

エマージング市場諸国のグローバル化、マクロ経済パフォーマンスと為替レート

モーリス・オブストフェルド

要旨

世界の発展途上国のうち、国際金融市場にある程度統合されることを目指してきたエマージング市場諸国は、1人当たりの所得や長期的な経済成長率が高く、また、産出量や消費のボラティリティが小さいという特徴を有している。しかしながら、こうした特徴は、金融市場統合の帰結というよりは、むしろその要因である可能性が高い。エマージング市場諸国では、高所得国に比べ金融市場統合の恩恵が小さく、特に、近年の金融危機により、その恩恵は限定的となった。エマージング市場諸国で金融市場統合の恩恵が限定される理由の1つは、開放経済のトリレンマを解決することが難しいことである。エマージング市場諸国の構造的・制度的な特徴を前提とすると、こうした諸国の多くは、固定相場制と完全な変動相場制のいずれのもとでも安定した経済運営は難しいであろう。市場のストレスが高まった時期に為替レートのボラティリティが一時的に拡大したものの、ごく最近では、いくつかのエマージング市場諸国で為替レートを安定化させる試みがみられている。

キーワード：発展途上国、エマージング市場、収斂 (convergence)
マクロ経済のボラティリティ、為替制度、制度基盤、ドル化、原罪

本稿の作成に当たっては、ミゲル・フエンテス、ガブリエル・チャドロウライヒからは、研究アシスタントとして素晴らしい協力を頂いた。また、共著からの引用を承諾してくれたアラン・M・テイラーに感謝したい。

本稿は、2004年7月5、6日に開催された日本銀行金融研究所主催、第11回国際コンファランス「変貌する経済・社会・国際環境の下での持続的経済成長への挑戦」において行われた基調講演原稿をもとに、日本銀行金融研究所が著者の同意を得て翻訳したものである（文責：日本銀行金融研究所）。

Maurice Obstfeld カリフォルニア大学バークレイ校

1 . はじめに

現在、経済学者は経済のグローバル化の影響をどのように考えているであろうか。伝統的に考えられてきた国際貿易の恩恵を実現するうえでもっとも解決困難な障害は、貧しい途上国経済に存在しており、特に国際通貨関係や国際資金調達において深刻である。経済のグローバル化の影響については1994～95年のメキシコ危機以後、約10年間の経験や研究によって、熱気に満ちた1990年代初めに有力であった見方と比べると、決定的により悲観的とは言えないにしても、微妙に異なる見方が形成されてきている。

先進諸国は1970年代初めに変動相場制へと移行し、その枠組みのなかで金融政策の意思決定に関する自律性を相当程度維持しながら、国際資本移動を漸進的に自由化することができた。しばしば「不完全な制度 (nonsystem)」と呼ばれるこの体制は、それ以前のブレトン・ウッズ体制よりも長期間存続しており、明示的かつ透明性の高いインフレ・ターゲティングといった金融政策上の技術革新によって、その安定性は全体として強化されている。対照的に、途上国では、開放経済下での金融政策のトリレンマに対する満足のいく解決策を定着させることがはるかに難しいことがわかってきた。こうした国々では、制度上の歪みや市場の失敗の存在によって、信認あるインフレ・ターゲティングを困難に、大幅な為替レート変動をより危険なものとし、固定相場制を通貨危機に対して極めて脆弱にし、金融自由化の恩恵を明らかに小さくしている。

こうした問題の存在は1990年代の経験によって強調されるようになったとはいえ、それらはいずれもまったく新しい現象ということではなく、例えば、通貨切下げの景気収縮効果や経済自由化の最適な順序 (sequencing) などの研究において、広範に議論されていた¹。新しいのは、現在の途上国には、先進国と金融上の結びつきが十分強く、かつ経済規模が十分に大きい国が存在し、そうした国の命運が他国へも直接的な影響を与えることである。言い換えれば、一部の中等所得国が経済成長や経済開放に相対的に成功したことによって、そうした国の浮沈が世界中から関心を集めるようになってきている。もはや、発展途上国の構造的特徴を例外視することはできなくなっている。実際、経済繁栄の源泉に関する最新の制度的・地理的な視点からの理論は、高所得国から低所得国まで広範囲な国を対象として包含している。こうした研究分野の発展によって、グローバル化の過程で生じる困難を和らげる根源的な改革の方向性が示されることを期待したい。

本稿は途上国のマクロ経済パフォーマンスと対外的な金融の連関性を概観する。2節では、高所得先進国、概して中等所得で国際的な金融統合をある程度成し遂げた国、概して低所得で民間の国際的資金フローから閉ざされた国という3つのグループ間の経済パフォーマンスやボラティリティの重要な違いについて論じる。

1 こうした分野の初期の研究には、Díaz Alejandro [1975]、Black [1976]、McKinnon [1982] がある。

特に、これら3つのグループ間では、マクロ経済のボラティリティおよび1人当たり産出量に対する1人当たり消費のボラティリティ比率が、1人当たり所得と負の相関をなしていることを示す。3節では、戦後の金融自由化の歴史、金融自由化による経済的恩恵、経済的恩恵が制度的基盤や1人当たり所得への程度依存していたか、といった点を検討する。中所得のエマージング市場諸国が金融の国際化によって得られる恩恵は、高度な制度基盤を持つ高所得国よりも小さいが、少なくとも十分に高い所得および/ないし制度的基盤を持つエマージング市場諸国は、金融の国際化による恩恵を享受しており、そうした事実によって、エマージング市場諸国が金融国際化に加わろうとする理由が説明できる。金融の開放度を考えると、エマージング市場諸国が現実的な為替制度を見出すことは容易でなく、そのことが経済のボラティリティを高め、グローバル化の恩恵を減少させる要因となっている²。

4節では、中所得のエマージング市場諸国が為替制度を運営するうえでの古典的な問題である、国内通貨建ての借入が困難な点に焦点を当てる。そして、この市場の制度的特徴が為替レートのボラティリティを拡大させ、経常収支の調整プロセスを複雑にするため、変動相場制の運営をより困難にすることを示す。また、外貨建ての借入への依存によって金融システムが脆弱化し、固定相場制を弱体化させることも論じる。さらに、4節では、エマージング市場諸国の変動相場の経験についてより詳細に論じる。Calvo and Reinhart [2002] によって提唱された「変動制への恐怖 (fear of floating)」という現象が、いくつかの非先進国である程度観察される一方で、競争力の調整、あるいは混乱期以外の時期に外生的なショックの安全弁として為替レートを利用することによって、変動レートの柔軟性から恩恵を受けているエマージング市場諸国が存在することも事実である。概して言えば、これまでの経験は、エマージング諸国に存在する構造問題や、自由化された資本市場を考慮すれば、こうした国々では為替レート管理が困難であったことを示している。5節では、総括的な見解をいくつか述べる。

2. 3つのグループの経済パフォーマンス

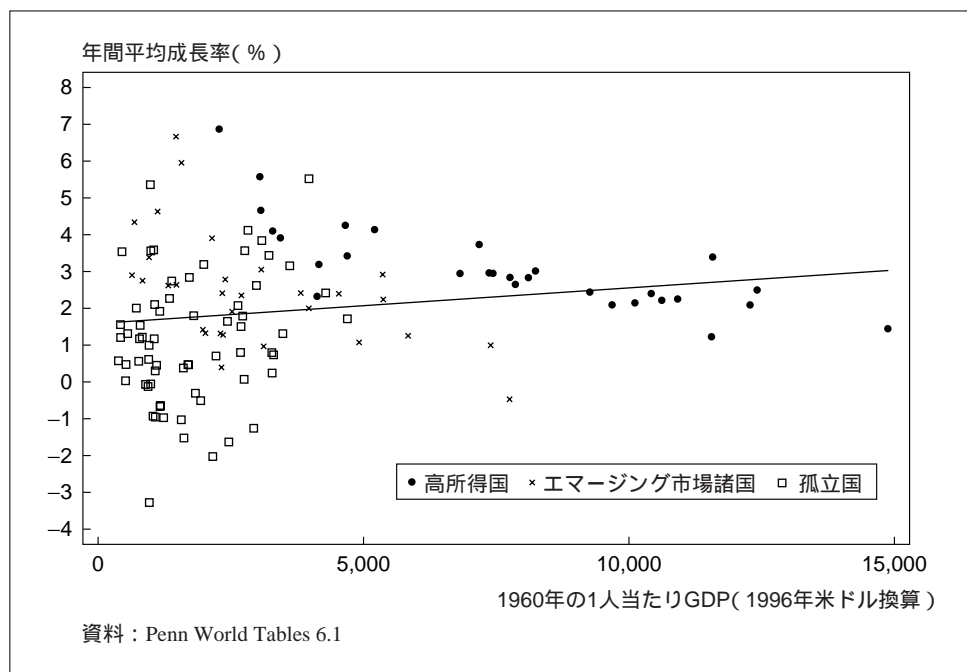
経済成長のこれまでの経験には、顕著な法則性がない。経済成長の実績は、国、地域、発展段階によって大きく異なっており、単純に一般化できるものではない。したがって、経済成長を説明するために、地理的な違いや政治的、経済的、法的システムを形作る国家の制度基盤の違いが、より注目されるようになっている。理論的説明の一般化を図る近年の試みでは、制度基盤の起源を説明し得る「構造的 (deep)」要因の重要性が強調されている。

2 Calvo and Mishkin [2003] は、経済的成功の究極的な決定要因は健全な制度的インフラであるとして、適切な為替制度の選択は経済に関する健全な制度的インフラよりも優先順位が低いと論じている。

図1は、Romer [1987] によって強調された、1人当たり国内総生産（GDP）が時間の経過とともに（無条件では）収斂する傾向はみられないという基本的な事実が示されている。この図には、1960年の1人当たりGDPを横軸に、その後40年間の1人当たりGDPの年平均成長率を縦軸に取っている。ソロー・モデルが描く単純で同質的な閉鎖経済では、資本が希少な国での経済成長率は高く、1人当たり所得水準の収斂傾向をもたらす。しかしながら、図1に示される回帰線の傾きは、負ではなく有意に正となっている。1960年に貧しかった国でその後急速に成長した国も実際にあり、また（例えばアルゼンチンやベネズエラのように）1960年には比較的豊かであったものの、その後低成長に陥った国も存在する。それにもかかわらず、各国の1人当たり所得水準は、平均的にみて発散傾向にある。

図1では、各国を3つのグループに分類しており、この分類は以下でみるように有益である。私は、Husain, Mody and Rogoff [2004] に従って、（最近のデータに基づいて）各国を「先進国（advanced）」、「エマージング市場諸国（emerging）」、「孤立国（insular）」に分類している。彼らの分類方法では、エマージング市場諸国は、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル（Morgan Stanley Capital International、以下MSCI）指標に含まれる国とされる。本稿では、この分類方法を出発点として、MSCI指標に含まれていなくとも、IMFによって国際収支の金融勘定が自由化されていると分類される孤立国（例えばウルグアイ）について、追加的にエマージング市場諸国に移動させている。したがって、本稿の分類では、孤立国に分類される国は主として金融面での閉鎖性に特徴付けられる。エマージング市場

図1 1人当たりGDPの平均年間成長率（1960～2000年）



諸国に分類される国には、現時点で金融が開放化されている国が数多く含まれる一方で、中国を典型例として、MSCI指標に含まれるものの、国際的な金融取引に制限を設けている国も含まれている。さらに、孤立国は平均的にみて最も低所得な諸国であり、エマージング市場諸国は概して中所得国との特徴がある。補論は、各グループに含まれる国の一覧を示している。Husain, Mody and Rogoff [2004] では、本稿で「孤立国」としているグループを「発展途上国 (developing) 」と呼称しているが、本稿では発展途上国という用語 (同義語として非先進国 < nonindustrial >) をエマージング市場諸国と孤立国の総称として用いる³。

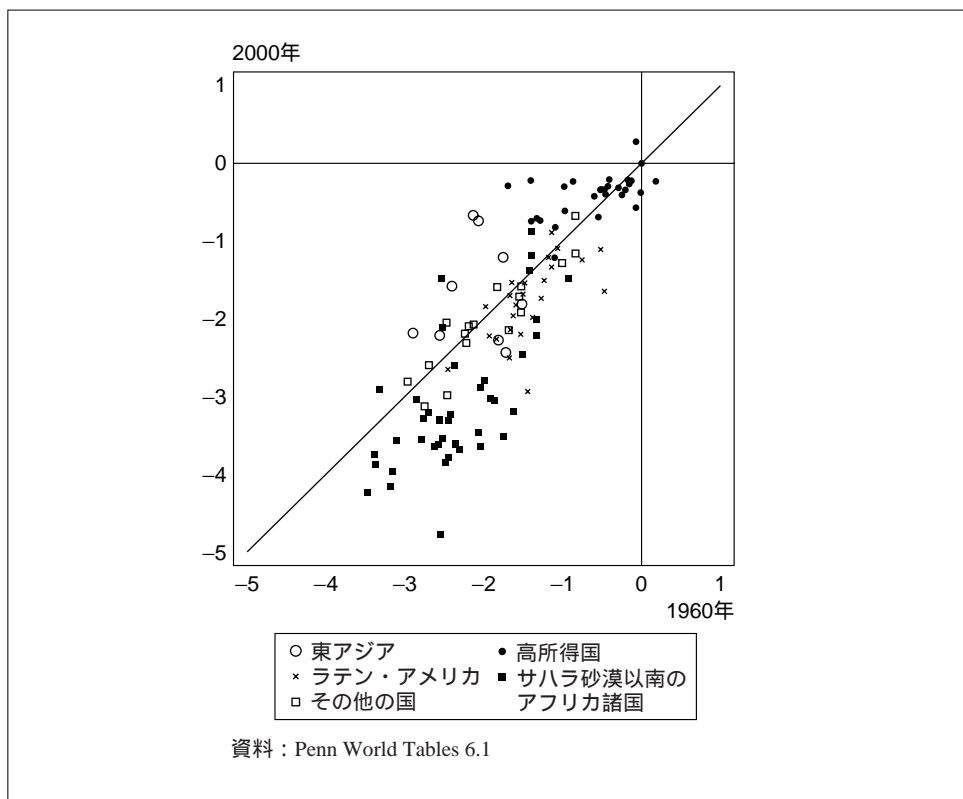
1人当たり所得水準が無条件では発散するという傾向は、計算上は、主としてアフリカ諸国により形成される孤立国に起因している。こうした国々は、1960年にも最貧国に属していたが、時間の経過と共に相対的にさらに貧困化する傾向にある。しかしながら、エマージング市場諸国と先進国のみをサンプルとした場合に観察される、1人当たり所得水準の収束はみせかけ (illusory) のもので、単純化された同質的なソロー・モデルの世界で強調される要因によるものではない。エマージング市場諸国の中でも東アジア諸国の所得水準は上方への収束する傾向をみせており、中にはシンガポールのように高所得国レベルに達する高成長を遂げた国もある。しかしながら、主にエマージング市場諸国に分類されるラテン・アメリカ諸国の所得水準は下方に収束している。すなわち、1960年に比較的所得水準が高かった (しかも、当時の東アジア諸国よりもはるかに所得水準が高かった) いくつかの国では、その後の経済成長が非常に低かったが、それは資本が相対的に豊富であったことに起因するわけではない。現在繁栄している国には注目すべき成功談がたくさんあるが、De Long [1998] が強調するように、事後的に高所得国となったサンプルに基づいて、所得水準の収束に関する結論を下すのは不適切である。

世界各国の所得分布の変遷をより明快に示す方法として、米国に対する相対所得の長期的な変化をみる方法が挙げられる⁴。図2は、1960年における各国の1人当たりGDPの米国の1人当たりGDPに対する比率の対数値を横軸に、2000年における同指標を縦軸に取ったものである。なお、サンプルに含まれる国は地域によって分類されている。原点を通る45度線よりも上の領域に位置する国は、1960年以降の40年間で米国との所得格差が縮小した国であるが、45度線よりも下の領域に位置する国は、米国との所得格差が拡大した国である。今日、高所得国に分類される多くの国は、1960年には米国よりもはるかに所得水準が低かったが、1人当たり所得の増加が目立つのは、何と言っても、東アジア諸国である (図2において、シンガポールは1960年には中所得国であったのに現在は高所得国に属している) 。他のいくつかの国々でも、インドやパキスタンなど、相対的地位をある程度改善してきている国

3 「孤立」経済 (“insular” economy) という用語はMcKinnon [1981] から借用しているが、同論文では多少異なる意味で用いられている。

4 補完的な議論として、本コンファランスにおけるウィリアム・イースタリーの論文を参照されたい (Easterly [2004]) 。

図2 対アメリカ1人当たり相対GDP（対数値）



がある。こうした国々のパフォーマンス、特に中国のパフォーマンスは、国家を単位としてみるのではなく1人当たり個人を単位としてみた方が所得水準が無条件で収斂する傾向はより鮮明に観察されとのFischer [2003] の観察結果の根拠となっている。

20世紀後半に米国との所得格差が拡大した国は、主にラテン・アメリカ諸国とサハラ砂漠以南のアフリカ諸国に集中している。図2の45度線よりも上に位置する数少ないラテン・アメリカ諸国（そのうち1つはブラジルである）も、45度線の近くに位置している。サハラ砂漠以南のアフリカ諸国では、貧困が著しく、経済成長率が低く、その大部分は低産出量と貧困の罠（low-output poverty trap）に陥っており、政治的崩壊の頻発やエイズの蔓延により、さらに米国との所得格差が一段と拡大している。

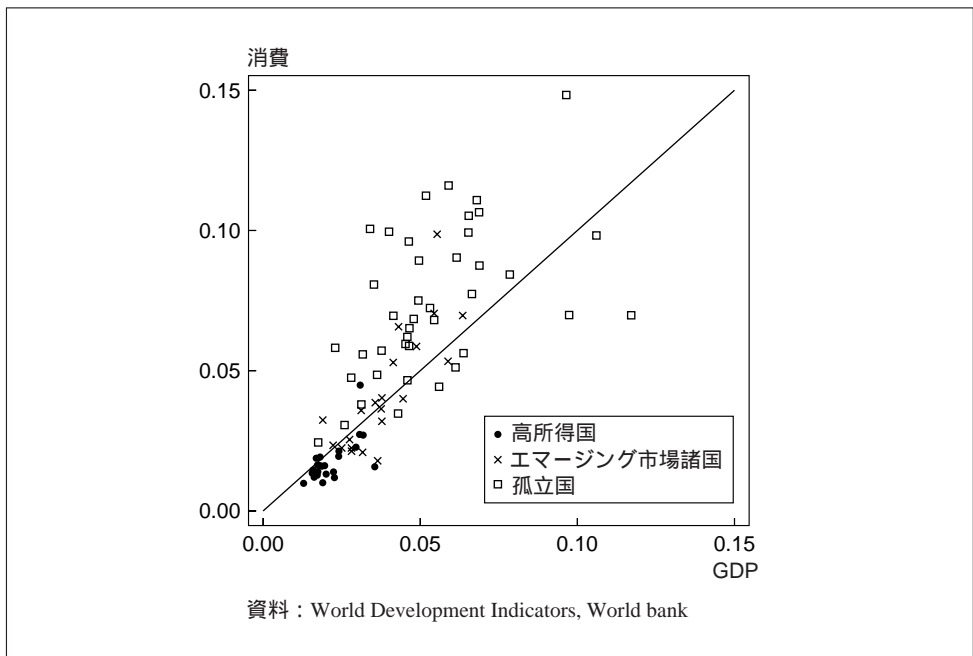
中所得のエマージング市場諸国のグループは、主として、ラテン・アメリカ諸国と東アジア諸国によって形成されている。金融面での分類基準、すなわち民間部門の国際資本移動が十分に自由化されていること、もしくはMSCI指標に含まれていることは、事後的な基準である。こうした国々でも、1960～2000年の大部分の期間で、相対的にみて金融面では閉鎖的であった。しかしながら、地域によって所得水準の変遷が異なるという事実は、エマージング市場諸国において、金融の国際化が

経済成長をもたらすという単純で一方向の因果関係を確立できないことを示唆している（この点については、次節でより詳細に議論する）。

経済厚生上、経済成長率の平均水準だけではなく、そのボラティリティも重要である。この点に関して、図3では、1人当たりGDP成長率（年率）の標準偏差を横軸に、1人当たり民間消費支出の成長率の標準偏差を縦軸に取った。サンプルに含まれる国は、高所得国、エマージング市場諸国、孤立国に分類されており、2つの事実が浮かび上がる。第1に、消費および産出量の成長率のボラティリティは、平均的に、孤立国で極めて大きくなる一方、先進国では極めて小さくなり、エマージング市場諸国がその中間の位置を占めている。第2は、消費と産出量の成長率のボラティリティ比率に関する事実である。最も単純化された消費理論では、経済主体は国内外への投資を通じて、所得に比べ消費を平準化すると考えられる。ただし、厳密には、GDPは所得ではなく産出量を測るものであるため、結論には留意が必要である。この問題については、後ほど、立ち戻って検討したい。いずれにせよ、多くの国で産出量と所得は十分に高い相関を示しているため、産出量よりも消費のボラティリティが小さいと予想される。高所得国では、消費理論の予測がおおむね支持されており、産出量よりも消費のボラティリティの方が大きいサンプルは4カ国のみで、そのうち3カ国では両者のボラティリティはほぼ等しくなっている（唯一の例外はアイスランドである）。高所得国グループでは、消費と産出量の成長率の標準偏差比率は平均で0.82となっている。

エマージング市場諸国では、1人当たり消費と産出量の成長率のボラティリティ

図3 1人当たり消費・GDP成長率の標準偏差（1975～2002年）



比率には大きなバラツキがある。バラツキの範囲は、1.8（チリ）から0.5（フィリピン）となっている。また、平均では1.05となっており、消費と産出量の成長率のボラティリティは、平均的にはほぼ等しくなっている。

大多数の孤立国では、産出量よりも消費のボラティリティが大きく、しばしばその差は極めて大きくなる。孤立国グループでは、ボラティリティの平均比率は1.5となっている。上述のように、孤立国では一般に経済のボラティリティが極めて大きいため、これは極めて大きな痛みをもたらしている。本稿のサンプルで孤立国に属する国の1人当たり消費成長率の標準偏差が平均で7.4%であるのに対し、エマージング市場諸国では4.1%、高所得国ではわずか2.3%である。この点から、一国全体の消費の変動を縮小させることで得られる潜在的な恩恵は、孤立国ではるかに大きな値として推計されることが説明できる（Obstfeld [1995]、Pallage and Robe [2003]）。

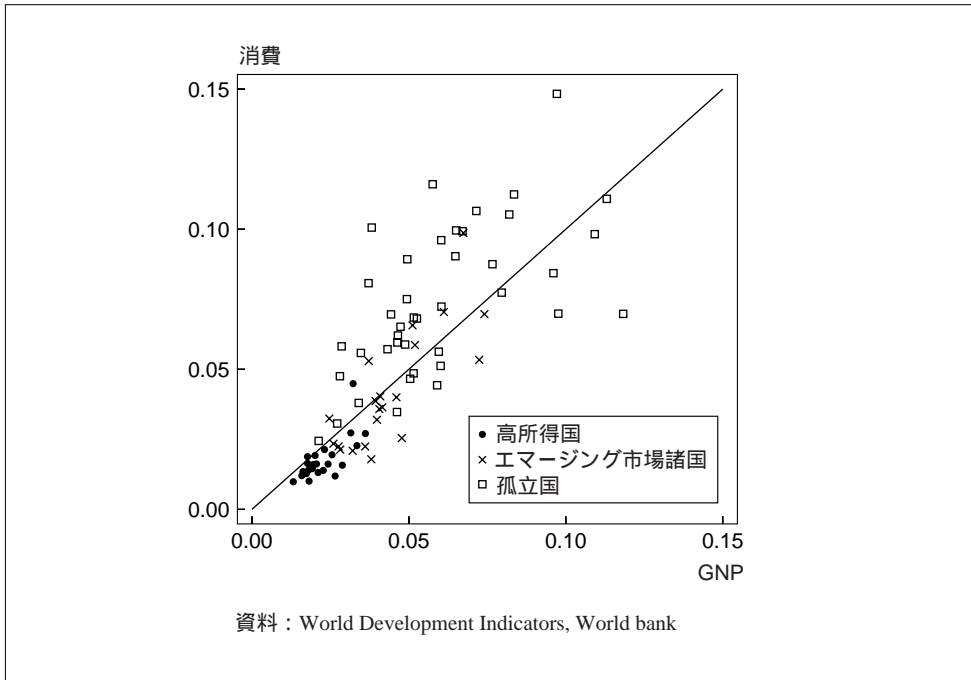
1人当たり消費と所得の成長率のボラティリティについて、グループ間で異なる傾向があることは、何によって説明されるのであろうか。1つの可能性として、上述のGDPと国民所得の差異が挙げられる。例えば、変動の大きい国外労働者からの送金が国民所得の大きな割合を占めるような非先進国では、この相違は重要となってくる。もちろん、GDPと国民所得の違いをもたらすもう1つの主要な要因としては、対外投資からの利子・配当のネット・フローが挙げられるが、多くの国では、利子・配当のネット・フローは産出量と比較してあまり大きくない。このほか、データの精度、特に消費データの精度も重要な論点となろう。

他方で、理論的にもこうした現象を説明する仮説がいくつか存在する。Neumeyer and Perri [2004] と Uribe and Yue [2003] は、借入金利スプレッドに影響を与える国外投資家からのカントリー・リスクに対する認識の変動が、エマージング市場諸国における消費のボラティリティを高め、景気循環の振幅を大きくすることを示唆している。しかしながら、図3にみられるように、民間の資本移動からほぼ隔絶され、公的借入の規模も限定的な孤立国において、この問題はさらに深刻である。この事実のみからでも、国際的な資金フローに対する開放度は、たとえそれがボラティリティの拡大要因となっているケースがあったとしても、唯一の原因ではないことがわかる⁵。国ごともしくは所得グループごとの経験の異質性は、多くの発展途上国において、さまざまな要因が高いボラティリティや産出量と貯蓄の間の非常に強い反循環性（countercyclical relationship）をもたらしていることを示している。実証的、規範的な含意の重要性に鑑みると、今後、こうしたパターンに焦点を当てて研究を行っていくべきである。

図4は、産出量と所得の違いを明確にするために、GDP成長率の代わりにGNP成長率のボラティリティと消費成長率のボラティリティをプロットしている（ここで

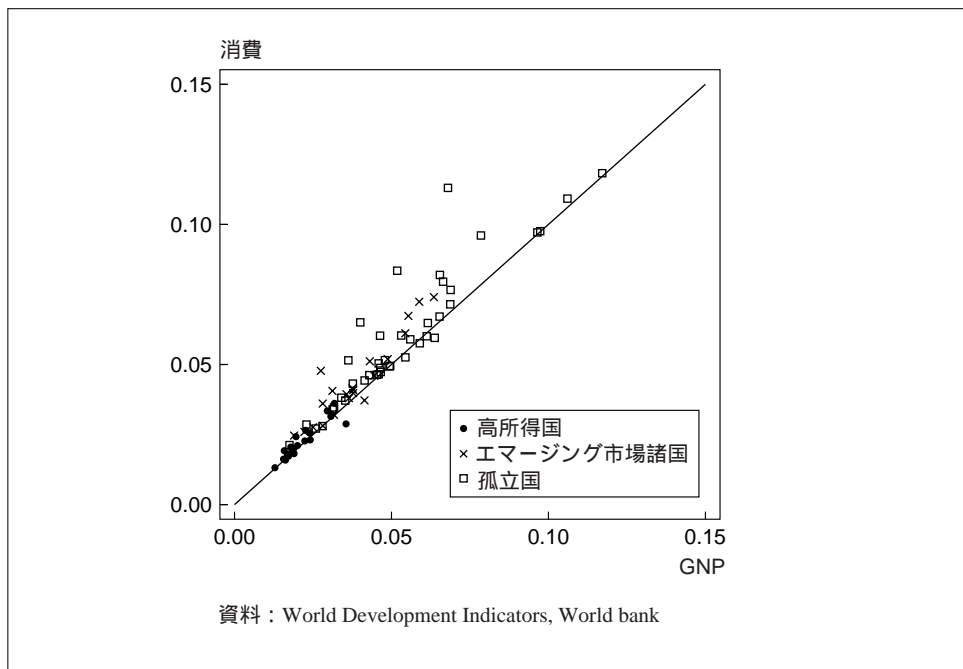
5 この点については、Prasad *et al.* [2003] がサーベイした消費成長のボラティリティに関する長年の分析結果からも示唆される。

図4 1人当たり消費・GNP成長率の標準偏差（1975～2002年）



もいづれも1人当たり)。この変更によって、観測値の平均的な傾きはわずかに小さくなったが、ボラティリティの大きさに関するグループ間の順序は不変であり、孤立国で最も大きく、先進国で最も小さくなっている。また、1人当たり消費と所得のボラティリティ比率に関しても、（孤立国にはいくつか外れ値はあるが、）同様のことが成立している。各点が図3よりも図4において45度線に対して低く位置しているのは、ふつうは、GNP成長率のボラティリティはGDP成長率のボラティリティを下回らないうえ、多くの発展途上国においてGNP成長率のボラティリティの方がはるかに大きくなっているためである。図5はこうした事実を表している。高所得国でのGDP成長率とGNP成長率のボラティリティの平均的な関係は、Lane [2001] で見出された結果と整合的である。ポートフォリオ分散に関する基本的なモデルに基づけば、各国固有のリスクを国際的に交換することで、産出量成長率のボラティリティよりも、所得成長率のボラティリティを小さくできるはずであり、図5は今後の研究に値するさらなるパズルを提起している。前述のように、国際資本市場においてこれら3つのグループは異なる立場にあるため、すべてのケースに対して単一の説明が当てはまるとは考えにくい。国際資本市場の特徴によって、エマージング市場諸国に生じ得る潜在的な問題については、後ほど議論したい。

図5 1人当たりGNP・GDP成長率の標準偏差（1975～2002年）



3．金融統合と経済パフォーマンスと制度基盤⁶

第2次世界大戦後の期間は、国際的な金融自由化の流れによって特徴づけられ、多くの国にとって、そうした流れの行き着いた先は、ほぼ完全に自由な国際資本取引であった。しかしながら、金融の自由化は地域によって異なるペースで進められたほか、多くの国では未だ実現されておらず、時には逆向しがちである。

先進諸国では、1950年以降、着実に金融自由化が進められてきた。その中には1950年代末の欧州諸国における経常勘定の交換性（current-account convertibility）の回復、1970年代初めの変動相場制への移行に伴う広範な金融自由化、1999年のEUの経済・通貨統合に向けた欧州での資本移動規制の廃止といった大きな節目が含まれる。図6はQuinn [1997] とQuinn and Toyoda [n. d.] によって構築された資本勘定の自由化度（capital-account openness）に関する指標を表しており、そこには先進国での金融自由化の流れが反映されている。

アラン・テイラーと私の最近の共著（Obstfeld and Taylor [2004]）では、先進諸国での自由化のパターンは、開放経済のトリレンマへの対応の相違を反映していると論じている。第2次大戦直後から何十年間が続いたブレトン・ウッズでの取り決

⁶ 本節はObstfeld and Taylor [2004] に負うところが大きい。

めは、米ドルに対する為替レートの固定を求めた。しかし、ブレトン・ウッズ体制は、大恐慌および第2次世界大戦に由来する各国の強い国内金融規制と整合的かつ補完的な国際資本移動規制をも許容した。この結果、各国は金利決定に対する大きな独立性を有していただけでなく（Obstfeld, Shambaugh and Taylor [2004] を参照）時折為替平価を非連続的に変更する選択肢を有していた。

しかしながら、経常勘定の交換性が徐々に回復したことや世界貿易が急速に拡大したことによって、国際資本移動を抑制することは困難となった。近年、中国が投機的な資金流入を阻止しようとしているのと同様に、ブレトン・ウッズ体制下のヨーロッパ諸国は、1960年代末頃には投機的圧力にさらされ、厳しい資本移動規制にもかかわらず、深刻な動揺が引き起こされた。1973年初めの変動相場制への移行は、当時、一時的な戦略的撤退と考えられていたものの、その体制は長期にわたって継続されるものとなった。変動相場制は、深刻なマクロ経済ショックに直面した場合に、各国が独自の金融政策を遂行することを可能とし、いくつかの主要先進国では資本移動規制を徐々に緩和することが可能となった。国際取引の自由度拡大は、逆に、再興した金融業界の利益にもかない、金融業界はOPEC諸国の余剰資金のリサイクルや外国為替取引の増大に新しい収益機会を見出した。結果的にトリレンマの解決方法となったこの体制は、米ドル・レートに関しては極めて耐久性に富んでいたが、ユーロ圏諸国は、域内における完全な為替レート安定と資本移動のために、各国の金融政策の自律性を犠牲にするという、主として政治的動機に基づく全く違ったアプローチを採用した。

図6 資本勘定の自由化に関するクインの指標

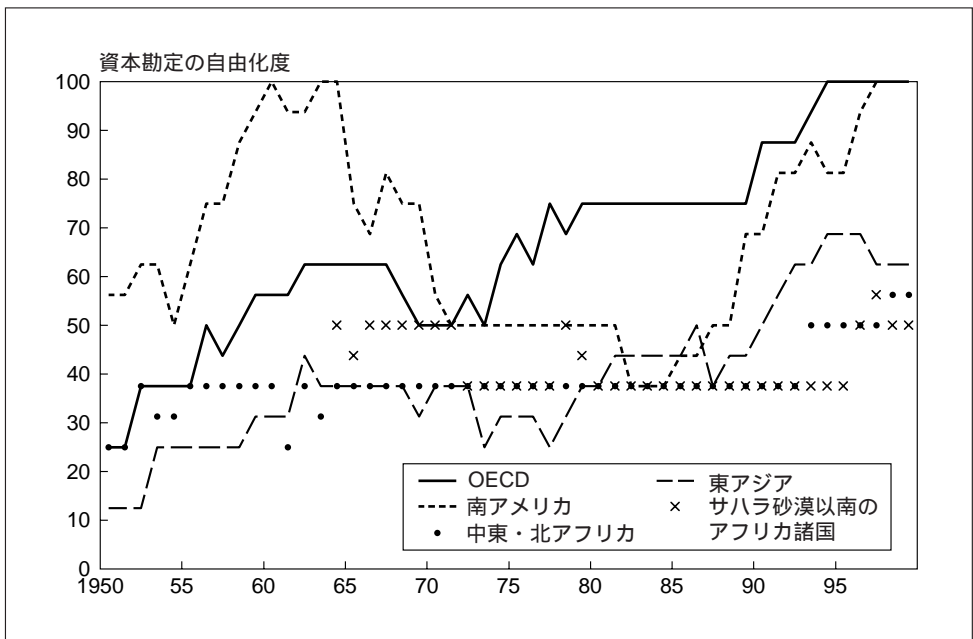


図6に示されるOECD諸国の資本勘定の開放度は、こうした出来事と整合的である。また、同図では、非先進国における開放度の変遷も示している。OECD諸国と同様に、東アジア諸国も開放化を進める傾向にあるが、中国などの主要国が資本移動規制を継続しているため、OECD諸国と同水準の開放度までには達していない。アフリカ諸国や中東諸国については、金融開放を進める方向にあるとはいえ、開放はさほど進展していない。

ラテン・アメリカ諸国のケースは示唆に富んでいる。1960年までにラテン・アメリカ諸国は高水準の金融の国際化を成し遂げていた。実際、カナダと米国を別にすると、IMF協定第8条のもとで、經常勘定の通貨交換性の早期実現（early current-account currency convertibility）を宣言した国は、すべて中央アメリカやカリブ地域に位置していた。ヨーロッパ諸国の復興の必要性和西半球という好立地条件のおかげで、これら諸国では1950年代初めには有利な交易条件を享受していた。こうした幸運な巡り合わせは永続しえなかったが、同地域ではさらに資本勘定の自由化（capital-account liberalization）が進められた。例えば、1958年12月29日に、主要ヨーロッパ諸国がIMF協定第8条国に移行しつつあったと同様に、アルゼンチンのアルトゥーロ・フロンディッシ大統領は、貿易数量規制の廃止や変動相場制による為替市場統合を含む安定化計画を宣言した。そのような政策をとった理由は、徹底的な改革による国外投資家からの信認確立の願望という点では、約30年後に域内自由化を促進した理由と異なるものではないが、それに加え、当時の卓越した成功経験をなぞりたい、という願望もあった。アルゼンチンの場合、宣言された目標の中に、国外資本の勧誘や西ドイツの自由市場政策下での「経済復興の奇跡（Wirtschaftswunder）」の模倣が含まれていた（Díaz Alejandro [1965]）。

ラテン・アメリカ地域では、1960年代半ばには、国際的な資本移動の拡大のほか、国際収支圧力の高まりから資本移動規制が再導入された。1970年代初めのショックがこうした揺り戻しを強力に後押しした。Díaz Alejandro [1975] p. 12は、トリレンマの問題によって、発展途上国の対応の余地がいかに制約されたかを以下のように記述している。

1950年代や1960年代初めには、国際資本移動の不完全性のため、固定相場制を採用している小規模な国でさえも、金融政策にある程度の自律性を有していた。しかしながら、1960年代終わりから1970年代初めに、国際資本移動が急増するにつれて、小規模な発展途上国（とそれほど小規模でないメキシコのような国）は、小規模な先進国には目新しくないが、小規模な発展途上国にとっては経験したことのない選択に迫られた。すなわち、金融政策に関する残された自律性を放棄するか、為替管理を導入もしくは強化するか、それとも固定相場制を放棄するかを選択である。

先進諸国が変動相場制を採用したにもかかわらず、今日でもなお問題となっている理由から、発展途上国は変動相場制採用に消極的であった（そうした理由のうち

のいくつかは次節で議論する)。資本移動規制を伴わずに固定相場制を採用した場合、金融危機への道を開いたであろう。このため、固定相場制と資本移動規制の強化の併用が、トリレンマの好ましい解決法とされた。図6に示されるように、非先進国における1970年代の金融の対外的開放度の後退は、ラテン・アメリカ諸国で顕著であったが、東アジア諸国でも生じた。その原因は、変動相場制のもとでは、第3国の対米ドル為替レートが変動すると、ドルにペッグしている国との相対的な競争上の立場が変化するという意味において、変動相場制自身にあった。1980年代に起こった累積債務危機により、国際資本移動の自由化はさらに鈍化し、1980年代末になってようやく、国際資本移動の自由度は再び拡大するようになった。

金融自由化の恩恵に関する理論的・実証的研究は数多く存在する。本稿では紙幅の都合上、行き届いた展望はできないため、Prasad *et al.* [2003]、Obstfeld and Taylor [2004] およびここで示されている参考文献を参照されたい。1990年以降多くの発展途上国が経験した金融危機からは、金融自由化の恩恵はそのコストに見合うのかという疑問が提起されている。その答えは明らかに否であるという評者達もいるほか、これまで資本勘定の自由化を提唱していた者でも、今では、自由化にあたってはより注意深い態度を促し、規制緩和の成功にはより厳格な前提条件が必要であると指摘する者もいる。

私自身の実証研究結果の解釈は、これまでのところ、金融の対外的開放は、先進国に比べて発展途上国では差し引きでは小さな恩恵しかもたらさないという見方と概して整合的であるように思われるというものである。Bekaert, Harvey and Lundblad [2002]による株式市場の対外的開放と消費と産出量の成長率のボラティリティに関する研究を例にとって考えてみよう。そこでは、先進国を含めたサンプルよりもエマージング市場諸国のみに限定したサンプルの方が、株式市場の自由化後のボラティリティ低下が小さいとの推計結果が得られている。対照的に、先進国を含めたサンプルでは、アジア危機の年をサンプル期間に含めても、あるいは、マクロ経済改革や金融の発展度をコントロールしたりした場合でさえも、株式市場の自由化によって消費や産出量の成長率のボラティリティが有意に低下している⁷。自由化によって発展途上国が得るリスク・シェアリングからの恩恵は、先進国と比較して明らかに小さい(しかしながら、こうした恩恵は、手にできるとすれば、経済厚生観点から限界的には非常に貴重なものとなるかもしれない)。

実際、Bekaert, Harvey and Lundblad [2002] は、エマージング市場諸国では、1980～97年の期間で見た場合にのみ自由化後にボラティリティが有意に低下しているとしている。アジア危機の期間を含めるため2000年までのサンプル期間を延長すると、株式市場の自由化が消費や実質GDPの成長率のボラティリティに対して、与えた影響は有意でない(小さな)マイナスか、正の効果さえ有していたとの推計結

7 Bekaert, Harvey and Lundblad [2002] は、資本勘定の開放度を表す指標として、IMFによるゼロと1の二値選択指標を用いた場合には、非常に不明確な分析結果しか得られなかった、としている。このIMFの指標は(図6に示した)クインの指標などと比較して粗雑との悪評がある指標である。

果が得られる。経済成長率の平均水準に対する正の効果も、アジア危機を含む長期的なサンプルでは低くなる。さらに、経済成長率への効果の低下が最も大きいのはエマージング市場諸国のグループであった。

金融の対外開放に関する実証研究に対する重要な反論は、自由化に向かうステップはすべて内生的に決まってくるものであり、より構造的なパラメータである「制度基盤 (institutions)」を反映するはずであるというものである (Rodrik [1988])。すなわち、強固な制度基盤を持つ国は、自由化と同時に補完的改革を行う結果、金融自由化と様々な望ましい経済的帰結との間に統計的に正の相関が生じる。しかしながら、こうした相関は、必要とされる補完的改革を行わなくても、自由化による恩恵を単独で享受できることを意味するものではない。例えば、効果的な金融機関監督制度が存在しない場合には、経済成長が鈍り、資本流入が問題を悪化させる可能性がある。法の支配によって投資家の財産権が保護されるなどの望ましい制度基盤が存在する場合には、経済全般のパフォーマンスを良好にし、かつ、国外資本に対する開放による恩恵を享受することが可能となる。こうした連鎖は、制度基盤が概して貧弱な低所得国において、対外的な資本移動を開放したときの恩恵が小さい理由を説明する一助になると思われる。

優れた政府は、対外的な金融自由化を行うと同時に経済成長に有利な環境を整備するが、経済成長効果に関する線形の横断面 (クロス・セクション) 分析では、自由化の独立した効果が確認できない。しかしながら、(生産性向上に関する期待を改善し、投資収益率を向上させ、その結果、資本需要も増加させるという意味で) 国家統治の質と (低コストの資本供給を増加させることによって、定常状態への収斂を加速する) 金融の対外的開放の恩恵の間には、重要な非線形の相互作用が存在し得るであろう。政府の水準と金融自由化、経済成長の相互作用を分析した最近の研究である、Klein [2004] は、最低限の制度基盤水準に達した非先進国が、経済パフォーマンスにおける最大の恩恵を受けたが、暗黙裡に経済厚生上の最大の恩恵を享受していることを見出している。そうした国は、開放的な資本市場を選好するが、その場合、国内の金融政策の目標と為替レートの安定性との間でのトレード・オフという困難な問題に直面するかもしれない。

4. 市場の失敗とエマージング市場諸国の為替レート

既にほのめかしてきたように、エマージング市場諸国では、その構造的特徴のために、トリレンマの解決策として変動相場制を採用することは難しく、また同時に、資本が国際移動する場合、固定相場制のもとでは危機にさらされやすくなっている。こうした構造的特徴の多くは、学術的な先行文献で議論されており、現在でも非先進国の為替レート政策に影響を与え続けている。具体的な構造的特徴としては、国内通貨を契約上の計算単位に利用するのを回避する傾向や、厚みのある弾力的な金融市場の欠如が挙げられる。こうした固定相場制もしくは変動相場制に対する構造

的な障害は、制度基盤上の持続的な欠陥に起因するため、制度的問題が為替レート政策に関する研究のなかで再び取り上げられるようになったことは、容易に理解できる。こうした問題は、エマージング市場諸国にとって資産取引から得ている恩恵が限定的であることを説明するうえで、確実に役立つであろう。

(1) 罪深い循環 (Sinful Circle)

1960年代初めの視点から近年のアルゼンチンの経験を議論してみると、Díaz Alejandro [1965] p. 31は、外貨建て対外債務の増加によって、為替減価が景気後退を引き起こすようになる可能性を、以下のように明確に述べている。

ある国の一部の人々が外貨建ての対外債務を有している場合には、国内通貨切下げによって別の種類の資産効果が生じる可能性がある。国内通貨切下げによって、国内通貨建ての対外債務価値は増加し、特に債務者の供給する財・サービスの価格が通貨切下げに見合ったかたちで上昇しない場合には、債務者の支出への抑圧的な影響が生じるであろう。国全体としてネットでみた債務がある場合、とりわけ債務が民間部門で保有され、短期の満期に集中している場合には、通貨切下げに伴う資産効果は貿易収支の改善と産出量の減少をもたらす公算が大きい。

Eichengreen and Hausman [1999] は、国外から国内通貨建ての借入ができない状態を表すために、「原罪 (original sin)」という生彩に富んだ用語 (colorful term) を使った。より幅広い表現として、ギレルモ・カルボは、国内債務と対外債務のいずれもが事実上ドル建てとなる状態に対して「債務のドル化 (liability dollarization)」という用語を使った (例えば、Calvo, Izquierdo and Talvi [2003] を参照)。債務のドル化が進むにつれ、経済全体としてドル建てのグロス・ベースの債務残高が増加し、通貨減価による負の影響が広範化する。名目上はドル債務がドル資産と釣り合っている場合であっても、通貨のミスマッチはある種の状態のもとでは、起こり得る。例えば、国内銀行の主要な借手企業が、ドル建て債務を全額ドルで返済できない場合が考えられる。ブラジルは原罪の制約下にあったものの、国内債務のドル化は1999年1月の時点で比較的限定的であったため、他のいくつかのエマージング市場諸国でみられたような痛ましいバランス・シート効果を生じさせることなく、レアルを減価させることができた。それ以外の国々は、国外からの融資の「急停止 (sudden stop)」に脆弱であることを露呈し、為替レート的大幅な調整を強いられ、債務のドル化が進んでいる場合には、バランス・シートが急激に毀損された。

経済学者は、先進国が歴史的にどのような要因により原罪から抜け出し、債務の過度な外貨建化を回避し得たのかを完全に理解しているわけでない。しかしながら、過度な財政拡張 (fiscal excess) やインフレが長期化すると、通貨の質は低く認識され、人々はその国の通貨建てでの債権保有に消極的になることは間違いない。そ

して、そのことは、こうした問題は、より根本的には、高水準かつ変動の激しいインフレを引き起こしてしまう政府の制度基盤の脆弱性から起きていることに行き当たる。国内通貨を使わずに資金調達が行われ、投資が行われてしまっていることを考えると、制度基盤が改善し始めた後でさえも、債務がドル化された状態はしばらく続くであろう。債務を国内通貨建て化できないと、より厳しいマクロ経済の調整過程、低い経済成長、そして、さらなるインフレを招くため、こうした現象は循環的なものとなる。外貨建て債務の増加は、変動相場制の存続を困難にするため、自由な資本移動が行われる状況では、金利決定の独立性よりも、為替レート変動を制限することが求められる。他方で、為替レートの変動を小幅に制限すると、通貨に対する投機的攻撃の可能性が高まる。Eichengreen and Hausman [1999] が提案するように、(国内通貨を廃止して全ての資産・負債に関して) 完全なドル化を行うことが、トリレンマを解消する最善の方法かもしれない。

(2) 原罪とボラティリティ、対外調整

原罪に関する議論では、為替レート変動を与件とした含意が強調されてきたが、原罪の存在によって、経常収支の調整が複雑化し、為替レートのボラティリティが高まることによって、外国為替均衡の特性が影響を受けることは、あまり正確に理解されていない。この点は、為替レート決定に関する古典的なポートフォリオ・バランス・モデルから導くことができる(例えば、Kouri [1983] を参照)。先進国を対象とした最も標準的なポートフォリオ・バランス・モデルでは、国内投資家は総資産の一部を外貨建て債券で保有する一方で、国外投資家は総資産の一部を国内通貨建て債券で保有しており、原罪は存在しない。しかしながら、国内投資家は、国外投資家に比べ、国内通貨に対する習慣的選好 (home-currency habitat preference) を有している。

議論をわかりやすくするため、国内通貨建て債券市場における均衡条件を次のように表す。

$$B = \delta(i^* + \epsilon, i)W + \phi(i^*, i - \epsilon)EW^* \quad (1)$$

ただし、 $B > 0$ は国内通貨建て債券の外部への供給、 W は自国の国内通貨建て総資産、 W^* は外国の外貨建て総資産、 E は (外貨の国内通貨建て) 為替レート、 i^* は外貨建て融資の金利、 i は国内通貨建て融資の金利、 ϵ は国内通貨の期待減価率 (したがって、 $\delta_1, \phi_1 < 0$ 、 $\delta_2, \phi_2 > 0$) である。金利は、後ほど論じる調整期間を通じ、金融当局によってそれぞれ一定に保たれると仮定する。

こうした設定のもとで、自国の経常赤字を拡大させるショックに伴うポートフォリオ調整のメカニズムを考察しよう。総資産が増加する国外投資家は、総資産が減少する国内投資家ほど国内資産に対して敏感に反応しないため、国外投資家への富の移転によって、国内通貨建て資産に対する相対的需要が減少する。このため、国内通貨は減価し、ポートフォリオの一般均衡を3つの異なる経路を通じて調整する。

なお、そのうち最初の2つの経路は資産の評価効果に依存している。

1. 国外投資家にとって、外貨建てでみて、国内資産の保有によるキャピタル・ロスが生じる。その結果、外貨建てでみて、国外投資家の総資産 (W^*) に占める国内資産の割合は低下する。したがって、資産ポートフォリオのなかで、国内資産の望ましいシェアを維持するために、国外投資家は国内通貨建て資産保有を増加させなければならない。
2. 国内投資家は、国外資産からのキャピタル・ゲインを享受し、その結果増加した総資産 W の一部を国内資産に振り向ける。
3. 均衡に向かう最後のメカニズムは、非常に微少で、投資家が為替レートの先行きの変動に対して正確な長期的見通しを有しているかに、特に大きく依存する。国外投資家への富の移転が続いている間は、為替レートはさらに減価する。しかしながら、経常収支の調整過程が安定的であれば、言い換えれば、世界経済が新しい定常状態の資産配分に収束していくのであれば、為替レートの減価率は時間の経過とともに低下する。この期待減価率 (ϵ) の低下トレンドは、ポートフォリオにおける国内通貨建て債券の望ましいシェア (δ と ϕ) を時間の経過とともに増加させ、外国為替市場の安定化につながる。

安定的な対外資産ポジションまでの移行過程においては、キャピタル・ゲインとキャピタル・ロスは、経常収支を通じた富の移転が自国の対外純債務に与える影響を部分的に相殺する。こうした国際的調整の側面は、最近、Gourinchas and Rey [2004]、Lane and Milesi-Ferretti [2004]、Tille [2003] によって強調されている。こうした資産評価効果は、長期的な資産配分への調整を容易にする。

次に、この調整過程について、ネットでみた場合に外貨建ての（資産ではなく）債務が存在するケースを想定し、原罪が存在する状況で、どのように機能するかを考える。国外投資家は国内通貨建ての資産を全く保有しようとしなないため、 $\phi \equiv 0$ であり、国内投資家の総資産は、 $W = B + EF$ に等しくなる。ここで、 F は国内投資家がポートフォリオの一部として保有する外貨建て資産残高であり⁸、定常状態すなわち長期均衡ではマイナスになると仮定する。

エマージング市場諸国の状況をモデルにより反映するために、外貨建て自国債務に対する国外投資家の需要は、カントリー・スプレッド ($i_c^* - i^*$) に関する増加関数であると仮定する。つまり、国外投資家が認識するカントリー・リスクを埋め合わせるために、自国は外貨建ての借入に対して、国外の無リスク金利 (i^*) を上回る借入コスト (i_c^*) を支払わなければならない。また、このカントリー・スプレッドは、対外債務の増加関数であるとする。さらに、外貨建て自国債務に対する国外投資家の需要が次式で表されるとする。

⁸ 発展途上国は、グロスでみて、外貨建ての債務だけでなく、資産も所有している可能性を想定している。

$$-F = \lambda(i_C^* - i^*)W^*, \quad \lambda'(i_C^* - i^*) > 0.$$

その場合、要求される借入スプレッドは、外国の総資産に占める外貨建て自国債務への投資のシェアに関する増加関数となるため、次式が成立する。

$$i_C^* - i^* = \alpha(F/W^*), \quad \alpha'(F/W^*) < 0.$$

よって、(1)式は次のように書き換えられる。

$$B = \delta[\alpha(F/W^*) + i^* + \epsilon, i](B + EF),$$

$$EF = \frac{1 - \delta}{\delta} B \equiv \gamma(\epsilon, F)B. \quad (2)$$

定常状態で $\bar{F} < 0$ となるための条件は、 $\bar{\delta} > 1$ と等しくなる。ここで、 $\gamma_1 = -\delta_1/\delta^2 > 0$ であるため、期待減価率が上昇すると、国内通貨建てでみた外貨建て自国債務の期待コストが上昇するため、望ましい外貨建て債務の水準は低下する。同様に、 $\gamma_2 < 0$ であるため、外貨建て債務が減少すると (F が増加すると)、借入スプレッドが縮小し、したがって国外からの借入 ($|EF|$) の自国資産に対する望ましい比率は、上昇する。また、後ほど参照するため、 $\epsilon = 0$ となるようなポートフォリオ均衡軌跡上では、次式が成立することに注意を喚起しておこう。

$$\frac{dE}{dF} = \frac{\gamma_2 B - E}{F} > 0. \quad (3)$$

自国に経常赤字が発生した後の均衡への調整過程はどうであろうか。上述した資産評価効果については、効果1は機能せず、また、効果2は予想に反した効果を持つ。効果1については、単に国内通貨建て債務に対する対外需要が(2)式に含まれていないためである。効果2については、国内通貨の減価 (E の上昇) は、外貨建て債務の価値を国内通貨建てで上昇させ、経常収支を通じた国外への富の移転効果を相殺する方向ではなく、むしろ強化する方向に働く。これは、経常赤字に直面して国内通貨が減価するにつれ、資本流入そのものが示すよりも急速に、国内通貨建てで測った対外債務負担が増加していくことを意味する (実質為替レートが同様の動きを見せるのであれば、これは実質ベースでも成立する)。こうした考察は、経常収支の調整が実際には不安定である可能性を高める。

しかしながら、期待が合理的に形成される場合には、経常赤字が減少するにつれて期待減価率が減少する効果3が生じるため、この限りではない⁹。こうした現象を分析するために、(2)式の均衡条件に次式で表される単純な経常収支の式を加える。

9 この種のモデルの安定性に関する議論については、Henderson and Rogoff [1982]、Kouri [1983]、Masson [1981] を参照。

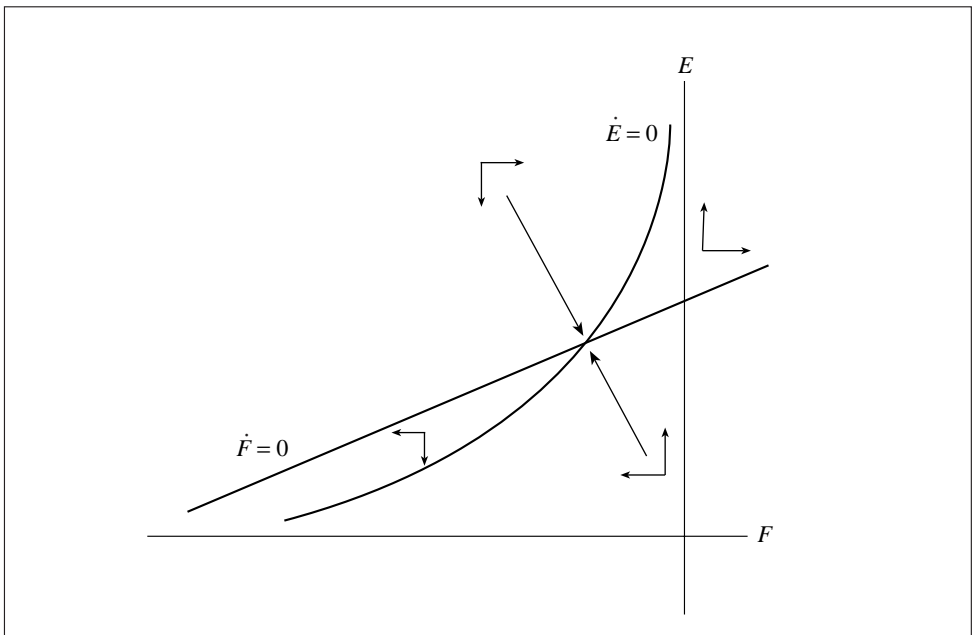
$$\dot{F} = \psi(E, F).$$

ただし、 $\psi_1 > 0$ (競争力効果)、 $\psi_2 < 0$ (資産効果) である。完全予見を仮定すると、(2)式の中で $\epsilon = \dot{E}/E$ が成り立ち、 E と F に関する2次元の動学体系が得られ、外貨建て純債務があるケースは図7で示される。曲線 $\dot{E} = 0$ は(3)式で示されるように右上がりであるが、対外債務のカントリー・リスクの影響から、通常の直角双曲線にはならない。

このシステムには、2変数が定常状態へ到達する安定的な調整経路が唯一存在する。安定的な調整経路上では、対外債務価値 (EF) が F の変動と比例的以上に大きく上昇したとしても、期待減価率 (ϵ) が急激に変化することによって、どの点でもポートフォリオ均衡が維持される。このモデルには直接的な含意が2つある。

第1に、収束へ向かう安定的な鞍点経路の傾きは、国外投資家が国内通貨建て資産を保有し、自国が外貨建てで債権者である場合に比べ、急である。このため、ごくわずかなショックに対しても、為替レートのボラティリティが拡大する。これは直感的にはドーンブッシュのオーバーシュート・パラダイム (overshooting paradigm) と同様である。すなわち、安定化をもたらす資産効果 (wealth effect) が存在しない場合、期待為替レートの反転のみで資産市場を均衡させるためには、為替レートが長期均衡から大幅に乖離する必要がある。

図7 対外債務および原罪のもとでの経常収支の調整過程

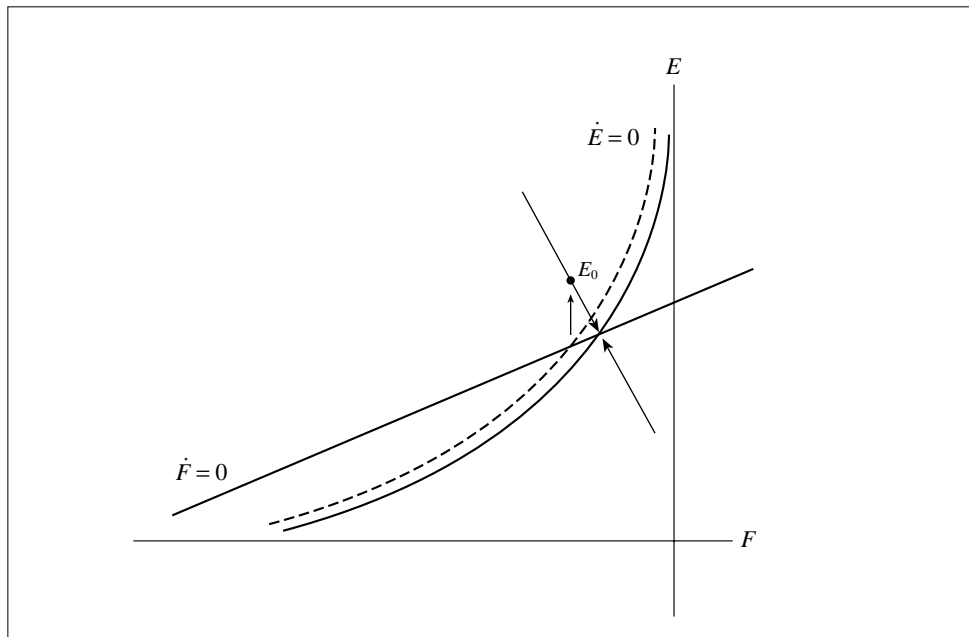


第2に、長期的な合理的期待よりも楽観的でない期待形成を仮定すると、市場の不安定性が生じる可能性があり、おそらくボラティリティを増幅させる。この種のモデルに、現実的な学習プロセス (learning process) を組込むことは、興味深い課題である。

ショックに対する反応を例証する方法として、国外投資家のポートフォリオについて、自国債券からの予期せぬ恒久的なシフト、すなわち、形式的に表現すれば、国外投資家のポートフォリオ・シェア (F/W^*) がどのようなレベルであっても必要とされるカントリー・スプレッド ($i_c^* - i^*$) が上昇する、というケースを分析することが挙げられる。図8では、この変化は、曲線 $\dot{E} = 0$ が右方向へシフトすることで表される。国外からの信用供与条件が悪化することを考えると、エマージング市場国にとって望ましい対外借入 F は、いかなる E の値についても悪化前の値を下回っている。為替レートは、新しい鞍点経路 (点 E_0) まで、減価方向にオーバーシュートする。この影響によって、国内通貨建ての対外債務残高 EF は増加し、それゆえ自国の総資産は減少する。しかしながら、最初の急激なオーバーシュートによって、自国債券市場の均衡を維持するために十分な国内通貨の増価期待が形成される。また、通貨の減価によって、経常収支に黒字が生じる。新しい定常状態への調整過程において、 E は下落し F は増加するが、自国の総資産に対する対外借入の比率低下は、国内通貨の期待増価率の継続的な低下によってアコモデートされる。

また、別のショックとして自国輸出に対する対外需要の減少が挙げられ、これは、曲線 $\dot{F} = 0$ の上方シフトによって表される。ショックが生じた時点における影響は、

図8 国外資産のポートフォリオ・シフトの効果



財ではなく自国資産への対外需要の減少であった前述のショックの場合とほぼ同様である。為替レート減価による自国の総資産の急激な減少は、ショックが生じた当初の経常収支黒字の発生を説明するだけでなく、対外債務に対する支払能力の低下とも整合的である。

要約すると、われわれは、原罪について、もう1つ別のネガティブな含意を導いた。原罪を背負っている外国為替市場は、その機能に委ねただけでは、国外投資家が望んで当該国の通貨を所有しようとする国の市場ほどには、スムーズに機能しない。つまり、外国為替市場の不完全性が増すにつれ、国内通貨建て資産への需要を安定化させる潜在的機能が失われてしまう。

(3) ドル化と金融システムの脆弱性

変動相場制のもとで債務のドル化によって問題が生じるのであれば、それは同時に固定相場制の維持を困難にする。ヘッジされていない対外債務が生み出す金融システムの脆弱性によって、固定相場制はいくつかの経路を通じて投機的攻撃にさらされる。そうした経路の1つとして、預金者のパニックに対する銀行システムの脆弱性が挙げられる。よく知られているように、それは資産市場構造が高度に発達していれば防ぎ得るものではあるが、非先進国ではそのようなパニック防止のメカニズムは働きにくい (Freixas and Rochet [1997])。

大枠としてChang and Velasco [2001] のモデルに基づいた、より単純化された理論的枠組みを用いることによって、国外投資家のパニックが国内銀行を不安定化させ、東アジア (1997~98年) やより最近のアルゼンチン (2002年) でみられたような危機により大幅な為替レート減価が誘発されることを示せる。

中央銀行の介入によって為替レートは当初 E_0 に固定されている。国内民間銀行部門のバランス・シートは次のように表される。

$$E_0 M^* + M + C = I + H.$$

ここで、 M^* は外貨建て預金 (単純化のため、すべて国外投資家によって保有されるとする)、 M は国内投資家の国内通貨建て預金、 C は銀行の資本、 I は銀行部門の非流動性資産で、短期的には利用不可能な資産、 H は銀行部門が中央銀行に持つハイパワード・マネーをそれぞれ表す。

他方、中央銀行のバランス・シートは次のように表される。

$$H = E_0 R + D.$$

ここで、 R は外貨準備、 D は国内信用残高をそれぞれ表す。さらに、大きな仮定として、通貨のミスマッチが生じており、銀行部門全体として、短期外貨建て債務が外貨準備を上回るとする。

$$M^* > R. \tag{4}$$

このミスマッチによって国外投資家が対外預金債務 M^* を即時に引出そうとするパニックに陥る可能性が生じる。そして、(極めて人工的ではあるが) 簡便化のために、とりあえず、国内投資家は同時にはパニックに陥らないと仮定する。さらに、少なくとも初期時点では、国外債権者に対する支払いについて、満期のミスマッチは起こっていないこと、すなわち $H > E_0 M^*$ を仮定する。

もし、国外債権者がパニックに陥ると、「逐次サービス (sequential service)」のもとでは、銀行部門は中央銀行から外貨準備を購入するために、ハイパワード・マネーの一部を使う。中央銀行は外貨準備をすべて売却し $R = 0$ となった時点で、為替レート・ベッグを放棄すると仮定する。銀行部門は外貨準備を国外債権者にすべて支払うが、(4)式によって、 $M^* - R$ の債務が残される。

パニックにあるため、銀行部門は国外から外貨を追加的に借り入れることができない。銀行部門が国外投資家からの預金に対する残された支払義務に応じる唯一の方法は、外国為替市場において、外貨を保有する国内民間部門に対してハイパワード・マネーを売却することにより、外貨を調達することである。その結果として、国内通貨建て預金残高は ΔM だけ増加する。単純化のため、国内通貨需要は、金利と所得に対して非弾性的で、購買力平価が成り立つと仮定する。その場合、国内預金残高の増加 (ΔM) と新しい均衡為替レート (E_1) は次の2式を満たす。

$$\frac{M + \Delta M}{E_1} = \frac{M}{E_0} ,$$

$$\Delta M = E_1 (M^* - R) .$$

ここで、通貨の減価率について解くと、次式が得られる。

$$\frac{E_1}{E_0} = \frac{M}{M - E_0 (M^* - R)} .$$

上式から、大幅な通貨ミスマッチと広範な債務のドル化によって、為替減価が大幅化することがわかる。このことから、エマージング市場諸国の危機にみられる大幅な為替減価は、金融システムの脆弱化に関するモデルによって、ある程度説明できる。

銀行の資本は、銀行の外貨建て債務のうち中央銀行の支援によってカバーされない部分についてのキャピタル・ロス分 $(E_1 - E_0)(M^* - R)$ だけ減少することにも留意して欲しい。銀行の支払能力は、明らかに疑問視され、これまで仮定してこなかった国内のパニックが誘発されるかもしれない。こうしたパニックとそれに伴う産出量や金利へのマイナスの影響が相俟って、経済的混乱をさらに悪化させる。

(4) エマージング市場諸国は、いかに変動相場制へ移行したか

エマージング市場諸国の為替レートに関するデータからは、エマージング市場諸

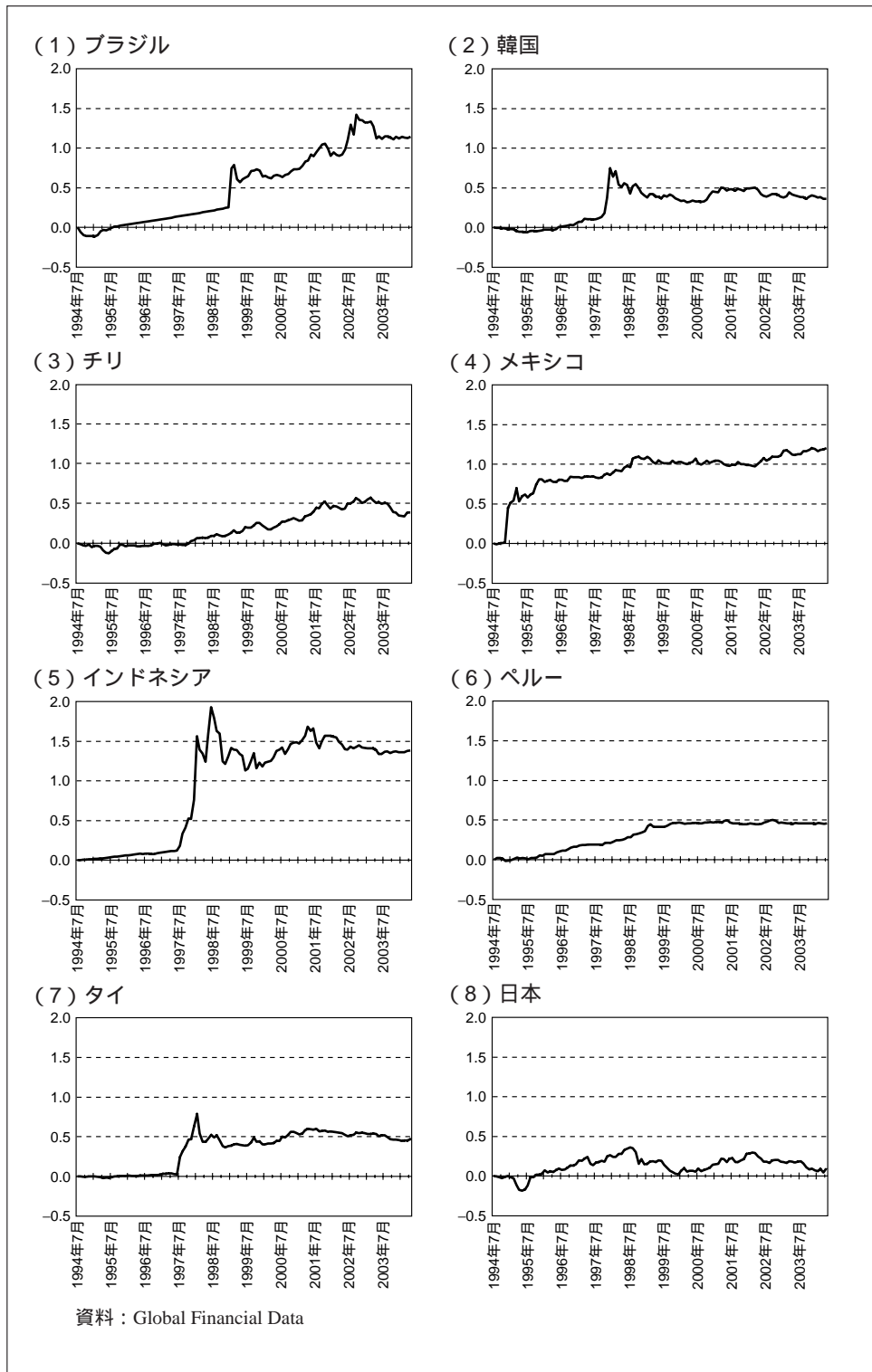
国にとって、開放的な金融市場と共存していくことが難しいことを確認できるが、同じデータからは、為替レートの柔軟性を拡大させることに成功している国があることもわかる。Husain, Mody and Rogoff [2004] は、開放的な金融市場を持つエマージング市場諸国と比較して、多くのより孤立した国々はペッグ (currency peg) 制を採用していることを示している。また、同論文は、ペッグ制はエマージング市場諸国よりも孤立国で長期間維持されており、概して、孤立国よりもエマージング市場諸国で為替相場制度が変更されていることも示している。孤立国は金融的に孤立しているため、トリレンマのもとでの為替相場制度の選択は、エマージング市場諸国ほど厳しいものではない。

エマージング市場諸国の大部分は、現在、「限定変動相場制 (limited flexibility) 」もしくは「管理変動相場制 (managed floating) 」を採用している。こうした国が為替レートを実際にどの程度管理しているかをみると、通常時には為替レートの大幅な変動を許容することに強い抵抗があることがわかる一方で、事実上、実質的にかなりの程度変動相場制に移行しているエマージング市場諸国もある。図9は、1994年7月以降のエマージング市場諸国の対ドル為替レートの対数値を日本円の対ドル為替レートの対数値と比較したものである。これらの国のなかでは、チリが日本に最も近い為替レート変動を示している。ただし、チリ・ペソは、円/ドル・レートを特徴づける循環的な変動よりも、ドルに対するより明確な低下トレンドを有しており、これは、たとえ短期的には大幅な変動を許容したくないとしても、長い目でみて、為替レートの柔軟性を活用していく1つの方法であろう。とりわけ、チリでは、他のエマージング市場諸国と比較して、債務のドル化の割合は小さく、Lane and Milesi-Ferretti [2004] によれば、他国との相互資本移動が比較的盛んであり、おそらく、リスク分散につながっていた¹⁰。チリ・ペソと同様に、メキシコ・ペソも1995年終わり以降、ドルに対して明確な低下トレンドを有しているが、アジア危機前後の時期を除いて、チリよりも短期変動の振幅は小さい。

Calvo and Reinhart [2002] が想定した「変動制への恐怖」的な行動は、アジア危機後のペルーで極めて明確に観察される。アジアのエマージング市場諸国 (インドネシア、韓国、タイ) の経験は多様である。1990年代末の混乱以降、韓国と特にタイは、ほとんどトレンドのない比較的スムーズな為替レートの動きを維持している。インドネシアの政治的・経済的危機はより長期化しており、また、テロリストによる攻撃も経験している。それにもかかわらず、2002年初め以降、ルピアはドルに対してかなり安定している。インドネシアの経験から、エマージング市場諸国の政府は、為替レート安定を志向しているにもかかわらず、混乱期には為替レートのより大きな柔軟性に頼ろうとしたことがわかる。

10 チリの経験に関して、オーストラリアの経験と比較した興味深い議論に関しては、Caballero, Cowan and Kearns [2004] を参照されたい。

図9 対ドル為替レート（1994年7月 = 1、対数値）



ブラジルもまた、為替レートの柔軟性を活用した事例である。1999年1月の通貨切下げ後、レアルはドルに対してトレンド的に減価した（このトレンドはアルゼンチン危機が近付いた際の急激な増価によって終了した）。ルラ・ダ・シルバ大統領が2002年10月に選出されるとの予想は、同年春にすでに高い確率となっていたが、その予想のため、ブラジルの借入金利のスプレッドは急拡大し、レアルは急落した。重圧の大きい政治的移行期間には、ブラジルの通貨当局は、市場の動きに抵抗せず、為替レートが大幅に変動することを容認した。しかしながら、2003年春に金融市場が明らかにダ・シルバ体制を認めてからも、レアルの対ドル・レートにはほとんど変化がなかった。

要約すると、いくつかのエマージング市場諸国（例えば、チリ）は、かなり成熟した変動相場制へ移行しつつあるように思われる。それ以外の国々の現実、為替レートを相当程度平準化させつつも、競争力の緩やかな変化をアコモデートするよう長期的なトレンドを許容している。こうした国の金融システムの脆弱性は、為替レートの大幅な短期的変動を危険なものとする一方で、投機の標的となるような幅の狭いベッグを得策でないものとしている。最後に、為替レート安定を愛好する国でさえも、暴風のもとでは圧力を下げる装置として、為替レート変動を一時的に放置するであろう。その結果として生じるボラティリティにはコストが生じるかもしれないが、境界を設定し、あえて投機家にそこを超えさせるよりもましであろう。混乱が過ぎ去ってしまえば、より安定した為替レートを確立し得る。こうした為替レートのボラティリティの「体制変化（regime change）」は、もし先進国の為替レートで起こったとしても、それほど顕著にはならないであろう。

5. 結び

Fischer [2003] が指摘するように、エマージング市場諸国がどれだけ資本勘定の自由化を維持しようとしてきたか、あるいは、資本勘定の自由化に回帰しようとしてきたかは注目に値する。この顕示選好（revealed preference）は、エマージング市場諸国の政府が金融のグローバル化に恩恵を見出していることを示している。しかしながら、エマージング市場諸国には、債務のドル化を引き起こしたり、外貨建ての借入を強いたりするような制度的な欠陥が存在するため、こうした恩恵が限定的になっていることは疑う余地がない。特に、そうした欠陥がトリレンマを満足のいくかたちで解決するうえでの障害となっている。固定相場制は危機（開放的な金融市場の最大の否定的側面）を引き起こしてきた一方で、変動相場制にも固有の問題が存在する。いくつかのエマージング市場諸国は、市場のストレスを和らげるうえで変動相場制を利用することに成功したが、その一方で、それ以外の国は「変動制への恐怖」を示し、通貨危機のリスクとボラティリティの過度な拡大のリスクを天秤にかけようとしている。

本稿で「孤立国」と分類された国は、概して、長期的な平均成長率やボラティリ

ティの面でエマージング市場諸国に劣っている。そして、多くの孤立国は、資本勘定閉鎖を維持することを選択してきた。しかし、エマージング市場諸国の経済パフォーマンスが優れていることを、金融の開放化に帰するのは間違いであろう。むしろ、経済が比較的的成功していることや国際金融市場との統合への志向は、経済に関する優れた制度基盤を有することに起因していると考えられるべきであろう。最も貧しい発展途上国の生活水準を改善するうえでも、エマージング市場諸国が金融グローバル化の過程で直面する困難を改善するうえでも、そうした制度基盤の改善が決定的に重要である。

別表

回帰分析に用いたサンプル諸国			図に追加したサンプル諸国		
孤立国	エマージング市場諸国	高所得国	孤立国	エマージング市場諸国	高所得国
アルジェリア	アルゼンチン	オーストラリア	アンゴラ	ハンガリー	アンティグア
バングラディシュ	ボリビア	オーストリア	ベリーズ	ポーランド	キプロス
ベニン	ブラジル	バルバドス	ボツワナ	台湾	ドイツ
ブルキナファソ	チリ	ベルギー	中央アフリカ		プエルトリコ
ブルンディ	中国	カナダ	コンゴ民主共和国		シンガポール
カメルーン	コロンビア	デンマーク	ドミニカ		
カボヴェルデ	エクアドル	フィンランド	フィジー		
チャド	エジプト	フランス	グラナダ		
コモロス	グアテマラ	ギリシア	ギアナ		
コンゴ共和国	インド	香港	ハイチ		
コスタリカ	インドネシア	アイスランド	モーリタニア		
コートジボアール	イスラエル	アイルランド	ナンビア		
ドミニカ共和国	ヨルダン	イタリア	バブアニューギニア		
エルサルバドル	韓国	日本	サオメプリンシペ		
赤道ギニア	マレーシア	ルクセンブルク	シエラレオネ		
エチオピア	メキシコ	オランダ	セントキッツネイビス		
ガボン	モロッコ	ニュージーランド	セントルシア		
ガンビア	パキスタン	ノルウェイ	セントビンセント		
ガーナ	パナマ	ポルトガル	グレナディン		
ギニア	ペルー	スペイン	チュニジア		
ギニアビサウ	フィリピン	スウェーデン			
ホンジュラス	セイシェル	スイス			
イラン	南アフリカ	イギリス			
ジャマイカ	タイ	アメリカ			
ケニア	トルコ				
レソト	ウルグアイ				
マダガスカル	ベネズエラ				
マラウイ					
マリ					
モーリシャス					
モザンビーク					
ネパール					
ニカラグア					
ニジェール					
ナイジェリア					
パラグアイ					
ルーマニア					
ルワンダ					
セネガル					
スリランカ					
シリア					
タンザニア					
トーゴ					
トリニダードトバゴ					
ウガンダ					
ザンビア					
ジンバブエ					

参考文献

- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad, "Growth Volatility and Equity Market Liberalization," mimeo, Columbia University, Duke University, and Indiana University, 2002.
- Black, Stanley W., "Exchange Policies for Less Developed Countries in a World of Floating Rates," *Princeton Essays in International Finance*, 119, 1976.
- Caballero, Ricardo J., Kevin Cowan, and Jonathan Kearns, "Fear of Sudden Stops: Lessons from Australia and Chile," NBER Working Paper No. 10519, National Bureau of Economic Research, 2004.
- Calvo, Guillermo A., and Frederic S. Mishkin, "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries," *Journal of Economic Perspectives*, 17, 2003, pp. 99-118.
- , and Carmen M. Reinhart, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, 117, 2002, pp. 379-408.
- , Alejandro Izquierdo, and Ernesto Talvi, "Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons," NBER Working Paper No. 9829, National Bureau of Economic Research, 2003.
- Chang, Roberto, and Andrés Velasco, "A Model of Financial Crises in Emerging Markets," *Quarterly Journal of Economics*, 116, 2001, pp. 489-517.
- De Long, J. Bradford, "Productivity Growth, Convergence, and Welfare: Comment," *American Economic Review*, 78, 1988, pp. 1138-1154.
- Díaz Alejandro, Carlos F., *Exchange-Rate Devaluation in a Semi-Industrialized Country: The Experience of Argentina, 1955-1961*, Cambridge, MA: MIT Press, 1965.
- , "Less Developed Countries and the Post-1971 International Financial System," *Princeton Essays in International Finance*, 108, 1975.
- Easterly, William R., "Globalization, Inequality, and Development: The Big Picture," *Monetary and Economic Studies*, 22 (S-1), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2004, pp. 57-87.
- Eichengreen, Barry, and Ricardo Hausmann, "Exchange Rates and Financial Fragility," in *New Challenges for Monetary Policy*, Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, pp. 329-368.
- Fischer, Stanley, "Globalization and Its Challenges," *American Economic Review*, 93, 2003, pp. 1-30.
- Freixas, Xavier, and Jean-Charles Rochet, *Microeconomics of Banking*, Cambridge, MA: MIT Press, 1997.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, "International Financial Adjustment," mimeo, University of California, Berkeley, and Princeton University, 2004.
- Henderson, Dale W., and Kenneth Rogoff, "Negative Net Foreign Asset Positions and Stability in a World Portfolio Balance Model," *Journal of International Economics*, 13, 1982, pp. 85-104.

- Husain, Aasim, Ashok Mody, and Kenneth Rogoff, "Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing versus Advanced Economies," *Journal of Monetary Economics*, 2004 (forthcoming).
- Klein, Michael W., "Capital Account Liberalization, Institutional Quality, and Economic Growth: Theory and Evidence," mimeo, Fletcher School, Tufts University, 2004.
- Kouri, Pentti J. K., "Balance of Payments and the Foreign Exchange Market: A Dynamic Partial Equilibrium Model," in Jagdeep Bhandari and Bluford Putnam, eds., *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, Cambridge, MA: MIT Press, 1983, pp. 116-156.
- Lane, Philip R., "Do International Investment Income Flows Smooth Income?," *Weltwirtschaftliches Archiv*, 137, 2001, pp. 714-736.
- , and Gian Maria Milesi-Ferretti, "Financial Globalization and Exchange Rates," mimeo, Trinity College Dublin and International Monetary Fund, 2004.
- Masson, Paul R., "Dynamic Stability of Portfolio Balance Models of the Exchange Rate," *Journal of International Economics*, 11, 1981, pp. 467-477.
- McKinnon, Ronald I., "The Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Changing Postwar Perceptions," *Journal of Economic Literature*, 19, 1981, pp. 531-557.
- , "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Argentina and Chile," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 17, 1982, pp. 159-186.
- Neumeyer, Pablo A., and Fabrizio Perri, "Business Cycles in Emerging Economies: The Role of Interest Rates," Staff Report No. 135, Research Department, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2004.
- Obstfeld, Maurice, "International Capital Mobility in the 1990s," in Peter B. Kenen, ed., *Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1995.
- , and Alan M. Taylor, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge: Cambridge University Press, 2004.
- , Jay C. Shambaugh, and Alan M. Taylor, "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policy and Capital Controls," CEPR Discussion Paper No. 4352, Center for Economic Policy Research, 2004.
- Pallage, Stéphane, and Michael A. Robe, "On the Welfare Cost of Economic Fluctuations in Developing Countries," *International Economic Review*, 44, 2003, pp. 677-698.
- Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose, "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence," IMF Occasional Paper No. 220, International Monetary Fund, 2003.
- Quinn, Dennis P., "The Correlates of Change in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, 91, 1997, pp. 531-551.
- , and A. Maria Toyoda, *Global Finance and Democracies*, manuscript, n.d.
- Rodrik, Dani, "Who Needs Capital-Account Convertibility?," in Stanley Fischer *et al.*, *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility? Princeton Essays in International Finance*, 207, 1998.

- Romer, Paul M., "Crazy Explanations for the Productivity Slowdown," in Stanley Fischer, ed., *NBER Macroeconomics Annual 1987*, Cambridge: MIT Press, 1987, pp. 163-202.
- Tille, Cédric, "The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt," Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, 9, 2003, pp. 1-7.
- Uribe, Martín, and Vivian Z Yue, "Country Spreads and Emerging Countries: Who Drives Whom?," NBER Working Paper No. 10018, National Bureau of Economic Research, 2003.