

債務管理と財政金融政策

こう さか あきら
高 阪 章

- はじめに
- I 経済発展と資本流入
- II 債務管理の必要性
- III マクロ経済政策と債務管理——韓国、チリの事例——
おわりに

はじめに

1970年代に入って、先進工業国の間では、ケインズ的な需要管理政策の有効性に対する疑問に端を発した、公的部門の役割の縮小、市場機構の一層の活用、といった政策基調の変化が起こった。これと軌を一にして、発展途上国の文脈においても、多くの分野における公的介入が、所期の狙いとは逆に、経済発展の加速化を阻害しており、むしろ市場機構に委ねるべき部分が多いという問題提起が盛んになった。ミクロ経済面について言えば、公的企業部門の生産の非効率性、また公的介入の結果としての相対価格体系の歪みをもたらす誤った資源配分などがその例として挙げられる。

他方、マクロ財政金融政策との関わりで考えると、特筆すべきは、ラテンアメリカのいわゆる「南部錐」諸国の1970年代後半における「自由化実験」の経験であろう。そこでは、貿易自由化、金融自由化、財政改革、資本自由化、が相前後して実施に移された。これら諸国はすべて当初、大幅な財政赤字の下で、激しいインフレーション、慢性的な対外収支赤字と実物経済の低成長に悩ま

されていたため、一連の自由化措置はこのトリレンマによる悪循環を断ち切るものと期待された。結果として、この大胆な「実験」は必ずしも所期の目的達成に成功したわけではない。ただし、これらの実験は、財政金融政策のあり方のみならず、多くの部面でさまざまな教訓をのこしており、そこから学ぶものは多い。

南部錐諸国ほど積極的な自由化政策をとったわけではないが、ラテンアメリカ諸国の多くは、多かれ少なかれ、本質的には同じ経済困難に直面しており、また同じように対外調整に失敗した結果として現在深刻な「累積債務問題」(debt problem)に悩んでいる。これに対して、東・東南アジア諸国のマクロ経済パフォーマンスは1970~80年代を通じてはるかに高く評価されており、なかでも、NICsとよばれる韓国、台湾等の経済成長ぶりが目立つ。もっとも、1970年代のこれらアジアNICsの工業化プロセスが、香港を除いて、積極的な政府主導の下に進展したことを考え合わせると、その80年代に入っての市場志向への転換は興味深い研究課題である。

発展途上国のマクロ経済政策と累積債務問題の関連についてはすでに多くの研究成果が山積している^(注1)。そしてそこでは、同問題の原因が、発展途上国の経済運営ばかりではなく、国際資本市場に内在する不完全性にも求められることが明らかにされている。他方、経済発展のための国内金融市場の「自由化」を主張する議論においては、資本

自由化は、その後に来るべきものとされてきたため、必ずしもその積極的な役割が正当に評価されてこなかったように思われる^(注2)。そこで、本稿では、これら二つの研究成果の流れの上に立ち、資本流入が経済発展に対して潜在的な効果をもたらすためには、どのような政策戦略がとられねばならないのかを検討してみたい。したがって、ここでは、発展途上国の短期的および中期的なマクロ経済運営全体のなかで外国資本または対外借入がどのような役割を果たしうるのか、そしてそれはどのような規制あるいは自由化の枠組のなかで十全の機能を発揮するのか、について論じる。

まず、第I節では対外借入の意義について論じ、資本流入の適切な水準に関して、一般的な量的ガイド・ラインはないが、十分もってもらいたい仮定の下で、資本流入の果たす潜在的役割は大きいことを示す。次に、第II節で発展途上国においてとくにそれを管理することの根拠に関する論点を整理し、分析視角を提示する。続いて、第III節では、以上の分析視角から、チリと韓国という明暗に分かれた事例を論じ、安易な自由化と適切な債務管理を対照することにより、マクロ財政金融政策運営におけるキー・パラメータを探る。最後に、「おわりに」では、これらの対照的な事例からも明らかのように、債務管理とマクロ政策運営の補完関係に十分注意を払う必要があること、そしてそれがあれば、適切な債務管理の下で資本流入の積極的な活用を国内の金融抑圧解消と同時並行的に進めることに意味があることを示唆する。

(注1) たとえば、Smith, Gordon W.; John T. Cuddington 編, *International Debt and Developing Countries*, ワシントン D.C., World Bank, 1985年, および World Bank, *World Development Report*, ワシントン D.C., 1985年などを参照。

(注2) 国内金融市場を対象とした「金融自由化論」

については拙稿「経済発展における金融の役割」(『アジア経済』第27巻第9・10号 1986年10月)を参照。

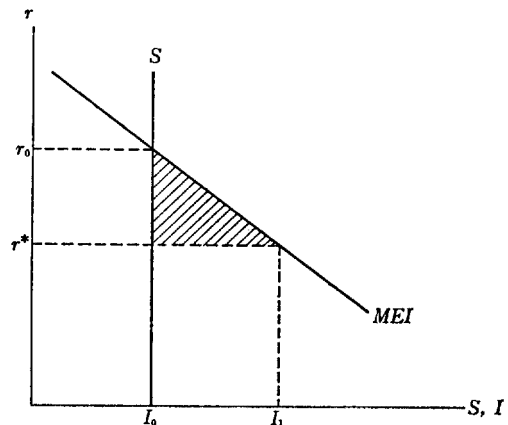
I 経済発展と資本流入

本節では、ウィリアムソン^(注1)に依拠して、経済発展過程において外国資本流入が果たしうる役割を簡単に整理しておこう。外国資本の流入形態は、銀行貸付など債務返済を伴うものと、直接投資などそれを伴わないものがあり、後にみるように、両者はマクロ経済政策の運営に対して異なる影響をもつ。以下ではとくに前者について論じることとする。通常、資本流入は経済発展過程において二つの役割を果たすと言われる。その一つは、経済成長の促進であり、もう一つは、対外収支の調整である。

1. 資本流入と経済成長

資本流入が経済成長を促進するメカニズムは次のように説明される。縦軸に(実質)金利 r , 横軸に(実質)投資および貯蓄をとった第1図のようなケインズ・モデルを考えよう。右下りのMEI線

第1図 資本流入と投資

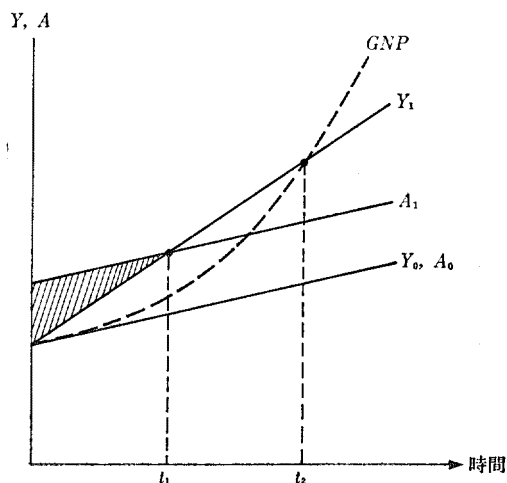


(出所) Williamson, John, *The Open Economy and the World Economy*, ニューヨーク, Basic Books, 1983年, 第6-3図。

は投資の限界効率 (marginal efficiency of investment) を、垂直な S 線は利子非弾的な国内貯蓄を表わす。資本流入がない場合、国内貯蓄と投資を等しくする均衡金利は r_0 となり、投資は I_0 の水準で与えられる。ここで、国際金利 r^* が国内金利 r_0 を下回るならば、投資主体にとっては対外借入 (資本流入) を行なって投資を拡大する要因が存在する。したがって、資本移動が規制されていなければ、投資は、国内金利が国際金利に等しくなる点 I_1 まで行なわれ、資本流入がない場合に比べてこの国の生産能力は拡大するであろう。

このとき、所得、アブソープションおよび資本流入の関係は第2図のように表わされる。すなわち、資本流入がない場合には、アブソープション A_0 は国内総生産 Y_0 に等しくなければならないが、資本流入によって Y_1 のように生産能力を拡大することができると、 A_0 よりも高いアブソープションの水準 A_1 を達成できる。ここで、 t_1 時点までは、 A_1 が Y_1 を上回る分だけ資本流入が生じ、この間の利払いは国内総生産 Y_1 と国民総生

第2図 資本流入と経済成長



(出所) 第1図と同じ (第6-4, 6-5図)。

産 GNP の差に他ならない。 t_1 時点からは、逆に純資本流入が起こり (Y_1 が A_1 を上回る)、 t_2 時点に至って、この国は純債権国に転ずることになる。

資本流入の適切な水準に関しては国と期間とを問わないような汎用的な数量的ガイド・ラインは今のところ存在しない。よく使われる、債務/所得比率および債務返済 (輸出) 比率 (debt service ratio, DSR) は、各々、一国の長期的 (潜在的) な債務返済能力、すなわち支払能力 (solvency) や短期的な外貨による返済能力、すなわち流動性 (liquidity) に関する代理変数と考えられるが、それとても客観的な根拠があるわけではなく、せいぜいのところそれらが実務家の間で「信用度」 (creditworthiness) の指標として使われている限りにおいて有用だ^(注2)、というような循環論的意義をもつにすぎない。

たとえば、クーパー＝サックスにならって、資本流入下の開放経済の数値例について次のような定常均衡を考えてみよう。すなわち、国際資本市場での借入コストは10%であるものとし、他方、同経済の投資収益率は当初15%の場合を考察する (ともに、実質ターム)。このとき、第1表の結果が示すように、債務/GDP 比率が20%の場合、GDP および GNP の定常均衡値は資本流入のない場合に比べてそれぞれ3%と1%高いが、DSR は、輸出/GDP 比率が20%ならば10%、同じく50%ならば4%となる。同じく、債務/GDP 比率を50%にすると GDP および GNP は各8%と3%増加することができ、DSR は開放度 (輸出/GDP 比率) に逆比例するから、同比率が50%のときは、10%にすぎない。すなわち、同じ債務/GDP 比率の下では、DSR の差は開放度だけに依存し、投資収益率には依存しないから、DSR の大小にかかわらず、当該経済は同じ潜在成長力 (返済能力) をもってお

第1表 債務比率と定常均衡成長

			R=0.15		R=0.3	
X/GDP	D/GDP	r*D/X	GDP	GNP	GDP	GNP
	0	0	1.0	1.0	1.0	1.0
0.2 0.5	0.2	0.10 0.04	1.03	1.01	1.06	1.04
0.2 0.5	0.5	0.25 0.10	1.08	1.03	1.18	1.13

(出所) Cooper, Richard N.; Jeffrey D. Sachs, "Borrowing Abroad: The Debtor's Perspective," G. W. Smith; J. T. Cuddington 編, *International Debt and Developing Countries*, ワシントン D. C., World Bank, 1985年。

(注) X: 輸出, D: 債務, r*: 借入コスト, r*=0.1, R: 投資収益率。たとえば, R=0.15, D/GDP=0.2 のとき, GDP の定常均衡水準は $1/(1-0.15 \times 0.2) = 1.031$ となる。

り, 他方, DSR が同じであれば, 債務/GDP 比率が大きいくほど, 潜在成長力は大きいのである。

ところで, 投資収益率が15~30%, 借入コストが10%, という前提条件は現実的な数字であるから, 第1表は, 投資収益率が借入コストを上回る限り, 資本流入の成長促進効果が現実的にも潜在的に大きいことを示している。すなわち, 債務/GDP 比率が20%程度に低く抑えられていると, 輸出/GDP 比率が20%でも DSR は10%にすぎないが, GDP (GNP) の定常均衡水準も資本流入のない場合に比べて3% (1%) しか上昇しない。これに対して, 債務/GDP 比率を2.5倍の50%に引き上げると, DSRも2.5倍になるが, GDP (GNP) の定常均衡水準は資本流入のない場合に比べ8% (3%) も上昇することがわかる。にもかかわらず, 実際の発展途上国の対外借入水準は生産的投資によって返済できるものよりはるかに低く, いいかえれば「過小借入」(underborrowing) の状態にある, と言えるかもしれない。これは, クーパー=サックスもいうように, 直接的には, 借手側ではなく, 貸手側の借手の経済運営に対する懸念に起

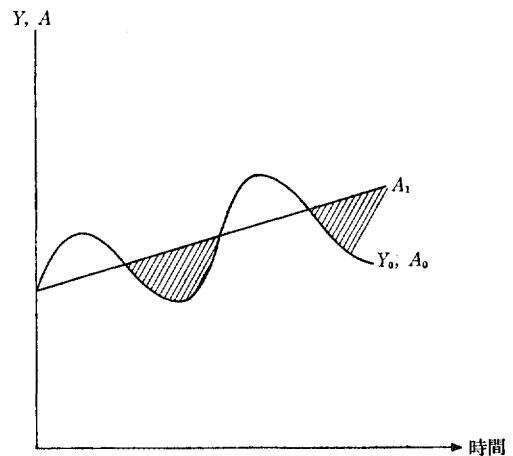
因している。

2. 資本流入と対外調整

次に, 輸出収入の変動その他による, 所得とアブソープションの不均衡が生じるとき, これに応じてアブソープションの水準を変動させると失業その他の調整コストが大きい場合がある。このとき外国資本を利用することによってアブソープションの変動を平準化し, 調整コストを小さくすることができる。このことを, 第2図と同じように図示すると (第3図), 資本流入がない場合には, アブソープション A_0 は国内総生産 Y_0 とともに変動しなければならない。これに対して, 資本流入を許容すれば, A_1 のように安定的なアブソープションの時間的パターンが実現できる。ただし, A_1 が Y_0 を上回る場合に資本流入があることを示している。

1970年代の2度にわたる石油危機のような, いわゆる「外生ショック」による対外不均衡 (経常収支赤字) に対しては通常次の二つの調整政策が考えられる。まず, (1)「支出転換」(expenditure switching) を伴う引締政策をとり, 成長を減速し

第3図 資本流入と対外収支調整



(出所) 第1図と同じ (第6-5図)。

て輸入を縮小することが考えられる。このタイプの調整は、外生ショックが一時的な性格のものか中期的なものかにかかわらず有効だという意味で安全な対処の仕方と言えるが、成長率は即時的に低下するであろう。次に、(2)外生ショックは一時的なもののみならず政策スタンスは変えず、外貨準備の取崩しと対外借入によって対外不均衡を賄う方法もある。これは、(1)とは逆に、成長率を維持するという意味で積極的な取組み方だと言える。ただし、外生ショックが中期的な性格のものであれば対外債務の累積を招き、持続不可能 (unsustainable) であるばかりでなく、マイナス成長の持続といった深刻な調整問題につながりかねないという意味でリスクを伴う方法である^(注3)。

現実には、各国は程度の差はあれこれらを組合わせた対応策をとった。ただし、現在、累積債務問題に悩む国の多くのもがこの(2)のタイプの調整方法をとったと考えられ、同問題に関する債務国側の「失敗」は、先に述べた経済運営における規律の喪失ばかりではなく、政策当局の予測の誤りにも起因している^(注4)。すなわち、第1次石油危機後の国際環境とは異なって、第2次石油危機後のそれは世界的な高金利と一次産品価格の低迷を伴ったが、これらと世界的な景気後退の持続期間 (duration) を彼らは過小評価したのだということもできよう。

(注1) Williamson, John, *The Open Economy and the World Economy*, ニューヨーク, Basic Books, 1983年, 第6章を参照。

(注2) Cooper, Richard N.; Jeffrey D. Sachs, "Borrowing Abroad: The Debtor's Perspective," Smith; Cuddington 編, 前掲書所収。

(注3) これに対して、国際機関が支持する第3の調整方法は、ある程度の引締めとある程度の対外借入を行ないつつ、国内貯蓄動員、価格体系の歪みの是正、公的部門の縮小など資源配分の効率性を高めるよ

うな構造調整 (structural adjustment) を促進するというものである。これは、短期的には(1)(2)を折衷してマクロ経済運営を管理しながら、中期的にはミクロ経済面の自由化を進めるという混合戦略である。

(注4) これは、累積債務問題の原因が借手側のみにあるということを必ずしも意味しない。先に述べたように、「過小借入」の原因は、貸手側にもあるし、また国際資本市場に内在する市場の不安定性にもある。

II 債務管理の必要性

以上から、資本流入は国内の投資収益率が海外のそれを上回る場合、一国の生産能力を拡大し、また所得の変動にかかわらず支出水準の平準化に寄与しうることがわかった。では、これらの役割は市場機構を通じた資本流入によって達成されるのであろうか。これに対する答えは発展途上国の場合とくに否定的になりがちである。その理由は、大きく分けて三つあると思われる。まず、(1) 大幅な公的介入による市場の「歪み」のため、市場機構が効率的資源配分を実現するための前提条件が成立しない。このため自由な資本流入は必ずしも経済成長促進的ではなくなる。次に、(2) 資本流入自体が、政策当局のマクロ経済運営における規律 (discipline) を失わせる傾向をもつ。すなわち、資本流入の対外収支調整効果は、ときとして必要な構造調整 (structural adjustment) に関しては「両刃の剣」となる。そして最後に、(3) 発展途上国向けの資本市場が、先進工業国間のそれ以上に、固有の不完全性をもっていることを指摘しなければならない。以下、順次これら三つの側面について論じよう。

まず、資本流入が経済成長を促進するためには、資本が効率的に運用されなければならないが、多くの発展途上国において、これは実際には

容易ではない。公共投資について言えば公共部門の直面する価格体系が公的介入によって歪んでいるためにしばしばそのもたらす社会的便益は過大評価され、一国全体の生産能力の拡大への寄与も小さい。同様に、民間投資についても、輸入代替のための保護措置や過高為替レートによって投資配分は非効率的となりがちである。

次に、資本流入の対外収支調整効果が濫用され、しばしば、必要な構造的調整を遅らせ、むしろマクロ経済的不均衡を深刻化してしまう点もしばしば指摘されている。世界銀行（『世界開発報告』1985年版）のいうように、(1)対外借入は国内貯蓄の代替財とみなされ、国内金融市場の育成など、国内貯蓄動員の努力を怠る、(2)対外借入に依存して財政運営の規律が失われ、公共部門の放漫な消費支出、過大な投資の一方で徴税能力の改善がみられず、肥大化する公共部門赤字がマクロ財政金融政策の裁量度を失わせる、そしてまた(3)これらマクロ経済運営への信頼が失われるため、資本逃避が生じ、ますます対外不均衡を拡大してしまうというわけである。

最後に、とくに発展途上国向け資本市場が内在的にもつ不完全性について論じる^(注1)。一般に、資本市場においては、貸手は各借手のリスクを別々に評価し、またそれを負担する。ある貸手が債務不履行に陥れば倒産によって貸手も損失を分担するが、それ自体は他の借手の「信用度」には影響しない。さらに、スティグリッツ＝ウィース^(注2)が示したように、自由な金融市場においても、借手に関する情報が不完全ならば、個々の借手に信用割当(credit rationing)を行なうことが合理的である。したがって、リスクが国単位のものでない限り、信用割当は国別ではなく借手別に起こるはずである。逆に言えば、国別に信用割当が起こる

のは、政府介入が強いために「カントリー・リスク」が存在し同一国の各借手のリスクが互いに独立ではないと(貸手に)認識されているからである。

また、発展途上国の場合とくに、国際資本市場に対してアクセスできるのは公共部門の他は、一部の主要企業または銀行にすぎない。このとき政府は自国の対外評価や主要企業・銀行に対する国内的信託を維持するため、これらの倒産を放置することはできない。したがって、それらの企業・銀行は、倒産の可能性がある場合に比べ、期待収益率は高いがリスクの大きい投資機会に流入資本を運用しがちになると考えられる。このような「モラル・ハザード」もまた流入資本の投資効率を低める原因となる。

以上みたように、多くの発展途上国において資本流入に関して自由放任(laissez-faire)主義をとれば、投資効率は低下し、経済運営の規律が失われて、調整問題が深刻化する可能性はきわめて大きい。したがって、これらを防ぐためには、個々の案件に関してばかりでなく、(フローおよびストックとしての)資本流入全体に関しても、各種の規制によって、適切な管理がなされねばならないのである^(注3)。

(注1) 国際資本市場が固有にもつ「機能不全」が発展途上国向け貸出等にとくに強く現われることに関しては本号所収の堀内昭義『『市場の失敗』としての債務危機』が詳しく論じている。

(注2) Stiglitz, Joseph E.; Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, 第71巻第3号, 1981年6月。

(注3) 債務管理というとき、その内容は大きく分けて資本流入(フローおよびストック)の水準および構成となる。後者は、債務返済の有無に基づく借入と株式資本流入の区別や、公的と民間、変動と固定金利、償還期間、などの債務条件に関わる区別によるが、こ

ここではこれ以上触れない（詳しくは、World Bank, 前掲書, 第5章を参照）。

III マクロ経済政策と債務管理

——韓国, チリの事例——

本節では、資本流入をめぐってきわめて対照的な対応を示した1970年代の韓国とチリの事例を比較して上述の論点を確認してみたい。

1. 韓国の事例

第2表は韓国のマクロ経済変数の推移を示したものである。韓国は1970年代に入って70~71年と79~80年の2度にわたって対外調整危機を経験した。いずれの場合も、重要貿易相手国の景気回復とともに、過高実質為替レートの大幅切下げが対外調整においては支配的な役割を果たした（同表）。実質為替レート調整（切下げ）は内外相対価

格の歪みを是正し、輸出財部門の国際競争性を向上させる有力な手段であった。また、輸出部門の成長（または素早い回復）は対外借入における信用度を高める重要な要素となった。

一方、韓国は発展途上国のなかでは債務管理の厳しい国であるとされているが^(注1)、パークもいうように^(注2)、資本流入の水準に関して政策当局に一定の認識があったわけではないように思われる。同国で資本流入が活発化したのは1960年代後半であるが、そこでは、対外借入は価格シグナル（金利）よりむしろ信用割当によってもっぱら戦略部門とくに輸出部門の投資に振向けられた。そして、それらの投資収益率は、少なくとも事後的には、相対的に高く、他方、借入コストは実質タームで-4.1%（1971~75年）および-3.7%（76~80年）と低かったから^(注3)、資本流入が70年代の韓国高度成長に果たした役割は大きかった。

第2表 韓国のマクロ経済指標（1966~85年）

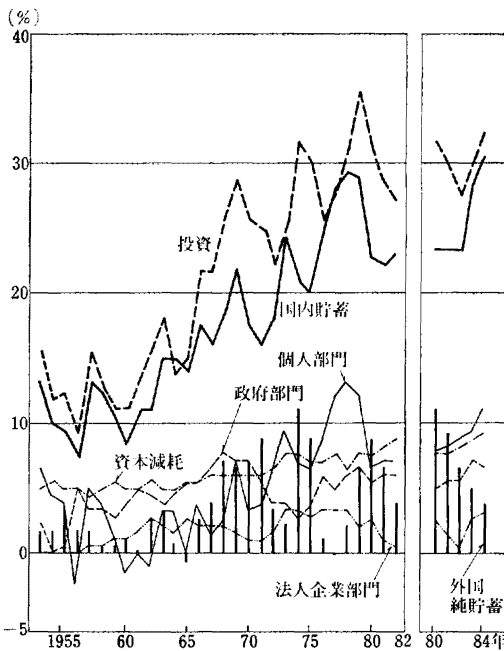
	GNP ¹⁾ 成長率 (%)	国内貯蓄 ²⁾ (対GNP) (%)	経常収支 ¹⁾ (対GNP) (%)	対外債務 ³⁾ 増 (10億US ドル)	輸出成長 率 ¹⁾ (%)	実質実効 ²⁾ 為替レート (外貨建, 1975=100)	インフレ 率 ²⁾ (WPI) (%)	M ₂ ¹⁾ 増加率 (%)	一般政府 ³⁾ 収支 (対GNP) (%)
1966~69(平均)	11.1	18.7	-6.0	0.4	37.5	117.5	7.5	64.2	
1970		17.8	-7.8		34.2	132.9	9.2	27.4	
1971	8.8	16.3	-9.0	0.6	27.8	129.1	8.6	20.8	1.6
1972	5.7	18.1	-3.5	0.7	52.1	117.1	13.8	33.8	4.6
1973	14.1	24.2	-2.3	0.7	98.6	98.9	6.9	36.4	1.6
1974	7.7	21.1	-10.9	1.7	38.3	100.1	42.1	24.0	4.0
1975	6.9	20.2	-9.0	2.5	13.9	100.0	26.6	28.2	4.6
1976	14.1	25.1	-1.1	2.1	51.0	110.6	12.1	33.5	2.9
1977	12.7	28.1	0.0	2.1	29.9	111.2	9.0	39.7	2.6
1978	9.7	29.4	-2.1	2.2	27.0	108.1	11.6	35.0	2.5
1979	6.5	28.8	-6.7	5.6	18.4	118.5	18.8	24.6	1.4
1980	-5.2	23.2	-8.8	6.9	16.3	107.0	38.9	26.9	3.2
1981	6.6	23.2	-7.0	5.1	21.4	110.3	20.4	25.0	4.6
1982	5.4	23.6	-3.8	4.8	2.8	114.4	4.7	27.0	4.3
1983	11.9	28.2	-2.1	2.8	11.9		0.2	15.2	3.6
1984	8.4	30.8	-1.7		19.6		0.7	7.7	
1985	5.1	—	-1.1		3.6		0.9	15.6	

(出所) 1) Economic Planning Board, *Major Statistics of Korean Economy*, ソウル, 1986年。

2) Bank of Korea, *Economic Statistics Yearbook*, ソウル, 各年版。

3) Park, Yung Chul, "Korea's Experience with External Debt Management," G.W. Smith; J. T. Cuddington 編, *International Debt and Developing Countries*, ワシントン D. C., World Bank, 1985年。

第4図 韓国の投資と部門別貯蓄(対 GNP 比)



(出所) Bank of Korea, *Economic Statistics Yearbook*, ソウル, 各年版。

(注) 図の分割は、国民所得データの推計方法変更に基づく不連続性のため。

実際、第4図が示すように、部門別貯蓄をみると、個人、法人企業ともにその規模は相対的に小さく、これに対して海外(純)貯蓄が大きかった。しかも、個人貯蓄は所得成長の変化に敏感で変動的だったから、投資が国内貯蓄に制約されなかったのは、資本流入がトレンドとサイクルの両面で投資成長をファイナンスしたからであると言えるだろう。

海外貯蓄に対する国内貯蓄の相対的劣位は、国内金融市場の発展状況に反映している。すなわち、金融資産の蓄積と金融仲介の進展という点からみれば、1970年代の韓国は停滞的であった。これは、一つには受容的(accommodative)な金融政策による高インフレーション、もう一つには金利や資金配分に関する公的規制が原因であると考え

られるが、資本流入が国内貯蓄を代替していたという側面も見逃すことはできない。

もともと、1980年にマイナス成長を記録した後、80年代の不安定な国際金融環境のなかで、韓国は、経常収支赤字の縮小を目指し、これまでの銀行借入の代わりに直接投資を奨励するなど資本流入に関するその政策の転換を図っている。この政策転換はまた、1970年代後半の重化学工業化路線が第2次石油危機後の世界的景気後退を背景に投資効率の低下を招いたこと、および国際実質金利の高騰という与件の変化に対する適切な対応であるといえよう。

2. チリの事例

次に、第3表のマクロ経済指標によって、自由化の優等生ともいうべきチリの事例を振り返ってみよう(注4)。1973年に成立した軍事政権は前政権下の価格統制を緩和したためインフレが顕在化し、74年のインフレ率(CPI)は500%以上に達していた。そこでまず1974年以後の財政改革は、歳出削減、国有資産売却、付加価値税導入による税収増等によって、GDP比13%にのぼる財政赤字とその貨幣化にブレーキをかけることに成功し、76年には均衡財政を実現、インフレ率も77年には2桁台(92%)に低下して、成長率も76年以降プラスに転じた。また、貿易の自由化も積極的に行なわれ、平均関税率は1973年の94%から76年には33%(79年には10%)へと引き下げられる一方、内外インフレ格差に応じた名目為替レートの受動的切下げが実質レートの上昇をある程度抑えたため、国内における輸出財、輸入競争財、非貿易財間の相対価格の歪みが大幅に是正され、結果としての資源配分効果による輸出成長の経済成長に果たした役割は大きかったと思われる。

このように1978年頃までの自由化プログラムの

第3表 チリのマクロ経済指標 (1970~82年)

	(1) 実質GDP 成長率 (%)	(2) インフレ率 (GDPデフ レータ) (%)	(3) 失業率 (%)	(4) 公的部門 赤字 (対GNP) (%)	(5) 純資本流入 (準備を除く) (100万USド ル)	(6) 経常収支 (100万US ドル)	(7) 実質貸出金 利 (ペソ建) (%)	(8) 実質貸出金 利 (ドル建) (%)	(9) 実質実効 替レート (1980~82 年=100)
1970	2.1	40.9	7.1	2.7	267.5	-81.1			79.9
1971	9.0	18.4	5.5	10.7	-26.5	-188.8			91.8
1972	-1.2	86.9	3.7	13.0	327.4	-386.6			60.1
1973	-5.6	418.2	4.7	21.7	333.0	-294.0			65.9
1974	1.0	694.5	9.7	10.5	218.0	-211.0			78.6
1975	-12.9	342.0	16.2	2.6	240.0	-491.0	127.2	2.5	66.2
1976	3.5	250.6	16.8	2.3	199.0	148.0	65.1	9.8	73.6
1977	9.9	103.6	13.2	1.8	572.0	-551.4	57.9	9.1	79.2
1978	8.2	56.5	14.0	0.8	1,946.0	-1,088.0	43.6	8.7	71.7
1979	8.3	46.3	13.6	-1.7	2,247.0	-1,189.0	16.9	0.2	79.3
1980	7.5	29.0	11.8	-3.1	3,165.0	-1,971.0	13.2	-10.1	95.3
1981	5.3	13.7	11.1	-1.6	4,769.0	-4,814.0	39.7	11.1	108.2
1982	-14.1	3.6	22.1	2.4	1,304.0	-2,382.0	38.0	36.9	96.5

(出所) (1)~(4): Corbo, Vittorio, "Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974~84," *World Development*, 第13巻第8号, 1985年8月, 第3表。

(5)~(8): 同上論文, 第2表。

(9): Morgan Guaranty Trust の資料による。

第1の局面は成功とみなされる点が多かったが、第2の局面で目立ってくる問題点のいくつかはすでにこの時期に存在していた。一つは実質為替レートの過大評価であり、もう一つは1974~75年の金利自由化以後の実質国内金利の高水準である。

第2の局面は1978年に開始された。同年2月から、一層のデシインフレーションを実現するため、為替レート政策を、従来の受動的クローリングベッグ方式から、インフレ目標に応じて為替レート切下げ率を予告する能動的クローリングベッグ方式に切りかえることにより、為替レート管理による安定化政策が実施に移された。同政策は、物価と為替レートの変動に伴うリスクを小さくすることを狙ったものである。これによる為替リスクの減少は、1977年以來の資本自由化の進展のなかで、内外実質金利差の大きさ、国際資本市場における過剰流動性も相俟って、対外借入の急増を招いた。大量の資本流入は為替レート増価圧力を形成したから、これは、デシインフレ下の賃金インデクセーションに伴う実質賃金率上昇とともに

に、輸出財の国際競争力を損なうこととなる。

1979年に入るとデシインフレの進展を背景に為替レートは固定されたが、内外インフレ格差は拡大する一方であったから、実質レートの増価は急速に進行した。他方、資本自由化が進んだのにもかかわらず、ペソ建てとドル建ての貸出金利差は15~35%と縮小せず、このような国内実質金利高の持続は、生産的投資よりは投機的投資を誘発することによって、国内投資効率を損なった。第2次石油危機とその後の先進国不況と高金利および交易条件の悪化にもかかわらず、政策当局は、実質為替レートの過大評価および継続的資本流入による債務累積を放置したから、これらの相乗効果は対外収支の大幅悪化を招いた。1982年にメキシコに端を発した国際金融危機は一転してチリへの資本流入を激減させ、当局は固定レートの放棄を含む広範な引き締め政策を迫られた。このため生じた民間企業部門の経営危機とそれに伴う金融パニックは自由化・安定化プログラムの継続をもはや不可能にしたのである。

(注1) World Bank, 前掲書。

(注2) Park, Yung Chul, "Korea's Experience with External Debt Management," Smith; Cud-dington 編, 前掲書所収。

(注3) 同上論文。

(注4) Corbo, Vittorio, "Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974~84," *World Development*, 第13巻第8号, 1985年8月を参照。

おわりに

以上の事例からも明らかなことは、適切な債務管理と健全なマクロ経済運営は互いに補完的な関係にあるということであろう。すなわち、適切な債務管理がなければ、マクロ運営は規律を失いがちとなり、また効率性の低下によってマクロ不均衡が拡大しやすい。逆にまた、マクロ運営が不健全であれば、適切な資本流入は得られず、既存の債務の存在がマクロ運営の裁量範囲を狭めてしまうのである(注1)。

国内金融市場における「抑圧」解消を提唱してきた経済学者は、貨幣的安定(インフレ抑制)と金融深化(国内における金融資産蓄積と金融仲介の進展)を達成するまでは、資本自由化がいずれをも損なうという理由で、資本自由化を自由化の「順序」(ordering)のなかでは後方に位置づけていた。そればかりでなく、資本流入そのものが国内の「金融自由化」以前には政策手段として重視されてこなかった(注2)。

実際、チリの例は、貨幣的安定と金融深化がいまだ十分に達成されていない、低インフレへの移

行期(3桁インフレから2桁インフレへ)に実施された金融・資本自由化が異常な実質金利高を生んで国内資本市場の機能不全と対外的な信用失墜をもたらしたことを示している。

他方、1970年代の韓国の例は、多少のインフレ(10~20%)と介入による国内金融市場の「抑圧」があっても、適切な安定化政策と債務管理によって高い輸出部門の投資収益率が実現されれば、海外貯蓄は国内貯蓄不足を補填し、高成長を支えることを実証している。1980年代に入ってから金融自由化プロセスをみると(注3)、むしろ、債務管理による高成長によって国内貯蓄率を上昇させ、しかる後に国内金融自由化によって金融深化プロセスを進めようとしているかのごとくである。この意味で、韓国の債務付成長(growth-cum-debt)は、金融的発展のもう一つの有力な戦略を示していると思われるのである。

(注1) たとえば、資本流入による支出拡大はしばしば貨幣供給増加をもたらして、貨幣的安定性を損なうこと、また、為替レート調整をもたらす資本損失をおそれてレート調整が遅れがちになること、などが指摘される(Cooper; Sachs, 前掲論文参照)。

(注2) McKinnon, Ronald I., "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina," K. Brunner; A. Meltzer 編, *Economic Policy in a World of Change*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 17, アムステルダム, North-Holland, 1982年を参照。

(注3) 拙稿「アジア諸国の金融自由化とそのインパクト」(本号所収)を参照。

(在ケンブリッジ(アメリカ)海外調査員)