

国際資本移動の原因に関する一考察

黄 駿

- 一、はじめに一本考察の背景と目的
- 二、国際資本移動の原因に関する先行研究について
 - 1、利子率格差説
 - 2、フロー・アプローチとストック・アプローチの問題点
 - 3、直接投資に関する限界理論及びケインズの的アプローチ
- 三、国際資本移動と資本の限界効率
- 四、終わりに一問題点と今後の課題

一、はじめに一本考察の背景と目的

従来の国際経済理論研究や途上国経済開発の理論研究において、国際貿易は開発途上国「経済成長のエンジン」である¹⁾、とその重要性を唱えてきたことは周知のことである。戦後ヨーロッパや日本経済の経験、1960年代以降 NIEs の経済発展、さらに80年代以来中国経済急激な変貌なども、経済成長における国際貿易の重要性を明らかにした。それらの事実、経済成長における国際貿易の重要性を再確認したことと同時に、国際投資活動、国際貸借などといったいわゆる国際資本移動が経済成長に果たす役割とその重要性についても多く語っている。特に最近20年中国の経済発展について、長年にわたる高率の経済成長は対外貿易の好調によって支えられている一面があり、その対外貿易の4割以上は海外からの直接投資によって行われていることも判明していた²⁾。その事実によれば、国際資本移動、特に外国資本の導入も、国際貿易と同様に、今日の開発途上国にとって重要な「経済成長のエンジン」となっている、といえよう。

一方、国際資本移動が主な国際経済活動の一つとなり、開発途上国の経済成長に果たす役割の重要性が認識されることにつれて、国際資本移動問題に関する研究も国際経済理論研究の表舞台に登場し、国際資本移動の活発化と同時に多くの研究成果を積み重ねてきた。もともと、国際資本移動問題については、リカードの『経済学及び課税之原理』及びミルの『経済学原理』の中で既に言及され、金本位説、貨幣数量説、さらに大きな価格弾力性という前提のもとで、国際資本移動に関するトランスファーのメカニズムを展開し、予定調和的な国際収支自動調節論を提示した。また、第一次世界大戦後、ドイツの賠償支払いについて、ケインズとオリーンの論争も国際資本移動理論の発展の歴史上で非常に際だったものである。国際資本移動のトランスファー効果に関するその論争において、オリーンは古典学派以来の伝統による価格効果的調整方法は所得効果的

調整方法に取ってかわられるべきことを示した。それ以降、国際資本移動に関する論争はイベルセンとヌルクセを代表として続けられていた。その時期の論争の特徴として、オリーンの主張した調整機構の理論の発展がケインズ理論に基礎づけられて展開されたことである。その中、イヴェルセンはオリーンの理論に依拠しながら、国際資本移動、特に長期資本移動の根本的性質を吟味し、それが実際に活動するメカニズムを解明しようとした。1935年イベルセンはその“*Aspects of the Theory of International Capital Movements*”において、国際資本移動に伴う購買力移転の所得効果を重視し、価格効果の必然性を主張することが誤りであることを強調した。一方、ヌルクセはその著『国際資本移動論』（“*Internationale Kapitalbewegungen*”, 1935, 増井光蔵, 傍島省三訳, 日本評論社, 昭和13年）において購買力の移転に伴う所得効果と価格効果を併行して重視せねばならないことを示した。1940年代以降の国際資本移動の理論研究は、オリーンによって確立された購買力移転説ないしトランスファーの過程における所得効果を重視する故に、当然のこととして、ケインズ革命以降の所得分析から多くの影響を受けていた。すなわちケインズ理論的な所得分析における乗数理論を開放体系に適用することにより、トランスファーの過程に対する新しい分析が展開されていたことである。その代表者たちとして、メッツラー（L. A. Metzler, “*The Transfer Problem Reconsidered*”, *Journal of Political Economy*, June 1942, reprinted in *Readings in the Theory of International Trade* 1949), マハループ（F. Machlup, *International Trade and National Income Multiplier*, 1943), ミード（J. E. Meade, *The Balance of Payments*, 1951), ジョンソン（H. G. Johnson, *International Trade and Economic Growth*, 1958）などが、所得効果を中心にトランスファーの分析が行われた。

国際資本移動に関するそれまでの諸研究、諸論争は主として資本移動の効果についてであった。一方の国際資本移動の原因は当事国の間に存在する利率の格差である、とされていた。例えば、ヌルクセが1933年に発表した論文で、後に“*Equilibrium and Growth in the World Economy*”（R. Nurkse, edited by G. Haberler and R. M. Stern, 1961, 河村鎰男, 松永嘉夫, 大畑彌七, 渡辺行郎訳, 『世界経済の均衡と成長』, ダイアモンド社, 1967年）に第一章として収録された『資本移動の原因と効果』において、「利潤指向的な資本移動の直接的原因は利率の差である」と指摘した³⁾。国際資本移動の原因について、その「利率格差」という一般的な見解に対して修正と発展が見られたのは20世紀半ば以降の諸研究である。20世紀半ば以降の国際資本移動問題研究においても、この「利率格差」説は国際資本移動のフロー・アプローチに継承されている。それとは対照的に、国内経済における資産選択理論の発展として、マーコヴィッツやトービンの理論を国際金融市場における資産選択に適用した国際資本移動のストック・アプローチは、国際資本移動は証券保有のリスクを考慮に入れた各国証券の収益率の差によって起こる、という説をうち立て、そして精密化した。さらに、ストック・アプローチでは均衡分析と不均衡分析に分かれ、国際資本移動と利率の関係について違う結論に到達した。しかし、フロー・アプローチであれストック・アプローチであれ、その研究対象は国際資本移動の一形態としての間接投資である。利潤指向的・生産的・自発的国際資本移動⁴⁾のもう一形態である直接投資の決定要因についての研究は、J. H. Dunningによれば、資本理論的アプローチ、貿易論的アプローチ、産業立地論的アプローチ、産業組織論的及び市場構造論的アプローチ、企業成長論的アプローチと分類することができる⁵⁾。また、直接投資の決定要因に関する重要な研究成果として、ハイマーの *Monopolistic Advan-*

tage 理論, ヴァーノンのプロダクト・サイクル説, P. J. Buckley, M. Casson 及び A. M. Rugmen の内部化理論, J. H. Dunning の Eclectic Theory of International Production と投資発展段階理論などがあげられる。それらのアプローチあるいは研究成果は直接投資の異なった局面を強調するものであり, 場合によっては相互補完的なものである。直接投資自体が複雑な諸側面を持っているため, 多くの学説が並び立ち, 直接投資を一括りしてその決定要因を明らかにした定説がないのは現実である。

以上に述べたように, 20世紀半ば以降に展開されている国際資本移動の原因に関する諸研究は, 資本移動の諸形態, 諸段階を細分化することによって行われてきた。それらの研究の結論については, たとえ国際資本移動を利子率の格差と関連つけているとしても, その見解が必ずしも一致している訳ではない。従って, もし, 国際資本移動理論が取り扱うべき対象はヌルクセのいう「経済的, 生産的そして自発的」な資本移動であるとすれば, 直接投資や間接投資を問わず, すべての資本移動の形態に適用できる国際資本移動の原因に関する理論が必要であろう。

本考察は, 国際資本移動が開発途上国の経済成長における重要性, 国際資本移動の原因に関する統一した理論の必要性から出発し, 先行研究の諸説, 特に利子率格差説および資産選択理論的アプローチを検証し, 統一した理論モデルの提示を試みる。第二節はヌルクセの利子率格差説, 間接投資に関するフロー・アプローチ, ストック・アプローチ及び直接投資に関する限界理論的アプローチを概観し, その問題点を明らかにする。第三節はケインズの投資決定理論を開放経済に導入し, 「国際資本移動は資本移入国における資本の限界効率と資本調達地の利子率の格差によって起こる」という仮説を展開する。

二、国際資本移動の原因に関する先行研究について

1. 利子率格差説

ヌルクセが1933年発表された『資本移動の原因と効果』の冒頭において, 「資本移動の理論は, 経済学の文献のなかでこれまで体系的に論じられたことはなかった⁶⁾」と書かれている。ヌルクセは自らその論文で国際資本移動についての原因と効果を初めて体系的に論じた。ヌルクセはその論文, およびその2年後に出版した“Internationale Kapitalbewegungen”(増井光蔵, 傍島省三訳, 『国際資本移動論』, 日本評論社, 昭和13年)において, 利潤指向的な資本移動の直接的原因は利子率の格差と見なしている⁷⁾。従って, 国際資本移動の原因としての利子率格差説に関しての考察はまずヌルクセの理論を検証しなければならないであろう。

ヌルクセの資本移動理論は, 資本需給の結果として利子率が決定される, という利子率決定理論を前提としている。それを前提にして, 国際資本移動は, 資本の供給側かまたは需要側かのどちらかにより誘発された利子率の変化によって動かされている, と分析した。それによれば, 資本供給側によって誘発される利子率の変化及び資本の国際間移動は以下の通りである。つまり, 何らかの理由でより多く貯蓄する国の利子率が低下し, それによって, 利子率の格差が形成され, 利潤指向的な資本の国際間移動が促される。そして, 資本需要側の変化による利子率の変化と国際資本移動は, 第一に, 技術的発見あるいは生産方法の改善が生じた国の産業利潤が上昇し, 企

業家は生産拡大に努め、そのため資本需要が増大し、よって利率が上昇する。第二に、消費者の嗜好が変化した結果として生じた各種最終生産物に対する需要の変化である。需要が拡大する最終生産物を生産する国の企業家が生産拡大に努め、そのため資本需要が増大し、よって利率が上昇する。そのような資本需要側の変化により、資本は利率が上昇する国へと移動する。⁸⁾

国際資本移動の原因に関するヌルクセのその利率格差説は、現在の経済学理論研究の到達水準からすれば、その前提である利率決定理論、及び為替相場の変動を考慮に入れていないことなどを考えると、それにはいくつかの処理を加えなければならない点が残っていると見えよう。しかし、その理論モデルが構築された時、ケインズの一般理論がまだ公表されていないこと、つまり、ケインズの利率決定に関する流動性選好理論や IS=ML モデルによる利率と所得の同時決定理論がまだ世に出ていないことである。また、当時主要諸国の通貨システム及び為替制度は金本位制をとっている。したがって、ヌルクセ理論の問題点は理論全体の欠陥と言うより、むしろ歴史的限界と見てよいであろう。それよりヌルクセの利率原因説においてより重要な問題点として、つぎの通りである。

第一に、資本の国際間移動はいったい利率が低下する国から上昇する国へと移動するのか、それとも利率の低い国から高い国へと移動するのか、という問題である。それに関して、ヌルクセは1933年の論文及び1935年の著書において明確な説明は行われていないし、そしてその二通りの表現とも使われている。⁹⁾『資本移動の原因と効果』の第2節の冒頭においては、国際資本移動の原因を「利率の差」としながら、資本はより多く貯蓄する国、従って利率が低下する国から移出し、資本をより多く需要する国、従って利率が上昇する国へと移入する、と展開した。『国際資本移動論』の第四章では、資本移動の原因を「利率の開き」とし、その開きの発生について、前者と同様な展開をした。しかし、利率の高い国と利率が上昇する国、または利率の低い国と利率が低下する国は、場合によっては相反するケースもある。その場合、「資本が利率の低い国から高い国へと移動する」を「利率が低下する国から上昇する国へと移動する」と同意味で捉えることはできなくなる。ある一定の「利率の差」のもとでも、静学分析と動学分析、つまり関係国の利率変化の経過と傾向を加味することにより、違う結論に到達することができる。さらに動学分析においてでさえ、その一定の利率の差に達するまでの関係国の利率変動経路により、違う結論を導出できる。「利率が高い・低い国」と「利率が上昇・低下する国」とを厳格に区別することは、後に述べるストック・アプローチの均衡分析や投機という形の国際資本移動現象の解明にも関わっている。その意味で、ヌルクセの国際資本移動の原因についての説明は曖昧であるといえよう。

第二に、ヌルクセの利率格差説は、国際資本移動の原因に関するマクロレベルの結論であるか、それともミクロレベルの結論であるか、という問題点もある。もし、ヌルクセの研究はマクロレベルの結論であり、つまりある一定の期間中、資本はトータル的に利率の低い国（または低下する国）から利率の高い国（または上昇する国）へ移動する、とすれば、各利潤指向的な資本の持ち主、つまりミクロレベルでは、どのように資本移動により、経済的利益を手中にしたのかを説明する必要があるだろう。もし、ヌルクセの研究はミクロレベルにも適用しようとするならば、資本移動は利率の差の流れが変わらない期間中において一方通行的にならざるを得ない、ということになる。しかし、現実の国際資本移動を観察すれば、資本がしばしば同一期間内で双方向

的に移動しているのは明らかな事実である。よって、ヌルクセの利子率格差説は少なくともミクロ的な分析と修正を加えなければ、現実の問題を説明することができないであろう。

第三に、それは第二点とも関連しているが、ヌルクセの理論で、ミクロレベルの国際資本移動を説明する場合のもう一つの問題点として、ヌルクセの利潤指向的な国際資本移動、つまり国際投資活動は非常に受動的な経済行為であり、そのすべてが既成の事実—結果として現れている利子率の格差—に左右されている、ということである。実際に、投資は将来に対する期待、予測と確信に関係しており、また、投資活動が成功するか否かは将来の利潤如何によって決定される。投資するか否かに際して、既成事実としての利子率格差は重要な参考指標であるが、決して投資を決定する唯一な要因ではない。したがって、国際資本移動の原因を利子率の格差だけで説明するのはかなり現実の国際投資活動とかけ離れているといえよう。

第四の問題点は資本需要側の変動により引き起こされる利子率の変化についてのヌルクセの説明である。ヌルクセが用いた利子決定理論のもとにおいても、技術的発見または生産方法の改善が利子率の上昇を持たされるには、その発見、または技術革新は労働節約であり、そして、製品の需要の価格弾力性が大であるという条件が必要である。その条件が満たされる場合、企業家は生産拡大をはかり、その労働節約的な技術を導入するための投資資金を調達しなければならないこととなり、よって利子率が上昇し、資本の流入を促すことになる。しかし、発明創造は概ね労働節約的であるとしても、その製品の需要の価格弾力性が大である保証はない。その場合、利子率の上昇を引き起こすことに至らず、資本の流入を促すところか、自ら資本を解放することも考えられ、資本が返って流出するかも知れないケースもあり得る。それと同じように、消費者の嗜好の変化により最終生産物に対する需要が拡大する場合でも、需要の拡大が価格の上昇につながるかどうかという問題がある。つまり需要の価格弾力性は、利子率がどのように変化するかの際の鍵となり、資本移動に影響を与える。

以上に述べたヌルクセ理論の問題点とその歴史的限界からすれば、ヌルクセの資本移動の原因についての利子率格差説は、今日の国際資本移動現象の解明には不十分である、と言わざるを得ないであろう。しかし、ヌルクセ以降も、国際資本移動の原因については基本的に利子率格差説を踏襲しており、資本の国際間移動は利子率の低い国から高い国へと流れる、というテーゼを定説として用いられている。その点については以下に展開する間接投資のフロー・アプローチやストック・アプローチ、直接投資の資本理論的アプローチで分析を加えよう。

2. フロー・アプローチとストック・アプローチの問題点

フロー・アプローチとストック・アプローチは主に債券・証券投資という国際資本移動現象の分析に用いられている。フロー・アプローチは、フローとしての資本移動量は2国間の利子率の格差によって決定されるとしている。その定式化としては

$$\Delta B = f(i_f - i_d) = f(\Delta i) \quad \text{①}$$

となる。ここで、 ΔB は1期間当たりの資本移動量、 i_f は外国の利子率、 i_d は自国の利子率、 Δi は期間中の両国の利子率格差。その場合、 Δi が正なら、 ΔB も正となり、外国への資本流出が行われ、 Δi が負なら、 ΔB も負となり、外国からの資本流入となる。 Δi が0なら、 ΔB も0となり、資本移動が停止することとなる。そして、 $f' > 0$ 、つまり、利子率の格差が拡大すれば、外国へ

の資本流出が増加し、利子率の格差が縮小すれば、外国への資本流出は減少する、こととなる。

式①でもわかるように、フロー・アプローチは明らかにヌルクセの利子率格差説を継承している。それによると、 ΔB は Δi に関する増加関数であり、外国の利子率が自国のそれより高ければ、資本が流出し、自国の利子率が外国のそれより高ければ、資本が流入する。そして $\Delta i=0$ ならば、 $\Delta B=0$ 、つまり、期間内に、2 国間の利子率格差が存在しなければ、フローとしての国際資本移動も見られないこととなる。従って、フロー・アプローチは「資本は利子率の高い国へ移動する」という結論に到達し、ヌルクセの「利子率が上昇する国」を除去したことと同時に、資本移動に対する利子率の変化の影響を完全に無視した。それに、フロー・アプローチは明らかにマクロレベルの分析であり、その結論は国際証券投資を行った各主体、つまりミクロ分析には適用できないことである。

ストック・アプローチのもっとも簡単な定式化として

$$B_d = g(r_d, r_f, \sigma_d, \sigma_f, Y_d, W_d) \quad (2)$$

である。ここで B_d は外国証券に対するストック需要である。 r_d, r_f は自国及び外国証券の収益率である。 r_d は自国利子率 i_d と直先スプレッドの和であり、 r_f は外国利子率 i_f と等しい（ここでは為替差損以外のキャピタル・ゲインを捨象する）。 σ_d, σ_f は自国及び外国の収益率の変動のリスクを表す変数で、通常、 r_d, r_f の標準偏差で測る。 Y_d, W_d は自国の所得及び総資産である。

この定式化によると、証券資産を保有する人々は収益率だけではなく、その収益が実現する確率にも強い関心を持ち、彼らの効用を効用関数 $U=U(r_d, r_f, \sigma_d, \sigma_f)$ に従って最大化するように資産選択を行うわけである。しかし、資産保有者がこの需要量 B_d を直ちに達成しようとするとは限らない。現実のストックとしての保有量とストックとしての需要量とが一致しない場合、この差を埋めるために証券の売買をせねばならず、それには一定の取引費用がかかる。この費用は上記の差を埋める調整スピードが大きいほど高い。また、資産保有者が外国証券の保有または売却と判断したとき、その判断してから実行に移すにも時間がかかる。この調整スピードの大きさによって、ストック・アプローチは均衡分析と不均衡分析に分かれる。

証券市場に需要と供給の乖離が存在することを前提とする不均衡分析の場合、その期の国際資本移動量は次のようになる。

$$\Delta B = k(B_d - \bar{B}) \quad (3)$$

ここで、 ΔB はその期に外国証券の保有高を調整する量を表す。資産保有者が実際の資産保有高 \bar{B} を望ましい水準 B_d に近づけるための調整スピードを k で表し、 k はある定数で、 $0 < k \leq 1$ である。

均衡分析の場合は、証券市場の需給の均衡を前提として、一定期間内に証券の保有量と需要量の差は瞬時に消滅するから、その期間内にストックの均衡が成立する。すなわち $B_d = \bar{B}$ で、不均衡分析で定義した国際資本移動量 ΔB はこの場合結局ゼロとなる。従って、ストック・アプローチの均衡分析における、期間内の国際資本移動量は次のように定義される。

$$\begin{aligned} \Delta B = & (\partial g / \partial r_d) \Delta r_d + (\partial g / \partial r_f) \Delta r_f + (\partial g / \partial \sigma_d) \Delta \sigma_d + \\ & + (\partial g / \partial \sigma_f) \Delta \sigma_f + (\partial g / \partial Y_d) \Delta Y_d + (\partial g / \partial W_d) \Delta W_d \end{aligned} \quad (4)$$

ストック・アプローチが国際資本移動の理論研究に対する貢献として、第一に、このアプローチの方法では、投資者あるいは資産保有者は証券の収益率だけではなく、資産保有のリスクも考

慮に入れたこと、そして、証券の収益率は単に利子率の問題だけではなく、為替差損も含めていることから、フロー・アプローチより実際の投資活動に近づいたといえよう。第二に、投資者の行動は効用関数 $U=U(r_d, r_f, \sigma_d, \sigma_f)$ に従って、効用の最大化を実現しようとしている。そのため、資産保有者が多種類の証券を保有することによってリスクを分散したり、収益率は低いけれどもリスクが少ない比較的安全な資産を保有したり、さらに、A国の人がB国の証券を保有したり、B国の人がA国の証券を保有する、いわゆる資本の国際間における双方向的な移動、などの現象についても一応の説明を与えている。第三に、それはフロー・アプローチとの重要な相違点でもあるが、フロー・アプローチでは、利子率の格差が存在する限り、永久に資本移動が続行されると考えるのに対して、ストック・アプローチの不均衡分析では、ストック需要と保有量が一致して、フローとしての資本移動は停止すると考えることである。つまり、利子率の格差が存在しても、 $B_d - \bar{B}$ がゼロであるかぎり、 ΔB がゼロになる。すなわち、資本は必ずしも利子率の高い国へ移動するとは限らないことを示した。第四に、ストック・アプローチの均衡分析でフローとしての資本移動量 ΔB を定義した④式によると、国際資本移動は利子率を含む収益率の変化、リスクや所得、資産の変化によって生じる。すなわち、利子率の格差があっても資本移動が起こるとは限らず、利子率格差の変化または利子率の変化によって資本移動が起こる。また、所得や資産の変化によっても、資本移動が起こるが、これは経済成長が国際資本移動をとまなうことを意味する。

ストック・アプローチは、「国際資本移動は各国証券の収益率の格差によって起こる」と結論している⁴⁾。しかし、資産保有の諸リスクを考慮に入れたとはいえ、そのリスクを収益率の実現する確率で数量化し、その標準偏差で測っている。また収益率についても、自国証券の収益率は自国利子率にその時点の為替差益である直先スプレッドを足すもので、外国証券の収益率は外国の利子率に等しい、と設定している。従って、ストック・アプローチ、とくにその不均衡分析において、資本移動に影響を与える諸要因として収益率とリスク、所得と資産をあげているが、その期間内の資本移動量、つまりフローとしての資本移動はフロー・アプローチの場合と同じく基本的に各利子率水準によって決まることとなる。そのほかに、収益にキャピタル・ゲインを捨象したことによって、投資活動における将来に対する期待や予測、確信などを取り入れていないことも問題点といえよう。実際の証券投資における収益率は、証券保有期間による利子収入と証券の購入一売却価格差との和を証券の購入価格で割って得た率である。従って、国際証券投資活動は為替変動、利子率変動、課税などの諸リスクを考慮した上で、投資が有利となるような期待及びその期待に対する強い確信のもとで行われている。そうすると、国際証券投資に使われている資本の収益率という概念は、将来にわたる期間についての予想と期待のもとで形成されるものであり、事前では決して確固たる値にはならないことである。よって、間接投資の場合、資本は「資本の予想収益率」の低い国から高い国へと流れていく、と修正しなければならないであろう。そのうえ、ストック・アプローチにおいて、ミクロレベルでの国際資本移動は投資者個人の効用関数の最大化を満たすために行われ、必ずしも収益率のいい証券に投資するとは限らないこと示した。そして、ストック・アプローチが導き出した資本が予想収益の高い国へ移動することは明らかにマクロレベルの結論である。

3, 直接投資に関する限界理論及びケインズのアプローチ

このアプローチは、企業が国内経済において通常行う実物資本の投資を説明する理論を応用している。その中にまた新古典派経済学の限界理論的アプローチとケインズ経済学の資本の限界効率アプローチに分けられる。

新古典派経済学の限界理論を用いて、直接投資の決定要因を分析する時、以下の方程式を用いて説明することができよう。

$$\pi_d = P_d \cdot F(K, L) - \omega_d \cdot L - r_d \cdot K \quad (5)$$

$$\pi_f = P_f \cdot F(K, L) - \omega_f \cdot L - r_f \cdot K \quad (6)$$

ここで π は粗利潤、 ω は賃金率、 r は利子率、 L は労働力、 K は資本である。添え字 d, f は本国と外国の別である。内外とも完全競争、そして労働力は同質ではないことを仮定するうえ、その他のコストとリスクを捨象し、投資者が一定の技術 $F(K, L)$ を用いて、本国か外国で投資することを選択する場合、利潤最大化の原則に従い、次の条件を満たすような K と L のインプットで生産する。

$$P_d \cdot F'_L = \omega_d \quad (7)$$

$$P_f \cdot F'_L = \omega_f \quad (8)$$

$$P_d \cdot F'_K = r_d \quad (9)$$

$$P_f \cdot F'_K = r_f \quad (10)$$

その場合、本国で利潤最大化を求める場合のインプットは K_d, L_d とし、外国で投資する場合のインプットは K_f, L_f としよう。そのとき、 $P_d \cdot F'_K, P_f \cdot F'_K$ は本国及び外国における資本の限界生産物の価値であり、資本に帰属すべき報酬率である。もし $r_f > r_d$ であれば、投資者は国内で資本を調達して海外に投資することとなろう。なぜかという、投資者は資本に帰属すべき報酬の $K_f \cdot r_f$ と実質に支払うべき資本のレンタル $K_f \cdot r_d$ との差である $K_f \cdot (r_d - r_f)$ を超過利潤として手にすることができるからである。しかし、資本の限界生産物の価値であれ、資本の報酬率であれ、すなわち利子率である。従って、直接投資の決定要因に関する限界理論的なアプローチは、結局、「資本は利子率の低い国から高い国へと移動する」という結論に至ってしまう。そのアプローチはミクロ分析から出発しているにも関わらず、実際の国際資本移動問題がミクロレベルでよく見られる双方向的資本移動を説明できないことが重大な問題点といえよう。

直接投資に関するケインズのアプローチは A, B 両国間の資本移動を次のように説明している。A 国における資本の限界効率が B 国のそれに低いと仮定する。その場合、同じ投資を行うにしても、A 国で投資するよりは B 国で投資した方が、投資者にとっては有利である。なぜならば、投資に必要とする実物資本の供給価格が同じであれば、A 国における資本の限界効率が B 国のそれより低いということは、つまり、この投資の予想超過収益は B 国の方が A 国より大きいということになるからである。従って、投資者は A 国よりは B 国で投資を行う。その投資者が A 国の人々または企業とすると、それは直接投資という形で、B 国にその資本を投下することになる。

従って、ケインズのアプローチの結論は、「資本はその限界効率の低い国から高い国へと移動する」、となっている。しかし、今日の直接投資、特に投資資金の調達方法は多様化を呈している。よって次節は上記の結論に修正を加えることにする。

三、国際資本移動と資本の限界効率

ケインズはその一般理論において、資本の本質は超過収益を求めることである¹⁰⁾と指摘する同時に、投資活動は資本の限界効率を利子率によって設定されている基準に引き下げるまで行われると分析した。その資本の限界効率は、投資した生産設備の全存続期間にわたる予想超過収益の年次系列（この場合、経常的減価償却は費用に含まない）の現在価値が現行の投資財供給価格に等しくする割引率である。ケインズの投資決定理論に従えば、資本はある産業に対して、その産業の限界効率が利子率と等しくなるまで投資が行われるか、あるいは他のより高い限界効率を持つ産業に移動するかであり、産業間の資本移動は全産業の限界効率がすべて利子率に等しくなるまで進行し、全産業の投資規模、つまり一国の投資規模が決定されるわけである。要するに、ケインズの投資決定理論において、利子率は与件とし、投資率あるいは資本形成規模は資本の限界効率の関数であり、限界効率が利子率に等しいところで投資規模が決定されることである。また、資本の限界効率は、投資財の供給価格と予想超過収益年次系列によって決定され、そして、その予想超過収益年次系列は売上高と税金などを含む諸コストや諸リスクに関する予想や期待、及びその予想と期待に対する確信の程度によって決定される、ということである。したがって、前節の直接投資に関する資本の限界効率アプローチでも見られたように、ケインズの投資決定理論を国際資本移動の原因分析に導入することによって、利子率格差説などの欠陥と限界が修正されうると期待できよう。

ケインズの投資決定理論の導入により、国際資本移動の原因は、資本輸出国ないし資本調達地における主な資本調達費用を決定する利子率と投資先における資本の限界効率との格差である、という結論が得られる。

ケインズの閉鎖経済における投資決定理論を開放経済に導入し、利子率と資本の限界効率の格差を国際資本移動の原因と見なすことが可能である主な理由として、第一、利潤指向的な国際資本移動は、その利潤指向故に、資本の国内産業間移動と同じ、超過収益を追求する本質は変わらないことである。

第二、ケインズの定義に従えば、資本の限界効率は投資財の供給価格と予想超過収益によって決定されることとなる。つまり、ケインズの投資決定理論や資本の限界効率概念はすべて生産投資に関するものである。したがって、前節で分析で見られるように、直接投資という形で現れる国際資本移動の原因を解明する場合、ケインズの投資決定理論は比較的導入しやすい。しかし、証券投資などの非実物投資に関しては、ケインズ本人はそれらの概念などを適用されていないことである。けれども、実際に、ケインズの投資決定理論は直接投資に関してだけでなく、間接投資の形で現れる国際資本移動についても対応できる。間接投資の場合、その投資資金は自己資金であれ、金融市場でファイナンスした資金であれ、すべて機会費用や利子費用が発生する。投資しようとする債券や証券に関する予想超過収益の年次系列をそれらの費用を決定する利子率で現在価値化すれば、当該債券・証券の需要価格が得られる。その予想超過収益年次系列の現在価値を当該債券・証券の供給価格に等しくする割引率はその債券・証券投資における資本の限界効率

である。需要価格が供給価格より高ければ、つまり証券投資資本の調達地の利率がその債券・証券投資における資本の限界効率より低ければ、その投資は実行に移されるであろう。この場合、間接投資に関する予想超過収益年次系列は、債券投資の場合はトータル確定利回りと売却額の和から、予想為替差損などのコストを引いたものであり、証券投資の場合は予想配当収益、場合によっては予想売却額も加算した額から、予想為替差損などのコストを引いたものである。

第三、ケインズの投資決定理論を国際資本移動の原因究明に導入する場合、利率格差説では説明できない投機現象についても対応できる。利率格差説は基本的に現行の利率・収益率、あるいは今までの利率・収益率の変化傾向を国際資本移動の決定要因としている。しかし、投機を目的とする国際資本移動は生産活動に伴う利潤収益、債券・証券をキープすることによる利率・配当収入を目的とする国際投資活動と違う側面がある。投機の場合、その殆どは短期間での債券・証券売却収益に期待している。したがって、たとえ投機先の利率が資本調達地の利率より高いとしても、やがて近いうちに投機先の利率が下がるであろう、と期待することができなければ、そしてその期待に関して強い確信を抱けなければ、投機という形の資本移動は行われなければならないはずであり、利率格差説などを用いては説明できない国際資本移動現象である。それに対して、ケインズの投資決定理論を用いると、投機という国際資本移動現象の原因を以下のように説明することができる。投機の場合、予想超過収益は投機対象となる債券・証券の予想売却価格（それは投機先の利率の変動に関する予測と関係している）と予想為替差損などのコストの差額である。その予想超過収益の現在価値を投機対象となる債券・証券の購入価格（供給価格）に等しくする割引率は投機における資本の限界効率である。その限界効率が投機資金調達地の利率より高ければ、当該債券・証券に対する投機は利益となる。その場合、投機先の利率が近いうちに下がるであろうという期待、そしてその下げ幅に関する予測、及びそれらの期待、予測に対する確信は、投機における資本の限界効率の値に重要な影響を与え、その限界効率が資本調達地の利率より高いか否かは、投機という形の国際資本移動を決定する¹¹⁾。

第四、ケインズの投資決定理論を直接投資の形で現れる国際資本移動の分析に導入すると、個別企業や産業による国際資本移動は、資本進出地投資産業の限界効率が資本調達地の利率より高いであるから、と解釈することができよう。投資先の資本の限界効率と投資資本調達地の利率の格差により、資本移動が引き起こされる、という考え方は国際資本の双方向的な移動に関してもはっきりした答えを与えている。特に同じ産業における資本の双方向的移動については、経営資源の非対称性により、各自の予想超過収益が違い、そして、それをもとに資本の限界効率も違う。さらに資本を調達する諸費用にも差があれば、その双方向的な国際資本移動は十分可能な現象であり、実際でもよく行われていることである。つまり、ケインズの資本の限界効率概念を国際資本移動の原因分析に導入することによって、ミクロレベルで国際資本移動の多様性と複雑性について説明できることである。

しかし、ケインズの投資決定理論を国際資本移動の原因分析に導入したとき、実証研究において、特に計量分析において、従来の利率格差説や利潤率・収益率格差説に比して、より重大な困難に直面していることも事実である。なぜならば、まず、資本の限界効率は投資に関する事前的な概念であり、利率や、事後的な利潤率のような比較的捕捉しやすいデータとは性質上根本的に違うことである。その上、資本の限界効率は将来に関する予測、期待といった人間の心

理的活動と大いに関係しており、その人間の心理的な側面を数量化することも相当に困難な作業であるからである。

また、ケインズの資本の限界効率概念と投資決定理論は、閉鎖体系の中で、ミクロレベルの企業投資行動とマクロレベルの一国の投資規模の両方を説明することはできます。それに比して、資本の限界効率概念を開放体系に導入することは、ミクロレベルの国際資本移動の原因説明にはかなり有用ではあるが、マクロレベルでの国際資本移動の原因説明には当面いくつかの困難が残っている。第一、資本の限界効率と密接に関連しているのは予想超過収益である。その予想超過収益は投資者により様々であるが、それを如何に合成するかの問題がある。第二、一国に対する資本移動は直接投資や証券投資、さらに直接投資の場合はいろいろな産業部門に分けられている場合が多い、それを如何にその国経済全体の投資の限界効率で説明するかも課題である。第三、資本の限界効率は投資に関する事前的な概念である。しかし、マクロレベルの国際資本移動は基本的に各ミクロレベルの資本移動のトータルの結果である。従って、この事後的なマクロレベルの国際資本移動の原因分析を事前的な概念で行うこと自体に疑問があることも否定できないであろう。

よって、ケインズ理論を国際資本移動の原因分析に導入することにより、先行諸研究に比べて、ミクロレベルで国際資本移動の各形態に適用できることが明らかになったが、今日までの研究成果と同様に、ミクロとマクロ両方で国際資本移動の原因を説明するには、まだ多くの課題が残っている、と指摘できよう。

四、終わりに一問題点と今後の課題

本考察は国際資本移動の原因について、ヌルクセの利子率格差説と間接投資のフロー・アプローチ及び直接投資の限界理論的アプローチにより引き出された利子率格差説、間接投資のストック・アプローチにより導かれた収益率格差説、そして、直接投資に関する資本の限界効率アプローチの結論としての限界効率格差説を検証してきた。さらに、本稿は資本の限界効率アプローチの結論を修正したうえ、経済的・利潤指向的・自発的な国際資本移動全般に適用しようと試みた。

第二節の分析でもわかるように、国際資本移動の原因について、それを資本の収益率と関連して展開することにせよ、あるいは資本の限界生産物や資本のレンタルと繋いで考察することにせよ、結果として、基本的に利子率格差という原因説に収斂してしまうことになる。しかし、実際の国際資本移動を観察すると、利子率格差説を用いては、双方向的な国際資本移動という実際に頻繁に現れている現象についてはとうてい説明できないことである。それは今日までの諸研究の欠陥とも言うべき、国際資本移動の原因究明において新たな説明変数を導入しなければならないことを示唆しているといえよう。

本考察は、資本の限界効率概念は実物投資以外の投資活動に対しても適応可能である、という拡大解釈のもとで、直接投資のほかに、間接投資など、とりわけ今日の国際資本移動に大きなウェートを占めている投機的資本移動も含めて、国際資本移動の原因に関する統一した理論仮説の提示を試みた。それによって、今日までの多くの理論モデルでは投資（投機）の諸リスクや諸コ

ストを考慮しないという問題点を回避可能にした。また、投資収益については予想超過収益の中に為替差損以外のキャピタル・ゲインを取り入れることも可能となった。そして、予想や期待などの要素を取り入れることにつれて、より現実の国際投資活動に近づけた、といえよう。さらに、双方向的な国際資本移動の原因についても明確な回答を示した。その点はストック・アプローチで用いられている各投資主体の効用関数の最大化による説明に比して、より現実的で、実際に捉えやすい考え方を提示した。

今後の課題として、マクロ及びミクロレベルの国際資本移動の原因に関する統一した理論モデルを目指して、ケインズの限界効率概念を用いてマクロレベルの国際資本移動の原因を分析する必要がある。

そして、理論の検証について、資本の限界効率に比して、確かに利子率は比較的捕捉しやすいマクロ経済指標であり、証券投資の分析や国際マクロ経済分析においては使い易い変数である。さらに新古典派理論研究のスタイルからにしても、理論モデルの一般化を図るための数理分析や、実証研究における計量分析においても、モデルの構築と回帰分析には便利であり、有用である。その意味で、利子率格差説、収益率格差説は計量分析で検証可能であるが、実際のデータによる検証に耐えうるかどうかは問題であろう。例えば、そのスタイルの研究においても、資本は限界生産力の高い方に流れることを実証することができなくなっている¹²⁾。それもまた、国際資本移動は利潤率・利子率格差のみによって生じる現象であるという理解では、現実の国際資本移動問題を把握できなくなることを示している、といえよう。

一方、資本の限界効率を用いた分析では、資本の限界効率という概念の特性により、それによって導かれた結論に対する検証は、具体的な事例や個案に基づいて行うことしかできないのも事実である。しかし、それとあって、現実の利潤率で資本の限界効率を代替して、計量分析モデルを構築するのも問題がある。その問題を解決するためには、まず資本の限界効率アプローチを定式化することが重要である。これらの問題点を今後の課題として、これからの研究に期しよう。

注

- 1) D. H. Robertson, "The Future of International Trade", in *Essays in Monetary Theory* (London, 1940), p. 214. American Economic Association's *Readings in the Theory of International Trade* (Philadelphia, 1949) に再録。ヌルクセが "Patterns of Trade and Development" (邦訳大畑弥七訳『外国貿易と経済発展』, ダイアモンド社, 1960年) において、ロバートソンの理論を発展し、貿易は既存の資源配分を改良する手段であると同時に成長伝達的手段でもあることを指摘し、貿易が成長のエンジンとしての役割を明らかにした。その分析に従えば、今日の国際資本移動もその二つの要素をかさねもっているから、国際資本移動も開発途上国経済成長のエンジンであるといえよう。
- 2) 『中国対外経済貿易統計年鑑』各年版, 中国対外経済貿易統計年鑑編集委員会, 中国社会科学出版社。または2001年6月29日読売新聞7版参照。
- 3) R・ヌルクセ著, G・ハーバラー編, 川村鑑男, 松永嘉夫, 大畑彌七, 渡辺行郎訳『世界経済の均衡と成長』, ダイアモンド社, 昭和42年12月, 第一章, p. 6.
- 4) 同上, p. 6。「生産的」という限定は明らかに投機を利潤指向的な国際資本移動から除外している。しかし、今日の国際資本移動における投機の問題は、その資本量の巨大さ及び世界経済に対する影響からすれば、国際資本移動の一般化理論の考察対象に加えるべきであろう。したがって、本稿は後に利潤指向的な国際資本移動を自発的・経済的な国際資本移動に限定し、考察する。

- 5) Dunning, J. H., "The Determinants of International Production", Oxford Econ. Pap., Vol. 25, 1973.
- 6) R・ヌルクセ著, G・ハーバラー編, 川村鎰男, 松永嘉夫, 大畑彌七, 渡辺行郎訳『世界経済の均衡と成長』, ダイヤモンド社, 昭和42年12月, 第一章, p.5.
- 7) 詳しくは増井光蔵, 傍島省三訳, 『国際資本移動論』, 日本評論社, 昭和13年, 第四章第一節, p.141—p.149参照。
- 8) R・ヌルクセ著, G・ハーバラー編, 川村鎰男, 松永嘉夫, 大畑彌七, 渡辺行郎訳『世界経済の均衡と成長』, ダイヤモンド社, 昭和42年12月, 第一章, p.7—p.8参照。
- 9) 資産選択理論の国際証券投資に関するもっとも簡単なモデルは P. B. Krugman, Maurice Obstfeld, "International Economics Theory and Police" 1997, Addison-Wesley Longman, 数学付録の第21章付録において提示されている。資産選択的アプローチの結論の詳しい数学的及び幾何学的導出についてはそれを参照せよ。
- 10) J・M・ケインズ著, 塩野九十九訳, 『雇用・利子および貨幣の一般理論』, 東洋経済新報社, 昭和46年4月, P239-243参照。ケインズは一般理論の第十六章「資本の性質に関する諸考察」の第二節の冒頭に, 「資本は, 生産的なものとして語るよりは, その存続期間を通じてその原価を超過した収益をもたらすものとして語る方がはるかに好ましい。」と指摘している。
- 11) 最近の投機は, 国債・社債, 企業の株証券, または一次産品に対するものに比して, 貨幣そのものに対する投機がより大きなウェイトを占めるようになってきている。その場合, 為替相場の変動に対する予測と期待はその場合の投機における予想超過収益に決定的な影響を与えている。
- 12) 荻野和則著, 『国際間資本移動と貿易政策論』, 文真堂, 1999年12月, 第二章第五節参照。

参 考 文 献

1. R・ヌルクセ著, G・ハーバラー編, 川村鎰男, 松永嘉夫, 大畑彌七, 渡辺行郎訳『世界経済の均衡と成長』, ダイヤモンド社, 昭和42年12月。
2. ラグナー・ヌルクセ著, 土屋六郎訳, 『後進諸国の資本形成』, 巖松堂, 1977年4月。
3. R・ヌルクセ著, 大畑彌七訳『外国貿易と経済発展』, ダイヤモンド社, 1960年。
4. R・ヌルクセ著, 増井光蔵, 傍島省三訳, 『国際資本移動論』, 日本評論社, 昭和13年。
5. J・M・ケインズ著, 塩野九十九訳, 『雇用・利子および貨幣の一般理論』, 東洋経済新報社, 昭和46年4月。
6. Dunning, J. H., "The Determinants of International Production", Oxford Econ. Pap., Vol. 25, 1973.
7. 蔣国慶, 焦方, 熊軍編著, 『国際投資』, 四川人民出版社, 1997年。
8. 何澤榮等著, 『中国国際収支研究』, 西南财经大学出版社, 1998年4月。
9. 荻野和則著, 『国際間資本移動と貿易政策論』, 文真堂, 1999年12月。
10. 高増明, 野口旭著, 『国際経済学 理論と現実』, ナカニシヤ出版, 1997年4月。
11. 渡辺太郎編, 『国際経済学』, 青林書院新社, 昭和52年8月。
12. 渡部福太郎著, 『入門国際経済学』, 三嶺書房, 1987年6月。
13. 館竜一郎, 建元正弘, 渡辺太郎, 渡部福太郎編, 『国際金融講座Ⅲ—国際投資』, 東洋経済出版社, 昭和51年1月。
14. 赤松要, 堀江薫雄, 名和統一, 大来佐武郎監修, 『講座国際経済第4巻 国際資本移動』有斐閣, 昭和37年2月。
15. 岩田勝雄編, 『21世紀の国際経済』, 新評論, 1997年3月。
16. P. B. Krugman, Maurice Obstfeld, "International Economics Theory and Police" 1997, Addison-Wesley Longman.
17. 『中国統計年鑑』各年版, 国家統計局編, 中国統計出版社。
18. 『中国対外経済貿易統計年鑑』各年版, 中国対外経済貿易統計年鑑編集委員会, 中国社会出版社。

19. C.P. キンドルバーガー著，長谷川聰哲訳，『国際資本移動論』，多賀出版，1991年12月。