

発展途上国における対外借入とマクロ安定化政策*

——チリ、韓国の事例比較——

高 阪 章

はじめに

1970年代以降の発展途上国の経済運営に関する議論は、とくに第2次石油危機後、顕著となった途上国間のマクロ経済パフォーマンスの差異の原因をめぐって発展した¹⁾。すなわち、図式的には、累積対外債務の返済困難に陥ったラテンアメリカ諸国と輸出を中心として早々と成長力を回復した東・東南アジア諸国との対照に関心が集まった。この差異あるいは対照性が、各途上国にとっての「外生ショック(external shocks)」——交易条件の悪化、国際借入金利の高騰、先進工業国の景気後退、など——の大きさの違いに基づくものか、各国の当初の債務水準の差によるものか、各国の発展戦略が「市場志向型」か否かに基づくものか、あるいはまた各国のマクロ経済政策運営の違いによるものか、などが当初の論点となった。

その後の研究の進展は、上述の最後の仮説、すなわちマクロ経済政策運営の差が途上国間のパフォーマンスの差異を説明するという仮説を有力なものとしているように思われる。というのは、多数の途上国について国際比較を試みると、外生ショックの大きさ、当初の債務水準、発展戦略の型、とマクロ・パフォーマンスの間に一定の相関関係を見出すことが困難であるのに対して、外生シ

ックに対する政策当局の短期的調整の方向、および貿易財部門に関する長期的発展戦略と同パフォーマンスの間には相関が見出されるばかりでなく、一定の因果関係が想定し得るからである。

2度の石油危機によってはさまれた時期においては、多くの発展途上国が国際資本市場からの借入によって国内貯蓄不足をカヴァシ、相当程度の経済成長を遂げた。この「オイルマネー・リサイクリング」が(予想以上に)進展した背景には、原油価格急騰によるサブライ・ショックが先進工業国の景気後退とそれによる国際実質金利の低下をもたらしたことが重要な要素としてある。なぜなら、第2次石油危機後においては、同金利の上昇が累積債務問題の直接的原因の1つであり、それはまた途上国の「借入による成長」戦略の成果が1つには国際低金利によって支えられていたことを明らかにしたからである。さらに、累積債務問題は、債務返済能力を決定するものとしての貿易財部門の成長が上記戦略を支えるもう1つの柱であることを示している。「輸出志向工業化」を図っているとみなされる国の調整能力が概して高いのはその証左であると思われる。

以上のように途上国のマクロ経済政策運営の役割を考えると、ラテンアメリカのチリと東アジアの韓国の1970年代以降の経験を比較することは興味深い。というのは、チリは1970年代のラテンアメリカ「南部錐(southern cone)」諸国における「自由化実験」の優等生として称えられたが、その自由化=安定化プログラムは資本自由化を契機に失敗することとなったのに対し、積極的対外借入によって政府主導の輸出指向工業化を図った韓国は素早い戦略転換によって第2次石油危機を乗り越えたからである。これら両国における政策対

* 本稿は、筆者が一橋大学経済研究所客員助教授(1986年度)として同比較研究部門において実施した研究成果の一部である。研究を進めるにあたっては、同研究所の藤野正三郎、江口英一、尾高煌之助、寺西重郎、深尾京司の各氏をはじめ、「現代経済セミナー」参加者との議論が大きな刺激となった。ここに謝意を表したい。

1) Sachs[1985]は、これをめぐる諸論点を整理、展望している。

応は、借入による成長戦略に対するマクロ経済政策の役割を知る上で貴重な手掛りを与えてくれる。

経済発展戦略としての「自由化」政策を論じる場合、国内市場への政府介入による「歪み」の縮小、すなわち貿易・金融自由化が優先され、資本自由化および資本流入の役割については必ずしも積極的な評価が行われてこなかったように思われる。他方、累積債務問題との関連で途上国のマクロ経済政策が論じられる場合は、その短期的調整に関する側面に重点がおかれ、成長戦略の視点からの議論が不十分であることが多い。そこで本稿では、発展途上国の成長戦略における対外借入の潜在的役割がマクロ経済政策によってどのように支えられ、また損われ得るかを検討してみたい。

本稿の構成は以下の通りである。まず、第1節では発展途上国における債務政策について論じる。対外借入は資本流入の一形態として国内貯蓄を補填し、一国の生産能力を拡大する潜在的役割を果たすが、発展途上国にしばしば見出される構造的な条件を考慮するとき、対外借入については、その流入を市場機構に委ねることなく、ストック、フローの両方について政策当局が適切な管理を行う必要がある。次いで第2節では、対外借入による成長戦略において、マクロ経済政策が果たし得る役割は何かを検討する。対外借入は将来の債務返済を伴うことから、マクロ経済政策は債務返済を担う貿易財部門の発展を損うものであってはならないこと、そしてまた、同戦略においては国際経済環境の変化の国内経済へのインパクトが大きいから、同政策はそれに対して機動的に対応する必要があることが強調される。

第3、4節では、以上の分析視角に基づいてチリと韓国の互いに対照的な事例を振り返ってみる。チリの場合、借入戦略にとって極めて好ましくない状況で資本自由化を実施した上、状況の悪化を前にして政策転換の時機を失した。これに対し、韓国は、恵まれた国際環境の中で輸出志向工業化と借入戦略を齊合的に実施し、外生条件の悪化に対して迅速な戦略転換を遂げることができた。最後に第5節では、以上の考察の要約と結語が与えられる。

1. 発展途上国における債務政策

発展途上国における外国資本の流入形態には、銀行貸付など債務を伴うものと直接投資などそれを伴わないものがあり、両者はマクロ経済政策運営に対して異なる影響をもつ。すなわち、前者の場合、国際金利の変動が債務返済額の変動を通じて直接に借入国の対外均衡に影響を及ぼす。それだけに、1970年代に入り、国際資本市場の発達と共に民間商業銀行借款が大量に途上国に流入するようになると、却って対外不均衡の調整過程が長期化、深刻化して現在の債務問題に発展したのである。そこで以下では、とくに前者の債務を伴う資本流入に焦点を絞って、その経済発展に果たし得る役割を論じたい。

資本流入と経済発展

通常、資本流入は2つの役割を果たすといわれる。その1つは経済成長の促進であり、もう1つは対外収支の調整である。

いま、国内の投資限界効率がよく、一方国内貯蓄水準が低いために、資本移転がない場合の国内実質金利が同国際金利を上回るものとしよう。このとき、国際金利で借入を行って投資を拡大すれば、資本移動がない場合に比べて生産能力を高めることができるであろう。Cooper and Sachs [1985], Table 1-2 の数値例を用いると、投資収益率15%の開放小国経済が国際資本市場で借入コスト10%で投資資金を調達すれば、債務/GDP比率が50%のとき、同経済のGDPおよびGNPの定常均衡水準は、資本流入のない場合に比べ、各々8%と3%の増加をみることになる。このように、投資収益率が借入コストを上回る限り、資本流入の成長促進効果は潜在的に大きい。

次に、所得の一時的変動によって対外不均衡が生じるとき、これに応じて国内支出水準が変動するのは経済厚生その他の調整コストが大きい場合、対外借入を利用して支出水準の時間経路を平準化することができる。もっとも、実際には所得変動が一時的なものか恒常的なものかを判断することは一般に容易でない。例えば、現在、累積債務問題に悩む国の多くは、第2次石油危機の世界的景

気後退を一時的なものとし、対外借入によって拡大的経済政策を維持し、結局、その後の調整コストの大きさのために苦境に陥った。

債務管理の必要性

さて、資本流入が一国の生産能力を拡大し、また所得の一時的変動に対して支出水準の平準化に寄与し得るとしても、これらの役割は市場機構を通じた資本流入によって達成されるのであろうか。これに対する答は、発展途上国の場合、とくに否定的である。

なぜなら、まず、広範な公的介入による市場の「歪み」のため、市場均衡が効率的資源配分を達成するための前提条件が成立しない。公共投資の場合、公共部門の直面する価格体系が公的介入によって歪んでいるため、公共投資のもたらす社会的便益はしばしば過大評価され、結果として一国全体の生産能力の拡大への寄与も小さい。同様に、民間投資についても、輸入代替のための保護措置や過高為替レートによって投資配分は非効率的になりがちである。このため自由な資本流入は必ずしも成長促進的ではなくなる。

次に、資本流入の対外収支調整効果自体が、政策当局のマクロ経済運営における規律(discipline)を失わせる傾向をもつ。同効果が濫用され、しばしば、必要な構造調整を遅らせてマクロ的不均衡を深刻化するプロセスは次のようなものである²⁾。第1に、対外借入は国内貯蓄の代替財とみなされ、国内金融市場の育成など、国内貯蓄動員の努力を怠る。第2に、対外借入に依存して財政運営の規律が失われ、公共部門の放漫な消費支出、過大な投資の一方で、徴税能力の改善が遅れ、その結果、肥大化する公共部門赤字がマクロ財政金融政策の裁量度を減じる。そして第3に、これらマクロ経済運営への信頼が失われるため、資本逃避が生じ、益々対外不均衡を拡大してしまう。

また、発展途上国の場合はとくに、国際資本市場にアクセスできるのは政府、公企業など公共部門の他はごく一部の主要企業、銀行にすぎない。このとき政府は自国の対外評価や経済システムに

対する国内的信託を維持するため、これらの倒産を放置することはできない。すなわち、政府は何らかの救済措置をとることによって民間債務の「公共化(socialization)」を結果し、保険機能を果たすことになる。したがって、このような政府のビヘイヴィアを見込んだ企業、銀行は、それがない場合に比べ、期待収益率は高いがリスクの大きい投資機会に流入資本を運用しがちになると考えられる。このような「モラル・ハザード」もまた流入資本の投資効率を低める原因となる。

債務水準のガイドライン

以上みたように、発展途上国においては、資本流入に関して自由放任主義をとれば、投資効率は低下し、経済運営の規律が失われて、調整問題が深刻化する可能性が相対的に大きい。したがって、それを避けるためには、個々の対外借入案件に関してばかりでなく、フローおよびストックとしての資本流入全体に対しても適切な監視と管理を実施する必要がある。

もっとも、資本流入の適切な水準に関しては、対象国の経済構造や国際経済環境を問わないような汎用的な数量的ガイドラインは今のところ存在しない。その意味で、債務/所得比率、債務返済比率(Debt Service Ratio)、債務/輸出比率など、一国の債務返済能力を測るための指標は、それらが実務家の間で「信用度(credit worthiness)」を表わすものとして用いられている限りにおいて有用だというような循環論的意義をもつにすぎないと云えるかもしれない。

例えば、既述の定常均衡成長率と対外借入の例では、対外借入の投資収益率が借入コストを上回る限り、債務/GDP比率が高い程、成長率は高まることになる。しかしながら、GDPは各種の非貿易財生産を含んでおり、資本移動を伴う異時点間の予算制約が貿易財について満足されねばならないことを考えれば、債務返済能力をみる指標として債務/GDP比率は必ずしも適切ではない。

債務返済能力が貿易財生産力に依存するものとすれば、むしろ債務/輸出比率の方が同能力の変化をみる指標としては適当であるかもしれない³⁾。さらに、同比率によって返済能力をみると、国

2) World Bank [1985].

第1表 累積債務の構成, 1978-82 (単位: 10億ドル)

	(1) 対外債務 増 加	(2) 経常収支 赤 字	(3) うち 貿易収支 赤 字	(4) 直接投資 および 長期証券 投 資	(5) = (2) - (4)	(6) 外 貨 準 備 増	(7) そ の 他 = (1) - (5) - (6)
アルゼンチン	26.8	10.6	-6.8	7.2	3.4	0.3	23.1
ブラジル	48.8	58.4	4.7	11.5	46.9	-5.0	-3.1
チリ	11.5	11.4	3.9	1.3	10.1	2.0	-0.6
韓国	24.4	17.9	16.8	0.2	17.7	1.8	4.9

(資料出所) Dornbusch [1985], Table 8-3 および IMF, *International Financial Statistics*, (IFS), 各号.

際金利, 交易条件の変化が一国の債務政策に対して次のようなインプリケーションをもつことがわかる. いま, 債務残高を D , 輸出額を X , 経常収支を CA , そのうち利払を除いたものを CAN , そして名目借入金金利を i とすると (すべてドル建),

$$(\hat{D}/X) = (i - \hat{X}) - CAN/D$$

を得る⁴⁾. ただし, $\hat{X}$ は X の時間変化率を表わす. さらに, 輸出ドル価格を PX , 輸出数量を XR と書くと右辺カッコ内は,

$$i - \hat{X} = (i - \hat{PX}) - \hat{XR}$$

となる.

上式から, 債務/輸出比率が発散しないためには, 利払を除いた経常収支を所与とすると, 名目輸出成長率が名目金利を上回らなければならないこと, あるいは, 実質輸出成長率が実質金利を上回らなければならないことがわかる. また, 国際金利の高騰や輸出価格の低下による交易条件の悪化に対して必要となるマクロ安定化政策による調整の大きさや方向についても同式の示唆するところは重要である. 実際, 第2次石油危機後, 「問題借入国 (problem debtors)」となった諸国は, 調整の方向と時機の両面で同政策の運営を誤ったものと考えられるからである.

3) 現実には, 貿易財, 非貿易財の区別は容易ではない上, 貿易財生産と輸出生産の関係も一意的ではないから, その意味で債務/輸出比率にしても債務返済能力の指標としては不完全を免れない.

4) いま, 経常収支赤字による債務累積のみを考えると,

$$CA = -\dot{D}$$

ここで, $\dot{D} = dD/dt$ など. 他方,

$$CA \equiv CAN - iD$$

だから,

$$\dot{D} \equiv \dot{D}/D = i - CAN/D$$

2. 対外借入とマクロ安定化政策

このように, 発展途上国の成長戦略において対外借入の果たし得る役割は大きい, 一方, それは当局による適切な債務管理を必要とし, さらに

は同戦略と斉合的なマクロ安定化政策による支持が不可欠である. 本節では, 対外借入による成長戦略における同政策の役割とその波及メカニズムを検討してみたい.

対外不均衡と財政金融政策の硬直性

対外債務累積は, (1) ネット・ベースの資本流入, すなわち対外債務純増のうち直接投資等債務を伴わない長期資本流入を除いた部分, (2) 公的準備増, および (3) 民間部門の対外資産増から成るが, マクロ安定化政策との関連では (1) と (3) が重要 (relevant) である. とくに, 同政策運営の失敗, および政策当局に対する信頼感 (confidence) の欠除によって生じる資本流出 (資本逃避) は (3) に含まれ, その場合には必ず (1) を伴う. それゆえ, 基本的には (1) の動向が債務累積過程を支配するものと考えてよいであろう.

第1表はアルゼンチン, ブラジル, チリ, 韓国について第2次石油危機の累積債務の構成を示したものである. 同表によれば, 大量の資本逃避を招いたアルゼンチンを除き, 他の3国の累積債務はその大半が (1) のタイプの累積経常収支赤字——これは定義的に対外債務純増に等しい——のうち直接投資等債務を伴わない長期資本流入によってファイナンスされた部分を除いたもの (同表第 (5) 欄) で説明される.

一方, 経常収支赤字は, 国内の投資=貯蓄バランス, プラス公的部門赤字に等しく, その大きさが財政金融政策, 為替政策などのマクロ安定化政策によって左右される点をよく知られている. とくに, 発展途上国における債務管理の文脈においては, 安定化手段としての実質為替レート, すなわち内外インフレ格差調整為替レートの役割が

重要となる。このことを次にみてみよう。

多くの途上国においては、低所得のために課税ベースが小さいことや徴税効率が低いことのゆえに財政収入の基礎が脆弱である。他方、政府の工業化政策は、一般的傾向として、相対的に大きな財政支出を伴うため、財政赤字が珍しくない。また、投資促進のための低金利政策および信用割当の実施は、それだけでなく未発達な国内金融市場を「抑圧(repress)」し、公的部門は収入を上回る支出を中央銀行からの借入(貨幣発行)によって調達せざるを得ない。このように、財政政策と金融政策は、しばしば未分離で、野心的工業化戦略を背景にした拡大基調のゆえにその需要管理・安定化機能を失っている。

このような政府主導型の積極的工業化戦略は、「介入症候群(intervention syndrome)」⁵⁾とよばれるマクロ不均衡の典型的症状を呈する。すなわち、国内貯蓄を上回る投資、および財政赤字による対外不均衡(経常収支赤字)、そして財政赤字の貨幣化による国内不均衡(インフレーション)から、持続不可能となった同戦略は頓挫し、全面的引締の政策によって景気後退を迎えるという循環的パターンの繰返しである。

実質為替レートの役割

為替レートは、既にみた財政金融政策に比べ、直接的かつ機動的な政策手段として、対外不均衡の調整手段としてのみならず、しばしば国内不均衡の解消にも援用された。しかしながら、為替レートは、最近の期間についても、実際には必ずしも機動的に操作されてきたとは云い難い。むしろ、上述の安定化政策の不首尾が国内インフレを進行させ、実質為替レートを上昇(増価)させ、そして対外不均衡を拡大し、名目為替レート切下げを含む対外調整が不可避であることが明らかになった時点で初めて大幅切下げが断行されると云ったケースがほとんどであった。

とくに、慢性インフレが支配していた経済では、実質賃金水準を保証するため、賃金率を一般物価水準にリンクさせる何らかのインデクセーショ

ン・ルールが組込まれている。その場合、為替レートの切下げは輸入原材料・資本財・最終財の価格上昇を通じて物価上昇を引起すものと予想され、したがって、人々のインフレ期待を拡大するものと考えられる。そこで、インフレ抑制という国内均衡目標のために政策当局はまずインフレ期待の鎮静化を図り、その手段として為替レートを高目に維持する場合がある。

さらに、名目レートの切下げは外貨建債務の邦貨建価額を大きくするから、借入主体に資本損失を生じることとなる。借入主体が公的部門である場合には、それは財政負担を大きくし、民間部門であっても主要企業であれば、その社会的影響は無視できないかもしれない。したがって、累積債務額が大きい程、切下げを阻む国内的圧力は大きくなるであろう。このような実質レート調整に伴う実質債務負担の変化もまた為替レート切下げを遅らせる原因の1つである。

しかしながら、為替レートの過大評価(overvaluation)または過高為替レートは短期的にも中長期的にも対外均衡を損う要因である。そのメカニズムは、短期的には人々の期待形成を通じて、中長期的には資源配分への影響を通じて働く。

過高実質レートの短期的効果は、まず、設備および在庫投資、また原材料・資本財・耐久消費財輸入の急増となって、また、民間部門の資本流出となって現われる。為替レートの過大評価が認識され、大幅切下げが早晚不可避であるとする期待が拡がれば、合理的な経済主体は切下げ以前に上記投資および輸入計画を繰上げ、金融資産を外貨建に切換えようとするであろう。これらの期待に基づくビヘイビアは、結果として対外不均衡を加速的に拡大するという意味で不安定化的であり、期待は自己実現的である。切下げ実施後は逆に投資が急減し、価格が硬直的であれば、これらの景気変動の雇用への影響は深刻なものとなる傾向がある。

次に、過高実質レートは輸出財の国際競争力を低下させる。海外の競争財との相対価格の上昇が輸出パフォーマンスに与える影響は価格弾力性によるが、一般的に発展途上国の一次産品以外の輸

5) McKinnon [1973].

第2表 主要マクロ経済指標：チリ，1970-84 (単位：%)

	(1) 経済成長率 (GDP, 1980 年価格)	(2) インフレ率 (GDP デフレーター)	(3) 公的部門赤字 (対 GNP 比)	(4) 対政府信用増 (対国内信用 増比)	(5) 輸出増加率	(6) 経常収支 (対 GDP 比)
1970	1.4	32.5	2.7			-1.2
71	9.0	32.6	10.7		-20.2	-1.9
72	-1.2	79.1	13.0		-14.2	-4.0
73	-5.6	429.5	21.7	88.9	43.9	-2.7
74	1.0	692.3	10.5	85.1	101.6	-2.6
1975	-12.9	342.4	2.6	85.0	-37.4	-6.8
76	3.5	250.7	2.3	68.0	34.2	1.5
77	9.9	103.6	1.8	46.2	5.2	-4.1
78	8.2	56.5	0.8	8.7	13.1	-7.1
79	8.3	46.3	-1.7	4.0	57.2	-5.7
1980	7.8	29.2	-3.1	-26.3	19.9	-7.1
81	5.5	12.2	-1.6	-25.1	-16.4	-14.5
82	-14.1	13.3	2.4	14.6	-5.0	-9.5
83	-0.7	26.6		25.7	3.4	-5.4
84	6.3			30.9	-4.6	

(資料出所) (1), (2), (4)~(6): IMF, *IFS* および (3): Corbo [1985], Table 3.

出財の価格弾力性は高いから⁶⁾、過高実質レートが輸出を減少させ、貿易収支の悪化を通じて経常収支不均衡を拡大する効果は無視できないであろう。

さらに、過高為替レートは、輸出財、輸入競争財などの貿易財から非貿易財への需要シフトを起こし、中長期的に資源配分の変更を通じて貿易財生産の相対的縮小をもたらす。他方、資本流入を伴う異時点間の予算制約は貿易財について満足されなければならないことから、非貿易財が存在する場合、対外借入による成長戦略を維持するためには貿易財部門の相対的拡大が必要となる。すなわち、過高為替レートは貿易財部門の発展を阻害することによって当該経済の中長期的債務返済能力を低下させるであろう。

以上からわかるように、対外借入による成長戦略の成否は、外生的条件の変化に即応した適切な債務政策とこれと補完的なマクロ安定化政策の協働の有無に掛かっている。続く2節では、この視

6) 例えば、Dornbusch [1985], Table 11 の推定結果によれば、LDC の製品輸出国の輸出の価格弾力性は 1.24 および 1.15 である (1960-83 年)。また、韓国について筆者が試算したところによれば (第6表参照)、同弾力性の推定値は 1.45 であった。

点から、チリと韓国という2つの対照的事例を考察してみよう。

3. 自由化=安定化 政策と資本流入

——チリの事例——

自由化=安定化プログラム

1973 年 10 月に成立したチリの軍事政権は、インフレ抑制、政府介入の縮小、財政赤字の削減、生産構造の再編、および対外不均衡の解消を経済政策目標に掲げたが、その基調をなすものは統制

色の強かった前アジェンデ政権の路線を 180° 転回させた経済自由化路線であり、それを背景にした安定化政策であった。経済自由化は、国営企業の民間払下げ、金融規制緩和 (金利完全自由化・金融機関新增設など) の他、貿易面における全面的自由化推進がその柱を成した。一方、安定化の第1目標はインフレの抑制であり、これは金融引締めその他、財政赤字とその貨幣化を急速に縮小することによって実施された。

貿易自由化は、数量制限 (quantitative restriction) 撤廃、単一為替レートの設定の他、平均関税率の引下げと関税構造の一樣化が実施に移された。同自由化政策によって平均関税率は 1973 年の 94% から 33% (76 年)、さらに 10% (79 年) と引下げられた。これは、後述する為替レート政策と相俟って、国内相対価格の歪みを大幅に是正し、その資源配分への効果を通じて輸出部門、とくに非在来部門の輸出の急成長に果たした役割が大きかったものとされている⁷⁾。1975-80 年間における輸出額の伸びは平均 22.4% であったが、そのうち、従来主要輸出品目であった銅の占めるシェアは 83.3% (73 年) から 46.1% (80 年) に低下し、銅

7) Edwards [1986a].

第3表 実質為替レートと輸出および対外均衡: チリ, 1974-85

(単位: %)

	(1) 実質実効 為替レ ート切下率	(2) 実質実効 為替レ ート(邦貨建 指数) 1980-82 =100	(3) 輸 出 増 加 率 (銅を除く)	(4) 世界輸入 増 加 率	(5) 在庫投資 /GDP	(6) 固 定 資 本 形 成 /GDP	(7) 輸 入 /GDP	(8) 経常収支 /GDP	(9) GDP 成 長 率 (1980年 価格)
1974	-16.2	127.2	303.2	46.5					
1975	18.8	151.1	-19.9	3.9	-4.5	17.7	27.3	-6.8	-12.9
76	-10.1	135.9	26.4	15.5	-0.5	13.3	20.8	1.5	3.5
77	-7.1	126.3	19.9	13.2	1.1	13.3	22.4	-4.1	9.9
78	10.5	139.5	20.3	15.7	3.1	14.7	23.9	-7.1	8.2
79	-9.6	126.1	65.4	28.3	2.9	14.9	26.1	-5.7	8.3
1980	-16.8	104.9	26.2	23.0	4.3	16.6	27.0	-7.1	7.8
81	-11.9	92.4	-13.0	-1.0	4.1	18.6	26.8	-14.5	5.5
82	12.1	103.6	-9.7	-5.7	-3.4	14.6	21.3	-9.5	-14.1
83	26.0*	125.3*	1.1	-3.5	-2.2	12.0	21.3	-5.4	-0.7
84	1.9*	127.7*	3.5	6.1	1.3	12.3	25.3		6.3
85	23.2*	157.3*	-0.4		-0.5	14.2	26.3		2.4

(資料出所) (1),(2): Morgan Guaranty Trust 資料より, (3)~(9): IMF, IFS.

*: 1983-85年のデータはそれ以前のものと不連続である。

を除く輸出は平均 31.6% の伸びを示した。

第2表は自由化=安定化政策以後のチリの主要マクロ経済変数の推移を示したものである。軍事政権による価格統制の緩和はインフレを顕在化させ、1974年のインフレ率(GDPデフレーター)は600%以上にものぼった。しかしながら、財政赤字縮小の断行によるインフレ抑制策は1978年にインフレ率を2桁台に、低下させることに成功した。1974年からの財政改革は、歳出の大幅削減と国有資産売却および付加価値税導入による税収増によって、GDP比20%にものぼった財政赤字を急速に縮小させ、対政府信用が国内信用の90%を占めるという典型的な財政赤字の貨幣化にブレーキをかけた。少なくとも初期のディスインフレーション過程においては、この財政赤字とその貨幣化の縮小が決定的な役割を果たしたものである。

以上の結果、1973-75年の調整期後、GDPは平均7.5%(77-80年)と持続的成長を遂げ、インフレ率も趨勢的に低下した。このように1970年代後半においては自由化=安定化プログラムは一応成功していたとみることもできよう。ただ、1970年代後半の成長率の数字を解釈するにあたっては注意が必要である。というのは、例えば1980年不変価格によるGDP水準が70年代前半のピー

クである1971年のそれを越えたのが1978年のことであり、70年代を平均すれば、成長率は2.5%、1人当りGDP成長率に至っては0.8%にすぎなかったからである。

1978年頃までにインフレ率は2桁に低下し、財政収支はほぼ均衡し、さらに貿易自由化も進展して、自由化=安定化プログラムは第2の局面に入った。すなわち、資本自由化がプログラムにのぼってきたのである。もっとも、チリ経済が国内の低貯蓄の制約から解放され、資本流入を利用して、より高い成長軌道に乗るためには国内のおよび対外的ないくつかの条件を満たさねばならなかった。国内的条件の1つは適切な実質為替レート運営であり、また、国際経済環境を考慮した適切な債務管理であった。

為替政策

1975年中、国内インフレ率342%に対し、対米ドル・レートは355%切下げられたため、実質実効レートも18.8%の下落(減価)となった(第3表を参照。以下、同様)。しかしながら、この後、従来のマネー・サプライ管理に代わって名目為替レートがディスインフレ政策の主要手段として重視されることとなり、切下げ率を小さくすることによって人々のインフレ期待の鎮静化が図られた。そのため、国内インフレの進行に対して名目為替

第4表 投資＝貯蓄バランスと債務累積過程：チリ，1975-84

(単位：%)

	(1) 国内投資 (対 GDP 比)	(2) 国内貯蓄 (同左) =(1)+(3) +(4)	(3) 公的部門 赤字 (同左)	(4) 海外 經常余 剰 (同左)	(5) 実質 貸出金 利 (ペソ建)	(6) 実質 貸出金 利 (ドル建)	(7) LIBOR	(8) 輸 出 増 加 率	(9) 長期債務 (対輸出比)
1975	14.0	10.9	2.5	-5.6	127.2	2.5	7.0	-37.4	281.8
76	13.6	17.7	2.2	1.9	65.1	9.8	5.6	34.2	209.6
77	14.4	12.5	1.8	-3.7	57.9	9.1	6.0	5.2	212.1
78	16.5	12.5	0.8	-4.8	43.6	8.7	8.7	13.1	239.1
79	19.6	12.0	-1.7	-5.9	16.9	0.2	11.9	57.2	193.8
1980	23.9	12.4	-3.0	-8.5	13.2	-10.1	14.1	19.9	201.7
81	22.0	5.9	-1.6	-14.5	39.7	11.1	16.9	-16.4	324.2
82	11.3	4.0	2.3	-9.6	38.0	36.9	13.3	-5.0	377.5
83	9.8			-5.9			9.7	3.4	391.0
84	13.6						10.9	-4.6	
1985	13.7						8.4		

(資料出所) (1), (4), (7)~(9): IMF, *IFS*, (5)~(6): Corbo [1985], Table 2.

レートの方下調整は遅れ、1977年までに実質レートは上昇して74年の水準を回復した。1978年1月には、再度の大幅下方調整を経て、為替レートの調整速度を了めアナウンスする「予告調整ルール」または「能動的クロウリング・ベッグ(active crawling peg)」を採用してインフレ期待の収れんを図ったが、国内インフレ低下率の過大評価により、内外インフレ格差は拡大し、実質レートは再び上昇を始めた。1979年6月に入ると、政策当局は1ドル=39ペソの固定レート制を採ることによってインフレの封じ込めを試みた。その結果、GDPデフレータによるインフレ率は12.2%まで低下したが、実質実効レートは継続して上昇し、1978-81年間の上昇率は実に33.8%に達した。

1978-81年間の継続的実質レート上昇は、まず輸出部門、とりわけ製品輸出など非在来部門の国際競争力低下を招いた。実際、非在来輸出部門は1976-79年とその世界輸入に占めるシェアを拡大してきたが、80年以降の世界的景気低迷局面では逆にシェア縮小に転じた。また、実質レート上昇の継続は、切下げ期待に基づく「かけ込み」的設備投資および在庫投資の急増とその反映としての原材料、資本財等輸入の急増をもたらした。1981年には対外均衡を大幅に悪化させて、為替レート切下げを含む対外調整を不可避にした(第3表)。

資本自由化

1970年代後半の投資＝貯蓄バランスを振返っ

てみると、国内投資のGDP比は15%足らずと相対的に低く、さらに公的部門赤字が同1~2%に縮小されたにも拘らず、国内貯蓄率の低さのために經常収支赤字が発生していることがわかる(第4表)。チリにおける1970年代後半の経済成長が、新たな発展というよりは過去のピーク経済活動水準の回復という側面をもっていたことは既に指摘した。したがって、同時期における年平均13.4%(1976-80年)という低貯蓄率、また、同14.6%という国内投資率(固定資本形成/GDP)の低さはこの文脈からみて不思議ではない。

低投資率のもう1つの原因は高い国内実質金利である。1974年以降、金利自由化を含む一連の金融自由化措置がとられたが、それは、ディスインフレ過程において、事後的インフレ率でみて極めて高い実質金利を持続させた。むしろ、金利自由化後の実質高金利は資金需要が相対的に大きかったことを示すが、投資率の低迷を考慮に入れるならば、それはまたその資金需要が必ずしも生産的投資需要に基づくものではなかったことを示している。実際、民営化によって産業グループによる金融業の系列化、寡占化が進行する中で、1970年代後半はまた株式、土地など資産市場ブームに彩られた時期でもあった。驚くべきことに、産業別実質GDPの成長率をみると、1976-80年間の金融業のそれは、全産業の年平均7.5%、製造業の7.6%に対して、実に18.8%を記録している⁸⁾。

このように、同時期のチリの経済成長が資本蓄積の進展による潜在生産能力の拡大によって達成されたわけではないことに注目する必要がある。

1979年までチリは海外からの資本流入を制限し、資本流入は、もっぱら経常収支赤字のファイナンスと公的外貨準備の積増にあてられ、そのため対外債務の累積額も小さかった。内外資本取引の自由化は、一連の自由化措置の最後のステップとして1979年から開始された。折からの強い国内資金需要と内外金利差によって大量の民間資本流入が起こり、民間中長期債務は1978-81年間で5倍増、全体の26.5% (1978年) から64.3% (1981年) を占めるに至った。

1970年代の輸出増加率は年平均14.1%であり、国際金利(LIBOR)が同7.7%であったから、資本自由化後も同様の状況が続く限り、その債務累積経路は、債務/輸出比率を悪化しないという意味で十分維持可能(sustainable)であったであろう。しかしながら、1979年以降、国際金利は高騰し、先進工業国の景気後退から世界輸入は停滞した。第2次石油危機後の国際経済環境の変化の中で、チリ政策当局が、一方で過高為替レートを維持することによって輸出部門を停滞に導き、他方で大量の資本流入を放置したことは決定的な政策の失敗であった。とくに、国際金利上昇の債務累積過程に対するインパクト、および過高為替レートの輸出部門に対するインパクトを十分に認識していなかったため、遅くとも1981年中に実施すべき政策転換を怠ったことがその後の調整コストを大きくした。実際、1980-82年間のLIBORは平均14.8%にのぼったのに対し、過高為替レートに加えて、世界輸入の絶対減、銅輸出価格の低落に直面した輸出は、1981年以降、マイナス成長に転落した。その結果、債務/輸出比率は194% (1979年) から391% (1983年) へと大幅に悪化した⁹⁾。1982年、メキシコに端を発した国際金融危機は一転してチリへの資本流入を激減させ、当局は、為替レ

ートの切下げ、固定レート制の放棄を含む広範な引締め政策を迫られた。このために生じた民間企業部門の経営危機とそれに伴う金融パニックは自由化=安定化プログラムの継続を困難にした。

4. 「債務付成長」戦略と安定化政策

——韓国事例——

1970年代の2度にわたる対外調整危機に対する韓国の対応は互いに対照的である。いずれの場合も、実質為替レートを切下げることによって、対外均衡の回復と共に、貿易財部門とくに輸出部門を重視した資源配分の実現が図られた点は共通している。しかしながら、第1次石油危機後の調整では、国内インフレの進行を惧れず、却って投資を拡大し、経常収支の補填と外貨準備の積増しのために対外借入を増加させたのに対し、第2次危機後は、少なくとも短期的には投資を抑制し、中長期的には、高投資水準を維持しながら、価格安定と国内貯蓄動員によって経常収支赤字の削減を図っている。韓国における対外借入の活発化は1960年後半に遡るが、海外からの資本流入は厳しく管理され、価格シグナルよりは信用割当によって戦略部門の投資に振向けられているだけに、上述の債務政策の転換は興味深いものがある。

第5表 主要マクロ経済指標：韓国，1970-84 (単位：%)

	(1) 経 成 長 率 (GDP 1980年 価格)	(2) イン フ レ ー ション 率 (GDPデ フレーター)	(3) 経常収支 (対GDP 比)	(4) 輸 出 増 加 率	(5) 実質実効 為替レ ート (邦貨建 指数)
1970	12.2	13.9	-7.1	34.2	88.4
71	9.2	13.6	-8.7	27.8	93.3
72	5.9	16.5	-3.4	52.1	100.8
73	14.4	13.5	-2.2	98.6	117.1
74	7.9	29.5	-10.8	38.3	101.1
1975	7.5	25.7	-8.9	13.9	100.0
76	12.7	20.4	-1.1	51.0	93.6
77	10.8	16.1	0	29.9	94.6
78	10.1	22.1	-2.2	27.0	97.8
79	7.3	21.1	-6.4	18.4	87.2
1980	-3.0	24.9	-8.5	16.3	89.7
81	6.9	15.7	-6.8	21.4	93.0
82	5.5	7.1	-3.7	2.8	92.6
83	9.5	3.0	-2.1	11.9	99.2
84	7.9	4.3	-1.6	19.6	102.6

(資料出所) IMF, IFS.

8) Edwards [1986a], Table 10-5.

9) 同比率における債務は長期債務のみで、短期債務を含んでいないから、これらの数字は返済能力指標悪化の程度を過小に示していることになる。

第1次石油危機後の「債務付成長」

第5表に1970年以降の韓国の主要マクロ経済変数の推移を掲げた。同表が示すように、第1次石油危機の時期には、原油その他の一次産品価格高騰による交易条件の大幅悪化と世界輸入の縮小が、輸出増加率の急減、経済成長率の鈍化、インフレ率の急上昇、および経常収支赤字の拡大をもたらした。国内インフレの進行は実質為替レートを1973-76年にかけて20%程上昇(増価)させたが、これに対して当局は1974年末に名目レート的大幅切下げを実施し、合わせて1ドル=484ウォンの対ドル固定レート制を採用して実質為替レートの過大評価と切下げ期待の解消を図った。1975-78年間は、ドル・ペッグ制の下で国内インフレが進行したにも拘らず、海外インフレのため内外インフレ格差の拡大は比較的小さかった。その結果、実質レートは1970年前後の水準で安定し、世界貿易の回復と共に年平均30%に達する輸出増加率を達成、いわゆる輸出主導型高成長が現出した。

ここで、輸出に対する実質為替レート変動のインパクトがどの程度のものかをみておこう。第6表は、簡単な輸出関数を推定することによって、韓国における輸出数量の変動に対する価格効果と所得効果の量的比較を試みたものである。同表によれば、1973, 74年の過高為替レートは輸出財の相対価格を上昇させ、輸出数量を7~8%減少させる効果をもったが、この時期には世界輸入増のもとらす所得効果が支配的であった。逆に、1975年の実質切下げによる価格効果は、世界輸入の停滞にも拘らず、実質輸出増を実現した。また、同表は、1976-78年間の輸出成長が主として世界輸入の伸びによるものであることを示している。

むろん、輸出成長のメカニズムを価格効果と所得効果だけで説明することは不十分であり、とくにここでは、世界需要の伸びに十二分に対応することのできた輸出部門の供給能力を支えた要因をみる必要がある。すなわち、当局は、対外不均衡に直面しつつも、輸出部門に重点をおいた高い投資水準を維持すべく、拡大基調をとり続けた。外生ショックによる所得成長の鈍化は貯蓄率を低下

第6表 実質輸出変動と価格および所得効果：韓国1970-85 (単位：%)

	実質輸出 の 変 化 (現実値)	実質輸出 の 変 化 (推定値)	うち 所得効果 によるもの (推定値)	うち 価格効果 によるもの (推定値)
1970	25.0		27.5	0.2
71	26.0	23.3	17.4	6.4
72	40.7	38.3	24.7	11.2
73	45.4	31.1	34.2	-7.6
74	8.8	17.7	10.1	-7.9
1975	20.3	12.0	-13.8	19.8
76	30.8	35.2	32.9	-9.7
77	17.4	21.1	15.2	-0.8
78	13.5	24.0	16.2	4.7
79	-1.0	-2.3	15.7	-12.9
1980	10.7	12.7	3.1	11.8
81	16.3	0.9	0.9	2.5
82	6.2	9.2	-2.8	1.2
83	15.1	20.4	6.1	7.5
84	14.6	21.8	24.3	-4.4
85	7.3	13.3	12.6	4.2

(出所) 用いた推定式は次の通り：推定期間1969-85, 推定法：コクラン＝オーカット法

$$\ln X = -.525 + 1.45 \ln(E \cdot P^*/PX) + 2.95 \ln MW + .034 \text{ TIME} \quad (.89) \quad (2.89) \quad (4.34) \quad (.97)$$

$\bar{R}^2 = .943$, $S.E.R. = .087$, $\hat{\rho} = .787(5.01)$, ()内は t 値。
ただし、 X : 輸出数量指数, E : 名目実効為替レート, P^* : 輸出先の卸売物価指数(加重平均), PX : 輸出価格指数, MW : 世界輸入数量指数, $TIME$: トレンド。

させたことも相俟って投資=貯蓄ギャップは拡大したが、当局はこれを対外借入によってファイナンスし、債務/輸出比率は上昇した。

1970年代以降の韓国における投資=貯蓄バランスおよび債務累積の過程は第7表にまとめられている。輸出部門に重点をおいた積極的投資促進政策と世界輸入の拡大は輸出主導型高成長とそれによる国内貯蓄率の回復・上昇をもたらした。1977年には経常収支均衡をみるに至った。その後さらに重化学工業化を推進するための投資促進策が実施され、投資水準はGNP比30%を越え、拡大した投資=貯蓄ギャップは再び対外借入によってファイナンスされた。1976-80年当時の対外借入の産業別配分状況を見ると¹⁰⁾、製造業が40%のシェアを占め、うち重化学工業は80%に達している。この結果、債務残高は増大したが、この時

10) Park [1985], Table 11-19.

第7表 投資＝貯蓄バランスと債務累積過程：韓国，1970-85

(単位：%)

	(1) 国内総 資本形成 (対 GNP 比)	(2) 在庫投資 (同左)	(3) 国内貯蓄 (同左)	(4) 財政赤字 (同左)	(5) 経常収支 (同左)	(6) GNP 成長率	(7) LIBOR	(8) 輸 出 増 加 率	(9) 輸 出 (対 GDP 比)	(10) 債務/輸出 比 率
1970	22.9	2.4	18.0	0.9	-7.8		8.5	34.2	14.0	254.5
71	21.5	3.6	16.0	2.3	-9.0	8.8	7.1	27.8	15.3	257.9
72	20.0	2.2	18.0	4.6	-3.5	5.7	6.0	52.1	19.6	214.0
73	23.4	2.3	22.8	1.6	-2.3	14.1	9.4	98.6	29.1	129.6
74	25.3	6.3	19.9	4.0	-10.8	7.7	10.9	38.3	27.4	131.4
1975	25.5	4.5	19.1	4.6	-9.1	6.9	7.0	13.9	26.7	168.8
76	24.1	1.5	23.9	2.9	-1.1	14.1	5.6	51.0	30.9	134.6
77	26.7	1.1	27.5	2.6	0.0	12.7	6.0	29.9	31.6	125.9
78	30.8	0.4	28.5	2.5	-2.1	9.7	8.7	27.0	31.1	116.6
79	32.8	2.9	28.1	1.4	-6.7	6.5	11.9	18.4	26.4	138.0
1980	32.3	-0.1	21.9	3.2	-8.7	-5.2	14.1	16.3	33.1	157.8
81	28.7	1.7	22.4	4.6	-6.9	6.6	16.9	21.4	36.0	156.9
82	30.5	-1.9	24.8	4.3	-3.7	5.4	13.3	2.8	35.4	177.6
83	31.3	-1.5	27.3	1.6	-2.2	11.9	9.7	11.9	36.5	174.0
84	30.5	0.6	28.4	1.7	-1.7	8.4	10.9	19.6	37.5	163.5
1985	31.3	0.6	32.8	1.9	-1.0	5.1	8.4		36.4	176.8

(資料出所) (1)~(6), (8), (10): Economic Planning Board, *Major Statistics of the Korean Economy*, 1986, および(7), (9): IMF, *IFS*.

期の国際金利(LIBOR)は6.8%(1975-78年平均)と低く、輸出および所得の高成長によって債務/輸出比率、債務/所得比率など債務返済能力を表す指標は改善をみた。

第2次石油危機後の政策転換

第2次石油危機後の調整過程では、前回の調整過程に比べ、実質為替レートの切下げが重要な役割を果たした他、国際金利の高騰に直面した政策当局は従来の借入戦略の転換を図った。すなわち、短期的には投資を抑制することにより、長期的には国内貯蓄を拡大することによって経常収支の均衡化を図り、対外借入への依存度を小さくしようとした。

原油価格の倍増に農業不振その他の国内要因も加わって、1979-81年間の国内インフレは平均22.8%(CPI)に達した。そこで1979年の実質レートは固定レートの下で10%程上昇し、1974年以来的輸出シェア低下、輸出数量絶対減を招く一因となった。そこで1980年初めには、名目レート的大幅切下げを実施すると共に、固定レート制が廃された。当初、名目レート切下げは実質レートを一定水準に維持するよう実施されたが、とくに

1983年以降は国内インフレ率低下を背景にむしろ実質レートを切下げ気味に運営している。第6表の結果によれば、1979年の輸出減、80年の輸出回復に関しては価格効果の果たした役割が支配的であったこと、また、1983年以後の輸出と輸出シェアの拡大には先進工業国(とくに米国)の景気回復による輸入増が大きな役割を果たしているが、上述の実質為替レートの運営の役割も無視できない大きさのものであったことがわかる。

一方、経常収支の均衡化は2段階で推進された(第7表)。第1段階(1980-81年)では投資の抑制が図られた。金融引締め、為替切下げ、輸入制限等によって1980年の投資は実質ベースでマイナスの伸びとなり、81年もほぼ現状維持にとどまった。この結果、1980年にはマイナス成長による貯蓄率低下が経常収支赤字を拡大したものの、1981年以降、同赤字は漸減した。

第2段階(1982年以降)は金融引締めによるデイスインフレ政策によって価格安定化が図られた。韓国は他のアジア新興工業国(例えば台湾)に比べて70年代に相対的にインフレの成長を遂げた点で際立っている。これに対して、80年代の同政策

は、中長期的にある程度の投資水準と経済成長を維持しつつ、価格安定化を通じて国内貯蓄率上昇を果たし、それによって経常収支赤字の縮小を目指すものであった。マイナス成長による総需要低迷下でディスインフレ政策による価格安定化は目覚ましく進展した。1982年にインフレ率は1桁台に収束、83年以降、5%以下の水準を維持している。他方、国内貯蓄率は景気回復と共に上昇傾向をみせ、1985年には過去のピーク水準(1978年)を回復した。この結果、経常収支赤字は趨勢的に縮小し、1986年には遂に黒字化をみた。

このように、第2次石油危機後の調整過程においては、資本流入政策はそれ以前の拡大基調から縮小基調へと大きく転換した。資本流入の漸減に伴い、債務残高増加率は1981年以降顕著に低下、輸出成長の回復と共に債務/輸出比率も1982年をピークとして低下傾向をみせている。

5. 要約と結論

発展途上国における「金融自由化論」¹¹⁾においては、貨幣的安定(インフレ抑制)と金融深化(国内における金融資産蓄積と金融仲介の進展)を達成することが優先課題とされ、時期尚早な資本自由化は却ってそれらの課題達成を阻害するから、自由化の「順序(order)」としては、資本自由化は貿易・金融自由化の後に来るべきものとされてきた¹²⁾。そればかりでなく、同論にあっては、資本流入それ自体が、国内の金融自由化以前の政策手段として十分に位置づけられてこなかったように思われる。

実際、既にみたように、チリの事例は、自由化の順序に関する「自由化論」の論理の正当性を裏書きしているように見える。すなわち、そこでは貨幣的安定と金融深化が未だ十分達成されていない低インフレへの移行期に資本自由化が実施され、国内資本市場の機能不全による実質高金利の下で過大な資本流入を招いたため、その後の国際経済

環境の変化に対する調整過程は長期化、深刻化して、自由化=安定化プログラム自体が放棄されるに至ったからである。

しかしながら、チリの事例は資本流入が発展戦略にとって両刃の剣であることを示しているのにすぎないのであって、むしろ、この経験からは資本流入が発展を促進するための条件を学ぶことが重要なのではないかと思われる。その1つは、むしろ、対外借入の限界収益率が借入コストを上回ることであり、また、債務返済能力を維持するために、非貿易財ではなく、貿易財部門の適切な成長を保証することであるが、もう1つは、国際経済環境の変化に対して、政策当局がその債務政策・安定化政策を迅速に対応させることであろう。

チリの自由化=安定化プログラムは1978年ごろまでにインフレ抑制、財政均衡の回復、貿易自由化を達成した点で確かに成功したと云える。とくに、交易条件の改善などの外生的好条件、貿易自由化による静学的資源配分効率の改善などに支えられて、GDPは1970年代初めの水準を回復し、製品輸出等非在来的輸出も急速に拡大した。しかしながら、所得水準の回復はわずかで、国内貯蓄率の上昇を生む程ではなかった。また、ディスインフレ政策下の金融自由化は金融市場の寡占化によって高実質金利を持続させ、投資率の上昇を妨げる一因となった。したがって、海外貯蓄の利用は、低投資→低成長→低貯蓄→低投資という悪循環を断ち切るための1つの有力な政策選択であったと思われる。ただ、チリの場合、対外借入を伴う成長が実行可能(feasible)な選択肢であるための基本的条件を満足していなかった。すなわち、実質為替レートの過大評価を放置して貿易財部門の発展を妨げたばかりか、国際金利が高騰し、世界貿易が縮小し始めたときに資本自由化を実施し、国内実質高金利による大量の資本流入を放置するという二重、三重の失敗を犯したからである。

第2次石油危機後の韓国の対応はチリの場合と対照的であった。すなわち、国際金利が10%をはるかに越えて上昇し、世界貿易が減速の兆しをみせると、当局は経常収支赤字および資本流入の圧縮を図った。一方、実質為替レートはむしろ切

11) 同論をめぐる議論の展開については、拙稿[1986]を参照。

12) 自由化の「順序」をめぐる議論については、McKinnon[1982]およびEdwards[1986b]を参照。

下げ気味に運営され、貿易財部門の発展を促した。韓国の場合、1970年代の借入による成長戦略が生産、輸出面での優れた成果を生んでいたこと、上にみた政策転換が迅速であったことから、国際資本市場における「信用度(credit worthiness)」も高かった上、1980年代に入ってから交易条件の改善なども調整過程を円滑にした。

最後に、自由化論と「債務付成長(growth-cum-debt)」戦略との関連では、韓国の第1次石油危機後の調整過程が興味深い。この時期には借入コストが低く、輸出成長に関する強気の見通しの下に、対外不均衡下でもなお投資拡大が図られた。投資資金の配分、実質為替レートの運営において貿易財部門は優遇され、債務残高は増加したものの、債務返済能力の指標は逆に改善した。このように、1970年代の韓国の経験は、国内金融市場が「抑圧」されていても、適切な安定化政策と債務政策によって貿易財部門の高い投資収益率が実現されるならば、対外借入＝資本流入は国内貯蓄を補填し、高成長を支え得ることを実証している。1980年代に入ってから金融自由化過程をみると¹³⁾、韓国の場合、対外借入による高成長によって国内貯蓄率を高め、しかる後に価格安定化および国内金融自由化によって金融深化を図ろうとしているかの如くである。この意味で、韓国の債務付成長(growth-cum-debt)は、従来の金融自由化論に対して代替的(alternative)なもう1つの金融的發展戦略を示しているように思われる。

(アジア経済研究所)

引用文献

[1] Cooper, R. N., and J. D. Sachs, "Borrowing Abroad: The Debtor's Perspective," in G. W. Smith and J. T. Cuddington, eds., *International Debt and Developing Countries*, World Bank, Washington, D. C., 1985.

[2] Corbo, V., "Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974-84," *World Development*, August 1985.

[3] Dornbusch, R., "Policy and Performance Links between LDC Debtors and Industrial Nations," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1985.

[4] Edwards, S., "Stabilization with Liberalization: An Evaluation of Ten Years of Chile's Experience with Free Market Policies, 1973-1983," in A. M. Choksi and D. Papageorgiou, eds., *Economic Liberalization in Developing Countries*, Basil Blackwell, 1986 a.

[5] Edwards, S., "The order of Liberalization of the Current and Capital Accounts of the Balance of Payments," in Choksi and Papageorgiou, eds., *ibid.* 1986 b.

[6] 高阪章「経済発展における金融の役割」『アジア経済』第27巻第9-10号、1986年9月。

[7] Kohsaka, A., "Financial Liberalization in Asian NICs: A Comparative Study of Korea and Taiwan in the 1980s," *Developing Economies*, Vol. 25, No. 4, December 1987.

[8] McKinnon, R. I., *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, D. C., 1973.

[9] McKinnon, R. I., "The Order of Liberalization: Lessons from Chile and Argentina," in K. Brunner and A. Meltzer, eds., *Economic Policy in a World of Change*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 17, Amsterdam: North-Holland, 1982.

[10] Park, Y. C., "Korea's Experience with External Debt Management," in G. W. Smith and J. T. Cuddington, eds., *ibid.*, 1985.

[11] Sachs, J. D., "External Debt and Macroeconomic Performance in Latin America and East Asia," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1985.

[12] World Bank, *World Development Report*, 1985.

13) 1980年代に入ってから韓国の金融自由化については、拙稿[1987]を参照。