

經濟論叢

第148巻 第4・5・6号

哀 辞

故 堀江保蔵名誉教授遺影および略歴

G・マリーニズの外国為替論 (1).....	本 山 美 彦	1
19世紀末ドイツ電機工業における労働能率増進策 (4).....	今久保 幸 生	22
スコットランド坑夫繫縛制変遷概観 (2).....	加 藤 一 弘	48
アメリカ鉄鋼資本の多角的事業展開と 日米合併企業の位置づけ (2).....	石 川 康 宏	70
低開発国におけるドラーリゼイション (dolarization).....	安 原 毅	87
持続的インフレーションと政府.....	国 宗 浩 三	104
時間選好に関する基礎的な考察.....	依 田 高 典	122
短期調整過程の二類型 (1).....	森 岡 真 史	140
追加償却会計と取替原価償却会計.....	藤 井 深	162

研究ノート

FASB 1976年討議資料に関する研究ノート	藤 井 秀 樹	181
-------------------------------	---------	-----

追 憶 文

堀江保蔵先生を偲んで.....	角 山 榮	190
堀江保蔵先生を偲ぶ.....	山 本 有 造	195

学会記事・經濟論叢 第147巻・第148巻 総目録

平成 3 年10・11・12月

京都大學經濟學會

低開発国におけるドラーリゼーション (dolarization)¹⁾

——アルゼンチンの事例によって——

安 原 毅

現在，低開発諸国の経済危機の典型的な例として挙げられるドラーリゼーションとは，対外取引のみでなく国内経済活動においても自国通貨に替えてドルが取引手段・価値保蔵手段，更に投機手段として選好されることをいう。いわゆる資本逃避もここに含まれる。これは需要される外貨が対外取引や為替デューリングに必要な額を超過しているのみでなく，この外貨保有に対して金融当局の管理が及ばないという点で極めて政治・社会的問題なのである。高率のインフレ，生産活動の停滞，財政赤字と政治的不安定といった問題を抱える低開発諸国では，自国通貨よりもドルがあらゆる面で経済の指標となりやすいことから，安定化政策を実施するためには為替管理が不可欠といえる²⁾。

しかし実際には，大土地所有者や企業家といった上層階級が海外に金融資産・土地を保有しているだけでなく，広範な都市民衆までがドルを保有していることから，政府の安定化政策はその効力を失っている。更に政府が財政赤字の補填を貨幣発行に依存してインフレ税を獲得しようとする場合，ドラーリゼーションはこの課税ベースを著しく縮小させることから，ドラーリゼーションが一層のハイパーインフレの原因となる。ラテンアメリカの資本逃避は1930年代にも問題となったが，'80年前後の資本逃避・ドラーリゼーションは累積債務問

1) 本稿は日本ラテンアメリカ学会第10回大会での自由論題報告に用いた拙稿を，多くの諸先生方から頂いたコメントをもとに加筆・修正したものである。

2) McKinnon [1982] においても資本移動・為替の自由化は自由化政策の最終段階で為されるべきであることが主張されている。

題の一貫である点で以前の時代にはなかった問題を含んでいる。本稿ではこの累積債務問題と結びついたドラーリゼーションに議論の対象を限定し、1976年から1983年までの軍事政権期のアルゼンチンにおけるマネタリズム政策下でのその発生原因を分析する。

資本逃避については概念的な定義も統計的な計測方法も統一された見解はなく、各々の論者がその研究目的にあわせた定義・計測を行なっているのが現状である³⁾。本稿では資本逃避と対ドル投機との区別を重視し、前者がブラックマーケットの形成・拡大と密接に結びついていることを論点とする必要から、補論にあるようにドゥーリー (M. Dooley) による計測方法⁴⁾を採用し、これに輸出入のミスインヴォイス⁵⁾を加算した額を資本逃避として定義する。資本逃避とは金融危機以後の金融機関の吸収・合併の進行、企業と金融機関の円滑な債権債務関係の崩壊といった構造的・社会的要因から発生したものであり、相対的リスクや収益率格差といった経済的指標から説明されるものではない。資本逃避の内容を解りやすくするために概念的に三つの段階に区分するのが便宜である。第一段階は金融当局に報告されない形態での外貨獲得：これは輸出入のミスインヴォイス、多国籍企業や多国籍銀行の送金、そして非合法取引がある。第二段階はこの外貨を持っての外国資産購入であり、その社会的要因が表れるのはこの段階である。そして第三段階はこの外国資産の運用である。

ここでこのビデラを大統領とした軍事政権下の自由化政策の位置付けを明らかにするために、同国の金融制度の歴史を概観しておこう⁶⁾。

19世紀初頭独立：ブエノスアイレス銀行、ナシオン銀行が不換紙幣発行

1935年中央銀行設立：銀行券発行、外貨準備保有、手形再割引、公開市場操作を行なう。

3) Cumby, R. Levich, R. [1988] はこうした諸見解をまとめたものである。

4) Dooley [1986]

5) 表におけるこの計測値は、Bhagwati [1964] による partner-country 分析に従ってアルゼンチン側の対 OECD 輸出入額と OECD 側の対アルゼンチン輸出入額とを対比して計算したものである。

6) アルゼンチン年次経済報告 (アジア経済研究所訳) 1981年版より

1946年ペロン政権期：中央銀行国有化，銀行預金国有化→中央銀行による金融統制・大蔵省による中央銀行管理の拡大

1956年金融改革：中央銀行は政府から独立，預金・貸し出し業務は中銀管理を撤廃

1973年第二次ペロン政権：預金国有化

1976年以降金融改革：預金・貸し付けは市中銀行が独自に行なう

'76年以後の軍事政権による自由化政策・金融改革とは，ブラックマーケットに対する対策として為替管理撤廃，外資導入，金利自由化といった政策を主眼とした。これは製造業と金融部門に競争原理を導入し生産活動を活性化させ市場メカニズムの作用を正常化させようとするものであったが，企業家のインフレ期待が依然高かったため価格もそれにあわせて設定されインフレ率は引き下げられなかった。これに続いて，'79年から採られた予告制クローリングベッグ政策が'80年以後の資本逃避を準備することとなった。

I 為替管理政策とブラックマーケットの構造

インフレ対策としての予告制クローリングベッグ政策においては政策手段は主に為替調整に集中され，財政赤字削減，貨幣供給抑制といった従来のインフレ対策は国際収支勘定の改善により受動的に達成されるものと考えられていた。具体的にはタブリータ（tablita）と呼ばれる為替レート切り下げの予定表を事前に公表しつつ，切り下げ率を段階的に減少させながら切り下げを進めることにより，企業家のインフレ期待を抑えて適正な価格設定を行なわせ，また国際的価格裁定の成立の条件を整えて直接にインフレ率を引き下げようとするものであった。しかしこの政策の実施においては実質レートの過大評価（表1）から輸出部門の対外競争力が失われ，またインフレ率の低下は実質高金利をもたらして製造業部門全般の景気が後退させられた。予告制クローリングベッグ政策とは企業家のインフレ期待を下方修正して適正な価格設定を行なわせるだけでなく，過大評価と実質高金利による輸出向け製造業・農業部門から輸入代替

表1 実質為替レートの推移（負値は過少評価，正值は過大評価を示す。）

1976	I	-19.9	1978	I	-4.6	1980	I	15.2	1982	I	9.6
	II	-15.8		II	-1.5		II	15.0		II	-3.5
	III	-21.0		III	2.5		III	15.0		III	-14.2
	IV	-20.2		IV	2.3		IV	27.5		IV	-12.9
1977	I	-21.1	1979	I	9.5	1981	I	33.2	1983	I	-11.1
	II	-30.5		II	18.8		II	25.6		II	-10.5
	III	-20.9		III	8.7		III	14.7		III	-8.6
	IV	-13.3		IV	13.9		IV	10.1		IV	-9.2

出所 Dornbusch, R. [1984] より。

工業部門まで含めてのデフレ効果によって短期的にディスインフレを達成することを目指す政策であったといえる⁷⁾。

この政策は貿易収支黒字・世界的な金融緩和現象，ユーロ市場での有利な借入れ条件，外貨準備の増加といった条件によって可能になった。しかし一方で切り下げを利用した対ドル投機が起こったが，これは国際収支勘定に表れた短期資本流出という形を採った。そして'80年に入って貿易収支赤字化，外資流入減少といった状況に直面して為替管理維持は困難となった。

農業部門を中心に為替管理政策の修正要求が強まり政府は'80年12月に大幅切り下げを行なうと発表した。実行された切り下げ幅は小さく逆に先行きの大幅切り下げ期待の拡大をもたらした。経済政策に対する各階級の不満の高まりに対応して'81年3月に政権はビデラ (Videla) から同じ陸軍将軍のビオラ (Viola) に移譲され，それに伴い経済相もオス (Martinez de Hoz) からシゴ (Sigaut) に引き継がれた。シゴはマネタリズム的自由化政策の理念から離れて輸入制限，中央銀行の市場介入による低金利誘導，大幅切り下げに続く二重為替制の導入を打ち出した。特に重要であるのは為替管理政策であり，貿易収支改善を目的として30%の大幅切り下げが一度行なわれた後，商業レートと金融レートの二重為替相場制が導入された。商業レートとは輸出入取引のほ

7) この政策の性格については小倉 [1988]

とんど全てを対象とし切り下げによって調整されるのに対し、金融レートとは上記以外の全ての取引を対象とした完全フロート制のレートであった。

以上の対ドル投機は為替切下げによる利益を目的としたドルとペソの短期的取引であり、ドル建て資産を保有してその利子収益を獲得するという資本逃避とは区別される。そこで次に、先に資本逃避の第一段階として定義した為替管理下での非合法手段による外貨流入について、その主要なルートと考えられる輸出入のミスインヴォイスを見ておこう。

まず、輸出のアンダーインヴォイスについては、'77、'78年の貿易収支・経常収支黒字下でも中央銀行に報告されない外貨獲得手段として利用された。'79年には為替管理下で国内での外貨建て預金の開始によって闇ドルを政府管理下に置こうとする政策もあったが完全には成功せず、アンダーインヴォイスによるドル流入は国内インフレ率と厳密にバラレルな動きを示していることが解る(表2)。これは高率のインフレの下ではドルが生活の指標とされるためにブラックレートがインフレ率にペッグしていたことから、ブラックマーケットでのインフレヘッジのためのドル需要に対応していると考えられる。

'80年以後輸入のオーヴァーインヴォイスもプラスに転じミスインヴォイス

表2 輸出のアンダーインヴォイス、輸入のオーヴァーインヴォイス

(単位 100万ドル)

		'76	'77	'78	'79	'80	'81	'82	'83
アルゼンチンの対 OECD輸出	1)	2488	3492	4428	4992	4136	4065	3926	3744
	2)	2150	3185	3772	4134	3606	3438	2380	3035
同 輸入	3)	1836	2676	3048	5916	6920	6280	3380	3588
	4)	1926	2799	2699	4288	7022	6502	4321	3708
アンダーインヴォイス 1-2)		388	307	656	858	530	627	1546	709
オーヴァーインヴォイス 4-3)		90	123	-349	-1628	102	222	941	120
ミスインヴォイス総額		478	430	307	-770	632	849	2487	829

出所 1), 3) OECD *Foreign Trade by Commodities* 各年版。

2), 4) INDEC (アルゼンチン中央統計局) *Comercio Exterior* 各年版。

全体でも'81年には8億ドルに達した。これは公定レートとブラックレートとのプレミアムに対応したものである。以上より過大評価・切り下げ期待の拡大の時期にはミスインヴォイスによる外貨流入は逆に低下しており、二重レート制から過小評価に転ずる時期に拡大していることが解る。これはブラックマーケットと対ドル投機との性格の相違を示している。

II 企業金融活動と資本逃避の構造

過大評価によるデフレ効果の下で国内企業は生産活動に代わる利潤獲得方法を確保せねばならなかった。'79年半ば以後国内金利体系は預金・貸し付け共に実質で大幅な正值となり、その結果国際資本市場に対するアクセスをほぼ独占していた財閥企業や外資系企業の子会社は借り入れたドルをペソに転換した後、国内の金融機関に預金として保有して高金利による利子収益を獲得していた。クローリングベッグ政策による過大評価によって対外借入れコストが軽減されたことに加えて実質高金利、実質賃金の上昇もあって、輸出向け・輸入代替部門では生産活動から期待される利潤よりも貯蓄から得られる利子収益の方が多額でかつ安定的だったのである。これはフェレル (A. Ferrer) が「通貨リサイクル」と呼んだ現象である⁸⁾。金融機関・特に新興金融機関は獲得した外貨を中小企業に貸し付け、不良債権を累積させた。安定化政策下で金融機関はストック・フロー両面で債務が正常な債権を上回って支払い困難に直面し、これに対する救済措置として預金保証や再割引に対する優遇措置が採られた。この時金融機関は公的預金保証を背景に、期限の到来した利子支払いを賄うために預金金利を競争的に引き上げて預金を獲得する必要があったし、また不良債権を回収する代わりに高い利子率で集めた預金で貸し付け、これをロールオーバーすることができた⁹⁾。金融機関に対する救済措置は利子率を一層高めさせると同時に銀行の資産構成を急速に不健全なものにし、金融危機の直接的

8) Ferrer, A. [1983]

9) Fernandez, R. B. [1985]

な原因となったといえる。更に預金保証は政府の財政負担となり、クローリング・ペッグ政策と不整合な結果を招いた。

'79年後半から見られた金融危機は'80年に入って激化した。外資系金融機関も含めた金融機関の吸収・合併が進行し、競争的な預金金利引き上げの必要性が減少して預金金利は引き下げられたが、この吸収・合併は倒産した銀行を系列化する場合が多く必ずしも金融機関の経営基盤の拡充に繋がったとは言えない。多くの金融機関で預金の引き出しが相次ぎ、国内銀行預金総額の増加率は'79年の200%台から'80年には100%以下にまで低下した。120、30%のインフレ率を考慮すればこれは大幅な減少だったことがわかるのであり、同国の経済白書にあたる *La Economia Argentina* によればこの引き出された預金の大半は米銀に預け入れられるかまたはドル建て金融資産、不動産の購入資金に充てられたのである。これは単に民間の預金離れであるのみでなく国内大企業の資産・債務構成の転換でもあった。つまり'80年に入って国内企業は先に見た預金の資産を減少させ、特に大企業は逆に純資産に対するペソ建て債務の比率を'79年の72.1%から'80年には76.4%にまで上昇させる一方で(表3)、ドル建てエクスポージャーの総資産に占める比率を'79年の0.03%から'80年には0.09%、'81年には0.12%まで上昇させた(表4)。

表 3

(単位 10億ペソ)

	長期資産／純資本		総債務／純資本		ペソ建て債務／純資本		対民間銀行信用 ('70年価格)
	L	S	L	S	L	S	
'76	100.1	90.1	67.5	62.9	41.2	57.2	11.9
'77	104.4	88.2	85.7	75.7	62.6	71.3	17.9
'78	126.7	90.5	99.6	90.1	66.3	85.0	20.7
'79	133.0	102.3	104.9	92.7	72.1	86.9	28.7
'80	129.4	83.1	107.0	85.2	76.4	73.7	38.0

出所 Cavallo, Petrei [1983]

L: 大企業 S: 中小企業

表 4 主要企業の純ドル建てエクスポージャー (対総資産比率)

'77	'78	'79	'80, I	II	III	IV	'81, I	II	III	IV
0.03%	0.07	0.06	0.09	0.08	0.09	0.09	0.09	0.12	0.11	0.11

出所 Tybout [1986]

表5 ドゥーリーによる資本逃避の計測 (単位 10億ドル)

	'76	'77	'78	'79	'80	'81	'82	'83
債務累積額								
A OECD	7.0	8.3	10.6	15.2	19.2	28.5	32.6	36.7
B 国際収支勘定	2.8	3.5	3.2	6.9	9.0	11.5	13.9	15.7
C 未報告対外請求権ストック	4.2	4.8	7.4	8.3	10.2	17.0	18.7	21.0
D 対外請求権累計	1.6	3.7	5.5	9.2	7.0	5.6	5.5	4.6
E 誤差・脱漏累計	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.1	0.1	0.5	1.0
F 対外請求権ストック総計	5.8	8.4	12.8	17.1	17.2	22.7	24.7	26.6
G 対外投資収益	0.0	0.1	0.3	0.7	1.2	0.9	0.4	0.5
H 利子率加重平均(%)	6.8	6.9	8.0	9.8	11.7	13.2	11.5	10.4
I 資本化された収益	0.7	1.9	4.0	6.9	10.5	6.0	4.5	4.3
J 資本逃避ストック	5.1	6.5	8.8	10.2	6.7	16.7	20.2	22.3
+ミスインヴォイス	5.6	7.4	10.0	10.7	8.9	18.9	24.9	28.0

出所 ドゥーリー [1986]

A; OECD, Statistics on External Indebtness

C; A-B.

D; Balance of payments yearbook より, 非居住者に対する請求権(直接投資は除く)の累計。

E; Balance of payments yearbook より。

F; C+D+E.

G; Balance of payments yearbook より, 直接投資以外の投資収益。

H; 国際資本市場における市中金利, 利回りの加重平均。

I; G/H.

J; F-I.

この国内預金の減少が問題である。ドゥーリーの統計によれば「未報告対外請求権保有」の増大('79年には9億ドル, '80年には19億ドル)が, 国内預金の減少と平行な動きを示している(表5)。国内で引き出された預金がドル建て資産の購入に充てられたことは政府によっても報告されているが, 先に見た主要大企業の純ドル建てエクスポージャーの拡大から, 金融当局に報告されない形でのドル建て資産購入, つまり資本逃避に充てられた額も大きかったことがわかる。

預金の取り崩し, 資本逃避がこれだけ速やかに行なわれたことは注意を要する。'80年の時点では実質預金金利は依然正であり, また切り下げ期待が高まっ

ていたとはいえ実質レートも過大評価にあったから、'79年時点と同じ対ドル投機・国内預金保有によっても十分利益は得られたはずである。この預金の減少を見るためには先に見た企業による預金の蓄積との関係で金融機関の再編つまり国内金融機関の系列化が重要である。これにより競争的預金獲得のための預金金利引き下げの必要性が低下し、実質貸し付け金利が高騰する中で預金金利は全般的な低下を見た。こうして金融機関は吸収・合併により倒産の危機を克服したものは預金金利をはじめ金融市場に対する支配力を拡大したが、これに対し預金を保有していた企業側は金融機関に対する不信任の高まりに応じ、国内金融機関から預金を引き出して代わりに債務を累積させて、先に見たように大企業ほど純資産に対するペソ建て債務の比率を上昇させた。インフレ率低下から実質貸し付け金利は上昇していたから金融機関にとってこれは不良債権の累積となった。かくして金融市場の社会的・構造的変化に伴って債権債務関係も変化をきたし、企業と金融機関は国内で相互に負担を掛け合うこととなった。そして資産の少しでも有利でかつ政府の監視・規制を逃れうる運用先を求めて、また'80年に入ってから国際資金流入の減少に対し対外借入れを順調に行なうための信用を確保するために、企業はこの資産をドルに転換して外国金融機関に保有した。このように資本逃避とは単なる資産選択行動ではなく、企業による自己の財務構成の建直し活動であったが、しかしディアス・アレハンドロ (Díaz-Alejandro) が指摘したようにこの資本逃避は企業家の個人資産として運用されたから¹⁰⁾、企業の金融的脆弱性は克服されなかった。そしてこうした性格の故にこの外国資産保有は政府に対し報告されない場合が多く、そのために非合法手段で入手されたドルが用いられたのである。

資本逃避や累積債務問題の背後には、'80年代に入ってから外国資本流入の減少があることは明らかであるから、ラテンアメリカ諸国に対する国際資本流入状況の変化についてここで見ておこう。この原因としては当該国の貿易収支の悪化、外貨準備の減少による国際金融市場での信用の低下といった要因に加えて、

10) Díaz-Alejandro [1986]

米国の経済政策の変化も重要であった。この時米国ではインフレに対処するための政策としてマネーサプライ管理が採られて金利が高騰し、そのために国際資金の米国への還流と急激なドル高から、低開発諸国の債務状況が著しく悪化し利払い負担も拡大した。同時に資金のリサイクルを管理する機関としての公的機関の役割が縮小されて代わって多国籍銀行の役割が拡大され、その結果金融市場のディレギュレーションが進められた。また固定金利から変動金利への移行や LIBOR の急上昇がもたらされたのである¹¹⁾。

III 安定化政策の転換とドラーリゼイション

予告制クローリングベッグ政策による安定化政策とは、対外的には為替管理を継続しつつ国内では金融市場の自由化により金融機関の過当競争をもたらした。この時外資の順調な流入という条件の下で、財閥企業による国際金融に対するアクセスの独占と金融機関の競争的預金金利引上げとが結びつくことによって、当初は企業と金融機関双方の利益が維持されまたインフレ率引下げも進められた。しかし製造業部門の発展・経済成長を無視した安定化政策は金融危機による金融市場の構造転換をもたらして資本逃避を拡大させ、外資流入減少・外貨準備減少も加わって為替管理は放棄されざるをえない状況に追い込まれた。更にこの安定化政策においては財政支出削減の努力はほとんど実行されず、財政赤字は対外借入れによって賄われていた。従って安定化政策が挫折すれば財政赤字拡大を通じてインフレ率が上昇することとなった(表6)。

表6 年間インフレ率

(単位 %)

	'76	'77	'78	'79	'80	'81	'82	'83
一般物価	499.0	149.4	146.0	149.3	75.4	109.6	256.2	360.9
消費者物価	444.1	176.0	175.5	159.5	100.8	131.3	164.8	343.8

出所 World Bank *Argentina Economic Memorandum*.

11) 丸谷〔1988〕, また本書第二章ではラテンアメリカ諸国に進出した多国籍企業が、'80年代に入って利潤・資本金の引き揚げを拡大したことが指摘されている。これは現地政府には正確には報告されない場合が多かったという。

このインフレ率再上昇の最初の原因は切り下げによる輸入消費財価格の上昇であった。これによる購買力低下は消費・資産の実質価値の低下をもたらし、ペソの保有は不利になった。この時政府は通貨・赤字国債増発を進めてインフレ率を更に上昇させてインフレ税を獲得しようとし、これに対し民間では自国通貨をドルに転換してインフレヘッジを行なおうとする動きが高まった。この結果ドルを資産として保有しようとする動きが広がり、資本逃避とも異なっているこの外貨は国内で保有されるに至った。つまりこの年国内外貨建て預金の期間が自由化されその準備率規制も50%から13%に引き下げられたことにも対応して、外貨建て預金の国内総預金に占める比率は'79年の9.6%から'80年には12.8%まで上昇した¹²⁾。

'81年4月に経済相を引き継いだシゴアは資本逃避対策として大幅切り下げを行なった後、インフレ対策と資本逃避対策を両立させる目的から二重為替レート制を導入した。これは適切な切り下げを行なうことで先行きの切り下げ期待を抑え資本逃避を抑制する目的の政策であったと説明されるが、実際には外貨準備の減少から中央銀行が満足な介入を行なえなくなっていたことから止むなく採られた対応であったといえる。そして為替調整の結果国際収支勘定に表れる対外請求権保有は低下したが逆に資本逃避による未報告のそれは増加した。これは資本逃避が単なる対ドル投機とは異なる、国内金融市場の構造的要因から生じた活動であったことを考えれば、当然の結果であった。

この年の為替市場については更に重要な論点が二点ある。第一には公定レートと闇ドルレートとのスプレッドの70%以上までの拡大である¹³⁾。これは為替管理の行き詰まりを予測した民間資産所有者が為替切り下げによる資産価値の低下を防ぐため、また輸入財価格上昇・インフレ率上昇に備える目的で、大量のドルを購入したことによるものであった。これはブラックマーケットを通じた購入であったが、その動機は先に見た資本逃避のそれとは異なっている。ま

12) *La Economía Argentina* 1981年版

13) Dornbusch [1984]

たこの年国内での外貨建て預金が拡大したことから、こうして外貨に転換された資産は国外へ移転されたのみでなく国内でも保有されていたことが解る。

第二の論点は輸出入のミスインヴォイスによる外貨の非合法手段での流入の増大である。輸出のアンダーインヴォイスによる外貨流入はインフレ率上昇と並行して'80年の5億3000万ドルから'82年には15億4600万ドルにまで拡大し、ミスインヴォイス全体でも同年には2億5000万ドルに達した。これは金融レートの急激な低下に対し、獲得したドルを国内で販売して利益を得ようとする行動が普及していたことの現れであった。以上の二点の事実より、二重レート制によって事実上為替管理が行き詰まっていた下でブラックマーケットは単に量的に拡大しただけでなく、その利用形態が様々に多様化して国内の民衆生活にまで浸透しつつあったことがわかる。これが資本逃避と同様に累積債務問題と結びついたドラーリゼーションであった。

1981年には公定レートは過小評価傾向にあり、闇ドルレートはインフレ率にベッグしていたため、資本逃避のみでなくインフレ対策、国内での外貨預金保有のためのドル需要もブラックマーケットを通じて行なわれた。外貨準備の減少から中央銀行がペソの買い支えを控えたため市中相場は1ドル=9250ペソにまで急落し、ドル投機は激しさを増した。ドラーリゼーションの進行は中央銀行の統計におけるペソ通貨残高の低下をもたらす。この年の *La Economía Argentina* はこれを脱貨幣化 (desmonetización) と呼び、通貨増加率がインフレ率を大きく下回ったことをその指標としている。

1981年初頭的大幅切り下げ以降為替管理は事実上撤廃され、他方で金融市場や対民間信用には100%の準備率規制や金利規制をはじめ様々の規制がとられてきた。これは予告制クローリングベッグ政策期の安定化政策とは逆転した方法であり、結果的にこれがブラックマーケットを通じてのドル需要を国外への資本逃避という目的から国内でのインフレ対策・外貨建て預金保有へと波及させたといえる。こうした条件下でペソの先行き下落を見越した対ドル投機は急速に拡大してこれが更にフリーレートの急落をもたらし、またインフレ率の再

上昇でヤミドルレートはインフレ率に正確にペッグしていたから、ブラックマーケットはインフレ対策や外貨建て預金保有のための外貨獲得手段としても公然と利用されるに至った。こうして政府・中央銀行に報告されない外貨建資産保有としての資本逃避に利用されて拡大した外貨のブラックマーケットは、インフレ率の上昇、為替レートの急落、国内金融市場に対する規制の拡大といった条件の下で、国内においても外貨での資産保有のために利用されるに至り、金融当局の管理から離れたドラーリゼイションを見るに至ったのである。

一般にブラックマーケットの拡大やドラーリゼイションは、政策的規制が行なわれればそれを逃れるために生じるといわれるが、これは正確でないことがわかる。ドラーリゼイションは一定の規制を伴う安定化政策が失敗に帰してインフレ率の上昇を招き、特に為替管理が一貫性を喪失したことによる政策の信用性の低下の結果表面化した問題である。

IV 総 括

軍事政権下のマネタリズム、安定化政策の内容を、もう一度整理しておこう。当初の自由化政策とは、為替・資本移動の自由化によって直接投資の導入を進め、これを基盤に国内製造業に供給サイドから技術入れを図ろうとするものであった。しかしこれはインフレ率の高まりに直面して挫折し、代わって予告制クローリングペッグ政策が採用された。この政策によってインフレ率は引き下げられたが、ここでの自由化政策は短期的な安定化政策と位置づけられ、産業開発政策としての意義を失っていた。

この時の政策を国内と国外に分けて整理すると、対外的にはインフレ対策としての為替管理、国内では金利をはじめ金融市場に対する自由化、金融機関の設立規制の緩和が実施された。そしてここでのインフレ率引下は、工業・製造業部門では国内で価格リーダーシップを持つ独占企業が国際金融に対するアクセスをも独占しており、他方国内金融市場は中小金融機関の競争状態にある、という条件を利用するものであった。そしてこの条件の崩壊の結果企業家によ

る資本逃避が拡大されたのである。この直接の引き金は金融機関の倒産、吸収・合併の増大であったが、その背後には国際資金の米国への還流と、多国籍企業による資本の引き揚げがあったことも重要である。

こうして外資流入と外貨準備の減少、資本逃避の拡大といった事態に直面して為替管理による安定化政策は事実上放棄され、二重レート制においても金融レートはフロート制とされた。これによってそれまでは資本逃避として資産の国外への移転に利用されていたブラッルマーケットが、国内での外貨建て資産需要やブラックレートと公定レートとの裁定取引にも利用されるに至り、ブラックマーケットが国内民衆生活にまで浸透するドラーリゼイションを見るに至ったのである。

資本逃避、ドラーリゼイションが累積債務の原因であるというのは一面的な理解である。それらが累積債務の負担を一層増加させているのは事実だが、これらの問題は共に対外借入に依存した安定化政策の行き詰まり・政策の混乱の結果なのである。また資本逃避、ドラーリゼイションに対する対策として均衡レートの実現、高金利の維持といったマクロ政策のみを掲げることは誤りといえる。資本逃避の根源は金融機関と企業の債権債務関係の同様に伴う企業の財務構成の建直しの活動であったし、ブラックマーケットはインフレヘッジを目的とした需要に対応して拡大したので、対ドル投機活動とは別物であった。従ってこれらに対する対策としては、よりミクロレベルでの企業管理等が必要である。

最後に軍事政権の後をうけたアルフォンシン (R. Alfonsín) 政権によるインフレ対策である「ショック療法」を見ておこう¹⁴⁾。アウストラル計画と呼ばれたこの引き締め政策は'85年6月に実施され、物価・賃金・為替レートの凍結による所得政策と、増税・資源価格引き上げによる総需要抑制とによって民衆の間に定着したインフレ期待を短期的に引き下げ、実物面のコストを伴わずにインフレ抑制を達成することを目指す政策であった。実際これによって一カ月

14) これはヘイマン (C. D. Heymann) [1986] に詳しい。

に30%を越えていたインフレ率は数%にまで引き下げられ、自国通貨に対する通貨需要は拡大し通貨制度の混乱は回避された。こうしてドラーリゼイションに歯止めがかかれば税収が増加して財政赤字も削減されることが期待されたが、しかしドラーリゼイションの抑制は高い政府支出への圧力には及ばず、結局赤字国債の発行による通貨膨張はインフレ圧力となった。この原因としては更に、企業がインフレ率低下に対しても雇用・新規投資を余り拡大せず消極的な対応を示したために、所得が拡大されなかったことがある。以上より判断されることであるが短期的で急激すぎる安定化政策とはそれが自由化に基づくものであれ引き締めによるものであれ、ブラックマーケットの拡大・経済のドラーリゼイションを防ぐことは不可能であり、中長期的視野に立った資本蓄積の促進、産業開発政策が必要なのである。

補論 資本逃避の計測方法についての緒論

'85年版『世界開発報告』やモルガン銀行の *World Financial Markets* による計測は「資本逃避とは非銀行民間部門と一部の公的部門とによって保有されている外貨建て資産額の合計であり、報告された分も未報告の分も含まれる。」¹⁵⁾ またクディントン (J. Cuddington) [1986] によれば資本逃避とは民間非銀行部門による短期的なホットマネーの投機的な流出に限定され、それ以外の手段による資本輸出を粗資本流出として区別される。

ドゥーリー [1986] によれば国際収支勘定に計上される所得を形成しない外貨建て資産の保有とは、それを行なう投資家の行動に対し政府の規制、監督が行き届かないという意味で、「正規の」資産選択行動とは区別される資本逃避なのである。つまり国際収支勘定には表れない未報告の対外債務も民間部門の外貨建て請求権保有高に対応するとみなされ、これは OECD の *Statistics on External Indebtness* による対外債務ストックの統計から国際収支勘定における対外借入れ（経常収支赤字＋外貨準備保有高＋民間銀行の純外貨建て資産）

15) Morgan Guaranty Trust [1986]

の数値を差し引いた差額として計算される。これに直接投資以外の対外請求権と国際収支勘定における誤差脱漏とを加えた合計が対外請求権ストックの総額とされる。そして最後に自国に投資収益をもたらす得る外貨建て資産は全て当該国の市場利子率の加重平均で還算 (Capitalize) したうえで対外請求権ストックから除外される。この残額が、自国の金融当局の規制が及ばない地域に保有される金融資産・ならびにその収益と定義される資本逃避として計上される。

このドゥーリーの計測方法が本稿で見た資本逃避の性格を最も善く反映したものであるが、しかしブラックマーケットの形成を考えるうえで不可欠な輸出入のミスインヴォイスがここでは計測されていない。そこでバグワティ (Bahgwati) によって提唱された partner-country analysis に従って推計したミスインヴォイス額 (表5) をこれに加算することによって資本逃避の推計値とする。

参考文献

- Cuddington, J. T. 1986. "Capital Flight; Estimates, Issues, and Explanations." Princeton Studies in International Finance 58.
- Cumby, R. Levich, R. 1987. "Definitions and Magnitudes" in Lessard, Williamson 1987.
- Díaz-Alejandro, C. F. 1986. "Latin American Debt" Brookings Papers 2.
- Dooley, M. 1986. "Country-Specific Risk Premiums, Capital Flight and Net Investment Income Payments in Selected Developing Countries." IMF Departmental Memorandum 86/17.
- Dornbusch, R. 1982. "Stabilization Policies in Developing Countries" *World Development* 10-9.
- _____ 1984. "Argentina since Martinez de Hoz" NBER Working paper 1466.
- Fernandez, R. B. 1983. "La Crisis Financiera Argentina; 1980-82." *Desarrollo Economico* 89-13.
- _____ 1985. "The Expectations Management Approach to Stabilization in Argentina during 1976-82" *World Development* 13-8.
- Ferrer, A. 1983. "¿Puede Argentina pagar su Deuda Externa?" *Estudios*

Internacionales 16-64.

ヘイマン, C. D. 1986. 「アウストラル・プラン実施後のアルゼンチン経済」『ラテンアメリカ・レポート』3-4。

La Economia Argentina 各年版。

Lessard, D. R. Williamson, J. ed. *Capital Flight and the Third World Debt*. IIE 1987.

丸谷吉男編1988 『ラテンアメリカの経済危機と外国投資』アジア経済研究所。

Mckinnon, R. 1982. "The Order of Liberalization" *Economic Policy in the World Change* 17.

Morgan Guranty Trust 1986. "LDC Capital Flight." *World Financial Markets*.

小倉明浩 1988 「輸入代替工業化型経済への自由主義政策適用について」『彦根論叢』第253, 254号。