論 説

# 国際通貨ヒエラルキーの概念からみる 途上国・新興国の対外債務の非対称性

木 村 秀 史\*

目次

はじめに

第1章:国際通貨ヒエラルキーと従属的な国際金融統合の概念

第1節:国際通貨ヒエラルキーと国際金融従属

第2節:従属性研究と金融化

第2章:新自由主義以降の対外債務の蓄積パターンの変容

第1節:途上国・新興国の対外債務の現状 第2節:対外債務の蓄積パターンの変容

第3章:国際通貨ヒエラルキーと対外債務の非対称性 第1節:対外債務の脆弱性とキャピタルフライト

第2節:マクロ経済政策の制約と硬直性

第4章:途上国・新興国にとっての金融グローバル化の意味

第1節:外国資本の必要性

第2節:国際資本移動規制の再強化

終わりに

# はじめに

本稿は、国際通貨ヒエラルキーの概念を用いて、通貨ヒエラルキーの下位に位置する途上国・新興国(Developing and Emerging Countries: DECs)の対外債務がもつ非対称的な性格を明らかにするものである。

近年,新自由主義に基づく国際金融システムの下で金融のグローバル化が進展してきた。多くの国々で国際資本移動規制が緩和され、民間の国際資本はより自由に国境を越えるようになった。しかし、国際資本フローの増加は、1997年のアジア通貨危機を皮切りに様々な問題を引き起こしてきた。

国際資本移動の自由化にかかわる問題のひとつが世界各国で蓄積する対外資産と対外債務である。ブレトンウッズ体制下では、これらの蓄積は基本的に経常取引の結果であった。しかし、資

<sup>\*</sup>國學院大學経済学部教授

本移動規制の緩和以降は、これに資本取引要因が加わり、グロスの対外資産および対外債務は大きく増加した。新自由主義に基づく資本移動の自由化は、対外資産と対外債務の規模の拡大だけではなく、蓄積形態をも変容させたのである。

対外債務にとって最も主要な関心事は今も昔もその支払い能力である。しかし、新自由主義政策が主流となる中で、DECsの対外債務にかかわる問題はより複雑化している。ひとつは、対外債務の脆弱性である。DECsの対外債務の蓄積は、裏を返せば国際投資家の対外資産の増加を意味する。対外債務が蓄積すればするほど、国際投資家による投資の引き上げ、すなわち将来の資本流出の可能性が高まり、かつ大規模になる。大規模な資本流出が生じれば、マクロ経済政策に多大な負担を強いることになり、通貨危機に発展する可能性もある。

いまひとつは、平時のマクロ経済政策に与える影響である。対外債務の蓄積は上述したような 短期の資本流出入、為替レートのボラティリティといった潜在的なリスクを抱えることを意味す る。DECsでは、これらを安定化するために金融政策や為替政策で対応するため、国内の経済調 整は後回しにならざるをえない。このように新自由主義政策による自由な国際資本移動は、対外 債務の性格を変容させ、事態をより複雑にしているのみならず、それらのコントロールを難しい ものにしている。

本稿は、こうした新たな事態に対して、その性格や構造を分析し、問題の根源がどこにあるのかを明らかにするものである。これらの問題分析にあたって、ポストケインジアンを中心に異端派経済学の領域で重要視されている国際通貨ヒエラルキーの概念を用いる。これは、国際通貨システムにおいて、各国通貨にはヒエラルキーに基づく階層性が存在しており、その階層のどのポジションに位置づけられるのかによって、経済的な影響が異なるという概念である。DECsの通貨の多くは、ヒエラルキーの下位のポジションに位置づけられる。当然のことながら、ヒエラルキーの最上位は米ドルであり、様々な国際通貨国特権を享受できる立場にある。

この概念に基づいて、多くの異端派経済学者たちが様々な角度からグローバル経済に対する批判的な分析を試みている。彼らに共通している見解は、DECsの通貨が国際通貨ヒエラルキーの下位のポジション「従属的なポジション」に位置づけられるため、非対称的な不利益を被っているという点にある。

本稿では、各国の対外債務は非対称的であると考えている。同じ対外債務であっても、国際通貨ヒエラルキーのどのポジションに位置づけられるかによって、その影響が大きく異なるからである。したがって、本稿の目的は、新自由主義以降に変容した DECs の対外債務の非対称的な性格を国際通貨ヒエラルキーの概念に基づいて明らかにすることにある。同様の概念を用いてDECs を分析する異端派経済学者たちの研究において、対外債務の性格そのものにより深くフォーカスしたものは少ないといわざるをえない。本稿の貢献はこの点にあると考えられる。なお、本稿はあくまで概念的な整理を行うことを主な目的としており、実証的な検証は今後の課題としている。

本稿の構成は以下のとおりである。第1章では国際通貨ヒエラルキーの概念を説明し、それに 関連する先行研究をフォローする。第2章では DECs 対外債務の現状と新自由主義以降の蓄積 パターンがどのように変化したのかについて明らかにする。第3章では DECs の対外債務がも つ非対称的な性格について、対外脆弱性とマクロ経済政策の制約の2つの観点から明らかにする。 最後の第4章ではDECsによる外国資本への依存が不要であることを指摘した上で、国際資本 移動規制の再強化について検討する。

第1章:国際通貨ヒエラルキーと従属的な国際金融統合の概念

#### 第1節:国際通貨ヒエラルキーと国際金融従属

国際通貨ヒエラルキーは、主に国際政治経済学、ポストケインジアン、マルクス政治経済学による国際通貨分析の基本的な概念である(Kaltenbrunner and Painceira, 2018)。とりわけ DECs を対象とするものでは、ポストケインジアンの文献が多い。国際通貨ヒエラルキーは必ずしも統一された見方があるわけではないが、流動性プレミアムを通じて理解される場合が多い。流動性が高い通貨は流動性プレミアムが高く、通貨ヒエラルキーの上位に位置づけられる。逆に、流動性の低い通貨はヒエラルキーの下位に位置づけられ、DECs の通貨はここに分類される。流動性プレミアムが高い通貨は国際投資家に選好されやすいため、国際金融市場で不可確実性が高まっているような局面では、こういった通貨の需要が高まる。需要が低い低流動性通貨は、金利や為替レートからのリターンを高めることで、流動性のギャップを埋め合わせる必要がある(Fritz, Paula and Prates, 2022)。つまり、ヒエラルキー下位の DECs の通貨が需要されるには、相対的高金利の維持や為替レートの上昇期待などが必要である。

通貨ヒエラルキーの下位のポジションに位置づけられることは、DECs にとってどのような意味を持つのだろうか。Bortz and Kaltenbrunner (2018) によると 4 つの側面があるという。 1 つは高金利である。流動性プレミアムの低い通貨への需要を満たすためにはそれを埋め合わせる高金利が必要である。 2 つ目は、ボラタイルな資本フローである。国際投資家は低ヒエラルキーの通貨に対して長期投資よりも短期投資を選好するため、資本フローが短期化し、当該国の対外脆弱性を高める。 3 つ目は、外貨建て債務の脆弱性である。DECs の大企業は主に外貨建て借り入れを増やしてきたが、為替リスクを負うだけではなく、国際金融市場のルールと規制を受け入れ、それに従うことを余儀なくされる。そもそも自国通貨建て対外借り入れが難しいのもヒエラルキーが低いことに起因する。 4 つ目は、準備資産の必要性と不均等発展である。ボラティリティの高いマクロ経済変数への対応として民間企業や中央銀行は準備資産を保有せざるをえない。同時に、こうしたボラティリティが生産的な投資の決定に悪影響を与え、不均等発展をもたらしている。これらのことからわかるように、DECs は通貨ヒエラルキーが低いことによって様々な非対称的な不利益を被り、逆に高ヒエラルキー通貨国は特権や利益を享受している。

DECs でこのような不利益が生じているのは、通貨ヒエラルキーが下位であるにもかかわらず、国際金融市場に統合されたためである。国際金融市場への統合、すなわち国際資本移動の自由化は新自由主義のイデオロギーの下でこの30年で大きく進められてきた。これを推進してきたのは主に IMF、世界銀行である。民間の国際金融機関もまた自らの利益のためにこれを支持した。民間の金融機関は、資本移動が自由化されれば、途上国へのファイナンスによって収益機会を広げることができ、さらに現地に直接進出することもできる。

こうした資本移動自由化政策の理論的なバックボーンとなったのは新古典派。すなわち主流派

経済学であり、おおよそ次のようなものである。国際資本移動が自由化された世界では、資本は相対的に資本不足で期待リターンの高い途上国に流れ込む。こうして、発展途上の国々の資本不足を埋め合わせることができる。また、ファイナンスされることで国際収支の天井への対処が可能となり、外国金融機関との競争によって国内の金融システムが効率化する(Painceira, 2009)。こうした背景の中で DECs は国際金融市場に統合され、産業基盤や金融市場が未成熟なまま国際資本に翻弄されることになった。

DECs の国内金融市場と国際金融市場との統合は、決して対等な関係ではない。通貨ヒエラルキーと同様、国際金融市場への統合も下位のポジション、すなわち従属的な地位に置かれることになる。国際金融従属(International Financial Subordination: IFS)は、このような傾向を分析するための、より包括的な概念である(Arami et al. 2022)。これは DECs の通貨・金融システムの従属性研究に関して、従属理論、ポスト・ケインズ経済学、マルクス政治経済学の異端派経済学の連携強化と、そのための学際的分析ツールとして提案されたものである。国際通貨ヒエラルキーの概念もここに含まれており、重要な概念の1つとして認識されている。

IFSの概念は、それぞれの学派によって細部の見解は異なるものの、共通認識をベースにして組み立てられている点が特徴的である。異端派経済学は、共通認識として、階層化されたグローバル経済の中でヒエラルキーの下位に位置づけられる周辺の国々は、少なからず経済的な不利益を被っていると考えている。したがって、このような非対称的で不均等な発展をいかにして是正すべきか、というのが重要な論点となっている。

近年、DECs は資源ブームやグローバルサプライチェーンの一翼を担うことによって先進国を上回る高い経済成長率を実現してきた。その一方で、国際通貨・国際金融のレベルでは低ヒエラルキーから生じる従属関係を変えるには至っていない。GDP のような実体経済の規模だけでは、これらの非対称的な構造はみえてこないのである。それゆえに、異端派経済学が IFS のような学際的かつ包括的な概念を示したことは、この領域の研究にとって重要な意義をもつ。

#### 第2節:従属性研究と金融化

国際通貨ヒエラルキーや国際金融統合の従属性の概念に基づく研究は、しばしば DECs の金融化(Financialization)の分析に結びついている。ヒエラルキーや従属性に基づく非対称的な性質が、国内経済の金融化に関係しているとの見方である。金融化とは、生産の領域が収益性や生産性の問題に直面する中で、貨幣の領域が急速に拡大することである(Lapavitsas, 2009)。ただし、金融化は、金融自由化と金融グローバリゼーションとは明確に区別する必要がある。金融自由化と金融グローバリゼーションは主に主流派経済学者によって政策的意味を含むものとして使われており、一方、金融化は政治経済学者やその他の社会科学者によってネガティブな現象を意味する社会的・経済的プロセスとして認識されている(Lapavitsas and Soydan, 2020)。したがって、金融化は先進国、途上国を問わず、様々な部面で各国経済にネガティブな影響を与えるものとして捉えられている。

先進国の金融化は、基本的に国内要因によるところが大きい。その一方で、DECs が近年直面している金融化は、先進国のパターンとは明らかに異なる。国際資本移動の自由化のような国際的な側面が大きく関係しているからである。このことは大きな問題を孕んでいる。産業の成熟化

や産業構造の変容などによる自然なシフトではなく、先進国や国際金融市場の都合によって強制的に起こりうる金融化だからである。この場合、製造業などの生産基盤が未成熟なまま、金融化が進むことになる。以下では、ポストケインジアンやマルクス経済学の視点からこうした問題にアプローチしている先行研究を概観する。

Kaltenbrunner and Painceira (2018) は、国際通貨システムにおける通貨の低ヒエラルキーと 従属的な金融統合が国内の経済主体の金融行動と金融システムの構造にどのような変化を与えて きたのかをブラジルを事例に分析している。世界金融危機以降にブラジルに大規模に流入した国際資本により中央銀行は不胎化介入を余儀なくされ、その結果、銀行は多くの短期債を手に入れた。銀行部門は、それを担保に短期資金を調達するようになり、銀行取引の短期化につながった。結果的に、製造業向けの長期信用よりも家計部門への短期信用が大きく増加した。このようにブラジルの家計部門が金融化の動きに巻き込まれたことは、通貨ヒエラルキーや従属的金融統合による国際的な部面が関係していると結論づけている。

南アフリカの非金融企業の早すぎる脱工業化と経済の停滞は金融化によるものであるとの指摘もある(Andreoni, Robb and Huellen, 2023)。本稿に関連してとくに重要だと思われる点は、中所得国企業の従属的な立場により、国内で生み出された価値がしばしば海外に流出することである。中所得国の企業は高所得国に本社を置く企業に比べてリスクが高いと考えられているため、海外の資本を引き付けるには(株価を維持するため、あるいは債券での資金調達を容易にするため)、業績とは無関係に高配当や高金利を維持しなければならない。またさらにドル建て借り入れの為替リスクを下げるために低利回りの米国債に投資するので、その金利差は常に先進国への価値の流出となる。これも DECs の国際金融統合の顕著な弊害である。

Painceira(2009)によると、2000年以降の途上国の金融化における最も重要な側面は、国際資本移動と外貨準備の増加にあるという。海外からの流入資本が生産的な投資に投下されるのではなく、外貨準備の蓄積に回っているためである。為替レートの安定や潜在的な資本流出を防ぐ目的で為替介入が行われ、それによって取得されたドルは米国債へと向かい、米国の長期金利の低下につながっている。また、介入は不胎化され、その過程で国内の公的債務の増加にも結びついた。しかし、それら公的債務の利回りは米国債の利回りよりも高く、その差額分のコストを払い続けることになる。金融化と資本移動自由化の背景の中で準世界貨幣(Quasi-world-money)を発行することは、豊かな国が貧しい国から価値を収奪する国際的なメカニズムであり、この意味で途上国の外貨準備の蓄積は搾取のプロセスであるとしている。

Lapavitsas (2009) は、途上国の金融化を国際的な現象としてとらえ、その国際金融化こそが途上国の国内経済に影響を与え、金融化に結びついたとしている(とくに中所得国で)。世界金融危機の後、DECs では大規模な国際資本の流入に対し為替介入を余儀なくされ、それによって外貨準備と不胎化債券の発行が増加した。急増した不胎化債の発行は、国内債券市場の育成に結びつき、金融化を促した。また、資本移動規制の緩和は先進国の銀行の海外進出を容易にし、現地の企業や家計に対し金融サービスを提供し始めた。これによりとくに影響を受けたのは個人である。いくつかの途上国では、住宅ローンやクレジットカードなど、個人への金融関連サービスの顕著な増加がみられる。このように、国際金融化は国内の家計部門にまで及んでいる。個人の所得は金融収益に転化され、国内の購買力の潜在的低下に寄与し、社会的コストを高めている。

以上のように、DECs が直面している金融化は、国内政策として展開されたものでなければ、必要性に応じたものでもない。あくまで、新自由主義政策に基づく国際金融市場への従属的な統合によるものである。それゆえに、DECs は早すぎる家計の金融化や成熟前の脱工業化といった経済的な不利益や負担を受け入れざるをえない立場にある。

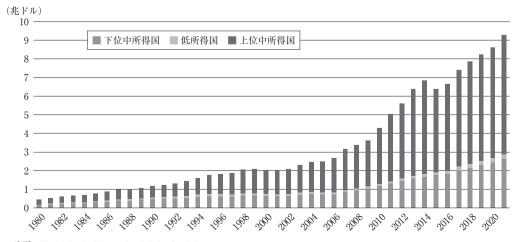
さて、本稿のテーマである DECs による対外債務の蓄積も金融化の一側面であるといえよう。 国際金融市場との統合こそが対外債務の形成を容易にし、国内の金融化に結びついているからで ある。逆に、金融化そのものが国内経済主体の金融指向的な行動につながり、対外債務の蓄積を 促してきた側面もある。

# 第2章:新自由主義以降の対外債務の蓄積パターンの変容

#### 第1節:途上国・新興国の対外債務の現状

最初に、1980年代以降の DECs の対外債務の規模を確認しておこう。DECs は、世界銀行による1人当たり GNI の所得区分に従って3つの区分に分類できる。上位中所得国は中国、ブラジル、南アフリカ、タイ、マレーシア、アルゼンチン、メキシコ、トルコ、セルビア、ロシアなどの、いわゆる新興国である。下位中所得国はインド、インドネシア、ベトナム、フィリピン、イラン、ウクライナ、エジプト、ナイジェリアなどの国々である。低所得国は主にサブサハラ地域の多くの国々やアフガニスタン、イエメンなどである。

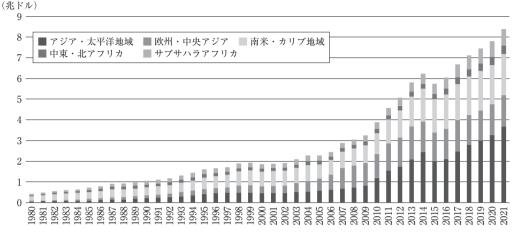
DECs の対外債務は世界金融危機を境に加速度的に増えており、わずか10年程度で3倍以上に膨れ上がっている(図表1)。所得区分別でみてみると、上位中所得国(主に新興国)の増加が顕著である。この背景には、世界金融危機以降の大規模なキャリートレードと新興国の堅調な経済成長がある。先進国による大規模な金融緩和は、裁定取引をねらったキャリートレードを増やした。加えて、国際資本の一部は利回りが高く堅調な成長を続ける新興国に流れ込み、対外債務の



図表1 途上国・新興国の対外債務総額(所得区分別)

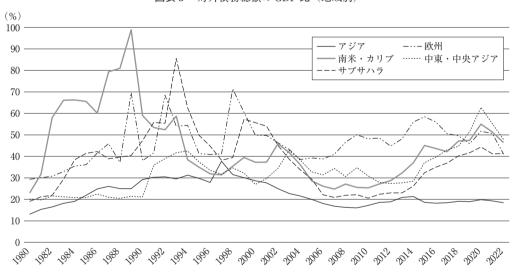
出所: World Bank, International Debt Statistics.

図表2 途上国・新興国の対外債務総額(地域別)



出所: World Bank, International Debt Statistics.

図表3 対外債務総額の GDP 比 (地域別)



出所: IMF, World Economic Outlook Database, October 2023.

# 増加に結びついた。

この点は、地域別対外債務をみても明らかである(図表2)。上位中所得国の対外債務の急激な増加は主にアジア地域主導によるもので、高成長を続ける中国などのアジア諸国に資本が流れ込んでいることを意味している。また、この時期、エネルギー資源や鉱物資源などの一次産品の値上がりもあり、国際資本は南アフリカやブラジルなどの資源国にも向かった。こうした背景の中で、DECsの対外債務は大きく拡大したのである。

債務の負担度がわかる対外債務(対 GDP 比)をみてみると、その傾向は地域によって異なる (図表3)。高成長を続けるアジア地域は長期で安定しており、この20年間で債務の支払い能力に 大きな変化はない。しかし、その他の地域では2014年ごろを境に再び拡大傾向に転じており、と

りわけ南米、中東・中央アジア、サブサハラでは顕著な増加がみられる。

個別国の債務状況にも目を向けると、債務再編の件数は枚挙にいとまがない。新型コロナウィルスが流行した2020年には、パリクラブで合意された債務再編の件数は突出しており、アフリカを中心とする低所得国で多くの債務再編が行われた(経済産業省、2023)。また、最近では2022年にスリランカが対外債務デフォルトに陥り、日本を中心とした債務再編協議が続けられている。

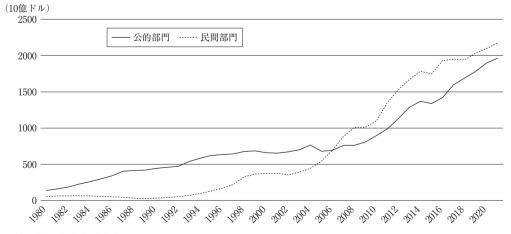
#### 第2節:対外債務の蓄積パターンの変容

前節では DECs の対外債務の量的な側面を確認した。本節では、質的な側面にも着目してみたい。資金を調達する側の DECs の民間部門と投資する側の国際投資家の両面から、その変化を探っていく。

対外債務はマクロ的にみれば基本的に2つのパターンで形成される。ひとつは経常取引の結果であり、もうひとつは資本取引の結果である。新自由主義政策が広がる以前のブレトンウッズ体制下では国際資本移動が制限されていたため、対外債務の蓄積は主に経常収支や政府・国際機関などの公的な貸し付けの結果であった。しかし、資本移動が自由化される金融グローバル化の時代に入ると、先進国の金融緩和による過剰資本も相まって、民間の資本取引が対外債務の形成に大きな影響力を持つようになった。

DECs では国内民間部門の対外資本取引が増加し、資本自由化の動きに少なからず巻き込まれた。DECs 国内の民間アクターと国際金融市場はかなり接近し、家計部門ですら外貨建ての借り入れを増やすようになった(Bonizzi, Kaltenbrunner and Powell, 2019)。

この点をデータで確認すると、DECs の対外債務の部門構成において民間部門が増加していることがわかる(図表4・5・6)。上位中所得国では世界金融危機を境に民間部門の対外債務が急増し、ついには公的部門を上回るようになった。国内の民間アクターが国際金融市場から積極的に資金を取り入れている様子がうかがえる。下位中所得国や低所得国でも同様の動きが広がっているが、とりわけ驚くべきは低所得国の民間部門であろう。低所得国の民間部門は、通常、最も

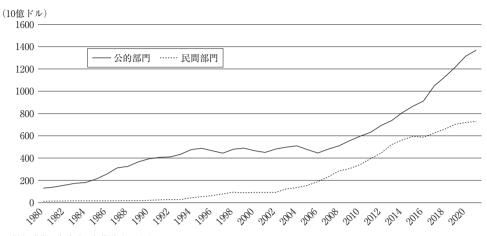


図表4 部門別の対外債務(上位中所得国)

(注)満期1年未満の短期債務は除く。

出所: World Bank, International Debt Statistics.

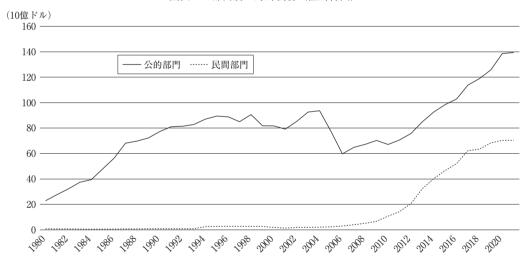
図表5 部門別の対外債務(下位中所得国)



(注)満期1年未満の短期債務は除く。

出所: World Bank, International Debt Statistics.

図表6 部門別の対外債務(低所得国)



(注)満期1年未満の短期債務は除く。

出所: World Bank, International Debt Statistics.

リスクの高いセクターとみなされるはずであるが、それでも国際金融市場からの資金調達を増やしている。世界金融危機は、DECsの民間部門の国際金融市場との統合が強まったという点で、ひとつの大きな転換点であるといえよう。

DECs の民間部門が対外資金調達を増やしているのは、キャリートレードの影響もある。国内 投資家は国際金融市場から低利の外貨資金を積極的に調達し、それを国内で高利回りで運用して いる(Lapavitsas, 2009)。DECs の通貨は低ヒエラルキーであるため、先進国の通貨よりも高金利 である。この構造を利用するキャリートレードは、国際投資家のみならず国内投資家にとっても 利ザヤ獲得の機会となっている。

こうした DECs の民間部門の外貨債務への依存傾向は、低ヒエラルキー通貨であることが原

因でより強固なものとなっている。金利の高い国内調達よりも金利の低い外貨調達を選好するインセンティブが国内の経済アクターに働くからである。DECs で外貨債務が多いのは、たんに自国通貨建てでの対外借り入れが難しいからという理由だけではなく、借りる側にも外貨調達を指向する理由があるということである。この背景には通貨ヒエラルキーの違いによる金利差があるため、DECs の外貨建て対外債務への依存傾向を変えるのは容易ではない。

DECs に投資する国際投資家側にも大きな変化があった。彼らは現地通貨建て資産に投資するようになり、株式、デリバティブ、通貨などで主に短期的なキャピタルゲインをねらった投資を増やしている(Bortz and Kaltenbrunner, 2018)。また、国際投資家は現地通貨建て公債への投資も増やしている。これにより、新興国政府の対外債務の為替リスクは低下しているといえるが、これらは主に短期債であるため、公的部門のマチュリティミスマッチはむしろ拡大している(Fritz, Paula and Prates, 2022)。このように、国際投資家による DECs への証券投資は増加しており、伝統的な国際銀行取引は相対的に縮小傾向にある。

まとめると、DECsの対外債務形成において民間部門の影響力が増していること、そして国際 投資家のDECsへの投資は、現地通貨化、短期化、証券化の傾向があることが指摘できる (DECsからみれば対外債務の自国通貨化、短期化、証券化の傾向)。

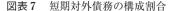
# 第3章:国際通貨ヒエラルキーと対外債務の非対称性

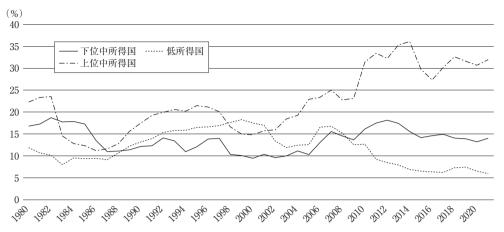
本章では、次の2つの論点から、DECsの対外債務構造が国内経済にどのような不利益を与えているのかを明らかにしつつ、それが高ヒエラルキー通貨国に比べて著しく非対称的であることを示す。1つ目は、対外債務の構造が資本逃避のリスクをどう高めているのかという点である。2つ目は、対外債務によってマクロ経済政策がどのように制約されているのかという点である。

# 第1節:対外債務の脆弱性とキャピタルフライト

対外債務の蓄積は将来の潜在的な資本逃避のリスクを高める。これは国際資本移動が自由化されている限り避けることのできない問題である。とくに短期対外債務は資本逃避のリスクが高い脆弱な債務である。実際に短期対外債務の構成割合をみてみると、2000年代以降の上位中所得国で顕著に上昇していることがわかる(図表7)。ただし、これは満期1年以内の債務で構成されているので、例えば国際投資家が長期債券や株式を流通市場で短期売買するようなものも含めると実際の短期取引はより多いと考えられる。前章でも指摘したように、キャリートレードや国際投資家によるDECsへの短期投資が増加傾向にあることも考慮すると、DECsの対外債務は短期化の傾向にあり、キャピタルフライトの潜在的なリスクは高まっている。

次に、外貨建てと自国通貨建で対外債務の資本逃避のリスクの違いについて考えてみたい。一般的には、DECs では自国通貨建て対外債務を負うことができないから問題だといわれることが多い。確かに、外貨債務は為替リスクを負わなければならないという点で、極めて脆弱な債務である。実際のところ、DECs では対外債務の多くが外貨建てである。しかし、前章でも指摘したように、とくに新興国で自国通貨建て対外債務が増加傾向にあることもまた事実である。ここで、





(注)満期1年未満の対外債務。

出所: World Bank, International Debt Statistics.

各国の対外債務の外貨建で比率をみてみよう(図表 8)。最も比率が小さい米国やユーロ圏を中心とする先進国グループ, $6 \sim 7$ 割の新興国を中心とするグループ,そして 8割以上の途上国を中心とするグループの 3つに分けられる。このことから,新興国グループは自国通貨建て対外債務比率が  $3 \sim 4$ 割であるため,その分の為替リスクがなくなって脆弱性が補完されると考えられるかもしれないが,事態はそれほど単純ではない。以下では,たとえ自国通貨建て対外債務であっても通貨ヒエラルキーが低位のポジションである限り,その脆弱性に変わりはないことを示す。

DECs の自国通貨建で対外債務の増加は、裏を返せば国際投資家が現地通貨のボラタイルな為替リスクを引き受けることを意味している。この場合、先進国通貨(主にドル)で調達して現地通貨に投資するので、国際投資家にはカレンシーミスマッチが生じる。リスクに敏感な国際投資家は、国際金融市場のコンディションが変化した場合、真っ先にこれら高リスク資産を売却することになる。したがって、自国通貨建て対外債務は DECs からしてみれば資本逃避の可能性が最も高い債務であり、大規模なキャピタルフライトに発展する可能性を秘めている。いうまでもなく、これは自国経済のファンダメンタルズとは無関係に起こりうる。

DECs の通貨への需要が小さいことも、自国通貨建て対外債務を脆弱にする一因となっている。 Kaltenbrunner and Painceira (2018) は、新興国の通貨を「金融化された投資通貨」と呼んでおり、このような通貨は米ドルと異なり潜在的な減価圧力があり、国際金融市場が混乱すれば急激な価値の喪失につながる。このような潜在的な減価圧力は国際投資家による現地通貨投資の長期化を躊躇させ、調達通貨としての使用を妨げるため、国際通貨ヒエラルキーの下位のポジションをより強固にしているという。

低ヒエラルキー通貨は調達通貨としての機能が限定的であり、投資通貨としての役割しか果たしていない。つまり、低ヒエラルキー通貨の需要は投資通貨需要に大きく依存していることになる。国際投資家による資本逃避にさらされた場合、それをカバーする通貨需要が他にないため一方向に振れやすく、通貨価値が下落しやすい。

一方、通貨ヒエラルキー最上位の米国は世界最大の対外債務を抱えるが、状況は全く異なる。

図表 8 外貨建て対外債務の割合

国 名	割合
スロバキア (ユーロ圏・高所得国)	1.8%
クロアチア (ユーロ圏・高所得国)	5.4%
アメリカ (高所得国)	6.2%
リトアニア (ユーロ圏・高所得国)	9.3%
ドイツ (ユーロ圏・高所得国)	14.9%
フィンランド (ユーロ圏・高所得国)	32.5%
ニュージーランド (高所得国)	40.0%
南アフリカ (上位中所得国)	57.3%
チェコ (高所得国)	59.7%
メキシコ (上位中所得国)	62.8%
ポーランド (高所得国)	67.3%
タイ (上位中所得国)	68.2%
スイス (高所得国)	68.2%
韓国(高所得国)	68.5%
ロシア (上位中所得国)	69.3%
インド (下位中所得国)	69.6%
カナダ (高所得国)	69.6%
ブラジル (上位中所得国)	73.7%
ルーマニア (高所得国)	83.1%
ハンガリー (高所得国)	83.7%
カザフスタン (上位中所得国)	84.7%
ジョージア (上位中所得国)	88.7%
ブルガリア (上位中所得国)	91.5%
ウルグアイ (高所得国)	92.0%
チリ (高所得国)	92.0%
トルコ (上位中所得国)	96.0%
フィリピン (下位中所得国)	97.1%
コロンビア (上位中所得国)	97.6%
アルゼンチン (上位中所得国)	98.0%
ウクライナ (下位中所得国)	98.4%
スリランカ (下位中所得国)	99.0%
キルギス (下位中所得国)	99.0%
モルドバ (上位中所得国)	99.2%
ペルー (上位中所得国)	99.3%
北マケドニア (上位中所得国)	99.4%
モンゴル (下位中所得国)	99.7%

(注) 2023年第2四半期時点。データが抽出できる国のみ掲載。出所: World Bank, Quarterly External Debt Statistics SDDS.

対外債務の大半が自国通貨建てなので為替リスクを負わない,返済原資における外貨制約がないという点では低ヒエラルキー通貨国の自国通貨建て対外債務と同じである。しかし、米ドルは投資通貨であると同時に調達通貨でもあるため、常に一定のドル需要(資本流入)が見込め、大規模なキャピタルフライトは起こりにくい。実際に、世界金融危機は米国発の金融危機であったにもかかわらず、ドル需要はむしろ高まり為替レートは上昇した。ヒエラルキーが上位の通貨には調達通貨としての需要が常に存在するため、通貨価値が安定しやすい。

以上のことからわかるように、同じ自国通貨建で対外債務であっても通貨ヒエラルキーが異なれば、キャピタルフライトに対する脆弱性も大きく異なる。結局のところ、DECs の対外債務は外貨建でであろうが自国通貨建でであろうが脆弱であることに変わりはなく、この点に通貨ヒエラルキーに基づく対外債務の非対称性がみられるのである。

#### 第2節:マクロ経済政策の制約と硬直性

対外債務の非対称性は、平時のマクロ経済政策上の政策余地の違いにも表れる。低ヒエラルキー通貨国は対外債務の蓄積によってマクロ経済政策が制限されるため、経済政策・産業政策において不利な立場に置かれている。そして、これは平時の政策に影響を与え続けるため、経済の不均等発展に影響を与えている可能性が高い。

まず前提として、DECs では為替レートの安定は極めて重要であり、それをコントロールするため金利政策に依存する傾向が強いことを指摘しておかねばならない。金融政策を為替レートの調整に用いる理由は主に以下の3つである。第1に、DECs では為替レートのボラティリティが高く、為替のパススルー率も高いため、国内の物価安定には為替レートの安定が欠かせない。第2に、民間部門に対する与信の比率が低く、そもそも金融政策の信用チャネルがあまり効果的ではない。第3に、資本市場が未成熟であるため資産効果に乏しく、金利が与える資産価格への影響が重要視されない(Paula、Fritz and Prates、2017)。したがって、DECs の多くは、為替レートに十分配慮しながら金融政策を実施し、物価の安定を目指さなければならない。

DECs が金融政策で為替レートをコントロールしようとする場合、高ヒエラルキー通貨の金利に一定程度上乗せする必要がある。言い換えると、低流動性通貨に金利を上乗せすることで需要を維持しなければならない。国際金融市場のコンディションの変化によって資本流出圧力が高まる場合、金利をさらに引き上げることになる。このことからわかるように、低ヒエラルキー通貨国は、高ヒエラルキー通貨国の金利水準や国際金融市場のコンディションといった国内経済のファンダメンタルズとは無関係な要因に対して受動的に金利を決定せざるをえない立場にある。つまり、自立的な金融政策は著しく制約されることになる。

さらに、対外債務に起因する制約要因も加わって事態はより複雑化する。外貨建て債務の返済 負担の増大を避けるために為替安定と高金利を維持しなければならないからである。外貨建て対 外債務は、為替レートの変動によって自国通貨での評価額が変わる。為替レートが下落した場合、 国内通貨で収入を得る経済アクターの債務負担は実質的に増加し、信用不安が高まる。これは、 政府、金融機関、企業、個人に至るまで外貨建てで債務を持つすべてのアクターに同じ影響を及 ぼす。第2章でみたように、DECs では対外債務の構成が公的部門から民間部門にも広がってお り、為替下落が与える影響の範囲は全てのセクターに及んでいる。 以上のことから、外貨建て債務への依存が強ければ強いほど、為替レートの安定が求められ、かつ金利の引き下げも難しくなる。実際、DECsの対外債務は外貨建てが半分以上を占めており、通貨ヒエラルキーがより下位の国々ではその大半が外貨建てである(前掲の図表8)。このような外貨建て対外債務の存在によって、為替政策の柔軟な運用は妨げられ、相対的高金利はより構造化・硬直化する。こうした制約や硬直性は、為替政策や金利政策の状況に応じた柔軟な運用を困難にし、さらにボラタイルな為替レートも加わって、生産的投資のためのマクロ経済環境の構築を長期にわたって難しくする。あるいは、これらのコントロール自体が困難であるか、政治的に無視されるのであれば、為替下落がもたらす高インフレと債務拡大で国内経済が疲弊することになる。

一方,高ヒエラルキー通貨国のアメリカは世界最大の対外債務を抱えながらも、その大半が自 国通貨建てなので為替レートの影響を受けない。また、高ヒエラルキー通貨であるドルは調達通 貨でもあるため、常に一定程度需要され、金利低下による為替レートへの影響は限定的である。 このため、対外的側面は金利決定に影響を与えず、金融政策は完全に自立している(投資通貨と してのみ需要される低ヒエラルキー通貨とは異なる)。さらに、投資通貨としてのドル需要は米国債投 資に向かい、長期金利は低位で安定する。

アメリカは国際資本移動が自由だからこそ、ドル需要が維持され、十分な政策余地と相対的低金利を享受できる。もし国際資本移動に制約があるならば、ドルの還流ルートは断たれ、その需要は維持できなくなるだろう。厳しい金融引き締めによる経常収支の均衡が求められ、長期金利は不安定化する。

このように同じ対外債務ではあっても、高ヒエラルキー通貨国と低ヒエラルキー通貨国ではマクロ経済政策の政策余地に与える影響は大きく異なっている。この点こそが2つ目の対外債務の非対称性である。本章で指摘してきた対外債務の2つの非対称性は、通貨ヒエラルキーの違いによるものであるが、これは自由な国際資本移動を前提としている。したがって、次章では、そもそもDECsで国際資本移動の自由化は必要なのか、という点を検討する。

第4章:途上国・新興国にとっての金融グローバル化の意味

#### 第1節:外国資本の必要性

資本不足の途上国は国際金融市場に統合すれば、国際資本の流入を期待できる。これにより国内の貯蓄不足を補い、生産的な投資につながる。このような新自由主義の論理に従って国際資本移動は自由化されてきた。しかし、本稿で明らかにしてきたように、DECs 経済が未成熟な段階で国際金融市場に統合することは、様々な問題と不利益をもたらしている。本節では、DECs は貯蓄不足を補う目的で外国資本に依存すべきではないことを示したい。

国内のマネーサプライは、そもそも銀行の信用創造によって内生的に生み出されるものである。 信用創造は、外部貯蓄を仲介することで行われるわけではない。電子的な記帳のみで融資の入金 が完了することから、元手とは関係なく実行されている。それにより預金が創造されるので、貯 蓄は源泉ではなくむしろ結果である。信用創造に必要なのは、企業の資金需要とそれに対応でき る国内の金融システムである。

国内への資金供給という点では金融システムが効果的に機能していることがより重要であり、 外国資本に依存する必要性は低い。貯蓄が十分ではないからといって安易に対外債務に依存すれば、マクロ経済を脆弱にし、為替政策や金融政策の制約と硬直化を招きかねない。したがって、 DECs にとって優先すべきことは、未成熟な国内金融システムを整備することである。この段階で必要なのは、金融のグローバル化による外国金融機関との競争ではなく、逆に規制と保護である。

国内金融市場と国際金融市場は全く異質のものであり、同質的なものとして捉えるべきではない。世界市場には国内市場に比べて、法、制度、慣習、規制といった均質化メカニズムが少ない。世界市場を支えるグローバルに統合された信用システム(中銀システムを含めた)もない。国際金融市場は世界市場の基盤ではあるが、国内金融市場と違って、構造化された重層的な制度はないのである(Painceira, 2009)。このような異質なメカニズムで機能している2つの市場を同質的に捉え、これらを統合すれば資金調達の場が広がるとの理屈はシンプルで分かりやすい。しかし、これまでみてきたように、国際金融市場への統合は国内金融市場や国内経済全体に様々な影響をもたらす。したがって、DECs は国内金融市場を対外的に開放すべきかどうかを慎重に検討すべきである。

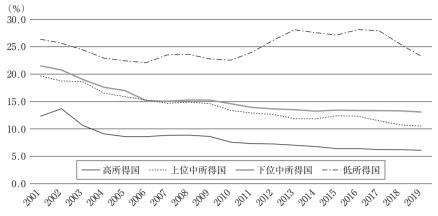
#### 第2節:国際資本移動規制の再強化

自由な資本移動を前提としたままでは、低ヒエラルキー通貨国は非対称的な不利益を受け入れるしかない。国際金融市場が自らをコントロールする術を持たない以上、DECs は国内金融市場を自ら守らねばならない。したがって、DECs では国際資本移動の自由化を見直し、規制を再強化することが必要である。

1997年のアジア通貨危機を経て資本移動の自由化と固定相場制の両立が困難であることが明らかとなったが、それでも自由な資本移動が見直されることはなかった。その後、IMF は多くの DECs に対しインフレターゲットの導入を推奨し、その後のマクロ経済政策の主流となった。つまり、自由な資本移動を見直す代わりに、マクロ経済政策の枠組みを変えるよう働きかけたのである。

インフレターゲットは明確な物価目標を設けることで裁量的な金融政策に歯止めをかけながら物価安定を目指すものである。これは、DECs にとって自立的な金融政策を実施することに他ならない。通常、資本移動が自由化されている状況下で自立的な金融政策を実施する場合、為替相場制度の柔軟化は欠かせない。ところが、DECs に推奨されたインフレターゲット政策では為替介入による為替管理も同時に行うことが想定されている。為替レートのパススルー率が高いため、インフレ目標を達成するには為替レートの安定が欠かせないためである。つまり、DECs のインフレターゲット政策は、資本移動を自由化したまま、自立した金融政策を実施し、さらに為替管理にも配慮するという野心的な試みである。

しかし、Kaltenbrunner and Painceira (2017) は、このような両立は資本移動が自由化されている中では、たとえ為替介入のサポートがあったとしても、その政策の予測可能性から困難であるとしている。実際、ブラジルでは2000年代以降、大規模な為替介入を繰り返してきたにも関わ



図表9 銀行の貸出金利 (所得区分別)

(注) データの取れる95ヵ国を対象にカテゴリごとに平均値を算出。

出所: IMF, International Financial Statistics.

らず、ボラタイルな新興国通貨の1つであった。DECs のインフレターゲットは想定通りには機能しなかったのである。

結局のところ、国際金融のトリレンマ(Impossible Trinity)の3つのうち1つをあきらめなければならないという基本理論に立ち戻ることになる。結論としては、DECsでは、自由な国際資本移動をあきらめることが最も適切であると考えられる(とくに短期の資本フロー)。これにより、外貨建て対外債務への依存と潜在的な資本逃避のリスクを減らしながら、これまで失っていたマクロ経済政策の政策余地を取り戻すことが可能となる。

資本規制を強めれば、金利の引き下げが可能となり、生産的な投資は刺激されるはずである。しかしながら、現状では低ヒエラルキー通貨国は相対的高金利が構造化・固定化されているため、国内の金利は高止まりする傾向にある。実際、銀行の貸し出し金利は、通貨ヒエラルキーのポジションが低ければ低いほど、高くなっていることがわかる(図表9)。この20年で中所得国の金利は低下傾向にあるが(とくに上位中所得国)、通貨ヒエラルキーそのものに変化があったからというわけではなく、たんに高所得国の金利が低下したからに他ならない。つまり、ヒエラルキー間に存在する一定の金利差は基本的には変わらないということである。国際金融市場とつながっている限り、この金利差を埋めることは容易ではない。それゆえに資本移動規制を課すことで金融政策の自立性を取り戻し、国内の金利を引き下げることが重要と考えるのである。

DECs の自由な資本移動が問題なのは、通貨ヒエラルキーが低位のポジションにあるからである。言い換えれば、低ヒエラルキー通貨国だからこそ資本勘定を開放してはいけないのである。これは金融グローバル化の構造的な問題であって、DECs 自身のマクロ経済政策に起因する問題ではない。

# 終わりに

本稿では、国際通貨ヒエラルキーの概念を用いて、DECs の対外債務がもつ非対称的な性格を

明らかにしてきた。対外債務には通貨ヒエラルキーに基づく2つの非対称性が存在しており、DECs のような低ヒエラルキー通貨国は劣位のポジションに置かれている。第1に、低ヒエラルキー通貨国の対外債務は、外貨建てであろうと自国通貨建てであろうと脆弱である。低ヒエラルキー通貨国では、たとえ自国通貨建で対外債務であっても資本逃避のリスクが極めて高く、かつボラタイルである。第2に、低ヒエラルキー通貨国では対外債務の多くが外貨建でであり、そのことがマクロ経済政策の制約や硬直性をより強固にしている。高ヒエラルキー通貨国に対する相対的高金利と硬直的な為替政策やボラタイルな為替レートは、産業基盤の育成を長期的に阻害している。このような非対称性は自由な国際資本移動、言い換えれば新自由主義以降の金融のグローバル化に起因しているため、DECs はこれを見直し、資本規制を強めるべきである。

2000年代以降, DECs は高い経済成長を享受し、世界経済のパワーバランスを大きく変えてきた。この背景のひとつに先進国の超低金利政策がある。これにより、低ヒエラルキー通貨国であっても金利の引き下げ余地が生まれ、低金利環境の中で経済を成長させることができた。

しかし、このような低インフレ・低金利の時代は終焉を迎えることになるかもしれない。新型コロナウィルス感染症によるパンデミックや民主主義国家と権威主義国家の政治的な分断によって、世界経済は新たな局面に入った可能性が高い。サプライチェーンの分断は世界的なインフレ圧力を生み出し、先進国は金利の引き上げを余儀なくされている。結果的に、DECsでも金利の上昇は避けられず、マクロ経済政策はさらに硬直化し、対外債務もより脆弱化する可能性がある。このような時代において、対外債務の非対称性がどのような形で顕在化するのか、改めて分析が必要になるかもしれない。

本稿では、主に対外債務の非対称性に関する概念的な整理を行った。残された課題は、この概念に基づく実証分析である。DECs の各国に焦点を当てながら、対外債務の非対称性が実際にどのような形で表れているのか明らかにしなければならないだろう。

注

- 1) 同時に IFS に関わる 6 つの学際的な研究課題も提案している。 IFS の歴史と変容, 生産の社会関係と IFS, IFS における貨幣, IFS と国家の関係, IFS における非国家アクターの役割, IFS 理解のための地理と空間関係である。
- 2) 途上国の金融化に関する実証研究は多いが、これらは先進国も途上国も金融化のプロセスは本質的 に同じであるとの前提に立っている点で問題である (Lapavitsas and Soydan, 2020)。
- 3) マルクス政治経済学も国際通貨・金融取引における準世界貨幣(現在でいえば基軸通貨ドル)のヒエラルキー的な役割を重要視している(Lapavitsas and Soydan, 2020)。
- 4) 金融化が実体経済に悪影響を与えた一例として、オーストラリアの金融化が資源ブームや世界金融 危機後の資本流入による自国通貨高を招き、製造業に壊滅的な打撃を与えたとする研究がある (Weller and O'Neill, 2014)。
- 5) 2021年時点での1人あたり GNI で上位中所得国は4,256~13,205ドル, 下位中所得国は1,086~4,255ドル, 低所得国は1,085ドル以下と定義されている。
- 6) 先進国は基本的に高所得国に分類されるが、サウジアラビアやチリなどの一部の途上国も高所得国である。
- 7) 概ね所得区分に従って並んではいるものの、個別国で見れば例外もある。例えば高所得国に区分されるルーマニアやチリなどは外貨建て比率が8割を超えている。同時に、スロバキアやクロアチアのようにユーロ圏であることによって外貨建て比率が極端に低いケースも見受けられる。したがって、

外貨建て債務比率は通貨ヒエラルキーに基づきつつも個別事情が影響していると考えられるが、ここではこれ以上、立ち入らない。

- 8) ドル需要に対応するため主要中央銀行間でドルスワップ協定が締結された。
- 9) Paula, Fritz and Prates (2017) は、新興国が非対称的な国際通貨・金融秩序の下でどのようにポスト・ケインズ政策を展開すべきかを分析している。競争的な為替レート政策によって経常収支を均衡以上にできれば、対外制約が減って拡張的なケインズ政策が展開できる。このため外貨準備の蓄積や資本移動規制に加えて低金利政策が重要であるとしている。
- 10) ここでは外国からの直接投資については考慮していない。FDI は設備, 技術, ノウハウなどの実物資本の流入を伴うため途上国の産業にとってはキャッチアップにつながるものの, 競争力のないセクターが不必要に外国企業との競争を強いられるなどネガティブな側面も大きい。
- 11) Fritz, Paula and Prates (2022) は、Hajo Riese がかつて主張した対外債務に基づく成長への批判が金融グローバリゼーション時代の今日の新興国でも有効かどうかを検証している。このような見方は依然として適切であり、対外脆弱性は減少したのではなく、性質とチャネルと変え、より複雑になっていると結論づけている。
- 12) ただし、厳格な国際資本移動規制は投機資本による政策の予見可能性を高めるため、状況に応じて機動的に制度変更できるよう柔軟に設計すべきである。

#### 参考文献

木村秀史(2021)「途上国・新興国の対外債務の構造とその脆弱性」松本朗編『グローバル経済と債務累積の構造』晃洋書房。

経済産業省(2023)『通商白書2023』。

- Alami, I., Alves, C., Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., Koddenbrock, K., Kvangraven, I. and Powell, J. (2022). International Financial Subordination: a Critical Research Agenda. *Review of International Political Economy*.
- Andrade, R. and Prates, D. M. (2013). Exchange Rate Dynamics in a Peripheral Monetary Economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3). pp. 399-416.
- Andreoni, A., Robb, N. and Huellen, S. (2023). Financialisation of Non-Financial Corporations in South Africa: An integrated framework to study variations across sectors, value chains and firms. SOAS Department of Economics Working Paper No. 255, London: SOAS University of London
- Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A. and Powell, J. (2019). Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies. *Greenwich Papers in Political Economy*.
- Bortz, P. G. and Kaltenbrunner, A. (2018). The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. *Development and Change*, 49(2). pp. 375-393.
- Fritz, B., Paula, L. F. and Prates, D. (2022). Currency Hierarchy and Financial Globalization in Emerging Economies: How far does Riese's critique of growth by external debt still hold? *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 19(2). pp. 260-277.
- Kaltenbrunner, A. and Painceira, J. P. (2017). The Impossible Trinity: Inflation Targeting, Exchange Rate Management and Open Capital Accounts in Emerging Economies. *Development and Change*, 48(3). pp. 452-480.
- Kaltenbrunner, A. and Painceira, J. P. (2018). Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. New Political Economy, 23(3). pp. 290–313.
- Lapavitsas, C. (2009). Financialisation Embroils Developing Countries. Papeles de Europa, 19.
- Lapavitsas, C. and Soydan, A. (2020). Financialisation in Developing Countries: Approaches, Con-

- cepts, and Metrics. SOAS Department of Economics Working Paper No. 240, London: SOAS University of London.
- Painceira, J. P. (2009). Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation. *Research on Money and Finance Discussion Paper*, 4.
- Paula, L. F., Fritz, B. and Prates, D. M. (2017). Keynes at the Periphery: Currency Hierarchy and Challenges for Economic Policy in Emerging Economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, 40(2). pp. 183–202.
- Weller, S. and O'Neill, P. (2014). De-industrialisation, Financialisation and Australia's Macro-Economic Trap. *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 7(3), pp. 509–526.

# Asymmetries in the External Debt of Developing and Emerging Countries, using the Concept of International Currency Hierarchy.

#### Abstract

This paper analyzes the nature of asymmetries in the external debt of developing and emerging countries (DECs), using the concept of international currency hierarchy. There are asymmetries in external debt based on currency hierarchies, which place countries with low currency hierarchies, such as DECs, in an inferior position. And this leads to economic disadvantages for DECs.

First, the external debt of low-hierarchy countries is vulnerable, even though it is denominated in foreign or local currencies. The risk of capital flight is extremely high and volatile in low hierarchical countries, even when external debt is denominated in local currency. Second, most external debt in low hierarchical countries is denominated in foreign currencies, which makes macroeconomic policy more constrained and rigid. High interest rates relative to high hierarchical currency countries, rigid exchange rate policies and volatile exchange rates have long hindered the development of domestic industry. As these asymmetric disadvantages are caused by free international capital flows, in other words, financial globalization after neoliberalism, DECs need to review and tighten their regulations.