

石見徹・伊藤元重 編

国際資本移動と 累積債務

東京大学出版会

石見徹・伊藤元重 編

国際資本移動と 累積債務

東京大学出版会

国際資本移動と累積債務 [東京大学産業経済研究叢書]

1990年1月25日 初 版

[検印廃止]

編 者 いわ み とおる
石 見 徹
い と う も と し げ
伊 藤 元 重

発行所 財団法人 東京大学出版会

代 表 者 菅野卓雄

113 東京都文京区本郷 7-3-1 東大構内
電話 03 (811) 8814・振替東京 6-59964

印 刷 株式会社精興社
製 本 有限会社島崎製本

© 1990 Toru Iwami and Motoshige Itoh
ISBN4-13-041061-X Printed in Japan

はしがき

1980年代に入ってわが国の金融システムは自由化、国際化の方向に大きく転換した。日本と欧米金融市場の間で、また先進諸国と途上国の間で資本移動が活発になり、今や世界経済の一体化は国際金融取引の華々しい展開をつうじて実感される、といっても過言ではないであろう。その一方では為替相場の極端な変動や、発展途上国、アメリカの累積債務などの陰の側面もしばしば表面に現われてくる。このように変転著しい国際金融現象は、この分野を専攻する研究者のみならず、広く経済学を学ぶ者、実務担当者にとっても、現時点においても最も関心の高いテーマの一つであろう。

東京大学経済学部の日本産業経済研究施設では毎年、特定の研究テーマを定め、学部内外の研究者や時には実務家を交えて研究集会（産経研コンファレンス）を催すことが恒例になっている。1988年度は以上のような国際金融の新しい展開をとり上げ、12月中旬に3日間にわたり20名以上の参加者をえて開催された。運営委員会は発案者である森田桐郎を代表にして、佐美光彦、堀内昭義、石見徹、伊藤元重によって編成された。本書はこの成果をとりまとめたものである。

全体の構成は事前に定められた討議題目を踏襲している。現在の国際金融を理解するにあたっては、変動相場制の評価がまず最初の課題になるであろう。「I 変動相場制」には、現代の国際通貨システムを歴史的比較の中で位置づけた論文と、金融の国際化、マクロ政策が為替レートの変動に及ぼす影響を扱った論文が収められている。「II 国際金融取引の現状」では、近年とりわけ変化が激しい金融取引の実態とその背景を、それぞれ資本市場、銀行業務に即して解明し、あわせて国際資金フローを全体構造として捉える試みがなされている。だが、国際資本移動の急成長は借入れ国の側にも新しい問題を生み出す。「III 累積債務：アメリカと発展途上国」は、資本輸入国に焦点を合わせて債務増加の原因、その是正の可能性にまで立ち入って考察している。さらに本書の議論の流れを整理するため新たに序章を追加して、各

章で取り上げられた問題の相互関連を確認することにした。

複雑に変貌する現象を多面的に分析するには、概して専門分野や学問的背景を異にする研究者の協力が望ましいであろう。共同作業の成果がどの程度まで達成されたか、最終的な判断は読者にお任せするしかないが、今回のコンファレンスはその意味で貴重な機会を与えてくれたことは、私達にとって大きな喜びであった。当日提出された報告は、活発な討論の結果を取り込んで加筆・修正されている。改訂前の報告に対するコメントは、そのまま載録してもあまり意味がないので、討論者にはあらためて、会議全体についての感想や残された問題点などを自由に書いて頂くことにした。編集者のいささかな無理なお願いに対しても協力頂いたことに感謝したい。また合わせて年末の多忙な時期を厭わずコンファレンスに参加された方々にも、この場をかりて謝意を表したい。なお出席者と日程に関しては、巻末に一覧を付した。

またコンファレンスの開催と本書の刊行には東京大学経済学振興財団から資金援助を受けた。東京大学出版会の大瀬令子さんには、編集作業の過程でいつものように細心のご配慮を頂いた。運営委員会一同に代わって厚くお礼申し上げたい。

1989年11月

石 見 徹
伊 藤 元 重

目 次

はしがき

序 章

伊藤元重・石見 徹 1

I 変動相場制

第1章 現代変動相場制の歴史的機能 佐美光彦

- 1. はじめに…………… 11
- 2. 国際金本位制（1900～13年）…………… 13
- 3. 「再建」国際金本位制（1925～31年）…………… 16
- 4. IMF 固定相場制（1947～73年）…………… 20
- 5. 現代変動相場制（1973年～）…………… 23

第2章 金融の国際化と為替レート変動 深尾光洋

- 1. はじめに…………… 39
- 2. 1973年以降の円・ドル、マルク・ドルレートの推移…………… 41
- 3. 財政政策と為替レート、実質金利…………… 46
- 4. 金融の国際化と為替レート変動・国際収支不均衡
——理論的な分析——…………… 55
- 5. おわりに…………… 58

II 国際金融取引の現状

第3章 国際資本市場の動向 小林襄治

- 1. はじめに…………… 67
- 2. 資金の国際的流れ…………… 69
- 3. 金融革新と国際化…………… 77

第4章 国際銀行業務をめぐる競争と不安定性	石 見 徹
1. はじめに	89
2. 競争条件	90
3. 不安定性	97
4. 結 語	105

第5章 国際金融取引における資金の流れ	奥 村 洋 彦
1. はじめに	111
2. 本邦商業銀行による国際金融取引	112
3. 商業銀行以外の金融機関による対外ポートフォリオ投資状況	114
4. 海外証券市場におけるファイナンス・マネーの流れ	116
5. 海外投資家の対日ポートフォリオ・マネーの流れ	120
6. 海外所在国際金融センターにおける国際資金フロー	121
7. 国際資金フローに関する新たな研究課題	125

III 累積債務：アメリカと発展途上国

第6章 アメリカの純債務国化と国際経済システム	河 合 正 弘
1. 問題の所在	131
2. 純債務国化の統計指標	132
3. 経常収支不均衡の発生・持続と調整	138
4. 経常収支不均衡の維持可能性	147
5. アメリカの純債務国化のインプリケーションと展望	154

第7章 発展途上国の対外借入れ戦略	高 阪 章
——1980年代東アジア諸国のマクロ経済運営——	
1. はじめに	165
2. 対外借入れによる成長戦略	167
3. 外性ショックと経済構造	170
4. 対外借入れ戦略におけるマクロ経済運営	177
5. おわりに	186

第8章 ラテン・アメリカにおける「開発」と債務 森田 桐 郎

1. 累積債務問題の現局面	191
2. 物的タームによる債務負担の評価	195
3. 国際的資金循環と債務累積	198
4. 債務に依存した「開発」——その性格と諸結果——	206
5. むすびにかえて	211

総括コメント

財政政策とリスク・プレミアム	岩 田 一 政	215
ドルと国際流動性	富塚文太郎	218
基軸通貨国の国際収支	平 田 喜 彦	221
資本フローの構造変化と不安定性	堀 内 昭 義	225
国際金融市場をどう見るか	中 尾 茂 夫	227
コンファレンスにおける四つの論点	奥 田 宏 司	230
累積債務と国際金融システム	柳 田 辰 雄	233
中心国債務国化の政治経済学	松 村 文 武	236
発展途上国の債務問題	高 橋 彰	239
コンファレンス出席者および日程		243

序 章

伊藤元重・石見 徹

国際金融はむずかしいという評判が根強くある。国内の金融現象をみる場合でも、市場の特性、種々の規制措置など制度的な理解は不可欠であるが、それが国際的な次元にまで広がると、確かに取りつきにくさは一層大きくなる。それに基本的な理論にしても、変動相場制の機能に関するものなど、過去十数年の間にかんりの変遷があった。しかしまた、金融の国際化、為替相場の乱高下、累積債務などが日常的なニュースとして流れ、私たちの話題の種になることも最近は決して珍しくはない。

本書はこうした現実の関心の高まりに応えることを目標にしている。この意図は問題別に分析するという構成からもある程度読み取れるであろう。各章のテーマと到達し得た成果については、以下の本論を参照していただくことにして、ここでは、それぞれの問題群が全体としてどのような関連にあるかを、まず概観することしよう。

国際的な資金移動の拡大

1973年に西側の主要先進工業国が変動為替レート制に移行してから、国際資金移動の規模が急激に拡大した。この背景にはいくつかの要因が働いているが、なかでも影響が大きいのは、各国の外国為替取引に関する規制がゆるめられ、資金が自由に国境を越えることが可能になったことであろう。

為替レートを固定するという制約から解放された結果、各国政府にとって、国際的な資金移動を規制する必要性は小さくなった。また、通信技術の発達により海外での金融ビジネスが行いやすくなり、民間サイドからも国際資金取引に対する規制を見直す要請が強まってきた。

このような背景の下で、各国の規制は大幅に緩和され、国際間の資金移動は急速に拡大していった。形態はさまざまであるが、その第1は、ユーロ市

場を通じた国際銀行ローンである。ユーロカレンシー市場はオイルダラーの還流に大きな役割を果たしたといわれる。それと同時に見逃すことができないのは、資金を取り入れたラテンアメリカなどの諸国にとっては、後に深刻化する累積債務問題の端緒が開かれたことである。

国際資金移動の第2の形態は、国際的な債券取引である。国内に比べて規制が少ないユーロ市場の特性を利用して、日本の企業は次々と債券発行を増大させている。このような債券の発行と取引には、日本企業だけでなく、アメリカやヨーロッパの企業も積極的に参加している。また、債券スワップや為替スワップなどの新しい金融技術が開発されたことも、ユーロボンド市場の拡大を促す一因であった。

国際間の資金移動は、ユーロ市場だけでなく、各国市場への海外資金の直接的な流入という形もとっている。とくに顕著な動きとしては、経常収支の赤字を続けるアメリカの対外債務の急増である。アメリカの経常赤字のかなりの部分は海外投資家の米国債購入によってファイナンスされている。基軸通貨国アメリカの債務国化は、国際通貨システムにとって潜在的な不安定要因となるかもしれない。

国際化する金融市場

国際資金移動の増大はまた一方で、金融市場の世界的な統合を進展させた。余剰資金は、より有利な投資機会を求め瞬時のうちに国境をこえるし、資金需要者の方も、低コストの資金を求めて世界中を動く。ユーロカレンシー市場やユーロボンド市場の成長は、資金の取り手、出し手双方の世界的規模での移動によって支えられてきたのである。

国際化した金融市場のもとでは、各国の規制の効果は次第に弱まっていかざるをえない。たとえば、日本の企業は国内で社債を発行すると手続きが煩雑でコストも高くつくことから、積極的にスイスやロンドンで社債発行を行うようになってきた。また、日本の投資家がそのような社債を多く購入している。このように取引が海外に移転すると、それだけ国内の取引機会が縮小することになる。

国内市場が海外市場と競合していくためには、不必要な規制を撤廃し、よ

り有利な条件を投資家や資金需要者に提供しなくてはならない。国境での金融取引の規制撤廃は、結果として国内の金融市場を自由化、競争化する大きな原動力となったのである。

金融の国際化により、銀行や証券も海外業務のウェイトを高めざるをえない。海外でのより有利な資金調達や資金運用のニーズに応えることが金融機関の大きな役割となってきた。この結果、シティーやニューヨークなどで日本の金融機関の活動は拡大し、同時に東京においても海外の金融機関の参入も活発になっている。

このように金融業務が国際化すると、金融機関の間の競争はよりグローバルに展開される。日本の金融機関の間での競争がより一層国際的なレベルで行われるばかりではなく、日本と海外の金融機関の間の競争も、より激しいものになってきている。

このようなグローバルな競争の進展により、国や地域によって規制や制度の違いが大きな問題としてクローズアップされてきている。企業がグローバルに競争していると、制度が国によって異なることにはいろいろと不都合がある。たとえば、ヨーロッパではユニバーサルバンキングの制度で銀行業務と証券業務の兼業を認めているが、日本やアメリカでは兼業規制が存在する。このように規制に違いがあるとき、ヨーロッパにベースを置く金融機関と日本やアメリカにベースを置く金融機関の間の競争は公平なものとなるだろうか、という疑問が出てくる。

また、金融のグローバル化により、金融機関の規制についても、国際的な観点が必要になる。たとえば、銀行の健全性を維持するために自己資本比率規制を課すならば、主要国すべての金融機関を対象として、規制の基準も同じようなものであることが望ましいであろう。このような各国の規制策の調整や国際的視点から見た規制のあり方は、今後も大きな問題となっていくであろう。

マクロ的相互依存関係と政策協調

金融の国際化は、ミクロレベルの金融業務だけでなく、マクロレベルでの国際経済関係にも大きな変化をもたらした。基本的なマクロ経済学でよく知

られているように、国際資金移動が活発になればなるほど、各国間のマクロ経済的な相互依存関係もより強くなる。

1980年代前半にレーガン政権下の財政拡張政策が西側諸国経済に及ぼした影響は、このような相互依存関係について考える格好の例を提供している。アメリカの財政拡張政策は、ドル高とアメリカへの資本流入をもたらした。これは、アメリカ経済に、政府債務と対外債務（「双子の赤字」）の蓄積をもたらしただけでなく、海外の経済にも大きな影響を及ぼしている。

ドル高の中で、日本やヨーロッパからアメリカへの輸出が急増し、通商摩擦が激化したことはよく知られている。日本や西欧諸国の財政金融政策の運営についても、極端なドル高の影響を逃れえない。かつては、変動為替レート制のもとでは外国の政策による影響は「隔離」されると主張されたこともあったが、現実には活発な国際資本移動のため、各国が独自のマクロ経済政策をとることは容易ではない。

レーガン政権のマクロ政策は発展途上国に対しても、累積債務問題の深刻化という重大な影響を及ぼしている。これら諸国の対外債務はほとんどがドル建てなので、アメリカの国内金利が上昇すると、それを反映して債務に対する利払いも増加する。アメリカ国内金利の上昇は、債務国の利子負担を重くして、累積債務問題を発現させる契機になった。

さらに、世界最大の経済規模を持つアメリカが巨大な債務国になったことは、国際通貨システムの安定性を脅かしつつある。現在のドルレートは、アメリカの経常収支の赤字と、それを埋める海外からの資金流入のバランスの上に成り立っている。

アメリカの対外債務が巨大化した現状では、海外の投資家が対米資産を一斉に他の通貨建ての資産に切り替えようとしたら、ドルは急落するであろう。あるいは多くの投資家がそのような危険を感じたら、それだけで実際に大幅なドル安が生じるかもしれない。

悲観的な見方をする人々は、アメリカの対外債務の増加ペースを問題とする。現在のペースでアメリカの対外債務が累積すると、近い将来アメリカは巨額の対外債務を抱えることになり、それが海外の投資家の不安心理をかき立て、ドル不安、ドル暴落の可能性を高めていくという見解もある。その可

能性がどの程度であるかの判断は難しいが、現在のアメリカの債務国化が、世界経済システムに様々な形で影を落としていることはまちがいない。

マクロ的相互依存関係が強くなったことは、各国間のマクロ経済政策の協調や国際通貨制度についても重要な問題を提起している。相互依存関係が強くなれば、各国がそれぞれ自国だけを視野においたマクロ経済政策運営はできなくなり、政策協調が要請されるという議論がある。

しかし、現実にはマクロ経済政策の協調はそれほど容易なことではない。サミットや主要国蔵相会議の場において、政策協調に関する討議が報じられることもあるが、現実の政策運営を見る限り、マクロ経済政策が協調的に行われているといえるかどうかは疑問である。

マクロ経済政策の協調の一つのあり方として、国際通貨制度を見直す問題がある。戦後のIMF体制の柱であったアジャスタブルペッグ制度は、政策協調の一つの型であるとも考えることもできる。アメリカが金に対してドルの価値を維持し、その他の国が自国通貨とドルの間の交換率の維持をはかるようにマクロ経済政策の運営をするのである。このような固定為替レート制についての評価は分かれるが、変動為替レート制のもとでの大きな為替レート変動に直面して、通貨制度に関する見直しの議論が出ている。

為替レートの変動範囲に枠を定め、現実の為替レートの動きをその中におしこもうとするターゲットゾーン構想などはその一つの例である。また、そこまで積極的な政策を考えなくても、主要国蔵相会議などの合意に基き、協調的な為替介入を行おうとすることも、マクロ的政策協調の一つの形態と見ることができるかもしれない。

累積債務問題

発展途上国の累積債務問題は、1980年代の国際金融市場に大きな影を投げかけてきた。もともとユーロ市場などを通じてオイルダラーの還流という形で行われた途上国への融資は、1980年代になって累積債務問題となって深刻化してきた。

途上国の発展パターンとしては開発資金を海外から借り、経済発展によってその債務を返済していくということが考えられる。それがうまく機能する

かぎりには、債務が累積しても問題ではない。韓国などは最近まで世界でも有数の債務国であったが、導入した資金の投資計画が功を奏し、近い将来債務を完全に返済すると期待されている。

しかし、他方では、債務と経済発展のバランスが崩れて、累積債務問題が深刻化したラテン・アメリカなどの諸国がある。累積債務問題が深刻化してきた背景にはいくつかの要因がある。第1には、アメリカの国内のマクロ経済政策の影響でドル金利が高くなり、それが債務国の負担を大きくしたことである。第2には、石油をはじめとして一次産品の価格が低迷し、メキシコなどの一次産品輸出に依存している国の経済成長力を抑えた。第3には、海外からの借入資金が必ずしも国内の経済発展に有効に使われなかったという事情もある。債務が投資資金として充用されるよりは、一部の特権階級の消費水準を高めることに貢献したり、あるいは国内のインフレ激化を懸念した資本逃避に結びついている。

累積債務問題は、二つの側面を持っている。一つは、累積債務国の破産を引金とした国際金融恐慌の可能性の問題である。もう一つは、債務国自身の経済的安定と経済発展の問題である。

まず、前者の問題であるが、金融の国際化の結果として、世界の金融市場はいろいろな形で緊密に結びあっている。そのような中でいくつかの債務国が債務返済の履行を停止すると、それは世界の金融市場全体に重大な影響を及ぼすことになりかねない。

アメリカの大手銀行は、相当な金額を債務国に融資しているので、債務国の返済不履行は、これらの大手銀行に大きな損害をもたらす。そのショックはアメリカの大手銀行だけでなく、アメリカ国内の他の金融機関、外国の金融機関にも及ぶ可能性がある。つまり、累積債務問題に端を発した金融恐慌である。

現在、このような可能性がどの程度あるのかよく分からない。アメリカの多くの金融機関は、すでに貸倒引当金を積み上げることにより、債務国への対応を相当済ませたともいわれている。日本の金融機関にしても、債務国への融資比率はかなり低い水準に抑え込んでいるともいわれている。もっとも、この点については専門家の間でも意見の分かれるところであるようだ。

累積債務問題のもう一つの側面は、より深刻である。ブラジルなどの債務国は、多額の利払いや債務返済を実行するために、相当な無理を強いられている。これらの国はIMFの勧告にもあるように、強力なデフレ政策をとり、それで生じた貿易収支の黒字を利子や返済に当てている。その過程で、極端に輸入を切りつめていることが問題である。

これらの諸国は文字通り発展途上の段階にある。したがって、海外から資本財や原材料を輸入して、発展のために使わなければいけない。しかし、引締め政策はそのような発展戦略に逆行するような輸入削減を強いるのである。

このような債務国の政策は、経済発展のペースを遅らすだけではすまないかもしれない。もともと海外からの資本流入に依存してかなり急速に経済発展をしてきた国が、ここで急激なデフレ政策をとると、その分、国民の生活水準も引き下げざるをえない。その結果、国民に不満がたまり、債務問題は途上国の政治危機を誘発する危険性をはらんでいる。

日本をはじめとする先進工業国はどのように対処したらよいのであろうか。単純に、債務国に緊縮政策を続けさせ、債務返済を期待するというわけにはいかないであろう。しかしだからといって、無制限に新規融資に応じることが望ましいのか否かも明らかではない。非常に困難な政策的課題に直面しているといえよう。

I. 變動相場制