

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

Title	資本自由化の在り方と金融危機：チリとタイの資本自由化の経験から
Author	周 宇
Citation	経済学雑誌, 100 卷 2 号, p.114-153.
Issue Date	1999-09
ISSN	0451-6281
Type	Departmental Bulletin Paper
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経済学会
Description	
DOI	

Placed on: Osaka City University

Osaka Metropolitan University

資本自由化の在り方と金融危機

——チリとタイの資本自由化の経験から——

周 宇

はじめに

I 債務危機の教訓とチリの短期資本規制

1. 急進的資本自由化と債務危機 (1974-83年)

- (1) マネタリズムによる資本自由化政策
- (2) チリの債務危機の特徴

2. 選択的資本自由化と安定成長 (1986-97年)

- (1) 金融安定化政策と政府の役割
- (2) 短期資本規制の内容と効果

II タイの資本自由化と通貨危機の教訓

1. 選別的資本自由化と安定成長 (1977-89年)

- (1) 資本管理と選択的資本自由化

(2) 長期資本流入と金融の安定

2. 急進的資本自由化と通貨危機 (1990-97年)

- (1) 資本自由化政策の内容と効果
- (2) 短期資本移動と通貨危機

III 資本自由化に関する諸問題

1. 選択的資本自由化の2つのパターン
2. 資本移動と選択的資本自由化の影響
3. 資本自由化の条件
4. プルーデンス規制の役割と限界

む す び

はじめに

アジア通貨危機の発生を契機に、チリの良好な経済パフォーマンスとそれに貢献したと思われる短期資本の規制が世界の注目を浴びるようになってきている。これまで経済開発に成功し、発展途上国の優等生と見なされてきた多くの新興国が相次ぎ通貨危機に襲われてきたが、こうしたなかで通貨不安の影響を最小限に抑え、持続的高度成長を実現した数少ない国のひとつがチリである。

タイの通貨危機に関して、急進的資本自由化に伴う大量の短期資本流入がその主因であるとの指摘が多い。これと対照的に、チリが短期資本の規制によって金融の安定を維持し、通貨危機の予防に成功してきた。こうしたことを背景に、最近一部の経済学者に限らず、国際機関やその他の公的研究機関も通貨安定に対するチリの短期資本規制の効果を高く評価している。世銀はチリとコロンビアにおける短期資本の規制がこの2カ国の通貨安定に寄与したと推定し、国連も不安定な資本移動に対応するために、チリのような短期資本規制が必要であると主張している¹⁾。さらに日本の大蔵省外為審議会のアジア金融・資本市場専門部会は『アジア通貨危

[キー・ワーズ]

資本自由化, 短期資本移動, 金融危機, 短期資本規制, プルーデンス規制

1) World Bank (1998 a), p. 42., United Nations, DESA. (1998), p. 9.

機に学ぶ』という報告書のなかで、適度な短期資本流入規制も必要だとして、チリの例を取り上げている²⁾。

アジア通貨危機の発生をきっかけに、発展途上国における資本自由化の在り方の問題が再び問われるようになってきている。こうしたなかで、タイとチリの資本自由化の在り方を比較することは極めて有益だと考えられる。

1980年代には、資本自由化の在り方を巡る論議がチリとアルゼンチンの急進的自由化の失敗から始まったが、今回の資本自由化に関する論争は、タイの通貨危機と短期資本自由化との関連性が指摘されることから始まっている。80年代に、タイの経済成長期における資本自由化がより漸進的であったのに対し、債務危機までの軍事政権下におけるチリの自由化がその急進性によって世界に知られていた。しかし、90年代以後、この2カ国の自由化のパターンが全く逆転するようになった。タイはこれまでの直接投資を中心とする漸進的資本自由化政策を放棄し、急速に短期資本移動の自由化に乗り出した一方で、チリは直接投資の自由化は進めつつも、短期資本流入に対する規制を導入した。こうした今回の資本自由化の在り方の変化によって、両国の経済パフォーマンスにも大きな変化が現れた。タイはチリの1980年代の債務危機にいたる急進的自由化とこれに伴うブームと危機の構図を再現させた一方で、チリは持続的安定成長の軌道に乗り始めている。

異なる時期と異なる経済環境のなかで行われてきたチリとタイの資本自由化の経験には、共通する教訓があったのだろうか。チリが急進的資本自由化を始めた70年代後半に、いわゆるワシントン・コンセンサスというものはまだ形成されていなかった。自由放任の外資政策はシカゴ学派の影響を受けた一部のエリートによって推進され、大量の資本が流入したが、それはユーロ市場を舞台にした長期ローンが中心であった。つまり、債務危機は過大な借入によって発生したわけである。一方、90年代のタイではその資本自由化は「ワシントン・コンセンサス」(自由な市場と健全な通貨)の形成、国際金融市場の統合、金融革新によるデリバティブ取引の普及および先進国の金利水準の低下等を背景に展開されていた。それゆえ、過度の資本自由化が金融市場経由の大量の短期資本流入を招いたことにより、通貨危機はデリバティブなどの手段を利用した大規模な通貨投機と短期資本流出により発生した。

しかし、1980年代初期のチリと90年代後半のタイの状況をみると、過度の資本自由化が経済に及ぼした影響には多くの共通点が見られる。こうした共通点として、まず第一には、民営化と国内経済の改善を背景に民間部門主導の過度の資本流入が発生した。第二には、流入した資本の多くは不動産購入(タイのケース)や消費財輸入(チリのケース)というような生産性の低い投資に利用された。第三には、資本流入に伴う過剰流動性の発生や民間信用の拡大などにより総需要が拡大し経常収支は急速に悪化した。第四には、過度の外資の借り入れが民間金融

2) 大蔵省外為審議会アジア金融・資本市場専門部会(1998), 15ページ。

機関の経営に脆弱性を与える結果となった。第五には、経常収支赤字の拡大と銀行経営状況の悪化は対外信用を低下させ、資本流出を招くひとつの要因となった³⁾。

以上に見たように、チリとタイの資本自由化政策は時代とともに大きく変化してきたものの、その教訓から重要な共通点を見出すことができる。このような共通点のひとつは、経済条件の許容範囲を超える無謀な資本自由化がしばしば金融不安と経済危機につながるということである。

アジア通貨危機が発生した後、ロドリック（ハーバード大学教授）、サックス（ハーバード大学教授）、バグワティ（コロンビア大学教授）、スティグリッツ（世界銀行副総裁、兼チーフ・エコノミスト）、およびウェイド（ブラウン大学教授）などは、資本自由化と通貨危機との関連を指摘し、過度の資本自由化による「市場の失敗」や不安定な短期資本の移動が、通貨危機の主因であると主張してきた⁴⁾。ロシアとブラジルの通貨危機が発生した以後、こうした考えはより多くの支持を得られるようになった。発展途上国の資本自由化に関してさまざまな論議があるが、少なくとも資本自由化の重点が長期資本移動におかれること、資本自由化が国内経済環境の改善に応じて漸進的に行われることを内容とする新たなコンセンサスは国際社会で定着しつつあると見られる⁵⁾。

本稿はチリとタイの資本自由化の経験を踏まえて、次のいくつかの問題について検討する。第一に、90年代に入ってから、市場万能主義が流行する時期に、チリ政府が短期資本流入規制を導入した背景は何か、こうした規制はチリ経済にどのような影響を与えていたのか。第二に、90年代に至るまで、タイ経済にさまざまな問題があったにもかかわらず、なぜ今回のような深刻な金融危機が発生しなかったのか、そして、90年代になると、タイの経済状況は改善されたものの、なぜ金融危機が発生したのか、こうした変化を招いた原因がいったいどこにあったのだろうか。第三に、チリとタイの資本自由化の経験から、どのような教訓が得られるのか、こうした教訓を生かして、発展途上国はどのように資本自由化を進めるべきか、という問題である。

I 債務危機の教訓とチリの短期資本規制

過去四半世紀、チリはその特有の経済パフォーマンスにより二度にわたって世界を驚かせたことがある。

一回目はピノチェト軍事政権の下で行われた経済改革である。多くの発展途上国が国家統制

3) 金融自由化（資本自由化も含める）の影響に関する Williamson の研究によれば、金融危機は必ずしも金融自由化に起因すると限らない。しかし、金融危機が発生した大半の国では金融自由化が金融危機の発生を助長したことは明らかである。チリとタイの金融自由化と金融危機の関連について、Williamson, John and Molly Mahar. (1998) の54ページを参考されたい。

4) ロドリック (1998), サックス (1998b), バグワティ (1998), スティグリッツ (1998b), ウェイド (1998)。

5) Ocampo, José Antonio. (1999) p. 23.

の経済開発に固執していた1970年代の半ばごろ、ピノチェト政権は徹底した経済自由化政策を実施し、チリに「チリの奇跡」と呼ばれる繁栄の時代をもたらした。しかし、80年代初めに入ると、ラテンアメリカ諸国が相次いで債務危機に襲われ、チリもこの危機から逃れることはできなかった。

債務危機の直接的原因は過度の借入すなわち累積債務問題にあった。当時の国際環境を表すキーワードは石油ショック、オイル・マネー、ユーロ市場、シンジケート・ローンおよびアメリカの高金利政策などであった。こうした国際環境のなかで、債務危機を引き起こした発展途上国側の問題はどこにあったのであろうか。経済開発のあり方という視点からこの問題を議論する場合は、市場と政府の役割が両方とも問われる結果となった。当時の状況を見ると、ブラジルなどでは、国家が借り手としてソブリン・ローンを大量に導入した一方、チリなどの国では、民営化と資本自由化により外資の受入れは民間部門のコマーシャル・ローンを中心に行われた。すなわち、ブラジルのケースにおいては政府の過度の介入に問題があったのに対し、チリの場合は市場の暴走が債務危機の原因であった。このチリの教訓は債務危機の後、資本自由化のあり方を巡る論議のきっかけとなった。1985年に Diaz-Alejandro は「さようなら金融規制、やあ、こんにちは金融危機」というテーマの論文のなかで、チリの金融自由化と債務危機との関連を指摘し、当時多くの論議を呼ぶことになった⁶⁾。しかし、80年代後半以後、ワシントン・コンセンサスの形成により資本自由化のあり方を重視する論議はIMFや米当局によって抑えられるようになった⁷⁾。

そして、二回目は1990年代初期におけるチリの短期資本規制の導入である。IMF主導のワシントン・コンセンサスが発展途上国の経済開発の流れを支配するようになった90年代前半、チリ政府は構造改革の一環として民営化や国内経済の自由化は進めつつも、対外経済の面ではワシントン・コンセンサスに反して短期資本規制を導入していた。興味深いことはこの時期に、IMFはチリ経済の良さをワシントン・コンセンサスの成功の手本とする一方、チリの短期資本規制の効果を否定してきた。しかし、アジア通貨危機の発生をきっかけに、ワシントン・コンセンサスの正当性に対する疑問が国際社会で広がり、一部の経済学者と国際機関はチリの短期資本規制に対する評価に関してIMFと一線を画するようになった。こうしたなかで、チリの短期資本に対するIMFと米国政府高官の見解にも次第に変化が現れてきた。最近、Fischer (IMF専務理事代理) とRubin (米財務長官) は相次いで、チリ型の短期資本規制の必要性を示唆している⁸⁾。

チリ型の短期資本規制が通貨危機を予防する有効な手段になり得るかどうかは定かではない。しかし、グローバル経済のリスクを早くから認識し、そのリスクを最小限に抑えようとするチ

6) Diaz-Alejandro, Carlos. (1985).

7) Frenkel, Roberto. (1998) の13ページを参照。

8) Fischer, Stanley. (1998), Rubin, Robert E. (1999).

り政府の試みは多いに評価すべきである。

1. 急進的資本自由化と債務危機（1974—1983年）

(1) マネタリズムによる資本自由化政策

1973年9月にピノチェトの軍事政権が成立した後、軍事政権の下で推進されたチリの急進的経済自由化は世界の注目を浴びるようになった。当時の経済改革はマネタリズムの自由放任主義に基づくものであったため、この改革の展開はチリの経済開発の運命を決めただけでなく、市場万能主義の是非を確かめる絶好のチャンスでもあったといえる⁹⁾。

軍事政権による自由化は国营企業の民営化、輸入関税の引き下げ、国内金融部門の規制緩和、および資本取引の自由化などを内容として行われた。1973年に約500社あった国有企業は78年末の時点で30社にまで激減し、輸入関税率も平均ベースでは、73年末から79年の半ばにかけて、94%から10%にまで大幅に引き下げられた。さらに国内金融部門の自由化が74年から行われ、その中のもっとも重要な措置は金利の自由化であった¹⁰⁾。

こうした全面的な経済自由化のなかで、資本自由化も急速に展開されていた。チリの資本自由化の進展は概ねふたつの段階に分けられる。

第一段階の自由化は直接投資流入の自由化と非銀行部門の借入の自由化から構成され、その始まりは1974年の資本自由化措置の公布であった。74年に新しい外資法の導入と為替管理法の改正によって、一連の資本自由化措置が実施に移された。直接投資に関連して、外国資本の国内国民待遇政策や利益送金の自由化が実行された一方で、資本元本の償還送金も条件付きで部分的に自由化された。そして、借入に関しては、銀行以外の民間企業の借入が自由化され、ノンバンク部門の借入およびこうした借入の銀行保証に対する規制も部分的に緩和されるようになった。しかし、この段階では、銀行部門の借入に対する規制には大きな変化はなかった。それゆえ、銀行借入の自由化が大きな進展を見せた1980年までに、チリの外国資本の受け入れは主として、非銀行部門によって行われていた（図1）。

1976年に、チリは共通の外国資本規制を課していたアンデス共同市場から退出し、独自の資本自由化の道を歩み始めた¹¹⁾。77年の新外資法の公布によって、直接投資に関連する利益の対外送金規制が廃止され、さらに資本元本の償還送金も自由化された¹²⁾。77年以後、商業銀行の借入が部分的に認められるようになったが、借入残高と毎月の借入金額が政府の割り当て

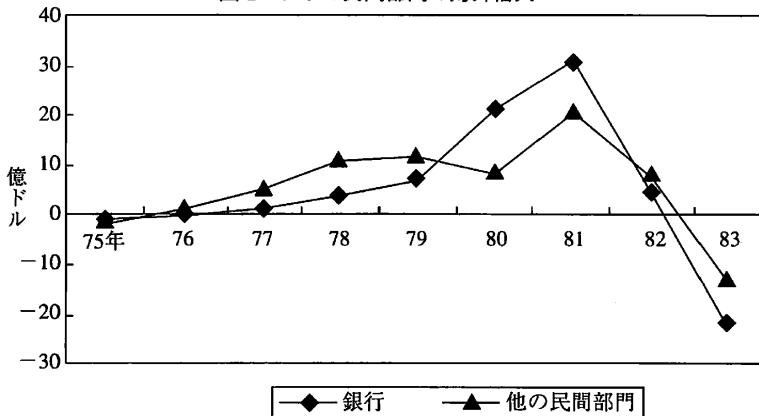
9) チリの経済自由化とマネタリズムの関連について、小坂允雄編（1985）の第五章を参考されたい。

10) 小坂允雄等編（1985）、172ページ、小池洋一等編（1993）、176ページ。

11) アンデス・グループは1969年5月にアンデス地域統合協定に基づいて成立し、1971年6月にアンデス共通外資規制を導入した。1976年10月にチリがアンデス共同市場から退出したことを背景に、共通外資規制が部分的に緩和されるようになった。アンデス共通外資規制について、中川和彦等編（1989）、第九章を参照。

12) 資本元本の償還送金は投資経過期間三年以上の条件で自由化された。

図1 チリの民間部門の対外借入



資料：IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1997.

によって、厳しく制限されていた。そして、1978年以後、銀行借入に対する政府の管理手法は、従来の行政管理から部分的に間接的管理にシフトした。その内容は78年に数量制限の緩和、79年に借入残高制限の撤廃が相次いで実施された一方で、79年6月に準備金制度が銀行の借入に適用されることになった。しかし、この段階では、銀行借入の抑制にもっとも実効性のある月ごとの数量制限が残されたため、銀行借入は実質的に厳しく制限される状況にあった¹³⁾。

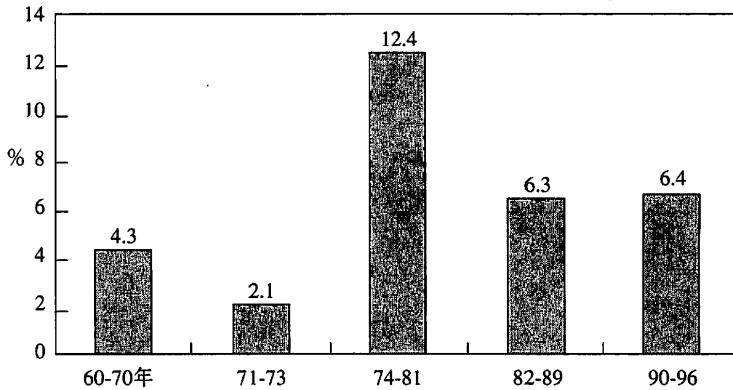
資本自由化の第二段階は銀行部門の借入の自由化である。1980年4月の為替管理法の改正によって、銀行借入にもっとも拘束力のある月ごとの数量制限が撤廃され、借入の金額を割り当てる政府の行政管理に終止符が打たれた。さらに、81年に銀行の海外支店開設が許可され、国際金融市場へのアクセスも可能になった。こうした規制緩和により、80年の時点では、チリの資本勘定取引がほぼ自由になったと考えられる。図1に示したように銀行部門の借入の自由化にしたがって、80年以後、銀行部門の借入による資本流入が急増するようになった¹⁴⁾。

以上の自由化措置に合わせて、中央銀行は通貨供給量の伸び率を抑制したので、74年以後、通貨供給量の増加率が急速に低下した。73年に前年度比で300%以上に達した通貨の増加率は81年に9.5%に抑えられ、これによって、インフレ率は73年の600%以上から81年には9.5%にまで低下した。なお、緊縮財政政策の影響で財政収支も次第に改善され、73年にGDPの24.7%に上った財政赤字は76年以後、黒字に転換した。こうして、緊縮的財政・金融政策の影響でインフレ率が低下し実質利率が上昇するようになった。急進的資本自由化を背景に、実質利率の上昇は資本流入を促す要因となった。財政収支の改善、インフレ率の低下、実質金

13) Bosworth, Bary. P., Rudiger Dornbusch and Raúl Labán.(1994), pp. 153-161.

14) ここでの借入の内容は直接投資と証券投資以外のすべての資本流入を含める。

図2 チリの GDP に対する資本流入の規模 (1986年価値, 年平均)



資料：Central Bank of Chile.

出所：Agosin, Manual and Ricardo French-Davis. (1998)

注：95年と96年については、期限前返済がかなり行われたが、それらはこの図には含まれない。

利の上昇、資本流入の増加および高度経済成長率の達成などにより、チリは「チリの奇跡」といわれる時代を迎えた。しかし、この時代はそれほど長く続かなかった。

国内経済状況の改善と資本自由化を背景に大量の資本流入が発生し、1974年から1981年までの資本流入の規模はGDPの12.4%に達した(図2)。急増した資本流入は経済成長率を押し上げる一方で、対外経済状況を次第に悪化させるようになった。1970年代末以後、大量の消費財輸入は外資によってファイナンスされ、総需要の拡大は経常収支を悪化させるようになった。経常収支の状況を見ると、78年に5.2%だったGDPに対する経常収支赤字の規模は80年に7.1%に上昇し、81年になるとさらに14.5%を記録した¹⁵⁾。

1982年以後、国内外経済環境の悪化に反応して資本逃避が発生し、債務危機につながった。81年に47.7億ドルのピークをつけた海外からの資本流入は、82年に8.3億ドルへと低下し、83年になると、32.2億ドルの資本流出に転じた。新規融資によって対外債務を返済する仕組みが維持できなくなったことは債務危機のきっかけとなった。1983年3月に、軍事政権は「経済非常事態宣言」を公布し、対外債務の繰り延べ交渉を始めた。すなわち、マネタリズムのプロセスは、民間主導の外資導入の拡大、実質為替レートの過大評価、経常収支状況の悪化、資本逃避および債務危機の発生というシナリオを辿って、幕を閉じることになった。そして、82年にチリはラテンアメリカ諸国のなかで、もっとも深刻な経済不況に襲われた。

(2) チリの債務危機の特徴

外資の借入れが民間レベルで発生したことはチリにおける債務危機のひとつの重要な特徴である。1980年代初期、発展途上国では政府と政府担保の借入を内容とするソブリン・ローンが圧倒的であったのに対し、チリでは民間企業が借入れる無担保のコマーシャル・ローンが比

15) 経常収支赤字と金融危機とのつながりについて、山下英次(1998)を参考されたい。

較的多かった。ラテンアメリカの債務危機が始まった1982年にチリの長期借入残高に占めるソブリン・ローンが52億ドルに止まった一方、コマーシャル・ローンが87億ドルに達した¹⁶⁾。また民間部門を主体とする短期借入の残高は33億ドルであった。

最近、アジア通貨危機をラテンアメリカの債務危機と対比する場合に、外資借り入れの主体は、アジアでは民間企業であるのに対し、ラテンアメリカでは国営企業であるという分け方があるが、チリのケースをこの分類に当てはめることはできない。80年代のチリでは、資本流入は国有企業の民営化に伴って発生し、対外債務が民間レベルで生じたことは一目瞭然である。

そして、チリの債務危機のもうひとつの特徴はその経済破壊力の大きさにあった。1982年に、チリの経済成長率はマイナス14.1%にまで下落し、マイナス0.7%のラテンアメリカ地域の平均水準を大きく上回った。その低下幅はラテンアメリカ諸国のなかでもっとも大きかった。債務危機によるマイナスの影響は経済成長率の低下にとどまらず、社会的な面でも、失業率の上昇や金融機関の倒産などを通じて国民に大きな代価を払わせた。81年に11%だった失業率は、82年に22.1%へと上昇し、83年も22.2%の高い水準で推移していた。当時のラテンアメリカ諸国のなかでは、チリの失業率はもっとも高かった¹⁷⁾。

さらに、金融機関の救済に要した費用を比較すると、チリ政府の支払ったコストは極めて大きかったといえる。その大きさはGDPの41.2%にも相当する(図3)。GDPに対するこの比率は、発展途上国の債務救済のなかで、アルゼンチンの55.3%に次ぎ、二番目の大きさを記録した¹⁸⁾。チリとアルゼンチンの銀行救済に要したコストの大きさはその経済危機の深刻さと関連し、いずれも、債務危機に至るまでの過度の自由化と無関係ではあるまい。すなわち、急進的な経済自由化により政府のコントロールが弱まったことは市場の行き過ぎを助長したのである¹⁹⁾。

チリの累積債務の規模は重債務国に比べてそれほど大きくなかった。しかし、債務危機によるマイナスの影響は重債務国のそれを大きく上回っていた。この状況が次の3つの要因に起因すると考えられる。まず、第一には、チリにおける資本流出の速度が他のラテンアメリカ諸国より比較的速かった。資本流出は債務危機が発生した1983年に集中し、純資本流入は一気にマイナス32億ドルを記録した。民間部門の外資借り入れが政府によって保証されなかったことは

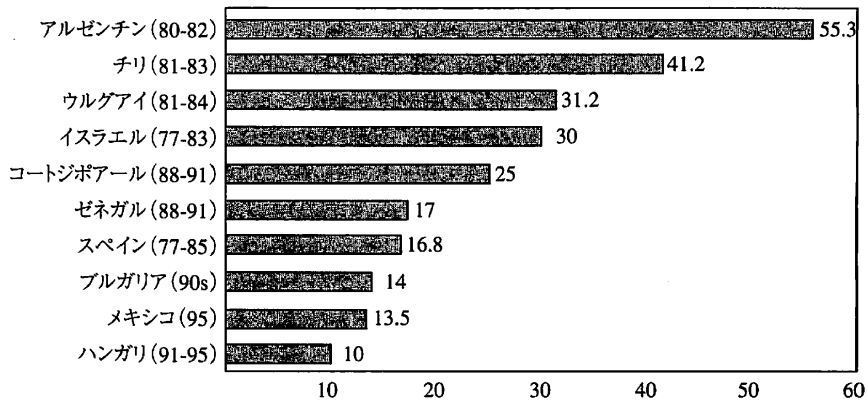
16) World Bank, *World Debt Tables* 1990-91, p. 42.

17) Bosworth, Bary. P., Rudiger Dornbusch and Raúl Labán. (1994), p. 112.

18) 金融機関不良債権の処理にあたって、メキシコが銀行の国有化、アルゼンチンが流動性供給の拡大を実施したのに対し、チリは民間金融機関の救済を行うことにした。

19) アジア通貨危機を巡って、これらの国における預金者の保護と金融機関の救済はその原因のひとつとされてきた。しかし、チリのケースをみると、興味深いのは市場の効率性を図るため、チリが資本自由化の過程ですでに預金者の保護を撤廃した点にある。それにしても、債務危機は避けられなかった。

図3 銀行救済に要した費用(対GDP比, %)



出所: Wolf, Martin. (1998b)

外資の引き揚げを加速させたひとつの要因であるが、為替相場の下落から生じる債務負担を軽減するため、民間企業が債務の返済を早めたことも大規模の資本流出につながっていた。また短期債務残高の変化をみると、短期資本逃避も資本流出を加速させたひとつの要因となったことがわかる。第二には、外資の借り手である民間金融機関の破綻は債務危機より早い時期に発生し、債務危機が発生するまでに金融不安はすでに景気を悪化させ企業の体力を弱めていた。第三には、金利の上昇や民間企業の人員削減などによる市場の調整は不況を深刻化させる結果となった。

市場万能主義の論者は、発展途上国における完全な自由化が経済危機を予防し、経済攪乱のコストを最小限に抑えると主張してきた。しかし、1880年代初期のラテンアメリカの債務危機はこれと逆の結論を示している。80年代初期に、債務危機の発生により、この地域のなかでもっとも大きな打撃を受けた国は、資本自由化の先頭に立ったチリとアルゼンチンであった。この事実を踏まえて、フレンケル氏(New School for Social Research, NY)はチリとアルゼンチンの急進的自由化がむしろ金融危機に対する経済の脆弱性をもたらしたと、指摘する²⁰⁾。

ラテンアメリカ地域で債務危機が発生した後、多くの経済学者はすでに市場万能主義に基づく急進的資本自由化の正当性に疑問を投げかけてきた。1970年代後半以後、一部のラテンアメリカ諸国は急進的資本自由化に伴う資本流入により、一時的な高度経済成長を実現したとはいえ、その自由化の成果はそれ以後の債務危機と80年代にわたる経済発展の空白によって帳消しされたといってもよい。マッキノン(スタンフォード大学教授)によれば、ラテンアメリカの債務危機を招いたひとつの原因は無謀な資本自由化にあった。すなわち、民間企業が簡単に外資を借り入れられたこと、それに民間企業(借り入れと貸し出しの両方)の判断が間違っ

20) Frenkel, Roberto. (1998), p. 10.

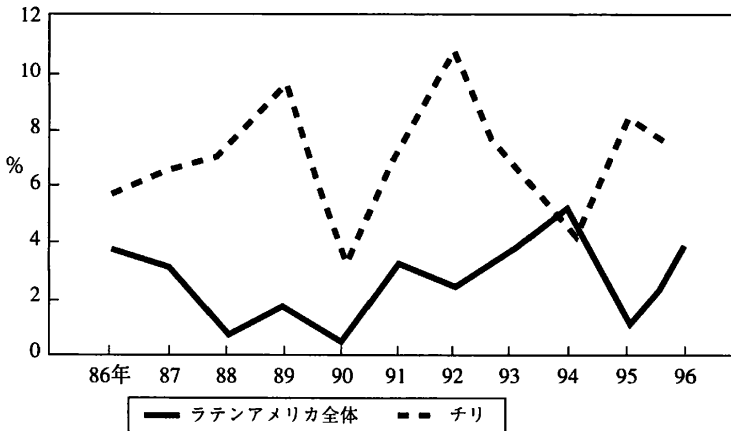
とは債務危機の発生につながったということである²¹⁾。エドワーズ（カリフォルニア大学教授）も70年代後半から始まったラテンアメリカ諸国の金融改革のなかで、資本自由化が失敗に終わった国は多かったと指摘する²²⁾。さらに、ランス・テラー（New School for Social Research, NY）によると、ラテンアメリカの債務危機によって示されたのは、無謀な自由化が経済発展に大きな打撃を与えるという教訓である²³⁾。

2 選択的資本自由化と安定成長（1886－1997年）

(1) 金融安定化政策と政府の役割

1980年代後半に入ってから、チリ経済は比較的高い成長率を維持してきた（図4）。1987－96年の平均 GDP 成長率は7.1%を達成し、地域全体の平均水準を大きく上回った。チリの良好な経済パフォーマンスは経済成長率の上昇にとどまらず、インフレ抑制の面でも大きな実績をあげている（図5）。高いインフレ率を特徴とするラテンアメリカ経済のなかでは、チリがインフレ率の抑制に成功したことは非常に大きな成果であると言わなければならない。

図4 チリの実質 GDP 成長率（1986-96）



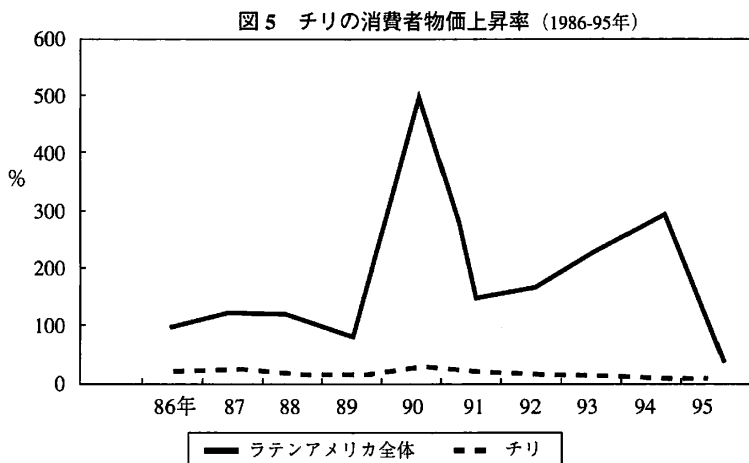
資料：IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1997.

債務危機以後、チリは経済の自由化と民営化および財政状況の健全化を内容とする構造改革を推進してきたが、こうした政策面で、他のラテンアメリカ諸国に比べてそれほど大差はなかったといえる。IMFの指導の下、ラテンアメリカ諸国はほぼ同じような構造改革を実施してきた。メキシコやアルゼンチンなどに比べて、チリ経済のひとつの重要な特徴は、その成長の過程が金融危機によって中断されることがなかったという点にある。

21) マッキノン（1991）、2-3ページ、および第10章。

22) Edwards, Sebastian. (1985), p. 321.

23) Taylor, Lance. (1986), p. 23.



資料：IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1997.

メキシコ経済は1987年から1994年にかけて、プラスの成長を維持していたが、94年末に、短期資本が流出し通貨危機が発生した影響で、95年に6.2%のマイナス成長が余儀なくされた。そして、経済の後退は1980年代の債務危機よりも深刻だったと見られる。なお、1990年代前半において、ラテンアメリカ地域のなかでもっとも高い経済成長率を遂げた国のひとつはアルゼンチンである。1991-94年の平均経済成長率は8.9%を記録し、同時期のチリの成長率を上回る実績であった。しかし、メキシコ通貨危機の影響で95年の経済成長率が-4.6%に落ち込んだ。メキシコとアルゼンチンの状況と比較すると、チリ経済の強みはその安定性にあるといっても過言ではない。チリの経済成長率は95年にも8.5%を記録し、メキシコの通貨危機からほとんど影響を受けなかったことは明らかである。

こうしたチリの安定成長を語る場合は、80年代後半から始まった金融改革のなかで、政府の演じた役割を見落とすことはできない。安定成長の達成には金融危機の回避が不可欠であり、しかも、それが単なる自由化によって達成できないことは80年代初期の債務危機によって明らかになった。この教訓はそれ以後の金融改革の内容に大きな影響を与えるようになった。債務危機までの外資政策に比べて、債務危機以後の資本自由化のひとつの重要な特徴は、資本自由化過程に対する政府管理の強化である。政府は民営化と国内経済の自由化により経済効率性の向上を図る一方で、金融機関の経営や国際短期資本移動に対する政府の監視と規制を強化してきた。言い換えれば、この時期にチリ政府は市場と政府の役割を両立させ、効率性と安全性のバランスを重視することで、長期的安定成長を目指すようになったと言えよう。

(2) 短期資本規制の内容と効果

(a) 短期資本規制の内容

債務危機の教訓を背景に、チリ政府は1980年代後半に、金融機関の経営に対する監視と規制

の強化に乗り出した。86年に新しい銀行法の制定により、銀行経営に関するガイドラインが提示され、その後、幾つかの金融関連法の制定によって、金融機関に対する政府監視と規制の内容がより具体化されていた²⁴⁾。こうした規制のなかに、資本流入を抑制する措置も含まれた。その内容として、銀行海外支店開設に関する規制や企業借入担保の制限等が挙げられる²⁵⁾。

こうしたいわゆるブルーデンス規制 (prudential regulation) が強化されたのと同時に、資本取引の自由化も段階的に展開されてきた。総じて、1980年代後半に資本収支の赤字を背景に、資本流出規制が維持された一方で、海外からの資本流入に対する規制が次第に撤廃されるようになった。1990年以降、短期資本流入の急増により資本規制の重点が短期資本流入に移され、直接投資の流入と居住者による対外投資の自由化が加速するようになった。すなわち、債務危機の教訓により、この時期にチリ政府は外資政策を選択的資本自由化の方向にシフトさせたと考えられる。

1990年代に入ってから経済の急速な回復を背景に、物価の安定が経済政策の重要な課題とされた。総需要を抑制するために、中央銀行は90年1月に緊縮的金融政策を実施したので、利子率が上昇する傾向に転じた。こうした金融政策に合わせて、過度の資本流入を避けるために、中央銀行はさらに為替相場の変動幅を上下5%に拡大させた。しかし、結果的には、内外金利差の拡大に応じて資本流入が急増し、為替レートの増価が余儀なくされた。90年1月に比べて、同年6月の為替相場水準が7%も上昇した。すなわち、物価の安定を維持するための緊縮的金融政策が、資本流入の拡大を通じて為替相場の安定を脅かすようになった。

資本流入の勢いが強まったなかで、1991年6月に中央銀行は従来国内借入に限定していた1.2%の印紙税を新規の対外借入にも適用し、期間1年未満の新規借入に対して20%の準備金を要求した。また中央銀行の準備金保有期間は借入の期間に応じて3ヵ月から1年以内に定めた。同年の7月に準備金の適用範囲をすべての対外借入に拡大し、中央銀行に預けられる準備金の期間をすべて1年に変更した。92年1月に商業銀行が保有する非居住者預金も準備金制度の対象となった。そして同年の5月に中央銀行は商業銀行の対外借入に対する準備率を30%に引き上げ、8月に企業の対外借入に対する準備率も30%に統一した。さらに、94年に準備金の使用通貨をドルに限定し、95年に準備金制度を流通市場におけるADRs取引 (American Depository Receipts, アメリカ預託証券) にも適用した²⁶⁾。こうした一連の措置により、95年の

24) チリのブルーデンス規制には、自己資本比率の増強、預金準備金制度の充実、預金保険制度の改正、財務内容公開の義務付けおよび政府と民間双方からなる監視制度の確立などの内容が含まれている。

25) チリのブルーデンス規制の内容について、Calomiris, Charles W. (1997) を参照、30-34ページ。

26) ここでのADRsはアメリカの株式市場で発行するチリ大手企業の株式を意味する。チリでは、こうした株式は居住者と非居住者の間で取引されている。一般的にいえば、国内企業の株式が海外市場で非居住者によって取引される場合は、為替相場に影響はないが、チリの場合は、ADRsが非居住者と居住者の間で取引されているため、為替相場に影響を与えることができる。チリではこうした影響を抑制するために、流通市場のADRsが規制の対象とされた。ADRsに対す規制の理由について

時点では直接投資と ADRs 発行以外の資本流入がすべて準備金制度の対象となった。なお、ADRの発行条件として、BB 以上の格付けが必要とされる²⁷⁾。

1997年末の時点では、チリの準備金制度の主要な特徴は以下の通りである。第一に、適用範囲は直接投資以外のほとんどの資本流入に及ぶことである。第二に、投資期間と関係なく、流入資本の30%を、一年間、無利子で中央銀行に預けることである。事前に資本流入の期間を判断しにくいと、投資期間と関係なく、流入資本の一律30%を準備率にしたといわれている。そして、投資期間が短いほど、コストが高くなるという視点からみれば、これは実質的に短期資本流入規制であると言ってもよい。表1からわかるように、チリの準備金制度は、投資期間が短いほど、年率に換算されるコストが高くなるという仕組みとなっている。第三に、準備金の使用通貨がドルに限定されている。これは外貨流動性を補強するための措置であり、これによって中央銀行は外貨保有のコストとリスクを下げることも可能である。

表1 チリの外国資本流入に対する準備金制度の推移

	91年後半	92年前半	92年後半	93年	94年	95年	96年
準備金の比率(%)	20	20	30	30	30	30	30
準備金の期間(月)	3	3	3	12	12	12	12
LIBOR(%)	5.5	4.5	3.6	3.4	5.0	6.1	5.6
資本流入コスト							
一年もの(%)	2.9	2.6	3.3	3.2	3.9	4.3	4.1
六ヵ月もの(%)	3.0	2.7	3.3	5.0	6.2	7.2	6.7
三ヵ月もの(%)	3.0	2.7	3.4	8.0	11.0	13.2	12.2

出所：Agosin, Manuel, Ricardo Ffrench-Davis. (1998), p.35.

注：資本流入コストは年率換算，%。

チリの短期資本規制は過度の資本流入に対応する一時的な措置だったといえる。このことは内外経済環境の変化に対応する準備金制度の内容の変更から見て取れる。1991年に短期資本流入の増加を背景に、準備金制度が導入され、92年に短期資本流入がさらに増えたことで、準備率がそれまでの20%から30%に引き上げられた。しかし、98年にアジア通貨危機の影響で資本流入が鈍化し、為替レートが減価する傾向に転じたため、準備金の比率は下方調整された。従来30%だったこの比率は98年6月に10%に切り下げられ、9月になると、さらにゼロとなった。ただし、準備金の徴収は中止されたものの、政府はこの制度を運用する権利を留保している。過度の資本流入による圧力が解消していく過程で、資本流入規制の緩和が適切だったと言ってもよい。しかし、今後、大量の短期資本流入が発生する際に、資本流入規制が再び強化されることが予想される。

(b) 短期資本規制の効果

表2からわかるように、1990年代の資本流入の特徴のひとつは直接投資の比重が高くなった

て、Agosin, Manuel and Ricardo Ffrench-Davis (1998) の7ページを参照。

27) Johnston, Barry. R., Darber Salim and Claudia Echeverria. (1997), pp. 40-49.

ということである。82年の債務危機まで、チリの場合、直接投資による資本流入が概ね2億ドル以下に止まっていたが、87年以後、直接投資の流入が著しく増加し、89年と90年にそれぞれ18.2億ドルと17.3億ドルの規模に達した。91年と92年に若干減少したが、93年以後、ふたたび増加に転じ、96年にピークの36億ドルを記録した。なお、資本純流入に占める直接投資の割合は91年、95年と96年に50%前後で推移し、証券投資と対外借入を大きく上回っている。

表2 チリにおける純資本流入

(単位：億ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
直接投資	17.3	8.9	4.8	9.9	16.8	18.1	36.2	30.2
証券投資	3.6	2.3	4.5	7.3	9.1	-0.6	11.0	20.3
その他の投資	10.3	7.2	17.1	13.2	13.3	9.9	22.6	4.8
長期投資	1.4	-0.07	2.3	4.3	8.3	10.0	26.0	23.2
短期投資	9.0	7.3	14.8	8.8	5	-0.07	-3.4	-18.5
公的部門	-2.0	-6.8	1.1	-4.2	-1.7	-38.4	-28.9	-3.6
合計	29.1	11.7	27.5	26.2	37.5	-11	41	51.6

資料：Central Bank of Chile, 1998.

注：97年については、第3四半期までのデータである。

そして、資本流入のもうひとつの特徴は、短期資本流入規制が導入された後、短期借入が減少する方向に転じたことである。借入の期間別構成をみると、1990年代初期に、借入のうち、短期借入の比率がきわめて高かった。90年に長期借入が1.4億ドルだった一方で、短期借入が9億ドルに上り、長期借入を大きく上回った。こうした状況が93年まで続いた。短期資本流入の急増を抑制するために、チリ政府は、91年に短期資本規制を導入し、92年にさらに規制を強化した。このため、93年以後、短期資本流入が次第に減少する傾向にあった。短期借入による資本流入が94年に5億ドルに低下し、95年以後、マイナスに転じた。この時期に短期借入の減少と対照的に、長期借入が急増するようになった。94年に8.3億ドルだった長期借入は、95年に10億ドルに増加し、96年になると、さらに26億ドルのピークに達した。これらの事実を背景に、チリの外資政策が投資期間と資本流入項目の調整に関して、うまく機能したことは多くの経済学者たちに認められている²⁸⁾。

しかし、資本流入の規模に対する効果に関しては、見解が分かれている。GDPに対する資本流入の規模をみると、規制が実施された1991年に、GDPに対する資本流入の比率は前年度の9.9%から2.5%に低下したものの、92年になると再び上昇に転じた。しかし、91年以後、こ

28) チリの短期資本規制の効果を否定する見解も見られる。その理由のひとつとして、短期資本規制が実施された後、闇市場での資本取引が増えたという指摘がある。なお、短期資本流入に関するチリ中央銀行の統計も問題視されている。たとえば、97年の対外債務に占める短期借入の比率について、チリ中央銀行の統計は11%であるのに対し、BISのそれは49.8%である。しかし、図11からわかるように、たとえ同じBISの統計にしても、チリの短期負債の比率は発展途上国の平均水準を下回っている。チリの短期資本規制の是非を巡る論議については Quirk, Peter and Owen Evans. (1995), Eichengreen, Barry and Michael Massa. (1998) を参考されたい。

の率が一貫して90年のピークより低かった。さまざまな要素から資本移動変化の原因を確実に確定するのは容易ではないが、ラテンアメリカ地域におけるチリ経済の健全さと投資の魅力の大きさを考えると、GDPに対する資本流入の比率が大きく上昇しても不思議ではない。しかし、図2から分かるように、1990年代にチリの資本流入の規模はさほど大きくなかった。

メキシコ通貨危機とアジア通貨危機から大きな影響を受けなかったことはチリ経済の強さであり、この強さに貢献した要因のひとつが短期資本流入規制であるといえよう²⁹⁾。メキシコとタイの通貨危機の主因は大量の短期資本移動にあった。この教訓にしたがえば、チリの短期資本規制は投機資本の移動を抑制し、通貨危機の予防に貢献したと推定できる。

II タイの資本自由化と通貨危機の教訓

タイの外資政策は時代の変化とともに大きく変ってきた。多くの発展途上国が無謀に大量の外資を借入れた1980年代初期までは、タイ政府は過度の資本流入のリスクを早くから認識し必要に応じて公的部門の借入を制限していた。それゆえ、タイの経済成長の過程が債務危機によって中断されることはなかった。またこの時期に為替・資本管理制度を維持していたタイでは、民間資本の移動はマレーシアやインドネシアなどの近隣諸国より比較的安定していた³⁰⁾。

しかし、通信手段の発達やさまざまな金融商品の開発および先進国と発展途上国の規制緩和などにより、大規模かつ急速な資本移動がグローバル経済のリスクを高めてきた1990年代には、タイ政府はその良好な経済パフォーマンスを背景に自国経済の実力を過信し大量の短期資本を受入れるようになった。その結果、国内経済環境の悪化に反応して短期資本が流出し通貨危機を余儀無くされたのである。

発展途上国の優等生とされていたタイでなぜ通貨危機が発生したのか。この問題を解明するために、アジア諸国を次の三つのグループに分けてみることは有益だと考えられる。第一のグループは香港とシンガポールである。先進国並みの経済構造と資本自由化を特徴とする香港とシンガポールではアジア通貨危機によるマイナスの影響はそれほど大きくなかった。為替・金融市場の発達や良好な対外経済状況などは通貨不安定の影響を和らげる方向に働いた。第二のグループはタイ、インドネシアおよびマレーシアなどである。これらの国では発展途上国の経済構造と先進国並みの資本自由化のミスマッチが通貨危機を招く結果となった。恒常的な経常収支赤字構造と外資依存型の経済体質を背景に、過度の資本自由化は経常収支赤字の拡大や対外債務の増加につながった。それに為替市場の厚みの不足は短期資本流出に伴う為替相場の下

29) 多くの発展途上国と同様に、チリ経済もアジア通貨危機からマイナスの影響を被っている。1998年にチリの貿易収支赤字が拡大し、外資の流入が減少するようになった。しかし、他の新興国に比べて、チリ経済が比較的安定であることに変わりはない。

30) 為替・資本取引が比較的自由だったインドネシアとマレーシアはそれぞれ1980年代に、大量の民間資本の流出を経験したことがある。López-Mejía, Alejandro. (1999), p. 9.

落を助長した。第三のグループは中国とインドなどである。発展途上国の経済構造とこれに対応する慎重な選択的資本自由化を背景にこれらの国は通貨危機の回避に成功した。中国とインド経済は第二のグループと同じような構造問題を抱えているが、選択的資本自由化の下ではこうした構造問題から生じる経済開発のリスクが政府の介入によって抑えられている³¹⁾。

アジア諸国の経済開発のあり方が類似し、その経済開発を取り巻く国際環境もほぼ同じであった。こうしたなかで興味深いことは、経済発展と資本自由化のバランスが維持された国では通貨が比較的安定だった一方、このバランスが崩れた国では通貨危機が余儀無くされる結果となった。経済発展と資本自由化のバランスが崩れたとき、効率性と安全性のバランスも崩れることになる。これはまさにタイの金融危機の原因であると言えよう。

1. 選択的資本自由化と安定成長（1977-1989年）

(1) 資本管理と選択的資本自由化

世界経済の発展を振り返ると、資本管理があった段階でも、高い経済成長率を達成した国が少なくない。その例として、コロンビア大学のバグワティ教授が指摘したように、「中国、日本という、政治・社会・歴史のいずれの点でも異なる両国が、資本勘定の兌換性なしに著しい成長を遂げてきたのである³²⁾」。90年代までのタイもこうした国のひとつだったと言える。

タイでは、厳格な資本管理体制が採用された1970年代と80年代において、平均成長率がそれぞれ、7.3%と7.2%に達し、同じ時期の海外からの投資も拡大する傾向にあった。換言すれば、当時のタイの資本管理はたんに資本流入を制限するものではなく、資本流入をコントロールするひとつの手段だったといえる。日本、中国、そしてタイのいずれにしろ、資本管理の枠組みのなかで、資本管理と資本自由化を両立させること、すなわち、一部の不安定な資本移動を規制し、安定した資本流入を促進する選別的資本自由化が、それぞれの国の経済成長に寄与したといえよう。

1990年代までは、タイの資本管理は主として為替管理法を母体に行われていた。IMFの調査によれば、1989年までの為替管理のなかで資本取引に関連する内容は次のとおりである³³⁾。まず、資本流入の側面では、資本流入に伴う外貨収入を当局に売り渡すこと、および資本流入の目的を当局に報告することが要求されている。そして、資本流出の側面では、居住者而非居住者が資本を外国へ移転させる場合、政府の承認を得ることが必要である。こうしたなかで、居住者の海外への資本移転と対外投資が基本的に禁止されているが、民間企業の借入

31) 一部の経済学者は中国や南アジア諸国の資本管理が通貨危機の回避に寄与したと指摘している。中国について、Krugman, Paul. (1998), 南アジアについて、Williamson, John and Molly Mahar, (1998) の57ページを参考されたい。

32) バグワティ (1998), 107ページ。

33) IMF, Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 各号。

返済にあたる対外資本送金は可能である。さらに、非居住者による資本と利益の対外送金について、直接投資に関わる部分が比較的自由であるのに対し、その他の投資形態に関連する部分は政府の審査を受けなければならない。資本元本や配当及び利益の送金規制は資本流入の形態によるが、原則としては、タイに持ち込んだ外貨の対外送金が許可される一方で、これを越える金額の送金が規制の対象とされる。最後に、公的部門に関して政府と国営企業の対外借入は債務委員会の事前許可を必要とする。

以上の状況からみれば、タイの資本管理は資本流入を完全に禁止するものではなかった。そして、1980年代の外資政策の内容をみると、安定した長期資本の導入はむしろ、政府主導、あるいは政府の優遇政策によって積極的に行われた。

1970年代後半以後、輸入代替工業化から輸出志向工業化への転換にともなって、輸出関連の直接投資の自由化が大きな進展を見せ、80年代を通じてこうした自由化のテンポはさらに加速する傾向にあった。なお、この時期は企業の長期資本の借入も比較的自由だった。借入の期間に関して明示的な規制はないが、当時の国内企業にとって国際金融市場へのアクセスが規制されたため、短期借入が少なく、対外借入は長期借款を中心に行われた。このような長期資本の借入に対して、政府は民間企業の債務返済に必要とする外貨の供給や国営企業の借入に対する保証などの方法を通じて支援する姿勢を採ったのである。

とはいえ、借入を完全に市場に任せたわけではない。政府は必要な対外借入を促す一方で、借入の規模と用途に対する監視と規制を維持していた。それゆえ、1980年代におけるタイの債務管理能力は高く評価されていた。70年代後半以後、国際金融市場における資金供給力の拡大により、他の新興国と同様に、タイの借入が増える傾向にあった。しかし、ラテンアメリカ諸国の放漫な借入と対照的に、タイ政府はさまざまな管理手段により、借入を返済可能な水準に抑えることに成功した。対外債務管理の重点が公的部門の借り入れに置かれ、管理の手段としては、政府からの借入抑制の要請や借入に依存するプロジェクトの制限などが用いられていた。

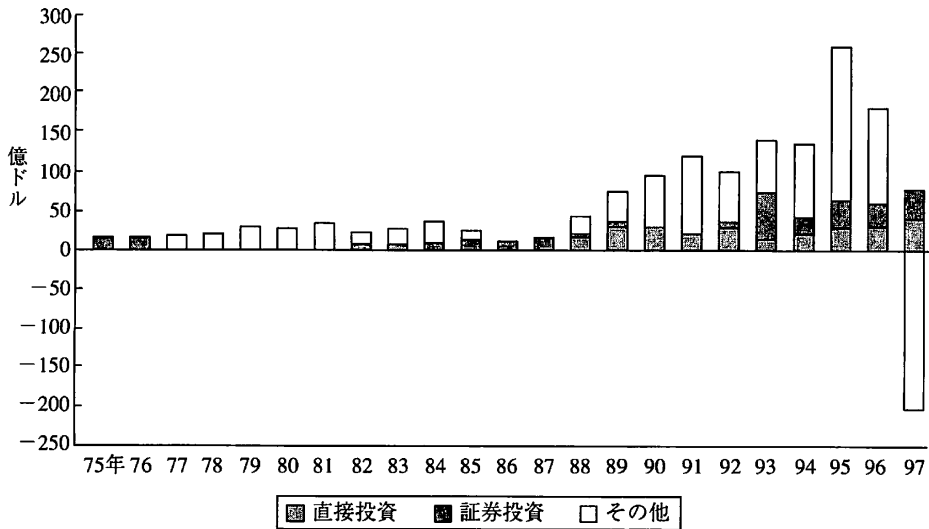
以上に見てきたように、タイでは、1990年代まで一部の短期資本移動と居住者の対外投資は制限されたものの、輸出関連の直接投資や長期的借入は比較的自由であった。したがって、タイのこの時期の資本自由化には選別的な色が強かった。

(2) 長期資本流入と金融の安定

図6から分かるように、90年代以前、タイの資本流入の主体は借款を中心とする「その他の資本流入」である。80年代後半に、直接投資と証券投資の増加は比較的速かったものの、絶対額では借款が依然として圧倒的に多かった。なお、図7をみれば、政府と国営企業の借入が極めて大きな規模で推移し、タイの外国資本の導入が長期にわたって公的部門の借入に依存した事実が分かる。

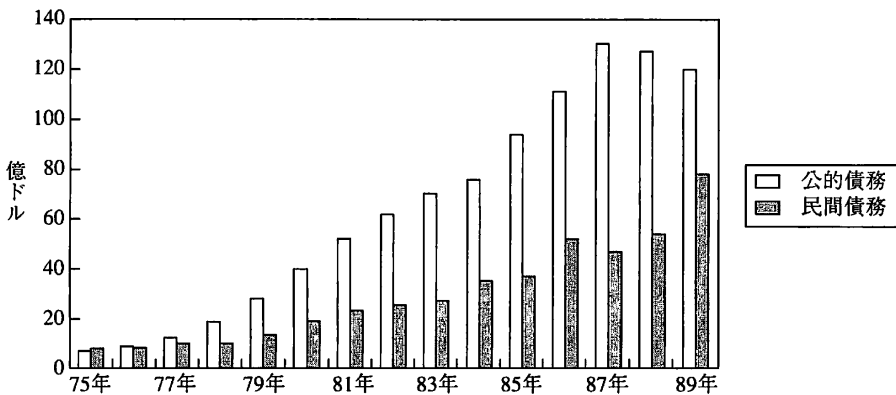
そして、図8に示したように、1980年代末まで、対外債務の大半は長期債務によって占められていた。対外債務のうち短期負債の割合はおおむね20%台で推移してした。80年に27.9%

図6 タイの資本流入構成



資料：IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1998.

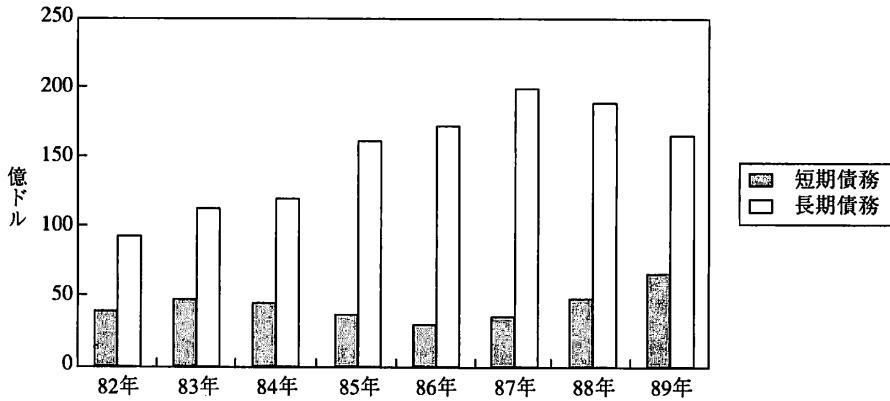
図7 タイの対外債務の借手別構成 (1975-89年)



資料：Bank of Thailand, *Annual Economic Report, Thailand Key Economic Indicators*, 各号。

だった短期負債の比率は82-84年の間24%前後に止まり、86年と87年にさら15.3%と12.9%にまで低下した。この時期に短期資本流入が少なかった原因は、国内要素からいえば、概ね3つあったと見られる。第一は市場の未整備である。短期投資を行う短期市場の不在や金融商品を売買する流通市場の欠如は流動性の高い投資を抑制した。第二は制度上の問題である。金利の統制や為替管理制度の存在などは短期資本流入を阻止する重要な手段となった。第三は対外債務に対する政府の管理である。こうした管理は公的部門の短期借入を抑制するうえできわめて重要だったと考えられる。

図8 タイの対外債務の期間別状況 (1982-89年)



資料：OECD, *External Debt Statistics, 1984-95, Financing and External Debt, 1991*.

一方、直接投資の推移を見ると、1980年代後半に直接投資の自由化はプラザ合意以後の円高と相俟って、直接投資流入のブームを引き起こしている。88年にタイの直接投資の受け入れは前年度の3.5億ドルから一気に11億ドルにまで急増した。89年度に18億ドル、90年度に24億ドルと、大幅な増加傾向が続いていた。80年代後半における直接投資は、輸出関連の投資が圧倒的に多く、こうした輸出関連の投資は輸出の拡大を通じて80年代後半の経済成長率の上昇と対外債務状況の改善に非常に大きく寄与した。

以上からわかるように、タイの1980年代における選択的資本自由化政策は長期資本流入の拡大につながる結果となった。なお、こうした政策は為替相場の安定や金融秩序を維持するうえでも、極めて重要な役割を演じたと言える。直接投資と長期借入に依存する当時の外資導入政策は90年代から始まった派手な急進的資本自由化に比べて、保守的であるかもしれない。しかし、外資が生産的な目的に使用されたことや対外債務が返済可能な規模に維持されたことおよびラテンアメリカ地域で発生したような大量の資本逃避が回避されたことなどを考えると、この時期の選択的資本自由化は90年代の急進的な自由化に比べて、むしろ妥当であったといえよう。

もちろん、この時期のタイの外資政策に問題がないというわけではない。ナショナリズムを動機とする資本管理の残存や直接投資自由化の不十分、および裁量的管理手段の使用などが非効率性をもたらしたことは否定できない。この意味では、1990年代の外資政策の重点は短期資本の自由化より、むしろこれらの問題の解決に置かれるべきであった。

2. 急進的資本自由化と通貨危機 (1990-1997年)

(1) 資本自由化政策の内容と効果

1990年代に入ってから、タイの外資政策は大きな転換期を迎えた。90年から始まった一連の

資本自由化措置の実施により、90年代半ばごろにはタイの資本自由化はアセアン諸国をリードするようになった。利用し得る長期資本の流入が限界に近づくにつれ、非現実的な成長率を追求するタイ政府は、やがてリスクの高い短期資本に手を伸ばすことになった。この時期には、タイ政府は資本流入の新しいルートを確保するために、一転して金融市場経由の資本移動の自由化を加速させたので、短期資本流入が急増するようになった。90年代の資本自由化はバンコク・オフショア市場（Bangkok International Banking Facilities, BIBF）経由の短期借入の自由化、非居住者によるパーツ預金の自由化と株式投資の自由化を柱として展開された。そのいずれも逃げ足の速い短期的資本移動だったのである³⁴⁾。

タイの通貨危機について、よく問題にされたのはBIBFの開設である。1990年代前半に外資導入の競争が激化するなかで、アジア諸国は資本流入を促すために相次いで国際金融市場の育成に乗り出した。こうしたなかで、バンコクを国際金融市場に発展させ、そしてパーツの国際化によりインドシナ半島にパーツ経済圏を構築するという野心的計画がタイ政府により描かれていた。これを背景にBIBFは1993年3月にタイで発足した。

BIBFのなかで、後の通貨危機と深く関わった部分は「外-内」Out-In取引だった。本来、資本調達にあたっては、短期資金需要の不足が短期借入で、また長期投資に必要とする長期資金の不足が長期借入で補うことは基本であるが、BIBFにおける「外-内」取引の導入でこの資本調達の仕組みが崩され、その代わりに短期資本流入で長期投資をファイナンスする現象が拡大する傾向となった。これはすなわち、国内での国際資金へのアクセスが容易になったことや実質的ドル・ペッグ制により為替相場変動のリスクが小さくなったことおよび国際短期資金の貸し出し金利が国内長期資金のそれより低くなったことなどを背景に、短期資本の借り換えによる長期投資がより有利になったためである。

そして、以上の資本自由化措置にあわせて、国境を越えるパーツの流通や非居住者に対するパーツの貸し出しの自由化などを内容とするパーツの国際化政策もいっそう強化される結果となった。1998年にIMFはアジア通貨危機の原因に関する分析のなかで、タイについてはパーツに対する投機が通貨危機のきっかけだったと指摘する³⁵⁾。通貨投機の発生はさまざまな要因によるが、タイでは、それを可能にした条件のひとつは、非居住者によるパーツの借り入れの自由化である³⁶⁾。

34) タイの資本自由化の内容に関しては、田坂(1996)、Johnston, Barry. R., Darber Salim and Claudia Echeverria. (1997)を参考されたい。

35) IMF(1998), p. 3.

36) パーツが切下げの圧力を受ける場合、パーツに対する投機はパーツに対する空売りの形で行われる。そして、これを可能にする条件のひとつは非居住者によるパーツ借入の自由化である。パーツを借り入れて現時点のレートでドルと交換し、為替レートが下落した後パーツを買い戻して、資金を返済するという現物の空売りはパーツの借入から始まる。一方、代金の受け渡しを将来のある時点とする先物の空売りについては、契約が成立する時点で、外為銀行は投機家の代わりに、パーツ資金を調達ノ

1990年代に入ってから、以上のような急進的資本自由化政策はタイ経済に大きな異変をもたらした。そのなかで、とくに短期資本移動の自由化は資本流入の規模と形態に大きな変化を与えることになった(表3, 4, 5)。

表3 タイの資本流入

(単位: 億ドル)

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
1 直接投資	25.6	20.3	21.1	18.1	13.7	20.7	23.4	38.5
2 証券投資	-0.3	0.3	9.2	54.6	24.7	42.3	35.9	47.5
株式投資	4.5	0.4	4.5	26.8	-4.1	21.2	11.7	39.2
債券投資	-4.8	-0.1	4.7	27.8	28.8	21.1	24.2	8.3
3 その他の投資	67.6	99	64.8	67.4	98.6	192.1	118.8	-148.4
貿易信用	6.4	7.1	2.8	5	2.6	2.1	-1.8	-4.3
借 款	50.2	69.1	44.6	41.3	84.1	155.6	92.3	6.9
非居住者パーツ預金	13.4	20.6	17.5	26.8	20.4	33.8	29.2	-49.8
その他の負債	-2.4	2.2	-0.2	-5.7	-8.5	0.6	-0.8	-101.2
合 計	92.9	119.6	95.1	140	137	255.1	178.1	-62.4

資料: Bank of Thailand, Databank. ただし, 原データはパーツ表示のために, 年平均レートでドル換算。

こうした変化のなかでも、まず第一には、外国資本に対するタイ経済の依存度が著しく上昇した。資本自由化、実質的なドル・ペッグ制および内外金利差の拡大を背景に、大量の資本流入が発生し、タイ経済が国際資本移動のリスクに晒されやすい体質に変わりつつあった³⁷⁾。GDPに対する資本流入の規模は、資本流入の増加で、90年に10.6%、91年に12%で推移し、95年にタイの史上最高の13%に達した。こうした資本流入規模の拡大により、1990年代に入ってからタイの対外債務が急増するようになった。対外債務残高の対GDP比率は1990-92年に30%台、93年と94年に40%台、95年と96年に50%台と、上昇の傾向を示した。

次に、第二の変化は借入の主体が公的部門から次第に民間企業に代わったことである。1990年代までは、対外借入のうち、公的部門の借入が圧倒的に多かったが、1990年以後、民間部門の借入規模が公的部門を上回るようになった。通貨危機前の1996年に、公的借入は168億ドルであり、対外債務残高の19%へと低下したのに対し、民間部門の借入は737億ドルを記録し、対外債務残高の81%に達した。以上の状況から判断すれば、1990年代に、タイの対外借入が主として民間レベルで発生したことが分かる。民間企業の借入に対する政府の監視と規制の弱体化は通貨危機を招くひとつの要因となった³⁸⁾。

、 シドルを買っておく必要がある。ここでも、パーツの貸し付け行為が発生するわけである。したがって、非居住者によるパーツ借入の自由化をひとつの内容とするパーツの国際化政策は、通貨投機を助長したひとつの要因だったと考えられる。

37) 1984年11月、タイはバスケット方式の為替相場制度に移行したが、ドルのウェイトが高く、実質的にはドル・ペッグ制となっていた。

38) スティグリッツ (1998b) を参照。

表4 タイの対外債務残高

(単位: 百万ドル)

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
1. 公 的 部 門	11,514	12,810	13,068	14,171	15,714	16,402	16,805	17,166
長期債務	11,257	12,105	12,518	14,171	15,534	16,317	16,751	17,146
短期債務	257	705	550	—	180	85	54	20
2. 民 間 部 門	17,793	25,068	30,553	37,936	49,152	66,166	73,731	69,093
長期債務	7,633	10,382	12,189	15,302	20,153	25,155	36,172	34,277
短期債務	10,160	14,686	18,364	22,634	28,999	41,011	37,559	34,816
商業銀行	4,233	4,477	6,263	5,279	9,865	14,436	10,682	9,488
長期債務	286	338	731	1,263	3,451	4,443	2,314	3,824
短期債務	3,947	4,139	5,532	4,016	6,414	9,993	8,368	5,664
BIBF	—	—	—	7,740	18,111	27,503	31,187	30,079
長期債務	—	—	—	1,385	2,969	3,799	10,697	10,317
短期債務	—	—	—	6,355	15,142	23,704	20,490	19,762
ノンバンク	13,560	20,591	24,290	24,917	21,176	24,227	31,862	29,526
長期債務	7,347	10,044	11,458	12,654	13,733	16,913	23,161	20,136
短期債務	6,213	10,547	12,832	12,263	7,443	7,314	8,701	9,390
3. 金 融 当 局	1	—	—	—	—	—	—	7,157
合 計	29,308	37,878	43,621	52,107	64,866	82,568	90,536	93,416
長 期 債 務	18,891	22,487	24,707	29,473	35,687	41,472	52,923	58,580
短 期 債 務	10,417	15,391	18,914	22,634	29,179	41,096	37,613	34,836

資料: Bank of Thailand, Databank.

表5 タイの経済指標

(単位: %)

	90年	91年	92年	93年	94年	95年	96年	97年
外 貨 準 備 (億ドル)	133	175	204	245	293	360	377	262
外貨準備の増加率	40	32	16	20	20	23	5	-31
M2の対GDP比率	69.8	73.1	74.7	78.9	77.8	78.9	79.5	89.9
民間信用の対GDP比率	64.3	67.7	72.1	79.8	90.9	97.5	101	116
消費者物価の上昇率	5.9	5.7	4.1	3.4	5.2	5.7	5.8	5.6
経常収支の対GDP比	-8.5	-7.7	-5.5	-5.1	-5.6	-8.1	-7.9	-2
資本収支の対GDP比	10.6	12	8.5	8.4	8.5	13	10.2	-10
財政収支の対GDP比	4.5	4.7	2.8	2.1	1.9	2.9	2.3	-0.6
対外債務残高の対GDP比	32.9	38.4	37.5	42.1	45.4	49.5	50.1	60.7

資料: IMF International Financial Statistics Yearbook 1998 などのデータにより, 作成。

第三には、民間部門の借入増加に伴って対外債務に占める短期債務の比率が急増した。1980年代には、政府主導の借入が長期借入を中心に行われていたが、1990年代に入ってから、民間部門の借入を中心に、短期負債の増加が目立つようになった。表4に示したように、1990-96年の間に、公的部門の借入残高のうち短期借入は少なかった。短期借入の割合は、概ね2%以下にとどまっている。これと対照的に、同じ時期について、民間部門の借入に関しては、対外債務残高が急増したことに加え、短期債務は一貫して長期債務を上回った。1997年に短期資本の引揚げにより通貨危機が発生した背景についてみると、短期借入の増加がタイ経済に脆弱性

を与えたことは一目瞭然といえよう³⁹⁾。

第四には、1990年代に入ってから資本流入に占める直接投資の比重が下がり、間接投資が急増する傾向にあった。資本流入に占める直接投資の割合は、この時期には直接投資の低迷と間接投資の急増のため、低下するようになった。87年と88年に30%以上に上った直接投資が、91年以後、おおむね10%台に止まっている。一方、こうした変化に伴って、間接投資の割合は1993-96年の間に90%前後で推移していた。タイでは、流動性の高い金融資産に対する間接投資の増加は資本フローの変動幅を拡大させ、資本移動の不安定さを高めることになった。なお、直接投資の減少は輸出競争力を低下させたひとつの要因だったと考えられる。

急進的資本自由化を背景に、タイの資本流入に以上のような変化が起こったが、これらの変化がお互いに関連していることは言うまでもない。政府の監視と規制が弱体化していく過程で、民間主導の外資導入は短期資本流入を加速させ、資本流入全体に占める短期資本の比重を高めた。そして、短期資本流入の増加はさらに資本流入の総規模を拡大させ、外国資本に対するタイ経済の依存度を上昇させる結果となった。

(2) 短期資本移動と通貨危機

(a) 過度の資本流入とファンダメンタルズの悪化

タイの通貨危機が発生した後、その原因に関して、短期資本流入と経済ファンダメンタルズの問題は2つの相関性のない独立変数として議論されることが多かった。また両者のどちらが通貨危機の主因であるかを巡って、さまざまな論争が展開されてきた。こうしたなかで、市場万能主義の論者は、通貨危機が短期資本移動の自由化と無関係にファンダメンタルズの問題によって発生したと強調し、ファンダメンタルズの悪化と短期資本流入との関連を否定しようとする。しかし、通貨危機が発生するまでのタイの状況をみると、大量の短期資本流入がファンダメンタルズを悪化させた事実は否定できない。

タイのファンダメンタルズのなかで、もっとも問題とされたのは経常収支赤字の規模である。経常収支の状況をみると、GDPに対する経常収支赤字の規模が1990年代に入ってから一貫して高い水準で推移してきた。年平均で見ると、1990-97年が6.3%で、70年代の3.2%と80年代の3.9%を大きく上回っている。タイの経常収支悪化の原因は主として、総需要の拡大と実質為替レートの増価にあったと見られる。

タイでは、1980年代後半以後、財政収支が著しく改善される傾向にあった。90年と91年の財政収支黒字はそれぞれGDPの4.6%と4.8%にまで拡大し、1992-96年も2%台に維持されていた。すなわち、90年代には、タイ政府はおおむね緊縮的財政政策を採ってきたと考えられる。なお、金融政策については、実質的なドル・ペッグ制と資本自由化の下で、タイ政府が拡張的金融政策を実行するのがきわめて難しい。なぜならば、こうした政策は金利の低下と資本流出

39) 通貨危機と短期資本移動の関連について、山下(1998年)の「固定相場制復帰への道(3)一東アジア通貨危機と為替相場制度の在り方」を参考されたい。

を招き、結局、為替相場を維持するための政府介入が通貨供給量の減少を導くからである⁴⁰⁾。それでは、総需要を拡大させた要因がいったいどこにあったらうか。

1990年代に入ってから、経常収支赤字を上回る大量の資本流入を通じて、為替レート増価の圧力が強まり、この圧力を緩和するための政府介入は外貨準備の増加、通貨供給量の拡大および過剰流動性の発生につながった。90年代に、タイの経常収支赤字が拡大する傾向にあったにもかかわらず、外貨準備が急増するようになった(表5)。90年に100億ドル台にあった外貨準備が、92年に200億ドル台に上昇し、96年にはピークの377億ドルを記録した。この規模は89年の4倍、85年の17倍に相当する大きさである。

外貨準備の増加が原因となって、タイの通貨供給量が拡大しつつあった。1985年に56%だったGDPに対するM2の比率が90年に70%に達し、96年になるとさらに80%に上昇した。なお、これと同じ時期に、民間部門の信用供与も拡大する傾向を示している。また民間部門の信用供与(対GDP比)については、85年には46%であったのが、90年に64%に上り、96年には101%にまで増加した。資本流入に起因する通貨供給量と民間部門信用の拡大は90年代前半の高度経済成長を支えた一方で、総需要の拡大を通じて輸入の拡大と経常収支の悪化を招く結果となった。

そしてタイでは、資本流入による過剰流動性の発生は実質為替レートを上昇させたひとつの要因であった。1990年代のタイにおいて、過剰流動性によるバブルが発生し、不動産などの非貿易財価格の高騰は、貿易財に対する非貿易財の相対価格を上昇させ、実質為替レートの増価を促す結果となった⁴¹⁾。なぜなら、非貿易財価格の上昇により、90年代の消費者物価も上昇する傾向にあったためである⁴²⁾。1983-88年にタイの消費者物価の上昇率は4%以下に低下したが、90年代になると、インフレ率はおおむね5%前後で推移し、90年代後半、6%台に近づくようになった。こうした物価の上昇も輸出競争力を弱めるひとつの要因だったと考えられる。

(b) 短期資本移動と政府調整能力の弱体化

1980年代初期にタイも経常収支赤字の拡大を経験したことがある。しかし、それは通貨危機のきっかけにはならなかった。80年代前半にタイの膨大な財政赤字が外国資本によってファイナンスされた結果、財政収支赤字と経常収支赤字がともに著しく拡大した。GDPに対する比

40) 金利の低下による資本流出はパーツ売りにつながる。そして、タイ政府はドル・ベッグを維持するために、決められた為替レートでドルを売って、パーツを買わなければならない。その結果、市場で流通するパーツの供給量が減少し、金利が上昇する。

41) 資本流入と実質為替レートの関連について、Radelet, Steven and Jeffrey Sachs. (1998 a)の13ページを参考されたい。

42) 過剰流動性が発生する場合、貿易財価格の変動が国際市場価格に制約されるため、非貿易財の価格が先に上昇する。これにしたがって、貿易財に対する非貿易財の相対価格が上昇し、非貿易財部門に対する投資が増えることになる。これがまさにバブル発生の原因である。そして、非貿易財部門の賃金の上昇は部門間における労働力の移動によって、貿易財部門の賃金と価格を押し上げる。

率を年平均で見ると、財政赤字が1980-85年に4.5%に上ったに対し、同じ時期の経常収支赤字も5.4%に達した。単独の年としては、81年と83年の経常収支赤字がGDPの7%を上回った。経常収支赤字拡大の直接的原因は輸出の減少にあった。80年に20%だった輸出の伸び率は81年に8%に低下し、82年と83年にさらにマイナス1.2%とマイナス8.3%を記録した。

こうした厳しい局面のなかで、タイ政府は1984年11月に、対ドル・レートを23バーツから27バーツへと切下げた一方で、緊縮的財政政策を実施し、迅速な経済調整で経済危機の回避に成功した。1980年代後半にGDPに対する経常収支赤字の比率は3%台以下に低下し、財政収支も88年以後、黒字に転じた。こうした調整の過程で、もっとも重要な点は实体经济が大きな打撃を受けなかったことである。経済成長率が84年に4.6%に低下した後、再び上昇傾向に転じ、1987-89年にわたって、9.5%、13.3%と12.2%を記録した。

しかし、1990年代になると、大量の短期資本流入はタイ政府の経済調整能力を弱める結果となった。90年代初期には、タイ政府は実質的なドル・ペッグ制を維持し、短期資本移動の自由化と内外金利の格差を維持することにより資本流入の拡大を期待した。だが、90年代後半には、実質為替レートの上昇や輸出伸び率の鈍化および経常収支赤字の拡大等の問題が表面化し、タイ政府はやがて過度の短期資本流入のリスクに気付くようになった。しかし、大量の短期資本流入によりタイの経済調整が難航するようになった。短期資本移動の自由化は政府の政策調整の余地を制限した一方で、対外短期債務の増加は為替相場調整に要するコストを高める結果となった。

1990年代後半に、タイにとって、経常収支赤字を是正するための選択肢がふたつあった。その一つは緊縮的財政金融政策である。1980年代後半以後、タイ政府が緊縮的財政政策を続けてきたため、財政支出の削減が限界にあった。なお、自由な資本移動と実質的なドル・ペッグ制の下では、緊縮的金融政策の効果も限られていた⁴³⁾。そして、第二の手段は実質的なドル・ペッグ制の是正による為替相場の切下げである。しかし、この段階では民間企業のドル建債務が巨大な規模に達し、為替相場の切下げが債務不履行や債務返済負担の加重につながる可能性が高くなった。大量の短期資本がタイの金融市場に溢れていたことや、短期借款の借換えによる長期投資が進行中であったこと、およびヘッジファンドなどの投機筋がバーツ切り下げのタイミングを狙っていたことを考えると、為替相場の調整が非常に難しくなっていたといえる。こうしたなかで、1990年代半ば以後、経済調整能力を失ったタイ政府は、割高レートの維持に固執し、通貨危機の到来を迎えることになった。

43) 変動相場制の下では、緊縮的金融政策は金利の上昇を通じて、資本流入の拡大と自国通貨の増価を招くことになる。しかし、ドル・ペッグ制の下では、政府は為替相場の安定を維持するために、決められた為替レートで無制限に自国の通貨を供給しなければならない。こうした介入は自国通貨の増価を阻止する一方で、通貨供給量の増加につながり、緊縮的金融政策の効果を帳消しすることになる。

(c) 短期負債の急増と外貨流動性の不足

タイでは、過度の短期資本流入を背景にファンダメンタルズの悪化や政府による経済調整能力の弱体化が進んだ一方で、外貨準備に対する対外短期債務残高の比率の上昇は市場の予想(Expectation)を悪化させ、短期資本流出を加速させるひとつの要因となった⁴⁴⁾。

外貨準備の変化をみると、1990-96年に、タイの外貨準備は急増する傾向にあった。90年に133億ドル、92年に204億ドル、94年に293億ドルと、増加を続けた後、96年にピークの377億ドルに達した。これらの数字をみるだけでは、タイの通貨防衛力がむしろ増強したかにみえる。しかし、実際はそうではなかった。なぜなら、同じ時期のタイの対外短期負債も急増したからである。90年に104億ドルだった短期負債は、95年になると、411億ドルにまで上昇し、同年の360億ドルの外貨準備を上回るようになった。

パーツの安定が維持できるかどうかは、タイの為替市場における外貨需要と供給のバランスが決め手となる。こうしたなかで、外貨準備は外貨の供給力を示す指標となるが、外貨に対する潜在的需要を構成するもっとも重要な要素は対外短期債務である。それゆえ、いったん、通貨投機や急速な資本逃避が発生した場合、政府がパーツの安定を維持できるかどうかを判断するにあたって、外貨準備に対する短期債務の倍率がきわめて重要な参考となる。すなわち、この倍率が大きいほど、パーツ防衛の成功率が低くなるということである。1990年代に入って、外貨準備が急増したが、短期債務の伸び率がより速かったため、タイ政府の通貨防衛力がむしろ低下したと考えられる。それゆえ、96年以後、タイの外貨準備の変動は市場の関心を集めるようになった。タイの外貨準備の変化に関して市場ではさまざまな観測が流れていた。

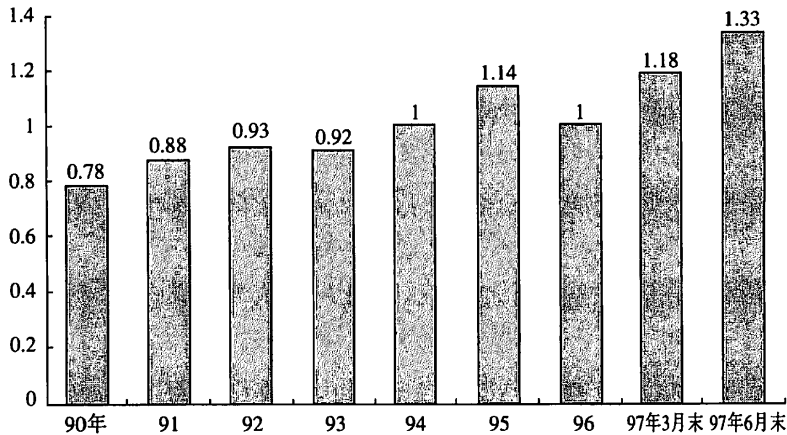
一般的にいえば、外貨準備に対する短期負債の倍率が1倍を上回る場合、通貨不安が生じやすいといわれる。1994年にメキシコが通貨危機に襲われたとき、この比率は、メキシコは1.72倍、アルゼンチンは1.33倍であった⁴⁵⁾。このため、この2カ国の通貨危機はより深刻であった。タイでは、1990年代に大量の短期資本流入で、外貨準備に対する対外短期負債の倍率が上昇しつつあった。90年に0.78倍だったこの比率は95年以降1倍以上に上昇し、通貨危機前の97年6月には1.3倍に至った(図9)。

こうした状況のなかで、タイ政府の通貨防衛能力が市場に疑われるようになった。市場の予想が悪化し、パーツに対する売り投機と短期資本流出がより活発になった。1996年後半から1997年前半にかけて、タイ政府は通貨防衛のために、160億ドルを為替市場に投入し、しかも

44) 複数均衡理論(Multiple Equilibria)によれば、通貨危機はファンダメンタルズと関係なく、市場予想の変化によって発生し得るということである。ファンダメンタルズの悪化や短期債務の増加などにより通貨危機が必ずしも発生するということはない。しかし、これらの悪材料により通貨危機が発生するという予想が形成されれば、通貨危機がこうした予想によって実現されることになる。これはいわゆる自己実現型(Self-Fulfilling)の通貨危機である。

45) Radelet, Steven and Jeffrey Sachs.(1998b), 50ページの表3を参照。

図9 タイの外資準備に対する対外短期負債の比率 (1990年以降)



資料：Bank of Thailand, databank のデータにより，作成。

97年6月までに，政府の先物市場での介入規模は230億ドルに達したと報じられている⁴⁶⁾。これらの悪材料を背景に，パーツが一気に売られ，パーツの切り下げを余儀無くされるようになった。

サックスの研究によれば，通貨危機までのタイでは，債務不履行の可能性が極めて低かった。そして，さまざまな指標をみると，タイのファンダメンタルズもそれほど悪くなかった。外国投資家が資本を引き揚げた原因は，短期資本の流出がいっせいに発生すると，外貨準備の取り崩しにより為替レートの暴落が避けられないという予想にあった。そうなれば，為替レートの暴落で企業の対外債務返済負担が加重し，債務不履行の危険性が高くなる。すなわち，外貨流動性の不足を背景に，早く資本を引き揚げたほどリスクが低くなるという投資家の判断が一斉に短期資本の流出につながったという結論である。この視点から，サックスはタイの通貨危機の原因が過度の短期資本流入にあったと指摘する⁴⁷⁾。

(d) 短期資本の流出と通貨危機

タイの資本流入は1995年に255.1億ドルのピークをつけた後，96年には178.1億ドルにまで減少し，97年になると，一気に-62.4億ドルに反転した。

タイの資本流入を直接投資，証券投資およびその他の投資に分けてみると，通貨危機が発生した1997年に変化が最も激しかったのは，借款と非居住者預金などから構成される「その他の投資」だった。直接投資と証券投資はそれぞれ38.5億ドルと47.5億ドルで，96年の23.4億ドルと35.9億ドルよりそれぞれ増加したのに対し，「その他の投資」は96年の118.8億ドルの資本流入から一転して，148.4億ドルの資本流出超過に転じた。このように資本流出が「その他の投

46) Radelet, Steven and Jeffrey Sachs. (1998 b), p. 16-17.

47) Radelet, Steven and Jeffrey Sachs. (1998 b), p. 13-27.

資」の引き揚げによって発生したことは明らかである。

ここで、さらに、表3を参照しながら、「その他の投資」の具体的な内容を見てみよう。表3は資本収支の対外負債の変化を記録したものである。この表から分かるように、「その他の投資」の項目は貿易信用、借款、パーツ預金、およびその他の負債によって構成される。通貨危機が発生した1997年に、「その他の投資」のすべての項目は減少の方向に転じた。このなかで、輸入の停滞によって貿易信用の減少は96年の-1.8億ドルから97年の-4.3億ドルに拡大し、「その他の負債」も-101.2億ドルの減額を記録した。

タイの通貨危機が発生した後、しばしば問題とされたのは短期借款と非居住者パーツ預金である。この借款とパーツ預金の変化をみると、両方とも減少したものの、その変化のパターンに若干の差がみられる。非居住者パーツ預金は、1996年に29.2億ドルの資本流入となった後、97年に49.8億ドルの資本流出に転換したのに対し、借入による資本流入は97年に前年の92.3億ドルから6.9億ドルへと激減した。

1997年に非居住者による資本流出が生じた一方、居住者による資本移動にも若干の変化があった。居住者の対外投資として、97年の直接投資は96年の9.3億ドルから2.7億ドルへと減少したが、証券投資は96年の0.4億ドルから4.7億ドルに拡大し、その他の投資も前年の26.7億ドルの減少から25.2億ドルの増加に転じた。全体では、居住者による資本流出は96年の17億ドルの減少から97年の32.6億ドルの増加に反転した。こうした居住者による資本流出の増加もパーツ売りを強めたひとつの要因となった⁴⁸⁾。

通貨投機や居住者と非居住者の資本流出に伴うパーツ売りはやがて、タイ政府を窮地に追い込んだ。1997年7月に、タイ政府は実質的ドル・ベッグ制の維持をあきらめ、やむを得ず管理変動相場制への移行を実施したが、そこからパーツ相場の暴落が始った。

1997年にパーツ売りが加速したことを背景に、タイ政府は一部の資本取引に関する為替管理を導入した。経常取引と直接投資および証券投資を除く、その他の資本移動に関する為替取引が政府管理の対象とされ、これによって1990年代初期から始まった急進的資本自由化は修正された。なお、通貨投機の対抗策として、非居住者に対するパーツ建の貸し出しやパーツの先物アウトライト取引などが一時的に制限されるようになった⁴⁹⁾。通貨危機が深刻化するなかで、こうした措置は為替レートの安定に有効に機能しなかったと見られる。この段階では、パーツ売りの主体はすでに投機筋から投資家や借り手に変わり、投機に追隨する群れの行動が発生した段階で、投機に対する規制が無用だったことは不思議ではない⁵⁰⁾。

48) タイの居住者の資本移動は華僑資本と深く関わっている。これに関して、西村「アジア諸国の為替政策と通貨変動：タイ・パーツ」『国際金融』（1997. 1. 1）を参考されたい。

49) 97年の資本規制の導入について、Johnston, Barry. R., Darber Salim and Claudia Echeverria. (1997) を参照。

50) 市場の本質に対する市場参加者の認識の限界はいわゆる「美人投票」の現象を招くことになる。ノ

事後的な規制によって通貨危機を回避することは非現実的な選択であると言わざるを得ない。もしタイ政府の政策の失敗に何かの教訓があるとすれば、それはすなわち、短期資本が流出する段階ではなく、流入する最初の段階でそれを抑制すべきという点である。

Ⅲ 資本自由化に関する諸問題

1. 選択的資本自由化の2つのパターン

1980年代のタイと1990年代のチリを比較してみると、この2カ国の外資政策から一定の共通点を見出すことができる。これらの共通点としては、資本自由化と外資の受け入れが国内経済の吸収力に応じて行われたこと、安定した長期資本の導入が優先されたこと、および資本自由化の重点が直接投資の促進に置かれたことが指摘される。

しかし、80年代のタイと90年代のチリの直面した経済環境はまったく同じものではなかった。そして、時代と経済環境の違いはそれぞれの選択的資本自由化に異なる特徴を与えることになった。

1980年代のタイにおける資本規制は、戦後から継続されてきた恒常的資本管理の延長であり、その目的は国内資本と外貨の流出を防ぐことにあった⁵¹⁾。当時のタイにとっては、経済発展に必要とする国内貯蓄と外貨が不足し、このため政治と経済不安に起因する国内居住者の資本流出が資本管理の重点となった。なお、金融秩序や為替相場の安定を維持するために、流動性の高い金融資産に対する一部の非居住者の投資も規制された。一方、国内貯蓄で投資を補うことに限界があったため、直接投資を中心とする長期資本流入が自由化の対象とされた。さらに、タイでは80年代の選択的資本自由化のなかで、資本移動を制限する手法としては、禁止、許可などの行政管理的な手段が用いられた。市場メカニズムに相應しい間接的管理手段が整備されていなかったため、資本移動に対するコントロールは、行政管理的な手段に頼らざるを得なかった。

以上のような選択的資本自由化は後進発展途上国における資本自由化の一般的パターンである。いまの中国やベトナムおよびインドなどは、概ねこの形での資本自由化を進めている過程にある。これらの国はこれまでに直接投資の自由化と安い労働力をテコに安定した長期資金を導入し、他の東アジア諸国とともに高度経済成長を共有してきた。今回のアジア通貨危機のなかで、これらの国が資本・為替管理により通貨危機の伝染を遮断することができ、通貨危機か

、この場合、影響力のあるヘッジファンドの動きは市場の動向を左右する。ヘッジファンドがパーツ売りの姿勢に転換すれば、市場の参加者がそれに追随し、パーツが一気に売られる。こうしたなかで、投機に使われるヘッジファンドの資金規模より、むしろヘッジファンドの行動に追随する投資家による資本移動の規模が遥かに大きい。ヘッジファンドなどの投機筋がこのような「群れの行為」を利用して、投機を成功させるのは一般的である。

51) 発展途上国における資本管理の分類について、Johnston, R. Barry and Natalia Tamirisa (1998) を参考されたい。

ら大きな影響を受けなかったことは事実である。

一方、1980年代のタイと異なって、1990年代のチリの資本規制は大量の短期資本流入に対応する一時的な措置であり、その目的はマクロ経済の安定を維持することにあった。チリでは、90年代に入ってから大量の短期資本流入によって過剰流動性が発生し、物価と為替相場の安定が脅かされるようになった。それゆえ、チリの選択的資本自由化は非居住者による直接投資および居住者の対外投資を自由化する一方、短期資本流入に関しては規制することを内容として展開されてきた。すなわち、資本規制の重点は非居住者による短期資本流入に置かれていた。なお、80年代後半以後、市場メカニズムの整備が強化されたことを背景に、チリは禁止・許可等の裁量的な管理を避け、課税や準備金等の間接的な管理手段を採用した。

資本自由化を進めている過程で、一時的に短期資本流入を規制することは、1990年代の新興国における外資政策のひとつの新しい現象である。コロンビアおよびマレーシアなどの国もチリと同じような政策を採った経験があり、こうしたなかで、より成功した例がチリである⁵²⁾。今度のアジア通貨危機の教訓を背景に、チリ型の資本規制が注目され、その役割と限界に関する論議が国際社会に行われるようになってきている。今後、大量の短期資本流入が再び発生すれば、新興国における短期資本規制の実施の可能性が高くなることが予想される。

2. 資本移動と選択的資本自由化の影響

資本自由化の在り方を巡る論議のなかで、選択的資本自由化政策の必要性を否定する理由のひとつとして、たとえ長期資本移動が自由であっても、一部の短期資本移動に対する規制が行われる場合には長期資本流入を抑制するという考えがある。しかし、タイとチリの資本自由化の経験によれば、この推測が根拠に欠けることは明らかである。タイとチリでは、直接投資を対象とする選択的資本自由化が実行された時期に、長期資本流入がむしろ著しく拡大する傾向にあった。

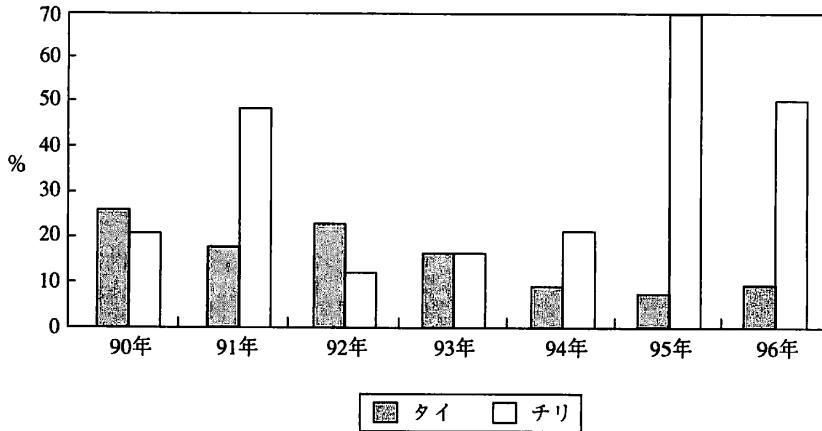
1980年代に、タイ政府は流動性の高い金融資産に対する海外からの投資を制限しながらも、直接投資を中心とする長期資本流入の自由化を推進していた。その結果、直接投資の自由化はプラザ合意以後の急激な円高と相俟って、80年代後半の直接投資のブームを引き起こした。そして、この時期に直接投資の増加で、資本流入全体に占める直接投資の比重が上昇するようになった。80年代後半に、それまで資本流入全体の10%台にとどまっていた直接投資が30%台にまで上昇し、直接投資の増加は当時のタイの経済状況の改善に大きく貢献した。

チリの選択的資本自由化もタイと同様に、長期資本流入の拡大につながった。1990年代に入ってから直接投資の自由化を加速させた一方で、短期資本流入規制を導入したチリでは、直

52) コロンビアとマレーシアはそれぞれ、1993年9月と1994年1月に短期資本流入に対する規制を導入した。マレーシアでは、94年8月に資本流入の圧力の緩和で資本流入規制が撤廃されることになった。Quirk, Peter and Owen Evans (1995), 40-44ページを参照。

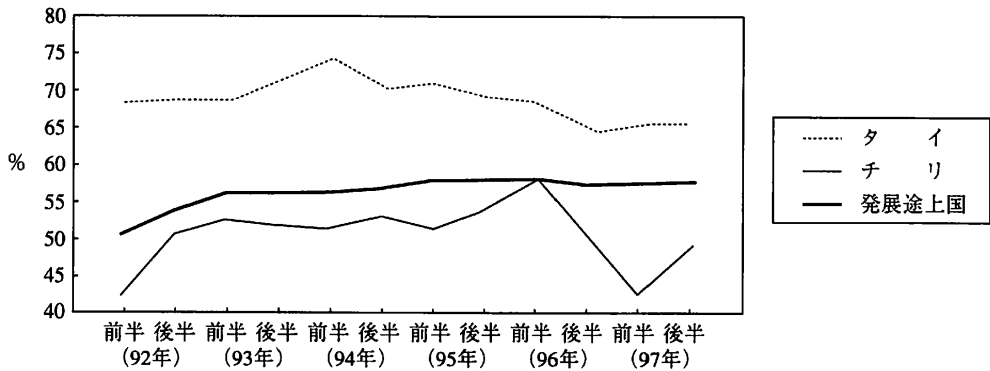
接投資が急増するようになった。短期資本流入規制がすでに強化された94年に直接投資による資本流入は前年の9.9億ドルから18.1億ドルにまで増加し、96年にはピークの36.2億ドルを記録した。なお、表2に示したように、チリ政府が短期資本流入規制を強化した92年以後、短期借入が減少の方向に転じたのに対し、長期借入が増える基調を続けていた。

図10 タイとチリの純資本流入に占める直接投資の比率



資料：IMF International Financial Statistics Yearbook, 1997 により，作成。

図11 チリとタイの対外短期負債比率



資料：BIS, The maturity, sectoral and nationality distribution of international bank lending, 1994-98.

注：対外債務残高全体に占める短期負債の比率。

タイとチリの資本自由化の経験から分かるように、資本自由化のやり方によって、資本流入の期間構成など内容の変化に重大な影響を及ぼすということである。1990年代前半に、間接投資と短期資本移動の自由化を加速させたタイでは、間接投資と短期資本流入が急増するようになった。その反面、資本流入全体に占める直接投資の割合が低下した。これと対照的に、同じ

時期に直接投資の自由化と短期資本流入規制を推進したチリでは、直接投資による資本流入が急増した反面、短期資本流入が減少する傾向にあった。図10を参照してみると、92年以後資本流入全体に占める直接投資の割合はタイが低下したのに対し、チリが上昇の傾向を示している。なお、図11に示したように、90年代前半に短期資本流入規制を導入したチリでは、対外債務残高に占める短期債務の比率がタイより低く、しかも発展途上国の平均水準を下回っている。

3. 資本自由化の条件

資本自由化の在り方を巡る論争のなかで、資本自由化と経済のファンダメンタルズとの関連性は重要なテーマのひとつとされてきた。これに関連して、資本自由化が健全な経済ファンダメンタルズを前提としなければならないという論点がある。この考えのなかで、ひとつの重要な点が見落とされている。すなわち、過度の短期資本流入が経済ファンダメンタルズを悪化させることがあるという点である。

1990年代に入ってから、経済ファンダメンタルズの改善を背景に、チリとタイの政策当局はまったく異なる方向で外資政策の転換を行ったのである。タイがそれまでの選択的資本自由化の政策を放棄し、短期資本移動の自由化に乗り出したのと対照的に、他方、チリではほぼ同じ時期に、それまで比較的自由だった短期資本流入はむしろ規制の対象とするようになった。

経済のファンダメンタルズが改善された時期に、チリがなぜ短期資本の規制に踏み切ったかについて、前チリ中央銀行総裁 (Roberto Zahler) は次の見解を示している。すなわち、ファンダメンタルズの健全さこそ短期資本流入を誘発する要因であり、この意味では、短期資本流入規制はファンダメンタルズの改善を前提とすべきである。ファンダメンタルズが悪い段階では、資本流入の可能性がきわめて低い。こうした状況では、外国資本の流入を促すために、資本流入の自由化がむしろ望ましいと考えられる。チリでは債務危機が発生した後、ファンダメンタルズの悪化で資本流入が減少し、資本収支が赤字に転じた。これを背景に、1980年代後半に非居住者による資本流入の自由化が推進されていた。しかし、90年代に入ると、ファンダメンタルズの改善で短期資本流入が急増し、マクロ経済の安定が脅かされるようになった。そこで、健全なファンダメンタルズを維持するために、短期資本の規制がむしろ必要とされた⁵³⁾。

過度の資本流入がファンダメンタルズを悪化させるという視点からみると、一時的なファンダメンタルズの改善さえあれば、短期資本移動を自由化してもよいという考えは必ずしも妥当しない。最近の世界経済をみると、資本自由化を進めている過程で、先進国に比べて、発展途上国の方が通貨危機に襲われやすく、しかも自国の通貨が売られる場合に発展途上国の被害がはるかに大きい。なぜならば、通貨危機が発展途上国の経済構造問題と深く関わっており、こうした構造問題がこれらの国の近代化の遅れに由来するためである。この意味では、発展途上

53) "Closing the Door" The Asian Wall Street Journal, September 22, 1997.

国の資本自由化の条件を考える場合、産業と金融市場の近代化の水準も考慮に入れなければならない。それゆえ、資本自由化の実現は短期的な課題というより、むしろ長期的な目標であるといってもよい。

そして、資本自由化を進める条件として、一時的なファンダメンタルズの改善より、むしろ長期的な経済構造問題の解決が重視されるべきである。その条件として、まず、第一に、内外金利差の縮小を妨害するインフレの回避は不可欠である。そして第二に、過度の資本流入を防ぐには、恒常的な経常収支の赤字構造の解消が欠かせない⁵⁴⁾。さらに第三に、激しい資本移動があっても、その影響を和らげることができるように、金融・資本市場のある程度の規模と深さが必要である。

4. プルーデンス規制の役割と限界

チリの短期資本規制を巡って、一部の人はこの規制の必要性を否定してきた。その理由のひとつは、チリにおける金融の安定化が短期資本規制と無関係にプルーデンス規制によって達成されたということである。さらに、タイに関して、この考えによると、タイの通貨危機は短期資本自由化と関係なく、プルーデンス規制の欠如によって発生したという結論になる。しかしながら、こうした考えは通貨危機の原因を的確に説明しているとは言い難い。たしかにプルーデンス規制は銀行の経営破綻を主因とする通貨危機の予防に有効であると言ってもよい。しかし、その他の原因、たとえば、外貨流動性の不足とか外部的な要因による通貨危機の予防に有効であるかどうかは定かではない。

チリとタイの状況からみると、プルーデンス規制が実施された点においてはこの2カ国にはそれほど大差はなかった。1984年に一部の金融機関に対する政府救済を余儀無くされた後、タイ政府は金融機関に対する監視と規制の必要性を重視するようになった。85年に「タイ中央銀行法」、「市中銀行法」、「金融・証券・不動産金融業務法」の金融3法の改正により、タイ政府は金融機関に対する監視と規制を強化した。93年にタイ政府はさらに7%の自己資本比率基準を設定し、プルーデンス規制に関する新たな措置を打出した。そして、BIBFが設立された後は、国際基準に準じる厳しいプルーデンス規制が当該市場に参加する地場銀行に適用されることになった。その具体的内容として、自己資本比率規制が8%、流動資産規制が7%、大口融資規制が25%、外貨の売持と買持に対する規制がそれぞれ20%と25%となっている⁵⁵⁾。

54) 山下先生は発展途上国の通貨危機の教訓、および日本の経済開発の経験を踏まえて、発展途上国に経常収支赤字の抑制に関する基準を提案している。その具体的な内容は直接投資以外の資本流入 (EBR=External Borrowing Requirement) を GDP の3%以下に抑えることである。発展途上国が資本自由化を進める場合は、この基準の達成がひとつの重要な条件とされるべきである。山下 (1998年)「固定相場制復帰への道 (3) —東アジア通貨危機と為替相場制度の在り方」を参照。

55) BIBFにおけるタイのプルーデンス規制の内容について、田坂 (1996)、93ページを参照。

タイのプルーデンス規制に問題がないというわけではない。しかし、発展途上国のなかで、タイのプルーデンス規制の整備がとくに遅れているというわけでもない。タイの金融機関に対する政府監視と規制の内容、および通貨危機までのアジア諸国のプルーデンス規制に対する世銀の高い評価からみれば、タイ通貨危機の主因がプルーデンス規制の欠如にあったとは考えにくい。⁵⁶⁾

通貨危機が不安定な短期資本移動と関連する以上、通貨危機の回避には短期資本移動に対する監視と規制を欠かすことはできない。チリの経験をみると、プルーデンス規制さえあれば、短期資本移動が抑制されるという保証はない。チリが1980年代半ば以後、金融機関の健全性を図るためにプルーデンス規制を導入し、この改革が80年代末までに続けられた。そして、プルーデンス規制がすでに強化された90年代初期に、短期資本流入が急増するようになった。この事実からわかるように、チリのプルーデンス規制は短期資本流入の抑制に機能しなかった。これもチリの短期資本規制を必要とした一つの要因だったといえる。

この視点からいえば、プルーデンス規制と短期資本流入規制の役割は異なっているということである。すなわち、前者は金融機関の脆弱性を防ぐ手段である一方、後者は短期資本移動のリスクを抑える措置である。それゆえ、この2つの規制が相互補完措置として機能し、双方ともが、市場の失敗に対応するための必要な政府の介入と理解すべきである⁵⁷⁾。

む す び

以上は資本自由化の在り方と金融危機との関連性という視点から、チリとタイの資本自由化の経験を考察してきた。ここで、冒頭に提示した3つの問題意識を踏まえて、本稿の主要な結論を次の3点にまとめることとしたい。

まず、第一に、90年代に入ってから市場万能主義が流行する時期に、チリ政府が短期資本流入規制を導入した背景は何か、そしてこのような規制はチリ経済にどのような影響を与えていたのか、という問題である。

1990年代に入ってから、多くの発展途上国は市場万能主義の流行やアメリカ政府の押し付けにより金融市場経由の短期資本移動の自由化を加速させてきた。こうした流れと対照的に、この時期では大量の短期資本流入に直面したチリがむしろ、それまで比較的自由だった短期資本流入を規制するようになった。チリ政府が短期資本流入規制を導入した背景には、70年代後半から始まった急進的資本自由化が80年代初期の債務危機と大不況をもたらした苦い経験があった。これは90年代における短期資本規制導入の遠因だったといえよう。そして、短期資本規制

56) アジア諸国のプルーデンス規制に対する世銀の評価について、世銀（1994）『東アジアの奇跡』の262頁を参考されたい。

57) 短期資本規制の必要性について、大蔵省外為審議会アジア金融・資本市場専門部会（1998）の23-24ページを参考されたい。

を必要としたもうひとつの理由は、90年代初期によく債務危機から回復したチリ経済の安定が大量の短期資本流入によって脅かされるようになったということである。

チリでは、短期資本規制が実行された段階でも、長期資本流入が増える傾向にあった。これは短期資本規制が選択的資本自由化政策の一環として実施されたためである。90年代前半に、チリ政府は短期資本流入規制を導入した一方、直接投資の自由化を加速させた。こうした選択資本自由化は直接投資の増加につながっていた。なお、これと同じ時期に短期資本流入規制が導入されたため短期資本流入が減少し、短期資本移動によるリスクが低下するようになった。それゆえ、1994年にメキシコ通貨危機、1997年にアジア通貨危機が発生した際に、チリ経済もマイナスの影響を受けたものの、その影響は他の新興国に比べて比較的小さかったといえる。

そして第二の問題意識は、タイについては1990年代に至るまで、タイ経済にさまざまな問題があったにもかかわらず、なぜ今回のような深刻な金融危機が発生しなかったのか、また90年代になるとタイの経済状況は改善されたものの、なぜ金融危機が発生したのか、こうした変化を招いた原因がいったいどこにあったのだろうか、という問題である

1990年代前半に、資本自由化という時代の流れのなかで、急進的資本自由化の先頭に立った国のひとつはタイであった。長期間に渡って為替相場の安定という実績で世界に知られ、しかも発展途上国の優等生とされてきたタイが、こうした急進的資本自由化の過程で、やがて通貨危機に襲われることになった。通貨危機の発生はさまざまな要因によるが、短期資本の流出から始まったタイの通貨危機の背景を見ると、90年代における短期資本移動の自由化が通貨危機発生の主因だったと考えられる。

1980年代に、タイの資本・為替取引の自由化はアジア諸国のなかで比較的慎重だったと見られる。タイ政府は居住者による資本流出、および一部の流動性の高い金融資産に対する外国からの投資を制限しながらも、直接投資の自由化を推進していた。こうした選択的資本自由化は80年代後半以降、急速な円高と相俟って直接投資のブームを引き起こした。この時期では、タイの経済ファンダメンタルズが必ずしも健全だったとはいえない。しかし、内外経済攪乱に応じて逃避し得る短期資本の流入が少なかったため、タイ政府が迅速な経済調整によってさまざまな経済困難を克服することは可能であった。それゆえ、この時期では、タイ経済の柔軟さ、およびタイ政府の経済調整能力が国際社会によって高く評価されていた。

しかし、1990年代に入ってから金融市場経由の短期資本移動を対象とする急進的な資本自由化は、タイ経済に大きな異変をもたらした。過度の短期資本流入により経済のファンダメンタルズが悪化した一方で、短期資本移動の自由化はファンダメンタルズを改善するための政策調整の余地を制限し、対外短期債務の増加は為替相場調整に要するコストを高める結果となった。それゆえ、政府の政策調整が難航するようになった。加えて、外貨準備を上回る対外短期債務の増加は市場の予想を悪化させ、短期資本流出を加速させるひとつの要因となった。その結果、市場は経常収支赤字の拡大を背景とするタイの実質的なドル・ペッグ制の維持が難しい

と判断し、パーツの切下げに対する警戒感を強めた。そこから、市場心理の動揺を利用して投機筋はパーツに対する攻撃を始めたことから、通貨危機の発生を余儀なくされた。

最後に、3つ目の問題意識は、以上のようなチリとタイの資本自由化の経験から、どのような教訓が得られるか、こうした教訓を生かして発展途上国はどのように資本自由化を進めるべきかと、いうことである。

チリとタイの資本自由化の経験から分かるように、資本自由化問題の焦点は、それが必要であるかどうかという問題ではなく、いかにそれを進めるかという点にある。さらに、市場と政府の役割を補完させるかどうかという視点から言えば、資本自由化のやり方は基本的に2つある。ひとつは、政府の役割を排除し、資本移動を市場に任せる完全な資本自由化である。市場万能主義の論者は、資本取引が自由であれば、市場の選択で資金が効率的に配分されると主張してきた。しかし、タイとチリの教訓によれば、資本移動を完全に市場に委ねる場合、市場の失敗により、過度の借入や対外短期負債の急増および不動産投資のブームが発生し、発展途上国の経済が金融危機に晒される可能性が高い。

そして、資本自由化の在り方として、もうひとつは市場と政府の役割を両立させる選択的資本自由化である。1980年代のタイと1990年代のチリは、この手法で資本自由化を進めていた。政府は資本流入の規模や投資期間および資金の使い道を監視し、金融市場における市場の失敗に積極的に介入していた。安定した長期資本流入が優先的に自由化された一方で、不安定な投機資本が規制の対象とされた。こうした選択的資本自由化政策は、金融の安定と持続的経済成長を維持するうえで、きわめて重要な役割を演じた。そして、これらの時期にチリとタイに対する直接投資が著しく増加する傾向にあった。長期投資に欠かせない条件のひとつが市場の安定にあり、この意味では、投機資本移動に対する適切な規制は金融の安定を通じてむしろ長期投資を促す要因となった。

チリとタイの資本自由化の経験から得られる教訓としては、いかに資本自由化を進めるかという問題の根本は、市場と政府の役割をそれぞれいかに評価するかという基本的な命題でもある。換言すれば、資本自由化の在り方を巡る論議は、市場と政府の役割に関する論争の延長であり、その本質は市場の失敗を認めるかどうかという点にある⁵⁸⁾。発展途上国の金融不安が資本自由化の在り方と関連し、通貨危機の原因が過度の短期資本移動にあることが次第に明らかになった。こうした教訓からみれば、短期資本移動に対する監視と規制を強化し、市場と政府の役割を両立させることが金融システムの安定を維持するうえで不可欠であると考えられる。

58) 青木教授の比較制度分析論によると、市場の失敗が発生する限り、市場と政府の役割を両立させることが不可欠であり、市場と政府の補完機能こそシステムの健全性を成り立たせる条件である。青木昌彦等編（1997）の第一章を参照。

参 考 文 献

- 青木昌彦 (1996) 『経済システムの進化と多元性』東洋経済新報社。
- 青木昌彦, Hyung-Ki Kim, 奥野正資寛編, 白鳥正喜監訳 (1997年) 『東アジアの経済発展と政府の役割』日本経済新聞社。
- アジア経済研究所 (1995) 『メキシコの通貨危機とアジアへの教訓』。
- 石井昌司, 清板孝志 (1996) 「ASEAN 4ヶ国の貿易・投資の自由化」『海外投資研究所報』日本輸出入銀行, 第22巻第9号, 9月。
- 伊藤隆敏 (1997) 「資本移動と新興市場」『経済研究』一橋大学経済研究所月刊, Vol. 48, No. 4, 1997年10月。
- 伊東光晴 (1998) 「時流に追随する人たちに」『This is 読売』, 読売新聞社, 101号, 1998年5月。
- 益田安良 (1998) 「国際的資本移動抑制論が浮上」『国際金融』, 1011号, 1998年9月1日。
- 大蔵省外為審議会アジア金融・資本市場専門部会 (1998) 『アジア通貨危機に学ぶ』。
- 勝悦子 (1998) 「グローバル・キャピタルとアジア通貨危機」『FRI Review』富士通総合経済研究所, Vol. 2, No. 2, 1998年4月。
- 金子勝 (1998) 「三つの残像効果からの脱却を—アジア通貨統合への条件—」『世界』第653号, 1998年3月。
- 河合正弘+QUICK総合研究所アジア金融研究会編 (1996) 『アジアの金融資本市場』日本経済新聞社。
- 国宗浩三編 (1998) 『97/98アジア経済危機』, アジア経済研究所。
- 近藤健彦, 中島精也, 林康史編 (1998) 『アジア通貨危機の経済学』, 東洋経済。
- 経済企画庁調査局編 (1998) 『アジア経済1998』。
- 小池洋一, 西島章次編 (1993) 『ラテンアメリカの経済』, 新評論。
- (1997) 『市場と政府—ラテンアメリカの新たな開発枠組み』アジア経済研究所。
- 小坂允雄, 丸谷吉男編 (1985) 『変動するラテンアメリカの政治・経済』アジア経済研究所。
- 佐伯啓思 (1998) 「グローバリズムという虚構」『季刊アステーション』, 49号, 1998年, 夏号。
- 坂本義和 (1998) 「世界市場化への対抗構想」『世界』, 652号, 1998年9月。
- 桜井公人 (1998) 「金融グローバル化—その起源と帰結」『国際金融』, 1001号, 1998年3月1日。
- 篠原興 (1998) 「マレーシアの新しい試み」『国際金融』, 1015号, 1998年11月15日。
- 鈴木峻 (1996) 『東南アジア』お茶の水房。
- 世界銀行 (1994) 『東アジアの奇跡』白鳥正喜監訳, 東洋経済新報社。
- (1997) 『世界開発報告1997』海外経済協力基金開発問題研究会訳, 東洋経済。
- 世界経済情報サービス (1991) 『ARCレポート:チリ』。
- (1995) 『ARCレポート:タイ』。
- ジョージ・ソロス (1998) 「グローバルな資本主義体制に内在する五種類の欠陥」『論座』, 1998年, 34号, 1998年2月。
- (1999) 『グローバル資本主義の危機』日本経済新聞社。
- 高橋琢磨, 関志雄, 佐野鉄司著 (1998) 『アジア金融危機』, 東洋経済。
- 田坂敏雄 (1996) 『パーツ経済と金融自由化』御茶の水書店。
- 滝井光夫, 福島光丘編 (1998) 『アジア通貨危機』日本貿易振興会。
- 寺島実郎 (1998) 「グローバリズムの受容と超克」『中央公論』, 1368号, 1998年6月。
- 中尾茂夫 (1999) 「市場信仰と国際陰謀説との間」『エコノミスト』, 3380号, 臨時増刊1999年2月8日。
- 中川和彦, 矢谷通朗編 (1989) 『ラテンアメリカ諸国の経済法制』アジア経済研究所。
- 西村厚 (1997) 「アジア諸国の為替政策と通貨変動:タイ・パーツ」『国際金融』, 977号, 1997年1月1日。
- 根元忠宣 (1998) 「国際金融システム安定化のための処方箋—資本移動規制の有効性」『国際金融』,

- 1008号, 1998年7月1日。
- バグワティ (1998) 「資本の神話」(沢崎冬日訳)『週刊ダイヤモンド』, 3730号, 1998年5月23日。
- 原田 泰 (1991) 『タイ経済入門』日本評論社。
- 細野昭雄, 松下 洋, 滝本道生編 (1999) 『チリの選択 日本の選択』毎日新聞社。
- マハティール (1998) 「金融テロと断固戦おう」『This is 読売』, 読売新聞社, 108号1998年12月。
- 本山美彦 (1998) 「資本自由化の落とし穴」『世界経済評論』, Vol. 42. No. 7, 1998年7月。
- (1998) 「浮動的短期外資規制の模索」『世界経済評論』 Vol. 43, No. 1, 1999年1月。
- ダニエル・ヤーギン, ジョゼフ・スタニスロー (1998) 『市場対国家』, 山岡洋一訳, 日本経済新聞社。
- 山下英次 (1997) 「円の国際化の政治経済学」『経済学雑誌』, 大阪市立大学経済学会第98巻第2号, 1997年7月。
- (1998) 「固定為替相場制復帰への道」『発言者』, 1998年7-10月号, Vol. 51-54。
- (1999) 「発展途上国におけるカレンシー・ボード制の復活の背景」『大銀協フォーラム助成論文集 平成10年度』第3集, 大阪銀行協会, 1999年2月。
- 米田敬智 (1998) 『タイ・フルブランチへの道』, 中公新書。
- 渡辺慎一編 (1998) 『金融危機と金融規制』, アジア経済研究所。
- Agosin, Manuel. and Ricardo Ffrench-Davis. (1998), “Managing Capital Inflows in Chile”, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, mimeo.
- Bosworth, Bary. P., Rudiger Dornbusch and Raúl Labán. (eds.) (1994), *The Chilean Economy*, The Brookings Institution, Washington, D. C.
- Calomiris, Charles. W. (1997), *The Postmodern Bank Safety Net*, The AEI Press Washington, D. C.
- Diaz-Alejandro, Carlos. (1985), “Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash”, *Journal of Development Economics*, Vol. 19 (September-October).
- Edwards, Sebastian. (1984), “The Order of the Liberalization of the Balance of Payments”, *World Bank Staff Working Papers*, No. 710.
- (1985), “Review of Alejandro foxley’s Latin American Experiment in Neo-Conservative Economics”, *Journal of Development Economics* Vol. 17, No. 3.
- (1998), “Capital Inflows into Latin America: a Stop-Go Story”? *NBER Working Paper*, No. 6441, National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, Barry., James Tobin and Charles Wyplosz, (1995), “Two Cases for Sand in the Wheels Of International Finance” *Economic Journal* No. 105.
- Eichengreen, Barry And Michael Massa. (1998), “Capital Account Liberalization”, *IMF Occasional Paper*, No. 172, in Washington D. C.
- Fischer, Stanley. (1998), “Reforming World Finance: Lessons from a Crisis”, *Economist*, October 3.
- Frenkel, Roberto. (1998), “Capital Market Liberalization and Economic Performance in Latin America”, *CEPA Working Paper Series III, Working Paper*, No. 1, Center for Economic Policy Analysis.
- Griffith-Jones, S. (1997) “Regulatory Challenges For Source Countries of Surges in Capital Flows.” Presented at a FONDAD Conference, November 18-19.
- Reisen, Helmut. (1998), “Domestic Causes of Currency Crises: Policy Lessons for Crisis Avoidance”, *OECD, Development Center, Technical Paper*, No. 136.
- IMF (1998), *World Economic Outlook*, Washington, D. C.
- Johnston, Barry. R., Darbar Salim and Claudia Echeverria. (1997), “Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons From the Experiences in Chile Indonesia, Korea and Thailand”, *IMF Working Paper*, No. 97/157.
- Johnston, Barry. R. (1998), “Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial Sector Reform”,

- IMF Paper on Policy Analysis and Assessment*, No. 98/8.
- Johnston, Barry. R. and Natalia Tamirisa. (1998), "Why Do Countries Use Capital Controls", *IMF Working Paper*, No. 98/181.
- Krugman, Paul. (1998), "Saving Asia : It's Time to Get Radical", *Fortune*, Vol. 138 No. 5, September 7, 1998.
- Laurens, Bernard and Jaime Cardoso. (1998), "Managing Capital Flow : Lessons From the Experience of Chile", *IMF Working Paper*, No. 98/168.
- López-Mejía, Alejandro. (1999), "Large Capital Flows : A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses", *IMF Working Paper*, No. 99/17.
- McKinnon, Ronald. I. (1991), *Order of Economic Liberalization*, Johns Hopkins University Press.
- Mishkin, Frederic. G. (1996), "Understanding Financial Crises : A Developing Country Perspective", *NBER Working Paper*, No. 5600, National Bureau of Economic Research.
- Neuhaus, P., M. Alier, L. Carranza, M. Guerguil, M. Kaufman and G. M. Milesi-Ferretti. (1998), "Chile Selected Issues", *IMF Staff Country Report*, No. 98/26.
- Obstfeld, Maurice. (1998), "The Global Capital Market : Benefactor or Menace ?" *NBER Working Paper*, No. 6559. National Bureau of Economic Research.
- Ocampo, José Antonio. (1999), "Reforming the international Financial Architecture : Consensus and Divergence", United Nations Economic Commission for Latin America and the Caribbean, LC/L. 1192.
- Quirk, Peter. J. and Owen Evans. (1995), "Capital Account Convertibility", *IMF Occasional Paper*, No. 131. in Washington, D. C.
- Reinhart, Carmen M. and Todd Smith. (1996), "Temporary Capital Control" IMF, mimeo.
- (1997), "Too Much of a good Thing : The Macroeconomic Effect of taxing Capital Inflows", IMF, mimeo.
- Rodrik, Dani. (1997), "Globalization, Social Conflict and Economic Growth" Harvard University, mimeo.
- (1998), "Who Need Capital Account convertibility ?" Harvard University, mimeo.
- Rojas, Patricio. (1996), "Design and Dilemmas of The Chilean Exchange Rate Policy", Address to Pacific Economic Outlook Structure Meeting, Osaka, Japan, September 27-28.
- Radelet, Steven. and Jeffrey Sachs. (1998 a), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", Harvard Institute for International Development, mimeo.
- (1998 b), "The East Asian Financial Crisis : Diagnosis Remedies, Prospects", Harvard Institute for International Development, mimeo.
- Rubin, Rort E. (1999), "Treasury Secretary Robert E. Rubin Remarks on Reform of the International Financial Architecture to the School of Advance International Studies", April 21, 1999.
- Source : <http://www.ustreas.gov/press/releases/pr3093.htm>.
- Stiglitz, Joseph. E. (1998a), "The Role of International Institutions in the Current Global Economy", Address to the Chicago Council on Foreign Relations, February 27, 1998.
- (1998 b), "Boats, Planes and Capital Flows", *Financial Times*, March 25, 1998.
- Stretton, Hugh. (1998), "Inefficiencies of Global Capital Markets", *U. N. DESA Discussion Paper*, No. 2, United Nations, Department of Economic and Social Affairs.
- Taylor, Lance. (1986), "Trade and Growth", *Review of Black Political Economy* Vol. 14, No. 4.
- United Nations. (1998), *World Economic and Social Survey 1998*, Department of Economic and Social Affairs.
- (1999), "Towards a New International Financial Architecture", Report of the Task Force of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations. January 21, 1999.
- Wade, Robert. and Frank Veneroso. (1998), "The Asian Crisis : The High Debt Model vs. The Wall

- Street-Treasury-IMF Complex”, *New Left Review* No. 228, March/April.
- Williamson, Hohn and Molly Mahar. (1998), “A Survey of Financial Liberalization”, *Essays in International Finance*, No. 211, Princeton University.
- Wolf, Martin. (1998 a), “Capital Punishment”, *Financial Times*, March 14, 1998.
- (1998 b), “Ins and Outs of Capital Flows”, *Financial Times*, June 16, 1998.
- World Bank. (1996), *Managing Capital Flows in East Asia*, Washington, D. C.
- (1998 a), *Global Development Finance*, Washington, D. C.
- (1998 b), *Private Capital Flows to Developing Countries*, Oxford University Press.
- Wyplosz, Charles. (1998 a), “Globalized Financial Markets and Financial Crises”, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR, London mimeo.
- (1998 b), “International Financial Instability”, Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR, London, mimeo.
- Yamashita, Eiji. (1996), “The Quest for a New International Monetary System : Contestable Key Currency System Could be a Solution”, *Osaka City University Economic Review* Vol. 31, No. 1・2, Jan.