

総論：中進国における対外調整政策

こう さか あきら
高 阪 章

はじめに

- I 問題の背景
 - II 発展途上国の為替政策をめぐる研究
——為替相場制度の選択——
 - III 発展途上国の為替政策をめぐる研究
——現在の課題——
 - IV 中進国における対外調整政策
——本特集における論点の要約——
- おわりに

はじめに

1970年代以降の国際経済環境、なかでも、一次産品国際価格の趨勢的低下、エネルギー価格の急騰といった交易条件の悪化、先進工業国の景気停滞および最近の実質金利の高どまり、は「非産油発展途上国」のマクロ経済政策の運営(特に対外調整)を困難にしている。この特集の基本的な目的は、これら諸国のうちでも、ある程度の工業化過程を終えた「中進国」(semi-industrialized countries)に注目し、「全面フロート」(generalized float)下におけるこれら諸国の為替政策および対外調整政策を分析・評価することにある。そこで本稿ではまず、為替政策を中心とした発展途上国の対外調整政策に関する最近の研究状況を展望し、この特集号のねらいを明らかにしたうえで、次に、本号所収の各論文の論点を要約し、この分野における各論文の位置づけ、およびその相互の関係を明らかにすることとしよう。

ところで、発展途上国の為替政策を論じる場合に、これら諸国の次のような特徴が重要(relevant)な構造的条件として挙げられることが多い。すなわち、(1)生産面においては、一次産品等への高度の特化、(2)貿易面においては、輸入競争財生産が小さく、輸入需要が価格非弾力的であること、輸出供給が(少なくとも短期的には)価格非弾力的であること、および輸入面はもちろん輸出面でもプライス・テイカー(price-taker)であること、(3)金融面においては、援助と長期資本流入が国内貯蓄不足を補填しているが、これらは国際的金利裁定にもとづかないこと、および資金配分は金利メカニズムではなく専ら信用割当てにより、投資資金は資本市場が未発達なため銀行貸出を主とする短期資金をつないでいること、など(註1)である。

しかしながら、このような特徴は必ずしも発展途上国一般のものではなく、なかでも、「中進国」「準工業国」あるいは「新興工業国」などよばれる諸国は、初期の輸入代替過程を終え、多様な価格弾力的な(輸出)生産構造をもち、輸入中間財・資本財を用いた製品輸出の相対的比重が大きく、国によっては国内貯蓄が十分であったり、また資本取引が自由化されていたりする(註2)。したがってここでは、発展途上国のなかでもこれらのグループに焦点を絞り、これら「中進国」の構造的条件と為替政策の相互関係を明示的に考慮する。

以下では、まず、発展途上国の対外調整問題の背景を簡単に振り返ってみる（第Ⅰ節）。次に、同問題をめぐる最近の研究状況の展望を試みる。第Ⅱ節では、為替制度選択に関する研究者間での一応の合意とその論拠を示す。第Ⅲ節では、その後の研究の進展と、そこでの論点の集約を図る。さらに、本号のねらい、および所収の各論文の論点は第Ⅳ節で要約され、上述の研究文脈のなかで位置づけられる。

（注1）たとえばCrockett, A. D.; S. M. Nsouli, "Exchange Rate Policies for Developing Countries," *Journal of Development Studies*, 第13巻第2号, 1977年1月, 126~127ページ参照。とくに、発展途上国の金融・資本市場の未成熟性については、Black, S. W., *Exchange Rate Policies for Less Developed Countries in a World of Floating Rates*, Essays in International Finance No. 119, プリンストン, Princeton University, 1976年, 17~21ページ参照。

（注2）Bruno, M., "Stabilization and Stagflation in a Semi-industrialized Economy," R. Dornbusch; J. A. Frenkel 編, *International Economic Policy*, ボルチモア, Johns Hopkins University Press, 1979年, による「準工業国」の定義によれば、この他、輸出財についてはもはやブライズ・テイカーではないとされている。

I 問題の背景

非産油発展途上国の対外バランスは、交易条件の反転悪化と時を同じくして、1978年から趨勢的に悪化し、81年は対外不均衡がピークに達した。第1表は、これら非産油発展途上国の対外不均衡過程とその対外要因（交易条件、先進国成長率、国際金利）の動きを示したものである。これによれば、経常収支／輸出比率は1978年の -15.6% から -23.2% (81年)と低下している。この動きは、その内のIMFの分類による「主たる製品輸出国」、

および「その他中所得国」をみても同様である。交易条件も1978年から82年にかけて5年連続して悪化し、その程度は、先進工業国の景気後退が顕著となった80年が最大で、この動きも「主たる製品輸出国」「その他中所得国」でとくに差はない。国際的な金利高騰も1978年から始まり、81年にはピークに達して、上述の対外不均衡の拡大に拍車をかけた。最後に、この間の非産油発展途上国の経済成長率をみると、全体としては1981年から景気後退が顕著になったが、これは「主たる製品輸出国」のマイナス成長(-0.2%)への転落のため、「その他中所得国」の成長減速はすでに79年から始まっており、これら諸国の成長率も82年には1%を割った。1982年は、先進工業国(-0.4%)を含め、まさに世界同時不況の年となったのである。

もともと、たとえば非産油発展途上国のなかでも「中所得国」間、さらには製品輸出が輸出の主体であるような「主たる製品輸出国」（以下では、これを「中進国」とよぼう）間にさえみられる経済パフォーマンスのばらつきは、上述の対外要因の下でも国内政策の果たしうる役割が小さくないことを示している。第1図は、ラテンアメリカとアジアの中所得国のうち、アルゼンチン、ブラジル、チリ、韓国、マレーシア、台湾の6カ国を採りあげ、その内外バランスの推移を、経常収支／輸出比率、インフレ率(CPI)、経済成長率(実質GDP)によって比較するために掲げられた。このうち、アルゼンチン、ブラジル、韓国がIMFによる「主たる製品輸出国」で、これらとIMF加盟国でない台湾とが本稿でいう「中進国」に対応するものと考えよう。

実質GDP成長率をみると、アルゼンチンを除く5カ国とも、1970年代後半は5%を優に超えるパフォーマンスを残しており、これは非産油発展

第1表 非産油発展途上国の対外調整要因

(%)

年	1968~72	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
経常収支／輸出比率	-17.2*	-10.1	-24.1	-29.8	-17.9	-12.8	-15.6	-17.9	-20.5	-23.2	-19.3	-14.1
うち主たる製品輸出国	-13.0*	-6.9	-27.4	-27.4	-14.6	-7.7	-7.9	-13.7	-16.3	-17.3	-16.6	-8.3
うち上記以外の中所得国	-15.4*	-3.2	-11.9	-20.6	-15.7	-19.7	-21.4	-21.9	-26.0	-30.0	-24.6	-19.7
交易条件変化率	-0.1	5.3	-5.9	-8.5	5.9	5.9	-3.7	-0.3	-6.2	-3.9	-2.7	1.2
うち主たる製品輸出国	0.7	2.2	-9.4	-6.0	5.3	3.2	-1.7	-3.6	-7.7	-2.6	-0.8	3.1
うち上記以外の中所得国	-1.0	6.7	-7.3	-7.6	4.3	5.9	-4.7	-2.1	-9.8	-5.1	-4.0	2.4
実質GNP成長率	6.0	6.1	5.4	3.3	6.0	5.2	5.4	4.6	4.3	2.4	0.9	1.9
うち主たる製品輸出国	8.0	9.5	6.5	1.3	6.7	5.7	4.9	6.4	4.5	-0.2	0.2	0.4
うち上記以外の中所得国	5.4	4.1	5.5	2.7	5.9	5.4	5.5	3.4	3.0	3.1	0.5	3.4
主要貿易相手国実質GNP成長率	5.0	6.3	0.3	-1.0	5.4	4.2	4.0	3.3	1.2	1.1	-0.4	1.5
ユーロ・ダラー金利	7.3	9.2	11.0	7.0	5.6	6.0	8.7	12.0	14.4	16.5	13.1	9.6

(出所) IMF, *World Economic Outlook*, Statistical Appendix, ワシントン D. C., 1983年, および同, *International Financial Statistics Yearbook*, 1983年。

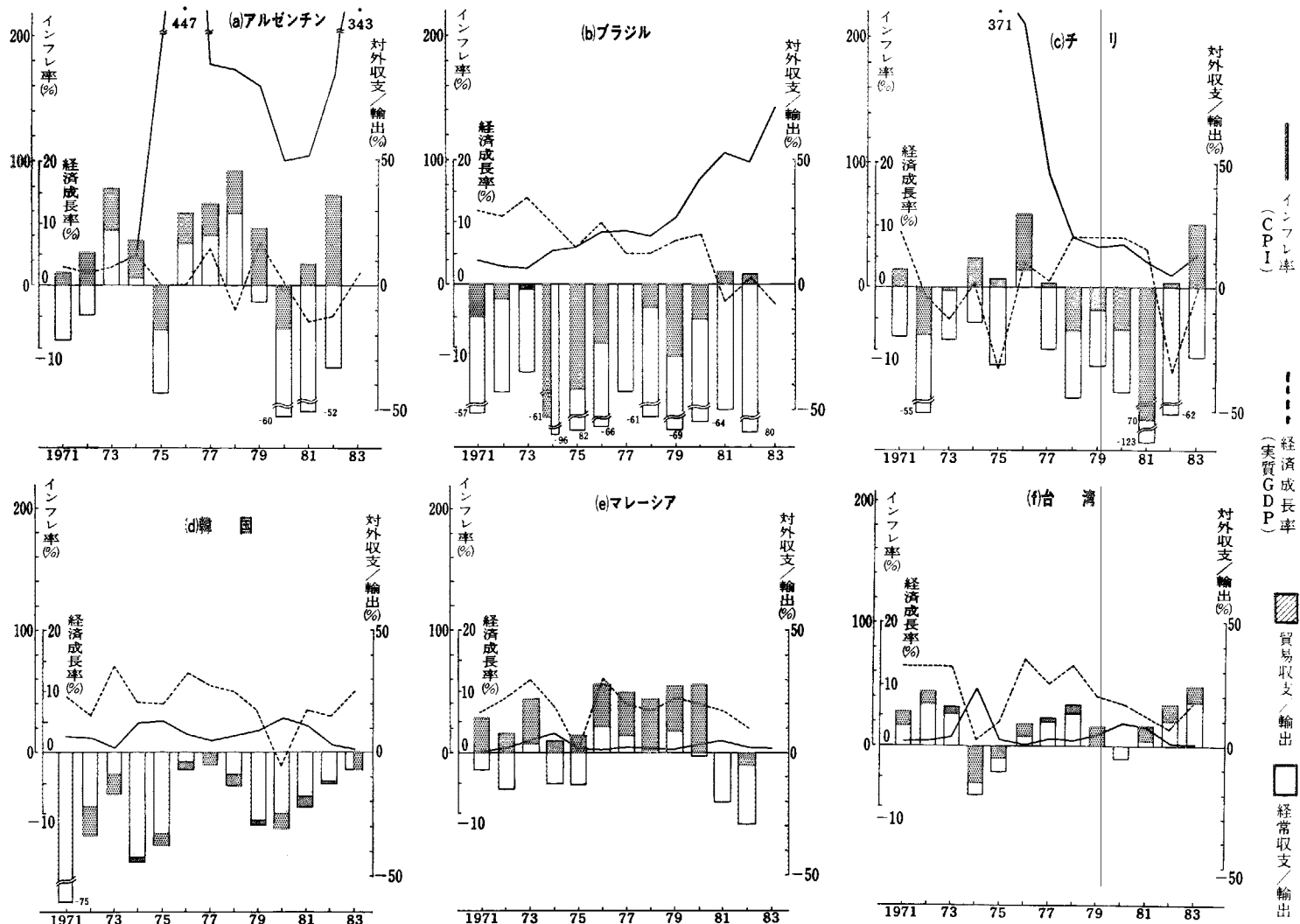
(注) * は, 1967~72年平均値。「非産油発展途上国」, 「主たる製品輸出国」, 「上記以外の中所得国」の定義, およびこれら諸国の(加重平均)実質GNP成長率の算出方法については, 上記の *World Economic Outlook* を参照。

途上国の平均をはるかに上回っている。インフレ率については, ラテンアメリカ3カ国のそれは, アジア3カ国に比べて桁違いに高い。もっとも, アルゼンチン, チリはマネタリスト的政策の下で第2次石油危機までにかかなりインフレ抑制 (disinflation) に成功していたのに対し, ブラジルは逆にインフレが高まりつつあった。アジア3カ国を比較すれば, 韓国が2桁インフレを示したほかは, 台湾, マレーシアともに低インフレ国であったといってよいであろう。一方, 対外均衡に関しては, ラテンアメリカの3カ国では, 実質成長のパフォーマンスが比較的悪いアルゼンチンが経常収支の黒字を記録(1976~78年)した以外, ブラジル, チリともきわめて大幅な経常収支赤字(その裏側としての外貨準備減少と対外債務累積)を出し続けた。ブラジルの平均経常赤字は輸出の60%を超えている(同時期)。これに対して, アジア3カ国では, 実質成長のパフォーマンスがかなりよかった韓国が, 1970年代末の対外不均衡拡大のために輸出の15%足らずの平均経常赤字を出した以外

は, マレーシア, 台湾ともに平均経常収支は輸出の5%前後の黒字を示したのである。

1980年代に入ると, 主要貿易相手国である先進工業国の景気後退の影響を受けて, 各国とも, 対外収支, 経済成長, インフレのいずれのパフォーマンスも悪化した。ここに至っても, ラテンアメリカ3カ国は輸出の50%を超える経常収支赤字を出したのに対し, 韓国のそれは31% (1980年)をピークに趨勢的に減少し, マレーシアは, 当初の1% (80年) から29% (82年)へ経常赤字を拡大しているが, 台湾などは80年に輸出の5%にあたる経常赤字を出した後, 81年から経常黒字を拡大しているほどである。経済成長およびインフレ率をみると, アルゼンチン, ブラジルは1981年, チリは82年にマイナス成長に転落し, アルゼンチン, ブラジルのインフレーションはとどまるところを知らない。これに対して, アジア3カ国では, 韓国が1980年にマイナス成長を記録したものの81年以降は5%を超える回復をみせ, 台湾は82年の3.3%を「谷」として5%以上の成長率を維持してい

第1図 中進国等の内外バランスの推移 (1971~83年)



(出所) IMF, *International Financial Statistics* (磁気テープ) より作成。

結論：中進国における対外調整政策

る。また、インフレの昂進は一時的なものにとどまり、とくに韓国は歴史的な低インフレを実現した。

このようにみてくると、第2次石油危機後のマクロ調整パフォーマンスに関する、アジア中所得国とラテンアメリカ中所得国の対照的差異が、ラテンアメリカ3カ国、とくにブラジル、チリの1970年代後半の積極的拡大政策が生産能力を超えていた点に帰することは明らかである。すなわち、経常収支の赤字は、当該経済が短期的には付加価値生産能力を越えた支出を行なっていることを示すものであるから、ラテンアメリカ諸国に典型的にみられるそのような「債務を伴う成長」(growth-cum-debt)政策は、少なくとも第2次石油危機とその後の世界同時不況という外生的条件のなかでは持続できなかったわけである。これに対して、経常収支の不均衡に応じて、いち早く緊縮政策に転換したアジア3カ国は比較的小さな調整コストを支払ってこの危機を乗り越えることができた。かくして、「中所得国」、さらにはまた「中進国」とよばれる諸国のなかでも国内政策的要因がそのマクロ調整過程を大いに相異させているものと考えられるのである。

II 発展途上国の為替政策をめぐる研究

——為替相場制度の選択——

伝統的な短期安定化政策の枠組みによれば、対外不均衡に対処するための国内政策手段は、支出削減(expenditure reducing)と支出転換(expenditure switching)の二つのジャンルに大別される。為替レートは後者に属する代表的な手段であり、為替政策は内外の相対価格の変化を通じて資源配分を変え、対外調整を促進しようとする。発展途上経済における対外調整手段としての為替政策が近年

になって政策当局者および研究者の関心を集めるようになったのは国際的な環境が大きく変化したからである。1973年3月、先進工業国は全面的な変動為替相場、すなわち「全面フロート」へと移行した^(註1)。これによって、発展途上国は、好むと好まざるとにかかわらず、この新たな国際環境に適応するため、為替政策の根本的な見直しを迫られることになった^(註2)。

全面フロート以前には、大半の発展途上国の為替相場制度は、USドル、英ポンド、仏フランなど主要貿易相手国の単一通貨への固定的なペッグ制であった。ところが、全面フロート下においては、単一通貨へのペッグは自国通貨をペッグしている通貨とともに他の主要国通貨に対してフロートさせることにほかならないから、これら第三国間の為替レート変動という外生的要因によって自国輸出財の対外競争力や輸入財価格が変化するばかりか、その結果としての対外不均衡は、外貨準備の変化を通じて国内の貨幣供給を左右して国内均衡にも影響を与えることになる。さらに、先進工業国通貨間の為替レート変動が当初の予想を上回って大きい現実を考慮に入れるとき、単一通貨へのペッグが、発展途上国の経済運営の自律性を一層低下させるであろうことは明らかである。したがって、これら諸国の多くが単一通貨への固定的ペッグ制を放棄するに至ったのはきわめて当然の成行きであった^(註3)。

他方、これら諸国には、全面フロート後の先進工業国におけるような(外国為替市場の需給によって為替レートが決まる)独立的なフロート制が機能する余地は少ない。「独立フロート」が円滑な外貨取引を実現するためには、まず自国通貨の交換性(convertibility)が確立されねばならないが、その他に少なくとも二つの前提条件が必要となる^(註4)。

一つは、ごく短期的な需給ギャップにもとづく為替レートの変動をならす役割をすべき裁定行動(arbitrage)の主体とその余地がなければならない。すなわち、銀行や商社などが先物やユーロ通貨ポジションをもつことによって為替リスクをカバーすることができるよう、短期資本の自由な流出入が保証されていなければならない。

もう一つは、名目為替レートに関して何らかの「均衡」水準、またはその幅が想定できて、「回帰的」な期待形成が外為市場を支配するよう、特にインフレが管理されなければならない。内外インフレ格差の大幅な変動は為替レートの回帰すべき均衡水準を予測不能にするからである。そしてインフレ管理のためには、「貨幣的節度」とそれを保証する国内政策手段がなければならない。これら二つの条件とそれを支える枠組みは、発展途上国にはふつう見出せない。これら諸国は、未発達な資本市場、資本取引制限、「薄い」外国為替市場および絶えざる実物的ショック、などによって特徴づけることができ、またその多くは、慢性的な財政赤字とその貨幣化、およびその結果としてのインフレーションに悩まされているからである。

全面フロート下における発展途上国の為替政策に関する既存の研究は、当初は、固定制かフロート制かという二者択一的な為替制度選択の問題として捉えられた。たとえば、同分野における初期の代表的な包括的論文の一つであるブラック論文は、その冒頭で「[同論文が] LDSs による、ペッグかフロートかという為替政策の選択[問題]を分析する」(註5)〔 〕内は引用者。以下同じ)と述べているように、基本的には固定制かフロート制かという、1960年代に先進工業国の為替相場制をめぐる展開された議論が、発展途上国の特徴を

考慮した構造的与件に援用されたといつてよい。しかしながら、現在ではむしろ、大半の発展途上国にとって適切な為替制度は、既述の理由によって、全面フロート以前に支配的であった単一通貨への固定的ペッグ制でもなければ、その対極にある外国為替市場の価格機構による独立フロート制でもなく、それらの中間的な存在である、伸縮的ペッグ制あるいは厳格な管理フロート制をおいてないと考えられるようになった。すなわち、ウィリアムソンが要約したように、「[独立的な]フロート制は大半の発展途上国にとって適切な為替レート政策でないが、全面フロートの世界では同政策の問題はペッグさせると決めれば解決するというわけではなく、何にペッグさせるべきかを決めなければならない、という点で意見の一致がみられる」(註6)のである。

実際の制度選択の状況をもみても(第2表および第3表)、1973年末から85年3月末にかけて「単一通貨ペッグ」国は95カ国から52カ国へと激減し、代わりに「バスケット・ペッグ」国は7カ国から42カ国へ、クローリング・ペッグを含む広義の「管理フロート」国は12カ国から26カ国へと増加している。たとえば、ラテンアメリカ8カ国(アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ウルグアイ、ヴェネズエラ)および東・東南アジア7カ国(台湾、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ)についてみると、全面フロート移行直前には各国とも自国通貨を単一の主要通貨(USドルまたは英ポンド)にペッグしており、なかでは、ブラジル、コロンビア、ウルグアイが小刻みなレート変更によるいわゆる「クローリング・ペッグ」を実施していた以外は、各国とも、ここでいう単一通貨への固定的ペッグ制を採用していたといつてよい。これに対して、19

第2表 IMF加盟国の為替レート制度

	1973年末	1985年 3月末
(a) 単一通貨ペッグ		
USドル	68カ国	34カ国
英ポンド	11	1
仏フラン	16	14
その他	---	3
(a') 単一通貨(準)ペッグ ¹⁾	—	7
(b) バスケット・ペッグ	7	42
(c) クローリング・ペッグ	} 12	6
(d) その他の管理フロート		20
(e) 通貨ブロック・フロート ²⁾	7	8
(f) 独立フロート	7	12
計	128	147

(出所) IMF, *Annual Report on Exchange Restrictions*, ワシントン D. C., 1974年, および同, *International Financial Statistics*, 1985年5月より再構成した。

(注) 1) 単一通貨ペッグではあるが, 相対的に変動幅の大きい場合。

2) ECU (ヨーロッパ通貨単位) 制度。

第3表 ラテンアメリカおよび東・東南アジア諸国の為替制度の変遷

	1973年末 →1985年 3月末		1973年末 →1985年 3月末
ラテンアメリカ		東・東南アジア	
アルゼンチン	a→d	台湾	a→d
ブラジル	c→	インドネシア	a→d
チリ	c→	韓国	a→d
コロンビア	c→	マレーシア	d→b
メキシコ	a→d	フィリピン	d→
ペルー	a→c	シンガポール	d→b
ウルグアイ	c→d	タイ	a→b
ヴェネズエラ	a→		

(出所) 第2表と同じ。

(注) a: 単一通貨ペッグ, b: バスケット・ペッグ, c: クローリング・ペッグ, d: その他の管理フロート, の各為替レート制度を指す。

85年3月末現在における各国の為替制度をみると(注7), 単一通貨への固定的なペッグ制を採用しているのはヴェネズエラのみである。その他の諸国では伸縮的なレート変更が行なわれており, マレーシア, シンガポール, タイは独自の複数通貨の組合せ, すなわち「通貨バスケット」にペッグし,

ブラジル, チリ, コロンビア, ペルーが一定の為替レート調整方式にもとづく「クローリング・ペッグ」制を採用しているほか, アルゼンチン, 台湾, インドネシア, 韓国, メキシコ, フィリピン, ウルグアイは何らかの伸縮的な「管理フロート」制を採用している(第3表を参照)。すなわち, 実際の制度選択にも前述のような見方が反映してきているとみてよい。

(注1) 1971年8月のネクソン大統領声明によるUSドルの金兌換停止以後, 「ブレトン=ウッズ」体制を支えてきたアジャスタブル・ペッグ制, すなわち為替相場の調整可能な釘付け制は崩壊したとみられる。これ以後の1年半は, 「第1次フロート」期(1971年8~12月)を含めて新しい為替相場制を求める模索過程であり, 73年3月の「全面フロート」への移行も当時は暫定的な措置とみられていた。「全面フロート」の評価については, 文献は多いが, 最近では, IMF, *The Exchange Rate System: Lessons of the Past and Options for the Future*, Occasional Paper No. 30, ワシントン D. C., 1984年がきわめて包括的なレビューを行なっている。

(注2) 全面フロートへの移行という国際環境の変化がもたらした影響の評価に関する初期の議論については, Black, 前掲書の他, Cline, W. R., *International Monetary Reform and the Developing Countries*, ワシントンD. C., Brookings Institution, 1976年を参照。

(注3) ただし, 被ペッグ通貨国との外為取引が圧倒的に重要な場合は, 単一通貨ペッグ制の上記の問題はあてはまらず, むしろ逆に, 為替レートの管理コストその他の点から, 同ペッグ制が適切な選択肢となりうる。カリブ海諸国の一部と米国または旧仏領アフリカ諸国とフランスなどの場合がその例である。

(注4) McKinnon, R. I., "Monetary Control and the Crawling Peg," J. Williamson 編, *Exchange Rate Rules*, ロンドン, Macmillan, 1981年, 39ページ。

(注5) Black, 前掲書, 1ページ。

(注6) Williamson, J., "A Survey of the Literature on the Optimal Peg," *Journal of Development Economics*, 第11巻第1号, 1982年8月, 39ページ。

ージ。他方、最適為替制度の選択に関しては、新たなミクロ経済学的アプローチによる研究が展開されている（たとえば、Helpman, E.; A. Razin, “A Comparison of Exchange Rate Regimes in the Presence of Imperfect Capital Markets,” *International Economic Review*, 第23巻第2号, 1982年6月）。

（注7）IMF, *International Financial Statistics*, ワシントン D. C., 1985年5月, 19ページ。

III 発展途上国の為替政策をめぐる研究 ——現在の課題——

前節から、全面フロート下における発展途上国の為替政策の課題は、まず(1)自国通貨を何にペッグするか (to what to peg), すなわち、最適な通貨バスケットの選択の問題であるということになる。これについては、複数通貨に対する平均概念としての実効為替レートのウエイトは、従来、(イ)輸入のみ、輸出のみ、またはその合計のいずれにもとづくべきか、(ロ)貿易量または輸出入弾力性のどちらにもとづくべきか、(ハ)仕向地別または建値別のいずれにもとづくべきか、さらには、(ニ)名目実効レートまたは実質実効レートのいずれの安定化を図るべきか、などが問題とされてきた^(註1)。すなわち、そこでは各国の生産する貿易財は互いに不完全代替的であり、第三国間レートの変動はそれら貿易財の相対価格の変化を導くものと考えられている。したがって、実質所得、インフレ率、貿易収支、経常収支、など目標変数^(註2)に対する第三国間為替レート変動という外生的攪乱の影響を遮断または最小化するような実効為替レートのウエイトの算出が検討されている^(註3)。

他方、発展途上経済に対する外生的攪乱は第三国間為替レート変動ばかりではない。すなわち、交易条件ほかの海外要因や農業生産ほかの国内要因による外生的攪乱、および過度の拡張政策など

の政策要因にもとづく不均衡に対しては、場合によっては、選択通貨バスケットで測ったペッグそのものを変更する必要があるだろう。したがってその場合には、(2)ペッグした自国通貨をどのように調整してゆくか (how to peg), すなわち、バスケット・ペッグした為替レートの調整ルールの選択が問題となる。(1)が全面フロートに固有の問題であるのに対して、(2)は、本質的には必ずしも全面フロートとは関わりなく、開放小国経済に共通した課題であるといえる。ただ、1970年代に入って二つの構造変化が発展途上国にとっての対外調整の重要性を飛躍的に増大させ、マクロ経済政策の一環としての為替政策の含意の再検討を要請している。すなわち、2度にわたる石油危機、国際的な資本移動性の高まり、先進国間の景気の同時進行化、世界的な高金利などの国際環境の変化、および、1960年代から70年代にかけて製品輸出を中心に急速な成長を遂げた一部の発展途上国における開放経済化という国内経済構造の変化、がそれである。

これら諸国における為替レートの調整ルールがいかにあるべきかは、政策目標の選択とマクロ政策体系における政策割当 (policy assignment) の問題に関わっているが、これらについて理解は進んでいるものの研究者間で合意が成立するにはほど遠い状況にある^(註4)。

たとえば、対外不均衡（とインフレ）に対する従来の（短期安定化の）処方箋は、その元凶である財政赤字（とその貨幣化）の削減と為替レート切下げによる実質為替レートの是正であったが、これらのポリシー・ミックスが、対外収支の改善はもたらすものの、少なくとも短期的にはスタグフレーションを導くことは、理論的にも、またラテンアメリカ諸国における経験によっても明らかにされ

てきた。資本移動が不完全である場合、前者は国内実質金利の上昇を通じて生産・雇用にデフレ効果をもたらすが、後者は、国内要素価格の硬直性とあいまって物価にインフレ効果をもつからである。

他方、これに対するアンチ・テーゼとしてのマネタリスト的処方箋は、貨幣供給の増加率および為替レートの調整率を一定のルールに従わせることによって、インフレ期待の鎮静を通じてインフレ抑制を図ろうとするものであったが、アルゼンチン、ブラジル、チリの経験から知られるように、これらもまた中期的に持続不可能であった。確かに、短期的には為替レートの減価率の縮小は、インフレ抑制 (disinflation) 効果をもった。しかしながら、貨幣供給ルールの厳格な適用は、資本移動が不完全な場合には、実質金利の上昇を通じて生産と雇用にデフレ効果をもたらしたし、資本移動が自由な場合には、資本流入を招いて貨幣供給ルールの遵守を不可能にし、そのインフレ抑制効果を損なった。さらに、(インデクセーションなどによる) 国内要素価格の硬直性等によって、実質為替レートは増価し、これによる輸出財の国際競争力の低下は次第に對外収支を悪化させ、生産・雇用にデフレ効果をもたらした。さらに、このような為替レートの過大評価が持続不可能で、大幅切下げが不可避であるという期待が支配的になれば、これは国内実質金利の上昇圧力となって、デフレ効果に一層拍車をかけることになったのである(注5)。

(注1) この問題については、Williamson, 前掲論文が簡潔な文献展望を与えている。ウィリアムソン自身は政策目標を連続的な国内均衡におき、貿易の方向と(原則として)弾力性を反映した通貨バスケットにペッグすべきだとしている(57ページ)。

(注2) 同上論文は、実質所得および交易条件の変

動最小化の論拠に疑問を呈している。すなわち、一時的擾乱によるこれらの改善はウィンドフォール・ゲイン (windfall gain) であり、安定化のためにこの利潤機会を見逃がすというような機械的対称的バスケット選択は合理的でないというのである。

(注3) 最適通貨バスケットをめぐる文献についてはBranson, W. H.; L. T. Katseli, "Currency Baskets and Real Effective Exchange Rates," M. Gersovitz 他編, *The Theory and Experience of Economic Development*, ロンドン, George Allen & Unwin, 1982年および同上論文の文献リストを参照のこと。

(注4) たとえば, *World Development*, 第10巻第9号, 1982年9月の諸論文をみよ。

(注5) 以上は、安定化政策をめぐる議論であるがとくに需要管理による経済安定化を図る前者の政策体系の有効性への疑問から、より長期の発展(または成長)を考慮した供給サイドの政策体系が提唱されている(同上誌)。

IV 中進国における對外調整政策

——本特集における論点の要約——

以上より、全面フロート下における中進国の為替政策の課題も、(1)最適通貨バスケットの選択、および、(2)選択されたバスケットにペッグした為替レートの調整ルールの選択、の二つの問題に集約することができる。ただし、この特集では、為替レートをなかにペッグするかという問題(1)は措き、(2)の、どのようにペッグを変更するかという問題を中心に論じることとする。

最初の四つの論文は理論的分析を行なう。いずれも、中進国のいくつかの構造的特徴を考慮し、輸出財に関してはプライス・テイカーでないという意味での「準小国」モデルを用いるが、前の2論文は短期の調整過程を、後の2論文は長期の資本蓄積過程を考察する。

為替政策の目標としては、内外インフレ格差の是正、完全雇用の達成、交易条件の安定化、貿易

または経常収支目標の達成、貿易財・非貿易財の相対価格安定化、などが挙げられてきたが^(注1)、各々の適否、および相互の関係を論ずるための枠組みが適切に示されているとはいえない。そこで、高阪「交易条件と実質為替レート——中進国における対外調整——」は、非貿易財の存在、輸入中間財による生産など、これら諸国の構造を明示的に考慮した不完全雇用モデルを用い、代替的な構造下における外生的な交易条件変化の中期的なマクロ経済効果を考察する。その結果、為替政策の(中間)目標として交易条件の改善または安定化が論じられることがしばしばあるが^(注2)、このような交易条件変化の国内均衡(生産)および対外均衡(貿易収支)に対する関係は、それを生じた要因と当該経済の生産・消費・貿易構造に左右され、決して一意的なものではないこと、したがって、交易条件自体を対外調整政策の一般的な操作目標とするのは誤りであること、そして、対象経済が、小国、すなわちプライス・テイカーであっても実質為替レートの調整によってこれらの効果を中立化することは可能であり、弾力的な実質レート運営が必要であることが主張される。

このような、いわばアド・ホックに為替レート調整を行なう管理フロート制に対して、一定の公式(formula)にもとづく自動調整方式について論じるのが、須田「クローリング・ベッグの運営方法と内外の攪乱の影響」である。そこでは、為替レート調整の目標選択と経済システムの動学的安定性の関係、および一時的な外生的攪乱のマクロ諸変数への影響に関するクローリング・ベッグ制の遮断効果、が検討される^(注3)。

まず、前者については、(イ)実質為替レート(購買力平価)、(ロ)経常収支、(ハ)総合収支、および(ニ)外貨準備、の各一定水準を対外均衡目標とし、国内

均衡は完全雇用を目標とする場合を考える。このとき、金利裁定による資本移動があるときには、(ロ)以外、いずれの場合も体系は不安定になることが示される。次に、後者については、(イ)においては、外国所得・国内賃金の変動をかえって増幅するから、経常収支を目標とする(ロ)の方が、一時的攪乱の遮断という観点からは望ましいと主張される。

ここまでの議論は、資本蓄積過程を考慮していないという意味で、その分析視野は、短期に限られていた。発展途上国の為替政策の資本蓄積過程に対する含意に関しては、現在までのところ十分に議論されていない。というのは、為替政策は専ら短期の安定化政策の枠組みのなかで語られていたからである^(注4)。

そこで、黒坂「中進国における資本蓄積と為替政策——開放経済における貨幣成長モデルの一適用——」は、長期均衡の比較静学により為替政策が資本蓄積に及ぼす効果を考察する。まず、資本・労働に加え、輸入中間財を用いて国内財生産を行なう中進国を考える。さらに、分析の視野を長期に限ることにより、資本移動の完全性を仮定し、国内の資本の限界生産力は外国の実質金利に等しくなるものとする。このとき、為替レート減価率の拡大(切下げの加速化)は、国内インフレ率を上昇させ、実質対外債務残高を増加させる一方で、資本集約度を高め、交易条件を改善し、実質為替レートを増価させること、などが明らかにされる。

先に述べたように、発展途上国における為替政策は多くの場合短期の安定化政策の文脈のなかで議論されてきた。したがって、そこではフロー次元の政策割当ての観点から為替政策は対外均衡に割当てべきだと考えられていたといつてよい。

ところが、実際の政策手段の運営状況をみると、さまざまな構造的制約条件の下では通常の安定化手段である財政金融政策の機動的運用が困難なため、時に応じて、為替政策は、インフレ対策や資本流入政策といったさまざまな政策目標のために用いられている(注5)。

深尾「中進国のマクロ政策運営と成長径路の安定性」は、まず、中進国における政策課題を、国内均衡、対外均衡、成長という三つの政策目標に対する、金融政策(実質金利)と為替政策(実質為替レート)という二つの政策手段の割当問題、という政策トリレンマとして捉える(すなわち、財政政策は金融政策とは独立には利用し得ないという現実を与件とする)。いま、対象とする「中進国」を、輸入財を資本財としても使用し、輸出財生産に特化している準小国であり、当初、資本不足の状態にあるものとしよう。このとき、さらに同国が累積債務問題に直面しているとするれば、通常のIMFタイプのフロー次元の政策割当は、国内均衡(インフレ抑制)のために金融政策(金融引き締め)を、対外均衡(目標債務水準)のために為替政策(為替レート切下げ)を、というものである。ところが、実は、このような政策割当は債務残高の縮小には役立つものの、少なくとも当初は資本不足を増幅して所得および消費水準の低下をもたらし、また場合によっては無限に均衡から乖離し続ける不安定な径路をもたらすことが示される。

このような、いわば「資本蓄積を軽視した」フロー次元の政策割当に対して、金融政策を成長＝資本蓄積に割当ててことを考える。このとき、国内均衡を「軽視」し、為替政策を対外均衡(一定の債務水準の維持)に割当てると、持続的インフレーションを伴うものの、為替レートを伸縮的に運営することによって対外債務の累積を伴わない成

長径路を選ぶことができることがわかる。したがって、中進国の政策課題を、以上三つの目標に対する二つの政策手段のストック次元からの割当問題として捉えるとき、金融政策を成長に、為替政策を対外均衡＝債務問題に、という政策割当が調整コストが小さいという意味で望ましいとされる。

続く三つの論文は、アジア中進国およびブラジルを採りあげ、全面フロート下における為替政策、または、対外調整政策一般についてそれら諸国の経験を考察する。

まず、アジア諸国については、高阪「アジア中進国の為替政策、1973～83年」ではアジア中進国3カ国(韓国、台湾、シンガポール)およびマレーシアの1973～83年に至る制度選択を含む為替政策の実態と実質為替レートの推移、さらにその対外調整への含意を比較検討する。なかでも、韓国、台湾は1970年代末までUSドルへの固定的ペッグ制を維持したため、内外インフレ格差および第三国間レート変動を中立化することができず、実質実効レートは大きく変動した。いずれの場合も、この相対価格の変動は内外不均衡を増幅したものと思われ、1979～80年に至って、韓国、台湾ともになんらかの実質実効レートを監視(monitor)する管理フロート制へと移行する背景をなしたとされる。したがって、とくに1970年代のこれら2国は硬直的な(実質)為替レート運営による行き詰りを例証している。

ブラジルのクローリング・ペッグ制は1968年に導入され、70年代の「ブラジルの奇跡」を支える一因であったとされている(注6)。そこでまず、高阪「第2次石油危機後のブラジルの為替レート政策」では、1968～79年の12年間にわたる同国のクローリング・ペッグ制度が第2次石油危機後(と

くに79～80年)に事実上崩壊した原因とそのメカニズムを明らかにする。そこでは、対外借入にもとづく過度の投資拡大政策が究極的な原因であるほか、未整備な金融構造がそれを支える役割を果たしてきたこと、およびこれらによる対外不均衡の解消のために発動された大幅切下げを含む為替政策が人びとの期待の役割を(少なくとも結果的に)軽視したために、不確実性の増大が安定的なクロール・ベッグ運営の基礎を掘り崩してしまったことが指摘される。この時期のブラジルの政策運営は、過大な支出による対外不均衡を大幅切下げによる「支出転換」だけで解決しようとした、いわば不適切な政策割当の例を与えていると思われるのである。

最後に、フェント「ブラジルの対外調整政策、1979～84年」は、バラッサ(注7)の方法にもとづいて、同時期のブラジルの対外調整政策を四つのカテゴリー、すなわち、(1)追加的な対外(純)借入、(2)輸出シェア拡大、(3)輸入規制および輸入代替、および(4)国内生産の減速化、に分け、それぞれの効果が考察される。この方法によれば、第2次石油危機後の対外調整政策のなかでは、定量的には(4)の「支出削減」効果が最も重要な役割を果たしたこと、すなわち、第1次期(1973～78年)との比較において、対外調整の重点が「借入」(financing)から「調整」(adjustment)へと移っている(あるいは移らざるを得なかった)ことが示される。

もっとも、今回の調整の主役であったとされる支出削減(とくに公的部門赤字削減)についても、またインデクセーションによるインフレ・スパイラルについても根本的に是を伴わず、きわめて不十分なものであったとされ、また、1979年12月と82年2月の2度にわたる為替レートの大幅切下げに関しては、それに伴う輸出補助の撤廃および関

税その他の保護政策の見直し、見かけ上の実質レート減価を侵食し、相対価格効果を相殺することによって、全体として輸出部門に不利に働き、また比較優位のない部門が不必要に保護される結果となっていると指摘されている。

(注1) たとえば、Williamson, 前掲論文, 50ページ, table 1をみよ。

(注2) Branson, W. H.; L. T. Katseli-Papaefstratiou, "Income Instability, Terms of Trade, and the Choice of Exchange-Rate Regime," *Journal of Development Economics*, 第7巻第1号, 1980年3月, は交易条件変動と実質所得変動の相関が高いことから、交易条件の安定化を中間目標とし、Bautista, R. M.; J. Riedel, "Major Currency Realignment and the Terms of Trade in Developing Countries," *Journal of Development Economics*, 第10巻第2号, 1982年4月, は第三国間の為替レート変動の交易条件への影響を遮断することを中間目標としている。

(注3) Dornbusch, R., "PPP Exchange-Rate Rules and Macroeconomic Stability," *Journal of Political Economy*, 第90巻第1号, 1982年2月は、輸入中間財を用いて生産を行なう開放小国経済において、国内物価水準にインデクスした国内賃金水準の攪乱が、購買力平価型クロール・ベッグの下で、国内物価水準の変動を拡大することを示した。

(注4) Cline, W. R.; S. Weintraub 編, *Economic Stabilization in Developing Countries*, ワシントン D. C., Brookings Institution, 1981年および *World Development*, 第10巻第9号, 1982年9月参照。

(注5) ブラジルの例では、為替レート政策によって購買力平価の維持と円滑な資本流入という二つの目標を同時に達成することができないため、これを「政策ジレンマ」とよんだ(Fendt, R., Jr.; A. Kohsaka, *Exchange Rate Policies in High-Inflation LDCs: Case of Brazil*, Joint Research Project Series No. 44, 東京, Institute of Developing Economies, 1984年)。

(注6) Bacha, E. L., "Notes on the Brazilian Experience with Minidevaluations, 1968-1976," *Journal of Development Economics*, 第6巻第4号,

1979年12月、および Fendt, R., Jr., “The Crawling Peg: Brazil,” J. Williamson 編, *Exchange Rate Rules*, ロンドン, Macmillan, 1981年参照。

(注7) Balassa, B., “The Newly-Industrializing Developing Countries after the Oil Crisis,” *Weltwirtschaftliches Archiv*, 第117巻第1号, 1981年。

おわりに

以上から、輸入中間・資本財を用いて輸出財(とくに工業製品)生産を行なう中進国において、まず、対外調整に果たす実質(実効)為替レートの役割の重要性は理論的にも経験的にも明らかである。すなわち、実質為替レートについては、単に内外インフレ格差を相殺するように操作する(購買力平価ルール)だけではなく、国内外の不均衡の性質によっては弾力的に調整する(とくに切下げる)必要がある。他方、実質金利もまた、短期安定化過程のみならず、資本蓄積を含む動学的調整過程においてもキー・パラメーターであることが示された。すなわち、実質金利の上昇は投資を抑制して将来の生産能力拡大を阻害するからである。

このようにみえてくると、もっとも重要な政策課題の一つは、結局のところ、インフレーションの抑制である。なぜなら、(期待)インフレ率は実質為替レートおよび実質金利概念の構成要素であり、名目のそれらとの間の「くさび」(wedge)だからである。まず、インフレは国内貯蓄動員(とくに金融貯蓄)を妨げるが、国内貯蓄不足を海外貯蓄導入(資本流入)で賄おうとすると、国内金利を高め維持する必要があり、これは投資を抑制するというジレンマを生じる。さらに、高インフレは賃金・金利などのインデクセーションを制度化するが、これは相対価格の硬直化を招き、為替レート切下げのスタグフレーション効果の場合に典

型的なように適切な実物的調整を妨げる。このことは、実はインフレーションのもたらす不確実性の問題に深く関わっている。高インフレの真の問題は水準の高さではなく、その変動なのである。すなわち、インデクセーションは将来の所得や収益の不確実性を減じるための仕組みであり、クローリング・ペッグ制や為替レートの予告調整ルールも為替リスクを小さくするためのものだからである。

為替政策を含む対外調整政策はマクロ経済政策体系の一部である。したがって対外調整政策の分析・評価にあたっては、財政政策、金融政策など他の諸政策との相互依存関係をどう捉えるかが重要なポイントとなる。そして最後に、以上の含意はいずれも特定の生産、消費、貿易および資金循環構造に密接に依存していることをここでは強調しておきたい。

(アジア経済研究所経済成長調査部)