

開発金融とエマージング・マーケット

—FPIの評価と通貨危機を巡る論争について—

山本 栄治

要 旨

1990年代に入り、一部の途上国証券市場がエマージング・マーケット（新興証券市場）として注目を浴び、先進諸国から巨額の資本が流入している。そしてこの対外ポートフォリオ投資（foreign portfolio investment：FPI）が、従来の対外直接投資（FDI）やユーロ・シンジケート・ローンと区別される新しい民間資本の開発金融だとみなされるようになってきている。だが、エマージング・マーケットやFPIは新しい現象でありまだ評価が確定していない。そして1994年末のメキシコ通貨危機とその伝染効果はエマージング・マーケットの評価を巡る論争を活発化させた。

この論争は以下の2つの見解に大別できる。一つは資本輸入国の側の要因を強調する構造的要因論である。この見解は、グローバリゼーションの動きのなかで80年代に先進諸国間証券市場が統合されたのと同様に、途上国の証券市場が経済発展とともに構造調整政策の成功により先進国証券市場と統合された結果だと考える。それゆえ、構造的要因論はエマージング・マーケットとFPIの発展は安定なものだとみなす。もう一つは、資本輸出国側の要因を強調する循環的要因論である。この見解は、先進諸国（特にアメリカ）の不況と低金利がもたらした一時的な現象にすぎないと考える。それゆえ、循環的要因論はエマージング・マーケットとFPIの発展は不安定なものだとみなす。

本稿の課題はこの論争をサーベイしその背景を分析することを通じてメキシコ型通貨危機が東アジアでも可能性があることを主張する点にある。

目次

I. はじめに
 II. エマージング・マーケットとFPIの発展
 1. 第2次大戦後の開発金融の発展と累積債務問題
 2. エマージング・マーケットとFPIの発展

III. エマージング・マーケットと構造的要因論
 IV. エマージング・マーケットと循環的要因論
 V. むすび
 —メキシコ型通貨危機の可能性—

I. はじめに

1990年代に入り、一部の途上国証券市場がエマージング・マーケット（新興証券市場）として注目を浴び、先進諸国から巨額の資本が流入している。そしてこの対外ポートフォリオ投資（foreign portfolio investment：FPI）が、従来の対外直接投資（FDI）やユーロ・シンジケート・ローンと区別される新しい民間資本の開発金融だとみなされるようになってきている。だが、エマージング・マーケットやFPIは新しい現象でありまだ評価が確定していない。

エマージング・マーケットとは途上国の新興証券市場であり、FPIとは狭義の意味においては文字どおりそこに流入した外国資本が購入する株式や債券である。しかし、実際にエマージングマーケットで直接購入されるFPIの大部分は株式である。なぜなら、途上国では株式市場だけがオープンで流動性をもつ唯一の市場だからである。それは、途上国の金融構造が資本蓄積の低さを反映して中央銀行に支えられた銀行貸出の間接金融中心であったことと関連している。さらにFPIには、途上国の金融自由化・国際化が進展する中で先進諸国の株式市場で発行される国際株式発行（公募及び私募のアメリカ預託証券ADRsを含む）も含まれる。

他方、公社債（債券）市場は途上国では株式市場ほどには発達していない。このためエマ-

ージング・マーケットで直接購入される債券は少なく、FPIの債券はもっぱら先進諸国で発行される途上国の外債（サムライ・ボンドや Yankee・ボンド）やユーロ・ボンドで占められている。従来、ユーロ・ボンドや外債は先進諸国を対象とした市場であった。途上国がこれらの市場で資金調達できるようになったのは最近のことであり、累積債務問題が一応の解決をみるまでの80年代末まではほとんど行われていなかった。それゆえ、広義の意味におけるFPIは、エマージング・マーケットで直接購入される株式や債券だけでなく海外で発行される株式、外債、ユーロ・ボンドを含める。

FPIの投資主体は、先進諸国の生命保険や年金等の機関投資家や個人投資家だけでなく、特定国向け（カントリー・ファンド）及び多国籍向け（インターナショナル・ファンドやグローバル・ファンド）といったミューチュアル・ファンドが大きなウエイトを占めている。

本稿の課題はエマージング・マーケットやFPIをどのように評価すべきかを巡る論争をサーベイし、通貨危機との関連で検討することにある。本稿は次のように構成されている。第II章では、第2次大戦後の開発金融の発展を簡単にサーベイし、FPIの数量的評価を通じて90年代の開発金融におけるエマージング・マーケットの位置づけを行なう。第III章では、エマージング・マーケットの評価を巡る一方の立場である構造的要因論、すなわち一部途上国の証券市場はグロ-

ーバリゼーションという歴史的な動きのなかで、80年代に先進諸国間で証券市場が統合されたように、先進諸国との統合が進展した結果だとみなす見解を検討する。第IV章では、もう一方の立場である循環的要因論、すなわち途上国へのFPI急増は先進諸国の低金利がもたらした一時的現象にすぎないし、また経常赤字を継続させる途上国はいつまでもこのような不安定な資本輸入を続けて行くことはできないとみなす見解を検討する。そして第V章はまとめである。

注

1) アリアス&モンティエール (E.Fernandes-Arias and P.J.Montiel) はこの論争を次のような視点から整理している。エマージング・マーケットとFPIの発展は本来2つの側面すなわち資本輸入国の側の要因と資本輸出国の側の要因をもっている。国内経済構造の改革による先進諸国証券市場との統合という資本輸入国の側の国内要因を強調するのがthe "pull" viewであり、本稿では構造的要因論と呼んでいる。他方、資本輸出国の側の景気と金利という対外要因を強調するのがthe "push" viewであり、本稿では循環的要因論と呼んでいる。E.Fernandes-Arias and P.J.Montiel, "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview", *The World Bank Economic Review*, Vol.10, No.1, 1996, p.60.

II. エマージング・マーケットとFPIの発展

1. 第2次大戦後の開発金融の発展と累積債務問題

第2次大戦後の開発金融は時代により大きく変貌してきた。開発金融の発展とその特徴を時代とともに振り返ると、次のようにまとめることができる。

1950年代には植民地宗主国からの資本輸出に加えて、米ソ対立が地域紛争では熱戦の時代であったことから軍事贈与・援助が中心であった。60年代になり多くの植民地が独立したことまた米ソ対立は熱戦から冷戦へと転換（ベトナムを除く）したことによって援助競争が展開され、ODAを中心とする公的資本の贈与・借款の時代となった。また民間資本では直接投資と輸出信用があり、債券や中長期銀行貸付の割合は極めて少なかった。輸出信用とは、この時期先進諸国が途上国向けの輸出競争を激しく展開したことにより、短期の貿易金融だけでなく、船舶やプラントなど資本財に対して輸出保険とともに、輸出入銀行などの長期公的融資とタイアップした民間の延払信用（サプライヤーズ・クレジット

表1 種類別に分類した途上国へのネットの資本流入額（単位：10億ドル）

種類別分類	1970	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994
公的資本流入	5.6	18.8	35.1	36.7	51.9	65.5	55.0	53.0	48.6
公的開発援助	4.8	14.4	24.6	25.5	46.1	53.7	45.3	42.4	47.4
その他の公的借款	0.7	4.4	10.5	11.1	11.8	11.8	9.7	10.6	1.2
民間資本流入	5.8	25.4	53.3	32.7	44.0	61.5	100.3	154.3	158.8
商業銀行	2.3	14.2	32.2	8.3	1.7	2.5	13.8	-4.9	9.2
債券	0.0	0.2	2.6	5.4	3.0	12.8	13.2	38.3	32.2
その他	1.2	3.6	13.4	7.6	10.6	3.7	12.7	6.9	2.4
FDI	2.3	7.4	5.1	11.3	25.0	35.0	46.6	68.3	80.1
ポートフォリオ株式	0.0	0.0	0.0	0.1	3.7	7.6	14.1	45.6	34.9
ネットの資本流入合計	11.3	44.2	88.4	69.4	101.9	127.0	155.3	207.3	207.4

(原資料) World Bank (1996) .

(出所) The World Bank, *Managing Capital Flows in East Asia*, Washington D.C, 1996, p.5.

ト)をも含むものである。

65年の数字をみると、開発資金は途上国全体に105億ドル流入した。そのうち公的資金63億ドル(60%)のうちODAが61億ドル(58%)を占め、残りの民間資金42億ドル(40%)のうち直接投資が27億ドル(26%)、輸出信用が15億ドル(14%)であった²⁾。

70年代になると、民間資本が公的資本を上回るようになった。民間資本の中でも直接投資よりもユーロ・シンジケート・ローンの形態をとった国際銀行貸付が中心となった。民間資本が開発金融の中心になったのは戦後初めてである。〈表1〉は70-94年の四半世紀における開発金融の内訳を表わしたものである。同表から75年の数字をみると、途上国全体で442億ドルの開発金融資金が流入した。そのうち民間資本が254億ドル(57%)であり、188億ドル(43%)の公的資本を上回っている。民間資本のなかでも商業銀行貸付(大部分がユーロ・シンジケート・ローン)が142億ドル(32%)であり、74億ドル(17%)の直接投資の2倍近くを占めていた。

こうして70年代にユーロ・シンジケート・ローンが急増し、80年代初めには多国籍銀行の貸し過ぎ、一部途上国の借り過ぎの傾向が明らかとなり、累積債務問題が顕在化するのである。その契機となったのが、ボルカー連邦準備制度議長の強力なディスインフレ政策とレーガン政権によるマネタリズムとサプライサイドの経済政策であった。その結果、80-81年にはドルの実質金利が15%以上の高金利となり、これを契機に先進諸国は不況に突入した。先進諸国の不況は世界同時不況に発展し、世界貿易の停滞や資源価格の暴落を導いた。巨額の累積債務を抱えた途上国は、一方で変動金利での債務が大部

分であったことから金利負担が急増し、他方では一次産品を中心とする輸出の量および価格の低下を招いたため、債務サービス(金利および元本の支払い)を継続するのに必要な外貨を獲得することができなくなった。

82年8月、メキシコ政府のデフォルト(債務不履行)宣言を契機に多くの途上国が累積債務危機に陥った。こうして累積債務問題は、40カ国以上の途上国と1000以上の先進諸国の商業銀行を巻き込んで、国際金融危機の可能性を高めたのである。以後、80年代の民間資本による開発金融は累積債務問題を残して国際資本市場から姿を消す。累積債務問題は国際資本市場での信用供与先とその形態を再び伝統的なものに、すなわち信用度の低い途上国ではなく先進国にまた銀行貸出ではなく債券に復帰させた。

〈表1〉から85年の数字をみると、途上国全体で694億ドルの開発金融資金が流入した。80年に比べて190億ドルの減少である。そのうち民間資本が327億ドル(47%)であり、367億ドル(53%)の公的資本を下回った。この逆転現象は、80年に比べると、公的資本は微増しているのに対し、民間資本が大幅に減少したことによるものである。民間資本のなかでも商業銀行貸付(ユーロ・シンジケート・ローン)が83億ドル(12%)へと、80年に比べて1/4近くに激減した。デフォルトが新規のユーロ・シンジケート・ローンの供給を停止させた結果である。直接投資は113億ドル(16%)であり、商業銀行貸出を上回っている。

80年代中頃以降、IMF提案、ベーカー提案、そして債務と株式の交換(debt-equity swap)案など累積債務問題の解決に向けて様々な試みがなされたが、成功しなかった。その理由は、これらの提案の第一目標が債務サービスの継続

であって累積債務国の発展ではなかったからである。不良資産を抱えた多国籍銀行の倒産が国際金融危機を招くのを回避することに最優先課題が与えられていた結果である。このため最大の債権者である米系多国籍銀行は、一方で途上国向け貸倒引当金の大幅増増しを行なうとともに、他方でユーロ・シンジケート・ローン債権の流通市場を創設して債権売却を始めた。しかし、この流通価格は80年代末には平均で60%も下落し、1ドルに対し40セントでしか売買されなかった。

だが、累積債務危機に陥った国々の中でも、80年代後半以降になると大別すれば2つのグループに分類できる経済パフォーマンスが見られるようになった。ラテン・アメリカ諸国の80年代は、国際資本市場から締め出され新規の開発金融を手に入れられなかったことおよび債務のリスケジュールの条件としてIMFの厳しいコンディショナリティ(経済構造調整政策および国際収支改善の緊縮財政政策)を受け入れざるをえなかったことにより経済は著しく停滞し、累積債務のワナから抜け出せず「失われた10年」を経験することになった。これはラテン・アメリカ諸国が第2次大戦後進めてきた「輸入代替型」工業化政策が失敗に終わったことを意味する。つまり、保護政策の下で補助金やレント・シーキングなしでは経営が不可能な非効率な企業を生み出すことによって過小投資・過大消費の経済体質になり、貯蓄不足を海外からの借入でファイナンスしていたのであるが、この経済運営方式が不可能になったのである。

他方、東アジアの途上国も80年代中頃までは累積債務問題に苦しめられていたが、フィリッピンを除くと、80年代後半になるとラテン・アメリカ諸国とは大きく異なる展開をみせるよう

になった。東アジア諸国も60年代までは同じく「輸入代替型」工業化政策を採用していたが、遅くとも70年代末までには「輸出指向型」工業化政策へと転換していた。こうした政策転換とともに、アメリカの巨額の貿易赤字の発生および85年のプラザ合意以降の急激な円高・ドル安の進行がアジアNICsに次のような好影響を与えた。

- ①80年代前半にはドル高のアメリカからそして80年代後半には円高の日本からの直接投資が急増し、「輸出指向型」工業化政策が軌道に乗り始めたことである。
- ②円高・ドル安は価格競争力を失いつつあった日本製品に代わり、アジアNICsの工業製品の対米輸出を急増させたことである。

こうしてアジアNICsは80年代後半には累積債務危機を克服して再び高度成長を回復し、NIEsへと変貌した。そして80年代末には、この動きにアセアン諸国が加わり、さらに90年代になると中国やベトナムといった市場経済を導入する社会主義諸国も加わるようになっていた。

2. エマージング・マーケットとFPIの発展

1930年代のデフォルトが最終的に解決され、当該国(主にラテン・アメリカ諸国)が国際資本市場に復帰できたのは30年後の60年代であったことからわかるように、累積債務問題を抱える国々は今後1世紀の間は国際資本市場から締め出されるだろう、という意見さえ表明されていた。だが、累積債務問題を乗り越えて開発金融の新たな展開が見られるようになるのは意外に早く、89年5月の米財務省長官ブレイディ提案以降のことである。このブレイディ提案は、同時に進行していたNAFTA構想との相乗効果

もあって累積債務問題解決の糸口となり、90年代にエマージング・マーケットが発展する契機となった³⁾。

ブレディ提案とは、途上国債務の流通市場価格が額面を大幅に下回っている現実を前提にして作成されたDDSR (debt and debt service reduction) と呼ばれる債務削減策である。同案は、一方で銀行に対して3つのオプションからなる債務削減のためのメニュー (①流通市場で大幅に下落している途上国の旧債務の買い戻しおよびディスカウント・ボンドとの交換による債務削減, ②旧債務の同額面・長期低金利のパー・ボンドへの交換による債務サービスの削減, ③ニュー・マネーの供給) を与えるとともに、他方で債務国に対してブレディ・ボンド (ディスカウント・ボンドおよびパー・ボンド) 発行の担保となるアメリカのゼロ・クーポン財務省証券を購入するためにIMFと世界銀行からの特別貸出が供給される, というものである。同案は両者に次のメリットを提供した。債務国に対しては金利支払いと元本支払いを削減することにより債務の過重負担から解放できること, また銀行に対してはニューマネーが債務削減かのどちらかの選択が可能であり, ニュー・マネー供給の場合でも債務の過重負担を緩和できることから債務の市場価格 (the secondly market price) の値上がりが期待できた。

ブレディ提案の最初の適用国はメキシコであり, その後アルゼンチンや他のラテンアメリカ諸国が続いた。こうして米財務省証券を担保にしたブレディ・ボンドの発行が成功し, その資金でもってユーロ・シンジケート・ローンの債務削減が行われた。94年までに12か国, 合わせて1929億ドルの債務のうち約1/3の627億ドルが削減された。そしてブレディ・ボン

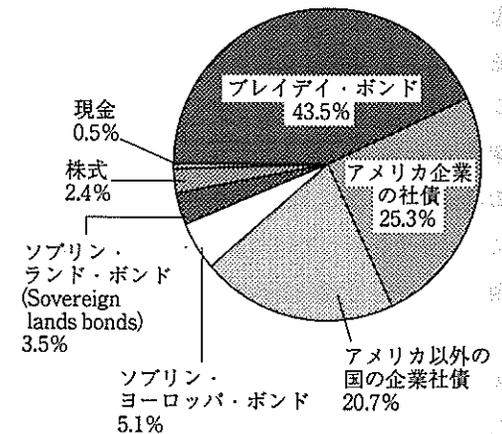
ドを保有することになった多国籍銀行は, その流通価格が90年代に入り上昇し始めると市場で売却し, 不良債権処理を終えることができたのである。95年末には, 発行されたブレディ・ボンドの額面価格は1470億ドルに達し, その流通価格は830億ドルであった。

では, 誰がこのようなブレディ・ボンドを購入したのだろうか。最大の購入者は先進諸国 (特にアメリカ) のハイリスクではあるがハイリターンを求めるグローバル・ファンドであった。その代表例として, グローバル・ファンド

図1 Bankers Trust Global High Yield Bond Fundの投資対象国別分類, 1996年12月31日

国別	ウエイト
アメリカ	25.3%
メキシコ	21.1%
ブラジル	15.5%
中国	13.2%
アルゼンチン	11.1%
南アフリカ	2.9%
ロシア	2.0%
ブルガリア	1.8%
フィリピン	1.8%
台湾	1.7%
モロッコ	1.5%
その他	2.8%
現金	0.7%

投資の種類別分類, 1996年12月31日



(原資料) BT Fund Managers Ltd. (出所) THE ASIAN WALL STREET JOURNAL, Jan. 30, 1997.

表2 地域別に分類したネットのFPI*, 1980-94年

単位: 10億ドル

地域	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994
東アジア	0.2	4.5	2.5	4.4	7.9	26.6	25.8
南アジア	0.0	0.3	0.4	1.4	0.2	2.5	6.4
サブ・サハラ・アフリカ	1.5	-0.4	-0.9	-0.5	0.2	-1.4	1.7
ラテン・アメリカとカリブ諸国	0.8	-0.8	1.2	10.4	13.0	45.0	25.9
中東と北アフリカ	0.0	0.8	-0.1	-0.1	-0.2	-0.7	-0.3
ヨーロッパと中央アジア	0.0	1.1	3.6	4.6	6.0	12.1	7.7
合計	2.6	5.5	6.7	20.4	27.2	84.0	67.1

(注) *債券とポートフォリオ株式の両者の投資合計

(出所) 表1に同じ, p.135.

の大手の一つであるBankers Trust Bond Fundがある。<図1>は, Bankers Trust Global High Yield Bond Fundが96年12月31日の時点での国際分散投資している資金の国別及び種類別の内訳である。同ファンドは97年1月20日までの1年間のリターンが25.32%であり, この種類のファンドでは世界第2位の運用成績であった。同ファンドは, ブレディ・ボンドへの投資が43.5%と第1位であり, また途上国への投資が71.2%にもなっている。

こうしたブレディ・ボンドの成功が契機となり, 80年代の経済構造調整政策の成果 (「ワシントン・コンセンサス」と呼ばれる経済発展の前提条件の整備: 自由市場, 物価の安定, 均衡予算, 固定為替相場, 国有企業の民営化等) も再評価された。その結果, 一部の途上国において多国籍企業の直接投資が復活し, 資本逃避していた国内資本が本国に還流し, そして先進諸国のFPIが急増し始めたのである。

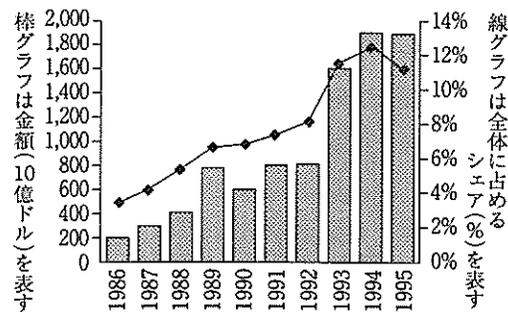
<表1>から93年の数字をみると (94年はメキシコ通貨危機の影響があるので除外), 途上国全体で2073億ドルの開発金融資金が流入した。わずか3年で倍増した。80年代には10年間で1.15倍にしか増加しなかったのとは対照的である。そのうち民間資本が1543億ドル (74%)

であり, 530億ドル (26%) の公的資本を大幅に上回った。この再逆転現象は, 85年に比べると, 公的資本は微増なのに対し, 民間資本が大幅に増加したことによるものである。民間資本のなかでも商業銀行貸付 (ユーロ・シンジケート・ローン) が-49億ドルへと流出=返済に転じているのに対し, FPI (債券+ポートフォリオ・エクイティ) が839億ドル (40%), また直接投資も683億ドル (33%) と急増した。このようにFPIは, 80年代まではマイナーな存在であり有力な開発金融の手段とはみなされていなかったのであるが, 90年代に入って中心的な手段となったのである。

<表2>は地域別に見た途上国向けFPIである。91-93年はラテン・アメリカが東アジアの2倍近くを占めており, FPIは最初に対ラテン・アメリカ向け投資からブームが始まったことがわかる。そしてメキシコ通貨危機以後はラテン・アメリカ向けFPIが急減し, 東アジア向けが95年以降急増する。それ以外では東ヨーロッパ向けが急増し始めていることがわかる。これは市場経済移行が軌道に乗り始めたチェコやポーランド向けFPIである。

次に, エマージング・マーケットを代表する途上国の国内株式市場の発展を検討しよう。<

図2 市場価格で資本還元したエマージング・マーケットの世界市場に占めるシェア, 1986-95年



(出所) IFC, *Emerging Stock Markets Factbook 1996*, Washington D.C. 1996, p. 19.

図2は、途上国の株式市場を市場価格で資本還元した市場規模とそれが世界全体に占めるシェアを表わしたものである。途上国の株式市場は89年に急増した後一時停滞していたが、93年に再び急増し、94年には20000億ドル近くに達して世界全体の12%を占めた。しかし、94年末のメキシコ通貨危機とその影響により、95年は11%に低下している。残りの89%は先進諸国株

式市場が占めていた。そしてエマージング・マーケットにおける東アジア諸国のシェアは95年で52%、ラテン・アメリカ諸国は23%であった⁴⁾。

また途上国の国内債券市場は94年には8000億ドルに達し、世界全体に占めるシェアは7.5%であった。残りの92.5%は先進諸国が占めている。東アジア諸国が途上国全体に占めるシェアは43%である⁵⁾。エマージング・マーケットとしては、株式市場は債券市場の2.5倍の規模であり、株式市場の方が債券市場よりも大きいことがわかる。

以上は途上国の国内証券(株式と債券)市場についての比較であった。しかし、FPIは途上国の国内市場での証券の直接購入だけでなく、先進諸国で発行される途上国の国際証券の購入も含まれる。

<表3>は国際証券発行に占める途上国のシェアと東アジア諸国のシェアを表わしたもので

表3 途上国の国際債と国際株式発行のシェア

	第1四半期~第3四半期		
	1992	1993	1994
途上国全体の国際債発行 (10億ドル)	24.1	53.1	38.6
国際債全体に占めるシェア (%)	7.2%	11.0%	12.2%
東アジアの国際債発行 (10億ドル)	5.2	12.1	15.7
国際債全体に占めるシェア (%)	1.6%	2.5%	5.0%
途上国全体の国際株式発行 (10億ドル)	5.9	11.5	15.6
国際株式発行全体に占めるシェア (%)	25.1%	28.3%	44.3%
東アジアの国際株式発行 (10億ドル)	1.5	3	5.7
国際株式発行全体に占めるシェア (%)	6.4%	7.4%	16.2%
参考欄 (10億ドル)			
全国国際債発行額	334	481	317
全国国際株式発行額	23.5	40.7	35.2

(原資料) World Bank, OECD, and Euromoney Bondware.

(出所) The World Bank, *The Emerging Asian Bond Market*, Washington D.C., 1995, p.51.

ある。世界全体の国際債(外債とユーロ債)発行における途上国のシェアは94年の第1四半期から第3四半期まで合計で386億ドル(12.2%)を占め、92年の241億ドル(7.2%)から大幅に増大している。特に東アジア諸国のシェアも52億ドル(1.6%)から157億ドル(5.0%)へと3倍にも急増している。

また途上国の株式の国際発行も92年の59億ドル(25.1%)から94年の第3四半期までの156億ドル(44.3%)へと増大しており、東アジア諸国は15億ドル(6.4%)から57億ドル(16.2%)へと急増している。国際証券発行においては、国内証券発行とは対照的に、株式よりも債券の方がずっと大きな規模で行われていることがわかる。そしてこのような途上国の国際発行のほとんどが先進諸国の機関投資家に購入されていると考えられる。

2) L.B.Pearson, *Partner in Development*, Praeger, New York, 1969, p.65.

3) R.C.Smith and I.Walter, "Rethinking Emerging Markets", *The Washington Quarterly*, Winter 1996, p.50. また寺西重郎「経済発展と途上国債務」(東京大学出版会, 1995年)「第6章」が、この問題を詳細に検討している。

4) IFC, *Emerging Stock Markets Factbook 1996*, International Financial Corporation, Washington D.C., 1996, p.36.

5) The World Bank, *The Emerging Asian Bond Market*, The World Bank, Washington D.C., 1995, p.iii.

III. エマージング・マーケットと構造的要因論

構造的要因論とは、グローバリゼーションの動きのなかで80年代に先進諸国間証券市場が統合されたのと同じ様に、途上国の証券市場が経済発展とともに構造調整政策の成功により先進国証券市場と統合されたとみなす見解である。そしてこの統合を媒介するのが国際分散投資を積極的に進める機関投資家である。構造的要因

論の初期(メキシコ通貨危機以前)の代表的論者であるニューヨーク連銀のエコノミストのミュラン(J.Mullin)はこの点について次のように説明している。

途上国の株式市場は近年大きな変化を経験した。国際投資家達は先例のない比率でエマージング・マーケットの株式を購入し、89年から92年の間に彼らのエマージング・マーケット株式ポートフォリオの価値を3倍にした。その主要な理由はエマージング・マーケットの極めて高い株式収益率(annualized equity returns: 30~50%)である。この高い株式収益率はマクロ経済のパフォーマンスでは説明できないものであり、次のような「基本的な構造変化」の結果だとみなされた。

「途上国の経済改革一株式市場の対外開放、国際的な株式発行、そして物価や為替相場の安定化政策一は、近年のエマージング・マーケット株式の外国購入の大幅増加を促進した。民営化プログラムもこの過程において特に重要な役割を果たしてきた。……経済改革と株式ポートフォリオによる資本流入は共に途上国の株式市場をグローバルな金融システムに統合するのを助けた。エマージング・マーケットと先進諸国マーケットとの価格リンクが強化されたし、またエマージング・マーケットが成熟してきたので、この市場はますます先進諸国の市場に似てくるようになった⁶⁾。

この統合を推進する中心的な主体は国際分散投資の多様化を積極的に進める先進諸国の機関投資家(特に保険会社、ペンション・ファンド、ミューチュアル・ファンド)である。これは、金融の自由化・国際化の進展がまずセキュリティタイゼーションにより本源的貯蓄を銀行から機関投資家へとシフトさせたこと、次に巨額の

資金を運用するようになった機関投資家がより高い収益とリスク分散を求めて国際分散投資を積極的に推進させたことの結果である⁹⁾。

IMFの調べでは、94年末には、260本のクロズド・エンド・ファンドと648本のオープン・エンド・ファンドがエマージング・マーケットに投資していると報告している。こうしたファンドや生命保険、年金などはそれぞれが数十億ドルから百億ドル前後の資産を運用しており、その資産のわずか1%をエマージング・マーケット向けFPIに投資するだけでも巨額の資金量となる¹⁰⁾。では、なぜ彼らは積極的にこのような投資を行なったのだろうか？

その理由は、機関投資家にとってエマージング・マーケットが次のような点で国際分散投資の対象となったからである⁹⁾。

- ①エマージング・マーケットの収益率が先進国に比べて非常に高いことである。88年か

ら93年の期間のドル建て収益率を見ると、エマージング・マーケットのIFCGインデックスは17.76%で最も高く、他方先進諸国のU.S. Standard & Poor 500のインデックスは14.4%、the Financial Times Euro-Pacificのインデックスは3.96%であった。

- ②市場の統合が初期の段階にあるので、グループとしてのエマージング・マーケットの収益率と先進諸国のそれとの相関関係が比較的低いために、投資家はポートフォリオの多様化によって同じリスクでより高い収益率を達成できる。

90年以降、最も積極的にエマージング・マーケット向けFPIを増大させたのがアメリカの機関投資家であった。このことは、アメリカからの株式形態でのFPIを表わした<表4>から確認することができる。84~86年および87~89年と比較すると、90~92年はアメリカからの株式

表4 アメリカからのネットのポートフォリオ株式投資 (単位:100万ドル)

	投資合計					
	1984-86	1987-89	1990-92	1990	1991	1992
アルゼンチン	7	-40	73	-3	64	12
ブラジル	9	515	1,415	22	326	1,067
チリ	8	92	116	97	-74	93
メキシコ	37	38	5,761	918	2,078	2,765
インド	2	0	2	-1	3	0
韓国	64	-1	435	-31	0	466
タイ	18	161	331	41	89	201
マレーシア	12	79	348	138	-25	235
台湾	10	-53	46	-6	38	14
合計	167	791	8,515	1,175	2,499	4,841

ポートフォリオ株式投資全体に占めるアメリカのシェア:1990-92年 (単位:%)

ブラジル	56
メキシコ	42
韓国	14
台湾	5

(原資料) Treasury Bulletin, Table CM-V-5, 各号: 国別分類

(出所) J.Mullin, "Emerging Equity Market in the Global Economy", FRBNY Quarterly Review, Summer 1993, p. 64.

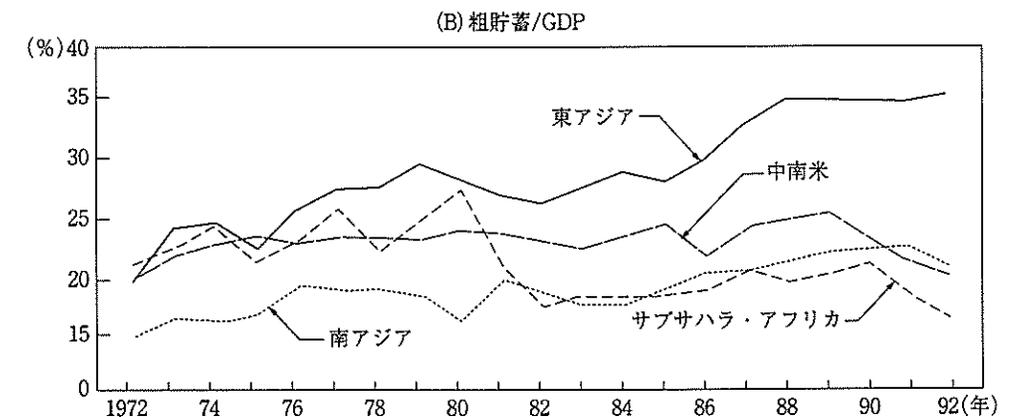
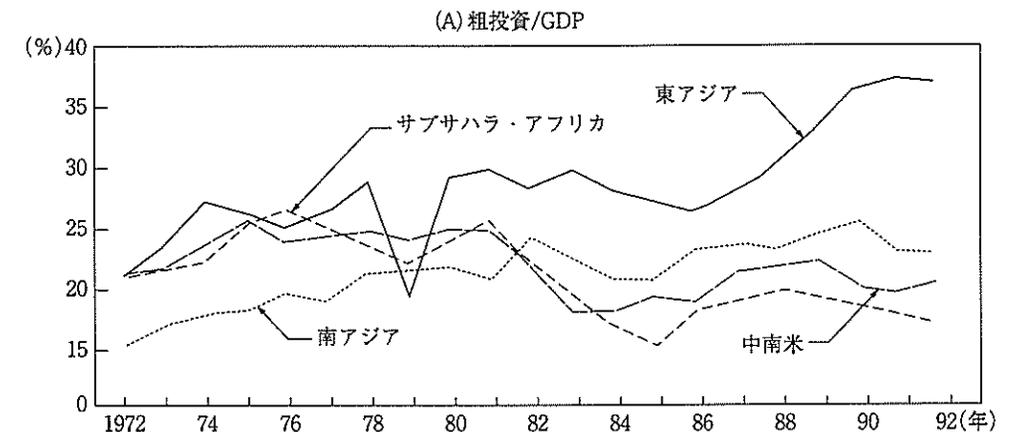
形態でのFPIが急増していることがわかる。同期間は87~89年の10倍以上も増加した。

循環的要因論者達はこの時期のエマージング・マーケットへのFPIの急増の原因をアメリカをはじめとする先進諸国の景気循環すなわち低金利や投資の低迷といった対外的要因に求めるのであるが、構造的要因論者の一人であるフェルドマン & クーマー (R.A.Feldman & M.S.Kumar) は次のように反論する。「これらの要因 (対外的要因-引用者) のすべてが重要

であるが、しかし、もし途上国の国内のマクロ・エコノミック政策の改革、改善された制度的フレームワーク、そしてそれらの結果としての途上国の市場の信頼性の向上がなかったならば、対外的要因それだけでは資本流入の急増を導くことはなかったであろう (イタリックは原文)¹⁰⁾。

しかし、94年のアメリカの金利上昇と同年末のメキシコ通貨危機の影響がFPIの資金流入を急減させたので、一部のラテン・アメリカ諸国

図3 地域別にみた投資率と貯蓄率



(注) ただし東アジアではインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの5カ国の値を1987年のGDPで加重平均して計算。韓国の1993年の値は1992年と同一と仮定。

(原資料) The World Bank, World Tables, 1994.

(出所) 寺西重郎, 『経済開発と途上国債務』, 東京大学出版会, 1995年, 126ページ。

は再び累積債務のワナに捉えられ、この動きから脱落した。だが、グローバリゼーションのなかで先進諸国市場との統合を強調するこの見解は、メキシコ通貨危機を一時的で例外的なものとし、東アジア諸国を中心としたエマージング・マーケットとFPIの発展を安定的なものだと考える。

東アジア諸国の経済的成功の基本要因は国内貯蓄と投資の例外的に高いパフォーマンス（両者ともに90年代以降は対GDP比35%前後）であった。他方、ラテン・アメリカ諸国は低貯蓄・低投資（同18%前後）である。〈図3〉に示されているように、70年代まではラテン・アメリカ諸国も東アジア諸国とほぼ同じ水準の高い投資率（対GDP比25%前後）を維持していた。しかし、東アジア諸国は90年代になると投資率を10ポイントも上昇させたのに対し、ラテン・アメリカ諸国は逆に7ポイントも低下させた。ラテン・アメリカの代表例としてメキシコを見れば、70年代以降大幅な国内貯蓄・投資ギャップ（経常赤字）を発生させてきた国であった。しかし、80年代の累積債務問題の教訓は、財政赤字を対外ファイナンスでまかなうことは経済開発の失敗を招きやすいという点にあった。この教訓は90年代には均衡財政の維持として生かされたが、今度は経常赤字の原因となった民間貯蓄の低下＝過大消費を対外ファイナンスでまかなおうとしたのである。その原因の一つは、構造改革だけでなく開発戦略を「輸出指向型」工業化政策への転換に成功した国とそれがうまくできていない国との相違である。

こうした見解の代表は世界銀行であり、その根拠を次のように説明する。高い投資水準は、それだけでも東アジア諸国の成長の大部分を説明するし、またこの地域を他の途上国と区別す

るものである。外国資本の流入はこの高水準の投資を維持する重要な構成要素であったが、高水準の国内貯蓄が外国資本への依存をそれほど大きなものにしなかったし、また内外資本移動の変動に影響を受ける程度を少なくしていた。これは東アジア諸国の約半分の投資率及び貯蓄率しかもたなかったラテン・アメリカ諸国との決定的な相違点であり、次のように述べる。

「対照的に、貯蓄率が典型的なほど非常に低かったラテン・アメリカでは、外国資本の利用可能性の変動が投資率や成長率に非常に大きな影響を与えてきた。この状況は外国資本の流出に続く一連の好況と不況といった景気循環を導いた。これは東アジアがほとんど回避できたものである。……注目すべきことに、90年代の資本流入の急増でさえも、東アジア諸国の経済はすでに十分に高い国内貯蓄を維持することあるいは高めることさえ可能であった。……高い投資と高い国内貯蓄の結合がこれらの国々の経済の強さの第1の源泉であり、また巨額の資本流入の吸収と管理を容易にしているのである」¹²⁾。

90年代のFPIの中心は途上国の国内株式市場への投資であった。では、外国株式投資の急増は国内貯蓄と投資にどのような影響を与えたのか、またそれは東アジアとラテン・アメリカではどのような相違があったのだろうか。株式投資の急増は株式価格の上昇をもたらした。それは、一方では増資や新規発行による資本コストを低下させるが、他方では資産保有者に強力な富効果（wealth effects）を与える。つまり、資産保有者の富が増大すると、消費も並行して増大する。そしてこれは国内物価を上昇させ、自国通貨の実質価値を増加させる傾向をもつだろう。それゆえ、外国の株式投資が実物投資を増

加させるかどうかは、他の資産保有者—外国人投資家に株を売却した人々や自分の保有する資産価値が増加した人々の行動に依存する。もし彼らが新規プロジェクトに投資するなら、実物投資は増加するだろうが、そうでなければ増加しないし、過大消費・低貯蓄を導くだろう。また国内貯蓄は、巨額の対外ポートフォリオ投資の流入がある時の方が資本流入が直接投資の形態をとる時よりも低下しがちである。だが、以上のことは一般的な考察にすぎず、東アジアとラテン・アメリカを比較すれば次のような大きな相違があることがわかる。

「FDIよりもFPIによる資本流入の方が大きかったラテン・アメリカでは、実物投資が増加するよりも、国内貯蓄が低下する傾向にあった。過去において東アジアはこのような結果を回避してきた。その理由は、一部にはこれらの国々の全体的な政策体系が投資を有利にしていたからであり、また他の一部としてはFPIのシェアが（ラテン・アメリカと比較して—引用者）比較的小さかったからである」¹³⁾。

FPIの形態で東アジアに大量の資本流入が始まったのは90年代以降のことであり、その効果について結論をだすにはまだ時間が短すぎる。巨額のFPIは、ラテン・アメリカの経験が示したように、過大消費・低貯蓄を導くことにより国内貯蓄・投資のギャップ＝経常赤字の拡大を導き、累積債務問題を顕在化させる可能性がある。しかし、世界銀行によれば、東アジアの状況は次の2つの点で違っていた。第1の点は、東アジア諸国はラテン・アメリカに比べてずっと保守的な財政政策を実施してきたことである。これは「輸出指向型」工業化政策にとって慎重な貨幣政策とともにインフレ抑制・高貯蓄維持のためには是非とも必要な措置であった。

第2の点は、東アジア諸国が証券市場の国際化だけでなく、その前提条件を形成する「貿易と生産構造が彼らをますます複雑化した国際取引のネットワークに組み込んでいる」¹⁴⁾という生産・貿易・金融の三位一体となったグローバリゼーションの進展であった。

問題は、長期的な視点から見ても、資本流入量がこれら東アジアの高成長諸国においてさえも効率的に吸収できる量を上回っている点にある。その指標の一つが外貨準備の急増である。東アジア8ヶ国の外貨準備合計額は85年末の800億ドルから95年末で4000億ドル（世界全体の28%）を超えてしまった。それは、東アジア諸国が「輸出指向型」工業化政策を続けるかぎり事実上のドル・ペッグ政策を採用せざるをえないため、巨額のFPIやFDIの流入に対し為替介入した結果でもある。また投資側の観点からは、東アジア向けFDIやFPIは、度々大幅な為替レート変更を繰り返したラテン・アメリカ諸国とは異なり、為替リスクを回避できるというメリットがあったからである。経常赤字を上回る資本流入は、東アジア諸国に過剰流動性の適切な管理を要求していると思われる。

- 6) J.Mullin, "Emerging Equity Market in the Global Economy", *FRBNY Quarterly Review*, Summer 1993, p.82.
- 7) A.D.Crockett, "National financial liberalization and international economic cooperation", in A.Bakker, et al.(eds.), *Monetary Stability through International Cooperation*, Kluwer Academic Publishers, 1994, p.252.
- 8) IMF, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues*, 1995. またウォール・ストリート・ジャーナルでは「昨年（96年）ストック・ファンドに流入した2220億ドルのうち21%がインターナショナル・ファンドかそれともU.S.株式を含むグローバル・ファンドのどちらかに向けられていた」（K.Damato, "U.S.Funds That Invest Overseas Gain a Following and New Cash", *THE ASIAN WALL STREET JOURNAL*, Feb.14, 1997.）と述べ、国際分散投資が進展していることを指摘している。つまり、96年度にアメリカの株式ファンドは466億ドル

の国際分散投資を行い、そのうちエマージング・マーケット向け投資は1/4~1/5を占めたと考えられる。他方、アメリカのエマージング・マーケット向け債券投資は債券ファンドとともに保険会社など従来からの機関投資家が積極的に行っている。その理由は、90年代になって途上国の国際債発行がユーロ・ボンドだけでなく Yankee・ボンド（外債）でも行われるようになったからである。Yankee・ボンドはアメリカの債券市場全体に占めるシェアを90年の3%から96年の9%へと上昇させている。ウォール・ストリート・ジャーナルによると、この急増には以下のような理由があった。「アジアの債券発行者達により大きな支援を提供するために、今年the National Association of Insurance Commissionersが、保険会社の資産のどれくらいを海外に、外債発行を含むのだが、投資することができるかについてのガイドラインを自由化した。アメリカを本拠にする保険産業の watchdogグループは、メンバーの保険会社が Yankee・ボンドのような外国が発行する資産に自分達の資産の以前は10%までであったが、今は20%を投資することが出来るようになった、と述べた」。R.S.Miller, "Asian Companies Find Success In Tapping U.S. Bond Markets", *THE ASIAN WALL STREET JOURNAL*, Nov.4, 1996.

- 9) A.Khanna, "Equity Investment Prospects in Emerging Markets", *The Columbia Journal of World Business*, Summer 1996, p.34.
- 10) R.Feldman & M.S.Kumar, "Emerging Equity Markets: Growth, Benefits, and Policy Concerns", *The World Bank Research Observer*, Vol.10, No.2, August 1995, p.189.
- 11) 世界銀行は次のように評価している。「メキシコ危機は、ベネズエラやトルコの最近の国際収支危機と同様に、大部分がその国に特殊な問題の結果である。後者の2つの国では深刻な財政赤字があったし、メキシコのケースでは主要な問題は巨額で増大しつつある経常赤字の維持不可能性であった。これらは主に対外要因よりもむしろ国内要因から発生した」。The World Bank, *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, 1995, p.12.
- 12) The World Bank, *Managing Capital Flows in East Asia*, The World Bank, Washington D.C., 1996, p.59.
- 13) *Ibid.*, p.84.
- 14) *Ibid.*, p.125.

IV. エマージング・マーケットと循環的要因論

循環的要因論とは、先進諸国特にアメリカの不況と低金利がもたらした一時的な現象にすぎないとみなす見解である。それゆえ、この見解はエマージング・マーケットとFPIの発展を不

安定的なものだと考え、その論拠として94年のアメリカでの金利上昇が同年末のメキシコ通貨危機とそれが他のエマージング・マーケットに与えた波及効果の大きさを指摘する。

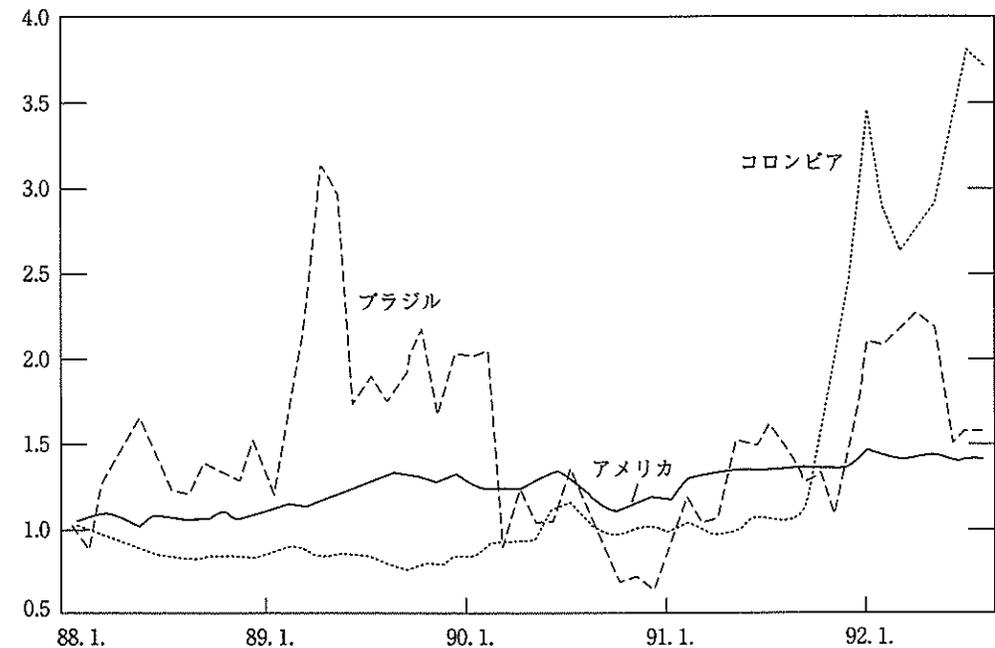
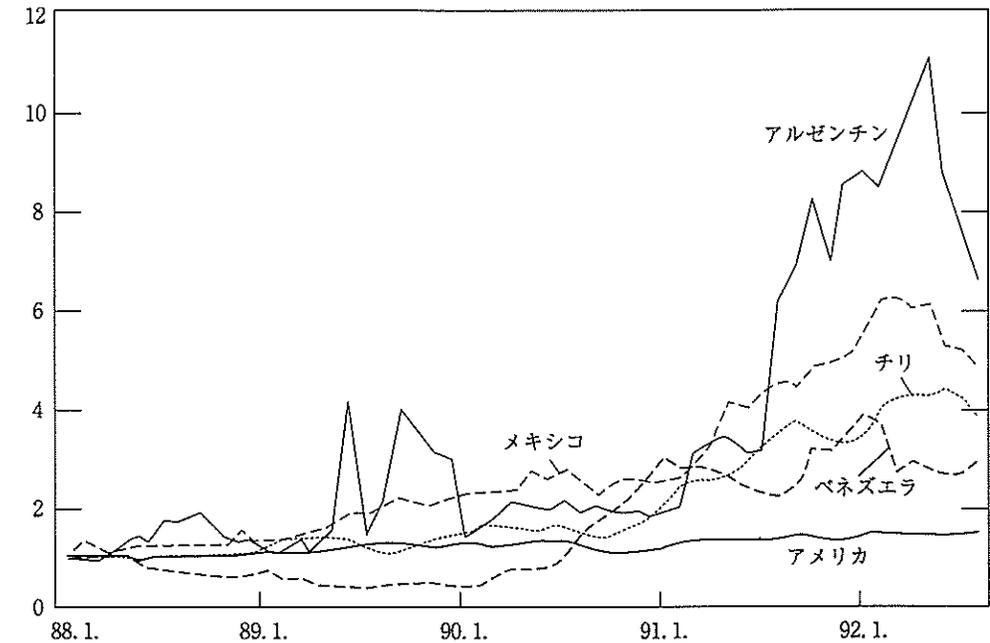
初期の循環的要因論の代表はカルボ・レイダーマン・レインハート (G.A.Calvo, L.Leiderman, and C.M.Reinhart) の議論である。彼らは早くも1993年春の時点で、ラテン・アメリカへの最近の資本流入の特徴について分析し、この資本流入はこの地域以外の諸条件すなわちアメリカの景気後退や国際的な金利低下といった条件により説明できると主張した。そして彼らはその理由として以下のような点を指摘した。

国際分散投資の対象にエマージング・マーケットが選択されるには、そこでの利用可能な資産の期待収益率が重要な役割を演じるはずである。だが、<図4>に示されているように、米ドル建てでみたラテン・アメリカ市場の株式価格に大きな上昇がみられたのは1991年になってからのことである。つまり、「株式市場ブームとその結果としての高い収益率は、この地域へ資本が流入してしまった後に出現したのだった。このように、株式市場の大幅な収益率格差が資本の最初の波を引き寄せる原因であったと論じることが困難である (イタリックは原文)」¹⁵⁾。また資本流入は国内改革を大幅に実施した国だけでなくほとんど実施しなかった国にも発生していたからである。

資本流入は国内要因ではなく対外要因にもとめられなければならない。そこで彼らは以下のような4つの対外要因を指摘する¹⁶⁾。

- ①89年アメリカで大幅な金利低下があり、これは変動金利の債務サービスを減少させたのでラテン・アメリカの債務諸国の支払能力を改善した。このことはまた、相対的に

図4 各国株式市場のパフォーマンス, 1988年1月~92年8月
(U.S.ドル建ての株式価格インデックス, 1988年1月を100とする)



(注) アメリカについては The S&P500インデックスを用いた。
(原資料) Standard & Poor's (S&P) *Analyst Handbook* and International Finance Corporation, *Quarterly Review of Emerging Stock Markets*.
(出所) G. A. Calvo, L. Leiderman, and C. M. Reinhart, "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America", *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No. 1, March 1993, p. 120.

高い国内金利を求めてアメリカに資本逃避していた国内資本を還流させたし、ラテン・アメリカ諸国の借入を刺激した。

②欧米の景気後退とラテン・アメリカ諸国の貿易条件の悪化がラテン・アメリカ諸国の経常収支赤字を拡大させ、そのファイナンス需要が増大した。

③アメリカの資本収支が90年には8年ぶりに赤字＝流出に転じたことである。特にアメリカからラテン・アメリカへの民間資本投資が急増した。

④90年に先進諸国の資本市場で重要な規制緩和措置が実施され、国際資本市場への参加者に取引コストを低下させた。特にアメリカでの「Regulation S」と「Rule 144A」は取引コストと流動性コストを低下させた。

彼らは以上の4つの対外要因の役割について実証研究を行なった後、次の政策的インプリケーションを提示した¹⁹⁾。巨額の資本流入は、①実質為替相場の上昇とボラティリティの増大をとまうので輸出部門に悪影響を与えるだろう、②適切に金融仲介されていないかもしれないしまた資源の誤った配分を導くかもしれない、③「ホット・マネー」を多く含んでいるため、いつ流出に転じるかもしれず、国内金融危機を招くかもしれない。つまり、このような資本流入は本質的に不安定なものであり、十分な対策が必要なることを指摘した。以上のカルボ・レイダーマン・レインハートの循環的要因論は、その後多くの研究者に注目され、さらに別の視点からの分析によって補強されていった。

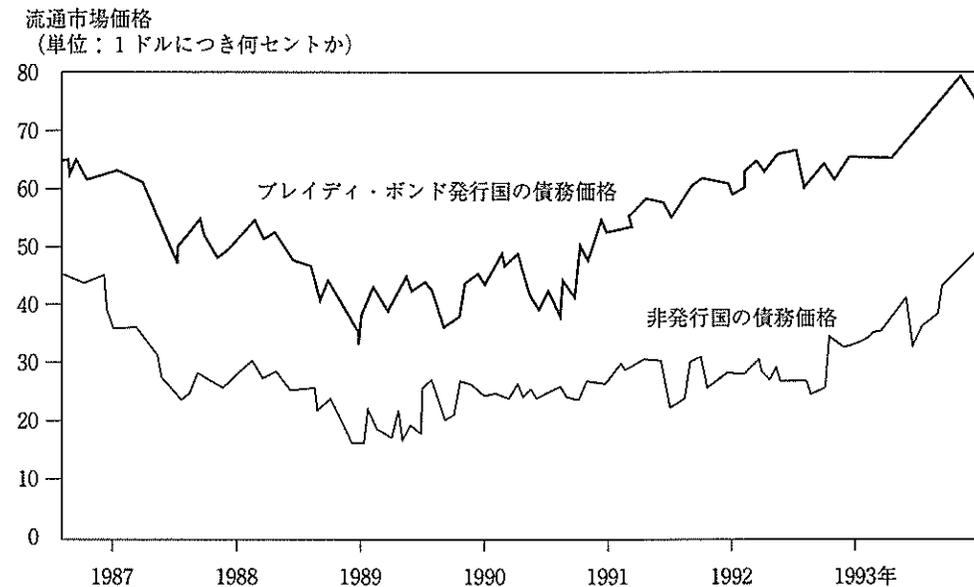
ドゥーリー・アリアス・クレツァー (M. Dooley, E. Fernandez-Arias and K. Kletzer) はそのような研究者達のグループの一人であり、次のような視点から最近のエマージング・マーケットへの資本流入の原因

を分析した。彼らが着目したのは、「商業銀行債務の流通市場価格はその国の信用度 (credit-worthiness) の有用なバロメータード」¹⁸⁾ という点である。なぜなら、流通価格は債務サービスを行なう債務国政府の支払能力についての民間投資家の期待の程度および代替的な国際投資手段の収益の両方を反映していると考えられるからである。それゆえ、流通価格の上昇は債務国の信用度の改善を表わし、国際資本市場へのアクセスの増大を意味する。これは最近のエマージング・マーケットへの資本流入が債務の流通価格の上昇とともに起こっていることから確認できることである。

問題は債務の流通価格の上昇をもたらした原因である。彼らは、債務削減、経済政策の改革、国際金利、国内金利、そして為替相場といった5つの要因を検討し、次のような結論を出した。「この実証研究についての我々の解釈は次のとおりである。国際金利の変化が途上国の現在の債務の市場価格に重要な影響を与え、それが次にこれらの国々の国際資本市場への再参加に重要な影響を与えたことである。図1 (本稿では<図5>) に示されているように、ブレイディ提案適用国の債務価格と非適用国の債務価格の顕著な並行的上昇は、国際金利が重要な基本的要因であるという考えを確認するものである」¹⁹⁾。

そのことはまた、ペルーやブラジルにも巨額のFPIが流入していたことから確認できる。なぜなら、両国はマクロ経済の安定を達成していなかっただけでなく、ブレイディ提案を受け入れていなかったからである。それゆえ、工業諸国 (特にアメリカ) のビジネス・サイクルの上昇と結び付いた金利の上昇が起これば、現在の債務の流通価格は持続的な資本流入と一致し

図5 ブレイディ・ボンド発行国¹⁾と非発行国²⁾の債務価格³⁾, 1986-93年



(注) 1) : ブレイディ・ボンド発行国とは、アルゼンチン、コスタ・リカ、メキシコ、ナイジェリア、フィリピン、ウルグアイ、そしてベネズエラである。

2) : 非発行国とは、アルバニア、アルジェリア、アンゴラ、ボリビア、ブラジル、ブルガリア、カメルーン、チリ、コンゴ、コート・ダジュール、エクアドル、ホンジュラス、ハンガリー、ジャマイカ、ヨルダン、モロッコ、ニカラグア、パナマ、ペルー、ポーランド、セネガル、そしてシリアである。

3) : 平均的ウェイトの商業銀行債務として計算されたもの。

(原資料) Salomon Brothers (各号); International Financial Review (各号); American Banker, Inc. (各号); World Bank, data.

(出所) M. Dooley, E. Fernandez-Arais, and K. Kletzer, "Is the Debt Crisis History? Recent Private Capital Inflows to Developing Countries", *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No.1, Jan. 1996, p. 30.

ない水準へと下落する可能性が極めて高いことを意味している。

循環的要因論に従えば、エマージング・マーケットの成長は不安定な構造のうへで展開されている現象であるため、FPIの急増に依存した途上国の経常収支ファイナンスと過大評価された固定為替相場 (対ドル・ペッグ) はサステナブル (sustainable: 維持可能) なものでない、と考えられた。そしてこの見解を証明するように、94年にアメリカの金利が上昇すると、同年末にメキシコ通貨危機が発生し、それが伝染効果 (contagion effect or Tequila effect) を発揮したので国際資本移動の逆流現象が起こり、他のラテン・アメリカ諸国だけでなく東アジアの国々にまで影響を与えた。

メキシコ通貨危機とその伝染効果は、その直前に発生した欧州通貨危機とともに多くの国際金融研究者の関心呼び、国際通貨危機の分析へと向かわせた²⁰⁾。その成果の一つとして、フェレッツィ&ラジン (G.M. Milesi-Ferretti and A. Razin) は経常赤字を継続させる途上国の開発金融に関して次のような興味深い概念の採用を提案している²¹⁾。従来、開発金融において貸手は借手の支払能力だけを問題にしていたが、メキシコ通貨危機によってそれだけでは不十分なことが明らかになった。FPIによる経常赤字ファイナンスと過大評価された固定為替相場のサステナビリティを考える際には、支払能力だけでなく、支払う意志 (willingness to pay) と貸付ける意志 (willingness to lend) を追加しな

ければならないことを示唆している。そして、累積債務を抱えかつ経常赤字を継続させている国にとって、支払能力と過大評価された固定為替相場のサステナビリティが両立するには、いつか貿易赤字から黒字への「転換」点が発生することが必要である。そして、この「転換」がスムーズに行われるのか、それとも通貨危機といった突然の暴力的な強制力によって行われるのかは、世界および国内の状況が規定する。

問題は「転換」点が生じた形での突然訪れるときである。カルボ&メンドーサは、メキシコ通貨危機を「自己実現的予言危機 (self-fulfilling-prophecy crisis)」論²⁰⁾によって説明しようとした。伝統的な通貨危機論はファンダメンタルズの悪化にその原因を求め、自己実現的予言危機論はファンダメンタルズが健全であっても通貨危機が起こりうる点に特徴がある。例えば、ファンダメンタルズの1つである経常赤字=資本黒字をみると、89—93年の年平均の対GDP比率は、メキシコが5.6%、チリが6.3%であったのに対し、メキシコ通貨危機の伝染効果が最も少なかったマレーシアは9.9%、タイは10.1%であった。さらに、メキシコや他の多くのラテン・アメリカ諸国は、東アジア諸国と同様、均衡財政を維持し低インフレを実現していたのである。

カルボ&メンドーサはこの議論をメキシコ通貨危機に適用して次のように説明する。「これらの現象はグローバル資本市場の時代の新しい国際収支危機の特徴である。これらの新しい危機においては、流動的な金融資産のストックとグロスの外貨準備との間に大きな不均衡が発生するので、ある国の固定為替相場体制は傷つきやすくなる。銀行業務の脆弱性、国際資本移動の外生的なシフト、そして危機の初期の段階で

の政策的対応がこれらの不均衡を拡大させる。傷つきやすさは、金融資産に対する“パニック”的な取り付けのために、大幅な為替相場の切り下げや金融クラッシュを導く。このようにこの見解に従えば、新しい国際収支危機においては、フローの不均衡 (例えば、巨額の経常収支赤字や過大評価された為替相場) は、無関係ではないが、ストックの不均衡ほどには重要ではないのである。……外国準備は最初は徐々にそしてそれから通貨ペッグが放棄されるほど急激に減少する。だが、この危機は、古典的なモデルのように、財政赤字に起源があるのではなく、資本流入に対する管理体制の不備によって引き起こされた貸付ブームが銀行システムの危機を導くだろうという投機家達の直観に起源をもつ (イタリックは原文)」²⁰⁾。

自己実現的予言危機論に従えば、ファンダメンタルズが健全であっても資本流入管理体制が不十分であれば、持続的な経常赤字ファイナンスが必要な国に巨額のFPIが流入すると、それが国内で過剰流動性を生み、貸付ブームによる資産バブルを発生させる。そのとき、内外の投資家はその後予想される銀行システムの危機と為替相場の切り下げを直観するので巨額の資本を一度に流出させようとする。その結果、固定相場が維持不可能になるほどまでに外貨準備が枯渇する。それゆえ、ラテン・アメリカであろうと東アジアだろうと区別なく、常に通貨危機の可能性がすることになる。それがグローバル資本市場の時代のFPI形態での資本移動の特徴だということである。

15) G.A.Calvo, L.Leiderman, and C.M.Reinhart, "Capital Inflow and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: the Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, Vol.40, No.1, March 1993, p.121.

16) *Ibid.*, pp.125-8.

17) *Ibid.*, p.143.

18) M.Dooley, E.Fernandes-Arias and K.Kletzer, "Is the Debt Crisis History? Private Capital Inflow to Developing Countries", *The World Bank Economic Review*, Vol.10, No.1, Jan.1996, p.28.

19) *Ibid.*, p.44.

20) 代表的な文献としては以下のものがある。J.A.Frankel and A.K.Rose, "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators", *NBER Working Paper*, No.5437, January 1996. J.Sachs, A.Tornell and A.Velasco, "Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons from 1995", *NBER Working Paper*, No.5576, May 1996. B.Eichengreen, A.Rose and C.Wyplosz, "Contagious Currency Crises", *NBER Working Paper*, No.5681, July 1996. これらの文献は通貨危機に共通する要素を分析し、それを通貨危機の早期警戒指標に利用しようとする点に特徴がある。

21) G.M.Milesi-Ferretti and A.Razin, "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences", *NBER Working Paper*, No.5791, October 1996, pp.2-4.

22) 自己実現的予言危機論は Obstfeld (M.Obstfeld) らにより欧州通貨危機の分析の中から発展させられた議論である。この通貨危機論の特徴は次の点にある。①為替相場の短期均衡水準は1つではなく複数存在すること、②当該国政府は為替相場維持のためにタフな政策行動はとらないだろうという市場の判断が合理的根拠をもつと思われること、③国際資本移動の主役は巨額の資金を運用する機関投資家になっており、彼らの国際分散投資しているストックのリスク調整活動が為替相場に大きな影響を与えることである。M.Obstfeld, "Models of currency crises with self-fulfilling features", *European Economic Review*, No.40, 1996.

23) G.A.Calvo & E.G.Mendoza, "Mexico's balance-of-payments crisis: a chronicle of a death foretold" *Journal of International Economics*, No.41, 1996, pp. 236-7.

V. むすび

—メキシコ型通貨危機の可能性—

エマージング・マーケットとFPIの評価についての論争を検討してきたのであるが、この新しい開発金融の形態は先進国と途上国の証券市場が統合されるグローバル資本市場時代の特徴である点については構造要因論も循環的要因論も共通して認めるところである。初期のすなわちメキシコ通貨危機以前の段階での両者の相違点は、この統合が先進国側の循環的要因 (低金

利や不況による資金需要の低迷の影響) あるいは途上国側の構造的要因 (貿易・金融の自由化等の構造改革の進展) のどちらの要因が主導しているのかについての評価にあった。

だが、メキシコ通貨危機後は、2つの見解にも大きな変化がみられた。循環的要因論は、FPI形態での国際資本移動の不安定性に加えて、途上国の国内構造改革の不十分さ (銀行システムの脆弱性) や金融政策の限界 (固定相場下での不胎化政策の限界) がもたらす過剰流動性管理の困難さが資産バブルを介して通貨危機へと発展する可能性を問題にするようになった。また、構造的要因論もIMFや世界銀行主導の構造改革の成果を楽観的に評価するだけではすまなくなった。構造的要因論は、途上国内部での経済パフォーマンスの相違 (高貯蓄・高投資国と低貯蓄・低投資国に分化) があることを認め、さらに高貯蓄・高投資国であっても資本流入管理の難しさとそれが通貨危機に結び付く可能性を問題にするようになった。

FPIが目されるのはその規模の大きさだけでなく性格にもある。70年代のユーロ・シンジケート・ローンはソブリン・ローンと呼ばれたように主に公的部門向け貸出であり、資本流入の約2/3を占めた。途上国の民間部門の対外借入はまだ厳しくコントロールされていた。だが、90年代にはそれとは対照的に、資本流入は主に民間部門に向けられ、約4/5を占めている。そのうちFPIが1/2近くを占める。

問題なのは、ポートフォリオの株式や債券は長短の区別なく非常に流動的だという点にある。先進国の金利上昇あるいは途上国の金融危機といったようにきっかけが何であれ、FPI保有者は瞬時に現金化し外貨に転換して海外に流出させる可能性がある。これが先進国と途上国の証

券市場が統合されるグローバル資本市場時代の国際資本移動の特徴である。そのとき途上国の外貨準備の急減が固定相場維持を不可能にさせる水準にまで達すると、通貨危機や債務危機を招くのである。

60年代以降のODAを中心とした公的援助がもたらした2国間の債務危機管理体制はパリ・クラブが、そして70年代のユーロ・シンジケート・ローンがもたらした多国籍銀行の債務危機管理体制はロンドン・クラブとIMF、世界銀行が取扱っている。しかし、90年代のFPI(特に債券)のそれを取扱う機構はまだ存在しないし、その保有者数は膨大なので組織化することも困難である。それゆえ、メキシコ通貨危機はFPIの評価を巡る学界の論争にとどまることなく国際政治の舞台でも取り上げられることになったのである。

95年6月、G7が集まるハリファックス・サミットにおいて、「将来のメキシコを管理する方法」を検討すべくG10のなかに大蔵大臣と中央銀行家の代理人達で構成されるワーキング・パーティ(ベルギー国立銀行副総裁J. J. Rey氏が議長)が設立されることに決まった。またそれを受けてIMFでも95年10月と96年4月の暫定会議でこの問題が議論された。そして96年5月、ワーキング・パーティは「ソブリン流動性危機の解決策」と題したレポートをまとめた。こうした努力は96年6月のG7のリヨン・サミットで以下のような形で確認された²⁴⁾。

- ①IMFの各国の政策のサーベイランスの強化、そして「これまで以上にすどい政策アドバイス」と「より率直なメッセージ」の提供が必要。
- ②そのためには、資本勘定の動きについての持続的なモニタリング、経済金融統計のタ

イムリーな公表が必要。特に統計については、公表される「一般基準」のものと公表されずIMF内部資料とされる「特別資料普及基準(special data dissemination standard:SDDS)」が必要。

- ③IMFは「緊急融資機構(emergency-financing mechanism)」を設立し、通貨危機の国に対する緊急支援をより迅速な手続きでアクセスできるようにまたより大きな資金援助が可能ないようにすべきである。
- ④G10や他の国々はGAB(一般借入協定)の下でIMFが利用可能な資金を2倍(270億ドルから540億ドル)に増額するよう協力すべきである。
- ⑤将来の通貨危機に秩序だった対応が可能となるような制度的工夫、例えばワーキング・パーティが提案する「債券保有者運営委員会」が必要。

他方、G7とは別にそれに先立って独自にメキシコ通貨危機とその伝染効果の教訓を得るための会議が東アジアで開催された。94年10月31日-11月2日に香港通貨管理局主催で開催された環太平洋中央銀行会議である。この会議以後、またG7やIMFの要請もあって、環太平洋諸国はメキシコ型の通貨危機に対処すべく中央銀行間の通貨協力を積極的に進め、96年2月から4月にかけて日本、香港、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、オーストラリアの8ヶ国の間で通貨危機の際に相互に委託介入し、その介入資金ドルを米財務省証券を担保に相互融通(10億ドルを限度)する協定を次々に締結した。さらに環太平洋諸国の通貨安定への協調の動きは環太平洋6市場会合(日米中、香港、シンガポール、オーストラリア)へと発展した。同会合は97年3月東京で

ことである。ここに自己実現的予言危機論が主張する通貨投機が発生する根拠がある。

1997年5月、ヘッジ・ファンドを中心とする投機家達はタイの長引く金融危機と経常赤字拡大からパーツの対ドル相場切り下げが近いと予想し、これまでにない巨額の資金でもって通貨投機(直物のパーツ売り・ドル買いと先物のパーツ買い・ドル売り)を組み合わせた通貨スワップを行なった。しかし、タイ中央銀行の断固たる対応策と東アジアの中央銀行間協力(シンガポール、マレーシア、香港が合計120億ドルの委託介入を行なった)などにより、投機家達の敗北に終わったようである²⁵⁾。タイ中央銀行は短期的には勝利したが犠牲も大きく、中期的には過大評価された対ドル相場、高金利政策、そして為替規制強化による二重化した為替市場を維持できないことは明らかである(1997年6月10日、現在)。

24) P.Kenen, L.H. Summers, W.R. Cline, B. Eichengreen, R. Portes, A. Fraga, and M. Goldstein, "From Halifax to Lyons: What has been done about Crisis Management?", *Essays in International Finance*, No.200, October 1996.

25) この問題に注目したエコノミスト誌は次のような記事を連続して特集している。The Economist, "Emerging Asia's sombre era", August 24th 1996, pp.57-8.; "Are crashes catching?", August 31st 1996, p.74.; "Taking currency crises: Private means", September 28th 1996, pp.105-6.; "The bath spills over", May 24th 1997, pp.81-87.

26) タイ中央銀行はヘッジ・ファンドの直物のパーツ売りに必要なオフショア市場での短期のパーツ借入れ金利を年率1000%以上に引上げるとともに、国内金融機関に対し道徳的説得を行いまた為替規制を強化した(対外取引を許可制にして内・外取引を遮断)。このためタイ外為市場は二重化し、オンショアでの外為市場は1ドルが26パーツと従来のみであるが、オフショアでの外為市場ではパーツ不足から1ドルが23パーツへと10%以上も上昇した。またヘッジ・ファンドは短期の円を借入れそれをドルに転換して投機の資金源としたのであるが、このとき円は1ドルが125円から115円へと10%近く上昇した。その結果、ヘッジファンドは三重(金利、パーツ相場、円相場)の損失を被り、損失額は合計約3億ドルに達すると評価されている。しかし、タイの外為市場の二重化はいつまでも続けることはできず、いずれ一元化しなけ

第1回の会合をもち、金融・為替市場の安定のために緊密に協調するため今後年1回定期会合を開催することに合意した。

グローバル資本市場の時代におけるメキシコ型通貨危機の可能性は、途上国だけでなく92-93年の欧州通貨危機にみられるように先進国にも存在する。巨額のFPIによる資本流入のコントロールの難しさは、対外的要因(先進諸国の金利変動)だけでなく国内的要因(過剰流動性とそれがもたらす資産バブルの管理)にもあるからである。構造的要因論に従えば、高貯蓄・高投資の東アジア諸国は巨額のFPIが流入してもその管理が容易だというのが、自己実現的予言危機論によれば東アジアもラテン・アメリカも区別なく通貨危機発生の可能性がある。事実、東南アジアの優等生と呼ばれ、最も経済的に安定している途上国の一つと考えられていたタイにおいて、96年9月、97年2月、そして5月と3度も通貨危機が発生していることからこのことが確認できる。

タイの通貨危機は他の東アジア諸国にも共通する以下のような要因を内包している²⁶⁾。高貯蓄の東アジア諸国にあっても、その高貯蓄が実物投資へと効率的に金融仲介される保証はない。高貯蓄が不動産や株式投機に用いられるのであれば、資産バブルを発生させる。巨額の資本流入がこのバブルをさらに加速させる。そして何かをきっかけにバブルが崩壊すると、巨額の不良債権を発生させて金融危機を招く。中央銀行は90年代初めの先進諸国のように低金利政策によって金融機関を救済したいが、タイのように巨額の経常赤字の下で固定相場を維持するには資本流入を確保する必要から高金利政策を放棄できない。このジレンマから脱出する唯一の道は、過大評価された為替相場を切り下げる

ればならない。そのとき対ドル相場の切り下げあるいは
対ドル・ベッグ策の見直しが必要になるであろう。*The*
ASIAN WALL STREET JOURNAL, May 15, 19, 23-24,
June 6-7, 1997.

(甲南大学教授)