

資本取引・金融自由化と安定的経済発展

大 田 英 明

目 次

はじめに

- I. 経済成長と資本自由化に関する従来研究サーベイ及び分析
- II. 資本取引の自由化に伴う諸問題
- III. 日本の資本自由化の経験
- IV. 各国の自由化と経済成長の実例
- V. 新しい発展戦略と経済成長
- VI. 結論

は じ め に

1990年代に本格化したアジア危機などの短期資本の流出に伴う「資本収支危機」の問題をきっかけとして、それまでのIMF・世銀など国際機関のマクロ経済政策の根幹をなしてきたいわゆる「ワシントン・コンセンサス」に基づく金融・財政、為替制度の改革及び貿易自由化や民営化のみでは中長期的に途上国の発展に必ずしも寄与していないのではないかと指摘がされている¹⁾。また、世界銀行の最近の報告にもあるように途上国の発展について1990年代の危機の経験をもとに改めて東アジア諸国の経済発展戦略について焦点が当てられている²⁾。とりわけ、経済自由化に基づく経済開発戦略は、既に反省期にあり、アジア危機後、再びアジア諸国の経済が活発化している現状から、東アジ

ア諸国の開発戦略を再評価する動きがある。一方、最近では根本的に経済成長と経済自由化に基づく経済政策全般との相関性の分析自体にも疑問が投げかけられてきている³⁾。自由な資本移動の実現によって資源の効率的配分を実現するという新古典派理論は先進諸国でも必ずしも適合するわけではなく、市場構造など不完全な途上国においては、なおさら当てはまらない場合が多いため、従来の自由化を目標に掲げる経済理論は再検討される必要があるだろう⁴⁾。こうした中、これまで国際金融や経済開発分野では資本自由化及び金融自由化がもたらす影響について様々な見解が出され、大きな争点となっているが、依然として資本・金融自由化と成長の関係の明確な結論はでていない⁵⁾。そこで、本分析では、1980-2005年の期間、途上国・新興市場経済諸国に限定した上で資本流出入に伴う経済成長及び国内投資及び貯蓄への影響について、途上国・エマー

1) Easterly [2001] は、「ワシントン・コンセンサス」に見られた楽観的な見方は過去20年間の途上国の状況によって説得性を失っており、途上国と先進国格差が拡大している事実を指摘し、成長率は1960年代から70年代までと比べ1980年代以降には低下しているが、1960~70年代の方が国家の介入や輸入代替政策が一般的であったとしている。さらに、世界銀行は1990年代の経験からいわゆる『改革』路線が途上国の成長に貢献したか、それについての教訓について様々な分析を試みているが、その中で資本・金融自由化のもたらす影響について経済政策を実施する際の注意すべき反省点を述べている (Zagha, R, Nankani, G. and Gill, I [2006], World Bank [2005])。

2) OECD [2005] や World Bank [2005] は、1990年代にアジア危機の経験を元に、今後の経済発展についてのインプリケーションについて考察している。

3) 旧来の成長率と各種の経済政策指標 (財政均衡, 金融自由化, 為替制度改革, 民営化など) の相関を問う回帰分析では、①特定の指標と成長との短期的な関係を指摘できても具体的な政策を提案するには説得的でないこと、②理論上の結果と実証の整合性を示すことは困難、③各国の異なる状況の中で統一的な指標で説明することは困難、④短・中期的な分析では成長率への長期的な要因が考慮できにくい (人的資源など) こと、などが指摘される (Pitchet [2006])。

4) 資本自由化が経済厚生の上昇をもたらすこと、すなわち経済成長率の上昇については統計的にも実証されていない。(Singh [2002] 等)

5) 1990年代まで各途上国で熱心に資本自由化を推進してきたIMFの責任は非常に重い。この点に関連して、Stiglitzは資本自由化によって、①消費の不安定性や②金利と為替変動のリスクなどをもたらすなど、安定的な経済成長にはマイナスであることから、IMFは途上国の資本自由化を説いて回るべきではないと主張する (J. Stiglitz [2004])。さらに、対外金融自由化もインドネシアにみられたように経済危機により特に貧困層への打撃が大きいと指摘する (J. Stiglitz [2005], p. 198)。

ジング諸国を対象に分析を試みた。その結果、全体的に資本流入に伴う経済成長への明確な関係はみられなかった。但し、途上国で資本自由化が本格化した1990年代には、直接投資の経済成長へのポジティブな影響はある程度認められたが、証券投資についてはむしろマイナスの影響がみられる。

最近ではIMFも資本取引自由化については金融市場の発展と深化などを自由化の前提とし、「順序立てて (sequencing)」進めることが重要である、との立場を鮮明にしつつあり、その点に関して学界でもコンセンサスが出来上がりつつある⁶⁾。しかし、途上国では金融機関の成熟には時間がかかる上、先進国のように金融機関が発達していても不良債権をかかえて金融危機に陥ることがある。従って、こうした議論は実際には有効ではないと考えられる⁷⁾。

本稿では、途上国の長期的な安定的経済発展の観点から、急速にグローバル規模で進展してきた金融自由化の流れのなかで、為替管理を厳格にして安易に海外資金に依存する構造を脱し、FDIを中心として長期資本の流入を促進しつつも、基本的に国内貯蓄の活用による投資の重要性を説き、望ましい発展戦略のパラダイムを提示する。途上国の新しい発展のパラダイムとして、従来国際機関などにおいても積極的に採り上げられなかった戦後日本の財政投融资や政策金融機関の役割を再評価し、安易に海外資金借入に依存せず、スキームの積極的な活用の重要性を提起する。

I. 経済成長と資本自由化に関する従来研究サーベイ及び分析

1. 従来研究に関するサーベイ

(1) 先行研究と一般的傾向

従来の研究では、経済成長率と資本自由化及び金融自由化の関係について分

6) 但し、最近WTOのドーハラウンドは総じて不調であるなか、サービス取引に関するGATSにおいて、金融自由化を途上国に迫る動きもあり、今後のWTO交渉の行く末をみる上でも重要な問題となっている。

7) Stiglitzら[2006]は、「途上国が金融機関などを整備した上で自由化をはかるとい議論は、事実上困難である」と指摘している。

析するものが多く、研究者によりその分析対象国の数、分類すべき対象の区分、対象期間、さらに変数の取り扱いなどが異なる。全体的に、現在までの分析結果では、経済成長率と資本自由化について明確な結論は見出せていない⁸⁾。

一般的に従来の資本・金融自由化と成長に関する諸分析では以下の点において根本的な問題がある。

第一に、経済発展段階や各国の状況の相違を考慮せず、一律な国別比較の調査を実施している分析が多いことである。さらに、そのため、資本自由化している国とそうでない国など全く条件の異なる国々・地域を例に統計的に「有意」、あるいは「有意でない」という統計上の単純な比較にとどまる場合が多い。

第二に、多くの分析では先進国を含み、その時点で十分に金融機関や資本市場は発展・成熟化しており、途上国における急激な資本移動（流出）の影響ほどの大きな影響を受けにくい状況になっていたことである。このため、途上国が資本自由化した場合の正確な分析ができていない⁹⁾。

第三に、自由化が急速に進展した時期とそうでない時期の区別を曖昧としたまま分析をしており、通貨・金融危機が発生した期間や国が除外されている場合が多いことである¹⁰⁾。途上国において本格的に資本取引自由化や金融自由化が進展してきたのは1990年代以降のことであり、この期間は、途上国における最初の本格的な「資本収支危機」が起きたのはメキシコ危機（94年）のみで、アジア危機（1997/8）以降の一連の危機は分析の対象外となっているため、

8) 例えば、経済成長と金融（資本）自由化の関係については、これまで代表的な研究として一般的には Quinn [1997] によるものが挙げられる。これは、資本自由化と GDP 成長率のポジティブな関係を示す文献として最も本格的な研究の一つとして挙げられている。主な論点は①資本自由化は経済成長率と強い相関関係がある；②金融自由化は法人課税漏れを助長する証拠は見出せない；③資本自由化と政府の財政赤字は正の相関関係がみられる；④資本自由化は所得分配を悪化させる傾向がある。しかし、分析対象期間が1960-89年で世界的に金融自由化が本格的に完了した時期ではないため、途上国における自由化の影響を推定し結論付けることは困難である。

9) 例えば、Eichengreen & Leblang [2003] は、統計の制約上対象 21 カ国の大半は先進国であり、そうでないのはアルゼンチン、ブラジル、チリなど比較的早くから金融自由化された中所得国であり、現在の途上国に適應する分析とはいえない。

成長へのバイアスが強い傾向がやすい。従って、概して資本自由化の成長率へのポジティブな結果となる傾向がある。

第四に、資本自由化に関する制度や統計の分類の問題である¹⁰⁾ 当該国の自由化の指標として、分析上のテクニカル面では、様々な方法が使われているが、為替取引制度や資本取引制度など各国の制度面の違いを横並びに比較することは困難である。資本取引の自由化に係る為替制度についても、為替取引・資本自由化の現状が IMF 指標をはじめとする「公式 (de jure)」的なものか、そうではない「事実上 (de facto)」なものか区別が困難であることがある¹²⁾

最後に、制度面とその分析が恣意的になりやすいことである。例えば、制度的な面を変数に入れて他の重要な経済指標である投資などと同様に分析を試みる例も多いが、例えば「腐敗度」のような変数はたとえそれが公正な基準で公

10) 多くの分析において、対象期間は 1980 年代末まで、あるいはせいぜい 1990 年代前半までの期間しか分析していないものも多く、アジア危機が発生した 1997 年以降を対象として分析は非常に少ない。1995 年以降を分析対象期間としているものは、Kraay [1998] が 1985～1997 年、Bekaert, Harvey and Lundblad [2005] が 1980～1997 年、Edison, Levine, Ricci and Sloek [2002] が 1973～2000 年、Eichengreen and Leblang [2003] が 1880～1997 年、Kaminsky and Schmukler [2003] は 1973～1999 年までを対象にしており、また、Bonfiglioli [2005] は 1975～1999 年を対象としているが、危機経験国（インドネシア、マレーシア、アルゼンチン、ブラジル、ロシア）を含まないという問題がある。ただ、Fratzscher & Bussiere [2004] は 1980～2002 年までを対象としており、主な資本収支危機の発生時期をカバーしている。

11) 福味・西島 [2005] は、投資と成長率に関するラテンアメリカにおける制度能力と直接投資に関して、アジア諸国との比較で制度能力の向上と直接投資の有意性を証明できないとするが、本来単純な「民主化」指標や「識字率」などを変数として分析したものであり、政府の能力と民主化の度合いはそもそも相関性があるかどうかは疑わしくあまり説得力がない。

12) 例えば、IMF の公式統計では、「独立」変動相場制に分類されている国でも、多数が実際には当局の介入によって基軸通貨に固定に近い状況になっている場合も多い (Reinhart & Rogoff [2002])。Edwards [2001] は、例として IMF の分類 (Exchange Rate and Monetary Arrangements) では、ブラジル、メキシコ、チリは 1992-94 年に同じ資本規制をしいていることになっているが、実際には各国とも大きく異なり、ブラジルは多くの規制を残し、チリは短期資本流入規制に限定して実施していたが、メキシコは事実上資本自由化されていたことを指摘している。

表されているとしても、恣意的な分析に陥りやすい。さらに、多くの分析では、途上国において資本自由化を実施する段階に達するまでの経済発展の段階や金融市場の発展度については何ら明確な基準が示されていない¹³⁾。実際には、どのようなファクターが経済成長に貢献しているかの検討が必要であるにも拘らず、そうした経路については各種調査文献では示されない場合が多い。

(2) 成長にポジティブあるいは不明との評価

一般的には Rodrik [2004] が示すように、現状では自由化と成長率には明確な相関性はないとの結論が導かれている¹⁴⁾。一層厳密に分析する必要があるものの、これまでの分析では、概して資本自由化の影響、とりわけ経済成長への貢献について、様々な指標（教育水準、投資、経済変動への影響、金融市場の発展度）を使って分析が試みられているが、いずれも明確な関係は見出されていない（表1）。

これまでの分析では、資本・金融自由化が全体として成長率や投資に比較的正面的な影響をもたらすとする分析でも、Edwards [2001] のように、金融市場が成熟しているほど自由化後の経済に好影響を与えるとし、比較的金融市場が発展している先進国により一層当てはまるとする限定的な見解が多い。また、Kaminsky ら [2003] も長期的な金融自由化の影響がポジティブである可能性を指摘するが、資本自由化と成長に関しては明確な結論を出していない。

さらに、一般的な資本自由化のなかでも短期の債券売買と区別した上で株式市場の自由化は成長にプラスであるとする見解がある。しかし、株式投資には短期の売買と直接投資における株式取得の場合の双方が含まれ、短期資本の流

13) Glick 等は、資本自由化している国の方がむしろ通貨危機になりにくいとの結果を出している (Glick, et al. [2004]) が、その管理能力や政治面を含む制度的な発展度などを基準に分析しており、こうした基準は恣意性が入りやすい問題がある。さらに、対象国にそもそも資本流入が少ないアフリカのような国も入れたこと、1997年までの危機が本格化した時代を外していることなど分析自体の信憑性が低い。

14) Rodrik [1998] 参照。

資本取引・金融自由化と安定的経済発展

表1 資本・金融自由化と経済成長に関する過去の研究

| 分類 | 研究者 | 対象 | 対象国 | 対象期間 | 内容 | 評価・問題点 |
|--------------------------|--|----------------|----------------------|--------------------------------|---|--|
| 金融・資本自由化の成長にポジティブ(条件付含む) | ①Quinn(1997) | | 64(先進国21; 途上国43) | 1975-89(4期間) | IMF AREAER(Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) 著にて資本規制を5段階に数値化。資本自由化は成長にプラス | 対象期間が途上国資本自由化の本格化以前のため、事実上先進国が分析対象でバイアス大。 |
| | ②Edwards(2001) | 資本自由化、資本移動 | 61(先進国21; 途上国40) | 1975-1997 | 金融成熟度指標(流動性比率)を考慮し、三期間(1975-82、1983-89、1990-97)対象に資本規制と資本流出入の影響、さらに1980年代の成長への影響を検証。金融市場など整備された比較的進んだマージング諸国のみ金融自由化は経済成長にプラスであり、その他の低所得国などの途上国は異なる。 | 資本自由化の成長への影響を1980年代に限定しているが、多くのエマージング・途上国で資本自由化が本格化したのは1990年代であり、分析の有効性は疑問。 |
| | ③Arteta, Eichengreen & Wyplosz(2001) | 資本自由化、金融部門の成熟度 | 52-62 | 1973-92(3期間) | マクロ経済安定化後の資本自由化の効果測定。投資、人的資源、金融部門の発展など変数に採用し、Quinnの指標採用。金融発展度と資本自由化の関連性は必ずしも高くない。自由化以前の制度的な成熟度が問題。1980年代が70、80年代より誘得性あり。 | 開市場指標など信頼性にかける指標を使用し、また途上国の本格自由化以前の期間を中心に分析しており、途上国における資本自由化の影響については説得性が低い。また、対象期間が主に1989年までで本格的な途上国の資本自由化時期をはずしており、説得性低い。 |
| | ④Kaminsky & Schmukler(2003) | 金融自由化と株式市場 | 28(先進国14; 振興国・途上国14) | 1973-1999 | 先進国(金融市場発展)では自由化後の市場悪化は途上国に比べ少ない。長期的な金融自由化の金融部門の発展、投資、成長率へのポジティブな影響。 | 資本自由化と成長の関係は必ずしも明確でない。金融部門の発展した国(すなわち先進国)が自由化した場合に経済変動への影響が少ないのは当然。 |
| | ⑤Bekaert, Harvey & Lundblad(2003) | 株式市場の自由化 | 95(75) | 1980-1997 | 自由化の影響を(1人当たり)GDP成長率、各GDP指標(消費、政府投資、投資、貿易黒字)及び金融自由化指標、人的資本(教育水準等)を用いて分析。ただし、資本自由化と成長率については不明確で、先進国にバイアスがかかる。一方、株式市場自由化は5年内に1人当たり経済成長率を1%増加。 | 先進国と多くの自由化されていない途上国(51カ国)を横断的に分析しており、有効性には疑問。特に1980年代末-90年代初の自由化期には有意でないことを示す。また、各指標では、教育水準、寿命等の不明確な指標を用いて分析しており結果は説得的でない。各指標を除いた資本自由化指標に限定すると成長率にはマイナスとなっている。 |
| 金融・資本自由化の経済成長への影響は不明 | ⑥Dhingra(2004) | 資本収支、証券投資 | 58(途上国) | 1975-2000 | 資本流出入をFDIと株式に分けて分析。株式市場の自由化は資本自由化以前に実施されてもFDI中心であれば経済成長にプラス。一方、債券や対外銀行借入れはネガティブな影響。 | 殆ど株式市場が整備されていない途上国を多く含むため、FDIの影響が過大評価の可能性あり |
| | ⑦Rodrik(1998) | 資本自由化 | 100 | 1975-1995 | クロスセクション分析(OLS)。1人当たり所得の成長率、投資、インフレーションと資本自由化の関係分析。明確な関係は見られない。 | 対象期間がアジア危機(1997/8)以前であり、途上国における資本自由化の影響は正確にわからない |
| | ⑧Kraay(1998) | 資本自由化 | 64 | 1985-1997 | 資本自由化と成長率、FDI証券投資、対外債務の影響を検証(指標にQuinnのものを使用し)、資本規制を成長、投資、インフレーションと経済変動の点で評価。資本自由化は全体的に経済成長への貢献は不明。資本自由化により経済変動が拡大するとも言えず、政策や制度面の発展が悪影響を緩和するとも結論できず。 | 1988年以降の危機(R7/A、トルコ、アルゼンチン)の時期を含めれば、一層正確な結論が出た可能性 |
| | ⑨Edison, Klein, Ricci & Stoek(2002,2004) | 資本収支、株式投資 | 89(先進国20; 途上国69) | 1976-1995 | 1人当たりGDPに対する教育水準(中等教育就学率)、投資、人口増加、法制度、経済政策等の変数を使用し、成長率への影響を分析。資本自由化の成長率への影響は不明。ただし、中所得以上の国ではポジティブな影響ある可能性を示唆。 | 資本自由化による経済成長への純粋な影響は計測しにくい |
| | ⑩Fretzschler & Bussiere(2004) | 金融・資本収支 | 45(先進国11; 途上国34) | 1980-2002 | 資本・金融自由化前後の影響を検証。資本自由化後9年は成長率が上がるが、その後はリスク高まる。FDIの成長への貢献認め。 | 途上国での資本自由化は1980年代に本格化しており、先進国を自むため、その分成長バイアスがかかっている |
| | ⑪Chinn & Ito(2005) | 資本自由化、金融部門の成熟度 | 108(先進国22; 途上国86) | 1980-2000 | 金融自由化には金融・資本市場など制度面の発展・成熟が必要であり、資本自由化の前提となる | 制度面の発展度を数値化することは困難 |
| | ⑫Klein & Olive(2006) | 資本収支、金融部門 | 67 | 1975-1995(1986-1995は資本自由化対象期間) | 資本自由化と金融部門深化をIMF AREAER 著にて分析 資本自由化は金融部門発展と経済成長にプラスだが、資本自由化は先進国のみプラスの傾向(途上国は検証されず) | 対象期間がアジア危機(1997/8)以前で成長バイアス |

出入のリスクについては明確な結論が出にくい¹⁵⁾ ただし、発展段階によって資本自由化の影響は異なるとの見解があり、資本自由化は中所得国において成長に貢献し、低所得国や先進国ではそのような関係が見られないとの分析結果もある¹⁶⁾

途上国では、発展段階において所得水準の向上に伴い金融市場が深化し、金融市場を有効に活用すれば、結果的に経済成長に貢献する可能性もある。これに関連して、対外資金に依存する途上国の成長率は高くないが、高度に成熟した金融面の発展を遂げた国では、成長と対外資金を活用した成長が可能であるとの見解もある¹⁷⁾

Aizenman は、「金融自由化は当該国の経済リスクを高める可能性があるが、長期的に成長に貢献する」との見解を示し¹⁸⁾「資本勘定の自由化は当該国がある程度経済発展段階に達したあとに初めて成長率がプラスになる例がある」とする¹⁹⁾ この考え方は、Eichengreen ら [2001] によっても共有され、マクロ経済上の不均衡を除いた上で組織面での強化をはかった上での資本自由化が望ましいとの見解を示している²⁰⁾

さらに、Bonfiglioli [2005] は、金融自由化の影響は全要素生産性 (TFP)

15) Dhingra [2004] は、株式市場の自由化も FDI が中心の投資であれば経済成長にポジティブな影響を与える可能性を指定する。しかし、各国の資本収支統計では、FDI による株式投資かどうか明確に区別されない問題がある。

16) Klein [2003] は、①初期の所得水準と資本の開放度の指標、②政府の「質」(政策)と資本自由化の度合いなどを使って結論付けている。しかし、指標の恣意性がある可能性は残されている。

17) J. Vlachos & Waldenstroem [2005]。本分析は、金融の発展度によって区分した上でそれぞれ金融・資本自由化の影響を分析した試みであり、全体のサンプル分析では金融の深化(資本自由化及び資本市場の発展度)の経済成長への目立った影響は見られないが、比較的発達した金融市場を持つ国では、自由化は経済成長率と正の相関関係が見られることを示している。さらに、本分析では、発達した金融市場を持つ国では新規企業の創設とその生産増加については金融・資本自由化はポジティブな影響が見られるとしているが、これは先進国における問題であり、必ずしも途上国に当てはまるものではない。

18) Aizenman [2002]

19) Aizenman [2005] この考え方は、Chin & Ito [2005] でも支持され、貿易自由化は資本自由化の前提条件であり、また株式市場の発展には銀行部門の発展が前提としている。

20) C. Arteta, B. Eichengreen and C. Wyplosz [2001]

にポジティブな効果をもたらす可能性はあるものの、各国の状況により異なり、経済発展の状況や制度面なども影響するとする。さらに、経済成長は通常生産性の成長や資本蓄積よりむしろ TFP の相違によるとすると指摘する。対外金融自由化が途上国の場合に危機を引き起こす可能性を指摘するが、自由化が必ずしも金融危機を引き起こすとは必ずしもいえないとしている²¹⁾

長期資本の流入を促進する点について、Singh [2002] は、一般的に FDI の方が資本流出に伴う経済変動の可能性は低いとされるが、必ずしもそうではなく、当該国の経済発展の状況、特に国際市場や当局の資本・為替規制の状況によって異なると主張する²²⁾ この点では、近年国際的な企業の合併・買収 (M&A) が盛んに行われる中、従来の FDI で多くみられた新規投資、すなわち途上国などに新規産業が投資され、受け入れ国の雇用・所得のみならず、中長期的な技術水準の向上や産業構造の高度化に寄与するものばかりではないことは認識されるべきであろう²³⁾

(3) 成長との関係に否定的見解

先進国は途上国と異なり、金融危機が発生してもそれを吸収できる規模の経済を有しており、米国でも赤字財政や世界からの資金調達が可能であるが、途上国では資本自由化に伴う短期資金の移動（特に流出）は当該国の経済変動に甚大な影響を与える²⁴⁾ 通貨危機による当該国の債務危機発生のみならず、特に金融自由化に伴う銀行危機が起きた場合、投資は減少し、技術革新も停滞し

21) ただし、Bonfiglioli の分析は対象期間が 1975～1999 年で、その後起きたアルゼンチン [2001/2]、トルコ [2001] の通貨・金融危機は対象期間に含まれていない上、対象国に通貨・金融危機の発生したロシア、アルゼンチン、ブラジルなどが除外されているため、計測結果には説得力がないと考えられる。

22) Singh [2002] は、投資受入国の経済の発展段階や国際経済との統合の度合い、さらに（技術等）吸収する能力などに依存すると指摘する。また、FDI 目的の資金流入も当該国の国際収支の変動に大きな影響を与え、為替の急激変動に結びつきやすいこと、さらに当該国の経済政策の独立性に影響を与える可能性を示唆している。

23) 現在の国際収支統計では新規投資と M&A による資本移動は区別されず双方とも FDI に分類されている。BIS [2004] Box 1 (p. 7) 参照。

24) Stiglitz [2004 a] p. 61

経済全体に大きなマイナス効果をもたらす。

資本自由化に慎重であるべきとの立場から Stiglitz は、従来の IMF が率先して途上国に資本自由化を推進してきたことで、90年代以降の通貨・経済危機を引き起こした大部分の原因・背景となっていると指摘し、それが経済を不安定にさせ、経済成長を阻害しているとする²⁵⁾ 一方、Eichengreen & Leblang [2003] は、本格的な「資本収支危機」が発生した1993-97年の期間に限定した分析として、資本取引の制限はより効果的であったと分析している。

また、Easterly [2000] は資本・金融自由化による影響としては、①経済変動リスクを回避できるとは限らず、逆効果の場合があり、②安定成長に貢献するというよりむしろ1人当たりGDPのボラティリティを高める傾向がある、③金融機関の発達（民間貸出のGDP比率）は一定の水準までボラティリティを低下させてもそれを超えると債務の増加により不安定化する、との結果を提示している²⁶⁾

さらに、Fratzcher & Bussiere [2004] は従来の成長率と資本自由化に関する分析は一般的に「静学的」であり、資本自由化と成長の関係を説明する際には、「動学的」、すなわち資本自由化の過程における短期と長期の影響を考慮すべきとし、さらに資本自由化当初の5年間までは資本流入により投資ブームによる成長は見込まれるものの、それを過ぎると経常収支赤字拡大などから次第にリスクが高まり、中期的には危機に陥る可能性を指摘する²⁷⁾ 特に、短期に資本流出を招きやすい証券投資自由化の長期的影響は、先進国・途上国を問

25) 世界銀行の調査 (Demirguc-Kunt & Detragiache [1998] ら) では資本自由化によって経済が不安定化することを示していると指摘する (Stiglitz [2004 b])。

26) Easterly, Islam and Stiglitz [2000]

27) Fratzcher & Bussiere [2004]。McKinnon & Pill (1997, 1999) や Kaminsky and Schmulker [2003] は、短期的な成長、中期的な危機、長期的にはプラスになるという見解を示す。しかし、この説はあくまで先進国を含む一般論であって、途上国を対象とすれば、この結果は相当異なる可能性がある。例えば、Kaminsky and Schmulker [2003] では、28カ国を対象として、1973~1999年を分析しているが、NIEs (韓国, 台湾, 香港) を除けば、途上国はわずか11カ国 (インドネシア, マレーシア, フィリピン, タイ, アルゼンチン, ブラジル, チリ, コロンビア, メキシコ, パルー, ヴェネズエラ) であり、アルゼンチンの危機 [2001/2] は対象期間外となっている。

わずマイナスとなる計測結果も出されており、途上国の長期的な安定成長には、金融市場の対外自由化に対し一層慎重にするべきであることを示している²⁸⁾

2. 資本・金融自由化と経済成長及び国内投資・貯蓄率への影響分析

(1) 概要

多くの先行研究では、資本・金融自由化の影響を人的資源、金融部門の成熟度（株式市場、国内金融市場の発展度）、資本移動度（代替指数を含む）、対外開放度、当該国の制度面など多様な指標を用いて経済成長に与える影響などを取り扱っている。しかし、こうした指標自体が取り扱い方や仮定の置き方によって、分析結果が大きく異なり、恣意的となる可能性もある。

したがって、本分析では、上記のような公式（*de jure*）の資本自由化指標の限界を考慮に入れ、当該国の資本・金融収支のうち、直接投資、証券投資、及び（借入を含む）「その他投資」のネット流入（GDP比）に注目し、それらを各国における事実上（*de facto*）の対外開放度、すなわち資本自由化の程度とみなし、資本の流入（流出）がどれだけ経済成長率や国内投資・貯蓄に影響を及ぼしているかをみるために対象を途上国・エマージング経済諸国に限定して分析する²⁹⁾ また、分析期間は、各国で資本自由化の影響が現れてきた1980年代以降2005年までとする。また、本分析における対象国は、少なくとも経常

28) ただし、同分析では、先進11カ国のほか、途上国・エマージング諸国で資本自由化が本格化した90年代ようやく市場経済化した移行経済諸国10カ国もサンプルに入れているため、成長バイアスがかかっている点は否めず、途上国全体の資本自由化の経済成長に及ぼす影響について厳密な判断は下せないと考えられる。

29) 先進諸国は1980年代前半に資本自由化が本格化した時点で既に金融部門など制度的な成熟度が高かったために、発展段階における資本自由化の影響を十分に把握できない恐れがあるためである。対象国はアルゼンチン、ブラジル、メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア、ベネズエラ、エジプト、チュニジア、モロッコ、南アフリカ、ロシア、トルコ、中国、韓国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、インド。ロシアは1980年代の統計がないため、対象国としては1990年代以降。証券投資のみならず外国投資の流入が非常に少ない低所得国（例：サブサハラ諸国など）は対象国から除外している。また、中東欧・旧ソ連など移行経済諸国は、1990年代以前のデータが少ないことに加え、制度面や教育水準など人的資源が先進国並の水準にあるため、除外している。

取引では為替の交換を自由化している途上国，エマージング経済諸国とする³⁰⁾

(2) 資本流入の GDP 成長率へ影響

まず，GDP 成長率への影響について外国直接投資（FDI），証券投資流入，及び借入を含む「その他投資収支」を変数として回帰分析を試みた。対象期間を 1980 年から 2005 年までとし分析した結果，以下の傾向がみられた。

まず，全体的に 80 年代は概ね FDI が有意であり，成長率と正の相関がみられる。証券投資はほとんど有意な関係はみられない。ただし，1980 年代前半は，有意性は低いものの，ラテンアメリカの債務危機などの影響で証券投資は負の相関がみられる。

表 2 資本自由化と成長率 (1)

| 説明変数 | | 1980-85 | 1985-1990 | 1990-1995 | 1995-2000 | 2000-2005 |
|--------|----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| FDI 流入 | 係数 | 0.9628* | 0.7215** | 0.9730** | 0.2664 | -0.3548 |
| | 標準誤差 | (0.4983) | (0.2948) | (0.3398) | (0.2933) | (0.3889) |
| | t 値 | (1.9323) | (2.4478) | (2.8634) | (0.9081) | (-0.912) |
| 証券投資 | 係数 | -0.2205 | 0.7586 | 0.2607 | -0.1078 | -0.2711 |
| | 標準誤差 | (1.2512) | (0.6128) | (0.3932) | (0.1991) | (0.1930) |
| | t 値 | (-0.176) | (1.2379) | (0.6629) | (-0.541) | (-1.405) |
| その他投資 | 係数 | 0.4318 | 0.5264* | 0.2458 | 0.1861 | 0.3434* |
| | 標準誤差 | (0.3192) | (0.2600) | (0.2450) | (0.1857) | (0.1697) |
| | t 値 | (1.3528) | (2.0245) | (1.0035) | (1.0021) | (2.0232) |
| | R ² | 0.3368 | 0.3268 | 0.3683 | 0.1450 | 0.2102 |
| | DW | 1.1872 | 1.5627 | 1.6514 | 1.1860 | 1.8089 |

(注 1) $y = \alpha - \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + u$ (y : 1 人当たり GDP 成長率, x_1 : FDI, x_2 : 証券投資, x_3 : その他投資 (対外借入を含む) のネット流入 (GDP 比))

(注 2) 対象国はアルゼンチン，ブラジル，メキシコ，チリ，ペルー，コロンビア，ベネズエラ，エジプト，チュニジア，モロッコ，南ア，ロシア，トルコ，中国，韓国，シンガポール，マレーシア，タイ，フィリピン，インドネシア，インド。

ロシアは 1990 年代以降。南アは 1985 年以降。

(注 3) ***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意。

(出所) IMF, "International Financial Statistics" より筆者作成

30) 本分析では，多くの東・東南アジア諸国にみられるような直接投資流入による経済発展への貢献を考慮に入れるため，FDI 流出入の影響を採り入れる。対象国では，資本勘定の一貫性がない国，1980 年以降の統計がない国や国際収支が特定国の支援によって大きく有利に働いている国（例：イスラエル）などは除外している。また，1990 年代に資本収支危機を経験した主な国々は対象国に入れている。

1990年代に入ると、全体に資本流入と成長率の関係は希薄となり、1990年代前半にはFDIのみポジティブな影響がみられる。しかし、1990年代から各指標ともほとんど有意性を持たず、アジア危機をはじめとする「資本収支危機」が本格化した状況を反映しているとみられる。

この分析では、各変数（FDI、証券投資、「その他」投資）の間に高い相関がある多重共線性（multicollinarity）が生じている可能性がある。そこで、各変数を個別に回帰し分析したものが表3に示される。

これでも、上記の重回帰の場合と同様、1990年代に入ると全体的に各変数と成長率の有意性が低下している。特に1990年代後半以降は、資本流入と経済成長率にはほとんど有意な関係は見られない。FDIは1980年代、1990年代前半を通してGDP成長率に比較的ポジティブな影響がみられるが、1990年代後半以降（すなわちアジア危機など資本収支危機が本格化した時期）では統計的に有意な関係はみられない。一方、証券投資は有意性は低いものの、成長率にマイナスの影響を与える傾向がある³⁾ また、「その他の投資」収支は概

表3 資本自由化と成長率 (2)

| 説明変数 | | 1980-1985 | 1985-1990 | 1990-1995 | 1995-2000 | 2000-2005 |
|-------|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| FDI流入 | 係数 | 0.9802** | 0.5281* | 0.9250** | 0.3113 | -0.0757 |
| | 標準誤差 | (0.4380) | (0.2957) | (0.3222) | (0.2258) | (0.2847) |
| | t値 | (2.2380) | (1.7860) | (2.8708) | (1.3786) | (-0.266) |
| | R ² | 0.2276 | 0.1505 | 0.3025 | 0.0909 | 0.0037 |
| 証券投資 | 係数 | 1.3094 | 0.1035 | 0.0115 | -0.3252 | -0.0126 |
| | 標準誤差 | (0.7352) | (0.6156) | (0.4405) | (0.2962) | (0.2238) |
| | t値 | (1.7810) | (0.1682) | (0.0261) | (-1.098) | (-0.056) |
| | R ² | 0.1572 | 0.0016 | 0.0000 | 0.0597 | 0.0002 |
| その他投資 | 係数 | 0.5192 | 0.2399 | 0.3106 | 0.0943 | 0.2117 |
| | 標準誤差 | (0.3316) | (0.2466) | (0.2767) | (0.1758) | (0.1589) |
| | t値 | (1.5659) | (0.9728) | (1.1226) | (0.5365) | (1.3327) |
| | R ² | 0.1261 | 0.0499 | 0.0622 | 0.0149 | 0.0855 |
| 対象国 | | 19 | 20 | 21 | 21 | 21 |

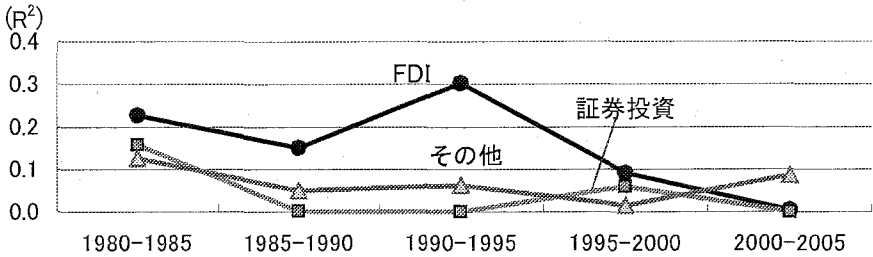
(注1) 各変数（FDI、証券投資、その他投資〔対外借入含む〕ネット流入（GDP比）のGDP成長率（1人当たり）への回帰。

(注2) 対象国はアルゼンチン、ブラジル、メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア、ベネズエラ、エジプト、チュニジア、モロッコ、南ア、ロシア、トルコ、中国、韓国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、インド。ロシアは1990年代以降。南アは1985年以降。

(注3) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意。

(出所) IMF “International Financial Statistics” より筆者作成

図1 資本流入と経済成長率の相関



(注) 「その他投資」は海外借入を含む。

(出所) IMF “International Financial Statistics” IIF より作成

ね有意とはいえない。

以上の分析の結果は以下のようにまとめられる。

第一に、1990年代後半のアジア危機発生など本格的な「資本収支危機」が発生して以来、資本流入の成長への影響はFDI以外には殆ど見られない。これは、1990年代に入り、各国の状況が異なり、ネットで見るとFDIでも海外に進出する企業がアジアNIEsやASEANのみならず最近では中国からも増加しており、FDIの成長率への相関は最近では一層曖昧になっていると考えられる。

第二に、証券投資の成長率への関係も有意性は低く、殆ど成長に貢献しておらず、むしろネガティブな影響があるとみることができる。

第三に、FDI流入は比較的成長にポジティブな関係がみられるものの、その相関性は1990年代後半以降低下している。

最後に、ネットの「その他の投資」収支は、成長率にはほとんど影響が見られず、統計的にも有意ではない。

(3) 資本流入と国内投資・貯蓄率への影響

一方、資本自由化に伴う直接投資(FDI)の流入(ネット、GDP比)、証券

31) 本分析は、1990年代の主な「資本収支危機」経験国を全て含んでいる。従って、証券投資の流出の影響が成長率に大きく影響(ネガティブな相関)を与えていることは明らかである。

表 4 資本流入による国内投資/貯蓄比率への影響

| 説明変数 | 国内投資比率 | | | | | 国内貯蓄比率 | | | | | |
|-------|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| | 1980-1985 | 1985-1990 | 1990-1995 | 1995-2000 | 2000-2005 | 1980-1985 | 1985-1990 | 1990-1995 | 1995-2000 | 2000-2005 | |
| FDI流入 | 係数 | 1.0635 | 1.1068 | 1.4965* | 1.4307** | 0.3825 | 0.3801 | 1.4649** | 2.3363*** | 2.4576** | 0.7145 |
| | 標準誤差 | (1.4345) | (0.8673) | (0.7572) | (0.6636) | (0.8420) | (1.2321) | (0.6425) | (0.6995) | (1.0151) | (1.4602) |
| | t値 | (0.7414) | (1.2762) | (1.9785) | (2.1560) | (0.4542) | (0.3085) | (2.2799) | (3.3398) | (2.4211) | (0.4827) |
| | R ² | 0.0332 | 0.0830 | 0.1705 | 0.1966 | 0.0107 | 0.0059 | 0.2241 | 0.3699 | 0.2358 | 0.0121 |
| 証券投資 | 係数 | 3.6044 | 1.4193 | -1.6655 | -0.8701* | 0.2140 | 4.8064* | 0.3350 | -2.2246** | -2.0304*** | -1.1727** |
| | 標準誤差 | (1.8652) | (2.2191) | (0.9705) | (0.4353) | (0.4292) | (2.3341) | (0.5699) | (0.9608) | (0.5692) | (0.5760) |
| | t値 | (1.7652) | (0.6396) | (-1.716) | (-1.999) | (0.4988) | (2.0592) | (0.5878) | (-2.268) | (-3.446) | (-2.036) |
| | R ² | 0.0966 | 0.0222 | 0.1342 | 0.1738 | 0.0129 | 0.2095 | 0.0188 | 0.2131 | 0.3846 | 0.1791 |
| その他投資 | 係数 | 0.5762 | 0.1529 | 1.0013* | -1.0743** | 0.3029 | 0.0977 | -0.0585 | 0.4878 | -2.0467** | -1.5992** |
| | 標準誤差 | (0.6199) | (0.5665) | (0.5712) | (0.5067) | (0.4658) | (0.5425) | (0.6468) | (0.6429) | (0.7327) | (0.6617) |
| | t値 | (0.9294) | (0.2698) | (1.7530) | (-2.112) | (0.6504) | (0.1800) | (-0.090) | (0.7587) | (-2.793) | (-2.417) |
| | R ² | 0.3665 | 0.0040 | 0.1392 | 0.1901 | 0.0218 | 0.0020 | 0.0005 | 0.0294 | 0.2911 | 0.2352 |

(注1) 各期間の FDI, 証券投資, その他投資のネット流入 [GDP 比] を説明変数とした貯蓄・投資比率 (GDP 比) への回帰。

(注2) 対象国はアルゼンチン, ブラジル, メキシコ, チリ, ペルー, コロンビア, ベネズエラ, エジプト, チュニジア, モロッコ, 南ア, ロシア, トルコ, 中国, 韓国, シンガポール, マレーシア, タイ, フィリピン, インドネシア, インド。ロシアは 1990 年代以降。中国, シンガポール, 南アは 1985 年以降。

(注3) ***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意。

(出所) IMF, "International Financial Statistics" より筆者作成

投資 (同), および「その他」の流入 (同) が受入国の国内投資 (GDP 比) や貯蓄率 (同) に及ぼす影響をみてみると, 以下の結果が得られた (表 4)。

第一に, 資本流入の各変数である FDI, 証券投資, その他の投資のネットの流入 (GDP 比) の国内投資・貯蓄比率 (同) への影響は全体的に FDI が比較的正ティブである。この傾向は特に 1990 年代に著しい³²⁾

第二に, 1990 年代以降の証券投資流入は主に国内投資・貯蓄ともにネガティブな相関関係が認められた。但し, 1980 年代後半には若干のポジティブな影響がみられる。これは, 多くの途上国・エマージング諸国ではまだ資本自由化が本格化しておらず, 資本規制が残っていたことも関係しているとみられる。

第三に, 「その他の投資」では 1990 年代後半の「資本収支危機」が本格化した時期では投資・貯蓄率ともマイナスの影響がみられる。

すなわち, 資本自由化による資本流入の影響として, FDI の流入は確かに国

32) 例えば, 当該国が海外に投資目的で資本を流出させた場合, ネットでの流入は相殺され, 国内投資との関係が不鮮明となる場合があると考えられる。アジア危機以前の期間 1978~1995 年を対象とした資本流入の貯蓄・投資比率への影響においても証券投資については明確な投資率の上昇は確認されていない (Bosworth & Collins [1999])。

内投資比率や国内貯蓄比率の向上には影響を与えている。しかし、証券投資は全体的に国内投資・貯蓄率ともネガティブな影響を与える傾向がある。これは1990年代の「資本収支危機」が起きたことと密接に関係していると見られる。

以上から、FDI流入は一般的に国内投資の増加に好影響を与えていると見られる。一方、証券投資は国内投資や貯蓄率にネガティブな影響を与えていることから、金融自由化に伴う証券投資の流出入は当該国の実体経済の基盤形成にむしろマイナスであることが示される。もちろん、外国からの資金流入如何にかかわらず、国内貯蓄率の向上とともに国内企業や公共投資の増加が必要であり、外国企業の直接投資のみでは、当該国の全体的な国内純投資の増加を引き起こすことはできない³³⁾

3. まとめ

以上の途上国・エマージング諸国における資本フローによる経済成長率や国内貯蓄・投資比率への影響を分析した結果から、資本流入の増加（すなわち資本自由化）は、外国直接投資（FDI）の場合には多少なりとも当該国の経済成長に貢献する可能性はあるものの、対外借入や証券投資流入は必ずしも国内投資や貯蓄率にポジティブな影響を与えるとはいえないことが再確認された³⁴⁾。従って、途上国では安定的経済成長のためには海外資金に依存せず国内資本の蓄積と貯蓄率の向上が重要であることを示している。

33) FDIの流入によって国内投資と貯蓄率の向上の全てが説明できるわけではない。途上国においては、貯蓄率の上昇が一定期間を経て生産性の向上につながることを示され、その背景には全要素生産性（TFP）の上昇が貢献していると指摘される（Aghion, Philippe, D. Comin and P. Howitt [2006]）。

34) ただし、対象国が比較的少なく、サンプル数の制限があり、また各国によって資本収支の統計が異なっているため誤差が生じている可能性は否定できないため、断定的な判断は出来にくい面もある。また、先進諸国に近接した国々では必ずしもFDIが流入しない場合でも技術移転の促進が進む一方、そうでない途上国では貯蓄率と投資の相関性が高いなど各国の条件の相違があることが示される（同）。

II. 資本取引の自由化に伴う諸問題

一般的に先進国・途上国を問わず、資本取引自由化を実施すれば、大量の資本が短期に流出する「資本の逆流」(capital reversal)を伴う通貨危機が発生する可能性が高まる。その際、為替の下落により通常外貨建ての対外債務の水準は増加し、当該国がソブリン債券を発行している場合には財政収支も大幅に悪化し、さらに国内貯蓄と投資のバランスを崩す可能性がある。このため、資本・金融自由化自体が当該国の中長期的な安定的経済発展を阻害する可能性がある。特に当該国の通貨取引を完全に自由化することは、為替相場の大幅な変動リスクを高める。従って、特に途上国では經常取引に関しても非居住者による当該国通貨、特に通貨取引を管理することが重要で、まして資本自由化には慎重な対応が必要である。

以下において、資本取引自由化に伴う様々な問題点について述べる。

1. 国際収支上の問題

アジア危機のような「資本収支危機」においては、短期資本の「突然の流出」が当該国の為替レート的大幅な変更(下落)をもたらし、対外債務をかかえた金融部門は打撃を受け、国内のクレジット・クランチが進行し、経済は大幅な打撃を受けた。従って、緊急時の短期資本の規制が有効であることは既にマレーシアの措置でも立証されている³⁵⁾。資本取引自由化によって流入した資本が短期間に流出せず、当該国の生産的な経済活動に投資されれば成長に貢献する要因となる。しかし、金融のグローバル化とともに資本取引に伴う為替取引の自由化を行う場合、特に短期資本は流出入しやすく、当該国の国際収支の変動のみならず、為替水準の変動により安定的な経済成長の観点からマイナス要因が大きく、不安定な成長を促す傾向がある³⁶⁾。

従って、特に途上国では、一般に貿易自由化の利点は既に立証済みであるもの

35) マレーシアでは短期資本規制は導入(1998年)1年後に解除した(Box 2参照)。

の(但し、発展初期における政府の産業保護・育成策は有効である[日本・韓国・中国などの例])、発展段階での資本自由化は非常に慎重に取り扱う必要がある³⁷⁾ 日本のみならず、先進各国とも資本・金融自由化は、相当発展した段階で初めて自由化した。従って、国際収支における資本勘定の自由化に伴う為替取引の自由化は、直接投資を推進する場合には、いくつかの制限を課すことが望ましい。

一般的に資本取引制限が有効な点として以下が挙げられる。

- ①為替の極端な変動が避けられ、金融政策の安定性が得られる
- ②資本流入（海外借入など）の急増に伴う対外債務比率の上昇抑制
- ③貴重な外貨を生産的な投資に配分することが可能

但し、こうした規制も当該国が国内での資金調達が可能であるいわゆるエマージング経済諸国、中所得国に限られており、借入や債券発行などが資金の調達が極めて限られている低所得国（特にアフリカ諸国）などでは国際機関や二国間援助に依存するほかない。しかし、こうした支援も基本的にIMFが「お墨付き」を与えなければ資金を獲得することも困難であることが多く、結局IMF融資のコンディショナリティなどに従う他ないことになる。ところが、こうした融資に伴うコンディショナリティがしばしば不適切であるため、逆に当該国の安定的経済発展が阻害されてきた可能性がある³⁸⁾ ここに現在の低所得国を中心とした途上国のジレンマがあり、アフリカ諸国など低所得国の経済発展の阻害要因となったのがIMF経済プログラムである可能性も高い³⁹⁾

36) 途上国では、流入した短期資本が必ずしも「生産的」な分野（製造業）に投資されず、不動産やその他のサービス分野に流れ、当該国の生産性の向上などの積極的な貢献が見られない場合がある。また、投資収益は先進国金融機関によって当該国から流出する傾向がある。これはアジア危機以前のタイでも起きた現象である。

37) 貿易自由化を熱心に説く Bhagwati も、資本自由化には慎重な姿勢を崩していない。Bhagwati [1998] 参照。

38) IMFの低所得向け融資である「貧困削減成長ファシリティ (PRGF)」では、相変わらず「画一的」(one-size-fits-all) なプログラムが適用されているのが一般的である。

39) 従来 IMF は資本自由化の利益を低所得国など途上国に説き、民営化や規制緩和や財政再建を経済プログラムに組み込む例が多い。大田 (2005) は、IMF の経済プログラムにおけるファイナンシャル・プログラミングの矛盾を指摘し、途上国にそれを適用すればするほど、中長期的な経済発展には不適切であるとす。

2. 長期資本取引と外国直接投資

発展初期段階における短期資金を含む金融自由化は、本来国内資金を有効に活用できる機会があるにもかかわらず、国外に資金が流出し、生産的な投資に回らない可能性もある⁴⁰⁾ 従って、外国直接投資（FDI）を中心とする長期資本の流入を効果的に経済発展に活用することが図られる。今日では、外資の活用、特に外国直接投資（FDI）の流入が東アジアの経済発展に大きく貢献してきたことは広く認識されている。

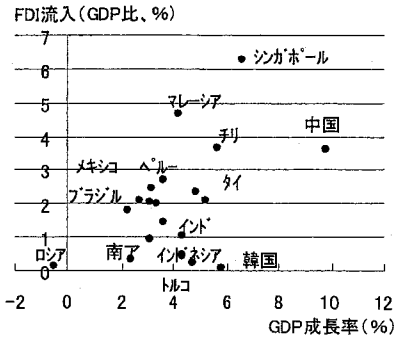
さらに、途上国の長期的な技術水準の向上や裾野産業の発展などを含む産業の高度化についても直接投資の誘致による受入国の便益は既に東アジア諸国で立証されている。

最近の東アジアの発展をみても、製造業を主体とした直接投資の拡大が当該国の経済成長に大きく貢献してきたことは事実であり、東南アジア諸国では特に新規投資（Greenfield investment）を中心として生産・雇用拡大、技術移転などの便益を受けてきた。また、FDIは資本のみならず技術移転やその雇用面など波及効果をもたらすため、受入国のメリットが大きい⁴¹⁾ このため、1980年代以降、FDI流入の増加に伴い「失われた10年」を経験したラテンアメリカ

40) この典型例はソ連崩壊後のロシアであった。そもそも、連邦政府の財政赤字のファイナンスのために国債発行を継続し、それが破綻したのがロシア危機の背景にある。同国では伝統的に国内資金は常に国外に流出し、国内設備投資資金に有効に活用されてこなかった。急速な資本・金融自由化によって、金融商品（GKOなど）への投資は拡大しても、本来投資されるべき生産設備の更新など石油産業のみならず製造業全般における投資資金が不足したことが同国の経済に歪みをもたらしている。日本の郵便貯金にあたる国営のSberbankは国内各地に支店を持つ最大規模の金融機関（全銀行預金の6割占める）であるが、同行は政府の国際を引き受けている他は、通常の国際業務を含む商業銀行であるため、資金が有効に国内産業開発資金に活用されているとはいえない。同国の国内金融システムは、IMF経済プログラムに沿った「改革」によって産業金融システムが効率的に「移行」したとはいえないことを物語っている。

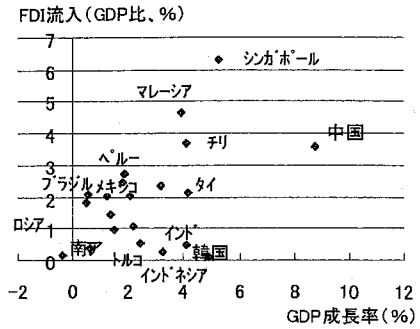
41) 一方、直接投資を中心とした外資を効率的に経済発展に結びつけた欧州の例として、過去20年間で先進国中最も顕著な発展を遂げたアイルランドが挙げられる。同国は英国と同等の人的資本を持ちながらも比較的低い労働コストと巧みな投資誘致策により成功したが、これは東アジアの直接投資を主体とした外資の活用による発展と基本的に同じものとみられる。

図2 FDI流入とGDP成長率
(1990-2005)



(出所) IFS (IMF) より作成

図3 FDI流入とGDP1人当たり成長率
(1990-2005)



(出所) IFS (IMF) より作成

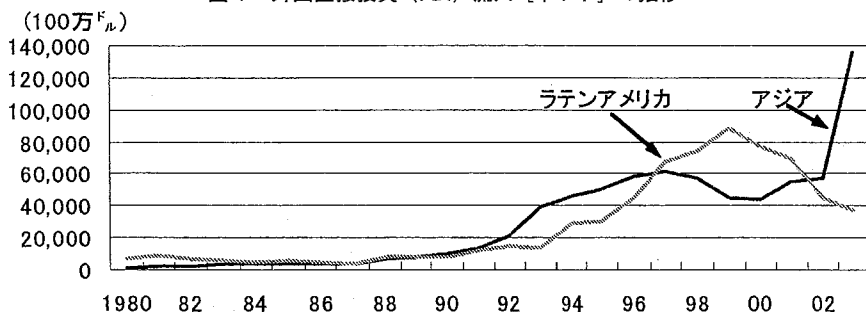
諸国に比較してアジア諸国の経済成長率は上昇傾向にある⁴²⁾特にアジア諸国は、90年代以降急激にFDI流入が増加している(図4)。

但し、FDIは必ずしも当該国のリスクを伴わないわけではなく、無条件で安定的な経済成長に寄与するものとはいえない。近年先進国で見られるように企業の合併・買収(M&A)に伴う国際間の大量の資本移動が短期間に発生する可能性が大幅に増加している。新規投資(Greenfield investments)の場合には、受入国の雇用や生産技術の移転など様々な効果が期待できるが、民営化に伴う既存の会社、工場設備の取得に伴う投資が中心のM&Aでは当該国への経済効果は異なる⁴³⁾統計上M&Aも「直接投資」に分類され、その自由な売買が国境間で実施された場合、途上国では著しい国際収支と為替水準の変動をもたら

42) ただし、これはあくまで低・中所得国までの発展段階にある国々であり、すでにNIESとして高所得国になっている韓国・台湾などはむしろ投資国であるため、ネットFDI流入と成長率の相関関係はみられない。FDIが、新規投資に伴うものか、あるいは既存の会社・設備を買収などする場合なので、その経済効果は大きく異なると考えられる。この点で、東南・東アジアにおける日本からの直接投資は前者の場合が多いのに対し、ラテンアメリカの民営化に伴う直接投資などは後者に分類されよう。

43) 早くから金融自由化を推進したアルゼンチンなどでは民営化に伴う企業買収などがFDI流入を増加させたものとみられるが、新規投資が中心であったアジアのFDIとはこの点で異なっており、経済成長への貢献度も相違している。

図4 外国直接投資（FDI）流入〔ネット〕の推移



(注) ラテンアメリカは、M&A や資源関係投資も含まれる。

(出所) World Bank: "Global Development Finance 2005"

し、ひいては経済の不安定化に繋がる恐れがある。このことは、従来の新規投資を伴う FDI が受入国の経済成長に貢献したのに比べ、M&A などに伴う投資は資本移動に伴うリスクが大きいという点で注意する必要があることを示している⁴⁴⁾ 一般的に民間企業や民間金融機関はグローバルな見地で当該国の比較優位に基づいて投資を行うが、それが当該国の長期的なダイナミックの産業発展のメカニズムに繋がるとは限らない⁴⁵⁾

現在では国際資本移動と金融取引がはるかに拡大しているため、途上国における資本自由化は、以前に比べ当該国のリスクを高める可能性が高まっているといえる。仮に途上国において、大規模な M&A に伴う国際資本移動が実施された場合、当該国の為替相場は大幅な変動に伴い当該国の外貨準備高の減少な

44) 2000/1 年の欧州企業による米国企業の M&A の増加によって大幅な為替相場の変動（ドル高・ユーロ安）が生じた。大量資本投入による M&A（合併・買収）による「直接投資」では、短期に大量の資本の「逆流」が発生しやすいため、現在では、M&A の動きが一段落し、ユーロ高が進んでいる。時価総額の小さい日本企業でもグローバル投資を進める外資企業に「株式交換」による M&A で買収されかねない。まして途上国では、そうしたリスクはさらに大きい。

45) 例えば、外資による繊維産業の労働集約的な輸出向け生産であれば、労働コストが上昇すれば次々に低賃金国を求めて国際資本は移動する。外資誘致で高付加価値製品を開発できるかどうかは誘致した国の産業育成政策が適切であるかどうかにか依存する。その場合、保護関税の設定や産業育成資金や技術開発拠点の設立など、様々な課題が発生する。

どリスクは大幅に増加する⁴⁶⁾。経済発展初期段階においては、FDIを有効に機能させ、長期にわたり受入国の生産拡大や雇用促進に寄与するためには、為替の交換性を実需に基づくものに制限し、通貨や金融市場への投機目的での取引を排除する必要がある。しかも、外資による直接投資誘致のみでは、長期的な当該国の発展に寄与することはできない。

3. 安定的発展に影響する貯蓄・投資 (I-S) バランス

(1) 概論

貯蓄・投資 (I-S) バランスの観点から、発展途上国では開発資金源として国内貯蓄の蓄積が非常に重要である。それは安易な対外借入を行えば、債務は当該国の為替相場の動向に左右され、対外債務問題をかかえるリスクを負うことになるからである。特に経済発展の初期段階においては、国内貯蓄の推進とともに、資本の流出を抑制することも必要で、資本自由化への何らかの規制が有効であろう。Rajan [2006] も途上国では、生産性の高いことが各国の成長に関係があり、貯蓄率・投資率とも高い国ほど経済成長が高い傾向があること、従って外資に依存することは当該国の経済成長につながらないとしている(表5)。従って、国内のI-Sバランスを大きく崩すことなく成長するためには、国内貯蓄率の上昇に加え、一定期間海外へ資金が流出しないように国内にとどめ、それを有効に活用するメカニズムの確立が非常に重要となる。

(2) 日本の経験

日本の戦後の高度成長時には、民間の金融機関による自由な金融に依存せず、技術革新・設備投資拡大を支えた政策金融機関を支えた財政投融资制度の果たした役割は大きい。途上国や発展過程における国々では、一般的に金融自

46) 途上国(特にエマージング諸国)においても、M&Aの対象が当該国の国営企業など主要企業である場合、全面的な資本自由化を行えば、買収先企業(多国籍企業など)のグローバル経営戦略の変更・修正などマネジメント上の都合により、対象企業の株式を売却した場合、資金が急激に流出し、当該国の国際収支が大幅に悪化する可能性もありうる。

表5 経常収支、貯蓄・投資率とGDP成長率(途上国)

| 被説明変数: GDP成長率(1人当たり)[1970-2000] | | | |
|---------------------------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| 説明変数 | | | |
| ①経常収支 (GDP比) | 0.098** (0.046) | -0.002 (0.062) | 0.112*** (0.044) |
| ②貯蓄率(同) | | 0.089*** (0.033) | |
| ③投資率(同) | | | 0.076 (0.002) |
| 調整済みR ² | 0.741 | 0.773 | 0.758 |
| 対象国 | 60 | 60 | 60 |

(注1) ***, **はそれぞれ係数が有意水準1%, 5%の下で有意。

(注2) カッコ内は標準誤差。

(出所) R. Rajan "Foreign Capital and Economic Growth" (2006.8.25) より作成

由化によって市場金利の上昇によって貯蓄率が上昇し、それが間接金融を通して産業投資資金に回るとの前提が実際には働かないため、政策金融と貯蓄メカニズムの確立が重要となる⁴⁷⁾

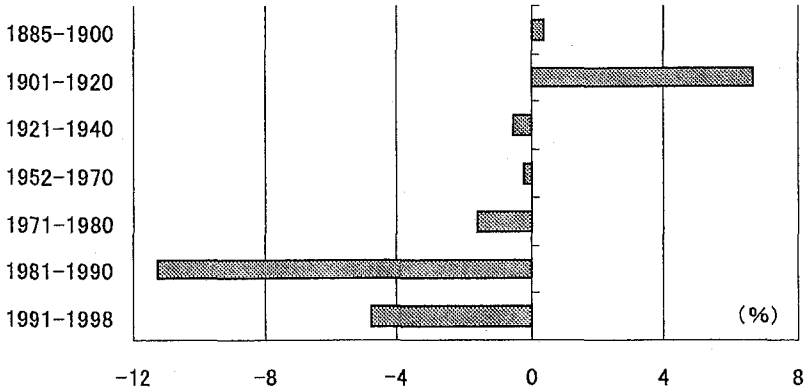
日本は第二次世界大戦前には、戦争遂行のために外債発行した時期もあるが、基本的に国内貯蓄による資金調達が中心となっていた(図5)⁴⁸⁾

第二次大戦後も日本の外資依存度は低く、極力外資に依存せず技術導入および開発や製造を実施した。この背景にはわが国が戦後しばらくの間、外貨不足の状況におかれ、常に「外貨準備の天井」が国内投資の制約要因となったことが大きい。その資金を日本の外貨準備高の増加は、対外借入を増加させることなく、製造業を中心とした輸出の増加によるものであった。さらに、しかし、郵貯・簡保を活用した財政投融資により、一貫して貯蓄率の上昇が産業投資資

47) 早くから金融自由化と資本自由化を進めたラテンアメリカでは、金融自由化は海外借入を増加させ、必ずしも製造業など生産的分野に投資されたわけではない。タイなど東南アジアにおいても1980年代以降の金融自由化の中で直接投資に伴う製造業向け借入以外の短期借入が増加し、1990年代前半まで不動産投機も起きた。このことは、金融自由化による民間金融機関は投資収益を優先させ、中長期的な国家的見地からの投資分野には資金が回るとは限らないことを示す。

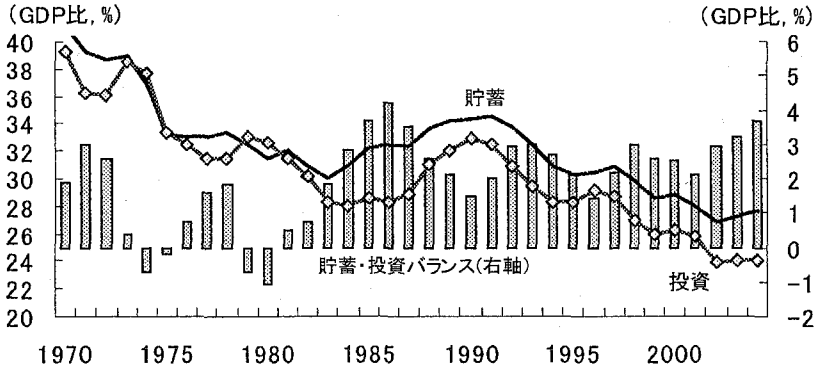
48) 1901~1920年は日露戦争のための政府の外債発行が実施されたため、外資依存度は上昇した(図5)。

図5 日本の外資依存度の推移



(注) 資本純輸入（資本輸入－資本輸出）の国内総資本形成に対する割合。
 (出所) 南亮進『日本の経済発展（第3版）』（2002）表6-13より作成

図6 貯蓄・投資バランスの推移（日本）



(出所) IMF “World Economic Outlook” (2005.9) より作成

金やインフラ整備を支えた。

こうした日本の経験は現在でも途上国の経済発展における資本蓄積と投資の役割を見る上で重要な指針となると考えられる。このことは、不安定な国際資金フローに左右される外資依存型の成長を回避する意味で重要である。従って、途上国の経済発展段階においては、長期的な産業基盤の育成、国民経済構

造の高度化推進を期待するのであれば、国民の貯蓄率の向上をはかり、政策金融機関により投資資金に回すためには、政策金利の適用など様々な独立した金融あるいは政策が求められることになる。

4. 金融自由化の問題

アジア危機以降、今後の通貨・金融危機防止のために、各国の金融機関の財務体質強化や金融市場整備市場の必要性が唱えられてきたが、そもそも途上国（あるいはエマージング市場諸国）における過大な対外借入への抑制については、個別の銀行などの対応で危機を回避できるとは限らない⁴⁹⁾。特に「資本の逆流」(capital reversal)に伴う資本収支危機は、当該国の原因のみに帰せられるものではない。それは、資本投資国の市場などの状況に左右されるからである。したがって、リスク管理体制を徹底した後に資本自由化をすれば大きな成長への障害がない、あるいは成長率が高まるという議論は、実際には立証できない可能性が高い⁵⁰⁾。なぜなら、国際的な貸借が進展し、なんらかの主要先進国の金融動向によって資本が急激に移動する可能性は相当の国内経済規模がある国においても起こりうるからである。実際、先進国においても、1980年代から90年代に国際的な資本・金融自由化が急速に進展し、日本の金融機関のみならず、欧米諸国でも金融危機が顕在化している。1980年代の米国の公的債権回収機構(RTC)、1990年代初頭のスウェーデンの金融危機などをみても、金融機関が発達しているはずの先進国でも、金融機関のリスク管理の面では問題を起こしている⁵¹⁾。

最近ではいったん資本流出により危機が発生した場合、大幅な通貨下落により銀行の対外債務増加に伴うバランスシート悪化を伴う。従って、資本の急激な流出に伴う金融危機は、金融機関がたとえ健全に運営されていたとしても起

49) McKinnon & Pill [1997] は、資本自由化により、海外からの借入は「過大」になりやすいリスクを指摘する。

50) 金融・資本自由化の前に十分な金融市場の発達が必要である、という見解(例えば Mackinnon & Pill [1996]) は、一般的にはコンセンサスとなっている。

こりうる話である⁵²⁾まして、途上国の金融機関では、グローバル化が進む金融自由化には大きなリスクを伴う。とりわけ国際資本移動は90年代にはそれまでに比べ格段に拡大しており、当該国の国際収支や為替相場に与える影響が大きくなった⁵³⁾このことは、途上国に対する金融自由化には特別の配慮が必要であることを示す⁵⁴⁾

5. 為替変動の拡大と金融政策の自由度

今日のようにグローバル規模での資本・金融自由化が進む中で、途上国（特に低所得国）が金融・資本自由化を実施すれば、リスク・プレミアムを反映して当該国の国内金利の上昇を招きやすく、これが発展段階にある途上国の国内金融政策及び産業・貿易政策の自由度を狭める可能性がある。金融自由化によって実質金利の上昇を招く結果、政府の債務を拡大させることになる。例えば、資本・金融自由化に伴う外資による当該国の金融機関の支配は、途上国の

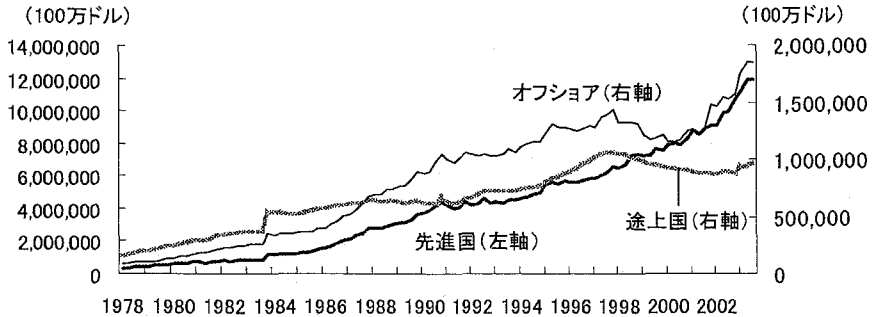
51) スウェーデンでも1980年代後半の金融・資本自由化の中で一種のバブルが発生したが、90年代初頭に崩壊して不良債権問題が生じ、金融・通貨危機をもたらした。注目されるのは、同国では1989年まで居住者及び非居住者の証券投資規制が残っていたことであり、金融・資本自由化された後、90年代初頭になって同国の危機が顕在化したのである。P.Englund [1999] 参照。その後の処理の方法は国により差があり、日本のように対応を誤ると長期にわたり経済全体に深刻な影響を及ぼす。米国のような先進市場経済でも危機発生後に追加的な市場整備や監督・規制などが必要であった。スウェーデンの場合、政府が迅速な対応をとり、不良債権を抱えた銀行を速やかに国有化し、資金注入した。経営状況改善後、再び政府は当該銀行の株式を売却し、再生させた。米国でLTCMのような主要ヘッジファンドが破綻した1998年以降になり、ようやくヘッジファンドのような大規模にレバレッジを効かせて資金運用する金融機関の国際金融市場でのリスクが広く認識された。その結果、米国においてもリスクの高い金融機関の資金運用に伴う規制を整備してきたのは最近のことである。

52) 1990年代のアジア危機の発生の例に見られるように、自由化によって銀行の外貨建て借入について（日本の大蔵省がかつて実施していたように）厳しい制限を敷くことなしには対外借入は拡大する傾向がある。

53) 最初の「資本収支危機」であった1994年のメキシコ危機では、当時の米国による米国の加熱経済に対する予防的利上げ政策によって、エマージング市場に向かっていった資金が「逆流」し、結果的にメキシコ国債の売却が加速したことが指摘される。榊原 [2001] pp. 186-189 参照。

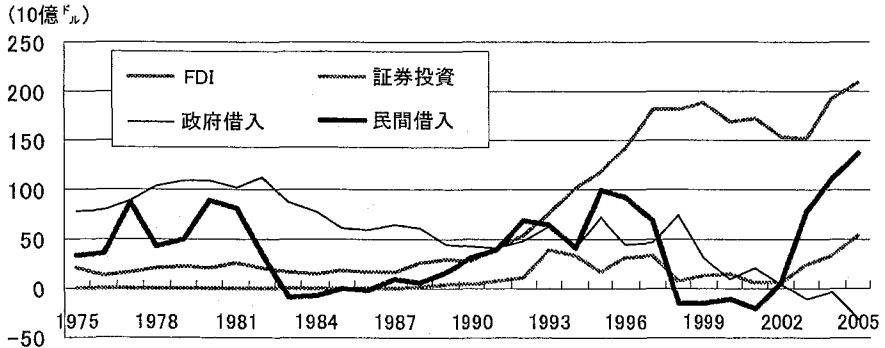
54) Stiglitz [2004 a] 参照。

図7 国際資金貸付の推移 — 1980年代以降大幅に増加 —



(注) オフショアは、ケイマン諸島、香港、シンガポール、バハマ、バーミューダ等 19 カ国/地域。
 (出所) BIS

図8 途上国への資本純流入の推移



(注) 途上国は低・中所得国含む。
 (出所) IMF “World Economic Outlook” Sept. 2006 Fig. 15

中小企業向け金融については不利な立場に立たされる可能性がある。この点からも途上国独自の政策金融機関の充実が必要とされる理由となる。

その際に、一般的に民間の短期的な採算を重視した金融機関は長期融資には不適である。一方、資本取引・金融自由化は市場金利を徹底させる意味から、政策金融機関の役割を殺ぐことになる。資本・金融自由化は米国の金融機関等に諸外国への市場参入する際に非常に有利な環境を提供し、活動を側面支援す

ることであった。従来自由化を推進してきたIMFの経済プログラムでは、多くの場合、財政収支改善の観点から国営銀行や政策金融機関の民営化、リストラや補助金削減が推進されてきたが、これは、当該国の有力な国営銀行や政策金融機関に対して収益重視の外資を含む民間金融機関との「対等な」競争を強いることによって、地場金融機関の存続を危ういものにする。

Ⅲ. 日本の資本自由化の経験

日本のような規模の大きい先進国においても、1980年代以降の資本自由化とその後のバブル発生と崩壊、その後の長期にわたる低迷（「失われた10（15）年」）が起きたことは、資本自由化が当該国の大きな経済変動要因となり得ることを示す。以下において、日本の経験から資本・金融自由化の過程における経済成長やその安定性への影響について探る。

1. 1980年代以降の資本自由化の経済成長への影響

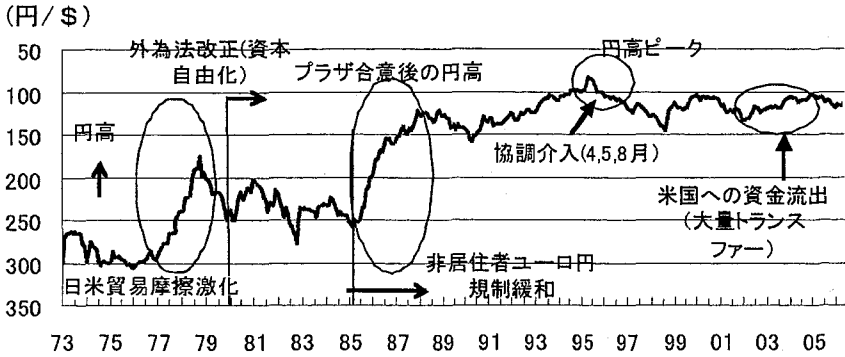
日本経済は1980年代以降、資本自由化が本格化して以降、不安定成長の時代に突入しており、中長期的にみて自由化は安定した経済成長にはむしろマイナスになったのではないかと考えられる⁵⁵⁾

日本の最近までの長期にわたる景気低迷（失われた10（15）年）の発端は、資本自由化が本格化した1980年代以降とその崩壊の過程で起きたバブルの発生と崩壊が挙げられる⁵⁶⁾。バブルの背景には、1980年代から本格化した金融・資本取引自由化があった。特に米国の政治的圧力も背景とした1980年からの外為法改正に伴う資本自由化後、1985年のプラザ合意以降の急激な円高に

55) 日本の通貨当局の政策（為替介入の決定とタイミング、金利の引き上げと引き下げの時期の判断ミス、米国の圧力に基づく政策採用など）によって大きく影響された点是否定しがたいが、いかなる国でも日本のような経験はありうることである。

56) 先進国では経済の成熟化により成長率は鈍化する傾向はあるが、日本の場合、とりわけ政策的失敗のみならず、国際金融市場の圧力と為替相場の変動の影響が大きく作用したといえよう。

図9 円・ドルレートの推移



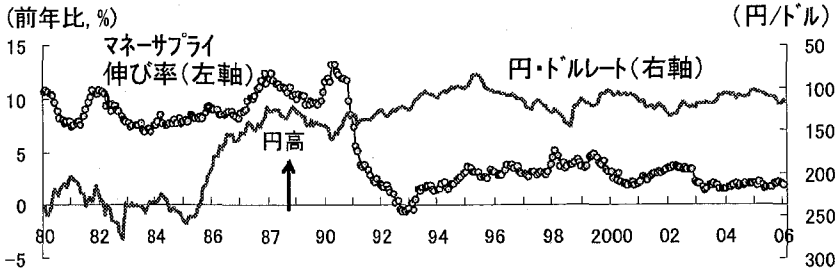
(出所) 日本銀行等より作成

伴った。1980年代前半からすでに金融自由化に伴う流動性の増加がみられ、外為市場介入に伴う国内のマネーサプライ増加がバブル発生の下地をつくった。特に1980年代からの本格的な資本自由化および金融自由化、なかでも円転規制の撤廃（1984年）、ユーロ円規制撤廃（1984年12月）、オフショア市場創設（1986年12月）などにより資本流入が急速に進展し、その結果為替の変動に大きな影響をもたらした。当時、日本の政府当局は円高圧力への回避努力を最優先課題とする傾向が非常に強かった⁵⁷⁾。このため、円相場の上昇は政府・通貨当局の大きな関心事であり、輸出減少への懸念により常に外為市場に介入してきたが、それが国内の市場での不胎化が不十分であったため、マネーサプライは増加する傾向がみられた（図10）⁵⁸⁾。

また、1980年代の後半には米国の政治的な圧力、すなわち「国際政策協調」を主眼として日本国内の内需拡大のため、公定歩合の引き下げが求められ、結果的に必要以上に金利引き下げを実施し、バブルを加速させることとなった⁵⁹⁾。

57) プラザ合意以降、宮沢蔵相（当時）にとっては、円高圧力回避が最も優先されるべき政策であった（伊藤 [2002] pp. 244-252）。宮沢自身もそのことを認めている（宮沢喜一「私の履歴書」日本経済新聞 2006年4月22日）。

図10 円相場とマネーサプライ伸び率の推移



(注1) マネーサプライは M2 + CD

(注2) $y_t = -2.54198 + 0.05601x_{t-1}$

(-5.63666) (23.02724) (括弧内は t 値。計測期間：1973 年～2006 年 1 月)

y_t = マネーサプライ伸び率, x_{t-1} = (1 カ月前の平均円ドル相場)

R = 0.75785 (R² = 0.57433) s = 3.24265 D. W. = 0.03039

(出所) 日本銀行より作成

この結果、内外資本流出入を大幅に拡大したが、ブラザ合意（1985）以降急激に進んだ資金流入に伴う円高は、自由化により拍車がかかり、土地価格を中心としたバブル経済を形成した。

しかし、バブルの認識が遅れた当局の引き締め時期が「遅すぎた」ため、地価が異常に高騰し、金融市場の自由化に伴い、内外資金の移動が活発となり、為替水準は変動し、不安定化の要因の一つとなった⁶⁰⁾ さらに、バブル期には日本の大手企業はこぞって海外市場（ユーロ市場）にて資金調達を拡大し、ま

58) 円売りドル買いが実施されれば、日銀から円資金が市場に供給され、ドル資金が吸収される。このため、日本国内ではマネタリーベースの増加が生じるため、これを公開市場操作で打ち消すことが不胎化とされる。しかし、わが国では制度的に外為介入において不胎化は困難であるとみられ、円資金が政府短期証券（FB）により吸収されても、日銀は同時に買いオペによって日銀当預（マネタリーベース）を増加させることができる。また、外為資金特別会計が保有する米国国債を日銀に売って円資金を調達すれば市場に出回る円資金は増加し、不胎化したことにならないからである（貞廣 [2005] p. 270）。後の 2001 年 9 月 17 日の円売介入後、介入資金の決済が行われた 19 日には日銀は資金吸収を全く行わず日銀当座預金を増加させた（加藤 [2001] p. 138）。

59) 地主・黒木・宮尾 [2001] は、1986～87 年の公定歩合引下げは国際政策協調の政治圧力であったということが示唆されるとし、日銀自らの警鐘にもかかわらず政治圧力により、過度の金融緩和スタンスが 1987 年前半まで維持されたことを指摘している（pp. 126-133）。いわゆる「前川レポート」（国際協調のための経済構造調整研究会報告書）[1986] もこうした背景の下に作成された。IV 章参照。

た外国投資家の日本への証券投資が拡大した。このことも、通貨高の圧力を形成した一因であった⁶¹⁾

当時、日本政府は米国政府の圧力に沿うかたちで貿易黒字の国内需要への還元のため、「国際協調のための経済構造調整委員会」報告書 [1986] (いわゆる『前川レポート』)などにみられる金利引き下げと「民活」による内需喚起の政策スタンスを採り、これに資本取引・金融自由化も加わり国内流動性を高め、インフレの素地をつくったといえる⁶²⁾。このように、基本的に過剰流動性が国内市場に発生したのは、資本・金融自由化がその背景となっている。

結果的に、1980年代以降、日本の企業や金融機関(機関投資家を含む)などは急激な円高によって大きな損失を受けた⁶³⁾。また、バブル崩壊前後には引き締め後、緩和政策への転換時期も遅れたため、バブル崩壊によって銀行も多額の不良債権を抱え、バランスシートが大幅に悪化し、バブル期とは正反対に長らく貸し出しが抑制された⁶⁴⁾。1990年代の平均GDP成長率は1.7%と過去最

60) 当時、消費者物価の上昇が表面化しなかったことで、金利引き上げが遅れた。実際、土地価格など消費者物価ではカバーされない指標についてマネーフローの異常な動きに注意が払われなかったことが指摘できる。また、円高への潜在的な「恐怖感」から金利の切り上げには慎重であったことも事実であろう。

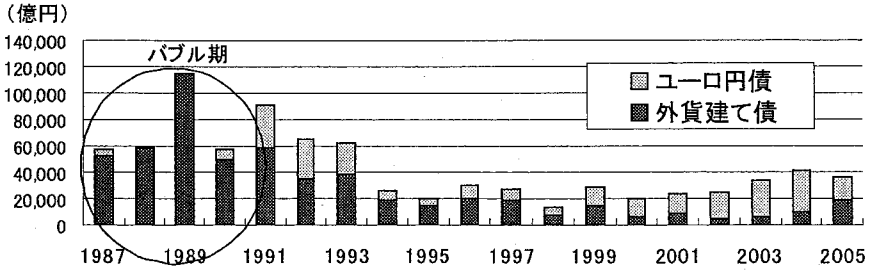
61) 非居住者による債券発行(例:円建て外債[サムライ債])はそれに比べ小規模にとどまった。

62) 小宮 [1994] は日米貿易摩擦が問題となったときに、日本の政策は経済合理性に基づいた経済政策を実施できず、「前川レポート」にみられる内需拡大により米国の赤字を縮小させるよう「協力」する政策がとられたことを鋭く批判している。当時、中曽根内閣が、「増税なき財政再建」の立場から、米国の圧力を背景に内需拡大を財政政策によらず金融政策に依存することになったのも、バブル発生の誘引となったと考えられる。マクロ経済政策拡大による内需拡大をはかった。この米国の対日圧力は、その後今日の最大の問題の一つである日本の財政赤字拡大への素地となるものであった。特に1986~87年の公定歩合引き下げは国際政策協調の政治圧力によるものであったと示唆される(地主・黒木・宮尾 [2001] p. 127)。

63) 日本の保険会社などの機関投資家は保有するドル資産に大きな為替差損を被り、特に1985~95年の為替損失はとりわけ巨額であった(大野・マッキノン [1998], p. 222)。

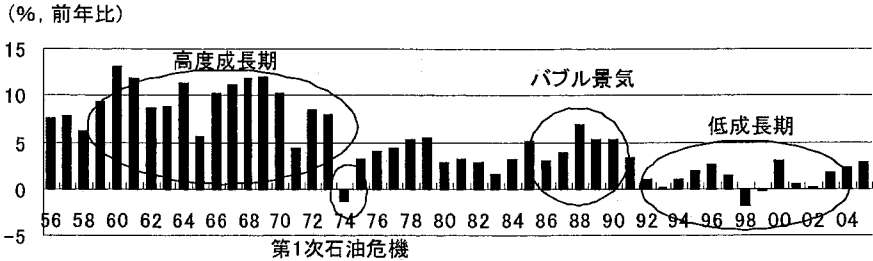
64) BIS規制の適用は長期的な日本の銀行のバランスシートの改善への圧力となったとしても、結果として、日本経済の長期低迷が不良債権の拡大をもたらした。経済の長期低迷時期に短期で不良債権処理を強要した最近の小泉・竹中路線は日本の中長期的な金融機関全体の疲弊をもたらし、企業への「貸剥がし」などを生んだ。

図11 日本居住者の外債発行（通貨別）の推移



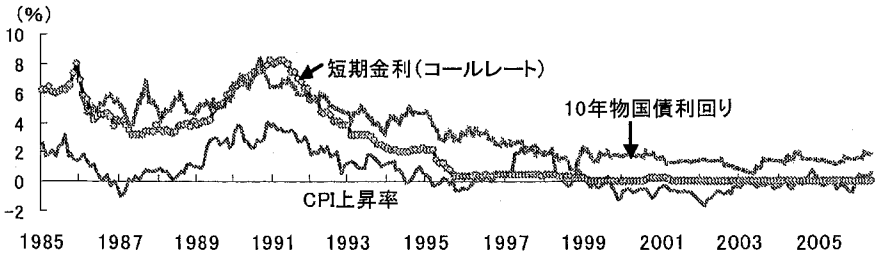
(出所) 財務省より作成

図12 実質 GDP 成長率の推移（日本）



(出所) 内閣府より作成

図13 日本の長期デフレ：CPI上昇率と金利の推移



(出所) 日本銀行, 総務省より作成

低水準となり、「失われた10年」とされる経済の長期低迷期に重いデフレ圧力を背負うこととなった（図12、13）。

2. 日本の資本自由化への道

戦後の日本では、外貨準備の確保が重要であり、国内資金の流出を抑制し、同時に復興・開発のために産業投資を推進する必要があった。したがって、輸出産業の育成とともに外貨確保が優先され、外貨準備高を一定水準に維持する方策の一環として、為替・資本取引の規制が実施された。1960年代から1970年代までは常に「外貨の天井」（外貨準備高の水準）を意識した政策が実施された。1980年前後までの為替政策では、資本移動の規制は比較的厳格であり、国内の金融政策は国内の消費者物価（CPI）を基準として安定的に行われた。このため、1970年代までは為替取引の自由化は主に直接投資関連が中心であった。

一方、証券投資中心の自由化は1980年代以降に本格化した。基本的に日本の経済自由化は、貿易、資本取引、金融の順で実施された。また、短期資金の流出入には大きな注意が払われ、為替管理・資本取引規制が実施された。この点で、少なくとも1970年代までの日本では、資本・金融規制の実施と同時に貿易自由化による経済上の利益をフルに活用した成長軌道をとった。

仮に資本・金融自由化が早い段階で実施されていたとしたら、国内余剰資金は海外に流出し、戦後の産業基盤の整備などは困難であったと考えられる⁶⁵⁾。日本政府の資本自由化に対する慎重姿勢は、1980年以降に資本取引に伴う為替取引をようやく認可制から事前届出制へ変換したことでも示される。為替取

65) 最近の日本政府の「官から民へ」の政治的スローガンの中で、政策金融機関の役割について過小評価する動きがある。しかし、郵貯・簡保資金や長期信用銀行資金を産業投融資として設備投資やインフラ整備に役立てた功績については、改めて評価する必要がある。それは、途上国が産業を育成し、国内インフラを整備するための投資には政策金融が極めて有効に作用する可能性を示しているからである。その意味で、日本の戦後の財政投融資制度はある意味で途上国の発展モデルになりうる。この点において、従来米国政府やIMFなどは、政策金融機関の役割の縮小を唱えており、途上国の中長期的発展にマイナスの経済プログラムを適用しているようにみえる。

表 6 日本の資本・金融自由化

| 時期 | 為替／資本取引自由化 | | 金融自由化(対外取引関係) | |
|---------|---|---------|-------------------|----------|
| 1960年代 | | | | 直接投資関連中心 |
| 1967.6 | 対内直接投資の自由化 対内株式投資規制緩和 | | | |
| 1968.2 | 円転規制導入 | | | 証券投資関連中心 |
| 1969.1 | 対内直接投資自由化(業種の増加) 対外直接投資自由化 | | | |
| 1970年代 | | | | |
| 1972.5 | 外貨集中制廃止 | | | |
| 1972.6 | 対外直接投資自由化 | | | 証券投資関連中心 |
| 1975.6 | 対内直接投資自由化完了 | | | |
| 1979.1 | 非居住者の対内証券投資緩和 | | | |
| 1979.5 | 資本流入規制緩和 | 1979.5 | 金利自由化開始(CD創設) | |
| 1979.12 | 外為法改正 ①資本取引の原則自由化(対外借入、ポートフォリオ投資は事前届出制) ②大量の資金移動、外為相場変動等は資本取引許可制に変更可 ③金融市場への悪影響及ぼす恐れある場合、当該資本取引の内容変更・中止可 | | | |
| 1980年代 | | | | 証券投資関連中心 |
| 1984.6 | 円転規制撤廃 | 1983.6 | 非居住者向けユーロ円短期貸付解禁 | |
| | | 1984.4 | 日本企業のユーロ円債発行解禁 | |
| | | 1984.12 | 非居住者ユーロ円債規制緩和 | |
| | | 1986.1 | 海外発行のワラント債国内持込解禁 | |
| | | 1986.3 | ユーロ円債、円建外債発行解禁 | |
| | | 1986.12 | オフショア市場創設 | |
| | | 1987.5 | 大蔵省、機関投資家に米国債購入指示 | |
| | | 1989.5 | 居住者向けユーロ円長期貸付解禁 | |
| 1990年代 | | | | 証券投資関連中心 |
| 1997.5 | 外為法改正 ①資本取引の許可・事前届出制廃止(事後報告に変更) ②外為業務の自由化(事後報告に変更外為銀行の認可制廃止) | | | |

(出所) 村松・奥野編「平成バブルの研究(下)」(2002)年表, 荒巻(2004)等より作成

引が自由化され、原則事後報告制となったのは90年代(1992年)のことである。

資本自由化のマイナス面が際立ってきたのが、1980年代後半以降の日本経済である。資本自由化が本格化した1980年代には、絶えず「円高圧力」にさらされた。これは主に米国の貯蓄・投資ギャップの拡大や日米生産性上昇率の格差など様々な要因から説明できるが、日本の当局は一貫して米国への輸出競争力低下を懸念し、為替取引の規制は円高対策の一環として実施された。日本の通貨当局は、為替変動に対応した資本の流出入規制をするため、日銀の準備率の変更を頻繁に実施した⁶⁰⁾

しかし、1985年の前川レポートにおいて、米国の要請を受けた形で内需拡大を目標とした金融緩和、低金利政策を実施したことが、1980年代後半からのバブル経済を発生させた素地を作ったといえよう⁶⁷⁾。1970年代までの自由化は貿易及び直接投資の自由化が主眼であったのに対し、1980年代に入り短期を含む証券投資の資本・金融取引自由化が中心となった。このことで、資本流出入の増加とそれに伴う為替相場の変動（円高圧力）が発生、円高の経済へのマイナスの影響を和らげるための超金融緩和策がとられ、これが国内市場の過剰流動性の発生の背景となったと考えられる。さらに、金融自由化の流れのなかで、1990年代は日本においても国際的な資本取引の自由化が進展し、特に1995年以降、景気回復した米国経済及び企業活動の活発化を背景に外資によるM&A、資本参加が増加した。1997年に全面的な外為法の改正により資本取引における許可・事前届け出を廃止し、外為業務を全面的に自由化した。しかし、こうした資本自由化は非常に大きな問題を残すことになった⁶⁸⁾。

日本の対外的な金融自由化は、「国際的」（主に米国政府及び金融界）圧力などを受けた金融自由化の流れにより、日本における特徴的な株式持ち合いの仕組みを解消し、それによって外資の日本の企業・金融機関への参入を容易にさせることになった。さらに資本・金融自由化は、米国の「双子の赤字」に現れる国内貯蓄不足を海外から資金調達する手段として推進されたと考えられる。その一方、1980年代後半のバブル経済下、国際的プレゼンスを飛躍的に拡大した邦銀は、米銀や米政府の警戒を招き、自己資本比率の低い邦銀にこれ以上のプレゼンス増大に枠をはめるべく、BIS規制導入の国際的な圧力に直面し、

66) 荒巻 [2004] は最近の中国の資本規制を日本の歴史的な資本・金融自由化への慎重な対応を比較しながら、中国の慎重な政策の有効性を説いている。

67) 伊藤 [2002] も「前川レポートは後にわが国の1980年代後半の経済状況においてバブル拡大の主な要因の1つと見なされるようになったのである」と指摘する (pp.196-197)。しかも、内需拡大によって米国の貿易・経常赤字が縮小することは理論上困難であった。

68) 当時、破綻した長期信用銀行など日本の代表的金融機関を二東三文で買収した後、株価が回復すると高値で売却した米国資本は、結果的に日本の資本を大きくディスカウントした形で海外に資本を流出させた典型的かつ象徴的な例となった。もちろん、不良債権の証券化などビジネス機会の拡大を日本市場に広めた役割は否定できない。

これがBIS規制によって不良債権のくびきを長期にわたり甘受するきっかけとなった。こうして結果的に、日本では資本自由化と金融自由化の推進によって、経済運営や金融政策に大きな困難をもたらすことになったのである。

従って、日本の資本自由化と金融自由化の総括として以下のようにまとめることができる。

第一に、資本・金融自由化により安易な海外からの資金調達が拡大し、銀行の過度の楽観的な貸出姿勢による巨額の量的拡大を行ったことがバブル発生に拍車をかけた⁶⁹⁾さらに、金融機関の姿勢は経営効率の向上や運営の向上を大きく阻害し、その後のバブル崩壊後のバランスシート悪化により大きな打撃を受け、その後戦後最大かつ長期の景気低迷が生じるきっかけとなった。

第二に、資本自由化とともに実需に基づかない金融取引を主体とした為替売買が拡大する中、円高圧力が強まり、日本の通貨当局は円高懸念から大規模の為替介入が行われた。しかし、結局、国際的な資金の流れを押しとどめることはできなくなった。その結果、当局の金融政策の独立性と日本経済の安定性が完全に失われてしまった。

第三に、資本自由化を背景として、グローバルな資金の巨大化と流出入によって一国の為替水準が短期間に大きく変動し、その世界的な流れの本質を見誤って、経済政策が失敗したということである。このことは、日本のような先進国でも資本・金融市場の自由化による影響は、非常に大きな影響を与えるとともに、適切な金融・財政政策を行うことの困難さを立証している。従って、同様の状況に置かれた途上国では、適切な金融政策を行うことは至難のわざであろう。このように日本の経験は、先進国でも経済の不安定要素となりうる資本自由化を途上国において実施することは、相当のリスクを背負うことになることを示している。

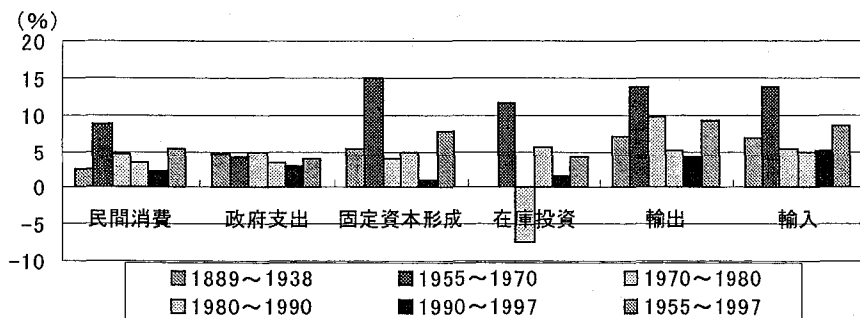
69) バブル期の銀行の「野方図」までの貸出は、①貸与金利ざやの縮小を量的拡大で収益拡大をはかったこと、②BIS規制達成のため、貸出優先から中小企業や不動産投資まで拡大したこと、③銀行のリスク管理の甘さ、④国債による余剰資金吸収がされず、貸出に重点を置くようになったこと、等が挙げられる（上川 [2002]）。

3. 国内資本投資の重要性

戦後日本の経済発展の基軸となったのは民間消費支出のみならず、成長の基軸となったのは設備投資（固定資本形成）である。特に戦後1955～1970年までの高度成長期において国内総固定資本形成の成長率（国内総支出GDE）は平均15.04%に達し、その経済成長への貢献度は35%，うち民間部門は25.4%と大きな役割を果たしている（図14，表7）。

さらに、成長率（G(Y)）と各項目の成長率との相関係数でも固定資本形成の重要性が認識できる（表8）。特にG(Y)と総固定資本形成G(CF)の間には戦前・戦後を通して高い相関がある。これに比べG(Y)と輸出の成長

図14 日本の成長率（項目別，実質GDE）



（注）戦前平均は1889～1938年

（出所）南亮進 [2002] 表6-1より作成

表7 実質GDEの増加に対する相対的貢献度

| 期間 | 民間消費支出 | 政府消費支出 | 国内総固定資本形成 | | 在庫投資 | 純輸出 | 輸出 | 輸入 | |
|-----------|--------|--------|-----------|------|------|------|------|------|------|
| | | | 計 | 民間 | | | | | |
| (戦前平均) | 57.5 | 14.6 | 30.7 | 16.3 | 14.4 | - | -2.8 | 25.8 | 28.6 |
| 1955～1970 | 55.2 | 9.1 | 35.3 | 25.4 | 9.9 | 1.4 | -1.0 | 5.4 | 6.4 |
| 1970～1980 | 56.4 | 15.5 | 23.7 | 14.4 | 9.3 | -1.3 | 5.7 | 12.5 | 6.8 |
| 1980～1990 | 49.4 | 12.7 | 34.9 | 32.2 | 2.7 | 0.5 | 2.5 | 10.3 | 7.8 |
| 1990～1997 | 62.0 | 22.5 | 14.7 | -1.3 | 16.0 | -0.1 | 0.9 | 20.0 | 19.1 |
| 1955～1997 | 54.6 | 13.6 | 29.6 | 21.2 | 8.4 | 0.3 | 1.9 | 10.6 | 8.7 |

（注1）戦前平均は1889～1938年。

（注2）当該年次のGDE（戦前はGNE）の増分における各構成要素の増分の割合。

（出所）南亮進 [2002] 表6-6より作成

表 8 日本の GDE 成長率と項目別成長率の相関 (1995-1997)

| 経済成長率G(Y)との相関係数 | | | | |
|-----------------|-----------------|--------------|------------|------------|
| 民間消費支出 G(PC) | 政府消費支出 G(GC) | 国内総固定資本形成 | | |
| | | 合計G(CF) | 民間[G(PCF)] | 政府[G(GCF)] |
| 0.983** | 0.38 | 0.960** | 0.931** | 0.862** |
| G(Y)との相関係数 | | G(PCF)との相関係数 | G(E)との相関係数 | |
| 輸出G(E) | 輸入G(M) | G(GCF) | G(CF) | G(D) |
| 0.871** | 0.882** | 0.766** | 0.752** | 0.845** |

(注1) 自由度修正済み相関係数。

(注2) **は99%の信頼水準で有意。

(出所) 南亮進 [2002] 表6-2より作成

率G(E)の相関は弱い。従って、わが国の戦後の経済成長は、輸出主導型よりむしろ「投資主導型成長」と見なされる。このことは、民間企業に中長期的な設備投資資金を供給する政策金融機関の役割の重要性を示すものといえる。

4. 国内資本と産業育成

(1) 国内資本の重要性

近代日本の経済発展において、原則的に外資の活用は極めて限られたものであった⁷⁰⁾。第二次世界大戦後の復興期や高度成長期においても資本流入は原則的に制限されてきた。このため、直接投資の流出入が大きく変化したのは、グローバル規模で資本自由化が本格化した1980年代に入ってからであったが、現在でもわが国への直接投資流入は他の先進国に比べても少ない。

一方、今日では、外資の活用、特に外国直接投資(FDI)の流入が東アジアなどの経済発展に大きく貢献してきたことは広く認識されている。さらに、途上国の長期的な技術水準の向上や裾野産業の発展などを含む産業の高度化をはかる場合に、直接投資の誘致による受入国の便益については既に東アジア諸国で立証されている。しかし、外資による直接投資誘致のみでは、長期的な当該国の発展に寄与することはできない。むしろ東アジアでは外資の活用については、一定の為替取引の制限を加えることにより慎重に進めてきた国々が多い。

70) 外債発行は、日露戦争など戦時の軍事費調達のためなどに限られていた。

資本自由化は資本流入が増加し、一時的に投資などが増加することはあっても、対外債務の発生や金融市場の不安定化のリスクが常につきまとうため、途上国において資本取引を自由化することは必ずしも望ましいものとはいえない。また、途上国における短期資金を含む金融自由化は、本来国内資金を有効に活用できる機会があるにもかかわらず、国外に資金が流出し、生産的な投資に回らない可能性もある。一般的に民間企業や民間金融機関はグローバルな見地で当該国の比較優位に基づいて投資を行うが、それが当該国の長期的なダイナミックの産業発展のメカニズムに繋がるとは限らない⁷¹⁾従って、ここに政府部門の公共政策の果たす役割があると考えられる。

(2) 政策金融の有効性

戦後日本の経済成長を牽引してきた製造業の生産性上昇や新技術の開発のような分野では、本来政府が長期的な観点から支援すべきものである。一方、日本の戦後の政策金融の原資は、主に郵貯や簡保資金が運用資金として主に財政投融资として提供されてきた。これは税収が不足しがちな途上国においても中長期的な国内インフラや有望な産業融資のための資金として、小口の国内預金を産業に回す非常に効率的なシステムであったといえよう⁷²⁾途上国では、将来有望な分野があれば長期的な技術開発に投資する必要があるが、民間金融機関ではそのリスクは負えない可能性がある。その意味において発展途上国では、政策金融機関の果たす役割は大きい。

中でも、1951年（昭和26年）に設立された日本開発銀行は、戦後日本の復興期において重要な役割を果たしてきた。特に国民経済の発展に重要な案件（有益だが投資回収に長期間を要し、収益性が低いプロジェクト等）に対し、長

71) 例えば、外資による繊維産業の労働集約的な輸出向け生産であれば、労働コストが上昇すれば次々に低賃金国を求めて国際資本は移動する。外資誘致で高付加価値製品を開発できるかどうかは誘致した国の産業育成政策が適切であるかどうかにか依存する。その場合、産業育成資金や技術開発拠点の設立など、様々な課題が発生する。

72) 多くの途上国では、国内の税制の不備や貧困層への課税が困難なため、インフラ整備や産業開発のために資金は国内調達できず、国際金融機関などの借入などに依存している。

期、固定、低利の融資等の長期資金の供給を行うこと等により産業の開発及び経済社会の発展を促進することに貢献してきた。これは一般の民間金融機関が行う金融等を補完する役割として重要であった⁷³⁾ さらに、市場金利では貸手が限られている中小企業向けの金融機関として、国民金融公庫、中小企業金融公庫などがある。これらは、大企業と比較して資金調達の手段が限られている中小企業のため、民間金融機関を補完しながら長期資金の安定供給を行い、セーフティネットの役割を果たしている。

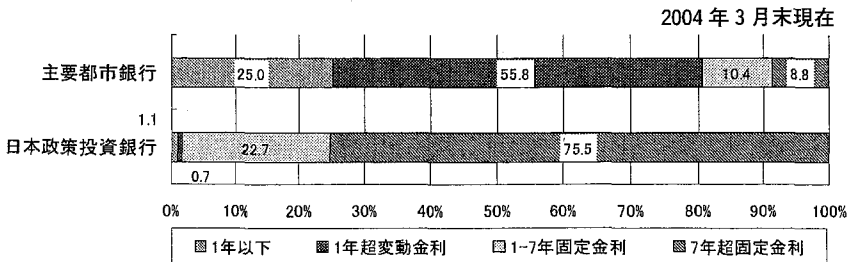
こうした日本が戦後実施してきた政策金融と財政投融资の役割については、従来国際機関、特にIMFや世界銀行では国内の資本活用と産業振興の有効なスキームとして提示してこなかったばかりか、政策金融に否定的な立場から、

表9 日本の政策金融機関（現在）

| 区分 | 社会資本整備 | | 中小企業融資 | | 国際協力 | |
|--------------|--------------------------------|-------------------|--------|----------------------|----------|----------------------|
| | 役割・機能 | 機関 | 役割・機能 | 機関 | 役割・機能 | 機関 |
| 財政投融资 | PF(Private Finance Initiative) | 日本政策投資銀行 | 一般貸付 | 国民生活金融公庫 | 貿易・投資金融等 | 国際協力銀行 |
| | | <民間資金活用型社会資本整備貸付> | | 中小企業金融公庫 | | <国際金融等勘定> |
| 財政投融资+一般会計など | | | 特別貸付 | 国民生活金融公庫 中小企業金融公庫 | 円借款 | 国際協力銀行 <海外経済協力勘定> |

(注) 日本政策投資銀行は旧日本開発銀行を母体として1999年に発足。
(出所) 財務省

図15 政策投資銀行と都市銀行の貸付内容の相違



(出所) 日本政策投資銀行

73) 例えば、(旧)日本開発銀行は民間金融機関では対処できなかったソニーへの融資を実施し、それがトランジスタ開発につながった(大川・小浜 [1993], pp. 298-304)。

むしろ discourage してきた⁷⁴⁾ このことは、従来の IMF や世銀の構造調整融資は途上国における真の意味での産業融資を発展させることにはほとんど貢献してこなかったことを意味する⁷⁵⁾

しかし、今後の途上国の発展のためには資金の海外依存を高めやすい民間金融機関による海外借入を抑制するためにも、政策金融機関の最大限の活用が望まれよう。この点で、開発政策のパラダイム転換が必要である。

Ⅳ. 各国の自由化と経済成長の実例

1. 概 論

一般的に、ラテンアメリカの主要国（アルゼンチン、ブラジル、メキシコ）では比較的早い時期に資本自由化がされたために、非常に不安定な成長軌道をとっており、概して成長率はアジア諸国に比べて低い（図 16）。

さらに、資本取引自由化をした途上国は中長期的に安定成長を達成していない。むしろ東アジア諸国のように対外借入が比較的小さい国の経済成長率が高い傾向にある⁷⁶⁾ また、経済支援を受ける国々ほど成長率が低いこと、中でも IMF 支援期間が長い国ほど長期的に成長率が低い傾向があることが示される（図 17）⁷⁷⁾ 現在多くのサブ・サハラ諸国において、IMF プログラムが適用されているが、こうした国々では、今後対外借入脱却を真剣に検討するべきである。

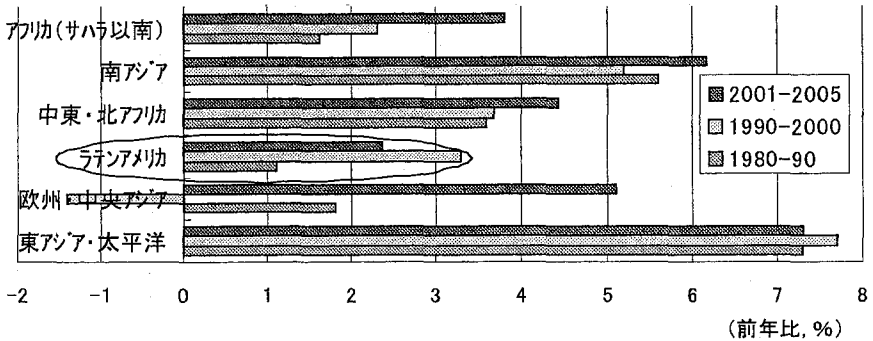
74) 市場金利より低い金利水準は経済活動に歪みを与えるものである、という新古典派的なアプローチが反映されている。しかし、現実には特に後発の途上国では長期政策融資抜きでは、長期案件のみならず中小企業の振興は困難である。

75) もともと IMF の通常のスタนด์バイ・プログラムは危機時の外貨準備不足を支援する目的で実施され、中長期的な成長を目指すような経済プログラムは組み込まれていない（大田 [2005] 参照）。一方、世銀は中長期的な途上国の発展を支援する目的で従来の構造調整融資を改変し、開発政策融資（Development Policy Lending, DPL）を 2004 年より導入した。

76) この点について、Aizenman [2005] は、各国の政策面の不安定性など他の要因を考慮したとしても、金融自由化は経済成長に直接貢献しているとはいえないとし、むしろ発展初期段階では公共部門の貯蓄率を増加させ、全体としての資本蓄積をはかることの有効性を指摘している。

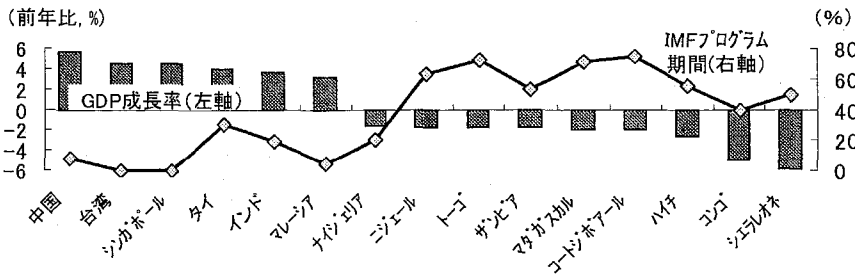
77) W. Easterly [2006] 参照。

図16 地域別 GDP 成長率：低水準のラテンアメリカ



(出所) 世界銀行 “Global Economic Prospects 2006”

図17 成長率と IMF 支援期間 (1980-2002)



(出所) W. Easterly “The White Man’s Burden” (2006) Table 9 より作成

2. 金融自由化による外資依存度

ラテンアメリカでは、日本や東アジアの主要国が資本自由化に慎重であったのに対し、資本・金融自由化が早期に実施され、民間の外国金融機関からの借入を中心とした比較的高金利による資金調達によって巨額な対外累積債務が発生した⁷⁸⁾ (図18)。このため、ラテンアメリカ諸国は1980年代末のブレイディ・プランによる債務削減を実施するまで長らく経済は低迷した。ラテンア

78) ラテンアメリカの場合、一般に国内貯蓄率が低く、対外借入が増加したのは、米国への地理的近接性によりアジアに比べ一層海外からの借入に依存しやすい構造があったとも考えられる。この点については更なる研究が必要である (Aghion, et al. [2006] p. 24)。

図18 主要対外債務指標比較 (2005年)

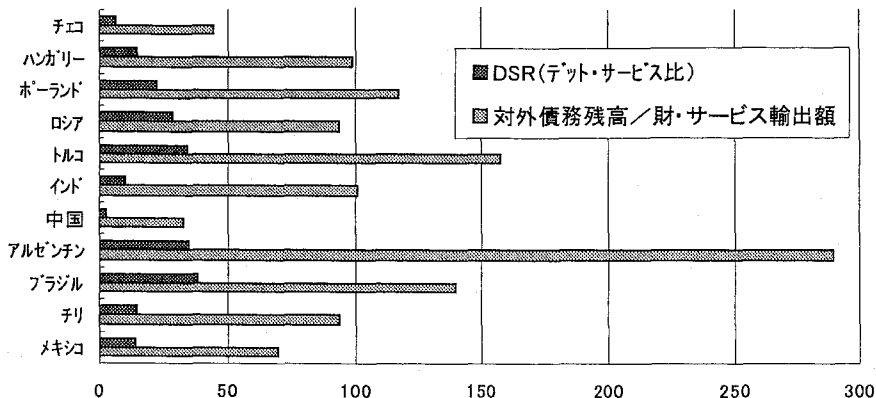
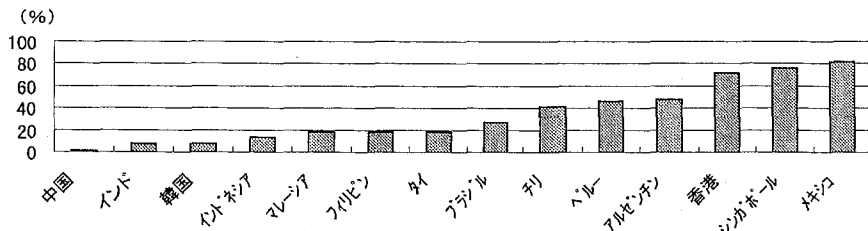


図19 エマージング諸国の銀行セクターにおける外資のシェア (2002)



(出所) BIS, "Foreign Direct Investment in the financial sector of emerging market economies" (2004.3) より作成

アメリカでは、1980年代までの早い時期から対外的に金融自由化が推進され、主要銀行は相次いで外資の傘下に入った⁷⁹⁾(図19)。

その結果、資金の内外移動はますます加速化し、経済全体に過大な外資依存構造が生じた。

海外資本の活用についてもラテンアメリカと東アジアでは異なっている。第

79) アルゼンチンは銀行部門における外資の割合が48%とラテンアメリカの中でもメキシコ(82%)とともにとりわけ金融部門での米国を中心とした外資比率が高い。外資銀行は一般的に収益重視の立場から、貸出金利を比較的高い水準に設定するため、比較的余裕のある大企業などを中心に融資を行い中小企業・零細企業への融資拡大は期待できない。

表10 投資資本収益率比較 (1994—2003)

| | 資本収益率 | カバレッジ | GDP比(%) | 内部収益率 |
|----------|-------|-------|---------|-------|
| 途上国(新興国) | | | | |
| ラテンアメリカ | 12.9 | 56.0 | 37.7 | -4.7 |
| アジア新興国 | 14.7 | 79.6 | 97.2 | -4.6 |
| その他 | 11.3 | 70.2 | 42.5 | -4.7 |
| 平均 | 13.3 | 70.5 | 64.1 | -4.7 |
| 先進国(G7) | 7.8 | 78.8 | 83.2 | 2.4 |
| 米国 | 9.9 | 79.8 | 126.8 | 8.6 |
| 英国 | 7.7 | 79.0 | 149.1 | 2.6 |

(注) ラテンアメリカはアルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、アジア新興国は韓国、台湾、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、中国、インド、台湾、シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン。中国の資本収益率の数値は未入手。

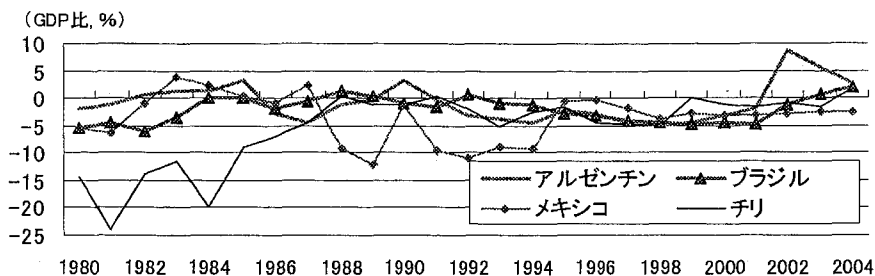
(出所) IMF “World Economic Outlook” (2005.9)

二次大戦後のアジアの場合は新規投資 (greenfield investment) が直接投資の中心であったのに比べ、ラテンアメリカではむしろ企業の民営化などに伴う株式取得が多かったことから、戦後の経済成長パターンが大きく異なり、特に生産性の改善や成長性に大きく影響したとみられる。また、ラテンアメリカ諸国は、東アジア諸国に比べ生産的な投資分野に適切な投資が行われていなかったために、投資資本の収益率もアジアに比べ相対的に低いと推定される。

3. 貯蓄・投資バランス

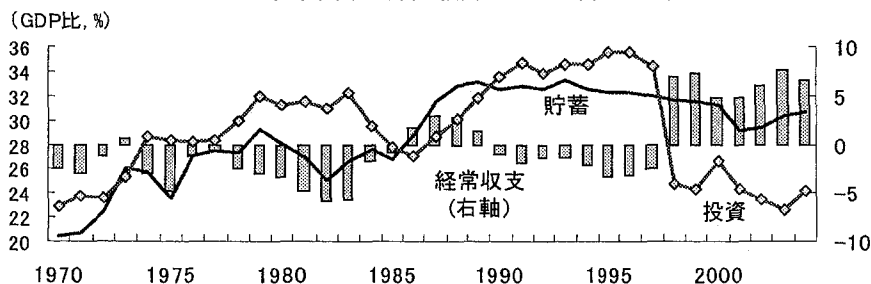
一般的にラテンアメリカでは早い段階から資本自由化に先立ち金融自由化を実施したため、外資依存と対外借入が増加し、基幹産業の民営化に伴い外資の資本参加や買収が実施され、金融機関も外資で事実上支配された構造を生み出した。このことで、外国資本の戦略によって自由に資本が流出する状況をつくりだしたことになる。資本の国内蓄積、あるいは国内の貯蓄率を増加させる戦略をすることなく、金融・資本自由化を実施したことが長期的安定的経済発展にマイナス要因となったと考えられる。すなわち、ラテンアメリカは資金が容易に海外に移転されたため、国内貯蓄率の上昇とそれを投資資金として活用するメカニズムが十分に働かず、成長を遂げることができなかつたとみられ

図20 ラテンアメリカ諸国の貯蓄・投資バランス



(出所) IIF より作成

図21 経常収支と貯蓄・投資バランス (東アジア)



(出所) IMF “World Economic Outlook” (2005.9)

る。このため、当初からアルゼンチンをはじめとしたラテンアメリカ諸国は貯蓄・投資バランスは大きく崩れた構造となった (図 20)。

それに対し、アジア諸国は国内の貯蓄率を着実に高めてきたため、基本的に貯蓄・投資バランスが黒字の国々が多い。アジア危機後は、国内投資よりむしろ海外、特に米国債などへの資金運営が増加し、最近国内投資が拡大している中国を除き貯蓄・投資バランスはむしろ貯蓄増加に傾いている。(図 21)。

4. 資本自由化へのアプローチ：慎重なアジア

アジアにおける戦後の発展をみると、戦後の 1960 年代から 70 年代によく貿易自由化が先進国を中心として実現されてきた段階で資本自由化はまだ本

格化していなかった。アジアでは、全体に90年代になってようやく資本自由化が本格化し、タイでは1993年のオフショア市場を設立以降であり、韓国でも1995年以降本格化した⁸⁰⁾ また、各国とも90年代にいったん資本自由化しても当初は資本流入規制などを導入している⁸¹⁾

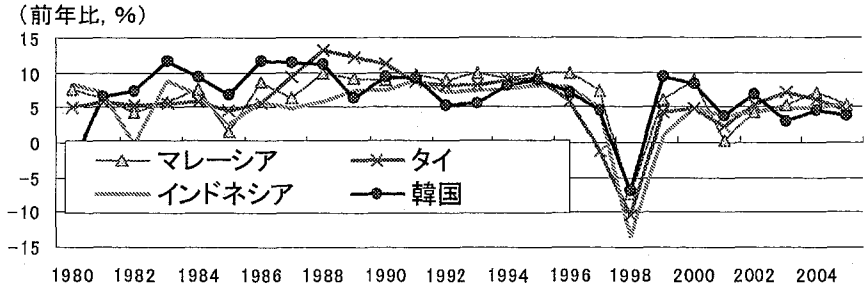
東南アジア諸国が資本自由化を1990年代に本格化したのに対し、中国の場合、対外開放政策を1980年代から積極化したが、これは資本取引制限を維持したまま直接投資を活用して大きく経済発展に成功した例である。中国は、直接投資を最大限に利用して積極的に産業の振興を図った成長過程において、資本取引制限（為替の交換性の制限）を厳格に実施したために、アジア危機時の影響もタイ、インドネシアなど危機経験国に比べ最小限にとどまった。中国は投機的な動きを最小限に抑制し、為替安定を同時に実現している⁸²⁾ さらに、シンガポールのように非常に厳格な為替管理の下、本国通貨の海外での自由な交換を制限していることで通貨変動による経済危機を未然に防いでいる事実も

80) ただし、インドネシアでは早い時期に資本自由化が実施され、シンガポールをはじめとするオフショア市場と自由に資本取引が行われていた。インドネシアでは、1971年に為替管理が原則撤廃され、89年に金融機関の対外借入が自由化され、金融自由化が本格化した。これは、同所得水準の途上国と比べても非常に早い時期の自由化であった。韓国では1991年に外為管理法が改正され、外為取引は自由化（例外規制存続）され、94年に外為制度改革案が発表され、96年にOECD加盟に向けて自由化が本格的になった。

81) こうした資本取引の自由化については米国の意向を受けたIMFなどが積極的に推進してきた。IMFは、1997年9月のアジア危機発生直後の総会でさえ、IMF協定に資本自由化を義務として盛り込もうと試みた。さらに、1997年韓国危機に際してのIMF支援でも、同国の資本規制の撤廃がコンディショナリティに含まれていた。また、韓国経済への処方箋として競争的な金融市場の導入を進め、その条件として財閥解体を進め、企業の合併や買収をすすめていた。それは、公式には「国内財閥の銀行借入依存を脱却させ、企業の海外借り入れ規制を廃止すること」を主眼にしていたが、実際には米国系金融機関による韓国市場への自由な参入を促すことが大きなポイントとなっていたとみられる。

82) 中国では、これまで資本規制を継続しており、事実上の米ドル固定相場制をとってきた。仮に現在短期に資本取引自由化を実施すれば、資本移動の拡大による為替レート的大幅変動（すなわち人民元相場の上昇）が生じ、輸出企業には大きな打撃を与え、米ドル下落に伴う為替差損（大量に保有する米国財務省証券）を引き起こすことになる。従って、非常に緩やかな人民元の切り上げを継続し、資本取引の制限は当分の間継続するものと見られる。

図22-1 GDP成長率の推移（アジア危機経験国）



（出所）IMF, ADB

見逃せない⁸³⁾

一方、タイではアジア危機に伴うIMFからの融資返済後（2004年）、コンディショナリティから解放され資本規制を導入していることは注目される⁸⁴⁾。さらに、マレーシアでは、一時的に資本流出規制を実施した（1年後に解除）⁸⁵⁾。この結果、同国は危機的な状況を脱し、以後、経済安定化に成功している。

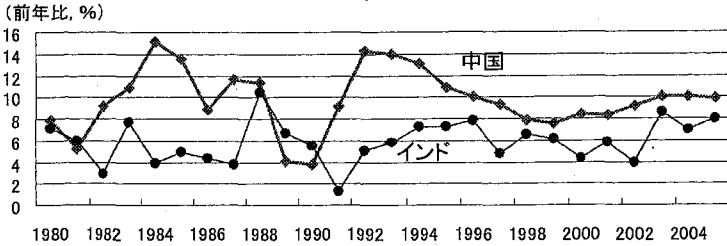
東・東南アジアでは資本流出規制は、適宜採用されており、一定の資本取

83) シンガポールでは、60年代から為替の經常取引を自由化したものの、1983年以降、本国通貨の取引に関しては特に厳しい制限を課しており、ようやく1998年以降になって金融の国際化の一環として資本取引の自由化が始まった。従来シンガポールのオフショア市場は外貨市場での取引が主体となっており、本国通貨と外国通貨の取引は厳格に分離されてきた。

84) タイの資本規制導入は、通貨危機の経験に基づき資本自由化の弊害を回避する狙いがあるとみられる。タイでは、資本・金融自由化に伴う対外借入により国内貯蓄不足を補填したが、資本の逆流に伴って通貨危機を経験した。

85) アジア危機発生時、マレーシアのマハティール首相に宛てた公開書簡でKrugman [1998] は、資本規制導入を推奨し、①通常の経済活動への混乱をできるだけ最小限に抑える、②経済回復のための余裕を作るための資本取引を一時的措置にする、③通貨を過大評価すると恒久的な保護貿易に走るなど弊害が大きいため、強い通貨を狙わない、④財政金融政策で景気刺激策を取り、経済回復をするのが狙いであることを明確にする、の4原則を守るとの提言を行った。規制の主な内容は、外国人のリング立て資産（証券、定期預金、固定資産など）売却に際し、1年以内に外貨への交換を禁止するものである。また、マレーシア株式のオフショアでの取引（例：シンガポール市場での売買）は禁止され、リングの売却圧力を軽減した。しかし、元本送金への課税に関しては1999年9月には全面的に廃止した。

図22-2 GDP 成長率の推移 (資本規制国)



(出所) IIF, ADB

表11 東アジアの資本・為替取引自由化と規制

| 国 | 年月 | 内容 | |
|--------|---------------------|--|------|
| 韓国 | 88/11 | IMF8条国に移行 (經常取引自由化) | |
| | 88/12 | 「資本市場国際化中期計画」発表 | |
| | 90/3 | 外国為替集中管理制を緩和 | |
| | 92/9 | 「改正外為規定」施行 (為替取引の原則自由化) | |
| | 94/12 | 「外為制度改革案」(1999年まで段階的自由化) | |
| | 96/4 | 対外証券投資を完全自由化 | |
| タイ | 90/4 | 銀行等金融機関の純外貨準備高制限(資本20%未満) | 流入制限 |
| | 90/5 | 為替管理自由化 (經常取引自由化) | 流入促進 |
| | 91/4 | 為替管理自由化 (非居住者パーツ建預金、外貨貸付、外貨預金) | |
| | 92/5 | 為替管理緩和 (輸出のパーツ代金受取、外貨建債務決済等の認可) | |
| | 93/3 | バンコク・オフショア金融センター(BIBF)設置 | |
| | 94/2 | 為替管理自由化 (海外貸付規制緩和、銀行非居住者規制撤廃等) | |
| | 95/8 | 非居住者短期預金の準備高引上げ (2%→7%) | 流入制限 |
| | 97/5 | 銀行等金融機関の短期オフショア借入の中銀の最低当座預金準備高を7%に設定 | 流出制限 |
| シンガポール | 68/11 | IMF8条国に移行 | |
| | 78/6 | 為替管理を撤廃 | |
| | 83/11 | 自国通貨の非国際化政策 (規制) | 流出制限 |
| | 1998 | 金融自由化 (非居住者のS\$建て債券、銀行取引、スワップなど規制緩和) | |
| | 2002/3 | 非居住者取引規制緩和 (アセットスワップ、S\$建てオプション取引等自由化) | |
| マレーシア | 68/11 | IMF8条国に移行 | |
| | 90/10 | ラバン・オフショアセンター開設 | |
| | 92/6 | 非貿易、非投資案件の対外借入制限上限枠設定 | 流入制限 |
| | 94/1~8 | 非貿易関連金融商品の非居住者向け売買禁止 | |
| | 94/2~8 | 商業銀行の外貨の中銀当座への強制預託、非貿易目的スワップ禁止 | |
| | 94/12 | 為替管理自由化 (外貨借入・預金緩和) | |
| | 98/9 | 為替・資本規制導入 (外国人の1年以内の外貨への交換を禁止) | 流出制限 |
| | 99/2~9 | 上記規制緩和 (元本送金への課税廃止) | |
| インドネシア | 2001/2,5 | 証券投資利益・資本海外送金規制緩和 | |
| | 88/5 | IMF8条国に移行 (經常取引自由化) | |
| | 89/3 | 金融機関の対外借入規制撤廃 | |
| | 91/3 | 中銀、オフショア借入の制限 (スワップ制限等) | 流入制限 |
| | 91/10 | 国家に関わる商業対外借入は認可制、5年間の上限設定 | |
| | 91/11 | オフショア借入の制限 (銀行のネット外貨借入制限) | |
| | 94/6 | 外資100%出資の無条件認可 | |
| 2000/4 | 1万\$以上の外貨受払いは中銀報告義務 | 流出制限 | |
| 2001/2 | ルビアの外貨取引を国内銀行に限定 | | |

(出所) IMF “AREAER 2005” 平田, 他 [1999] 図表 3-1, 齊藤 [2005] 図表 13, Magud & Reinhart [2006] Tab. 1, 2 等より作成

資本取引・金融自由化と安定的経済発展

表12-1 各国別通貨取引・資本規制 (アジア1)

| 国 | 自由化度 (90年代) | 自由化 度(現在) | 為替管理(資本・金融・貿易取引) |
|--------|----------------|--------------|--|
| 中国 | × | × | ①資本取引は原則禁止(個別認可)で、資本取引について取支ともに、厳格な管理 (1)資本取引の外貨口座の種類;(2)対内および対外直接投資に関する許認可;(3)外貨借入の入金と返済;(4)対外借入・貸出に関する規制;(5)証券投資に関する規制;(6)預金勘定取引;(7)利子・配当・利益などの対外送金;(8)保税地区の資本取引の外貨管理;(9)外貨から人民元への為替決済;(10)多国籍企業の外貨資金内部運用;(11)外貨管理条例(1997年1月14日改正)の管理規定;(12)外貨担保による人民元ローン;(13)国内機関の対外担保 |
| インド | × | △ | ①外国機関投資家(FII)によるインド企業の株式取得は、2001年9月20日、49%の上限を外国直接投資規制の下で出資制限がある分野以外は、取締役会と株主総会の決議を条件に100%まで緩和 ②対内直接投資はインド準備銀行(RBI)により特定分野(小売、原子力、不動産、農業関連等)除き自動認可(100%外資可)。国内株式取引は、登録された外国機関投資家(FII)のみ許可。対外商業借入(ECB)については、財務省のECBガイドラインによって管理。 ③居住者の対外送金は25000ドルまで可能; ④外国投資家は累積投資限度額は17.5億\$; ⑤証券投資は株式と債券比率は7:3まで可.; ⑥株式取得は発行済の24%迄(機関投資家)、個人は10% |
| ベトナム | × | × | ①ベトナムの国内外国為替市場は厳格に管理されており、毎年、制度上の変更あり。ただし、売却・交換に関する規制は1999年に若干緩和され、外資系企業は2001年1月から、經常支払いはドル交換する権利を付与。②外国直接投資には、対外・対内投資、証券投資、海外を相手にした借入れ/貸付け、預金勘定取引が含まれる。取引によっては関連する所轄官庁からの認可が必要。 |
| シンガポール | △ | △ | ①ドルの非国際化政策(Non-Internationalization of the Singapore Dollars):外国通貨取引と自国通貨取引を完全に切り替える政策(通貨交換等による為替の乱高下を避け、為替の安定を図る)→「非居住金融機関に対するドル貸出(Lending of S\$ to Non-Resident Financial Institutions)」容認(2004/5/28)②ただし、非居住者(1社または1名)に対する一定額以上の貸出限度(\$5500万)禁止 |
| インドネシア | ○ | △ | ①2000年4月より1万ドル以上相当の外貨の国内外での受け払いには中銀報告義務; ②2001年2月より、ルピアの外為取引はインドネシア国内銀行のみ実施; ③非居住者の銀行同士によるルピア送金の禁止を柱とする中銀通達(適用)、現金1億ルピア以上の持ち出し/持ち込みには制限 ④全ての海外からの商業借入はCOLT(商業外為7借入局)の許可必要(銀行・金融機関・企業)、個人は20万\$以上の借入は許可必要 |
| マレーシア | ○ | △ | ①居住者の海外借入は500万リギまで自由; ②非居住者への生産的投資への貸出は1万\$まで自由; ③居住者は海外投資につき原則1000万リギまでの外為を含む借入自由(非居住者が管理する企業(MRCCs)の国内借入金の上限(5,000万リギ)が撤廃された。また、5,000万リギを超過する場合は必要とされていた中央銀行への承認は撤廃。[2005.4]) ④非居住者によるリギ建て証券発行・売却は許可必要; ⑤商業銀行などの海外口座及び借入は5000万リギ以上は許可必要(借入は1000万リギ) |
| タイ | ◎ | ○ | ①機軸向送金(受取り)は、バーツ建て、外貨建てとも原則自由。ただし、外貨建て5,000ドルを超える場合は、為替経由で中銀に報告する必要;(貿易取引)1件50万バーツ以上は税関当局に報告 ②対外貸出は認可銀行のみ可能(純外貨準備規制あり); ③非居住者の証券売買は当局(MOF, BOT, SEC)の認可必要; ④金融機関の株式取得は25%以下に制限 |
| フィリピン | △ | △ | ①外国投資家の本国向け送金、配当、利益、収益金の送金を行うために必要な外国為替銀行を通じて購入する場合、外国投資を中央銀行(BSP)に事前登録する必要; ②中央銀行による外国為替操作権限; 中央銀行(BSP)は通貨委員会を通じて、フィリピンにおける外国為替操作に一定の制限を課すことが可能 ③商業銀行「ユウワール」銀行の流動性準備率は10%(8%より引上げ); ハン建て預金準備率は19% |

(注) AREAER = Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
(出所) IMF "Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2005" JETRO より作成

引に関する為替管理を強化している(表11)。

2001/2年以降最近に至るまで大規模な「資本収支危機」が発生していない背景には、世界的に豊富な流動性が各国のリスク・プレミアムを低下させている点もあるが、危機経験国であるタイ、アルゼンチン、ブラジル、インドネシアなどIMF融資の「卒業国」が増加するにつれ、政策の自由度を確保し、資本取引にかかわる為替規制を導入していることが背景にあるとみられる(表12-1, 2)。

5. ラテンアメリカ：不安定な成長パターン

東アジアの成長パターンと比較してラテンアメリカは経済の不安定な時期が非常に長く、不成功の典型例として考えられる。

2001年から2002年にかけて通貨危機を経験したアルゼンチンは、世界のエマージング市場諸国のなかでも戦前から比較的所得水準の高い国であったが、政情不安定な面もあり、ポピュリスト的な経済政策により常に消費過剰と経常収支赤字に苦しんだ。同国では、1980年代には経済成長率も大きく変動し、不安定な時期であったが、これは金融自由化を先行させ、資本取引自由化政策に伴う資本の内外移動と国内貯蓄率の低下と無関係ではない。もともと同国では国内の貯蓄・投資バランスが悪化しており、対外資金に依存する経済構造に拍車をかけた。実体経済を支えるべき基幹産業から金融機関まで資本の自由化により外資が産業のあらゆるセクターで実現した。アルゼンチンへの外資流入は国営企業民営化に伴う株式取得による直接投資も、むしろ証券投資が中心であった。このことから、安定的な外貨準備高の水準を維持することが非常に困難となり、海外からの資金に大幅に依存する構造が恒常化したとみら

表12-2 各国別通貨取引・資本規制（ラテンアメリカ）

| 国 | 自由化度 (90年代) | 自由化 度(現在) | 為替管理(資本・金融・貿易取引) |
|--------|----------------|--------------|---|
| アルゼンチン | ◎ | △ | ①居住者から非居住者への外貨売却は1ヵ月当たり5000ドル以上は中銀報告義務。 ②月額200万ドル以上の非居住者の為替取引に対する中央銀行の事前承認必要(2004年12月以降、200万ドルまでの中央銀行の事前承認なく、外貨を取得、送金可。) ③非居住者の証券投資は30%の準備金(1年間)必要(FDI、IPO除く)。[2005.6.10以降] ④直接投資及び貿易目的を除く外貨交換は1年間は禁止。[2005年5月26日以降] |
| ブラジル | △ | △ | ①外国資本の対内移転ならびに利益再投資は、中銀外資登録管理局に登録義務の必要あり。利益、配当、金利などの海外送金には、中銀および連邦収税局に送金を立証する書類提出義務あり ②国内における外貨口座預金は原則禁止。 ③非居住者による債券売買はFIEX(オフショア投資基金)に限定 ④外国からの直接投資は特定の経済分野での規制 |
| メキシコ | ◎ | ○ | ①經常取引及び通常の資本取引原則自由(外資法上の制限のみ) ②居住者、非居住者間の貸借は一定の制限あり ③特定産業・分野(石油、金融、運輸、郵便サービスなど)への直接投資は許可必要 |
| チリ | ○ | ○ | ①原則自由(ただし一部規制は残存) ②商業借入は金融機関からは4%、非金融機関35%金利支払い必要。 ③短期(1年未満)借入は3.6%の最低準備率設定 |
| コロンビア | △ | △ | ①証券投資の売買による送金は1年間は禁止(但し純利益・所得は除く)[2004.12.14~] ②非居住者による証券の国内投資に関する規制・許認可：中銀の承認が必要。 ③2年未満の債券の全体の20%以上の機関投資家による取得は禁止。 |
| ペルー | ◎ | ◎ | ①直接投資、証券投資、対外借入・貸出、預金、対外送金は原則自由 ②自国通貨、外国通貨とも預金準備率には最低6%、外貨は追加で30%必要[2004.11~] |
| パナマ | ○ | ○ | 一般の輸出代金は原則中銀に売却する義務あり；送金・投資などの資本取引に関する外貨はすべて中央銀行に売却および外貨管理委員会(CADIVI)による外貨取得許可が必要 |

(注) AREAER = Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
(出所) IMF “Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2005” JETRO より作成

れる。

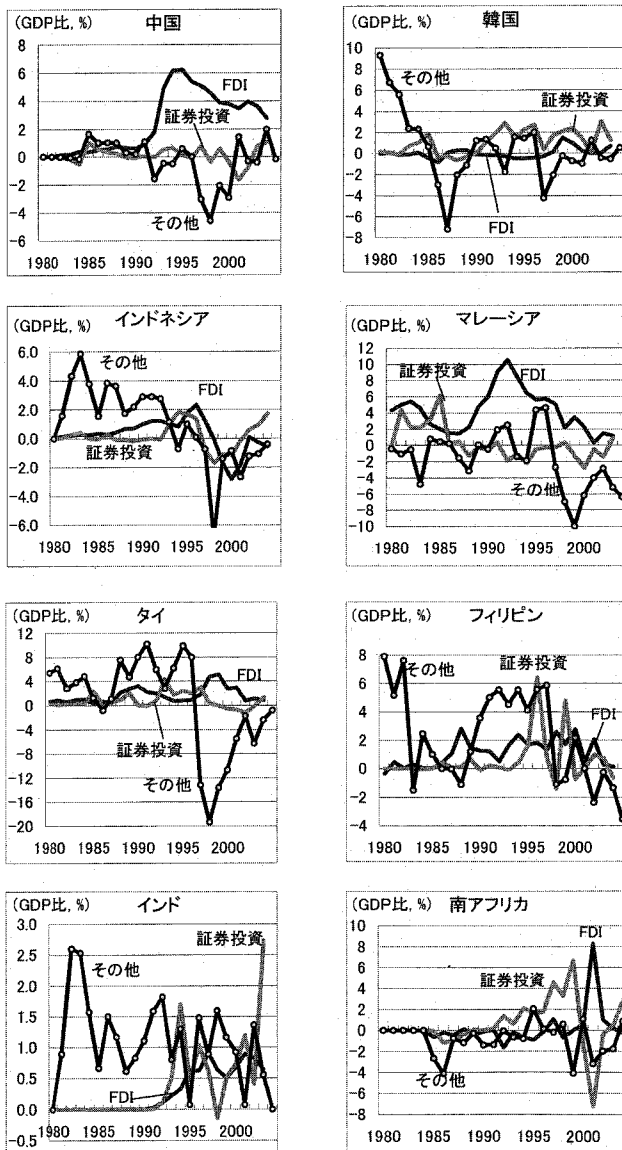
一方、ブラジルは1980年代まで輸入代替政策を基本としてきたため、資本自由化はラテンアメリカでは比較的遅かった。このためブラジルは、アルゼンチンと対照的に直接投資・証券投資流入（GDP比）は1980年代には比較的小規模に推移した（図23-2）。1990年代に入っても、相克は様々な種類の資本規制政策を用いて、資本の急激な流出入を規制してきた⁸⁶⁾ 同国は海外資本、特に直接投資の流入によって、アルゼンチンと比べれば、政府債券の発行による対外債務増加や政府債券の発行や民間の対外借入の拡大を生じさせるような国内の貯蓄・投資バランスの悪化は比較的避けられたと見られる。

景気が全体的に低迷した1980年代のラテンアメリカの中で、唯一比較的堅調な成長を達成したチリでは、早い時期から慎重な為替管理や資本流入規制などを実施するとともにFDIを中心とした資金が国内投資の増加に貢献した。同国のGDP比証券投資流入はラテンアメリカ主要諸国中最も低水準であるが、80年代以降FDIは一貫して高水準を維持してきた。また、同国は資本流入の増加による通貨高によって輸出競争力の低下することを回避するため、1991年に短期資本の流入規制を導入した⁸⁷⁾ チリが他のラテンアメリカ諸

86) 基本的に資本・金融自由化された90年代では、規制策も半年程度の効果にとどまることが示されている（Carvalho & Garcia [2006]）ものの、短期の急激な資本流出に対してある程度意味を持つと考えられる。

87) 同国に流入する対外借入の20%（1年後30%に引き上げ）を中銀に1年間無利子で預託する制度である。その際、全ての短期資本の流入に関して1年間の滞留義務を課した。また、国内企業及び金融機関に債券発行の際に規制を設け、対外債務の増加を防止した。チリの資本規制（強制的に中銀当座預金をゼロ金利とする）の有効性について様々な分析があるが、これは、あくまでマクロ経済政策の安定策として導入されたものである。資本規制を導入した時期が90年代初め（91年6月）であり、世界的に本格的に資本移動が大幅に拡大した時期ではないこと、さらに資本流出に対する規制ではなく、流入に対する規制であった点で後にアジア危機に面したマレーシアで導入した資本流出規制と本質的に異なるものであった。さらに、チリの資本流入規制導入はまだアジア危機の際のような世界的な大量の資本移動があった環境と異なる。ただし、チリの資本流入規制は比較的長期間（1998年9月まで）継続しており、その間比較的安定的な経済運営が行われた点は注目される。なお、この中銀への強制預託制度は1997年のアジア危機以降に10%まで引き下げられた後、1998年には資本流入額が減少したために制度は廃止された。

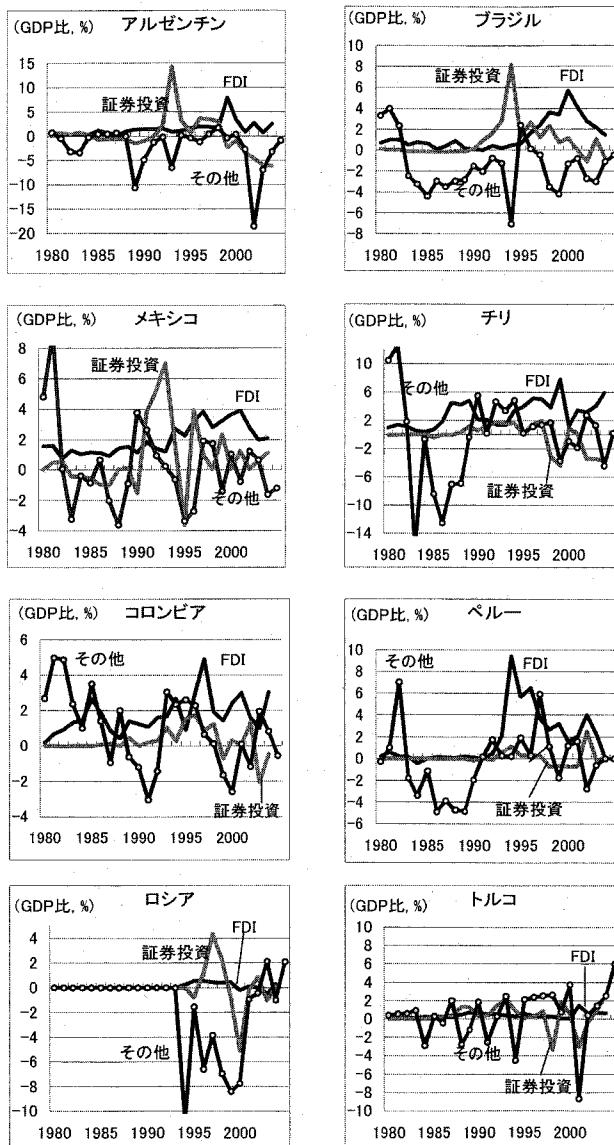
図23-1 各国別 FDI・証券投資流入（ネット）(1)



(注) 「その他資本」は対外借入を含む。各変数の実質 GDP 成長率 (1人当たり) への回帰分析。

(出所) IFS(IMF)より筆者作成

図23-2 各国別 FDI・証券投資流入（ネット）(2)



(注) 「その他資本」は対外借入を含む。各変数の実質 GDP 成長率 (1人当たり) への回帰分析。

(出所) IFS(IMF)より筆者作成

国に比べ比較的良好なマクロ経済運営（低インフレ、良好な財政収支、安定的な実効相場、貿易自由化など）が可能となったことは、上記のような資本取引の規制によって国内のマクロ経済運営を堅実に実施できたことも貢献していると考えられる。

V. 新しい発展戦略と経済成長

多くの途上国において中長期的に安定的な経済発展を遂げるためには、資本を蓄積しそれを投資に回すシステムの確立が不可欠である。しかし、新古典派成長理論⁸⁸⁾も内生的成長理論⁸⁹⁾もそのモデルには、どこから成長に必要な資本を調達するかという問題は捨象している。経済成長過程においては、第二次大戦後、1970年代までのように国際間の資本取引が巨額なものでなかった時代と異なり、今日では海外からの借入や資本投資の流入によって当該国の成長過程は大きく異なるものとなっている。従って、以下において成長の源泉となる投資を支える資本をどこに求めるか、さらに資本を国内の経済発展にいかん有効に活用するかという観点からグローバル化した今日の国際経済環境において途上国の安定的発展のための必要な方策を提示する。

1. 発展段階における国際金融政策

従来資本取引の制限は、新自由主義、あるいは「ワシントン・コンセンサス」に基づく自由化政策に反することであり、IMFをはじめとする国際機関では認められず、むしろ discourage されてきた。しかし、途上国が独自に発展

88) 新古典派成長理論には、資本の源泉をどこから求めるかという問題は明示されていない。しかし、自由主義をその思想的な基盤とする新古典派経済学では、国内市場の自由化（開放）や内外の追加的な投資を引き付け、資本蓄積率を高めることを当然視する。資本自由化へのIMFなどのコミットメントはこうした新古典派理論の延長上にある。ハロッド＝ドーマー型成長モデルでは経済成長率は貯蓄率に比例し資本産出高比率に反比例するという関係を前提とし、投資と成長の関係については規定されている。また、それを発展させたソロー・モデルでは、産出量の増加は、労働の量や質の増加、資本の増加、技術進歩の要因によってもたらされるとされる。

89) Romer [1986] をはじめとして提示された「内生的経済成長理論」

の方策を実施するためには、各国の状況に応じて為替・資本取引の制限を設けることがむしろ現実的であり、これは東アジア諸国の発展段階で実際に実施されてきたことである。一般的に途上国の発展段階を考慮せず、資本自由化を進めると、各国独自の金融財政政策の自由度が低下する。この点はいくつかの研究においてかなり該当性が高いことが立証されている（表13）⁹⁰⁾

現在、最も安定的な経済成長が必要とされているのはサブ=サハラ諸国であるが、依然として多くの国で資本規制は導入されておらず、国内にとどまるべき資金が有効に活用されず、資金が自由に流出しているものとみられる。このため、長期的な安定成長は達成されにくい環境におかれたと考えられる。

途上国の安定的な成長のためには、各国の実情にあった適切な金融・財政政策が必要である。途上国で成熟・発展した金融市場が存在していない場合、金融政策の独立性は維持できない可能性が高い。国内のマクロ経済政策面からみると、金融・財政政策については、自由化を推進すればそれだけ、政策の自由度は損なわれることになる⁹¹⁾

資本取引が自由化された国では、為替を安定化（固定）しようとするれば、金融政策が制限を受ける。すなわち、途上国の発展段階で特定の有望な産業を振興するために政府が低金利による長期融資を行う政策金融機関を通して資金を供給するメカニズムが成立しにくいことになる。このことは、戦後日本において実際に行われたような発展のための有効手段が奪われることを意味する。実際に、資本自由化は発展段階の途上国において金融政策に大きな影響を与え、特

90) このほかに資本規制の効果として、資本流入の構成の変化、実質為替相場の変動への圧力軽減があげられる（Magud and Reinhart [2006]）。

91) 代表的なマンデル＝フレミング「小国の開放経済」モデルでは、国内の金利水準が世界（外国）の金利水準に均衡し、金融政策は事実上効果がないとされる。これは、内外の資本移動が自由であり、為替取引の制約が全くないという極端な仮定を置いたものである。マンデル＝フレミング理論では国際間の資本移動は金利差に応じて円滑に移動するという完全に制限が撤廃されている状態を前提としている。すなわち、資本取引自由化と為替の安定（固定相場制）、さらに金融政策の自由度のいずれか2つまでしか同時に実現できないといういわゆる「トリレンマ」の状況が生まれる。この典型的失敗例は、アルゼンチンであり、危機が起きた背景にはカレンシーボード制（固定相場制）と資本自由化のなかで、金融政策の自由度がなく、財政赤字拡大がますます対外債務拡大を加速化したことにある。

表13 資本規制の効果

| | | 資本流入規制の効果 | | | |
|---------|-------------|-----------|-----------|---------------|-----------|
| | | ①資本流入減少 | ②資本流入内容変化 | ③実質為替相場上昇圧力軽減 | ④金融政策の独立性 |
| 全サンプル | | △ | ○ | △ | △ |
| 流入規制の場合 | ブラジル | △ | △ | × | △ |
| | チリ | △ | ○ | | ○ |
| | コロンビア | △ | △ | △ | ○ |
| | チエコ | × | | | |
| | マレーシア(1989) | ○ | ○ | | ○ |
| | マレーシア(1994) | ○ | ○ | | ○ |
| 資本流出規制 | マレーシア(1998) | | | △ | ○ |
| | スペイン | △ | | △ | △ |
| | タイ | ○ | | ○ | ○ |
| 各国全体調査 | | ○ | ○ | ○ | × |

(注1) Magud & Reinhart による以下の各種研究の総括。

Cardoso & Goldgajnm [1998, Edison & Reinhart [1994, 2000], Reinhart & Smith [1998]], Ariyoshi, et al. [2000], De Gregorio, Edwards & Valdes [2000], Edwards [1999], Edwards & Rigobon [2004], Hernandez & Schmidt-Hebbel [1999], Laban & Chumacero [1997], Leban & Larrain [1998], Laurens & Cardoso [1998], Le Fort & Budnevich [1997], Reinhart & Smith [1998], Valdes-Prieto & Soto [1995], Tamirisia [2004], Dornbusch [2001], Kaplan & Rodrik [2002], J. Vinals [1992], Kirilijenko & Kirilenko [2000], Miniane & Rogers [2004]

(注2) 対象国は主に途上国・新興市場諸国（ブラジル、メキシコ、チリ、コロンビア、コスタリカ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、韓国などであるが、Miniane & Rogers [2004] は先進国（オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、イタリア、日本、オランダ、ノルウェー、スペイン、スウェーデン、英国等）を含む。

(注3) 各国全体及びブラジルが金融政策の独立性に関して不明となっているのは、対象期間 1980～90年代前半のハイパーインフレ前後を含むことも関係していると思われる。

(出所) N. Magud, C. M. Reinhart “Capital Controls: AN Evaluation” [2006] Tab.6 より作成

表14 各国別通貨取引・資本規制（アフリカ）

| 国 | 自由化度(現在) | 為替管理(資本・金融・貿易取引) |
|----------|----------|---|
| エジプト | ◎ | ◎ 為替管理は自由化; 対内海外直接投資あるいは海外からの借り入れ制限なし |
| ケニア | ◎ | ① 当座預金取引に関する規制はなく、居住者も非居住者も自由に外国為替売買可能; ② 決済通貨、決済手段に関する規制なし; ③ 外貨支払、受取時の中央銀行の許認可・報告の義務はなし; ④ 上場株式会社は最低25%国内投資家保有必要 |
| コートジボワール | ◎ | ① 外国との金融関係は原則自由; ② 対内直接投資は、事前許可は不要; ③ 対外直接投資は75%以上外国からの借入必要 |
| ナイジェリア | ◎ | ◎ 外国為替取得は95年度から規制緩和措置; 外資系企業による配当や税引き後利益、ローン返済、会社転売益、会社清算益は、財務省の事前承認なしに自由に送金 |
| ガーナ | △ | ① 内外資本取得、株式・債券売買は居住者・非居住者問わず中央銀行(BOG)の許可が必要; ② 上場株式取得は法人が74%、個人は10%上限規制 |
| 南アフリカ | △ | ① 企業の対外借入はオフショアにて国内のバランスシートを担保に可能。非居住者の子会社は南ア国内借入限度は300%迄可能、② 外国政府・企業発行の証券は南アの証券取引所上場可能[2004.9～]; ③ 居住者は海外投資は750000ランド迄可能 |

(注) AREAER = Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions

(出所) IMF “Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2005” JETRO より作成

に資本移動が自由であれば、金融政策の独立性は殺がれることになる。もともと資本自由化を行えば、「資本収支危機」が起きやすい状況を招くことになり、当該国の対外債務負担の増加、国内経済の低迷を引き起こす可能性が高まる。

2. 国内貯蓄率の増加と投資のメカニズムの確立

金融自由化を早い段階で実施すると、国内投資に比べ、よりリターンの高い海外の証券投資などに資金が流出し、逆に国内産業向け資金がクラウディングアウトする可能性もある。このことは、エマージング諸国、特に市場経済移行後のロシアや通貨危機前のトルコのように、資本自由化された中で、銀行が産業融資より債券売買により利益を上げることがを優先する金融機関が必要以上に増加し、本来国内にとどまり活用されるべき資金が流出した経験をみれば容易に理解できる。こうした国々では、資本流出が当該国の外貨準備不足を生み、政府部門の赤字を拡大させる背景となった⁹²⁾ さらに、国際機関や二国援助による資金への依存も当該国の長期的に安定的発展への貢献への効果が疑問視されている⁹³⁾

途上国では、国際金融機関の借入に依存しない構造を築く必要がある。国内資本蓄積とそれに基づく投資が重要であるが、従来途上国における中小企業や国家的に重要な基幹産業やインフラ整備のための融資の資金源をどのように調達するかが大きな問題となる。こうした資金調達、対外債務につながる海外からの借入ではなく、国内貯蓄による資金調達メカニズム確立が重要である。

日本や東アジア諸国の経済発展の経験から、途上国の安定的な経済発展のた

92) 現在ではトルコは経済成長率が堅調となっているものの、同国は依然として IMF から融資を受けており、従来非常に少なかった FDI 流入による資金不足を現在でも補わざるを得ない状況にある。

93) Rajan [2005] は、過去の途上国への援助は必ずしも経済成長に貢献したとはいえない、との見解を発表している。このことはインドネシアの例をみてもわかる。同国では政府の過度の援助依存の財政構造と政策運営が生じ、発展段階が低く、国内の金融・資本市場が未整備のまま資本自由化を推進した結果、資本収支危機を招いたが、これは IMF など国際機関の政策が忠実に実施された結末であり、被支援国の「自主性 (Ownership)」が損なわれた典型的な例であろう。

めには、発展初期段階では、内外金融自由化をできるだけ避け、政府の主導により貯蓄と投資のバランスをとるため、独自の金融政策を確立することが重要であることがわかる。その場合、長期的な生産投資に回される FDI を除き国際資金フローの動きに依存しない投資資金の確保のためには、国内貯蓄率を上昇させ、その資金を国内の発展の基盤となるインフラ整備に回すシステムを構築することが必要であるが、そのためには、国内小口貯蓄の奨励が重要であり、国民預金を広く普及させる意味では、日本のみならず欧州でも基本的に広く発展してきた Post bank の制度を途上国に確立することが有効であり、戦後日本の財政投融资の再評価がされるべきであろう⁹⁴⁾

3. 政策金融機関の重要性

先進国においても依然として政策金融機関の役割は大きい部門（例：住宅など）があるため、途上国に政策金融機関の存続について一律に民営化方針に沿って政府部門から引き離す政策を適用することは、当該国の長期の安定的成長にはむしろ不利となることが考えられる⁹⁵⁾

一般的に米国は途上国における「政策金融」を極力縮小するように IMF などを通して民営化を推進してきた⁹⁶⁾ 日本に対しても IMF は米国政府と同様極力政策金融機関を縮小するように求めている。また、新自由主義の立場にたつ日本の現政権はそうした意向を受け、政策金融機関の整理・統合によるリストラを推進しつつある。しかし、米国を含む先進諸国でも依然として政策金融機関は中小企業金融などの分野で健在であり、なんらかの支援が必要なセクターは存在する⁹⁷⁾ まして途上国の産業において小口の資金を提供する金融機関や国家戦略的な分野に長期的観点から融資する金融機関は当該国が発展する上で

94) 従来の民間金融機関では、小口金融を政策金融として産業への資金を調達することは困難である。

95) 従来の IMF・世銀の融資のコンディショナリティとして、政策金融機関を排除し、民営化を推進することは極めて自然に行われてきた。もちろん、途上国においては特に当該政策金融機関のガバナンスの重要性については認識される必要があるが、その問題と金融制度の問題は一律に論じられるべきではないだろう。

表15 主要国の公的金融制度（2003年度）

| | | 米国 | 独 | 仏 | 日本 |
|-------------|---------|--------------------------|--------------------|-----------------|--------------------|
| 政府による信用供与 | | 連邦信用計画 | なし | なし | 財政投融资 |
| 主な融資対象 | | 住宅、教育、中小企業、農業 | 住宅、海外援助 | 中小企業、途上国 | 中小企業、住宅、道路、農業、対外援助 |
| 政策金融機関 | 住宅 | GNMA、FNMA、FHUMC、連邦住宅貸付銀行 | 復興金融公庫(KfW) | 預金供託公庫(CDC) | 住宅金融公庫 |
| | 中小企業 | — | ドイツ負債調整銀行(DtA)、KfW | 中小企業開発銀行(BDPME) | 国民生活金融公庫、中小企業金融公庫 |
| | 貿易・海外援助 | 米国輸出入銀行 | KfW | フランス開発庁 | 国際協力銀行 |
| 政府金融機関の貸出残高 | | 432兆円 | 20兆円 | 13兆円 | 172兆円 |

重要である⁹⁸⁾

国内貯蓄を有効に活用し、当該国の発展にかかわる国内の長期投資、産業技術開発、さらに中小企業金融については、政策金融機関の果たす役割が大きい。日本の財政投融资にみられたように、民間ベースでの貸付に回すのではなく、国家的な重要なインフラ整備や長期投資、さらに採算が取りにくい重要案

96) それは、米国の民間金融機関のグローバル市場活動に影響を与えるからであり、世界の途上国に政策金融機関を極力廃止することが望ましいとの立場に立っている。しかし、米国国内の住宅金融は政策金融が大きな役割を果たしており、最近までの米国国内の住宅ブームもそれに支えられている。現在、日本では高度成長期ほど日本開発銀行[開銀](当時)などの果たす役割は低下したとされるが、現在でも日本政策投資銀行(旧開銀)は技術開発分野で基礎技術の開発金融に寄与している。基本的に同行は、公的金融機関として長期資金、事業再生資金、ベンチャー向け資金、プロジェクトファイナンス資金等、民間金融機関のみでは供給が難しいリスク・マネーの供給を行っている。例として、日本政策投資銀行(旧開銀)は、日本電気(株)及び(株)日立製作所の折半出資により設立されたDRAM専業メーカーのエルピーダメモリ(株)が取り組むDRAM業界の共同再編事業に対して、産業再生ファンド制度による出資などを行っている。

97) 米国の公的住宅金融機関の融資は、現在の米国経済成長を下支えしてきた住宅ブームに貢献している。

98) この議論は、主に途上国が先進国に至る過程における政策金融機関の重要性を示すものである。最近の日本政府は、政策金融機関縮小や整理統合の方針を打ち出し、資金調達は財投資金ではなく、市場から債券発行などで調達すべきとし、さらにその際、債券には政府保証をつけず、市場の評価に委ねるべきだとしている。しかし、政策を実施するために必要な資金を調達するに当たって政府が保証することは、長期的に必要であり、民間金融機関が支援できない分野への投資資金の融資については政策金融機関が融資を継続するのは望ましい。欧州でも、EU全体の政策金融機関として欧州投資銀行(EIB)が存在し、ドイツの復興金融公庫(KfW)や、フランスの中小企業開発銀行(BDPME)も、債券発行を行っているが、全額政府保証付きである。そもそもこのような重要分野で民間市場の競争による金利水準であれば、長期的な投資は非常に困難となる可能性がある。

件に資金を回すことが必要である。新事業などのリスクの高い分野や、中小企業の経営革新、環境対策、地域経済の活性化、雇用確保に貢献する設備投資の喚起など、民間金融だけでは十分対応できない分野に対し、政策誘導を行い、一般貸付よりも、長期・低利の資金提供を行っている。このような分野まで、外資が参入できないはずであるが、仮にこのような政策金融機関がないとすれば、全てリスクを厳しく審査されるため、高い借入資金負担により、将来は大きな可能性を秘めた基礎的な産業分野などには融資されず、長期的な発展への足かせとなる可能性がある。従って、政策融資機関に資金を回すために、戦後日本の財政投融资と政策融資機関（中小企業向け、産業・インフラ融資向け）の活用が重要となる。

4. 外資と産業投資

国内資本の蓄積は、途上国、特に農業社会が中心のアフリカなどの低所得国では、短期に達成することはできない。従って、発展資金源としては国際機関や二国間援助など公的支援に加え、直接投資の果たす役割は大きい⁹⁹⁾ 産業の振興には長期資本の流入として位置づけられる外国直接投資 (FDI) があるが、これも新規投資として受入国の資本蓄積に貢献するのみならず、技術の向上や雇用促進の面では経済発展に有効である。東アジアの経済発展は FDI なしには達成されなかったと言える。しかし、途上国への新規投資が増加し、その資本が長期にわたり投資受入国の生産的投資に回るようなシステムの構築が必要であり、実需に伴う為替取引の自由化を進める一方、為替取引や資本取引の制限が必要となる。そもそも資本取引を自由化し、その資本を海外に自由に引き揚げるようなシステムを早い段階に導入すると、早急なリターンを求め、流入した資本は定着しないばかりか、引き揚げ時に通貨安を通して為替の変動（下

99) 途上国における資本の拡大の方法として Williamson [2005] は、自国通貨による海外市場での債券発行を挙げている。しかし、この方法では、当該国が資本・金融自由化を実施したうえで、外貨リスクを海外投資家に負わせただけであり、突然の資本流出による国際収支危機に陥る可能性は依然として残る。また、そうした債券の信用度は低いため、相当のプレミアムを上乘せする必要がある、結局当該国の負担は大きなものになる。

落)を通して対外債務の拡大を引き起こす。東アジア諸国が実施しているような FDI の有効な活用と資本取引規制, とりわけ短期資金の流出入を厳格に実施した上で国内再投資を奨励するシステムの確立が検討されるべきであろう。

VI. 結 論

途上国の長期的な経済発展には様々な条件が必要である。特に産業の高度化に必要な資金を安定的に供給する金融システムの確立や流入した長期資本の国内での定着をはかる必要がある。一般的には資本自由化し, 当該国に外資が流入することは, 貯蓄・投資バランスの改善に繋がり, 中長期的な生産基盤への投資が行われる可能性がある。その一方で, 先進国, 途上国とも短期に資金が流出すると為替相場や国際収支の安定性に大きな影響を与え, ひいては安定的な経済運営が困難になる¹⁰⁰⁾ 海外との金融取引が自由化されると, ①外国企業の収益をそのまま海外に流出させる可能性が高まること, ②為替売買による為替変動リスク, ③国際収支の利益・配当の流出, 国際的な合併・買収 (M&A) の動きに伴う急激な資本収支の変動とそれに伴う為替レートへの影響などから大幅な経済変動要因となるため, 望ましくない。経済規模の大きい日本のような先進国でも, 資本取引及び金融自由化による金融政策及び経済運営に困難をもたらし, バブルの生成・崩壊を経て, 「失われた 10 年」を経験することとなった。近年では, IT 技術の進歩により瞬時に国際間の大量な資金の移動が可能となっているため, 相当な所得水準に達した先進国においても, 一層資本の流出入には慎重な対処が求められている。「早すぎる」金融取引・金融自由化は経済発展に望ましくないのみならず, 当該国の政策の自由度を奪うことになる。

したがって, 途上国が先進国水準に到達するまでの段階において, 中長期に

100) 一般的に途上国を含めた各国の資本自由化, 金融自由化を推進することは, 基軸通貨国, すなわち米国の「双子の赤字」のファイナンスには有利であるが, 途上国の発展にはむしろ阻害要因となりうる。

わたる安定的な経済成長を達成するためには、原則的に為替取引を実需に基づくものに限定し、資本取引は長期資本としての外国直接投資の流入のみを認め、短期資本の流出入を規制することは、国内経済政策の自由度を高めるためには必要であろう。

途上国にとっては、先進国水準に達するまで為替・金融取引も基本的に製造業への新規投資などに向けた資金需要以外は外国から資金を導入することを避け、先進国の水準に達するまで資本移動と金融資本の自由化を抑制することで経済政策の自由度を確保することが重要である¹⁰¹⁾。これは、現在の中国、かつての日本（1970年代まで）の政策によってその有効性が実証されている。また、既に資本取引や金融自由化によってグローバル資本の流出入により危機が発生した場合には、マレーシアが実施したような為替取引・資本取引の制限を導入し、漸進的な金融セクターの改革を行うことが必要である。さらに、今後、国際機関（IMF、WTO等）は、途上国、中でも低所得国の安定的成長のためには、資本取引・金融市場の自由化、金融機関の民営化や対外開放自由化を経済プログラムとして積極的に当該国に適用することは控えるべきであろう。

途上国の安定的経済発展を実現するためには、①人的資源の向上による習得能力の向上、②国内貯蓄率上昇、③国内資本の充実と手段としての外国直接投資（FDI）の活用などが重要である。但し、FDIを有効活用するためには、「新規投資」（greenfield investment）を中心として、外為取引の管理体制を確立し、大幅な資本流出を防止することが重要である¹⁰²⁾。また、国内貯蓄率の向上とその有効な活用のために、戦後日本の築いてきた貯蓄を投資に回す財政投融资のようなスキームを確立し、それを積極的に活用することが重要であろう。その意味で、国内貯蓄制度と政策金融機関の果たす役割は大きい。従って、今後国

101) 先進国になっても、日本の経験で示されるように基軸通貨ドルをもつ米国以外では資本金融自由化は、相当なリスクを伴う。

102) 現在の途上国は中国のように、資本取引を制限しながら外国直接投資を資本蓄積と投資増加の手段として活用することが安定的な経済成長への道と考えられる。

際機関は国内資本の有効活用を推進するため政策金融機関の役割を積極的に評価し、中長期的な成長と経済発展のスキームを今後の経済開発プログラムに採用することが望まれる。

以上の事柄を踏まえ、途上国、特に低所得国の安定的な経済発展のためにはどのような新たな経済発展のフレームワークを築くか、そしてその中で金融・資本の活用をどのように国内の投資の増加に結び付けてゆくかを理論的に解明することが、さらなる今後の研究課題となろう。

参 考 文 献

- 荒巻健二 (2004 a) 「金融グローバリゼーションが途上国の成長と不安定性に及ぼす影響－IMF スタッフによる実証結果のサーベイ－」 国際協力銀行 (JBIC) 開発研究所報 第 18 号, 2 月
- 荒巻健二 (2004 b) 「資本取引自由化の sequencing－日本の経験と中国への示唆－」 国際協力銀行 (JBIC) 開発研究所報 第 21 号, 11 月
- 伊藤光利 (2002) 「長期超低金利政策の政治経済学」, 『平成バブルの研究 (下)』 (村松岐夫, 奥野正寛編) 第 15 章
- 大川一司, 小浜裕久 (1993) 「経済発展論：日本の経験と発展途上国」 東洋経済新報社, 1993 年 3 月
- 大田英明 (2005) 「IMF・世銀の分析フレームワークと経済プログラム－必要とされる「現実的」分析モデル」, 『愛媛経済論集』第 24 巻 第 3 号, 10 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, 8 月
- 大野健一, ロナルド・マッキノン (1998) 『ドルと円－日米通商摩擦と為替レートの政治経済学』 4 月, 日本経済新聞社
- 奥田英信 (2000) 『ASEAN の金融システム：直接投資と開発金融』 6 月, 東洋経済新報社
- 加藤 出 (2001) 『日銀は死んだのか?』 11 月, 日本経済新聞社
- 上川龍之進 (2002) 「バブル経済と日本銀行の独立性」 (第 3 章), 『平成バブルの研究 (上)』 3 月, 東洋経済新報社
- 経済産業省 (2005) 『通商白書』 2005 年版, 経済産業省
- 小宮隆太郎 (1994) 『貿易黒字・赤字の経済学－日米摩擦の愚かさ』 東洋経済新報社

- 齊藤 啓 (2005)「FTAによる金融サービスと資本の自由化」国際協力銀行(JBIC)開発研究所報 第25号, 7月
- 榊原英資 (2001)「1990年代の日米の経済政策をめぐる対立と協調」,『日本の金融危機：米国の経験と日本への教訓』第7章, 8月, 東洋経済新報社
- 貞廣 彰 (2005)『戦後日本のマクロ経済分析』7月, 東洋経済新報社
- 地主敏樹, 黒木祥弘, 宮尾龍蔵 (2001)「1980年代後半以降の日本の金融政策：政策対応の遅れとその理由」,『日本の金融危機：米国の経験と日本への教訓』第5章, 8月 東洋経済新報社
- 中西 寛 (2002)「長期超低金利政策の政治経済学」,『平成バブルの研究(下)』(村松岐夫, 奥野正寛編) 第17章
- 福味 敦, 西島章次 (2005)「ラテンアメリカにおける制度能力と直接投資」,『開発金融所報』2005年5月 第26号, 37-49頁
- 南 亮進, 牧野文夫 (2002)『日本の経済発展 [第3版]』東洋経済新報社, 2月
- 吉富 勝 (2004)「危機後のアジア経済：成長パターンの変化と外貨準備の急増」,『経済セミナー』No. 589, 2004年2月号, 日本評論社
- Agenor, Pierre-Richard (2003), “Benefits and Costs of international Financial Integration : Theory and Facts”
- Aghion, Philippe, D. Comin and P. Howitt (2006), “When Does Domestic Saving Matter for Economics Growth ?”, *NBER Working Paper*, No. 12275, June
- Aizenman, Joshua (2002), “Financial Opening : Evidence and Policy Options”, *NBER Working Paper*, No. 8900, April
- Aizenman, Joshua (2005), “Financial Liberalizations in Latin America in the 1990s : A Reassessment”, *NBER Working Paper*, No. 11145, February
- Arteta, Carlos, Barry Eichengreen, and Charles Wyplosz (2001), “When Does Capital Account Liberalization Help Liberalization more than it Hurts ?”, *NBER Working Paper*, No. 8414, August
- Bakaert, Geert, Cambell R. Harvey and Christian Lundblad (2005), “Does Liberalization Spur Growth ?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 179, No. 1, July
- Bhagwati, Jagdish (1998), “The Capital myth : The difference between trade in widgets and dollars”, *Foreign Affairs*, May/June
- BIS (2004), “Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies”, *Committee on the Global Financial System*, March
- Bonfiglioli, Alessandra (2005), “How Does Financial Liberalization Affect Economic

- Development ? ”, *Semiar Paper*, No. 736, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, September
- Bosworth, Barry and Collins, Susan M. (1999), “Capital Flows to Developing Economies : Implications for Saving and Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity* : 2
- Bradford, Jr. Colin I. (2004), “Beyond the Washington Consensus ; Searching for a New Vision on Growth and Equity in Latin America”, *Final Task Force Report*, Post-Washington Consensus Task Force, Center for Strategic and International Studies, May
- Carvalho, Bernardo S de M. and Marcio G. P. Garcia (2006), “Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets : Brazil in the Nineties”, *NBER Working Paper*, No. 12283, June
- Chinn, Menzie D. and Ito, Hiro (2005), “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions”, *NBER Working Paper*, No. 11370, May
- Demirguc-Kunt, A and Detragiache, E (1998), “Financial Liberalization and Financial Fragility”, *Policy Research Working Paper*, No. 1917, The World Bank, May
- Dhingra, Sonal (2004), “Equity Market vs. Capital Account Liberalization : A Comparison of Growth Effects of Liberalization Policies in Developing Countries”, July
- Easterly, W., Islam, R and Stiglitz, J. E. (2000), “Explaining Growth Volatility”, The World Bank, January
- Easterly, William (2001), “The Lost Decades : Developing Countries’ Stagnation in Spite of Policy Reform 1980-1998”, February
- Easterly, William and Levine, Ross (2001), “It’s Not Factor Accumulation : Stylized Facts and Growth Models”, March
- Easterly, William (2002), “What did structural adjustment adjust ? : The association of policies and growth with repeated IMF and World Bank adjustment loans”, *Center for Global Development*, Institute for International Economics, August
- Easterly, William (2006), “The White Man’s Burden”, The Penguin Press, N. Y.
- Edison, H. J., Klein, Michael W., Ricci, Luca A. and Sloek, Torsten (2002), “International Financial Integration and Economic Growth : Survey and Synthesis”, *IMF Working Paper*, No. 145
- Edison, H. J., Klein, Michael W., Ricci, Luca A. and Sloek, Torsten (2004), “Capital Account Liberalization and Economics Performance ; Survey and Synthesis”, *IMF Staff Papers*, Vol. 51, No. 2
- Edwards, Sebastian (2001), “Capital Flows and Economic Performance : Are Emerging

- Economies Different ?”, *NBER Working Paper*, No. 8076, January
- Eichengreen, Barry (2002), Capital Account Liberalization : What do the Cross-Country Studies Tell Us ?”, *World Bank Economic Review*, March
- Eichengreen, Barry and Leblang, David (2003a), “Capital Account Liberalization and Growth : Was Mr. Mahatir Right ?”, *International Journal of Finance and Economics*, 8
- Englund, Peter (1999), “The Swedish Banking Crisis : Roots and Consequences”, *Oxford Review Economic Policy*, Vol. 15, No. 3
- Fischer, Stanley (1997), “Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF”, at the IMF Seminar “Asia and the IMF”, September 19
- Fischer, S. (2000), “The Role of IMF”, Presentation to the IFIAC Commission (Meltzer Commission), February 2
- Fratzcher, Marcel and Bussiere, Matthiu (2004), “Financial Openness and Growth : Short-run Gain, Long-Run Pain ?”, *ECB Working Paper*, No. 348, April
- Glick, Reuven, Guo, Xueyan, and Hutchison, Michael (2004), “Currency Crises, Capital Account Liberalization, and Selection Bias”, June
- Husain, A, Mody, A., and Rogoff, K. (2004), “Exchange Regime Durability and performance in Developing versus Advanced Economies”, *NBER Working Paper*, August
- IMF (2004 a), “Macroeconomic and Structural Policies in Fund-Supported Programs : Review of Experience”, Policy Development and Review Department, Nov. 24, 2004, (p. 55)
- IMF (2004 b), “The IMF’s Approach to Capital Account Liberalization : Issues Paper/TOR for an Evaluation by the IEO”, September 15
- IMF (2005 a), “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2005”, August 31
- IMF (2005 b), “Financial Sector Assessment A Handbook” (Chapter 12 : Sequencing Financial Sector Reforms), [IMF and World Bank], September 29
- IMF (2005, 2006), “World Economic Outlook”, April, September
- Ishii, Shogo and Harbermeier, Karl (2002), “Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability”, *IMF Occasional Paper* 211, April
- Johnston, R. Barry (1998), “Sequencing Capital Account Liberalization”, *IMF “Finance & Development”* Vol. 35, No. 4, December
- Kaminsky, Graciela Laura and Schmukler, Sergio L. (2003), “Short-Run Pain, Long-Run Gain : The Effects of Financial Liberalization”, *IMF Working Paper*, No. 03/34
- Klein, Michel W. and Giovanni P. Olivei (2006), “Capital Account Liberalization, Financial Depth,

- and *Economic Growth*”, February
- Kraay, Arat (1998), “In Search of the macroeconomic Effects of Capital Account Liberalizations”, World Bank
- Krugman, Paul (1998), “An Open Letter to Prime Minister Mahathir”, Sept. 1
- Loayza, N., P. Fajnzylber and C. Calderon (2004), “Economic Growth in Latin America and the Caribbean : Stylized Facts, Explanations and Forecasts”, *Central Bank of Chile Working Papers*, No. 265
- Magud, Nicolas and Reinhart, Carmen M. (2006), “Capital Controls : An Evaluation”, *NBER Working Paper*, No. 11973, January
- McKinnon, Ronald and Pill, Huw (1997), “Credible Economic Liberalizations and Overborrowing”, *American Economic Review* 87 : 189-93
- McKinnon, Ronald and Pill, Huw (1999), “Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets : Moral Hazard and International Overborrowing”, *Oxford Review of Economic Policy* 15(3) : 19-39
- Obstfeld, Maurice, Shambaugh, Jay C., and Taylor, Alan C. (2004), “The Trilemma in History : Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility”, *NBER Working Paper*, No. 10396, March
- OECD, “Policy Coherence Towards East Asia : Development Challenges for OECD Countries”, November
- Pitchet, Lant (2006), “The Quest Continues”, *Finance and Development*, Vol. 43, No. 1, March
- Prasad, Eswar, K. Rogoff, S. Wei and M. A. Kose (2003), “Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence”, *IMF Occasional Paper* 230, March
- Quinn, Dennis (1997), “The Correlates of Change in International Financial Regulation,” *American Political Science Review*, Vol 91, No. 3, September, pp. 531-51
- Rajan, Raghuram and Subramania, Arvind (2005), “Aid and Growth : What Cross-Country Evidence Shows ?”, *IMF Working Paper* WP/05/127, June
- Rajan, Raghuram (2006), “Foreign Capital and Economic Growth”, Presentation at a Conference Organized by the Federal Reserve Bank of Kansas City, August 25 (Economic Counsellor and Director of the Research Department of IMF)
- Reinhart, Carmen M. and Rogoff, Kenneth S. (2002), “The Modern History of Exchange Rate Arrangements : A Reinterpretation”, *NBER Working Paper*, No. 8963, June
- 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

- Romer, Paul (1986), "Increasing Returns and Long Run Growth", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 5, October 1986
- 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
- Stiglitz, Joseph. E. (1991), "Government, Financial Markets, and Economic Development", *NBER Working Paper*, No. 3669, April
- Stiglitz, J. E. (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability", *World Development*, Vol. 28, No. 6, pp. 1075-86
- Stiglitz, J. E. (2002), "Financial Market Stability and Monetary Policy", *Pacific Economic Review*, 7 : 113-20
- Stiglitz, J. E. (2004 a), "Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No. 1
- Stiglitz, J. E. (2004 b), "Post Washington Consensus", Paper Presented at Barcelona, *Initiative for Policy Dialogue*, September 24
- Stiglitz, J. E. and Charlton, Andrew (2005), "Fair Trade for All : How Trade Can Promote Development ? ", Oxford University Press
- Stiglitz, J. E., J. A. Ocampo, S. Spiegel, R. Pfrench-Davis and D. Nayyar (2006), "Stability with Growth : Macroeconomics, Liberalization and Growth", Oxford University Press, August
- Vlachos, Jonas and Waldstroem, Daniel (2005), "International Financial Liberalization and Industry Growth", *International Journal of Finance and Economics*, No. 10, 263-84
- World Bank (2004), "From Adjustment Lending to Development Policy Lending : Update of World Bank Policy", August, <http://web.worldbank.org>
- World Bank (2005), "Economic Growth in the 1990s : Learning from a Decade of Reforms"
- Williamson, John (2002), "Did the Washington Consensus Fail ? ", remarks at the Center for Strategic & International Studies, November 6
- Williamson, John (2005), "Curbing the Boom-Bust Cycle Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets", Institute for International Economics (IIE), *Policy Analyses in International Economics* 75, July
- Yoshitomi, Masaru and Ohno, Kenichi (1999), "Capital-Account Crisis and Credit Contraction : The New Nature of Crisis Requires New Policy Responses", *Working Paper Series*, No. 2, ADB Institute, May
- Zagha, R. Nankani, G. and Gill, I (2006), "Rethinking Growth", *Finance and Development*,

