収益ではまかないきれないほどの水準に達していたため、多くの金融機関の債権は不良債権化することとなった。ところが、健全性規制の不在から、不良債権の多くは損失計上・処理されず、1981年11月に最初の金融危機が起こるまで新規資金によって繰り延べられるままになっていたのである⁽¹²⁾。1983年1月には、政府は新たに5銀行5 financiera を国有化し、収用した10の金融機関の資産は、金融システム総資産の45%にもものぼった。

政府が不健全経営を許容したのは、民間の問題は民間の問題であり政府は関与しない、という徹底した官民の区分けをしていたためである。こうした考え方はアジェンデ政権下で政府が民間セクターに介入・収用したことの反動でもあるが、この背景には金融システムと他の産業との性格の違いについての認識が足りなかったことも原因となっている (Diaz-Alejandro [1985])。金融システム、特に銀行システムは、経済取引を円滑に行うことを可能にするため、信用ベースのシステムを構築している。預金者は銀行の預金証券の条件を信用して預金するのであるし、貸し手は借り手がしっかり返済することを信用して貸付を行う。もちろん、預金者や銀行などの資金の出し手は、契約どおりの履行を求めて監視や情報生産を行う必要がある。ところが、健全

性や過度の市場集中を考慮しないレッセ・フェールの政策体系は、銀行が預金者との契約を放棄することを許すものである。金融システムは多数の個人が同時に利用するものであり、しかも、信用ベースで成り立っている以上、あるひとつの組織が貸借契約に関する信用を揺るがすと、システム全体の破綻につながりかねない。こうした危険を省みなかったため、チリ政府は、金融危機も銀行の倒産を通じて調整が完了し、いずれは市場がすべてを解決するという“passive adjustment”の姿勢を崩さなかったのである。

金融混乱に関する政策の失敗はこれだけではない。政府は金融機関と預金者にモラルハザードを誘発させて、無謀な融資を許していたのである。金融機関の危険資産が急速に増えていることは、再国有化が完了する1983年以前でもよく知られていた。実際に、75年に始まる急激な景気後退の影響により、1976年後半に民営化されたばかりの銀行や多くの *financiera* が破産したことで金融システムに混乱が発生し、77年には有力銀行の *Banco Osorno* が事実上の倒産に陥り、81年には製糖業の中型グループである *Crav grupo* が国際砂糖市場での投機に失敗して倒産するなど、チリの金融システムの不健全性を知らしめるような出来事が数多くあったのである。しかし、それまで繰り返して救済措置はとらないと言明していたにもかかわらず、1977年に政府が行ったのは、倒産した銀行への全額の預金保証という大規模な救済措置であった⁽¹³⁾。政府は放漫経営に対する罰則を示さず、逆に政府による保険の存在を印象づけてしまったのである。このため、銀行や預金者の間にモラルハザードが誘発されることになり、多くの銀行の融資姿勢は変わらないままとなった。銀行側はいつ来るかわからない政府の救済措置を目当てに経営の抜本の見直しを行わない一方、政府側は新古典派流の自由主義的なポリシーから、非介入的な態度を崩さなかったのである。

(2) 自由化の順序

チリの自由化政策に関しては、自由化政策の内容だけでなく、それぞれの市場における「自由化の順序」(sequence of liberalization)を問題視する議論

がある。

自由化の順序とは、経済を自由化・国際化させる際には、財、労働、資産の各市場の自由化には最適な順番がある、とする議論である⁽¹⁴⁾。現在、金融を国際化するにあたっては、多くの論者が、①財市場の対外的自由化（貿易自由化）を資産市場の対外的自由化（資本移動の自由化）に先行させること、②資産市場の国内自由化を対外的自由化に先行させること、という主張を行っている⁽¹⁵⁾。自由化政策の順序を議論するのは、金融の国際化政策をとる途上国の多くが、経済の他の分野も政府が規制していた国であり、資本移動の自由化も経済の他の分野における自由化政策との相互関係を考える必要があるからである。

このうち、①の貿易自由化を資本移動自由化に先行させるべきであるという主張を論証するためには、同時自由化したときや資本移動自由化を先行させたときのデメリットが①の順序よりも相対的に大きいことを述べる必要がある⁽¹⁶⁾。この際に依拠されることが多いのが、実質増価の問題と歪んだ相対価格の下での資本蓄積の問題である。

実質増価の問題は、同時自由化反対の根拠として挙げられることが多い。実質増価は貿易財産業の国際競争力を弱めるため、貿易が自由化され、企業が困難な生産調整を進めているときには、実質増価を起こすような資本自由化措置は慎むべきである、というのがその理由である⁽¹⁷⁾。チリにおいても、資本自由化に伴う資本流入の増加は実質増価をもたらし、交易条件の悪化なども加わって、貿易財産業は国際競争力を弱め、生産の重点は徐々に非貿易財産業にシフトしている。

しかし、一時的な実質増価や資本流入の増加は、厳密にいうと資本と貿易の同時自由化に反対する論拠にはならない。なぜならば、貿易自由化が完了した後に資本移動の自由化を行ったとしても、実質増価が起こることには変わりがないからである。生産調整時に均衡水準よりも実質増価が一時的に進み、市場に誤ったシグナルを送ることが調整の効率を損なうことがあるのならば、生産調整を行っていない平時に実質増価が起こった場合にも、何らか

の非効率が発生してもおかしくない。順序を考えるためには、生産調整時と平時における実質増価のコストを比較考量する必要がある。よって、順序①は、もしも、資本自由化を急いで行う必要がなければ、あえて生産調整時に行う必要はないというステートメントとして解釈すべきであろう⁽¹⁸⁾。

一方、貿易自由化を資本移動の自由化に先行させることの根拠には、歪んだ相対価格の下での資本蓄積が想定されることが多い。これを初めて提示した Johnson [1967] は、適切な順序を考えるための枠組みと主張の①が成立するための条件を明快に示している⁽¹⁹⁾。伝統的な国際貿易論では、輸入財産業への関税保護が自由貿易の状態に比べて社会的な厚生を減少させることが知られている。関税水準が上昇すると社会的厚生ロスは大きくなるが、たとえ関税水準が一定のままでも、輸入財生産の規模が増えた場合にも厚生ロスが大きくなる。ジョンソンの議論も、リプチンスキーの定理をつけ加えたこと以外は、大筋は同じである。リプチンスキーの定理とは、ある生産要素の賦存量が増加したとき、これを集約的に用いる財の生産量が増加するというものである。途上国の輸入代替産業が資本集約的であると想定すると、リプチンスキーの定理によれば、その生産量は経済全体の資本の蓄積とともに増加する。もしも輸入代替産業の生産が非効率をもたらしているのならば、資本蓄積はその非効率を増幅させる役割がある。よって、このリプチンスキー=ジョンソン流の非効率を実現させないためには、貿易自由化を速やかに終了させるとともに、貿易自由化が達成されないうちは自由な資本蓄積を抑える必要がある。こうして、輸入代替産業が資本集約的であり、資本移動の自由化によって経済全体の資本蓄積が進展する場合には、社会的な厚生が減少するため、貿易自由化の終了後に資本自由化を行うべきという主張となる。

チリにおいて、金融国際化が資本蓄積を増進させたかは、投資関数のシフトの有無を検討することによって確認することができる。表6は、1961～92年における投資関数を推計した結果である。投資関数は、加速度因子として実質 GDP の増分、利子率の代理変数または利用可能な投資資金として銀行の実質貸出増分、そして1期のラグ項と1980年以降の構造変化を測るダミー

表6 投資関数シフトの検定

(7)	
粗固定資本形成	
説明変数	
定数項	39,775,486 (0.135)
GDP 増分	4.930E-03 (7.094)
貸出増分	0.071 (1.475)
ラグ	0.9417 (16.377)
ダミー	206,616,384 (0.883)
R**2	0.9477
Adj R**2	0.9400
DW	2.231

(出所) IFS (CD-ROM). February 1994の
データより筆者計算。

(注) ()内は t 値。

変数を説明変数として推計した。その結果、注目するダミー変数の係数の符号はプラスであるものの、統計的に有意ではなく、資本蓄積行動は金融国際化措置によって構造的な変化を受けなかった。これは投資率が減少したという Corbo [1985] の指摘と、ほぼ一致する結果でもある。このように、自由化の順序①の主張は、チリの金融国際化政策失敗の理由としては適切とはいえない。

一方、自由化の順序②については、明快な議論は少ない。国内資産市場の自由化が済んでいない状態で資本移動を自由化させると、国内の利子率規制を嫌って資本逃避が発生する。資本逃避は、固定レート下においては国際収支危機をもたらし、変動レート下においては減価をもたらしてインフレ要因となる。逆に、国内で自由化を済ませた後に資本移動を自由化させた場合に

は、資本流入が起こって実質為替レートが増価する。増価のコストは先に述べたとおりである。このように、国内資産市場自由化を先行させるほうがコストが小さいかどうかということについては、一概に述べることができない。ただし、Edwards and Edwards [1991] は、多くの論者が国内資産市場の自由化を先行させることで一致していると述べている。

チリの経験を振り返ると、自由化の順序②には、国際化後の資本流出の向きだけでなく、国内金融自由化の方法も含めることが必要と思われる。なぜならば、チリの経済自由化政策の失敗は、流入してきた多額の外国資金を、銀行が効率的な用途に配分できなかったことに大きな原因があるからである。国内金融の自由化は、規制をすべて撤廃するのではなく、選別的な規制緩和を必要とする。よって、自由化の順序②は、金融国際化以前に金融機関が効率的に行動するような規制体系の確立を求めたものとして解釈し直すことが望ましいといえる。これには、過度の市場集中の排除、リスクを加味した準備率規制、自己資本比率規制などが有効と考えられる。

第3節 結論

本論では、金融の国際化度を実証的に調べることに、国際化の過程で持ち上がる問題点について検討することを目的として、各国の金融の国際化度を計測し、チリにおける金融国際化の問題点を考察した。主な発見は、

- (1)各国において金融の国際化度に大きなばらつきが存在すること、
- (2)金融の国際化が進展すると成長率が高まる傾向があること、
- (3)チリの金融国際化の失敗は非効率的な銀行の資金配分に問題があり、国際化以前に効率的な資金配分を促す規制体系の確立が必要という意味で、自由化の順序を考えることが必要なこと、

である。

また、チリの自由化の失敗からは、金融を自由化・国際化するうえで、い

くつか学びとれることもあった。第1に挙げられるのが、プラグマティズムの重要性である。チリにおいては過度の市場重視政策により、金融機関や貿易財産業の倒産をパレート最適への調整過程ないしは移行プロセスとみなし、政府は“passive adjustment”の姿勢を崩さなかった。これと同じ失敗を繰り返さないためにも、現在議論されている自由化の順序も、結論部分だけを取り上げるのではなく、現実の動静を見極めつつ政策立案に活かすことが必要と考えられる。第2は、金融システムは他の産業にはない公共財的性格を有しているため、自由な経済においても、引き続き政府規制が必要な分野であるということである。さらに注意すべきことは、金融システムが非競争性をもつだけでなく、一部分が崩れるとシステム全体が崩壊する可能性があるという不安定なシステムである、ということである。よって、大きな金融機関はもちろん、中小の金融機関の経営の健全性と透明性を確保することが重要な課題といえよう。

【付論】

A. 国際化度パラメータ推計式の導出

ここではHaque and Montiel[1991]を基にしながら、本論の推計式(3) $m = \beta_0 + \beta_1 e^e + \beta_2 i^* + \beta_3 \ln y + \beta_4 m'$ を導出する。まず、実質貨幣需要関数を下式のように考える。

$$m^D = m^D(i, e^e, i^*, y) \quad (A1)$$

(A1) 式の背後にあるのは、金融抑圧や通貨代替、資本逃避などが発生している典型的な小国の途上国である。売買可能な自国資産は自国資産、貨幣、外国資産としては外国通貨、外国債券などが存在しているものとする。それ

それぞれの資産の期待収益率はそれぞれ、 $0, i, \hat{e}^e, i^* + \hat{e}^e$ である。貨幣需要はこれらの代替的な資産に加え、実質所得 y を考慮しつつ決定されると仮定する。推計可能な式にするため、これを線形化して単純化すると

$$m^D = \alpha_0 - \alpha_1 i - \alpha_2 \hat{e}^e - \alpha_3 i^* + \alpha_4 \ln y \quad (A2)$$

次に、本論での利子率の国際化度(2)式を利用して貨幣需要関数の i に代入すると、貨幣需要は $\hat{e}^e, i^*, i', \ln y$ で説明されることになる。

$$m^D = \alpha_0 - \alpha_1 \psi (i^* + \hat{e}^e) - \alpha_1 (1 - \psi) i' - \alpha_2 \hat{e}^e - \alpha_3 i^* + \alpha_4 \ln y \quad (A3)$$

ここで i は観察不可能な変数であるから、この値を計算する必要がでてくる。 i' は資産が国内資産に限られるときに市場をクリアする値であるから、貨幣需要関数において貨幣を国内貨幣 m' に限定し、外国資産を排除したときの均衡利子率として計算できる。

$$m'^D = \alpha_0 - \alpha_1 i' + \alpha_4 \ln y \quad (A4)$$

ただし、国内貨幣とは貨幣供給量から民間資本収支を差し引いた値である。ここでは閉鎖経済でも開放経済でも、貨幣需要の構造パラメータの値が変化しないと仮定していることに注意すべきである。

次に、貨幣市場均衡

$$m^D = m^S \quad (A5)$$

を仮定して貨幣需要は貨幣供給に等しいとしよう。(A4)式を(A5)式に代入すると i' の誘導形が得られる。

$$i' = \frac{\alpha'_0}{\alpha'_1} + \frac{\alpha'_4}{\alpha'_1} \ln y - \frac{1}{\alpha'_1} m' \quad (A6)$$

この(A6)式を(A3)に代入すると本文中の推計式(3)が得られる。

B. データ

m	実質貨幣= M_1 (line 34)/ CPI (line 64)
i^*	ユーロダラー利率
e	期間平均為替レート (line rf)
e'	期末為替レート (line ae)
e^e	期待減価率。完全予見を想定し、実現値を当てはめた。
C	民間資本収支=預金銀行部門 (line 77gbd) + その他部門 (line 77gcd)
m'	国内実質貨幣= $m-e' \times C$
y	実質 GDP (line 99b. p)
i	国内貸出利率 (line 60p)

データはすべて *International Financial Statistics* (CD-ROM), February 1994.

〔注〕

- (1) 国際収支へのマネタリーアプローチ (MABOP), ファイナンシャル・プログラミングは、長期において相殺係数が-1となると仮定している。相殺係数の計測例としては、Kouri and Porter [1974] を参照のこと。
- (2) フェルドシュタイン=ホリオカの計測結果は、係数の値はゼロよりも1に近いというものであった。フェルドシュタイン=ホリオカは、投資と貯蓄の移動平均値を推計に使うことで②の問題をクリアしているため、推計結果は①の非成立を検証したものとなった。そして、彼らは実質利率平価が成立していないことから、資本移動は活発ではないという結論を出している。しかし、フランケルが指摘するように、実質利率平価の非成立をもとに資本移動は活発ではないという結論を短絡的に出すことはできない。なぜならば、各国の株式や実物投資は不完全な代替物であるからである。
- (3) 具体的な導出方法は、章末の付論 A を参照のこと。
- (4) 個々のデータについては、章末の付論 B を参照のこと。
- (5) これは金融資産だけでなく、理論的には実物資本についても当てはまる。マクドゥーガルの議論 (McDougall [1960]) では、実物資本の移動が自由化されると資本の限界生産力が各国で均等化するため、結果として厚生が増加することになる。
- (6) これらの政策の内容については、McKinnon [1979] を参照のこと。

- (7) 生産変動の推計においては、外生ショックを緩和するための政策反応関数を想定しなかった。よって、生産変動と国際化が無相関であるといっても、こうした政策努力が必要ではないことを意味しているわけではない。
- (8) tablita とはスペイン語の「表」(tabla) を語源とする言葉で、政府が公表していた為替レート減価率の予定表を指したものである。
- (9) tablita は、後に述べるように貿易自由化が進むなかで実施された。貿易自由化は、貿易財のシェアを高めるため、tablita によって価格が安定する財のシェアを高める役割をしていたといえる。
- (10) チリにはアジェンデ政権以前からグループが存在していたが、軍事政権下の規制緩和によって新興のグループが台頭してきていた。新しいグループは、規制緩和の進む貿易と金融分野に重点を置いており、アメリカ帰りのテクノクラートを擁した積極的な事業展開で知られていた。成長のために、多くの新興グループ系企業が高い負債比率の下で事業を行っていたのである。こうした新興グループにとって、アジェンデ政権下で取用された銀行の民営化や financiera 設立規制の緩和は、金融分野への手っ取り早い業務展開の手段として好都合であった。自らのグループ内に金融機関をもつようになったグループは、借入を増やす一方でグループ内企業への系列融資を増やしていったのである。詳しくは Edwards and Edwards [1991] chapter 4 を参照のこと。
- (11) Corbo [1985] は、1965～70年における固定投資/GDP 比率の平均値が19.3%であったのが、76～81年には14.7%に落ち込んでいることを指摘している。
- (12) これらは、いわゆる資金の "false demand" として利子率を押し上げ、良質な投資案件をクラウドディングアウトする効果をもっていた (Edwards and Edwards [1991], pp. 65-67)。
- (13) この介入は、政府が好むと好まざるにかかわらず、金融システムという公共財的なサービスは、最終的には政府の介入なしには存続できないことを示したと考えられる。
- (14) Frenkel [1983] が述べるように、市場が完全で政治的圧力もなければ、自由化において順序を考える必要はなく、即時かつ同時の自由化が望ましい。よって、以下で考えるのは次善の解決方法である。また、安定化政策と自由化政策の順序については、安定化を達成した後に自由化をすべきであるという合意が形成されている。チリの自由化政策は安定化の未達成という面でも難点があったといえる。
- (15) 個々の論者の間では順序に若干の違いがあるが、順序を考慮することが大切であるという点では一致している。順序を述べた先駆的なものとしては McKinnon [1973]、ほかにも Barletta et al. [1983]、Edwards and van Wijnbergen [1986]、Edwards and Edwards [1991]、McKinnon [1991] などがある。
- (16) 多くの順序の議論はメリットについて論及していないため、ここではいずれの方法を採用してもその大きさは同じであると想定する。また、順序と社会厚生の間

係を分析した数少ない研究である Edwards and van Wijnbergen [1986] では、同時的自由化は考慮外としているため、①の順序と同時的自由化の優位性を議論することはできない。

- (17) チリにおいてそうであったように、国内財市場が自由化された後に貿易自由化を開始すると、貿易財価格が上昇し、実質減価が起こることがある。しかし、実際に多くの国で資本自由化とともに実質増価が起こっており、資産市場に比べて財市場の裁定は遅く取引規模も小さいため、同時自由化の当初は資本移動の自由化の影響が支配的になる。よって、貿易自由化と資本移動の自由化を同時に行うことは避けるべきであるという議論になるのである。
- (18) 順序に関係しない実質増価や資本流入自体の問題としては、ほかにも実質為替レートの伸縮性に関わる問題と、債務累積の問題がある。チリのように実質賃金が硬直的な経済では、一時的に増価した実質為替レートをもとの水準に減価させることは困難である。これは一度失われた貿易財産業の競争力は取り戻すことができないということであり、対外バランスに大きな影響を与えてしまうのである。さらに、実質増価を引き起こす資本流入それ自体も問題となる。資本が流入するということは、対外債務が累積することにほかならないが、Edwards [1984] は途上国への貸出利率から LIBOR を差し引いたスプレッドと対外債務額にプラスの相関を見いだしており、資本流入が過大に流入することにはコストがあることを確認している。
- (19) Edwards and van Wijnbergen [1986] は、ジョンソンの議論を簡単にまとめている。また、Frenkel [1983] も、経済理論がディストーション下における最適な順序を指し示すことには限界があるとしながらも、ジョンソンに似た論拠を挙げている。フレンケルの議論を要約すれば、①貿易自由化のほうがゆっくりと進むため、自由化途上で政策担当者が間違いを発見して訂正する余裕がうまれること、②資産投資と実物投資の可逆性の違いを考慮すれば、貿易自由化を先に行ってディストーションの小さい状況で実物投資を行うほうが望ましいこと、③財市場と資産市場の2つの市場があるとすると、取引額のより大きな資産市場の直面するディストーション、つまり、財市場のディストーションを先に解消することが望ましいこと、となる。このうち、①は順序の根拠を述べたものとは考えられない。②は貿易自由化が速やかに終了することの望ましさを述べてはいても、資本移動自由化に先行させるべき理由にはなっていない。③については、資産市場から発生するディストーションが、なぜ資産市場ではなく財市場のディストーション度のみ依存するのか不明であり、これが説得的に説明されない限りはその結論の順序も受け入れがたい。

〔参考文献〕

- Barletta et al. [1983], *Economic Liberalization and Stabilization Policies in Argentina, Chile, and Uruguay: Application of Monetary Approach to the Balance of Payments*. Washington, D.C.: World Bank.
- Bitran, E. and R. E. Sáez [1994], "Privatization and Regulations in Chile," in Bosworth, Dornbusch and Laban, eds. [1994], pp. 329-378.
- Bosworth, B. P., R. Dornbusch, and R. Laban [1994], *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*. Washington, D. C.: Brookings Institution.
- Corbo, V. [1985], "Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile During 1974-84," *World Development*. Vol. 13, No.8, August, pp. 893-916.
- Diaz-Alejandro, C. [1985], "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash," *Journal of Development Economics*. Vol. 19, No.1-2, September-October, pp. 1-24.
- Edwards, S. [1984], "LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation 1976-1980," *American Economic Review*. Vol.74, No.3, September, pp. 726-734.
- Edwards, S. and A. C. Edwards [1991], *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment (with a New Afterword)*. 2 nd ed., Chicago: University of Chicago Press.
- Edwards, S. and M. Khan [1985], "Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework," *Staff Papers*. Vol.32, No. 3, September, pp.377-403.
- Edwards, S. and S. van Wijnbergen [1986], "The Welfare Effects of Trade and Capital Market Liberalization," *International Economic Review*. Vol. 27, No. 1, February, pp.141-148.
- Feldstein, M. and C. Horioka [1980], "Domestic Savings and International Capital Flows," *Economic Journal*. Vol. 90, No. 358, June, pp. 314-329.
- Frenkel, J. A. [1992], "Measuring International Capital Mobility: A Review," *American Economic Review*. Vol. 82, No. 2, May, pp. 197-202.
- Frenkel, J. A. [1983], "Economic Liberalization and Stabilization Programs," in Barletta et al. [1983].
- Frenkel, J. A. and H. G. Johnson [1977], *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. London: George Allen and Unwin.
- Haque, N. U. and P. J. Montiel [1991], "Capital Mobility in Developing Countries: Some Empirical Tests," *World Development*. Vol. 19, No.10, October, pp. 1391-1398.
- Johnson, H. G. [1967], "The Possibility of Income Losses from Increased Efficiency or Factor Accumulation in the Presence of Tariffs," *Economic Journal*. Vol. 77, No. 305, March, pp.151-154.

- Kouri, P. and M. Porter [1974], "International Capital Flows and Portfolio Equilibrium," *Journal of Political Economy*. Vol. 82, No. 3, May/June, pp. 443-467.
- Labán, R. and F. Larráin B. [1994], "The Chilean Experience with Capital Mobility," in Bosworth, Dornbusch and Laban, eds.[1994], pp. 117-162.
- McDougall, G. D. A. [1960], "The Benefits of Private Investment from Abroad: A Theoretical Approach," *Economic Record*. Vol. 26, No.73, March, pp.13-35.
- McKinnon, R. I. [1973], *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D. C.: Brookings Institution.
- McKinnon, R. I. [1979], *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*. New York: Oxford University Press.
- McKinnon, R. I. [1991], *The Order of Economic Liberalization: Final Controls in the Transition to a Market Economic*. Baltimore, MD: Johns Hopkins University Press.