

ラテンアメリカの資本自由化と規制 —アルゼンチンとチリの経験—

大 田 英 明

愛媛大学法文学部総合政策学科

[要 約]

本稿は、ラテンアメリカ諸国の中でも1990年代と2000年代に資本規制と自由化の方向性が対照的な二ヵ国（アルゼンチン、チリ）を採り上げ、それぞれの経験が為替・金融市場や実体経済にどのような影響を与えてきたかについてVARモデルによる分析により考察した。アルゼンチンは、1990年代にはIMF主導の自由化政策に沿ってカレンシーボード制下における通貨固定と資本自由化の徹底が図られた。10年間の長期にわたる同制度の維持は通貨の実質高を生み、「金融のトリレンマ」の下、財政収支のみが自由度が残されたため必然的に財政赤字が拡大し、本来デフレ圧力の加わるカレンシーボード制の下で経済成長も低迷した。その結果、2001年の米国のITバブル崩壊など世界市場環境の悪化とともに資本流出が加速し、カレンシーボード制が崩壊し、通貨・資本収支危機が発生した。しかし、その後通貨の柔軟性を維持し、2000年代後半にはIMFプログラム終了に伴う政策の自由度を確保してきたため、同国の資本規制導入が可能となった。このため、2000年代に入り為替資本取引規制や管理を強化してきたアルゼンチンでは資本流入は実体経済にポジティブに働き、金融政策も比較的自由度が確保されており、通貨の実質高を回避した輸出競争力の維持も加わり高成長を遂げている。一方、1990年代まで適宜資本規制を導入し経済成長と金融市場の安定化に成功してきたチリでは、2000年代に入り全面的な資本・金融自由化に転じたが、この全面的な資本自由化と規制の解除はむしろ同国の経済にマイナスに働いていると考えられる。こうしたアルゼンチンとチリの経験は、国際資本移動の適切な規制と管理が経済安定化に有効であることを示している。

キーワード：国際資本移動、資本自由化と規制、実体経済、外国為替相場、金融市場

JEL Classification codes : F21, O16, O19, O54

はじめに

2000年代以降、ラテンアメリカ諸国では経済安定化が進展し、主要国ではIMFプログラムの終了とともに資本流出入の管理や為替取引・資本規制の導入を実施していることも手伝って資本収支危機は発生していない。ラテンアメリカ諸国では長らく1980年代から2000年代初めまでIMFプログラムが実施された国が多かったため、従来資本規制や管理に否定的であったIMFのプログラムでは規制は採用されにくかった。しかし、2000年代半ば以降、IMFプログラムを卒業し、『脱IMF化』を推進し為替取引・資本規制を含む独自政策を実施してきたアルゼンチンやブラジルなどを中心に過去30年間で最も安定的な経済成長を実現している。特にアルゼンチンは、2000年代半ば以降ラテンアメリカで最も高い成長率を達成している（表1）。その一方、チリでは1990年代までの資本規制を廃止し、自由化を徹底してきたが、成長率は90年代に比べ2000年代は低下している。このようにアルゼンチンとチリという2000年代以降対照的な政策を採っている国をとりあげて金融・資本規制の変化による資本流入の金融市場や実体経済への影響を中心に考察する。

1. 概要：ラテンアメリカの資本・金融自由化

(1) 資本・金融自由化と経済成長

第二次大戦前のラテンアメリカでは欧州とほぼ同様の所得・生活水準を維持していた。しかし、第二次大戦後は、不適切な経済政策も相まって不安定な経済成長を継続してきた。これらの点で戦後多くのアジア諸国が高い経済成長率を達成してきたのと対照的である。ラテンアメリカ諸国は全体的にインフレ拡大や通貨の実質高に伴う不安定な経済成長率を繰り返してきた。このため、長期的な生産的投資が実施されにくい環境にあった。

ラテンアメリカでは1970年代の2度にわたる石油危機以降、対外借入が大幅に増加し、1980年代には対外債務危機の発生や財政赤字や経常収支赤字を

かかえ、「失われた10年」を経験した。1989年に至りプレイディ・プランの実施（プレイディ債券発行、元本削減）と経済政策の導入により、対外債務問題は一応収束した。さらに、ハイパー・インフレも経済改革の実施に伴い沈静化し経済は安定してきた。このため、90年代前半には再び証券投資流入も本格化し、対外資本依存は一層進展した。しかし、資本自由化が本格化する中で証券投資の拡大に伴い90年代にはメキシコ危機（1994）に始まる一連の「資本収支危機」がアルゼンチン（2001/2）などでも発生し、経済の不安定化をもたらした。

このため、90年代までラテンアメリカは東アジア諸国に比べ成長率は低迷し、総じて過去30年間不安定な経済成長パターンを示し成長率はアジアと比べると低迷してきた。（図1、表1）。

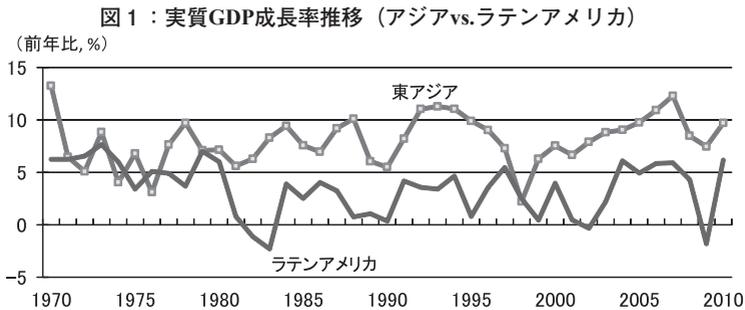


表1：主要新興国実質GDP成長率

(前年比、%)

	1970-1980	1981-1990	1991-2000	2001-2011	1970-2011	2004-2010
アルゼンチン	3.04	-1.38	4.68	4.95	2.88	7.62
ブラジル	8.53	1.65	2.56	3.56	4.17	4.25
メキシコ	6.69	1.88	3.53	2.01	3.57	2.51
チリ	2.99	3.95	6.45	4.09	4.33	4.44
コロンビア	5.66	3.64	3.00	4.12	3.56	4.85
ペネズエラ	3.20	0.92	2.19	3.53	2.50	6.50
中国	7.47	9.35	10.45	10.36	9.39	10.83
韓国	7.40	8.74	6.19	4.12	6.57	3.93
インドネシア	7.90	6.41	4.43	5.34	6.05	5.73
マレーシア	7.70	6.03	7.23	4.69	6.40	4.99
タイ	7.30	7.89	4.63	3.98	5.93	3.64
シンガポール	9.47	7.81	7.21	5.65	7.54	6.82
インド	3.27	5.57	5.57	7.41	5.45	8.09

(注) 各期間の平均成長率。

(出所) World Bank databaseより作成

こうした背景には、ラテンアメリカ諸国では海外からの自由な資本の流出入が長期的に経済の安定化を損なってきたことも関係している。さらに、ラテンアメリカでは対外債務危機（1980年代）や資本収支危機（メキシコ、1993/4年）、通貨危機を伴う資本収支危機（アルゼンチン、2001/2年）などが発生したことも長期的な成長率が低迷した要因である。前者の背景には1970年代石油危機以降の経常収支赤字を補填するため対外債務が巨額となり、米国の高金利とドル相場上昇による各国の債務負担が拡大したことがある。一方、後者は資本自由化の下、財政赤字を背景とした国債がほぼドル・ベッグされていたため外国投資家が保有されていたが、同国リスクの拡大に伴い売却が加速し資本の逆流が生じたことが背景となっている。

このようにラテンアメリカが長期的に低迷し不安定な経済状況が続いてきたことには以下の背景があると考えられる。

第一に、短期的な経済政策対応が長期的な安定成長を継続する経済構造の高度化などを阻害してきたことである。特に自由化を主眼とする政策対応によって、アジア諸国のように製造業を中心とする産業発展が達成されなかった¹⁾。

第二に、ラテンアメリカ諸国では1980年代から90年代初めまで債務危機と経常収支悪化に加え、ハイパー・インフレなどから、経済が不安定化し成長が大きく損なわれた²⁾。このため、安定成長を基礎とした生産活動への投資が停滞してきた。

第三に、経済政策と成長率の関係である。ラテンアメリカ全体の90年代までの経済成長が不安定であった背景には、構造的な問題に加え、IMFプログラム

1) 産業構造の高度化が進まず、生産性の伸びが低迷し長期的に成長率に制約された (Palma, 2010)。

2) Frenkel & Rapetti (2010) は、ラテンアメリカでの為替の実質高が長期的に経済成長や安定性に大きく損なったとし、為替のボラティリティなどからみて実質高が回避された国や時期では経済成長率も高かったことを指摘している。ただし、クローリングベッグや管理変動相場制通貨制度で柔軟化した時期には比較的成長率も高かった。1968-1973年ブラジル、2003-2008年のアルゼンチンではそれに該当する。

下の期間が長かった国が多かったことがあると考えられる³⁾。ラテンアメリカでは1980年代の対外債務危機を経て経済自由化と資本自由化を基本とするIMFや（当時の）世界銀行のプログラムが導入され、長期にわたり継続した。IMFプログラム下では基本的に短期に経常収支改善をはかるため緊縮政策を導入するが、そうしたプログラムが長引く傾向があるため、中長期の成長率は低迷してきた。1990年代までアルゼンチンやブラジルなど主要国ではIMF主導の経済プログラムに沿って基本的に経済自由化と資本・金融自由化に力点が置かれてきた。しかし、90年代末から2000年前後（ブラジルは99年、アルゼンチンは2002年）に変動相場制への移行や2000年代前半までにIMFプログラムは終了し、現在では金融・財政政策の自由度が増している。

第四に、1990年代以降の通貨政策の問題である。ハイパー・インフレが終息した1990年代前半からドル・ペッグ（アルゼンチンのカレンシーボード制を含む）を採用する国が増加し、通貨の実質高傾向が強まり、結果的に多くの国で通貨危機が発生してきた。しかし90年代には米ドル・ペッグ制が一般化したため、為替相場は実質高となり輸出競争力の低下と輸入拡大に伴う経常収支は改善しなかった。従って、通貨の柔軟性を維持することは通貨のミスマッチや金融市場の脆弱性などにも関わってくるため、資本規制に劣らず重要である。この点につき、Frenkel & Rapetti（2010）は実質為替レートの上昇を抑制し安定化することが長期的にも経済の安定成長に重要である点を指摘している。

3) Easterly（2006）は、IMFプログラム下にある期間と経済成長率は負の相関関係があることを指摘している。因果性の問題はあっても、短期間に緊縮政策を適用することがコンディショナリティの原則であるIMFプログラムが長期化するため成長率が低下することを示すと考えられる。また、Dreher（2006）、大田（2009b）もIMFプログラムが本来緊縮的である本質的な問題点を指摘する。これは、IMFプログラム実施と当該国の経済低迷は因果性の問題もあり、危機発生により低迷した当該国にIMF支援が実施されることもあるが、本質的に緊縮政策を導入するのがIMFプログラムであることを考慮すれば自然な結果である。しかし、IMFプログラムが数年で終了する例は少なく、通常中長期にわたり実施されるため、緊縮政策が長期化することが特徴的である。

1991年にカレンシーボード制を導入、それを10年間維持したアルゼンチンでは、ハイパー・インフレの抑制に成功したものの、金融政策に自由度がなかったことから、実質実効為替レートの上昇に加え、2001年の世界的市場環境悪化も手伝って、2002年初めに破たんした。しかし、2000年代には対照的に当局は通貨高を回避し、むしろ割安に誘導している。このため、輸出が経済成長を牽引しGDP成長率は2003-2010年に平均7%以上の高成長を達成している。ブラジルも90年代後半には事実上米ドル・ペッグしていたが、1999年の通貨危機を契機に変動相場制への移行に伴い為替制度は柔軟化している。

最後に、国内貯蓄率の低迷に伴うI-Sギャップの拡大があげられる。ラテンアメリカでは資本自由化が貿易自由化に先立って実施されたために、国内産業の競争力をつけ、輸出増加に伴う経常収支の改善が定着する前に金融・資本自由化による対外資金調達への過度の依存が急速に拡大した。このため、国内貯蓄率は低下し、それと並行して国内I-Sバランスが悪化した。

以上のようにラテンアメリカ経済が第二次体制後低迷したのは、上記のような経済政策や制度面での問題があった。特に重要なのはラテンアメリカ全体での国内貯蓄・投資率の低迷である⁴⁾。民間を含む対外資本に依存する構造が進化したため、1970年代の石油危機を契機に対外借入が急増した。ラテンアメリカでは輸出振興策（輸入代替と並行したものを含む）に本格的に政策を転換するまで過大な保護貿易主義が一般的で東アジア諸国に比べ関税率が高く輸出競争力が強化されなかった。このように国内貯蓄率が低迷したのは資本・金融自由化下での自由な対外借入による依存が高まったことに根本的な問題がある。

4) Gregorio & Lee (2003) は、帰帰分析により国内投資率の低迷、人口増加（高出生率）の制約、人的資源（教育）、政府支出の拡大、法制面など東アジアに比べ制約があることが背景にあると指摘する。1970年代までに唱えられてきたラテンアメリカ諸国の交易条件の悪化は、実証的には否定されている。

図2：資本（民間）流入 [ネット] 推移（ラテンアメリカ）

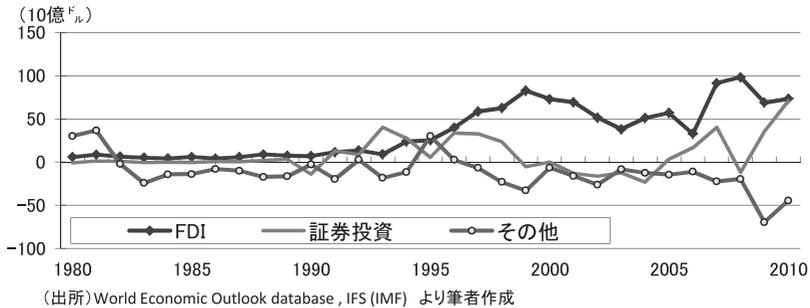
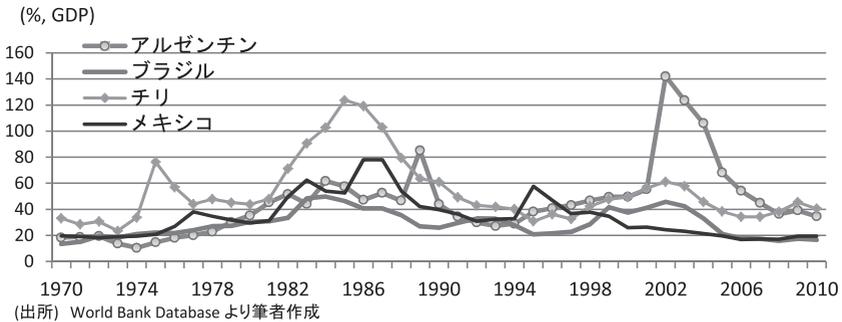


図3：対外総債務（ラテンアメリカ）



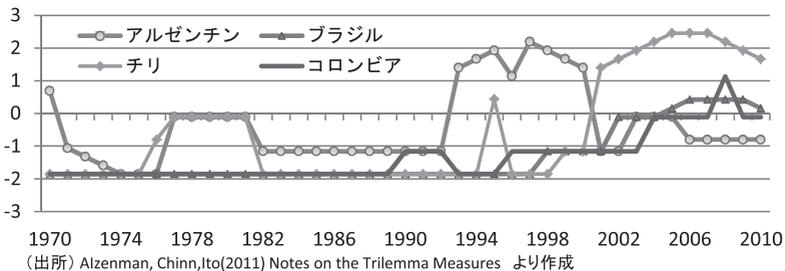
(2) ラテンアメリカの資本規制

1990年代までは主要国（アルゼンチン、ブラジル、メキシコ等）においては、資本自由化を推進してきたIMFプログラム下であり、資本規制は原則的に導入できなかった。しかし、2008年の国際金融危機発生以降、資本流入のリスクが一般的に認識され、新興国全体に監督・規制策が一般的に導入されてきた。特にラテンアメリカでは、2009年に短期流入規制を導入したブラジルをはじめとしてラテンアメリカ主要国でも資本・金融規制の導入が一般的になっている。特にアルゼンチンは自由なペソの交換性に制限を加えており、各種為替・資本規制を導入している。このため2000年代半ばよりラテンアメリカ主要国では経済政策の自由度を増しており、資本・金融規制・管理は強化されてい

る。

公式指数を基に作成されたAizenman & Itoによる金融開放度（KAO）指数の推移をみても、2000年代に入りアルゼンチンの金融開放度指数も低下している（図4）⁵⁾。一方、チリでは1990年代は規制が敷かれたためにKAO指数が比較的 low だったものの、2000年代に入り自由化されたため指数は大幅に上昇している。それに対し、アルゼンチンの金融開放度指数は90年代に比べ低下している。これはアルゼンチン、チリ両国が1990、2000年代を通して金融開放度（すなわち資本自由化）に関して対照的な動きをしていることが示されている。

図4：KAOPEN (Latin America)



5) KAO指数は金融開放度を表す指標。IMFのAREAER (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) に基づく各国の公式 (de jure) の為替制度指標。KAOPENは公式の制度と実態が乖離している国も多いため、本分析ではde facto (実体) を表すGDP比資本流入値をIFSから採用して説明変数に採用した。ここでのKAOPEN指標はChinn-Ito Index (2006, 2008) を用い、181ヵ国対象。J.Aizenman and M. Chin, H. Ito (2012) http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm

表2：ラテンアメリカ諸国の為替・資本取引規制

国	内容
アルゼンチン	①輸出外貨は国内金融システムへ入金義務(石油・鉱物資源も例外廃止)[2011.11] ②中銀承認の銀行は、原則的に「鞘取引」や「鞘換金」禁止 ③民間部門の金融借入れの元金皆済の場合は、「単一自由為替相場」を通じて外貨取得は以下の条件で可能。(返済期限1年以内;償還額越えず、もしくは返済額100%新しいローンの場合) ④ 非居住者の外貨交換 は原則\$5000/月(例外:貿易取引)以上中銀認可必要。 ⑤ 365日間30%の外貨保証金を設ける義務 :a) 金融取引・民間部門の借入金 ; b) 現地の非上場会社の株発行;c) 非居住者による現地通貨に証券投資 ; d) 非居住者による非上場の証券購入目的の証券投資 ;外貨保証金の条件は除外(a) 現地の金融企業が居住者に外貨ベース融資の返済外貨購入;b) FDIに伴う外貨移入、現地企業のシェアの利益配分;c)非居住者が投資を目的とする現地不動産の購入 ⑥個人・法人の外貨交換は事前承認必要、25% [※] 超は原資の報告必要[2011.10] ⑦ 居住者の外貨資産 : 上限200万[※] まで外貨購入可能。a) 外国不動産投資;b) 非居住者(外国人)へのローン;c) 居住者による外国での直接投資;d) 法人・個人の外国での証券投資等
ブラジル	①利益、配当、元金、利子の支払いは貿易外取引と同様に融資操作登録ROFの申請必要。 ②US\$3,000以上の為替取引では、中銀の定めた様式の為替契約に従うこと、および金額に関わらずいかなる為替取引も中央銀行の情報システム、SISBACENを通じて中銀へ通知義務。 ③ 国内居住者の外貨口座保有禁止 。外貨口座は、外国人非居住者もしくは在外ブラジル人、旅行会社、国際クレジットカード会社、保険・再保険会社、エネルギー分野の開発事業を委託された会社、国内または海外に本社を置く輸送業者、為替取引許可を得ている会社、輸出保険会社などに限り保有可能 ④1万レアル以上の海外口座への送金は、ブラジル国内の取引銀行での小切手振り出し、電子送金、または引き出しを通じ、中央銀行に登録申請義務付け ⑤自己資金のみ送金可能であり、他己資本の送金は禁止 送金の根拠となるエビデンスの提示必要、その書類がそろわなければ送金不可 ⑥為替取引に関する期限:a)銀行間取引・為替裁定取引の場合:720日以内;b)個人金融家の行なう取引の場合:360日以内;c)国際為替資本監督局への登録を義務付けられている不確定利付証券取引の場合:3日以内 ⑦ 金融取引税(LOF)(2012.3現在) : 株式は0%、確定利付債券6%; Derivative 6%; 海外短期借入(借入は3年: FDI資金と海外市場の債券取引5年で6%)(個人借入:3%)、為替先物(1000万 [※] 超)LOF課税1%(最高25%) ⑧ 中銀強制預託(URR) (外貨準備10億 [※] 超、中核自己資本超の [※] 売持に60%) ⑨ルールベース規制(①預金保護基金(FGC)による銀行支援段階的打切り;②定期預金準備率引上げ(15→20%)、定期預金追加預金準備率(8→12%)
チリ	①外貨取引は、(a)特定の外為取引に関し公式市場の利用が義務付けられ、(b)一般的に外国為替取引を行った場合には中銀に事後報告義務、(c)中銀による外為相場への介入、がある。 ②国内持込資本は銀行でペソ変換義務 チリ向け送金:公式為替市場(銀行等)限定、資本・利益償還、利息送金等同様、中銀報告義務。
[参考]	2001年4月9日に中銀外為規制 [1]外貨持込みに対する強制預託金制度(ENCAJE)の廃止; [2]対外借入、償還など資本取引に関する外貨の流出入事前許可制度の廃止; [3]国内持込外貨の内貨(ペソ)転換義務の廃止、外貨の公式外為市場での購入義務一部を除き廃止。
コロンビア	①対内投資は特定業種(金融、炭化水素部門、鉱業、証券)は認可必要 ②居住者が外国投資ファンドを通じて証券投資するには、外国投資ファンドについての金融監督局の事前許可 ③国内外貨預金口座の保有は、限定職種(貿易・運輸関連)のみ可能 ④利子・配当・利益送金自由(2006年まで実施)
[参考]	中銀強制預託(URR)(総額50%)、海外資金最低2年間国内保持義務2008.5~2008.10)

(注)2012年3月現在。

(出所)JETRO(Web)「国・地域別情報」貿易為替・投資制度より筆者作成。

従来からラテンアメリカでは一般的に導入・採用された資本規制は間接的な規制、あるいは市場ベースの規制が主体であり、アジア諸国でみられる直接的規制(流入規制、対外借入枠設定等)とは異なっている。規制手法として一般的であったのは、中央銀行に一定の預金を預ける強制預託制度(Unremunerated Reserve Requirement, URRあるいはencaje)などが代表的なものである。特に1990年代にチリやコロンビアなどで導入されたURRに加え、不胎化や為替相場の柔軟化など一般的なマクロ金融政策やプルーデンス規制も導入されてきた

が、こうした政策は一般的に数量面の直接的効果は明確でない。

IMFプログラムの制約がなくなった2000年代後半には、アルゼンチンやブラジルで通貨の外貨交換をはじめ居住者および非居住者に対する各種規制が導入されている。アルゼンチンでは、IMFプログラムの制約がなくなった2000年代後半には通貨の外貨交換をはじめ居住者および非居住者に対する各種規制が導入されている。また、ブラジルでもIMFのプログラム政策が終了し金融・財政政策の自由度が増した2000年代半ば以降同国の為替・資本取引規制・管理政策を反映している。ブラジルでは現在でも居住者が外貨口座保有して金融取引を行うことは制限されており、短期の投資のための為替取引は制限されている。さらに、2009年には世界的な新興国への資金流入の中、為替の上昇やインフレ懸念を背景に同国は資本流入規制策を導入した。この中心となっているのが金融取引税であり、主に債券に対する6%課税であるが、最近では対外借入やデリバティブ等金融派生商品への課税が導入されている。

一方、チリはアルゼンチンやブラジルと対照的に1991年から1998年まで資本流入の増加に対する「資本流入規制」措置を採ったが、2000年代には自由化を推進してきた。チリでは1980年代末から成長期待の高まりより資本流入が急速に拡大した。このためマクロ経済政策の一環として1991年6月に最初の中銀強制預託制度（URR）を導入した。同国における90年代の規制は証券（ADR、米国預託証券等）流入に対する中央銀行への強制預託制度（*encaje*）⁶⁾が中心であり、流入規制策として、マレーシアで実施された資本流出規制（1998/9）と対比される⁷⁾。しかし、こうした規制はチリでは2000年代に入り原則的に撤廃され、金融機関のプルーデンシャル規制に軸軸を移し資本取引は原則的に自由化されている。Aizenman et alのよる*de jure*（公式）の制度を基本としている資

6) *Encaje*は原則的に一定期間は無利子で預金義務があるため、期限前までに資金を移動させると機会費用が高くなり、一種の税金と同様の効果を持つ。1991年の導入当初は外貨流入の抑制のための一時的措置であったが、その後外貨流入が強まったため準備率の引き上げ、適用範囲が拡大された。

7) チリの資本規制の経験などに関する評価は第6章参照。

本・金融開放度指数（KAOPEN）でも、明らかにチリでは90年代には規制が残っていたが2000年代に急速に自由化したことが示される。

自由化が進化した国では、資本の流入は経済成長率に順循環的（procyclical）な動きを伴うため、外的環境に大きな影響を受ける可能性が高まる。1990年代から2001/2年までラテンアメリカでは相次ぐ危機において急激な資本引揚げや流入が停止（‘sudden stop’⁸⁾）する事態がしばしば起きた。こうした資本流入の問題は、経常収支の動きと関連している。ラテンアメリカでは、資本流入と経常収支赤字は、ほとんどプラスマイナスで対をなしているが、資本流入の後に経常収支赤字が生じていることがその特徴として指摘され、東アジアの場合のように経常収支の赤字に続いて資本流入が生じているのとは対照的である（図5、6）⁹⁾。

図5：経常収支・資本流入
（ラテンアメリカ）

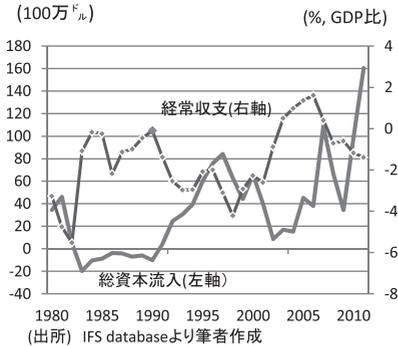


図6：経常収支・資本流入
（アジア）



従って、ラテンアメリカの場合にはcountercyclical（反循環的）な政策がより有効である可能性を示唆している。しかし、実際に採られた政策はしばしば procyclical（順循環的）なものであり、国際収支の悪化と経済悪化は並行して

8) 最初にこの用語を当該国の経済に大きな打撃を与える危機を引き起こす背景としたのは Calvo (1998) であった。

9) Ocampo & Palma (2008)

生じてきた。ただし、2000年代後半以降、ラテンアメリカ諸国では金融・資本規制・監督を強化したアルゼンチンやブラジルなどを中心に経済ファンダメンタルズの改善が進み、1990年代までの経済構造は変化している。

1990年から2010年までラテンアメリカとアジアにおける資本流入各項目と経常収支の因果性（Granger Causality）分析によれば、アジアでは経常収支は証券投資やその他投資への因果性につき有意性が高いことがわかる（表3）。しかも証券投資はFDIとも因果性が有意となっている。これはアジアではFDIのような一般的な長期投資において、証券投資とも因果性が強いということで実体経済における生産活動とも密接に結びついていることを示唆している。一方、ラテンアメリカでは経常収支はFDI及び証券投資に対する因果性が有意であることが示される。また、ラテンアメリカでは総資本流入は証券投資に有意な因果性があるため、概して短期的な不安定な資金フローが特徴的であった。

表3：Granger Causality（ラテンアメリカ・アジア）[1990-2010]

	ラテンアメリカ					アジア				
	経常収支	Total	FDI	証券投資	その他	経常収支	Total	FDI	証券投資	その他
経常収支		1.79	3.64 **	5.16 **	1.60		3.42 *	1.13	6.93 ***	4.02 **
総資本流入	0.92		1.82	5.01 ***	1.58	4.34 **		2.31	1.81	7.38 ***
FDI	2.02	0.42		1.43	0.99	2.20	4.98 **		5.66 ***	3.34 *
証券投資	1.16	1.69	0.18		1.97	3.88 **	5.16 **	1.88		9.45 ***
その他投資	1.55	0.96	2.70 *	7.48 ***		0.90	2.54 *	3.84 **	4.43 **	

(注) 1.対象国はラテンアメリカ10カ国(アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、エクアドル、エグイプス、ペルー、ウルグアイ、ベネズエラ)。

アジア9カ国(中国、韓国、インド、インドネシア、マレーシア、パキスタン、フィリピン、シンガポール、タイ)。

2. F値はラグ1-4次数の平均値。各変数はADF検定により水準で帰無仮説棄却可能。

3. 数値はF値。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準を示す。

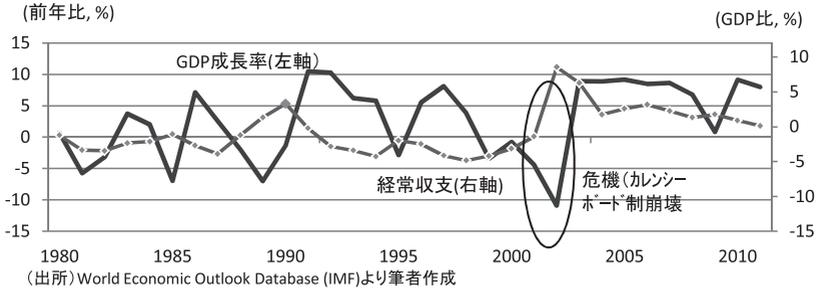
(出所) IFS (IMF)、各国中銀より筆者算定。

2. アルゼンチンの危機と規制

2.1 最近までの概要

アルゼンチンでは、2001年末に経済危機が発生し対外債務がデフォルトしたため、2002年まで成長率は大幅に低下した。しかし長期にわたる債権者との債務はほぼ2005年までに決着し、2006年初にはIMF融資の早期返済を完了し、むしろ経済政策の自由度が拡大し、為替面での競争力も高まったことから成長率は加速化した。これは同国としては極めて画期的なことである。

図7：GDP成長率・経常収支（アルゼンチン）



カレンシーボード制下の期間（1991－2001年）の平均GDP成長率は3.4%に過ぎず、また景気変動が非常に激しかった。この背景には基本的にカレンシーボード制が長期（10年）にわたり存続したため通貨が実質高になり、デフレ圧力とともに金融政策を中心とした政策の自由度が非常に限られていたことがある。IMFプログラムは事実上2002年に終了し、2003年以降も通貨制度の柔軟化により通貨が割高にならないように誘導するなど独自の政策を実施している。この結果、実質GDP成長率は2003－2011年で平均7.8%と非常に高い平均成長率を達成している¹⁰⁾。経済危機に伴い2002年には2,700ドル程度と1980年水準まで低下した所得水準（一人あたりGDP、米ドル換算）も2011年には10,941ドルと危機以前の最高水準（8,273ドル [1998]）を大幅に上回っている¹¹⁾。通貨の実質高を回避しており、輸出競争力も改善しているため経常収支も90年代と対照的に黒字基調となっている。一方、対外債務については2001年12月のデフォルト以降、2005年までに大半の投資家との合意は達し、IMFには2006年1

10) IMFには2006年1月に前倒し返済を実施したが、パリクラブへの債務は残存し、2008年9月2日、パリクラブに67億ドルの公的債務の完済を経済生産相に指示する政令に署名した。さらに、2010年6月22日、2001年に債務不履行に陥った国債について、5月から開始していた残存民間債務の債券交換募集に約120億6,700万ドル（対象額の約66%）の応募があったと発表した。これによって、2005年の債務交換分も加えて、2001年にデフォルトした債券の92.4%が交換に参加したことになった。

11) World Bank Database, per capita GNIによる。

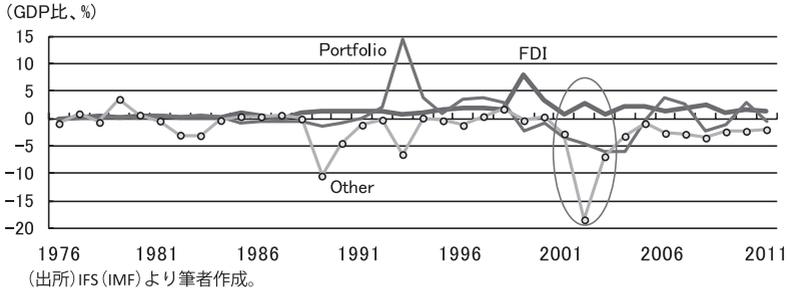
月に一括返済を行いパリクラブ債務の大部分は返済してきたが、国際金融界からの信用度は依然として改善していない。しかし、アルゼンチンの経験は、通貨危機と資本収支危機（下記参照）を経験した国が資本規制を適宜導入し独自の経済政策を採用した結果、経済成長を実現した点は注目される。

以下において、カレンシーボード制の崩壊に至る危機の背景や状況を説明した後、最近までの資本規制の導入と経済政策の自由度の高まりが同国の経済にどのような影響を与えているか考察する。

2.2 通貨危機と資本収支危機

2001/2年のアルゼンチン危機は、カレンシーボード制が長期（1991～2001年）に亘って維持されたことがその背景にある。このため、同制度の下で通貨の実質高が進み、輸出競争力が低下した結果、外貨流動性は減少し危機に陥った。これは米ドル・ペッグの固定相場制と資本自由化の下、唯一残された財政政策の自由度が残された財政政策にIMFのプログラムにより支出拡大が不可能となったことがその背景となっている。さらに10年間にわたる固定相場制の維持によって実質実効為替レートの上昇があり、輸出競争力が低下し、1999年のブラジル・レアルの切下げがさらにそれを加速した。99年初にそれまでアルゼンチン・ペソとほぼ同様のレートで推移してきた最大の貿易相手国であるブラジルの通貨レアルが2001年5月末までに名目レートが切下げ前の水準の約50%下落したため、アルゼンチン・ペソの実質実効レートは大幅に上昇した。さらに、2000年代後半のITバブル崩壊など米国など先進国の景気悪化から短期資本の流出が加速したことに加え、同国の信認が低下した。

図8：資本流入 [ネット] (アルゼンチン)



アルゼンチンは1991年にIMFカレンシーボード制を導入し、兌換法に基づきアルゼンチン・ペソをドルに対し1対1に固定し通貨供給量の制限を行った。その結果、インフレ率は大幅に低下、1995年に前年比3.4%になり、当初の目的は達成された。しかし、同国が長期にわたり同制度を維持したため、通貨のミスアラインメントが生じ結果的に危機をもたらした¹²⁾。同国の場合、カレンシーボード制の制約のみならず、貿易などの主要な経済的関係がそれほど大きくない米ドルにペッグしたことも通貨のミスアラインメントを助長させた。もともとカレンシーボード制は、「国際金融のトリレンマ」¹³⁾ (①為替相場の安定(固定相場)、②資本取引自由、③金融政策の独立性のうち二つまで両立できるがどれか一つを放棄せざるを得ない)によれば、危機直前のアルゼンチンでは通貨固定、資本自由化の下で金融政策の自由度は低く、金利水準の調整による国内経済政策の調整は困難であった。このため、金利を引き下げることができない一方で、財政緊縮をコンディショナリティとするIMFプログラム下では唯一自由度のある財政政策によって景気を刺激することはできなかった。カレンシーボード制はアルゼンチン政府や国民の支持を得ていたことは事実であ

12) 本来、ハイパー・インフレ抑制が実現した90年代半ばでアルゼンチンはカレンシーボード制から変動相場制へ移行するべきであった。実際、現在ではIMF側も1992-94年あるいは1996-97年にカレンシーボード制を止めるのが好ましかったとしている (IMF2003e, p.70)。

13) Obstfeld et al (2004) 参照。

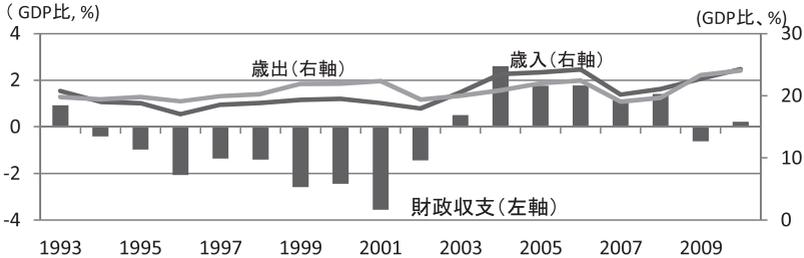
る。しかし、導入10年後の2001年当時、同制度の限界が近づいていたにもかかわらず、IMFは為替制度の変更の時期について適切なアドバイスをしなかったのみならず、同制度維持を長らく支持・容認してきた¹⁴⁾。2001年に入り米国を中心としたITバブルが崩壊し、先進国の投資家や金融機関がエマージング諸国への投資資金を引き揚げる動きが強まり、ますます資金が流出し外貨準備高の減少を招いた。カレンシーボード制下では、外貨準備高の増減に応じて通貨供給を制限するため、外貨準備高が不足すると自動的に金融引締めをすることになり、国内景気をさらに低迷させることとなった¹⁵⁾。こうした景気低迷にさらに拍車をかけたのが、2000年2月以降IMF合意の下に進められた緊縮財政政策であった。カレンシーボード制下では財政政策が唯一の経済手段となるが、IMFスタンバイ融資（SBA）のコンディショナリティとして、公共部門の財政収支赤字を対GDP比1.6%まで縮小させるという厳しい条件が課された。さらに、中銀の国内純資産（Net Domestic Assets）は2000年末にマイナス10.8億ドル（GDP比マイナス0.38%）まで上限を課され、通貨供給も大幅に制限された。当時のアルゼンチンの財政赤字は現在の主要欧米諸国に比べても決して大幅なものではなく（2001年財政赤字はGDP比3.6%）、しかも歳出では債務返済の利払い費用が大きく、プライマリーバランスはむしろ黒字（2000年：GDP比+1.0%、2001年：同+0.5%）であった。もともと同国の財政赤字は、国際市場環境の悪化（メキシコ、アジア、ロシア、ブラジルの通貨危機及び米国金利引き上げに伴う債務利子負担の急騰）に伴う債務の利払い支出拡大に加え、

14) このことは、当時のIMFのマネジメント、とりわけIMFのフィッシャー第一副専務理事がカレンシーボード制による通貨安定化を積極的に支持していたことも関係していたと考えられる。実際、当時IMFの第一副専務理事のフィッシャー氏が、「為替制度の二極化」（“Two Corner Solution”）を唱え、世界の通貨制度は徐々に「二極化」する傾向にあり、それは合理的な帰結であると結論付けている（S.Fischer, “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?” Lecture at the American Economic Association, January 6, 2001）。この点は、アルゼンチンの理事ラヴァーナによるIEO報告書の見方への反論などから伺える。アルゼンチンに関するIEO報告書（IMF2004）付録参照

15) 但し、アルゼンチンのカレンシーボード制は必ずしも完全なものではなく、通貨供給量が外貨準備高と必ずしも平行して増加するものでなく、不完全なものであった。従って、もともと政府の財政赤字は拡大しやすい傾向があったとされる。高木（2006）参照。

IMFプログラムに沿った社会保障の民営化によって引き起こされた歳入不足が背景にある。同国の歳出のうち利払いは1991年に25億ドル（1.2%）から2000年には95億ドル（3.4%）に大幅に増加した。この背景には、主に為替の実質高などによる利払いと債務の拡大がある。

図9：財政収支の推移（アルゼンチン）



(出所) World Economic Outlook Database (IMF)より筆者作成

IMFはアルゼンチンでのカレンシーボード制導入のイニシアティブを取り、2000年までアルゼンチンを「成功例」として大いに持ち上げていた。しかし2001年から2002年にかけてIMFは同国に実現困難なコンディショナリティを課した¹⁶⁾。その後資金流出が続く中、外貨流動性はますます逼迫したが、IMFはあくまで財政収支改善の具体策、特に地方政府の財政収支の改善を求め、IMFは支援を停止した¹⁷⁾。このため、政府は2001年12月にソブリン債務の利払いな

16) 政府内や国民の間でのカレンシーボード制への固執とコンセンサス形成が遅れたことが事態を深刻化させたことは事実である。しかし「2000年末にアルゼンチンの政治エリートが団結し、中期的財政再建への強い決意を市場に示していたら市場の期待を通じた好循環が作動し始めたかもしれない（高木、2006、p248）」との見方は、当時の国際金融情勢、カレンシーボード制の制約を考えると楽観的に過ぎよう。同国では現在でもIMF政策に対する強い不信感がある。2011年4月に物価指数に関する技術協力ミッションを受け入れたが、融資プログラムは必要でないこともあり、IMFとの関係は疎遠である。その一方世界銀行は中期プログラムを実施している。

17) IMFプログラムでは、財政収支赤字の縮小をはじめとして、金融引締め政策、特に純国内資産（NDA）の抑制を2001年末まで継続するようにコンディショナリティが課されていたため、短期での実施は非常に困難であった。IMFは短期の達成が困難な財政収支改善にこだわり、スタンドバイ融資（SBA）の実施は2001年9月以降凍結され、2003年3月19日に3.07億ドルの「つなぎ」のスタンドバイ融資が実施されるまで、IMFの本格支援融資は実施されなかった。

どの返済を延期し、事実上デフォルト状況となった¹⁸⁾。2002年1月6日、アルゼンチン政府は約10年間維持してきた兌換法に基づくカレンシーボード制を放棄、変動相場制へ移行したため資金流出が加速し通貨は急落した。それに伴い、対外債務返済負担が急速に拡大し、同国の債務返済は困難となった。その後、ソブリン債務の返済を巡って債権者グループとの交渉が難航したが、最終的に政府が提示した条件（元本削減や長期債へのスワップなど）に大多数の投資家が応じたため、ソブリン・債券のデフォルトは決着したかたちとなった¹⁹⁾。

アルゼンチンの経験は、資本自由化の下での通貨固定は政策の自由度を低下させ、為替の実質高から長期的に輸出競争力の低下、経常収支悪化を招くことを示す。したがって、こうした状況では、通貨の切り下げとともに資本規制の導入が最も効果的であったはずである。しかし、IMFプログラム下では実際には採用できなかった。新興国のなかではアルゼンチンは国内金融市場の最も発展してきた国の一つであるが、金融・資本自由化と固定相場制のため危機発生は不可避であった²⁰⁾。アルゼンチンの経験は、2011年以降に深刻なソブリン債務危機に直面しているGIIPSでも同様に通貨固定と完全な金融・資本自由化における困難な状況に対して根本的解決には通貨制度の変更が必要であることを示している。

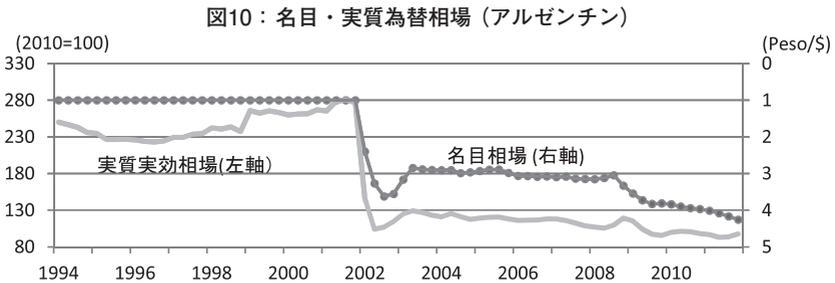
18) 当時、IMFはアルゼンチンの通貨制度崩壊やデフォルトをある程度見越した上であえて厳しいコンディショナリティを政府に要求したとみられる。これは、既に2001年7月にカレンシーボード制を推進したフィッシャー第一副専務理事が辞任していたというマネジメントの方針も反映したと考えられる。

19) 2004年1月12日、アルゼンチン債権者世界委員会（Global Committee on Argentina Bondholders, GCAB）が結成され、大手金融機関が関わっているが、債務不履行となっている政府の560億ドルのソブリン債務の約半額は、この参加者が関係していたとされる。また、2004年6月10日には政府から具体的な提案（元本を削減した上、満期前の債券の満期を長期化した債券へのスワップ）が出された。

20) IMF（2004g）p.19 IMFがアルゼンチンの経済パフォーマンスを高く評価してきたことについては、Stiglitz（2006b、p.221）も指摘している。アルゼンチンは、2000年まで完全に金融自由化を実施、外資系銀行の参入自由化のみならず、BISを上回る厳格な基準を遵守し、金融監督機能はシンガポールに次ぐ強力なものであった。

2.3 2003年以降の顕著な経済成長

アルゼンチン・ペソは、危機前の水準（1ドル＝1ペソ）の約1/3まで下落し、為替制度を柔軟化したため、2003年以降輸出競争力が大幅に改善した。特に政府は通貨の実質高を抑制し、実質実効為替レートは2000年代後半よりむしろ低下しており競争力を維持している。アルゼンチンの経済成長率は2003年には8.8%に回復し、その後2004～7年には8～9%台の成長率を達成した。こうした経済・金融安定化の背景には、為替下落による主要輸出産品（価格弾力性の高い農産物が中心）の輸出増加に伴う景気回復と外貨準備の積増がある。このことは、カレンシーボード制の維持が中長期的経済成長を阻害してきたことを逆に証明したかたちとなった²¹⁾。



(出所) BIS (Real Exchange rate), IFS (IMF) より筆者作成。

2003年5月下旬に誕生したキルチネル（Nestor Carlos Kirchner）前大統領の下、IMFプログラム終了と早期返済後、政策の自由度を回復した同国では、より漸進的な「非IMF政策」を採用してきた。政府は持続的な経済成長達成を優先し、①適切な為替レートに基づく輸出促進、②公共投資の実施による雇用創出など、産業政策への配慮を行った。また、政府は資本取引に伴う通貨取引に

21) Stiglitz (2006) はアルゼンチンの回復は、長期にわたるカレンシーボード制維持の経済政策の誤りを証明しているとの立場をとる。同 Ch. 8 pp.220-225参照。IMFプログラムは2004年9月のレビューまで公式記録にあるが、実際には新たなスタンド・バイ取極めに基づく融資も2005年以降停止し、2006年初めに早期返済を終了した後にアルゼンチンは資本規制など各種規制を強化してきた。

ついで一部規制を強化しており、再び資本収支危機を引き起こさないように慎重な対応をとっている。その後、キルチネルを継承したフェルナンデス政権下(2007年12月-)でも基本的に同様の政策を採用している。

アルゼンチンの2000年代の経済成長率は同国の戦後の歴史で最も長期に安定成長を続けた点で成功した。その一方、インフレ圧力が持続しており、同国のインフレ統計は過小評価していると指摘されその信頼性が揺らいでいる²²⁾。デフォルト処理はほぼ片付いてきたものの、今後とも国際的な信認回復に向けた課題は大きい。

[Box] IMF報告書：アルゼンチンでのIMFプログラム

「ポスト・アジア危機」のなかでも最大の危機を経験したアルゼンチンに関して、2004年7月に独立評価室 (Independent Evaluation Office, IEO) による包括的なIMFプログラムとアルゼンチン危機の評価報告書²³⁾ (Evaluation Report: The IMF and Argentina, 1991-2001 [July 29, 2004] 以下、「報告書」) が公表された。同報告書では、IMFが90年代を通して一貫して財政面に力点を置いて調査していたにもかかわらず、財政規律が守れなかったことを正しくIMFが指摘できなかった点を指摘している。その理由として、①フロー面のみを重視し、ストック面を軽視したため、債務の問題への影響を過小視したこと、②根本的な地方財政の赤字問題を軽視したこと、③アルゼンチンの許容できる累積債務水準の過大評価、などを挙げている。

特に①については、「為替の持続性 (exchange rate sustainability)」、「債務の持続性 (debt sustainability)」に関する分析が十分に実施されなかった点、特にプライマリー収支、実質金利、成長見通し、為替レートなどを十分分析できなかったことを反省点としている²⁴⁾。しかしIMFが当初からアルゼンチンのカレンシーボード制の長期にわたる維持について積極的に支援していたという重要な点をあえて指摘していない点で不十分である²⁵⁾。また、②の地方政府の財政についても、もともとアルゼンチンのカレンシーボード制は完全なものではなく、ドル建てでなくとも一部自国通貨で債券発行可能である点など財

22) 賃金上昇を容認して政治的な配慮を優先させ賃金上昇を容認しているとされる。アルゼンチンは2010年以降、IMFによるインフレ率など統計技術的な面での調査を受け入れている。

23) IMF / IEO “The IMF and Argentina, 1991-2001”, September 30, 2004

24) IMF (2004g) p.67

25) カレンシーボード制はその性格上、長期間維持すれば、為替リスクの過小評価とともにペッグした通貨(米ドル)への債務依存が拡大することは理論的にも明らかであったはずである。

政赤字が生まれやすい余地を残していた点については触れられていない。しかし、こうした点や過大債務のリスクについては同制度を導入した時点で明らかであったはずである。報告書の結論として、危機発生の原因はアルゼンチン政府の政治的な問題のみならず、IMFの首尾一貫しない容認姿勢が大きな問題であったとしている。さらに、IMFのアルゼンチン危機への対応について「教訓」(lessons)として、為替制度の整合性の問題やリスク分析についてIMFの改善が必要であることに加え、債務再編に関してIMFの「仲介的」な役割は期待できないものの、債務の削減措置などが有効であることが指摘されている。

同報告書では、アルゼンチン政府が財政を改善する有効な政策を採らなかつたことの責任を指摘しているものの、IMF自身は危機が深刻化する前の2000年までにカレンシーボード制を強く支持し、通貨のミスアラインメントが生じていたという本質的な問題を見逃していた。この事実については、①IMFスタッフは構造改革（財政、社会保障、労働市場、金融市場）の必要性については認識していたが、実際にコンディショナリティに反映されなかつたこと、②理事会で正式に構造問題は採り上げられなかつたこと、などが理由として指摘されている²⁶⁾。報告書では、スタッフによる通貨・為替制度、債務の持続性などに関する分析が不十分で、望ましい通貨制度や債務再編に関する代替策などを提案しなかつた問題点を指摘している。また、スタッフとマネジメントの見解や対応の食い違いに加え、危機発生後も中途半端な姿勢に終止し、強いコミットをしなかつた理事会の責任を指摘している²⁷⁾。さらに1998年3月時点でスタッフの評価がネガティブであるにも拘わらずマネジメントの決定によって支援が継続された点は触れている（同報告書37頁）。しかし、IMFが2001年9月に危機が深刻化した時点になって財政収支改善を求め、その直前まで『模範国』として比較的「甘い」姿勢を取っていた矛盾点は指摘されていない²⁸⁾。当時IMF内で絶大な権限を維持していたフィッシャー第一副専務理事はメキシコ危機直後（1984年9月）に就任しアルゼンチン危機が深まる中（2001年8月）辞任したが、危機が深刻化するまで基本的に「通貨制度に関する二極の解」に基づきカレンシーボード制を支持する同氏の影響でそのリスクに関するスタッフの見解が聞き入れられなかつた可能性もある。

報告書では、全体的にアルゼンチンから短期間に資金が流出したのは外的な環境（米国への資金引き揚げなど）による面も大きかつたこと、さらに早い時期から金融・資本自由化を進めすぎた点など本質的かつ根本的な点にはほとんど触れていないばかりか、危機直前までIMFがカレンシーボード制を結局容認した結果となつた、実際の理由について

26) IMF (2004) p. 4

27) IMF (2004) p.68

28) 2000年3月に発行されたIMFのFinance & Development に掲載されたPou(2000) のアルゼンチンに関する記事も過去10年間の同国の「成功」を強調する内容であった。すなわち、アルゼンチンに関してIMFは2000年代の前半までリスクをまったく公式に指摘しておらず、危機に陥ってから厳しい姿勢に転換した。

ては触れられていない。報告書では「アジア危機以降の反省を踏まえて政府の自主性を尊重した」²⁹⁾ ため、結果的に危機に陥ったのは政府の姿勢にも大きな責任があるとしている点については、深刻な事態に至ったのはもっぱら当該国自体の責任であるとの印象を受ける。これは、IEOが目指す「公正」な評価とはいえない³⁰⁾。

上記のIEOのアルゼンチンに関する報告書に先立つ2004年3月24日に公表された2003年10月に作成された関連部署である政策開発・評価局（Policy Development and Review Dept.）によるアルゼンチン危機に関する報告書（“Lessons from the Crisis in Argentina” Policy Development and Review Department, October 8）では、アルゼンチン危機に至った原因や背景を詳細にレビューした上で、IMFのサーベイなどによってアルゼンチンが既に90年代を通して脆弱性を孕んでいたにもかかわらず、IMFが警告を強く発することを怠った点、さらに危機の根本的な背景にあるカレンシーボード制からの離脱について強い要請ができず、長らく容認してきたことなどを反省点として指摘している。

特に①IMFがアルゼンチンの財政面などでの悪化にも拘らずIMFが融資を直前まで継続してきたこと、②カレンシーボード制をあまりにも長く継続することを容認させたこと、③マクロ経済指標に注意が払われ、為替が固定されたため、債務が拡大し多額の債務水準となったことへの認識が甘かったことなどに対するIMFの責任を指摘している。

同報告書では、今後の「教訓」として、①表面上の成長率などの過大評価とそれに基づく甘い見通しを戒め、本質的な構造問題について真剣に当局に討議すること、②対象国支援については合理的で冷静な判断に基づき、支援打ち切りに伴う混乱が生じないうちに早いうちに通貨・為替制度変更や債務再編などによる政策支援を行う便益を重視するべきである、③コンディショナリティが適切であったか、特に構造問題や貿易及び労働市場での改革などについても再考するべきであった、としている³¹⁾。しかし、同報告書でも、IEO報告書同様、アルゼンチンの場合も資本自由化の時期が早すぎた（貿易自由化よりむしろ早期に実施）ために、リスクを対外債務の形で課題に背負うかたちとなった点を指摘していない。その後2008年世界金融危機後のアイスランドでようやく短期的措置として資本規制を容認するまで基本的にIMFプログラムでは資本規制政策は正式に採用されてこなかったのである。しかも、現在でも、IMFの公式見解では資本流出規制は例外的な短期措置としている立場は変更されていない。

29) IMF (2004) p.101

30) 実際に調査に当たったのはIEO事務局に所属した学界を含む関係者・OBなども含まれる。しかし、IMFの意向を全く無視した内容の報告書は公表できないと考えられる。

31) 一方、上記のアルゼンチンのケーススタディに関するIEO報告書（2004年7月）に対するIMF事務局側の評価は、IEOの指摘におおむね同意しているものの、一部以下の点で反論をしている。まず、明確な緊急支援の戦略の確立（勧告1）については、コンディショナリティの明確化が必要であり、支援を実際に停止することについてはさらなる議論が必要とし、慎重な姿勢をみせている。また、理事会への情報公開の義務化（勧告5）については、センシティブな情報の取扱いについて慎重に検討する必要性を指摘している。

3. チリの資本規制と自由化

3.1 概要

チリでは1980年代のGDP成長率は平均3.7%であったが、90年代に安定化に伴い同6.4%を達成したものの、2000年代には逆に同4.0%に低下している。これは産業構造や輸出環境の変化にも依存するものの、90年代まで実施していた資本規制を2000年代以降撤廃し、自由化したことによる影響は一層大きいと考えられる。

チリのインフレ率は1980年代には依然高く、金利の上昇に伴い先進諸国との金利差拡大を背景に1990年代初めにかけて資本は流入急速に拡大した。1991年に導入した資本流入規制の背景には国内金利を高め誘導し、同時に為替の上昇を回避することで輸出競争力を維持し経常収支を改善することがあった。チリはGDPに占める貿易や対外部門の比率が大きく輸出入動向に大きく依存する。したがって、GDP成長率に対して経常収支は強い因果性を持っており、輸出入動向が経済成長と因果性がある可能性を示している。しかし、国内貯蓄率は低位にとどまっているため、国内での必要資金は対外借入に依存する構造となっており、国内貯蓄率は対外借入（「その他投資」）が因果性を持っている³²⁾。輸出品は銅など鉱産物など一次産品が多く、産業構造はサービス業や第一次産業が中心であり、製造業の高度化は遅れている。このため、同国の産業構造は脆弱で不安定要因を抱えている。特にチリでは1980年代に経常収支赤字拡大や債務危機など非常に不安定化し、大幅な資本流出も経験した。このため、構造改革に乗り出し、漸進的な資本自由化、公営企業民営化などを進めてきた。1991年に導入された強制預託制度（URR）は資金流入を抑制する間接的な資本規制の代表例として評価されている。しかし、2000年代には資本規制を撤廃し、

32) 対象期間を1980-2010年、GDP成長率、国内貯蓄・投資率、資本流入（FDI、証券投資、その他投資）、経常収支を変数としてグレンジャー因果性を検証した分析（大田、2011c）による。

自由化を推進した。この点で2000年代に入り「脱IMF化」を進め規制を強化したアルゼンチンと対照的である。そのため、同国の資本流入の同国経済・金融市場への影響をみることは非常に意義深い。

図11：実質GDP成長率と経常収支（チリ）

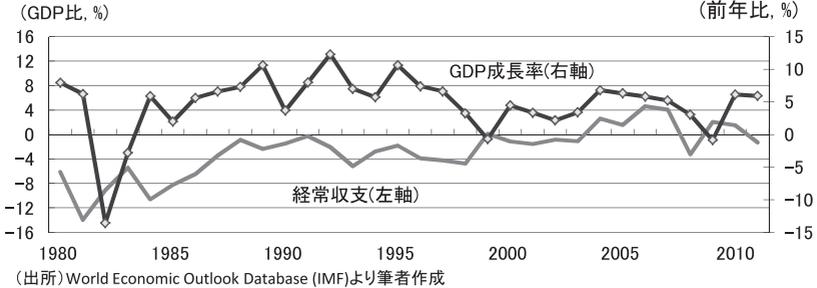
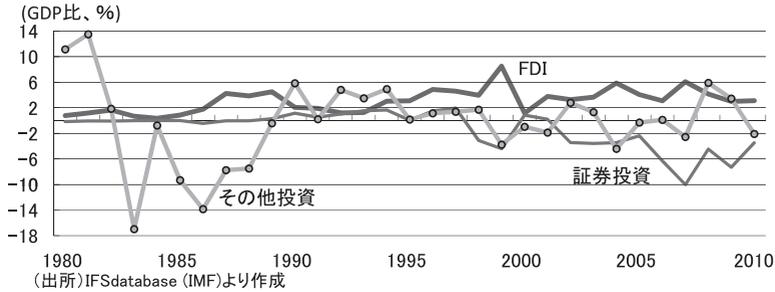


図12：資本流入 [ネット]（チリ）



3.2 チリの資本規制の経験

もともとチリの資本規制は短期の投機的資本流入を回避する目的で導入された。1989年時点では資本流入の約95%が短期資本であったため、資本規制は、流入資本の構成を短期から長期に比重を高める効果があった³³⁾。チリの中銀強制預託（URR）規制は、1991年当初は対外借入および債券を対象に20%で導入され、1年間の預託期間が定められた。1992年には預託率が30%まで引き上げられ、95年には社債、株式、およびADR（米国預託証券）（1995年1月）、

33) Edwards (1999)

に適用され、FDI経由の金融投資資金も対象（1996年10月）としたが、1997年のアジア危機発生以来の国際金融市場環境の悪化に伴い1998年6月に10%に引き下げ、さらに同年8月にロシア危機の発生に伴い急速に市況が悪化し資本流入が急速に減少したことから9月には廃止した。チリでは2000年代以降基本的に国際資本規制は原則的に自由化されている。

チリのURRは代表的な事例として数多くの研究がある。具体的にはURRの導入によって、6ヵ月満期物で5.2%、1年物で13.6%の課税効果が推定されている（Titelman & Vera, 2009）。Magud & Reinhart（2006）は、チリの規制は金融政策の独立性の維持や資本流入の短期から長期への期間修正への効果があったとする。ただし、その効果は一般的に規制的には限定的であり、De Gregorio（2000）はURRの金利水準への影響は短期的で小規模なものにとどまったとしている。

一方、規制のコストとしてCowan & De Gregorio（2005）は、チリの資本規制は①銀行のバランスシート上の通貨のミスマッチを助長し、②URRによる債務の満期構成の長期化も非常に限定的であった、③実質実効為替レートの上昇には効果的でなく、④資本総流入額には影響がみられなかったとする。また、Gallego et al.（2002）は対外債務をURRのコストとして上げ、またURR導入に伴い資本流入はGDP比約1%減少し、GDP自体も2%低下したと試算している。このように評価が分かれているが、1990年代は2000年代以降に比べはるかにグローバル市場での資本移動が少なかったため、URRも現在に比べより効果が大きかった可能性もある。

表4：外貨借入に関する規制の推移（チリ）

年	月	政策・対象	(%) [対象期間]	保有期間	通貨
1991	6	[URR]1年未満	20	1年未満	借入外貨
		[URR]1年以上	満期1年以上	1年	
	7	再借入			
1992	1	[URR]外貨預金			
	7	[URR]	30	1年	
1995	1	[URR]+流通市場 ADRs 海外での債券起債			US\$
1996	10	+「非生産的」FDI			
1998	6		10		
	9	-	-	-	-

（出所）Titelman & Vera (2009) Table1を基に筆者作成。

チリは、2000年代に自由化を進め、現在では資本規制は導入されていない。チリのGDP成長率は資本規制下にあった1990年代の6.4%に比べ規制が撤廃された2000年代には4.0%に低下している。これは、チリが銅生産を中心とした鉱産物生産に依存しており、鉱産物輸出は国際商品市況、国際経済環境に大きく左右されるため、規制の撤廃や資本自由化によって当該国経済がむしろ不安定化した可能性もある。この点について次節では、VAR分析により、1990年代と2000年代の変化を資本流入の為替相場（実質実効為替レート）、金融市場や実体経済における影響について分析する。

4. 資本流入と経済・金融指標・為替相場への影響：

VARモデルによる分析

資本流入の経済に与える影響については国の状況や時期で相当異なる。チリで1990年代に導入された資本流入規制は長期的に金融市場の安定化に対し概ね有効に機能してきた。その意味で金融政策の独立性については有意な関係を示している。アルゼンチンは前記の通り、1990年代には一貫した資本自由化政策にとり、資本自由化と通貨固定の両立が困難とないカレンシーボード制は2001年末に崩壊し、2002年には経済は急速に悪化した。その後、IMFプログラムから独立した金融・財政政策を採り、為替制度も柔軟な体制を維持している。このため同国では2000年代には為替取引に関する管理・規制を強化してきた。2003年以降同国は高成長を達成しており、同国の独立性を回復した経済政策を基に経済ファンダメンタルズは大幅に改善している。

一方、チリは、1991年から98年まで主に中央銀行への強制預託（URR）などによる資本流入規制措置を導入し金融為替面での安定化を図っていたが、1998年以降中央銀行への強制預託（URR）を廃止、さらに2001年4月に残存していた金規規制措置（中銀無利子預託、証券取引規制等）も撤廃し、2000年代には経済自由化の方針の下、貿易・金融・資本自由化を積極的に推進している。公式的（de jure）な資本・金融開放度を示すAizenman et al. による指標で

も2000年代にチリが自由化を推進する一方、アルゼンチンでは規制を強化していることが示される。

本節では、金融・資本自由化と規制の点で1990年代と2000年代に対照的な政策を採ってきたアルゼンチンとチリを比較し、その影響を考察する。このため、以下の分析は1990年代（1991–2000年）と2000年代以降（2001–2011年）に分けて経済・金融市場等への影響をベクトル自己回帰（Vector Autoregression, VAR）モデルによる分析を行う。なお以下の分析では、資本流入項目（総資本流入、FDI、証券投資 [portfolio]、その他 [others]）（IMF分類）のほか、金利（Monetary Policy Interest Rate）、マネーストック（M2）、d.株価（Stock）：General Share Prices IFS（IMF）、f.外貨準備高、及び鉱工業生産指数の増加率（チリの場合は製造業生産）の各変数を用いる³⁴⁾。

4.1 アルゼンチン

VARモデルによる分析を行う前にADF（Augmented Dickey-Fuller）Testによって各変数の定常性を検定すると、成長率、資本流入項目（FDI、証券投資 [Portfolio]、「その他投資」）とも定常で単位根の存在は棄却でき、 $I(0)$ として扱える。また、実質実効為替レート（REER）、マネーストック（M2）、株価（Stock）、外貨準備高（Forres）（いずれも対数）では、一階階差をとると単位根の存在を棄却できる。一方、金利水準（Time deposit、平均）は年率（%）であり、階差なしの定常値で単位根の存在は棄却できるため、 $I(0)$ として扱われる。

34) 各変数の出所等は本節末尾に掲載。

表5：単位根検定 [ADF] (アルゼンチン)

	(水準)			(階差)			REER (log)	-1.03 0.74 (2) *	-6.08 0.00 (1) ***
	t統計量	p値	lag	t統計量	p値	lag			
GDP	-3.09	0.03 (0) **		-6.91	0.00 (0) ***		M2(log)	-5.70 0.00 (3)	-6.88 0.00 (4) ***
	-3.75	0.03 (0) **		-6.86	0.00 (0) ***		(y/y)	-5.77 0.00 (3)	-6.84 0.00 (4) ***
Total	-3.34	0.02 (0) **		-9.19	0.00 (1) ***		株値 (log)	-0.73 0.83 (0)	-7.33 0.00 (0) ***
	-3.53	0.04 (0) **		-9.17	0.00 (1) ***		金利 (log)	-1.91 0.64 (0)	-7.28 0.00 (0) ***
FDI	-7.47	0.00 (0) ***		-7.56	0.00 (3) ***		外貨準備 (log)	-3.21 0.02 (1) **	-8.93 0.00 (1) ***
	-7.44	0.00 (0) ***		-7.53	0.00 (3) ***		生産 (y/y)	-3.19 0.09 (1) **	-8.87 0.00 (1) ***
証券投資	-5.62	0.00 (0) ***		-19.14	0.00 (0) ***			-1.42 0.57 (2)	-4.42 0.00 (1) ***
	-5.99	0.00 (0) ***		-8.79	0.00 (1) ***			-2.14 0.52 (2)	-4.39 0.00 (1) ***
その他	-4.88	0.00 (2) **		-13.38	0.00 (2) ***			-3.56 0.01 (1) ****	-5.72 0.00 (0) ***
	-4.87	0.00 (2) *		-13.35	0.00 (2) ***			-3.59 0.04 (1) ***	-5.68 0.00 (0) ***

(注) 1 上段は定数項のみ、下段はトレンドも含む。

2 ***, **, *は単位根が存在するとの帰無仮説をそれぞれ1%, 5%, 10%有意水準で棄却することを示す。

(出所) IFS(IMF) database、アルゼンチン中銀(M2、製造業生産指数)、BIS(REER:実質実効為替レート)より筆者算定。

[グレンジャー因果性 (Granger Causality)]

グレンジャー因果性検定では、左の欄から右の欄への因果性を表すが、F値 (P値は省略) の大きさによって両変数の因果性がないという帰無仮説を棄却する。したがって、F値が大きいほど両変数間の因果性が存在する (表6)。

表6：グレンジャー因果性 (Granger Causality) (アルゼンチン) [四半期]

1994-2001	GDP	Total	FDI	Port	Others	REER	M2	Intrate	Stock	Mfg	Forres
GDP		0.28	0.84	0.97	0.16	0.64	0.45	0.58	1.06	1.14	0.24
Total	0.43		0.56	0.79	0.15	0.19	1.76	0.95	0.49	0.55	1.65
FDI	0.87	0.79		0.09	0.48	0.43	0.16	0.20	0.39	1.27	0.50
Portfolio	3.21 *	1.06	0.06		1.02	0.30	1.95	0.25	0.84	1.79	1.35
Others	0.60	0.63	1.08	1.72		1.06	1.73	0.50	0.69	2.55 *	0.98
REER	0.46	2.16	16.16 ***	5.06 **	1.67		0.48	0.64	3.60 **	0.65	0.72
M2	2.29	0.90	0.58	0.95	0.70	0.37		2.58 *	0.41	2.72 *	2.10
Intrate	2.62 *	1.16	0.17	0.37	0.18	0.25	11.37 ***		0.79	0.21	2.66 *
Stock	4.52 **	1.14	1.52	1.38	0.08	0.69	3.36 *	1.17		6.99 ***	0.68
Mfg	0.42	0.46	0.96 *	1.05	0.29	1.00	0.51	0.04	0.99		0.15
Forres	1.68	1.71	0.04	0.89	1.16	0.26	2.30	0.85	0.55	0.71	
2003-2011	GDP	Total	FDI	Port	Others	REER	M2	Intrate	Stock	Mfg	Forres
GDP		0.50	0.91	0.31	1.35	1.25	2.80	1.15	1.28	0.73	0.93
Total	0.68		1.19	3.13 *	1.24	1.15	3.02 *	1.25	0.96	0.94	0.08
FDI	1.11	0.55		0.64	1.62	0.28	1.11	0.96	1.18	0.88	0.32
Portfolio	0.58	2.72 *	0.60		0.89	1.00	2.03	0.59	0.97	1.39	0.30
Others	1.38	2.30	0.62	2.51 *		0.69	0.63	0.53	0.71	0.94	0.82
REER	1.16	0.34	0.88	1.41	0.48		0.92	0.53	2.98 *	1.68	0.40
M2	1.25	0.24	3.52 **	0.66	2.16	0.35		2.06	1.00	0.44	0.79
Intrate	2.12	0.65	0.27	0.84	1.50	0.68	3.44 **		0.84	1.27	0.23
Stock	5.10 **	1.69	0.40	0.41	0.99	0.79	2.11	2.73 *		7.48 ***	0.45
Mfg	4.47 **	0.93	1.31	1.00	1.06	1.80	2.99 *	0.39	0.45		0.30
Forres	0.38	1.03	4.07 **	1.28	0.59	0.32	0.40	2.29	1.29	0.49	

(注) 1 数値はF値、ラグ次数は1,2,3,4のF値の平均、GDP、FDI、Portfolio、Others以外は1回階差を基本とする。

実質実効為替レート(REER)、M2、株値(Stock)、外貨準備高(Forres)はそれぞれ対数、製造業生産指数(2006=100)前年同期比。

2 ***, **, *は単位根が存在するとの帰無仮説をそれぞれ10%, 5%, 1%の有意水準で棄却することを示す。

3 期間は1994-2001年1-6月期、2003年第1四半期~2011年第4四半期。

(出所) IFS (IMF) database、Central Bank of Argentina(M2、製造業生産)、BIS(REER:実質実効為替レート)より筆者算定。

カレンシーボード制下にあった1994-2001年の期間では、証券投資 (Portfolio) から実質GDP成長率への若干因果性がみられ、対外借入 (その他投資) も製造業生産 (Prod) に有意な因果性を示している。しかし、2003年以降では、資本流入全体としてGDP成長率、製造業生産 (Prod)、実質実効為替相場 (REER)、外貨準備高 (Forres) 等に対して有意な因果性はみられない。これは2003年以降IMFプログラムから脱却し、海外からの資本流入が減少する中、資本流入と市場・経済指標等との因果性が極めて限定的となった可能性を示唆している。こうした状況について次にVARモデルによるインパルス応答関数によって、両期間の比較を行い、このグレンジャー因果性の結果を確認する。

[インパルス応答関数]

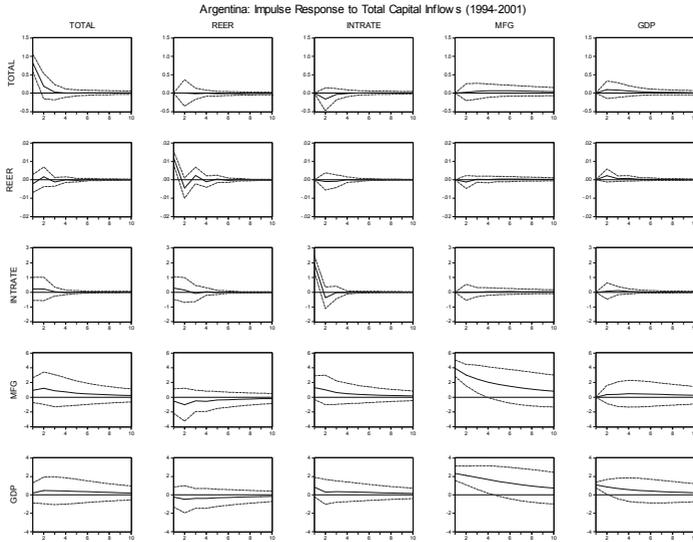
VAR分析では、総資本流入 (ネット) の各変数に対する影響をみるため、各資本流入ごとの資本流入の為替相場 (実質実効為替レート)、金融市場や生産、実質GDP成長率への影響についてインパルス応答関数を示す。期間の区分については、カレンシーボード制下とそれ以降の為替相場の柔軟化した相場制の比較を行うため、1994-2001年前期と2003-2011年の期間を対象とする (2002年はカレンシーボード制崩壊後の危機が深刻化した期間であるため除外)。変数の順については外生変数を資本流入 (ネット) とし最初にした上で、外生性の強いと考えられる順番を採用している。すなわち、金融市場では資本流入ショックに対してただちに反応するという前提を置いている³⁵⁾。このため、最初に資本流入の各項目 (FDI、証券投資 [Portfolio]、その他投資 [Other])、次に実質実効為替レート (REER) (対数階差)、さらに、金利水準 (Intrate) (前期階差)、工業 (製造業) 生産 (Mfg) (対数前年比)、実質GDP成長率の順とする。また、金利水準から生産活動に直接影響を与える可能性もある。こうし

35) ただし、前述の因果性分析では特に2000年代 (2003-2011年) 以降の各変数への資本流入の影響は限定的であるため、想定する経路でのショックの波及はアルゼンチンでは少ない。

た問題については外生的ショックに対する識別のため、変数間に逐次的（リカーシブ）制約を課すこと、すなわちコレスキー分解によって識別する。なお、ラグ次数(1)はSIC基準に基づいている。従って、インパルス応答関数については①Total, REER, Intrate, Mfg, GDP；②FDI, REER, Intrate, Mfg, GDP；③Portfolio, REER, Intrate, Mfg, GDP；④Other, REER, Intrate, Mfg, GDPの4種類である。

インパルス応答関数（図13-1～13-4）では、上の行がそれぞれ外的ショックを表し、それぞれ縦の列ごとにそれに対応する行の変数への影響が応答関数として示される。例えば、図12-1の最初の総資本流入に関して、Total（総資本流入）、REER（実質実効為替レート）、Intrate（金利）、Mfg（製造業生産）GDP成長率がそれぞれ変化した場合、左側の縦に表記されたTotal, REER, Intrate, Mfg, GDPに及ぼす影響をインパルス応答関数で表している。したがって、それぞれの上下の表はFDI、証券投資、その他投資の各変数への影響を表したものである。

図13-1：インパルス応答関数（アルゼンチン）総資本流入 [1994-2001]



総資本流入 [2003-2011]

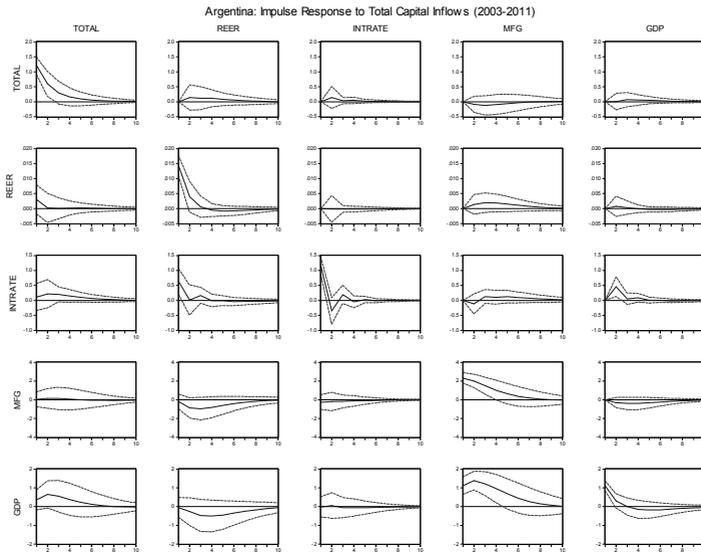
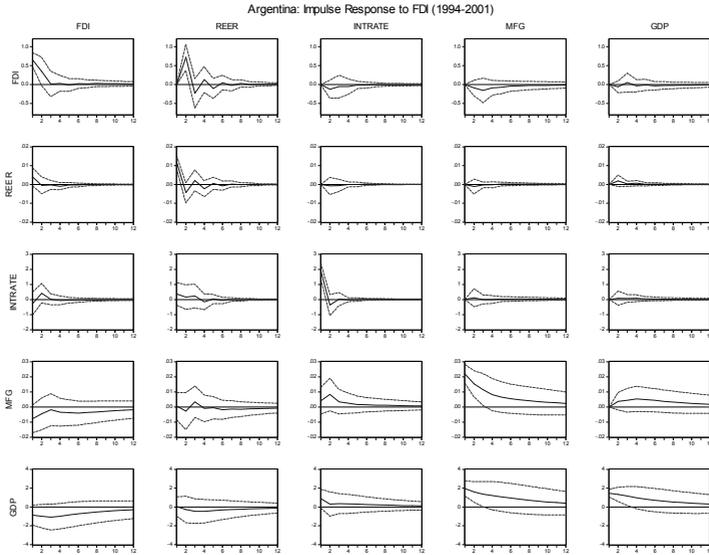


図13-2：インパルス応答関数（アルゼンチン）FDI [1994-2001]



FDI [2003-2011]

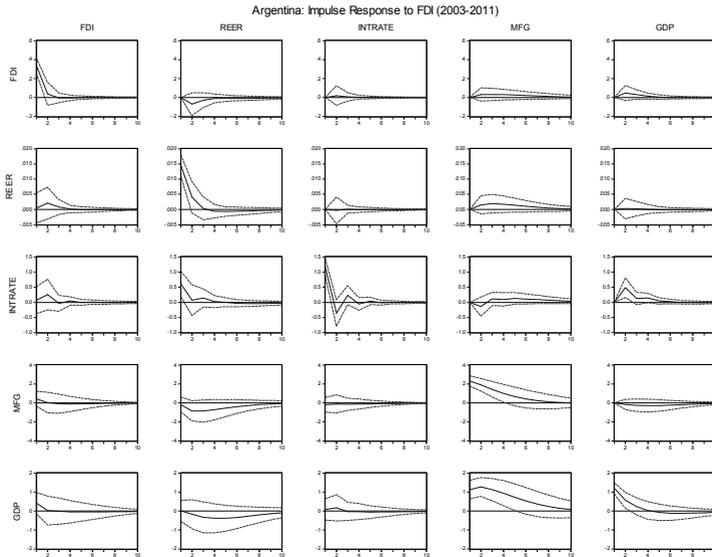
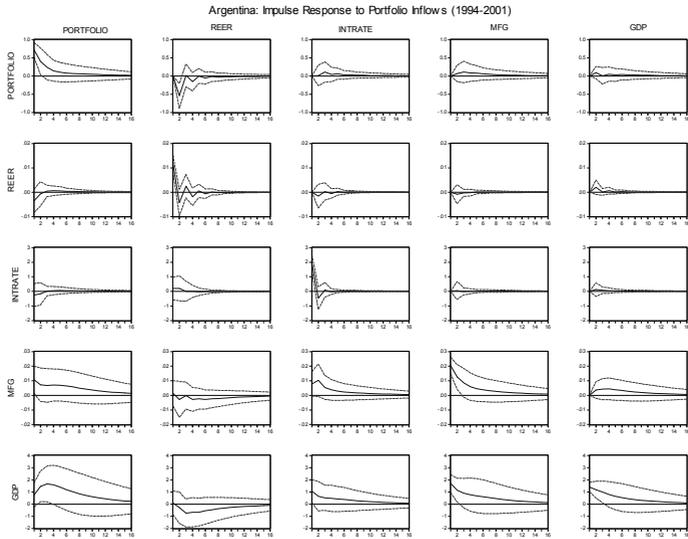


図13-3：インパルス応答関数（アルゼンチン）証券投資（Portfolio）[1994-2001]



証券投資（Portfolio）[2003-2011]

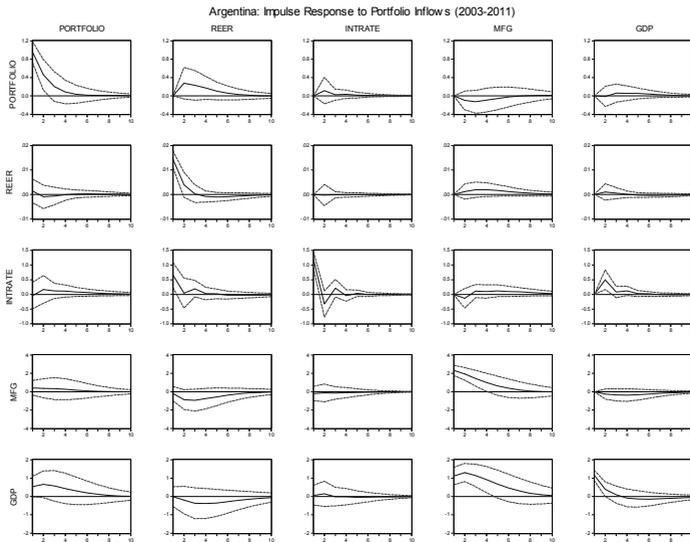
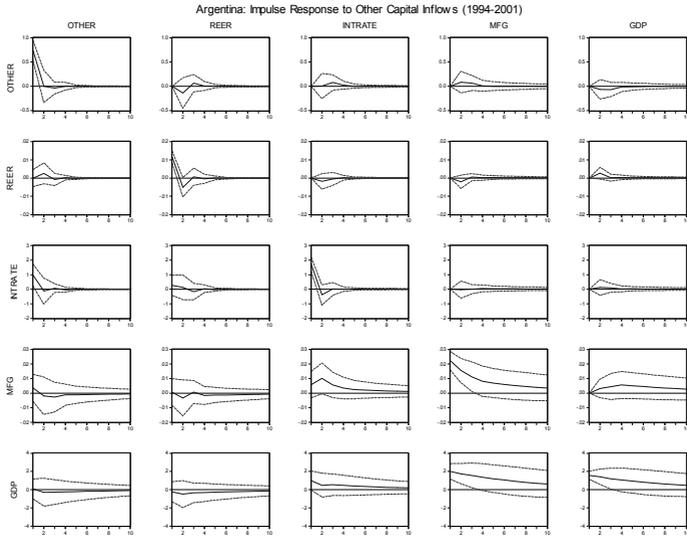
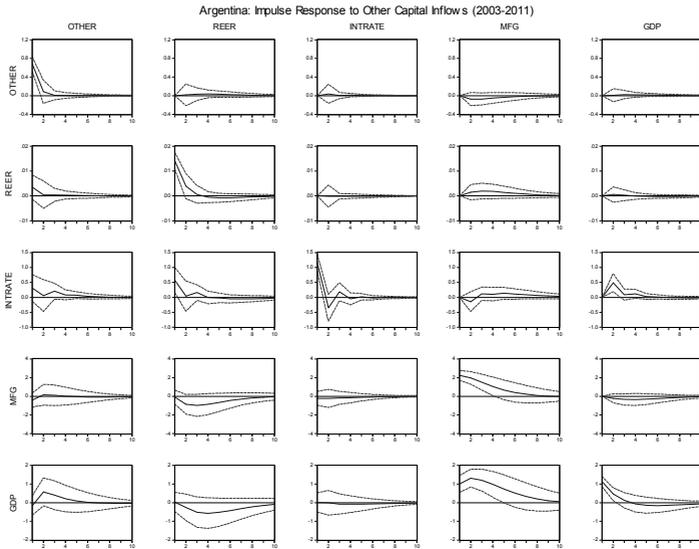


図13-4：インパルス応答関数（アルゼンチン）その他投資（Other）[1994-2001]



その他投資（Other）[2003-2011]



以上のインパルス応答関数の計測結果から以下の結論が得られる。

- ① 2001年末までのカレンシーボード制下では、総資本流入の実質実効為替レートへの影響は限定的である。2003年以降も世界的に拡大した資本移動の中、資本流入の拡大にも拘わらず応答関数の振れ幅は限定的である。これは、資本流入に対して当局の実質高を回避するよう誘導に力点が置かれ、通貨の柔軟性維持には成功していると考えられる。
- ② 金利（銀行間）について資本流入は、2001年までは限定的であったが、2003年以降は若干上昇幅が拡大している。ただし、応答関数の変化の幅は限定的である。
- ③ 実体経済（GDP成長率、製造業生産）については実質GDPに対する総資本流入の影響は2002年以前も2003年以降も全体的にインパルス応答関数は正方向の反応を示している。また、総資本流入に対して2003年以降は正の方向への影響が拡大している。FDI流入ショックに対しても、2001年までは、実体経済（製造業生産、GDP成長率）に対して負の影響がみられるが、2003年以降は、若干プラス方向に転じている。
- ④ 証券投資流入のショックに対しては、2001年以前も実体経済（GDP成長率、製造業生産）に対して正方向の反応がみられ、2003年以降もその傾向は持続している。証券投資のみ顕著な正方向への反応は、カレンシーボード制下において、証券投資が外国投資家には安定的な投資対象であり、しかもそれが生産活動に寄与してきたとみられる。ただし、「その他投資」（対外借入等）においては、成長率や製造業生産に対して2001年まではマイナス方向に反応していた。しかし、2003年以降、GDP成長率には正方向に転じている。

以上のように2003年以降の資本流入の為替（実質実効相場）、金融・資本市場での影響は限定的である。その一方、実体経済面では2003年以降資本流入の全ての項目に関してプラス方向への影響が顕著となっている。これは2001年まで証券投資のみ正の反応を示していたのと対照的である。2000年代初頭にデフォルトしたアルゼンチンへの民間証券投資は減少したが、同時に同国では資

本規制を導入していることもあり、アルゼンチンでは資本流入の国内経済への不安定な金融市場への影響は限定的にとどまっている。この背景には、2000年代のネットの資本流入、とりわけ投機的資本は1990年代から2000年初までのそれと比べ縮小していることがある。この背景には、為替相場の柔軟化に加え、2003年以降の資本規制が、経済政策の自由度の回復とともに成功していると考えられる。もちろん、2001/2年の危機後のカレンシーボード制放棄に伴うアルゼンチン・ペソの下落によって輸出競争力の回復の点では極めて有利であり、それが同国経済成長をけん引してきたことは否定できない。

4.2 チリ

VARモデルによる分析の前にADF検定 (Augmented Dickey-Fuller Test) によって対象期間 (1991-2011年) における定常性について検定すると、実質GDP成長率 (前年比)、各資本流入標 (FDI、証券投資、その他投資)、製造業生産、(伸び率) M2 については階差なしで単位根の存在は棄却されI(0)となる。一方、実質実効為替レート (REER)、M2、株価指数、外貨準備高 (Forres) については対数値を一回階差によってI(0) となるため、それらの指標は差分をとることとする。

表7：単位根検定 [ADF] (チリ)

	(水準)			(階差)			REER			-2.73 0.07 (0)*			-7.98 0.00 (0)***		
	t統計量	p値	lag	t統計量	p値	lag	(log)	-2.85	0.19	(0)	-8.06	0.00	(0)***		
GDP	-2.99	0.04	(0)**	-8.79	0.00	(0)***	M3(log)	-2.44	0.14	(0)	-8.87	0.00	(0)***		
	-3.42	0.06	(0)**	-8.73	0.00	(0)***		-1.79	0.70	(0)	-9.22	0.00	(0)***		
Total	-7.19	0.00	(0)***	-6.21	0.00	(7)***	株価(log)	-0.79	0.82	(1)	-7.17	0.00	(0)***		
	-7.95	0.00	(0)***	-6.16	0.00	(7)***		-1.91	0.64	(1)	-7.12	0.00	(0)***		
FDI	-9.91	0.00	(0)***	-10.00	0.00	(2)***	金利(log)	-3.00	0.04	(1)**	-5.43	0.00	(1)***		
	-9.97	0.00	(0)***	-9.96	0.00	(2)***		-3.64	0.03	(1)**	-5.41	0.00	(1)***		
証券投資	-6.14	0.00	(0)***	-9.99	0.00	(1)***	外貨準備	-0.88	0.59	(2)	-4.63	0.00	(1)***		
	-6.88	0.00	(0)***	-9.99	0.00	(1)***	(log)	-2.04	0.77	(2)	-4.60	0.00	(1)***		
その他	-2.95	0.04	(3)**	-14.12	0.00	(2)***	製造業生産	-3.92	0.00	(0)***	-10.48	0.00	(0)***		
	-3.11	0.11	(3)*	-14.02	0.00	(2)***	(y/y)	-4.14	0.01	(0)***	-10.40	0.00	(0)***		

(注) 1 上段は定数項のみ、下段はトレンド含む。対象期間は1991-2011年(四半期)

2. 金利はmoney market rate

3 *, **, ***は単位根が存在するとの帰無仮説をそれぞれ10%、5%、1%有意水準で棄却することを示す。

(出所) IFS (IMF) database, Central Bank of Chile, BIS(REER:実質実効為替レート)より筆者算定。

[グレンジャー因果性 (Granger Causality)]

各変数の因果性をみると、1990年代には資本流入が国内経済全般に大きな影

響を与えているとは言えず、どの金融指標項目も有意な数値を示していない(表8)。ただ、証券投資のみ実質実効為替レートに対して有意な因果性があるが、これは次節で考察するようにインパルス応答関数の結果が示すように通貨の実質実効為替レートを低下させる影響があった。しかし、2000年代以降、資本流入項目では「その他投資」が金利や株価に因果性がみられ、さらに総資本流入はGDP成長率に因果性を持っており、次項のインパルス応答関数では負の影響を持つようになったことが明らかにされる。このように、グレンジャー因果性の結果でみても、2000年代の金融・資本自由化の進展は、チリ経済には非常に大きな影響を与えており、不安定要因となっている可能性もある。

表8：Granger Causality (チリ)

1991-2000	GDP	Total	FDI	Port	Others	REER	M3	金利	株価	生産	外貨準備
GDP		1.984	4.259 **	1.823	4.169 **	5.731 ***	0.797	2.231	1.314	1.027	0.705
Total	1.486		2.918 *	2.714 *	0.36	2.304	1.898	0.842	0.863	0.93	0.158
FDI	0.861	1.07		4.211 **	0.327	3.373 *	0.183	0.965	0.56	1.448	0.824
Portfolio	1.548	0.997	3.051 *		0.565	4.561 **	0.641	0.685	0.207	1.802	0.739
Others	0.796	0.975	1.439	0.728		1.209	1.093	1.05	0.589	0.985	0.178
REER	2.301	1.937	0.119	0.498	0.981		1.074	0.261	0.794	0.794	0.703
M3	0.694	1.199	0.044	0.799	0.425	0.145		1.154	0.405	0.567	1.085
金利	0.321	1.143	1.046	0.39	3.443 *	0.675	0.038		1.814	1.284	1.085 *
株価	13.62 ***	0.579	1.913	1.328	1.14	0.356	0.047	2.396		8.129 ***	1.121
製造業(Mfg)	0.594	1.567	4.277 **	1.464	3.976 **	4.587 **	0.591	3.693 **	0.743		1.083
外貨準備高	5.613 ***	1.075	1.102	2.582 *	1.198	1.849	3.693 **	0.961	1.373	5.08	
2001-2011	GDP	Total	FDI	Port	Others	REER	M3	金利	株価	生産	外貨準備
GDP		0.611	0.284	2.451	1.888	0.068	3.728 **	8.691 ***	1.995	0.807	0.374
Total	4.091 **		1.705	1.816	0.229	0.339	1.885	2.923 *	3.861 **	3.054 *	0.517
FDI	0.363	0.251		0.173	1.113	0.163	0.698	0.684	1.084	0.390	0.317
Portfolio	1.794	1.655	0.859		0.412	2.313	1.470	1.096	0.399	0.486	0.390
Others	1.512	1.261	0.607	1.739		0.647	0.509	3.660 **	3.267 *	1.362	0.386
REER	2.413	1.607	0.097	0.967	0.735		2.819 *	4.013 **	0.026	1.691	0.846
M3	2.892 *	1.304	0.311	1.455	0.393	1.145		7.646 ***	2.069	3.604 **	2.094
金利	8.551 ***	0.458	0.160	1.805	1.601	1.236	1.424		4.007 **	5.062 **	0.249
株価	5.677 ***	1.155	0.181	0.426	1.692	1.011	1.685	0.516		4.920 **	0.511
製造業(Mfg)	1.228	0.559	0.825	1.880	2.203	0.153	2.124	4.154 **	2.229		0.121
外貨準備高	1.946	1.099	1.627	1.847	0.655	2.623 *	1.129	2.847 *	2.440 *	1.705	

(注)1.数値はF値。ラグ次数は1-4期のF値均。GDP、資本流入項目以外は1階差を基本とする。

2.数値はF値。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準を示す。

3.金利(Intrate)はmoney market rate,実質実効為替レート(REER)、M3、金利水準、外貨準備高は対数。製造業生産指数は前年同期比。

3.期間は1991年第1四半期-2011年第4四半期。

(出所)IFS database(IMF),BIS (Effective exchange rate index)より筆者算定。

[インパルス応答関数]

チリは1999年にそれまでの中銀預託制度 (URR) 等主要な資本流入規制措置を廃止し、2000年に自由化した。その後の影響をインパルス応答関数の結果によって1990年代の資本規制が導入されていた時期 (1991-2000) と2000年代以降の自由化された時期 (2001-2011) を比較した。インパルス応答関数 (図13-1~13-4) では、前述のアルゼンチンの場合と同様、上の行にある変数

がそれぞれ外的ショックを表し、左側縦に表記している各変数に及ぼす影響をインパルス応答関数で表している。したがって、それぞれの上下の表はFDI、証券投資、その他投資の各変数への影響を表したものである。その結果は以下の通りである。

実質GDP成長率、実質実効為替レート（REER）、金利（Intrate）、製造業生産伸び率（Mfg）指標に対する資本流入のインパルス応答関数において、以下のような変化がみられた。

- ① 実体経済（実質GDP成長率、製造業生産伸び率）に対する総資本流入の影響をみると、1991-2000年までの応答関数は正の影響がみられた。しかし、2001年以降の資本規制緩和し自由化した時期では、総資本流入ショックに対し、インパルス応答関数はマイナス方向に転じている。これはFDIについても同様である。
- ② 証券投資流入に対する製造業生産への影響では、2000年代以降に比べ1990年代では規模的にも大きくかつ持続的な影響がみられる。さらに、GDP成長率に対しては、90年代には明確に正方向に影響を与えていたが、2000年代には応答関数は負に反応している。また、「その他投資」については、90年代までGDP成長率にほとんど影響はみられなかったが、2000年代には応答関数は負の方向を示している。
- ③ 実質実効為替レートに関しては資本流入項目の中では証券投資流入は1990年代まで大きな影響はみられなかったが、2000年以降は顕著に為替の実質高方向に影響している。
- ④ 金利については、2000年までは「その他投資」に対して若干の変化を応答関数は示しているが、全体的に中立的である。しかし、2001年以降、全体的に正方向への反応が拡大している。

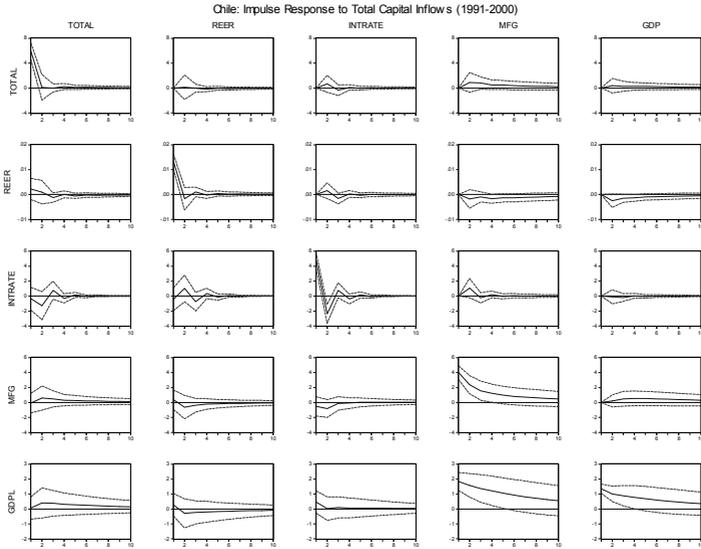
以上のように、1990年代には為替市場や金融市場に対して資本流入の影響は中立的である一方、実体経済（実質GDP成長率、製造業生産）にはプラスの影響がみられた。しかし、2000年代に入ると全体的に資本流入項目のうち、証券投資・対外借入（その他投資）がGDP成長率に負の影響を持っており、さらに

総資本流入においても、為替（実質実効為替）の実質高を招き、金融市場での金利上昇や生産活動に負の影響を持つことが示された。

以上のインパルス応答関数の結果は、チリでは2000年代以降の規制緩和と自由化の影響で各指標とも資本流出入の変動が大きく、实体经济や金融面でもマイナスの状況に置かれてきたことを示唆している。もちろん、他の構造的要因などもこうした結果に影響を与えてきた可能性は否定できない。しかし、チリの経験は、自由化を推進したことによる金融市場や实体经济に与えるマイナスの影響を示しており、アルゼンチンの2000年代の変化と対照的である³⁶⁾。

36) 資本規制の有効性を逆に示すものとして、Calvo & Talvi (2008) は、1990年代後半の資本規制下にあったチリと自由化されていたアルゼンチンを対比し、チリの方がGDP成長率の交代は免れ、より安定的であったと指摘している。

図14-1：インパルス応答関数（チリ）総資本流入 [1991-2000]



総資本流入 [2001-2011]

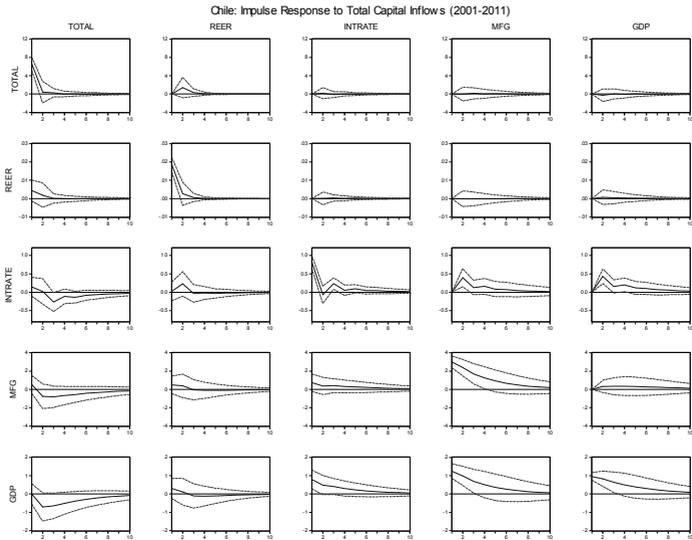
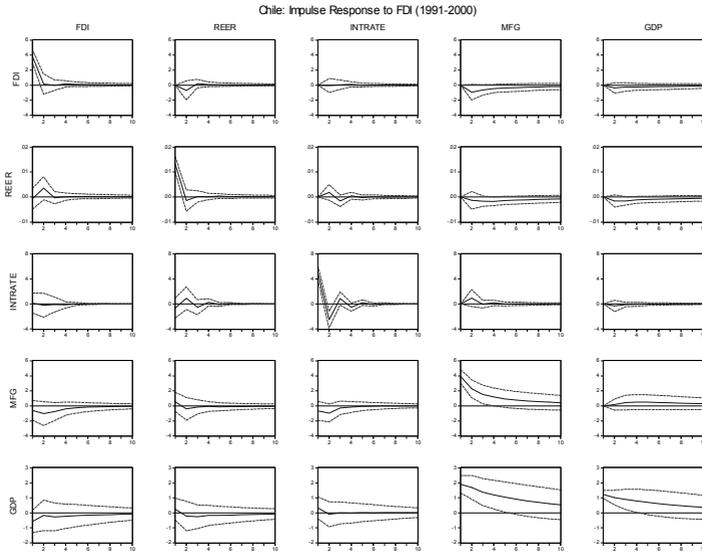


図14-2：インパルス応答関数（チリ）FDI [1991-2001]



FDI [2001-2011]

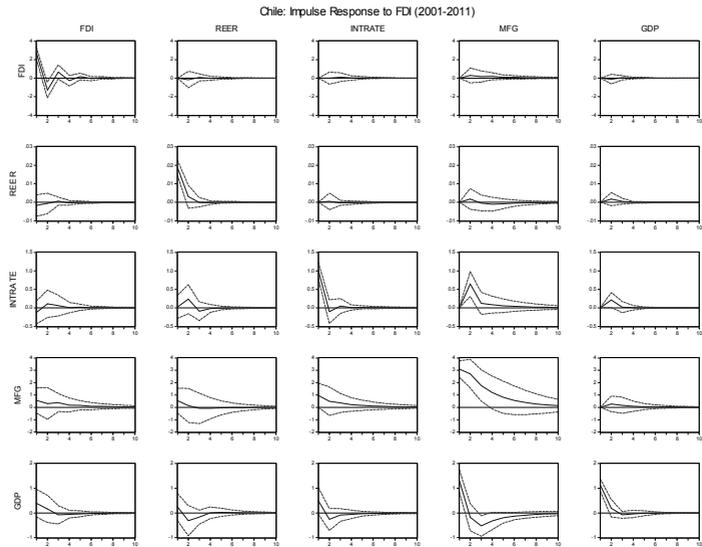
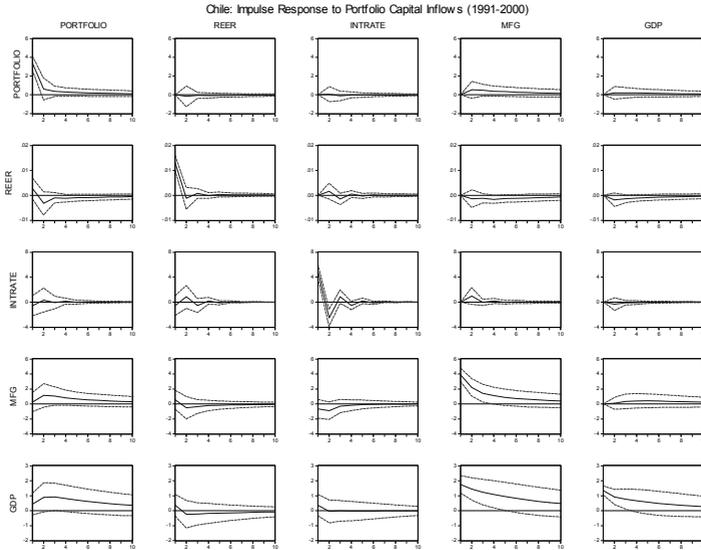


図14-3：インパルス応答関数（チリ）証券投資（Portfolio）[1991-2000]



証券投資（Portfolio）[2001-2011]

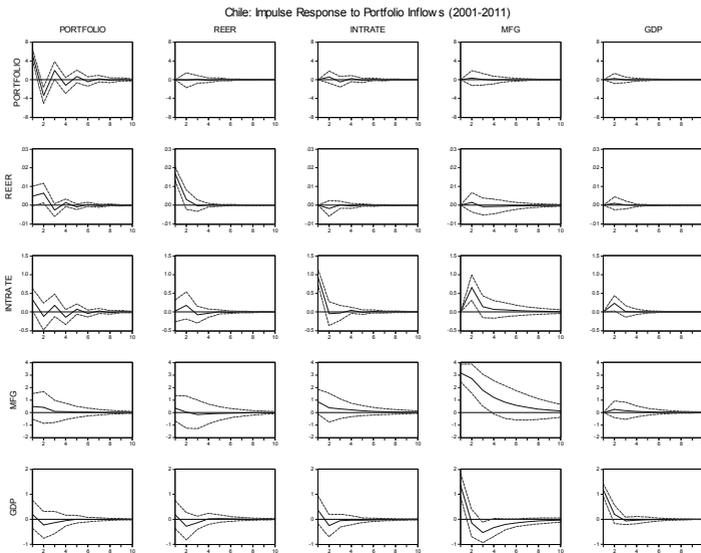
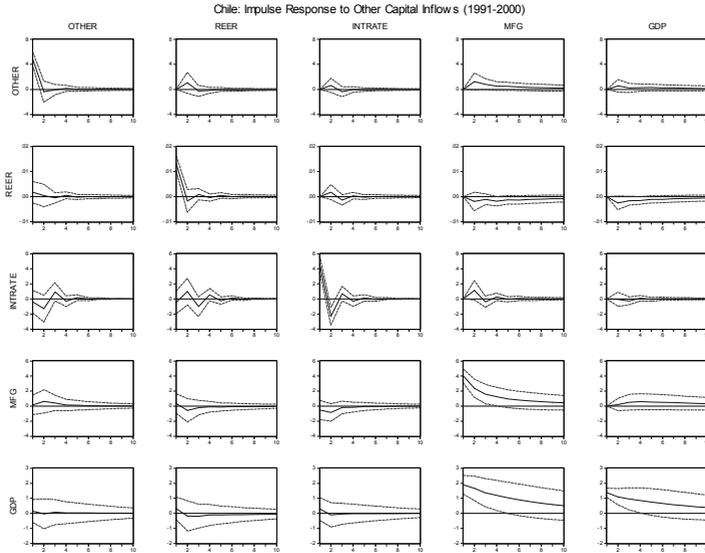
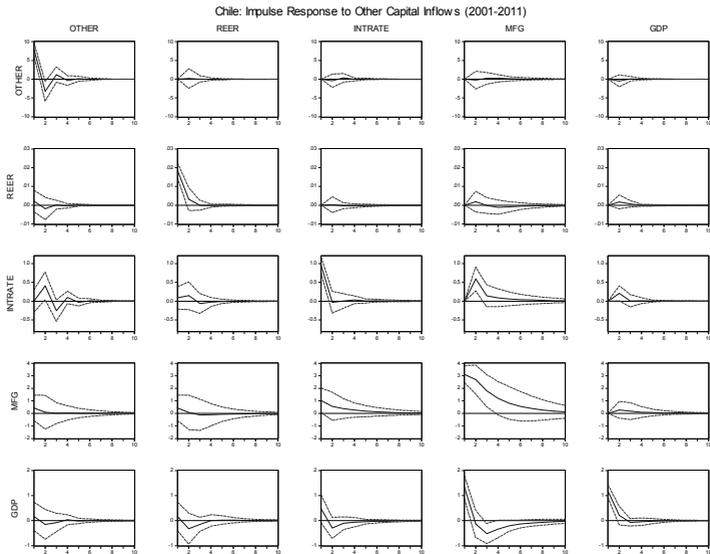


図14-4：インパルス応答関数（チリ）その他投資（Other）[1991-2000]



その他投資（Other）[2001-2011]



5. 結論：アルゼンチンとチリの資本規制の有効性と教訓

本稿では、ラテンアメリカ諸国の中でも1990年代と2000年代に資本規制と自由化の方向性が対照的な二カ国（アルゼンチン、チリ）を採り上げ、それぞれの経験が為替・金融市場や実体経済にどのような影響を与えてきたかについてVARモデルに基づく分析により考察した。

アルゼンチンは、1990年代にはIMF主導の自由化政策に沿ってカレンシーボード制下における通貨固定と資本自由化の徹底が図られた。10年間の長期にわたる同制度の維持は通貨の実質高を生み、「金融のトリレンマ」に沿って財政収支のみが自由度が残された中、財政赤字が拡大し、経済成長も総じて低迷した。その結果、2001年の米国のITバブル崩壊など世界市場環境の悪化とともに資本流出が加速し、カレンシーボード制が崩壊し、通貨・資本収支危機が発生した。しかし、その後通貨の柔軟性を維持し、2000年代後半にはIMFプログラム終了に伴う政策の自由度を確保してきたため、同国の資本規制導入が可能となった。このため、2000年代に入り為替資本取引規制や管理を強化してきたアルゼンチンでは資本流入は実体経済にポジティブに働き、金融政策も比較的自由度が確保されている。

一方、1990年代まで適宜資本規制を導入し安定化に成功してきたチリでは、2000年代に入り全面的に規制を撤廃し資本・金融自由化を実施した。同国では2001-2011年のインパルス応答関数による資本流入の影響をみると、実体経済や金融市場において負の反応がみられる。従ってチリの全面的な資本自由化と規制の解除はむしろ同国の経済にマイナスに働いていると考えられる。こうしたアルゼンチンとチリの経験は、国際資本移動の適切な規制と管理が経済安定化に有効であることを示している³⁷⁾。

37) これは、既にアジア諸国での経験（中国、インド、マレーシアなど）でも同様である。既に大田はインド・中国（2011）、マレーシアなどを例として資本規制が短期のみならず中長期的にも経済安定化についてポジティブな影響を持つことを示している。

ラテンアメリカ諸国では長らく1980年代から2000年代初めまでIMFプログラムが実施された国が多かったため、最近まで資本規制や管理に否定的であったIMFのプログラム下では規制は採用されにくかった。しかし、2000年代半ば以降、IMFプログラムを卒業し、『脱IMF化』を推進し独自政策を実施してきたアルゼンチンやブラジルなどを中心に過去半世紀で最も安定的な経済を達成している。また、ラテンアメリカ諸国では長らく低迷してきた国内貯蓄率も2000年代以降次第に上昇・回復基調に転じている。これも経済成長との安定化に伴い資本が国内にとどまり徐々に国内貯蓄が投資に回るメカニズムが働いてきていると考えられる。こうしたラテンアメリカ諸国の経験は構造的・経済的問題は抱えながらも適切な為替・資本監督・規制は有効に機能しうることを示している。その意味で、長期的に経済の安定成長の観点から途上国・新興国では資本規制の導入維持により政策の自由度を高めることが望ましいことをラテンアメリカの経験は示している。

本稿では、資本規制と自由化の側面に焦点を当てており、世界的な資本流入の拡大、それに伴う経済・金融市場や産業構造変化とその影響について本格的な議論をしていない。このため、本稿の示した結果は資本自由化・規制と当該国経済に対する影響に関して一つの可能性を示したものの、今後対象地域や各国における更なる詳細な研究が必要である。

各指標の出所（アルゼンチン・チリ）

	資本流入項目	実質実効為替相場	マネーストック	金利
アルゼンチン	International Financial Statistics (IFS) database (IMF)	BIS (URL) real exchange rate indices	M2 IFS (IMF) 59mb	Money Marketrate IFS(IMF) 60b
チリ	International Financial Statistics (IFS) database (IMF)	BIS (URL) real exchange rate indices	M3 IFS (IMF) 59mb	Money Marketrate IFS(IMF) 60b
		株価	鉱工業生産	外貨準備
アルゼンチン	Buenos Aires S.E. Composite IFS(IMF) 62	INDEC EMI指数 (2006 =100)	Total Reserve (excl. gold) IFS (IMF) 11d	IFS database(IMF)
チリ	General Share Prices IFS(IMF) 62.ep	INE 製造業指数 IFS (IMF) 66ey	Total Res. IFS (IMF) 11d	IFS database(IMF)

(注) 1. International Financial Statistics (IFS) についてはdatabase (<http://elibrary-data.imf.org/>) を用いている。

参考文献

- Aizenman, Joshua. (2005). Financial Liberalization in Latin America in the 1990s., *NBER Working Paper* 11145, February 2005
- Aizenman, Jushua, Chinn, Menzie D., and Ito, Hiro (2008). Assessing Emerging Global Financial Architecture Measuring Trilemma's Configurations over Time. *NBER Working Paper* No.14533, December 2008 http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm
- Aizenman, Joshua, J.Yoshin and D.Park(2011). Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crises, 1990 – 2010, October 2011
- Aizenman, Joshua, and Hiro Ito (2012). Trilemma Policy Convergence Patterns and Output Volatility, *NBER Working Paper* 17806, February 2012.
- Barro, R and X.Sala-iartin (2004). *Economic Growth*, 2nd edition, Cambridge M.A. MIT Press
- Bretton Woods Projects (2011a). IMF nostalgia: debate on capital account liberalization all over again?, *Bretton Woods Update* No.74, January February 2011.
- Bretton Woods Projects (2011d). Capital Controls: IMF Gradual Change of Heart Continues?, *Bretton Woods Update* No.78 November/December 2011
- Bretton Woods Projects (2012a). Capital flows: IMF guidelines criticized, *Update* 80, 5 April 20, 2012
- Bussiere, Mattieu and Michael Fratzscher (2008). Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-Run Pain, *Review of International Economics*, 16, 1: 69 – 95.
- Calvo, Guillermo A. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops, *Journal of Applied Economics* 1 (1): 35 – 54.
- Calvo, Guillermo A. and Ernesto Talvi (2008). Sudden Stops, Financial Factors, and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile, in N.Serra and J.E. Stiglitz eds. *The Washington Consensus Reconsidered: Towards ad New Global Governance*, The Initiative for Policy Dialogue, Oxford University Press, 2008
- Charlton, Andrew (2008). Capital Market Liberalization and Poverty, in Ocampo & Stiglitz (ed.) *Capital Market Liberalization and Development*, Oxford University Press
- Chinn, Menzie D., and Ito, Hiro (2006). What Matters for Financial Development ? Capital Controls, Institutions, and Interactions, *Journal of evelopment Economics*, Vol.81, Issue 1, 163 – 192. October
- Chinn, Menzie D., and Ito, Hiro (2008). A New Measure of Financial Openness, *Journal of Comparative Policy Analysis*, Vol.10, Issue 3, 309 – 322, September 2008
- Chwieroth, Jeffrey M. (2010). *Capital Ideas: The IMF and the Rise of Financial Liberalization*, Princeton University Press

- Clements, Benedict and Kamil, Herman. (2009) Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia, *IMF Working Paper* 09/30
- Coelho, Bruno and K.P. Gallagher (2010). Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand. *PERI Working Paper* No.213, January 2010
- Cordero, Jose Antonio and J.A. Montecino (2010). Capital Controls and Monetary Policy in Developing Countries. *Center for Economic and Policy Research*, April 2010
- Cowan, Kevin and J. De Gregorio (2005). International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile, *Central Bank of Chile Working Papers* No.322
- De Gregorio, Jose (1992). Economic Growth in Latin America. *Journal of Development Economics* 39(1) :59 – 84, July.
- De Gregorio, Jose. (1999) Economic Growth in Latin America; Sources and Prospects, *Global Development Network*, December 1999
- De Gregorio, Jose, S.Edwards, and R.Valdes (2000). Controls on capital inflows: do they work?, *Journal of Development Economics*, vol.63, No.1 , October.
- De Gregorio, Jose and Jong-Wha Lee (2003). Growth and Adjustment in East Asia and Latin America, Central Bank of Chile Working Paper No.245 December 2003.
- Dreher, Axel (2006), IMF and Economic Growth: The Effects of Programs, Loans and Compliance with Conditionality, *World Development*, Vol.34, No.5 , pp.769 – 788
- Easterly, William, R. Islam and J.E.Stiglitz (2000). Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility, *Macroeconomic Paradigms for Less Developed Countries*, World Bank, January 2000.
- Easterly, William (2006), *The White Man's Burden*, The Penguin Press, N.Y.
- Edwards, Sebastian (1998). Capital Inflows into Latin America: A Stop-Go Story?, *NBER Working Paper* No.6441, March 1998
- Edwards, Sebastian and J.A.Frankel, (2002). (ed.) *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, University of Chicago Press., 2002
- Forbes, Kristin J. (2003). One cost of Chilean Capital Controls: Increased financial constraints for smaller traded Firms, *NBER Working Paper* No. 9777
- Forbes, Kristin J. (2007). The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch, In Sebastian Edwards (ed.) *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, NBER
- Forbes, Kristin J. (2007). One cost of the Chilean controls: Increased financial constraints for smaller traded firms, *Journal of International Economics* 71, 294 – 323
- Forbes, Kristin J. and F.E.Warnock (2011). Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and

- Retrenchment. *NBER Working Paper* No. 17351, August 2011
- Frankel, Roberto (2011). Presentation at the High Level Conference on “Managing Capital Flows in Emerging Markets” Rio de Janeiro, Brazil, May 26 – 27, 2011
- Frankel, Roberto and Martin Rapetti (2010). A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America, Center for Economic and Policy Research, April 2010
- Fratscher, Marcel (2012). Capital Controls and Foreign Exchange Policy, *ECB Working Paper* No.1415, February 2012.
- Gallagher, Kevin P. (2011). The IMF, Capital Controls and Developing Countries, *Economic & Political Weekly*, Vol.XLVI, No.19. May 2011.
- Gallagher, Kevin P., S.Griffith-Jones, and J.A.Ocampo (2011). Capital Account Regulations for Stability and Development: A New Approach, *Issues in Brief*, No.22, Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future, November 2011.
- Gallagher, Kevin P., S.Griffith-Jones, J.A. Ocampo eds. (2012). Regulating Capital Flows for Long-Run Development, *Pardee Center Task Force Report*, Boston University, March 2012.
- Gallego, Francisco, L.Hernandez, and K.Schmidt-Hebbel (2002). Capital Controls in Chile :Were They Effective ? in Hernandez & Hebbel ed.*Banking Financial Integration, an International Crises*, Central Bank of Chile
- Gallego, Francisco and L.Hernandez (2003). Microeconomic Effects of Capital Controls : The Chilean Experience during the 1990s, *Central Bank of Chile Working Paper* No.203 February
- Gullermo, Le Fort V. and Lehman, Sergio. (2003). “The unremunerated reserve requirement and net capital flows: Chile in the 1990s.” *CEPAL Review* 81, September 2003
- Goldfajn, Han and Minella, Andre (2007). Capital Flows and Controls in Brazil, in S.Edwards ed. *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies*, NBER
- Gabel, Irene (2012). Dynamic Capital Regulations, IMF Irrelevance and the Crisis, in Gallagher et al eds. *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, Boston University
- Gregorio, Jose De and Lee, Jong-Wha (2003), Growth and Adjustment in East Asia and Latin America, *Working Paper* No.245, Central Bank of Chile
- Griffith-Jones, Stephany and Kevin P. Gallagher (2012). The Need for North-South Coordination, in Gallagher et al. *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development* (2012), Boston University
- Grill, V and MILESI-FERRETTI, G. M. (1995). Economic effects and structural determinants of capital Controls, *IMF Staff Papers*. No. 42(3), 517–551.
- Gruben, William C. And McLeod, Darryl (1998). Capital Flows, Savings, and Growth in the 1990s.

- Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.38, No.3, Fall 1998, 287–301
- Habermeyer, Karl, A. Kokenyne, C.Baba(2011). The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows. *IMF Staff Discussion Note (SDN)/11/14*, August 5, 2011
- Hutchison, Michael, J.Kendall, G.Pasricha, N. Singh(2009). Indian Capital Control Liberalization: Evidence from NDF Markets. *National Institute of Public Finance and Policy*, New Delhi
- IMF World Economic Outlook Open database
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/index.aspx>
- IMF(2002).Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability, *IMF Occasional Paper 211*
- IMF(2004). The IMF and Argentina, 1991 – 2001, Independent Evaluation Office, October 2004
- IMF(2005).Report on the Evaluation of the IMF’s Approach to Capital Account Liberalization, Independent Evaluation Office, April 2005
- IMF(2007a). Managing Large Capital Inflows, *World Economic Outlook*, Ch.3 October 2007
- IMF(2007b).The Quality of Domestic Financial Markets and Capital Inflows. *Global Financial Stability Report*, Ch.3 October 2007
- IMF(2011a). IMF High–Level Roundtable: Financial Crisis and Sovereign Risk—Implications for Financial Stability, March 18, Washington, D.C.
- IMF(2011c). World Economic Outlook Ch.4 Washington, D.C. April 2011
- IMF(2011d). (N.Eyzaguirre et al.) Managing Abundance to Avoid a Bust in Latin America, IMF Staff Discussion Note SDN/11/07, April 7, 2011
- IMF(2011e).IMF Note on Global Economic Prospects and Policy Challenges, G–20 July 9, 2011, Paris
- IMF(2011f). Policy Instruments to Lean against the Wind in Latin America, *IMF Working Paper* WP/11/59, July 2011
- IMF(2011g). World Economic Outlook, Washington, D.C., September 2011
- IMF(2011h). Global Financial Stability Report, Washington, D.C., September 2011
- Ishii, Shogo and Harbermeier, Karl(2002). Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability, *IMF Occasional Paper 211*, April 2002.
- Ito, Hiro and M.Chinn(2008). Notes on the Chinn-Ito Financial Openness Index, August 5 2008,
http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm
- Kawai, Masahiro(2010). Managing Capital Flows: Experience, Challenges and Policy Implications. *Presentation at the Seminar on “Macroeconomic and Financial Stability in Asian Emerging Markets”* Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur, 4 August 2010

- Kawai, Masahiro and Lamberte, M.B. (2010). Eds. *Managing Capital Flows: The Research for a Framework*, Asian Development Bank Institute, Edward Elgar Publishing Inc. MA, 2010
- Kawai, Masahiro and Takagi, Shinji (2010). A Survey of the Literature on Managing Capital Inflows, in *Kawai, Masahiro and M.B.Lamberte(2010). Ed. Managing Capital Flows: The Search for a Framework, Asian Development Bank Institute and Edward Elgar Publishing,*
- Klien, Michael W. and Giovanni P. Olivei (2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth, *Journal of International Money and Finance* 27, 861–875.
- Kiguyel, Miguel A., and Leonardo Leiderman (1993). On the Consequences of Sterilized Intervention in Latin America: The Cases of Colombian and Chile, Tel-Aviv University, June 1993.
- Krugman, Paul (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, September 2009
- Laurens, B. and L.Cardoso (1998). Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile, *IMF Working Paper* 98/168, December 1998.
- Le Fort, V. Guillermo and Carlos Budnevič L. (1996). “Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin Experiences,” Levy Economics Institute Working Paper No. 162, June 1996.
- Le Fort V, Gullermon and Lehmann, Segio (2003). The Unremunerated Reserve Requirements and Net Capital Flows: Chile in the 1990s. CEPAL Review 81, 33–64, December 2003
- Magud, Nicolas and C.M. Reihart (2006). Capital Controls: An Evaluation, *NBER Working Paper* 11973, January 2011
- Magud, Nicolas, C.M. Reihart, and K.S.Rogoff (2011). Capital Controls: Myth and Reality,- A Portfolio Balance Approach, *NBER Working Paper* 16805, February 2011. *Economics*, Volume 65, Issue 1, January 2005, Pages 249–266.
- Montiel, Peter J. (1994). Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates in *World Bank Economic Review*, vol. 8 (3), 311–50, September Oxford University Press,
- Ocampo, Jose Antonio and J. Stiglitz ed. (2006). *Capital Market Liberalization and Development*, Initiative for Policy Dialogue, Oxford University Press
- Ocampo, Jose Antonio (2008). A Broad View of Macroeconomics Stability, in N.Serra and J.E. Stiglitz eds. *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, The Initiative for Policy Dialogue, Oxford University Press, 2008
- Ocampo, J.A., S. Spiegel, and J.E. Stiglitz ed. (2008). Capital Market Liberalization and Development, in Ocampo, J.A. and J.E. Stiglitz ed. (2008) *Capital Market Liberalization and*

Development, Ch.1 , Oxford University Press

- Ocampo, J.A. and Jose Gabriel Palma (2008). The Role of Preventive Capital Account Regulations, Ocamopo & Stiglitz ed. *Capital Market Liberalization and Development*, Ch. 7 , *Initiative for Policy Dialogue*, Oxford University Press
- Ohta, Hideaki (2008). Capital/Financial Liberalization and Economic Development, Bulletin of the Faculty of Law and Letters, Comprehensive Policy making, No.24, February 2008
- Ortiz, Isabel, J.Chai, and M.Cummins (2011). Austerity Measures Threatens Children and Poor Households, *Social and Economic Paper* , UNICEF, September 2011.
- Osada, Mitsuhiro and Masashi Saito (2010). Financial Integration and Economic Growth: An Empirical Analysis using International Panel Data 1974-1997, *BOJ Working Paper* No.10-E-5, April 2010.
- Ostry, J.D, A.R.Ghosh, K.Habermeier, L.Laeven, M.Chamon, M.S.Qureshi,, and D.B.S.Reinhardt (2010). Capital Inflows: The Roles of Controls, *IMF Staff Position Note* 10/04, IMF, February 2010
- Ostry, J.D, A.R.Ghosh, K.Habermeier, L.Laeven, M.Chamon, M.S.Qureshi, A.Kokenyne. (2011) Managing Capital Inflows:What Tools to Use?, *IMF Staff Discussion Note* 11/06, April 5, 2011
- Palma, Jose Gabriel (2010). Why has productivity growth stagnated in most Latin-American countries since the neo-classical reforms? *Cambridge Working Papers in Economics* 1030, May 2010
- Poon, Jessie P. and Thompson, Edmund R. (1998). Foreign Direct Investment and Economic Growth: Evidence from Asia and Latin America. *Journal of Economic Development* 23 (2) :141-160, December
- Pou, Pedro (2000). Argentina's Structural Reforms of the 1990s, *Finance & Development*, Volume 37, Number 1, March 2000, IMF
- Prasad,Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and M. Ayhan Kose (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, *IMF Occasional Paper* 220.
- Prasad, Eswar S., Raghuram Rajan, Arvind Subramanian (2007). Foreign Capital and Economic Growth. *Brookings Paper on Economic Activity*, 1:2007
- Quinn, Dennis P. and A.M. Toyoda (2008). Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?, *Review of Financial Studies*, Vol.21-3, 1403-1449, May 2008
- Rajan,R., E.S.Prasad, and A. Subramanian (2007). Foreign Capital and Economic Growth, *NBER Working Paper* No.13619
- Rana, Pradumna B. (1998). Controls on Short-term Capital Inflows :The LatinAmerican Experience and Lessons for DMCs. *EDRC Briefing Notes* No.2, Asian Development Bank

- Reinhart, Carmen and P. Montiel (1999). Do capital controls influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s, *MPRA Paper* 13710, University Library of Munich,
- Reinhart, Carmen M. and R. Todd Smith (2002). Temporary controls on capital inflows, *Journal of International Economics*, Volume 57, Issue 2, August 2002, Pages 327–351
- Rodrik, Dani (1998). Who Needs Capital-Account Convertibility, in Peter Kenen ed. *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility Essays in International Finance* No.207, International Finance Section, Princeton University, May 1998
- Rodrik, Dani and A. Subramania (2008). Why Did Financial Globalization Disappoint?, Rodrik's Web, March
- Schadler, Susan (2010). Managing large capital inflows: taking stock of international experiences, in Kawai & Labbete ed. (2010). *Managing Capital Flows: The Search for a Framework*, Asian Development Bank Institute and Edward Elgar Publishing,
- Singh, Ajit (2002). Capital Account Liberalization, Free Long-term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development, *ESRC Centre for Business Research*, University of Cambridge Working Paper No.245, December
- Singh, Anoop, and others (2005). Stabilization and Reform in Latin America, *IMF Occasional Paper* 238, IMF, February 2005.
- Skidder, Soumyen (2006). Foreign Capital Inflow into India: Determinants and Management. *INRM Policy Brief* No.4 Asian Development Bank
- Stiglitz, Joseph E. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability, *World Development* Vol.28, no.6 : 1075–1086.
- Stiglitz, Joseph E., J. A. Ocampo Shari Spiegel, R. French-Davis, Deepak Nayyar (2006). *Stability With Growth: Macroeconomics, Liberalization And Development*, Oxford University Press.
- Stiglitz, Joseph E. (2008), Capital Market Liberalization, Globalization, and the IMF, in *Capital Market Liberalization and Development*, ed. by J.A.Ocampo & J.E.Stiglitz, Oxford University Press.
- Titelman, Daniel and Cecilia Vera (2009). A summary of the experiences of Chile and Colombia with unremunerated reserve requirements on capital flows during the 1990's, *CEPAL Serie financiamiento del desarrollo*, No.221, United Nations ECLAC, Santiago, December 2009.
- Uribe, Jose Dario (2003). Capital controls and foreign exchange market intervention in Colombia, *BIS Paper* No.23, September 2003
- Valdez-Prieto and M.Soto (1998) "The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile." *Empirica* Volume 25–2 January 1998

- Watanabe, Kenichiro, H.Akama, J.Mifune (2002). The Effectiveness of Capital Controls and Monitoring : The Case of Non-internationalization of Emerging Market Currencies. *EMEAP Discussion Paper*, January 2002., International Department , Bank of Japan
- World Bank Open Database <http://data.worldbank.org/>
- Yeyati, Eduardo Levy, S.L.Schmukler, and N. Horen (2008). Crises, Capital Controls, and Financial Integration. *Policy Research Working Paper 4770*, the World Bank, November
- Yoshitomi, Masaru and Ohno, Kenichi (1999). Capital-Account Crisis and Credit Contraction, *ADB Working Paper 2*, May 1999 Asian Development Bank Institute
- 荒巻健二 (2004) 「資本取引規制と国際資本フロー」 *PRI Discussion Paper Series No.06A-22*, 2006年7月
- 大田英明 (1999) 「通貨危機と今後の国際金融システム」『国際金融』1031号、1999年9月
- 大田英明 (2006) 「資本取引・金融自由化と経済発展—新しい成長のパラダイム—」、『愛媛経済論集』第25巻第2・3号、2006年8月
- 大田英明 (2007a) 「資本取引・金融自由化と安定的経済発展」、『愛媛大学法文学部論集総合政策学科編』第21号、23-91、2007年2月
- 大田英明 (2007b) 「資本取引・金融自由化と安定的経済発展」『経済セミナー』2007年6月 日本評論社
- 大田英明 (2009a) 「資本流入と成長率、国内貯蓄・投資比率—急速に変化する新興国における影響—」『季刊政策分析』第4巻第1・2合併号、2009年4月
- 大田英明 (2009b) 『IMF (国際通貨基金) : 使命と誤算』中公新書、中央公論新社、2009年11月
- 大田英明 (2009c) 「中東欧における通貨・為替制度と資本自由化—IMFプログラムとアジアの比較—」『愛媛経済論集』第29巻第1号、1-20、2009年12月、愛媛大学経済学会
- 大田英明 (2011a) 「アジアの金融資本規制の有効性に関する考察—インドと中国の経験—」『愛媛大学法文学部論集総合政策学科編』第30号、1-46、2011年2月
- 大田英明 (2011b) 「インドの資本自由化と規制—金融市場における有効性—」『愛媛経済論集』第30巻第1・2・3号、1-21、2011年3月
- 大田英明 (2011c) 「資本流入と実体経済・金融市場における影響—ラテンアメリカの経験—」国際経済学会報告論文、2011年10月
- 奥田英信・三重野文晴・生島靖久 (2006) 『開発金融論』日本評論社、2006年4月
- 桑原小百合 (2011) 「マクロ・ブルーデンス政策と新興国：中南米の事例を中心に」『国際金融』1220号、2011年1月1日
- 中尾武彦 (2012) 「国際金融の諸問題と我が国の対応」国際通貨研究所シンポジウム講演資

大 田 英 明

料、2012年3月15日

西島章次、小池洋一／編著（2011）『現代ラテンアメリカ経済論』ミネルヴァ書房2011年4月

Capital Account Liberalization and Controls in Latin America : the Experiences of Argentina and Chile

Hideaki OHTA^{*}

〈Abstract〉

This paper takes up two countries in Latin America, Argentina and Chile, as typical cases of different pattern of capital account liberalization and controls in the last decades, which could shed light on the importance of capital account controls and management. Chile successfully adopted capital account restrictions through URR (unremunerated reserve requirement) and other price-based measures of capital controls in the 1990s, but liberalized completely since 2000. On the other hand, Argentina has adopted capital and exchange controls after the termination of the IMF program since 2003. The analyses based on the VAR model show that capital inflows have put the real economy positively in Argentina, while that affected negatively in Chile since 2000s. The results may indicate that the recent success of Argentina in terms of economic growth and recovery of national income level could be due to the independence of economic policies including the restriction and management of capital account, together with improvement in the export competitiveness under the stability of real effective exchange rate in the last decade.

Keywords : International Capital Flows, Capital Account Liberalization and Controls, Real Economy, Foreign Exchange and Monetary /Financial Markets

JEL Classification codes : F21, O16, O19, O54

^{*} Ehime University, Department of Social Sciences, 3 Bunkyo-cho, Matsuyama City, Ehime Pref. , Japan, Tel & fax: +81-89-927-9266, e-mail: hoviolin@tea.ocn.ne.jp