

世界開発金融2000年度版概要

国際資本市場へのアクセスは、借入国に重要な利益を供与するが、またリスクも与える。不安定な民間資本フローおよび資本受け入れ国における好況と停滞は、長らく国際経済の風景の馴染みある特色であった。1990年代を特徴付けたこのパターンは、この世紀においても新興市場への民間資本フローの高まりという挿話を通じて時々現れた。このことは新たな千年紀においても課題を提供し続けると見られる。

当該国のマクロ経済政策における脆弱性や銀行金融部門の弱さと共に、国際資本市場によるファイナンスの大規模にして、突然かつ急速な引き揚げは、途上国における最近の金融危機のほとぼしりの一因となり、1997年から1999年に亘ってその深刻さを増幅した。途上国への全ての国際資本市場フローの二分の一を占めた10カ国は、危機以前の水準に比してグロス資本流入の不意の半減に直面した。それら諸国は、また、国内居住者による巨額の流出に繋がり、金融危機を深化させることとなる信認の危機にも見舞われた。伝播に影響されたその他の途上国は、資本市場からのグロスの流入が危機以前の水準のおよそ四分の一も落ち込むのを目の当たりにした。各国が、落ち込む世界貿易や一次産品価格への順応の為、より少額でなくより多額の対外ファイナンスへのアクセスを必要とした時に、国際資本市場からの資金フローの引き揚げは各国の経済成長の落ち込みを拡大した。昨年の『世界開発金融』報告書は、対外ファイナンスにおけるこのような進展の累積的な効果は、途上国における総体的成長を、1998年には1982年の債務危機開始以来最も低い1.6%へ減速させたと結論付けた。全ての地域において成長が落ち込んだ。しかし、落ち込みは1990年代の新興市場ブームによりそれまで最も利益を得ていた二つの地域である東アジアおよび中南米で特に大きかった。

この報告書は、危機の勃発後2年半を経て、抑圧された国際資本市場フローとリスクに対する嫌悪の高まりという環境下の途上国の短期的成長見通しに関する、第1章における分析で始まる。そして第2章および第3章は、世界的な開発金融における最近の発展と展望を、全体として、また、様々な民間と公的な要素についてより詳細に分析する。第4章は、短期資本フローの特別な利益とリスクを考察する：途上国への最近の民間資本フローの最も容易に逆流し得る不安定な要素として、これらは、最近の危機以来一層の注目を集めている。第5章では引き続きシステミックリスクに対する対外的な脆弱性から各国を保護するのに資する、誘因と制御の両面に亘る安全装置の設計と採用の為の政策の選択肢が見直される。最終章は、新興市場への民間資本フローにおける1世紀以上に亘る活況と続いておこる停滞を、より長期的な歴史的視野で概観するように一歩下がり、新しい千年紀の為の重要な教訓を引き出す。

『世界開発金融1999年度版』および『世界経済展望2000年度版』での予測通り、途上国の成長は1997～99年の世界的な金融危機から回復し始めている。この現状の、現状より広い範囲の先進国の予想以上に力強い経済成長、世界貿易の回復の例外的な強さ、そして底堅い一次産品価格によるものである。この全要素は、途上国の開発におけるより多くの「自己金融」とより持続可能な回復を許す。それにより、国際資本市場からの選別的且つ不確定な資金フローの回復に浮かぶ船のみならず、全ての船が浮かび上がるだろう。先進国における世界貿易及び成長の最近の力強さを前提に、この報告書では1999年の途上国の成長実績を0.6%上方修正し3.3%とする。途上国の成長見通しは、『世界経済展望2000年度版』の予測に比べ、2000年は0.4%上方修正され4.6%に、2001年から2002年にかけては0.1%上方修正され4.8%に改訂された。

しかしながら、すべての途上国がこの回復に均一に加わるということではない。最近競争力の恩恵を受けた国の他、貿易依存度が高い国、多様化がより進んでいる国、より多くの海外直接投資（FDI）を呼び込む国などはいち早い成長が予想され、回復のパターンは差別化されるだろう。東アジアの数ヶ国、EU加盟を目指す東欧諸国、ブラジル、メキシコは複数のこれらの属性に該当する。途上国人口の46%および貧困者の55%を有する中国とインドも、国内の改革問題に取り組む一方で、相当な急成長を維持するものと思われる。石油輸出国（突出した債務と石油の適正価格化見通しが主要因）と（貿易条件の更なる悪化に直面する）農産品輸出国は緩やかな成長が見込まれる。世界的な金融危機の影響への順応は終わっていない。例外的に急速な順応と回復を遂げた国を除き、（2000～2002年の）短期的な成長は危機前のトレンドを下回るだろう。危機により強いられた改革により比較的速く順応している国や地域は、長期的には利益を得るだろう。しかし、危機は手を付けるまでに時間を要するとの弱点を露呈させた。多くの途上国は、1998～99年の壊滅的な状態から、2000年には一人当たりの成長がプラスに回復するだろう。しかしながら、10億人以上の人口を抱える約41の途上国は、その多くは低所得国であるが、一人当たりの成長がプラスに転じることはないだろう。これは今後の順応と回復の道が依然不安定であることを示す。そして、世界的な環境におけるシステムリスクは弱まったものの、ダウンサイドリスクは消えていない。そのリスクは、次の4つの移行を同時に達成する必要があるために発生する。米国の軟着陸、日本の財政刺激による成長から民需主導による成長への移行、アジアにおけるより健全な金融・企業部門、石油輸出国の順応である。また、短期的な石油価格上昇も追加的なリスクをもたらす。

1999年の途上国への民間資本フローの傾向には3つの基礎的な変化があった。第一に、最近では1990年代初頭の水準に国際資本市場資金フローが明らかに後退したということである。これは1997～99年の出来事の後々のリスクに対する嫌悪の高まりを反映する。それは民間部門の多くの借り手による資金フローへのアクセスを遮断し、債券市場を公的部

門（ソブリンの借り手）に移した。第二に、民間資金フローの減少は、速やかに順応している東アジア等の国々の対外ファイナンス需要の衰退も反映する。第三番目は顕著に対照的であるが、危機の間に弾力性を維持したFDIフローが、今やすべての途上国にとってより安定的且つ信頼できる長期的な開発金融の唯一最大の資金源になったことである。FDIフローは、1991年の約350億ドルが、1996年は1,310億ドル、1999年には1,920億ドルに増加した。

民間資本市場の傾向は、このようにひとつのサイクルの終わりに向かっているように見える。即ち1990年から96年の安易な貸出のブームから、97年から99年の供給の崩壊、2000年から2002年に予想される緩やかな回復へのサイクルである。この穏やかな回復本質は、長引く信用収縮を反映する場合もあるが、多くの途上国におけるより健全な基礎的状态やより持続可能な借入需要（及びより効果的な利用）への回帰を示す。企業はレバレッジを減らし、銀行監督や規制が進み、政府はより良いマクロ経済政策を採るからである。FDIも、一部には民営化の加速や破綻企業のM&Aの増加による近年の急増が落ち着き、過去に比べ緩やかな伸びになるだろう。

1999年の公的金融の傾向には、緩やかな（恐らく一時的な）援助資金の増加と重債務貧困国に対する増強された債務救済プログラムの開始が含まれた。昨年の公的非譲許的金融は、救済パッケージが危機に見舞われた幾つかの国に拡大された記録的な1998年に続くため激減した。

援助資金は幾つかの大きな課題に直面している。一つは、冷戦の終結、ドナー国の予算削減、過去の援助は効果的ではなかったという認識による援助額の減少である。他の課題には、援助プログラムに関与する援助機関や非政府組織（NGO）の激増、援助の効果のない配分と使用、人道的援助の要求の高まりに伴う幾つかの国での援助への過度の依存などが含まれる。援助資金がもっと効果的に使用されることを保証するドナーと被援助国間の新しいパートナーシップが必要である。より効果的な開発政策や貧困削減プログラムを追求する国へもっと上手く援助を配分したり、国境を越えた伝染病の広がりを防ぐための方策やその他の世界的な公共財の供給というような新たな課題に取り組むための手段が採られるべきである。

強化された重債務貧困国（HIPC）債務イニシアティブは、過去の債務救済プログラム以上に、より迅速でより奥深い債務救済の実施と、貧困削減でのより良い結果の達成を約束している。重大な進展がみられたが、大きな課題が残っている。債務救済プログラムに合意するため、今後多くの国を審査する必要があるだろう。既に合意されているように、最貧国の債務救済と同時に新たな援助資金フローを維持するためには全てのドナーの支

援が必要となろう（“アディショナルリティー”の原則）。いくつかの地域国際機関も、過去の債務の償却を可能にするために外から金融支援することが必要とされるだろう。HIPCイニシアティブによる対象国の貧困削減プログラムが、意図したように、効果的に機能するのを保証することが恐らく最大の課題となるであろう。

危機に見舞われた国への公的非譲許的金融は危機の収束とともに減少している。このような金融の役割が生み出す可能性のあるモラルハザードへの関心が高まった。結果として、例えばエクアドル、パキスタン、ウクライナのような危機に見舞われた国への金融コストを、民間部門はもっと負担することが求められている。これは貸し手と借り手双方の側における将来のリスク管理の実践を促すだろう。しかしながら、これは特に信用力で劣る国の、新規借入コストを高める事になる可能性がある。

途上国の国際金融機関からの短期借入は1990～97年の間にほぼ3倍近くになり、特に東アジアと中南米で急増した。この急激な増加は、増大する貿易をファイナンスし、急速な経済成長を支えるという大きな利益につながった。しかしながら、短期借入の膨張は政策主導による歪みによってもたらされた側面もある。これらの歪みは、一部には国内銀行システムの急速な規制緩和と、適正な監視体制やリスク管理の実施を伴わない借入国における資本勘定の開放により生じた。他の要因としては、ペッグされた為替レートを防衛しようと試みる資本流入の不胎化と短期融資を嗜好する資金出し手国の適正資本規制がある。資金出し手国における低金利と借入国における資産市場のブームという循環的な影響もまた、危険で急速な短期借入の膨張を刺激した。途上国への短期融資は、追い風の時には増加し逆の衝撃に対してはより急激に落ち込むという、過度に先行循環的な傾向がある。その結果、この種の貸出は、消費を沈静するのを促すよりもむしろ好況と停滞をしばしば増幅する。政策主導による危険な借入と先行循環的な行動は、途上国における（外貨準備比で）過度な短期借入が急な反転に繋がって金融危機を招き増幅させた、ということの意味した。1994年のメキシコ、1997年のタイと韓国、1998年のロシアなど、90年代の主な危機を検証すると、かような流動性の要因が、国内資産ブーム、過度な経常赤字、ペッグもしくは過大評価された通貨というような他の脆弱的な国内要因と絡み合いながら、これらの危機を引き起こし、誘発し、増幅する主要な役割を担ったことを示唆している。短期債務の適正な監視と報告も重要な問題を残している。

危機を招くリスクを減らすべく長期的手法に沿って実施される予防手段は重要になるだろう。最近の幾つかの提案の分析により3つの主要な結論が示された。第一に、これらの全ての手法は、（対外借入へのアクセスの制限や借入価格の上昇により）コストを賦課するものの、そのコストは深化した金融危機のコストに比べれば小さいだろう。そういう介入は、深刻な景気後退の可能性を小さくし、対外借入による利益をより直接的に受ける所に

コスト負担させることで、貧困層を保護する場合に特に価値がある。

第二に、これらの全ての手法には限界があり、それぞれの国の状況に応じて組合せ適応させる必要があるだろう。短期借入への“チリ型”課税方式は万能薬ではなく、効果的にするためには、全ての短期資金流入を包括的にカバーする必要がある。銀行部門の国際的エクスポージャーの分別的な資本管理はよりの絞った形になる。しかし、それにより借入コストが上昇するため実施は難しいだろう。資本流出に対する規制は危機時には有効かもしれないが、それを実施するのは更に難しい。国際的な準備金の水準を引き上げることは、資金フローの突然の反転に対処するための流動性を供給するものの相当な財政コストを賦課し、その負担は経常収支や財政収支に弱点のある国でより大きいものになる。個別に約定される予防的クレジットラインは、外貨準備の増強よりも低いコストで任意の流動性を供給する。しかし、高価な担保が要求され、貸出の減少に相殺される可能性があり、おそらく比較的信用力のある国のみが可能だろう。短期的には、国際機関が独自の予防的信用制度や部分的な信用保証のような新たな金融手法により支援することも可能であるが、これもまた他の形態の資本へのアクセスを縮小させる可能性がある。

第三に、これらのどの手法も、より健全なマクロ経済ファンダメンタルズのニーズに代替できないということだ。例えば、巨額な財政赤字や過大評価された通貨の結果から国を守ることはできない。

過去130年間の*国際資金フローの歴史*を振り返ると、情勢は19世紀終わりから劇的に変化しているとはいえ、新しい千年紀に向けての教訓がいくつか見えてくる。まず第一に、（過去の4つの挿話における）新興市場への資金フローの急増は、世界経済が急速に拡大する中で、概してより大きな部分を占めるに至った。これらの拡大期は、コミュニケーションと輸送を改善する技術的な変化と結びついている。また、活発な経済成長、世界貿易の拡大、急速な金融革新、好ましい政治状況とも結びつくのである。

第二に、1990年代の資金フローの急増は、（借り手国経済にとっての相対的な）その規模、および急速な経済成長と技術進歩との密接な関連、という面からみて以前の挿話と似通っていた。しかし、際立って相違した面もある。それは、資金の媒介手段や受け手が多様化し、借入よりもエクイティーの重要性が増し、債権国と債務国との間の所得等の特徴の格差が広がったことである。

第三に、新興市場への資金フローが興隆したこれら過去の全ての挿話は、「軟着陸」ではなく「急落」という形で、国際的な金融危機または政治的危機により終焉した。（対照的に、ブレトンウッズ体制では金融危機と負債超過は比較的まれであった。固定相場制・資本移動管理・金融部門の厳格な規制、がこの時代の秩序であった。）

第四に、次の10年間は、新興市場への資金フローが再び高まる時期となろう。しかしそれは、再びボラティリティーを高め、潜在的な危機を伴う。近年の資金フローの中断にもかかわらず、技術は進歩を続け、経済は急速な成長を遂げ、政治情勢が好ましいことにより、新興市場への資金フローは10年の間に完全に回復し、おそらくはさらなるブームが到来しそうである。しかし、資金フローの脆弱性は依然として残っていくと思われる。債権国と債務国間の所得や法的制度的枠組みは大きく食い違っており、情報の非対称性や貸し手による獸群的行動の影響を過大視する傾向が強められよう。新興市場における銀行システムの持つ役割が増大すれば、金融システムの危険をさらに大きくする可能性がある。金融革新が続けば、新興市場を巡って投機資金が流れ易くなり、資本の急激なシフトを容易に招くことになろう。

さりとて、各国も、今日の先進国が以前に行ったように、このような歴史の教訓を学ぶであろう。そして、資金フローの脆弱性の影響を減少させるようにステップを踏んでいくものと期待できる。資本の急増と危機との相関をさらに深く理解すれば、各国における付随リスク制御のための制度能力に合わせて、資本勘定開放の歩調と順序立てを、より注意深く取り扱っていくだろう。また、国内における銀行・企業・政策の安全性と健全性の向上を目的とした法案への関心をも高められるはずである。最後に、将来的な危機の脅威に対しては、政府は貧困層のための国内安全網を作り上げ、適正に資金を投入することにその注意の焦点を絞るべきである。これらの変化により、途上国が、付随リスクをほとんど経験せずに、国際資本市場へのアクセスにより見込んでいた以上の利益を最終的に実現することを期待する理由がある。

（訳：（財）国際金融情報センター）