

LDCs の国際借入と国内金融セクター

寺 西 重 郎

本稿の課題は、第1次石油危機以後におけるLDCs (less-developed countries) の国際債務依存の問題を、長期的な世界経済の動態を前提として先進工業国(IC; industrialized countries)を含む世界的な国際比較のスペクトラムの中に位置づけるという視点から、ひとつの予備的な仮説を提示することにある。

こうした視点からのアプローチとしては従来2つのものがある。その第1は、各国間の貿易構造の差と1次産品価格の長期的変化に注目するものである。このアプローチでは第1次石油危機以後特に1970年代後半期以後の1次産品価格の傾向的低下が生じたが、これに対して1次産品輸入国たる先進国と同輸出国たるLDCsの行った異時点間消費の最適調整の結果、各国間の経常収支動向の差異が生じたと主張される。すなわち実際には長期化した価格低下を各国が当初一時的と誤認したため、輸出国では国際借入による消費の低下さえ、輸入国では国際貸出による消費の抑制がなされ、その結果前者で経常収支の悪化、後者でその改善がなされたというわけである。この仮説は、たとえば同じ中所得LDCsに属する韓国(1次産品輸入国)とブラジル(同輸出国)がともに主要債務国であるという事実を説明しえない等の問題点をもつが¹⁾、そうした点を除くと、70年代における先進国経済成長の停滞化に伴う1次産品価格の動向と貿易構造を結びつけた有力な仮説であるといえることができる。

第2のアプローチは各国間の労働市場の構造と世界インフレに着目するものである。すなわち、第1次ショック後、先進国ではインフレに誘引された賃金引上げによる利潤圧縮のため民間投資が

停滞したが、LDCs特に中進国または新興工業国(NICs; newly industrialized countries)ではいまだ労働組合の力が弱いため国際資本市場の展開とあいまってインフレ下での投資の急拡大が生じ、その結果前者では経常収支の相対的改善が、後者では悪化が生じたと主張される(M. Bruno and J. Sachs [3])。この仮説では、先進国のこうした労働市場の特質を1960年代後半からの長期的構造変化としてとらえ、それをほぼ平行的に生じた世界的物価上昇傾向に結びつけることによりきわめて説得的な論理となっているが、LDCsの労働市場の状況については十分な裏付けがなされていない点が問題点として残っている²⁾。とりわけアン・クルーガーなどによるLDCsの労働市場の分析では政府介入による賃金コスト上昇圧力、労働市場の歪が無視しえないものであることが強調されており³⁾、こうした点の斟酌が重要と考えられる。

以上の貿易構造と1次産品価格の動向、労働市場の構造と世界的インフレ傾向に着目した従来のアプローチに対して、本稿の分析は1970年代における各国の政府赤字の拡大という現象を与件として各国間の金融市場の差異に着目するものである。すなわちわれわれの仮説は、相対的に金融市場の近代化が進んでいる国ほど、国内借入への依存度が高くなり、このため民間借入のクラウディング・アウトが生じ所与の政府赤字による経常収支悪化の程度が小となるということにある。以下、第1節では、まずLDCsの金融市場の一般的特徴をとりまとめる。とくにOFM(organized financial

2)・ただし J. Sachs [12] ではブラジル、コロンビア、メキシコ、タイ、韓国の5国について労働分配率のチェックがなされている。

3) A. O. Krueger [9] 参照。

1) R. Dornbusch [5] 参照。

market) と UFM (unorganized financial market) の間の代替性が限られていることおよび内外資産の代替性が不完全であることが指摘される。第2節では、UFM と OFM の代替に限りがあるばあい、金融の近代化の進展度(貨幣量 M の GNP に対する比較ではかられる)の高いほど、所与の政府赤字の国内調達比率が大きくなることが示される。第3節では、内外資産の不完全代替を仮定したいわゆる IS バランス・モデルにより、所与の政府赤字の国内調達比率の高いほど民間投資はクラウド・アウトされがちであり、したがってその国の経常収支は改善される傾向にあることが示される。要するにわれわれの仮説は、各国の政府赤字の拡大傾向を所与とし、国内金融市場の近代化の度合によって各国間の経常収支の大きさ、したがって国際借入依存の程度を説明しようというものである。

こうしたモデルの背後にある基本的アイデアは非近代的な分断された国内金融セクターをもつ国が、突然きわめて競争的な国際資金市場に直面したばあいに生起するさまざまな市場の失敗が問題の根底にあるのではないかということである。著しく弾力的な国際資金供給に対して、賦存量の限られた人的・社会的資源等の価格は当然上昇せねばならないが、金融市場の未発達なばあいにはその価格シグナルが十分に機能しない可能性がある。資本蓄積は当然に現在消費の将来消費による代替を必要とするが、そうした代替も金利機能の十分でない経済ではスムーズにいかないと考えられる。経済発展過程は単なる資本蓄積過程でなく、組織と制度の変革をともなってはじめて可能になるというきわめて当然の命題をリマインドすることが本稿のインプリシットなねらいであると言える。

[1] LDCs の金融市場

先進工業国との対比で考えるとき、LDCs の金融市場の基本的特質は次の4点に要約されるものと思われる。

- (i) UFM の高いシェアないし OFM の未発達
- (ii) OFM と UFM の代替の欠如

(iii) 国際借入依存の高低

(iv) 内外資産の代替性の不完全

このうち(iii)は本稿でまさに問題にしている点であり、説明を要さない。まず(i)について説明しておこう。

われわれは(i)すなわち UFM の OFM に対する相対的シェアの高低を貨幣量(M)の GNP に対する比率で指標的にあらわすことにする。その理由はこうである。まず生産活動(GNP)と金融市場の活動レベルの間に一定の関係を想定する。次に金融市場が OFM と UFM からなり、OFM はさらに間接金融と直接金融からなるが、直接金融は間接金融と一定の関係があり、OFM のサイズは間接金融の資金量すなわち貨幣量(M)で代表させるものとする。それゆえ金融市場における OFM の相対的大きさは M の GNP に対する比率(M/Y)であらわすことができることになるわけである。

しかしながら以上の議論における直接金融と間接金融の一定の関係という想定はきわめて強い仮定であることに注意せねばならない。一般に LDCs では直接金融の大きさはネグリジブルである。これには需給両面の理由が考えられる。証券の需要面では人々の金融資産の蓄積水準の低いことが(リスク回避者にとって)多様化された保有形態を必要とする証券需要拡大のまず考えられる障害である。しかし、他方で LDCs では金融資産の分布が著しく不平等であるからこの要因は必ずしも絶対とは言えないのである。証券の供給面では、小規模の発行については会計法上の要件等のさまざまな取引コストが大きいこと、財閥型の大企業は株式公開ないしそれに伴う情報公開に強い抵抗のあること、大企業の多くは開発銀行等他の長期資金源にアクセスがあることの要因がある⁴⁾。これに対して先進国間における直接・間接金融の比率を決定する要因は多様であり明確でない。一般にいわゆるマネー・パラダイムに基づく金融制度の下では直接金融のシェアが大きく、クレジット・パラダイムの下では小さいと言われる。しか

4) P. J. Drake [4] 参照。

しこのパラダイムの差異を特定化し指標化することは容易でない。くわえて最近ではいわゆる金融の証券化の動きがあり、直接・間接金融の区別の重要性の程度にも変化が生じつつある。いずれにせよ、直接金融あるいは証券市場の問題を考慮するとき、われわれの用いる M/Y は各国間の金融セクターの発展度の指標としては相当粗雑なものであると言わざるをえないことをあらかじめこわっておきたい。

次に(ii)について述べよう。OFM と UFM の間の代替の欠如とわれわれが言うとき、その基本的な理由は UFM における借手が、他の代替的な手段をもたないこと、あるいは代替的手段についてリジッドな信用割当をうけているため資金需要の金利弾力性が著しく低いことである。このことの実証的根拠はさほど十分でないが、たとえば低所得国の農村部門に限ったばあい OFM に対してアクセスをもつ借手の割合は、アフリカにおいて5%、アジアと中南米において15%程度であるとの推定がある⁵⁾。しかし他方で韓国の UFM 市場のごとく OFM との代替がきわめて活発なケースもあるから、われわれの想定は必ずしも一般的とは言えない。

いずれせよ、重要なことはわれわれの想定の下では、かりに OFM において資金需要の高まりがあったとしても、それは UFM からの資金シフトをひきおこさないということである。もちろん、OFM の金利が上昇すると、UFM の資金供給函数のシフトを通じて UFM の金利も上昇する。しかし UFM の資金需要はこの金利上昇に対して非弾力的であり、資金のシフトは生じないのである。

最後に内外資産の代替性の問題を検討しよう。この点については民間部門と政府部門とで別々にみる必要がある。まず民間部門については、資金調達面では各国間に大きな差異がある。たとえば、アルゼンチン、エクアドル、インドネシア、メキシコ、タイなどの国では政府の規制はきわめて弱

く、事実上国際借入は自由であるといわれる。他方、ブラジル、チリ、コスタリカ、韓国、モロッコ、フィリピン、スーダン、トルコ、ユーゴスラビア、ザンビアなどでは民間部門の国際借入にはきびしい規制が課されており、政府の承認が不可欠である⁶⁾。次に資産運用面では国際比較に用いうる包括的な情報は著しく少ない。唯一の量的データはいわゆる capital flight の推計値であろうが、これからみればかぎり資金調達規制の強い国では capital flight の割合が小さいようである⁷⁾、capital flight の事後的な大きさは規制だけでなくそのモチベーションの強さに依存するから、このことだけから意味のある立言をすることはさげなければならない。

しかしながら、LDCs における国際資金取引の主要な主体は言うまでもなく政府部門である。政府部門による資金調達は基本的に自己の裁量によるわけであるから、ほぼ自由であると考えてよいであろう。また資産運用の主要部分である外貨準

表1 アジア諸国の1974年における借入の資金コスト

	$i^* - \dot{p}/p$	$i^* - \dot{p}/p + \dot{e}/e$	M/Y
バングラデシュ	-5.4	7.2	26.1
ビルマ	1.1	7.1	33.7
インド	1.2	3.7	50.1
インドネシア	-5.6	4.1	25.7
韓国	-6.7	-1.2	39.3
マレーシア	3.4	3.0	64.0
パキスタン	-0.4	2.8	39.6
フィリピン	-0.3	5.2	25.3
バブアニューギニア	1.4	3.1	33.0
シンガポール	3.6	2.0	82.2
スリランカ	-5.3	8.7	32.5
タイ	3.5	4.8	49.8

資料および注: i は 1974 年における private creditor からの public debt (new commitment) の借入金利 (World Bank, *World Debt Table* による)。 \dot{p}/p および \dot{e}/e は 1974 年から 1983 年にかけての GDP デフレーターおよび為替レート (米ドルあたり各国通貨) の年複利変化率。 M/Y は 1983 年における money and quasi-money の GNP (又は GDP) に対する比率。資料はいずれも IMF, *International Financial Statistics*。

5) C. Gonzalez-Vaga [7]. 原資料は G. Donald, *Credit for Small Farmers in Developing Countries*, Boulder Col., Westview Press, 1971 であるが筆者は未見。

6) The World Bank, *World Development Report*, 1985, 第 5 章による。

7) *World Development Report*, 1985, p. 64 に推計値が示されている。

備の保有についても政府外からの規制なるものは考えにくい。それゆえ、LDCs の一国を国全体としてみると、内外資産の代替性に強い規制があると考えすることはできないであろう。もちろん、カントリー・リスクの問題等は当然に重要であるから、内外資産が完全に代替的であるということとはできない。政府部門の行動がドミナントである国全体に関するかぎり、内外資産の間の関係はいわゆる不完全な代替性を有していると想定することが妥当と思われる。

いまこのことを1974年におけるアジア諸国の国際借入を例にとって検討しよう。表1は1974年における各国の借入コストを示したものである。ここで i^* は各国政府部門の(民間の貸手からの)新規借入の金利であり、 \dot{p}/p はこの借入の平均期間(実際の平均期間は10.6年であるが、データの利用可能性から1974年から1983年の9年間としてある)における(年あたり)物価上昇率、 e/e は同じ期間における対米為替レートの(年あたり)減価率を示す。したがって、 $i^* - \dot{p}/p$ は各国の実質借入コスト、 $i^* - \dot{p}/p - e/e$ は為替レートの変化をも織りこんだ資金コストを示す。前者は多くの国でかなり低く、また負であることも多いが、後者は必ずしも低いとは言えない。2つの仮説をたてよう。第1の仮説は、内外資産がリスク・プレミアムを考慮したかたちで不完全な代替財であるということである。すなわちリスク・プレミアムを α で内外実質金利を r および r^* で、実質為替レートを θ で示すと⁸⁾

$$r = r^* + \theta / \theta + \alpha$$

である。第2の仮説は実質金利が M/Y 比率の減少関数であるということである。すなわち

$$r = a + bM/Y; a > 0, b < 0.$$

これはLDCsの実質金利のデータを得ることが容易でないことから、金融セクターの近代化の程度すなわち M/Y の大きさによって示されるOFMのUFMに対する相対的大きさが、経済全体の実質金利のレベルを規定しており、それと負の相関をもっているという仮説である。金融セクターの

8) この関係はリスク・プレミアムを考慮した金利平価すなわち $i = i^* + e/e + \alpha$ と同値である。

近代化は経済の黒字主体と赤字主体の間の資金循環をスムーズならしめることにより、貯蓄投資を均衡させる実質金利を引下げると考えられている。

以上2つの仮説の下で、 $r = i - \frac{\dot{p}}{p}$, $r^* = i^* - \frac{\dot{p}^*}{p^*}$, $\theta = \frac{e\dot{p}^*}{p}$ という定義を用いると次式が導かれる(i , p は名目金利および物価、 e は名目為替レート、 $*$ は外国を示す)

$$i^* - \frac{\dot{p}}{p} + \frac{e}{e} = a - \alpha + b \frac{M}{Y}$$

表1のデータによるこの式の計測結果は⁹⁾

$$i^* - \frac{\dot{p}}{p} + \frac{e}{e} = 7.61 - 0.71 \frac{M}{Y}; \bar{R}^2 = 0.28$$

(5.31) (-2.22)

である。カッコ内は t -値を示す。計測結果は、1974年におけるアジア諸国に関して内外資産がリスク・プレミアムを含んだ意味で不完全な代替財であるとの想定を一応支持するものであると行うことができよう。

[2] 財政赤字とその調達

本節では第1次石油ショック後における先進国とLDCsの財政赤字の拡大傾向を検討し、その拡大が70年代以降の先進国経済の停滞という事実に通因をもっていることおよび赤字の資金調達方法が国内金融セクターの近代化の程度に密接に関連していることを指摘する。

IMFの *International Financial Statistics* によって、1962年以降については24ヵ国、1968年以降については29ヵ国について政府民間部門別の貯蓄投資差すなわち黒字額のGNPに対する比率を計算することができる。表2はそれを示したものである。これから、1974年以降工業国で政府部門の赤字が拡大し、それが1980-83年の期間にまで継続していることがわかる。他方LDCs(中所得国および低所得国)をみるとその赤字拡大は石油ショック以前から生じていることおよびその拡大が1974年以降加速していることが知られる。

9) 計測にあたって韓国は排除。これは同国では *curb market* がいわば特異なかたちで発達しているため、 M/Y が著しく低いという事情を考慮した措置である。

表2 政府民間両部門の貯蓄投資バランスの推移

	政府部門貯蓄超過(対 GNP 比)				民間部門貯蓄超過(対 GNP 比)			
	1962-67	1968-73	1974-79	1980-83	1962-67	1968-73	1974-79	1980-83
工業国	(-1.4)	(-0.4)	(-3.6)	(-4.6)	(-1.7)	(0.5)	(1.6)	(2.6)
イギリス	1.9	2.1	-2.7*	-2.8*	-2.1	-2.2*	1.7	4.3
オーストリア	-7.8	-1.9	-3.7*	-3.7	1.7	2.0	2.0	2.7
デンマーク	1.7	2.1	-2.3*	-7.7*	-3.2	4.0	-1.1*	4.6
イタリア	-1.1	-3.9	-8.7*	-11.4*	1.0	3.9	6.9	2.4*
オランダ	0.4	0.7	-1.5*	-5.0*	-0.4	-3.5*	2.7	6.6
ス イ ス	0.2	0.1*	-0.7*	-0.2	0.8	1.2	4.7	2.7*
カナダ	0.3	1.1	-1.5*	3.9	-2.3	-1.2	-0.3	3.4
フィンランド	-0.6	2.7	1.1*	-0.8*	-1.7	-3.4*	-3.6*	-1.0
アイルランド	-5.2	-5.9*	-12.0*	-15.2*	-8.4	3.1	5.2	4.3*
オーストラリア	-2.2	-1.4	-3.6*	-2.0	-0.7	0.7	2.3	-2.1*
ニュージーランド	n. a.	-0.1	-0.2*	-5.3*	n. a.	-0.0	-4.5*	0.7
中所得国	(-1.3)	(-2.4)	(-4.7)	(-6.7)	(-1.1)	(-0.7)	(-0.0)	(0.7)
ギリシャ	-1.6	-2.1*	-3.6*	-7.0*	-1.1	-0.4	1.0	5.2
南アフリカ	-2.7	-3.6*	-5.2*	-3.2	5.1	2.1*	3.2	1.3*
ブラジル	-3.0	-0.5	0.1	-0.0	2.5	-1.3*	-4.6*	-4.8*
エルサルバドル	-0.1	-0.6*	-0.5	-5.2*	-2.2	-0.5	-3.3*	1.9
ホンジュラス	0.5	-2.0*	-1.1	-4.9*	-2.0	-2.2*	-0.8	-0.6
ニカラグア	-0.4	-1.6*	-6.4*	-17.6*	-4.2	-3.1	1.9	1.9
パ ナ マ	-1.3	-5.7*	-8.0*	-5.3	-2.9	0.4	-1.9*	0.7
ジャマイカ	-2.7	-3.7*	-12.3*	-16.9*	-4.4	-6.9*	6.1	5.5*
キプロス	n. a.	-0.1	-8.3*	-7.0	n. a.	-2.7	-0.8	-1.2*
ヨルダン	-15.1	-24.9*	-28.1*	-22.2	19.4	23.8	44.0	42.4*
フィリピン	-0.5	-1.0*	0.4	-0.3*	-2.5	1.4	-3.9*	-4.9*
タ イ	-0.9	-3.3*	-2.5	-3.5*	0.5	0.7	-1.0*	-0.5
ケ ニ ア	n. a.	-3.1	-3.9*	-5.1*	n. a.	0.2	-3.5*	-3.5
モロッコ	n. a.	-3.4	-10.3*	-10.7*	n. a.	5.6	7.3	7.6
低所得国	(-4.0)	(-4.7)	(-8.1)	(-8.5)	(0.6)	(1.0)	(-0.5)	(9.5)
スリランカ	-6.2	-7.3*	-10.3*	-17.2*	4.0	-1.4*	-3.4*	6.7
イ ン ド	-2.0	-1.5	-2.2*	-3.7*	-2.8	-1.4	1.1	1.6
パキスタン	n. a.	-1.0	-3.3*	-2.1	n. a.	-0.9	4.7	10.4
ザイール	n. a.	-8.1	-16.6*	-11.1	n. a.	7.5	-4.3*	19.1

資料: IMF, *International Financial Statistics*.注: ()内は平均値。*は前期にくらべて減少したことを示す。政府部門貯蓄超過は $(S_g - I_g)/Y$, 民間部門のそれは $(S_p - I_p)/Y$ 。IFSの記号で, $S_g = 81 - 91f$, $I_g = 82 - 91f$, $S_p = S - S_g$, $I_p = I - I_g$, $S = 99a - 91f - 96f + af(77afd + 77ahd)$, $I = 93e + 93i$, $Y = 99a$ 。afが利用可能でない場合はae, 1/ah又は1/agを用いた。77ahdが利用可能でない場合は77agdを用いた。

すなわち、たとえば平均値でみると中所得国では-1.3, -2.4, -4.7, 低所得国では-4.0, -4.7, -8.1と加速しているのである。

こうした世界的な政府赤字の拡大は何故生じたのか。まず先進国の事情を考えよう。まず歳入面では70年代以降の経済成長の鈍化が、税制の所得弾力性を通じて、税収の伸びの鈍化をもたらしたことが重要であろう。歳出面では、同じ高成長から低成長への移行が、産業調整・所得再分配のための支出を増加させたことが注目されねばならない。表3は世銀の*World Table*から中央政府の

経常支出に占める移転支払および補助金の比率を1970年以降(データのえられる全ての国について)示したものであるが、これが西独を除く全ての先進工業国について1977年に増加していることが確認されよう。

次にLDCsについてみると事情はより複雑であるが、その財政赤字拡大が70年代にはいつからの先進国経済の停滞化とある種の関連性をもっていることを指摘することができる。まず歳入面では、LDCsの財政収入が1次産品輸出に強く依存していることおよび1次産品価格が70年代

表3 中央政府の支出

	経常支出における 移転支払および補助 金の割合 (%)			資本支出の経常支 出に対する比率 (%)		
	1970	1977	1980	1970	1977	1980
工業国	(63.7)	(69.3)	(69.6)	(14.4)	(11.4)	(10.5)
オーストラリア	63.1	74.5*	74.8	10.0	11.1*	7.3
ベルギー	69.4	72.1*	72.6*	13.5	10.1	11.1*
デンマーク	63.8	73.1*	75.8*	8.1	5.8	4.8
西ドイツ	61.1	61.0	59.9	10.6	8.8	8.1
アイルランド	72.7	74.8*	74.7	16.2	10.6	12.7*
日本	75.3	79.0*	80.9*	29.0	29.4*	28.7
ルクセンブルグ	72.3	74.5*	73.1	13.8	12.0	17.1*
ニュージーランド	54.5	66.4*	64.5	15.5	9.3	6.6
スペイン	44.8	47.2*	50.3*	20.2	16.5	11.7
スウェーデン	66.6	75.8*	78.7*	9.8	7.8	4.9
スイス	61.7	70.2*	69.7	14.6	9.0	7.4
イギリス	59.5	63.1*	60.4	11.7	6.5	5.8
途上国	(33.7)	(34.6)	(35.1)	(30.4)	(48.5)	(33.6)
アルゼンチン	50.0	51.9*	56.9*	33.3	46.0*	20.7
ブラジル	67.6	71.3*	76.0*	13.2	8.4	6.3
キプロス	28.9	30.6*	39.2*	20.1	28.1*	24.6
エルサルバドル	32.5	27.8	23.9	14.5	36.2*	28.9
フィジー	4.9	10.6*	13.6*	28.3	44.0*	34.5
イラン	17.1	22.4*	24.6*	62.9	68.6*	32.1
韓国	52.4	39.8*	43.1*	35.2	19.9	17.7
モロッコ	15.7	21.9*	23.9*	37.4	105.4*	50.6
ニカラグア	18.7	25.4*	18.3	35.0	78.3*	25.3
ペルー	29.6	22.0	31.0	11.4	41.4*	43.9*
スリランカ	61.7	51.0	41.5	32.6	37.3*	82.8*
トルコ	34.4	38.3*	33.4	38.9	41.2*	39.3
ベネズエラ	24.2	26.4*	30.3	32.5	75.4*	30.3

資料: World Bank, *World Table* (Third Edition).

注: ()内は平均値。* は前の年次にくらべて増加したことを示す。
移転支払・補助金は transfer to other levels of government および other transfers and subsidies の和。経常支出は金利支払を含まない。イランの1980年の数字は1979年の数字で代用。

後半からおそらく、先進国経済の停滞を反映して(この点きっちりしたチェックが必要だが)、長期的に低下してきたことがあげられねばならない。このことは直接的には従価輸出税収入と政府系輸出企業からの税外収入の減少を通じて、間接的には法人税、消費税等の減少を通じて歳入圧迫要因となったのである。また70年代が世界的インフレの時期であったことを考えると、インフレによる実質税収減少という要因も考えねばならない。インフレ下では、物品税・輸出入関係における *ad rem tax* の多用、税の collection lag, tax base の評価の非現実性などの要因から LDCs の実質

税収が低下する傾向があることは、近年しばしば指摘されている(たとえば Tanzi [14] [15] など)。次に歳出面については、60年代末から70年代なかばにかけての1次産品ブーム下での政府収入の一時的増加による政府支出の増加とその固定化という要因が重要である。政府支出の増加は経常・資本支出の両面で生じた。また表3にみられるように中央政府経常支出にせめる移転支出・補助金のシェアは LDCs においても急増している。この補助金増のうちには石油ショックの消費者への転嫁(pass through)を防ぐための公共輸送機関に対する補助金供給増などが含まれている。またその他経常支出増加項目としては政府部門の雇用・賃金増などが重要である。資本支出増はいうまでもなく政府の産業・社会資本部面での投資増加を反映している。この支出増の拡大に国際借入が大きな役割を果たしたことは言うまでもない。ところで、ここで重要なことは、経常支出における補助金等のシェアが歳入事情の悪化した1980年にいっても拡大しているのに対し、資本支出の経常支出に対する比率は1980年には大幅に切下げられているということである。歳出の固定化にともなう財政赤字の拡大は主として経常支出の固定化により生じたのである¹⁰⁾。

以上から、LDCs の財政赤字もまた70年代の先進経済の停滞に密接にかかわっていることが示唆されたと言える。しかしながら、以上の説明では、1974年以降における財政赤字の拡大の加速を説明しても、それ以前における財政支出の拡大の開始という事実を説明するものではない。この点をも考えるためにはよりブロードな LDCs 工業化の国家主義的・社会主義的傾向あるいは工業化に附随する市場の失敗と政府介入の必然性等の要因を考えねばならない。たとえば、プレスト(A. R. Prest [11])は LDCs における政府支出増への圧力要因として、(i) 人口増加による社会支出・

10) ただし項目別支出における社会支出(social expenditure)については、経常支出だけでなく資本支出についても固定的であることが指摘されている。資本支出のうち大きな削減をうけたのは主として生産・インフラ関係の支出である。この点については、N. Hicks and A. Kubish [8] 参照。

生活基盤面での支出増の必要, (ii) 政府支出による経済的社会的改善を求める強い local opinion の出現, (iii) 南北格差は正に関する world opinion の高まり等の要因をあげている. またエシヤク (É. Eshag [6]) は, (i) マーケットメカニズムの低効率性, (ii) 所得分配の不平等による発展パターンのゆがみ, (iii) 個人と社会でのコスト・ベネフィットの乖離, (iv) 幼稚産業保護等動学的調整の必要などの理由から LDCs における政府介入の必然性を主張している. しかしながら, これらの主張は重要ではあるものの問題点からまぬがれているわけでないこともまた指摘される必要がある. たとえばプレストのあげる人口要因については, 社会支出の供給に関してはたらく規模の経済性を考慮せねばならないし, エシヤクのタイプの議論に対しては特に LDCs における価格市場メカニズムの機能を重視する立場から強い批判があることはよく知られている.

さて, 以上によって 70 年代において, 世界的に政府赤字拡大の傾向のあったことおよびそこには無視しえない共通の要因のあったことを一応確認したものとして, 次に政府赤字のファイナンスの問題にすすもう.

簡単に, 政府赤字のファイナンスが国内からの調達と国外からの調達の 2 方法によってなされるものとする¹¹⁾, その間の選択とその帰結には国内金融市場の発達度合が強いかかわっているものと考えられる. さきにわれわれが指摘したように OFM と UFM の間の代替が限られているものとする, UFM のシェアの大きい未発達な金融市場をもつ国ほど, その政府赤字調達を国際借入に依存する度合が高いと考えられよう. UFM のシェアを一応 M/Y 比率を用いて示すことができるものとするこの点は表 4 のような回帰分析により一応の検証を行うことができる. 表 4 は 1975-78 年間の平均的な政府赤字の国内調達比率をそ

表 4 政府赤字の国内金融比率への回帰分析 (1975-78 平均)

サンプル (サンプルサイズ)	独立変数			\bar{R}^2	方程式番号
	定数	M/Y	$(I_g - S_g)/Y$		
(1) 工業国(10)	0.66*** (2.97)	0.31 (0.47)	—	-0.05	(1)
	0.78*** (3.54)	-0.29 (-0.53)	4.66 (1.53)	0.10	(2)
(2) 工業国および 中所得国(24)	0.31** (1.84)	0.87*** (2.30)	—	0.16	(3)
	0.29* (1.68)	0.84*** (2.08)	0.61 (0.35)	0.12	(4)
(3) 工業国, 中所得 国および低所得国 (30)	0.32*** (2.31)	0.86*** (2.60)	—	0.17	(5)
	0.28*** (1.90)	0.86*** (2.54)	0.63 (0.57)	0.14	(6)
(4) 主要債務国(12)	-0.07 (-0.26)	1.79** (2.14)	—	0.25	(7)
	-0.18 (-0.64)	1.72** (2.12)	2.08 (1.27)	0.29	(8)

注: 政府赤字の国内調達比率はそれぞれ政府赤字額, 国内調達額の 1975-78 年 4 年間の合計値の比率. $(I_g - S_g)/Y$ における $I_g - S_g$ は政府赤字額の 4 年間合計値, Y は同 GNP の 4 年間合計値. データは World Bank, *World Table* (The Third Edition). M/Y は各年の money plus quasi-money の GNP 比の 4 年間平均値. データは IMF, *International Financial Statistics*. *, **, *** はそれぞれ 20%, 10%, 5% の有意水準で有意であることを示す. 分析に含まれた国名は次のとおり. オーストリア(IC), ベルギー(IC), フランス(IC), イタリア(IC), オランダ(IC), カナダ(IC), フィンランド(IC), ギリシャ(MIC, B), イギリス(IC), トルコ(MIC), オーストラリア(IC), ニュージーランド(IC), 南アフリカ(MIC, B), エルサルバドル(MIC, B), ニカラグア(MIC, B), パナマ(MIC, B), スリランカ(LIC), インド(LIC), インドネシア(MIC, B), マレーシア(MIC, B), パキスタン(LIC, B), フィリピン(MIC, B), タイ(MIC), ザイール(LIC, B), エチオピア(LIC), ケニア(MIC), マラウイ(LIC, B), モロッコ(MIC), チュニジア(MIC), バブアニューギニア(MIC, B). ただし IC は工業国, MIC は中所得国, LIC は低所得国を示す. B は IMF, *World Economic Outlook* (April 1985, p. 201) において official borrower または market borrower のいずれかに指定されている主要な債務国を示す.

の間の平均的な M/Y 比率および平均的な政府赤字・GNP 比 $((I_g - S_g)/Y)$ に対して線型回帰したものである. 政府赤字・GNP 比は関係のスケール要因を斟酌するために追加された変数である. 分析のサンプルは先進工業国 10, 中所得国 14, 低所得国 6 の合計 30 国であり(そのうち 12 国が主要債務国), これは次のような手続から定められた. すなわち, データ・ソースたる *World Table* と *International Financial Statistics* に収録されている国の集合の共通集合から, (i) 人口百万人以下の小国, (ii) 中近東諸国¹²⁾, (iii) 世界銀行

11) より厳密には国内調達を中央銀行から行うか (money finance) 市中から行うか (bond finance) の問題があるし, 国外調達についても銀行借入か外債発行かという問題があり, さらに concessional loan の利用可能性の問題も関係してくる.

の定義で高所得石油輸出国とされる国, (iv) 必要なデータのない国および(v)当該期間政府財政が黒字であった国の5つの範疇に属する国を除いた諸国を全てとりあげるという手続である。

表4から明らかなように、 M/Y は工業国だけのサンプルについては有意でない。しかし工業国とLDCsを合わせたサンプルおよび主要債務国のみのサンプルではいずれも高度に有意であり、また符号も適切である。特に主要債務国のみのサンプルでは係数の値がその他のケースにくらべてほぼ2倍になっていることが注目される。いわゆる債務の累積問題は国内金融の発達と密接な関連にあることが推察される。ちなみに、スケール要素である $(I_g - S_g)/Y$ の値はいずれのばあいも有意でない。

[3] 経常収支函数の計測

本節では先進国、LDCsをともに含んだスペクトラムの上でクロス・カントリーの経常収支函数を計測することを試みる。

基本的なアイデアはいわゆる小国のケースにおけるISバランス・アプローチである。このアプローチでは実質為替レートに関する期待が定常化する中期均衡において、貯蓄投資差が与えられるとそれに等しい経常収支をもたらすよう実質為替レートが定まることになる。また、内外資産が不完全な代替財であるとき、資産保有者による本国通貨建資産の外国通貨建資産による代替は実質金利の上昇を通じて投資の縮小したがって経常収支の改善をもたらすこと、同様に赤字主体による本国通貨建負債の外国通貨建負債による代替は実質金利の低下、投資の拡大、経常収支の悪化をもたらすことを容易に示すことができる。

さてわれわれは以上において第1にLDCsにおいても政府行動を考えると内外資産の代替の程度は決して低くなく、いわゆるリスク・プレミアムを考慮した不完全代替の状況が成立していると考えて差支えないことを指摘した。先進国においてもポリティカル・リスク、デフォルト・リ

スクを考慮すると内外資産の代替性は決して完全ではなく、ブロードなパースペクティブではLDCsと類似の状況にあると想定することができよう。第2に、われわれは先進工業国、LDCs双方の政府赤字が、世界経済の動態を反映するかなり長期的な要因に規定されて拡大してきたことを指摘した。それゆえISバランスのうち政府部門のそれは一応各国にとって外生変数とみなすことができよう。第3にわれわれは所与の財政赤字のファイナンスの方法は各国における金融セクターの発展度に依存しており、その指標たる M/Y が大なるほど国内調達すなわち本国通貨建資金調達の割合が高いことを示した。国内調達が大きいことは、政府負債によってOFMにおける民間負債がクラウド・アウトされることを意味する。それゆえISバランス・アプローチにおいてはISバランスのうち民間部門の投資・貯蓄差が国内調達割合したがって M/Y の減少函数であることになる。すなわちUFMのシェアの小さいそれゆえ M/Y の高い国においては、政府赤字の国内調達比率が高く、民間投資のクラウド・アウトされる程度が高く、したがって所与の財政赤字の下での経常収支は改善されることになる。

以上の考察からわれわれは1975-78年間の平均的な経常収支・GNP比率を同じく平均的な政府赤字のGNP比率 $((I_g - S_g)/Y)$ および平均的な M/Y に線型回帰するという方法をとった。サンプルは表4で用いたのと同じ方法(ただし(v)の手続は除く)によって定め、今回は先進国13、中所得国16、低所得国8の合計37ヵ国からなるサンプルを採用した。

ところで各国の経常収支・GNPは現実には上記以外の多くの要因の影響をうけて定まっている。このことを考慮してわれわれのモデルの安定性をチェックするため次のような3つの変数を追加してみた。

(i) 純石油輸出国ダミー……IMFの定義におけるその他純石油輸出国(other net oil exporter)を1とし¹³⁾、そうでない国をゼロとするダミー。

12) 中東諸国を除くのは戦争による財政赤字の問題があるからである。

13) IMF, *World Economic Outlook*, April 1985, p. 201 参照。

表5 経常収支の対 GNP 比の回帰分析(1975-78 平均)

サンプル(サンプルサイズ)	独 立 変 数						\bar{R}^2	方程式 番号
	定数項	M/Y	$(I_g - S_g)$ /Y	純石油 輸出国 ダミー	実質為替 レート政 策ダミー	所得税 比率		
(1) 工業国(13)	-0.08*** (-3.12)	0.12*** (2.59)	-0.18*** (-2.26)	—	—	—	0.37	(1)
(2) 工業国および中所得国(29)	-0.08*** (-5.22)	0.11*** (3.12)	-0.14** (1.90)	—	—	—	0.28	(2)
	-0.09*** (-5.60)	0.11*** (3.45)	-0.16*** (-2.25)	0.03* (1.62)	—	—	0.33	(3)
	-0.08*** (-4.34)	0.10*** (2.74)	-0.13** (-1.74)	—	-0.01 (-0.77)	—	0.27	(4)
	-0.11*** (-5.29)	0.12*** (3.67)	-0.14** (-2.00)	—	—	0.08** (2.04)	0.36	(5)
(3) 工業国, 中所得国および低所得国(37)	-0.10*** (-5.51)	0.15*** (3.24)	-0.13* (-1.55)	—	—	—	0.24	(6)
	-0.11*** (-5.82)	0.14*** (3.38)	-0.14** (-1.72)	0.03* (1.55)	—	—	0.27	(7)
	-0.08*** (-4.11)	0.12*** (2.59)	-0.11 (-1.29)	—	-0.04*** (-2.17)	—	0.31	(8)
	-0.13*** (-5.13)	0.15*** (3.42)	-0.13* (-1.54)	—	—	0.08* (1.48)	0.27	(9)
	-0.12*** (-2.82)	0.20 (1.32)	-1.15 (-0.67)	—	—	—	-0.00	(10)

注: 分析に含まれた国名は次のとおり。オーストリア(IC), ベルギー(IC), デンマーク(IC), フランス(IC), イタリア(IC), オランダ(IC), スイス(IC), カナダ(IC), フィンランド(IC), ギリシャ(MIC), イギリス(IC), アイスランド(IC), トルコ(MIC), オーストラリア(IC), ニュージーランド(IC), 南アフリカ(MIC), ブラジル(MIC), エルサルバドル(MIC), ホンジュラス(MIC), ニカラグア(MIC), パナマ(MIC), スリランカ(LIC), インド(LIC), インドネシア(MIC), マレーシア(MIC), パキスタン(LIC), フィリピン(MIC), タイ(MIC), ザイール(LIC), エチオピア(LIC), ケニア(MIC), マラウイ(LIC), モロッコ(MIC), シェラレオネ(LIC), タンザニア(LIC), アパーボルタ(LIC), バブアニューギニア(MIC)。経常収支の GNP 比は 1975-78 年 4 年間の経常収支の和の GNP の和に対する比率。M/Y は各年の money plus quasi-money の対 GNP の 4 年平均値。 $(I_g - S_g)/Y$ における Y, I_g および S_g はそれぞれ GNP, 政府支出-政府消費および政府収入-政府消費の 4 年間の和。データは全て *International Financial Statistics* による。

この変数の増加は経常収支・GNP に正の効果を与えることが予想される。

(ii) 実質為替レート政策ダミー……各国について 1970 年から 1980 年にかけての CPI の年あたり変化率と対米為替レートの年あたり変化率の差を計算し、これが 10% を越える国には 1 をそうでない国にはゼロを与えた。各国についてかりにその国にとっての外国の CPI 変化率が 10% に等しいものとする、このダミーが 1 の国では実質為替レートが割高化し、ゼロの国では割安化していることを意味する。すなわちダミー = 1 の国では相対的に inward-oriented policy が、ダミー = 0 の国では相対的に outward-oriented policy がとられたことを示唆している¹⁴⁾。このダミー変

数の増加は経常収支・GNP 比率に負の効果を与えることが予想される。

(iii) 所得税比率……世銀の *World Table* から所得税(tax on income, profit and capital gains)の中央政府歳入(current revenue)に対する比率をとる。この比率の高いほど税制は所得(物価)に対して弾力的であり、インフレ下で実質税収の増加による民間アブソープションの低下が生じると考えられる¹⁵⁾。それゆえこの比率の増加は、経常

とった方法はもちろん非常に便宜的である。外的ショックに対する構造調整政策のスタンスについての包括的かつ厳密な研究は B. Balassa [1], [2] などに与えられている。

15) 先進国については所得税の累進性からインフレ下で実質収入が増加することはよく知られている。一般に LDCs では所得税の割合は低くかわってインフレに対して非弾力的な *ad rem tax* の割合が高い。このばあいインフレ下では実質税収の増加は小さく減少

14) inward-oriented または outward-oriented の policy stance を判定するための方法としてわれわれの

収支・GNP 比率を引上げるものと予想される¹⁶⁾。

計測結果は表5に示されている。工業国とLDCsを合わせたサンプルではM/Yおよび政府財政赤字の係数は十分に有意であり符号も適切である。先進工業国のみのサンプルでも両変数は有意であるが、このサンプルでは表4の分析で有意でない結果がえられている。逆に主要債務国のみのサンプルでは表4の分析で有意な結論がえられたのに対し、ここでの分析での結果はおもわしくない。

それゆえ表4と表5を合わせて考えると、われわれの仮説は先進工業国とLDCsをともに含む国際比較のパースペクティブで有効であると言うことができよう。追加された3変数についても方程式(4)を除いて一応有意で符号の適切な結果がえられている。

[4] 結 語

マッキノン「低開発諸国における金融市場の抑圧と自由化問題」と題する1981年の論文において次のように述べている。「低開発国にとって重要なことは抑圧(repression)された金融セクターを経済の主導部門に転換することである。金融セクターを抑圧されたままの状態においておくことのコストはきわめて大きい。問題は主として国内的である。政策の誤りによって生じた金融的抑圧の下での資本不足の問題を国際金融秩序の問題に関連づけて考えることは正しいとは言えない」(R. Mckinnon [10])。

われわれの以上の作業は、国際債務の問題が国内金融市場の発展度にかかわっていることを示すことにあった。マッキノンの言う「問題の国内的側面の重要性」を別の角度から照射したものであると言うことができよう。

しかしながら、マッキノンは金融市場の未発達の原因を政策上の誤り——彼のばあいには金利・準備率等の規制政策の誤り——に求めているのであるが、この点ではわれわれは大いに意見を異に

する。LDCsの金融セクターは必ずしも英米型のマネー・パラダイムになじまない側面があり、単に金利規制撤廃の自由化政策が十分な金融的発展をもたらすか否かについて、われわれは著しく懐疑的である。詳しくは別稿にゆずるが、金融制度の発展は多大の社会的資源を要する長期的なプロセスであるというのがわれわれの基本的立場である。そうした制度的側面を無視して、海外借入利用による単なる物的資本設備の建設を真の経済発展過程と混同したところに現下の諸問題の主要な根源があると思われるのである。

(一橋大学経済研究所)

参考文献

- [1] Balassa, B., "Structural Adjustment Policies in Developing Economies," *World Development*, Vol. 10, No. 1, 1982.
- [2] Balassa, B., "Policy Responses to Exogenous Shocks in Developing Countries," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, May 1986.
- [3] Bruno, M., and Sachs, J., *Economics of Worldwide Stagflation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1985.
- [4] Drake, P. J., "The Development of Equity and Bond Markets in the Pacific Region," A. H. H. Tan and B. Kapur, eds., *Pacific Growth and Financial Interdependence*, Allen and Unwin, Australia, 1986.
- [5] Dornbusch, R., "Policy and Performance Links between LDC Debtors and Industrial Nations," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1985.
- [6] Eshag, É., *Fiscal and Monetary Policies and Problems in Developing Countries*, Cambridge University Press, 1983.
- [7] Gonzalez-Vega, C., "Interest Rate Restrictions and Income Distributions," *American Journal of Agricultural Economics*, Vol. 59, No. 5, Dec. 1977.
- [8] Hicks, N., and A. Kubish, "Cutting Government Expenditures in LDCs," *Finance and Development*, Vol. 21, No. 3, Sept, 1984.
- [9] Krueger, A. O., *Trade and Employment in Developing Countries: 3 Synthesis and Conclusions*, NBER, The Chicago University Press, 1983.
- [10] Mckinnon, R., "Financial Repression and the Liberalization Problems within Less-Developed Countries," S. Grassman and E. Lundberg, eds., *The World Economic Order: Past and Prospects*, Macmillan, 1981.
- [11] Prest, A. R., *Public Finance in Developing Countries* (Third Edition), Weidenfeld and Nicolson,

する可能性さえあると言われる(V. Tanzi [13])。

16) 所得税比率の大きさが財政赤字に及ぼす影響は無視されている。

London, 1985.

[12] Sachs, J., "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1981.

[13] Tanzi, V., "Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina," *IMF, Staff Papers*,

Vol. 25, No. 3, 1978.

[14] Tanzi, V., "Fiscal Disequilibrium in Developing Countries," *World Development*, Vol. 10, No. 12, 1982.

[15] Tanzi, V., "Fiscal Policy Response to Exogenous Shocks in Developing Countries," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, May 1986.

The Economic Studies Quarterly Vol. 38 No. 3

(発売中)

季刊理論経済学

《Articles》

Shigemi Yabuuchi and Sumio Kakimoto: Higher Dimensional Issues in the Rybczynski Theorem with Nontraded Goods and Interindustry Flows

鳥居 昭夫: マクロ分配理論の動学的分析——バシネットィ・パラドックスをめぐる

鷺田豊明・置塩信雄: 予想貨幣賃金率と投資決定——ケインズ投資モデルの再考

今 喜 典: 銀行・顧客関係と企業成長

北川 雅 章: 中間目標政策と金融構造

大竹 文 雄: 失業と雇用保険制度

《Notes and Communications》

Jun Tsukamoto: Bequest Behavior and the Steady-State Interest Rate

Makoto Ohta: Hedonic Price Indexes of Japanese Cars Over 1970-83: A Note

《Book Reviews》

丸山義皓『企業・家計複合体の理論』(小尾恵一郎)

古川 顕『現代日本の金融分析』(金子 隆)

宮尾尊弘『現代都市経済学』(岸本哲也)

堀江康熙『現代日本経済の研究』(辻村和佑)

中込正樹『不均衡理論と経済政策』(伊藤隆敏)

Takeshi Amemiya, *Advanced Econometrics* (森棟公夫)

B 5 判・96 頁・定価 1300 円 理論・計量経済学会編集／東洋経済新報社発売