

## 第1部

# メキシコの通貨危機

## I. 中南米金融危機の基本的構図

### 1. 潮流変化

#### (1) 経済の自由化

1980年代に「失われた10年」を経験した中南米諸国では、経済政策に大きな変化が認められた。為替政策を除いては政府の介入主義を排し、市場原理をより働かそうというもので、貿易・投資の自由化、金融・証券市場の整備、国営企業の民営化等が急速に行われた。大恐慌以来採られてきた輸入代替政策により、国営企業を中心に非効率と価格介入による資源配分の歪みが存在し、それが対外債務危機という形で表れたので、その反省から市場メカニズムへの回帰が出てきたのである。

これはちょうど米国で12年間続いた共和党政権、英国のサッチャーによる保守的な経済政策の潮流とも合致していた。「小さな政府」による民活路線である。減税と規制緩和により民間資金を投資に向かわせるという先進諸国の政策は、これら本国ではあまり成功したとは思えないが、一つの時代潮流として発展途上国の指導原理となったのである。

さて、「為替政策を除いて」と冒頭で述べたが、この点が市場メカニズムを働かせるという潮流からみると異なっており、正にこの点に今回の金融危機の遠因があったといえる。中南米諸国では、悪性インフレに歴代政府が悩まされ続けており、国内均衡達成のために、為替レートの固定ないしは割高な設定がどうしても必要であった（表1参照）。極端なケースは、アルゼンチンとブラジルで、自国通貨をドルに完全にリンクさせ固定してしまう方策（アルゼンチンの兌換法91年3月、ブラジルのリアル・プラン94年7月）によりインフレを収束させた。為替をドルに対して割高に設定することは、輸出をしづらくし、輸入を増やすことになる。特に価格の安い輸入品が入ることで国内インフレにブレーキをかけると同時に、為替政策に対して政府の強い意図を示すことでインフレ期待を封じ込めることができる。これと並行して財政の均衡を達成できればインフレは収束する。

中南米で悪名高い財政赤字は、主に輸入代替政策に由来するもので、各種の補助金、減税・免税恩典、肥大化した国営企業に歳出増の原因があった。税制改革（付加価値税等の新たな税導入、税率・補足率アップ等）と同時に「小さな政府」による歳出削減、公務員削減、国営企業の民営化はいわば一貫した潮流変化の中で行われたのである。

## (2) 金融・証券市場改革

80年代から90年代にかけてのもう一つの大きな変化は経済活動の世界化で、特に金融・証券市場の世界市場への組み込み加速化ともいうべき現象である。

対外債務危機を経験した世界金融市場は、融資に対して先進国、途上国共非常に神経質になった。先進国側は中南米に対して融資を出すことを手控え、中南米側も債務増を心配して資本流入の他の方策を模索することになる。

同時に、IMF・世界銀行等の国際金融機関は、構造調整策の一環として金融・証券市場の改革を各国のコンディショナリティの中を含め、中・長期の資金が円滑に国内で流通できるように求めた。国債の有効利用、直接金融としての社債、株式の運用等である。規制緩和、国営企業の民営化による株式の放出、株式市場の整備等により、メキシコ・シティ、ブエノスアイレス、リオデジャネイロ等の証券取引所において株価は高騰し、バブル的ブームが到来した。

国内市場の整備は国際市場への接近を容易にするものであった。中南米諸国側からは民間銀行の融資に代わって、世界市場での国債なり優良企業の社債発行、及び株式売買により新たな資金を入手できるし、先進国側からは、民活路線で、機関投資家や一般投資家の資金活用ができる。正にこの動きも「小さな政府」、市場メカニズム活用の潮流の中から出てきたものなのである。

このような動きを後付けるために資料を見てみよう。先づ中南米側からの資金移転(資本収支の黒字－利子・利潤の純支払い)は、対外債務危機の期間(1983年から1990年まで)はマイナス、即ち中南米から支払超過であったが、1991年以降反転してプラス(流入)になっている(表2参照)。1994年は210億ドルと前年の322億ドルより減った。これはベネズエラ、メキシコからの資金引き上げと資本逃避に由来している。

こうした資金流入の多くは、91年以降活発になった国際市場での債券発行と株式の新規発行によるものである。先づ債券の発行は、1993年274億ドルに対し、1994年9月までで136億ドル(内メキシコは69億ドルで50%を占めた)あった(表3参照)。更に国際市場における新株発行は、1993年57億ドルに対し、1994年9月までで38億ドル(内メキシコは41%の15億ドル)を記録した(表4参照)。中南米の株式は米国では米国預託証書(ADR)及び世界預託証書(GDR)として出回っているものである。

## 2. 自由化と国際化の問題点

前節で潮流変化として経済の自由化、金融・証券市場の国際化の二点を強調した。これらの利点は別にして、今回のメキシコの金融危機につながる構造的な問題点を指摘する。

先づ自由化である。経済の自由化は各国共輸出・輸入の自由化に特に顕著に表れた。関税の段階的切り下げ、輸出入数量（ライセンス）操作の撤廃、輸出入価格コントロールの撤廃、その他非関税障壁の廃止等が各国で共通に採られた政策である。これらの自由化により、安くて品質の良い外国製品がどっと流入した。特に資本財の流入は、中南米諸国の製造業製品の品質と効率を向上させ国際競争力を高めることに貢献したが、雇用創出という意味では逆の効果を持った。最近の機械は省力、省人化が徹底しているからである。また消費財・中間財の流入はそれらを生産していた効率の悪い国内産業（特に中小企業）に打撃を与えた。倒産によって失業が増加したことは否定できない。

割高に設定された為替レートは経常収支の赤字増加と、資源配分の歪みをもたらした。ドルに対して本国通貨を高く保つことは、輸出をしづらくし、輸入を容易にする。そのため先づ貿易収支に赤字が発生しやすい。ブラジルを除き、メキシコ、アルゼンチン、ペルー等では貿易収支の赤字が拡大（メキシコは94年は236億ドルという膨大な赤字を記録）、ブラジルも94年以降の黒字幅減少が懸念されている。利潤・利子支払いは各国共支払超過（マイナス）であり、サービス収支は国によって違うが、結局のところ、経常収支赤字が拡大した。中南米全体では、92年372億ドルの赤字、93年460億ドル、94年497億ドル（内メキシコは57%の285億ドルの赤字）と推移した。

また過大評価された為替レートは、貿易財から非貿易財（サービス産業や建設業等）への資源配分の移行をもたらした。輸出がしづらくなったことにより相対的に輸出産業の地位が低下、また高度に競争力をつけた輸出産業は雇用創出が低いので人を集めにくくなった。一方、輸入がしやすくなったことで物を作るより輸入代理店に変わる等により流通やサービス業の地位が高まった。これは東アジアでみられた、輸出製造業を中心とした工業化に逆行する現象であったといえる。自由化によって輸出を活発にし経済を持続的成長に乗せるという当初の目論見は、インフレの収束による国内均衡の達成には成功したが、為替政策が硬直的であったために経常収支赤字が増加し、対外均衡の達成には失敗してしまっ

次に金融・証券市場の国際化の問題点である。

一般投資家や機関投資家等の民間の資金に頼ることは、その利に聴く逃げ足の早いというリスクを負うことになる。米国の民間資金が中南米に流れたのは、NAFTAに代表される自由化の本格化と中南米経済の好況(1991年以降中南米経済全体の一人当たりGDP年成長率はプラスに転じ、1994年も1.9%を記録)に加えて、米国自身における低金利、低リターンを反映したものであった。よって中南米諸国において経済・政治的混乱や社会的不安定性が高まれば、すぐにドルへの還流が起り得るし、また米国経済自身の景気が回復し高金利になれば、中南米の金融資産をドルへ切り替えることは予想がついたことである。事実1994年においてはベネズエラにおいて経済政策の失敗(一人当たりGDP成長率1993年-2.4%、1994年-5.9%及びインフレの昂進、1994年71%)と国家の11銀行への介入等の金融危機が発生し、資本収支は45億ドルの赤字(純流出)を記録した。またメキシコにおいてもチアパスの反乱、大統領候補や与党幹事長の暗殺、大統領選結果の不透明等の理由で対メキシコへの国際金融市場の動きは、模様眺めから逃げに移っていたのである。メキシコの資本収支は1993年の295億ドルの黒字に対し、1994年は195億ドルと100億ドルも縮小していたのである。これらの資金還流の動きは1994年における米国の高金利によって更に加速された。その意味でメキシコの政権交代と支えきれなくなったペソの変動相場への移行は、今回の混乱の単なるきっかけであったといえよう。

### 3. メキシコの教訓

メキシコの金融危機は、米国の緊急的救済策の呈示で一応の落ち着きをみせている。救済策の内容は若干の紆余曲折はあったが、①米国為替安定基金から短・中期スワップと債務保証として200億ドル、②IMFのスタンバイ・クレジットで178億ドル、③国際決済銀行(BIS)からの信用供与100億ドル、④カナダからの短期スワップ10億ドル、⑤中南米諸国からの短期スワップ10億ドル等の計498億ドルであった。これによりメキシコは当面の資金繰りの危機は乗り切れると思われる。しかしペソの暴落による為替差損がメキシコ国内の企業等で起きており、まだこの危機の余震はしばらく続くものと思われる。

米国がすばやい対応をみせたのは、NAFTAが発効して1年ばかりであり、クリントン政権が国策として押し進めている北米の自由貿易圏構想がメキシコのつまずきで遅れることになれば、次期大統領再選を望むクリントン大統領及び民主党にとって大きな痛手となることが予想されたからである。

チリは1979年から3年間固定相場制を採用し、国内均衡としての財政収支均衡、インフレ収束に成功したが、過大評価された為替によって経常収支赤字が拡大、81年から82年にかけて銀行倒産、資本逃避などの金融危機が発生した。その結果、82年に為替のフロート制に移行し、不況脱出に3年余りを要したのである。このチリで起きたことが約10年後にメキシコで起きたのであり、チリの教訓は活かされなかったといえる。その意味では、割高な為替レート政策を現在取っているアルゼンチン、ブラジル、ペルー等の国は以上説明した問題と同様のものを抱えているのであり、今回のメキシコの教訓を活かすべきであろう。

表 1: 中南米：実質実効為替レート指数の推移（1990年=100）

	1990	1991	1992	1993	1994
アルゼンチン	100.0	83.3	77.5	74.4	76.3
ボリビア	100.0	108.3	116.1	119.9	126.3
ブラジル	100.0	118.5	126.5	111.3	96.2
チリ	100.0	98.9	94.8	96.1	95.0
コロンビア	100.0	101.0	89.5	83.3	76.3
コスタ・リカ	100.0	108.3	103.1	100.6	101.9
エクアドル	100.0	95.2	94.7	83.9	77.6
エルサルバドル	100.0	98.4	98.2	87.5	82.8
グアテマラ	100.0	87.9	86.5	87.8	84.6
ハイチ	100.0	92.8	96.2	110.2	...
ホンジュラス	100.0	107.9	102.2	111.5	125.9
メキシコ	100.0	91.1	83.8	78.8	80.3
ニカラグア	100.0	112.0	104.7	106.8	103.2
パラグアイ	100.0	86.9	91.1	93.6	94.5
ペルー	100.0	82.1	81.4	88.7	84.0
ドミニカ共和国	100.0	100.6	101.2	98.0	95.9
ウルグアイ	100.0	88.1	83.9	74.6	73.0
ヴェネズエラ	100.0	93.9	89.1	87.8	93.5

（出所）国連ラテンアメリカ・カリブ経済委員会、Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1994, 1995

注：指数の低下は自国通貨の過大評価（競争力の低下）を示す。

表 2: 中南米: 純資金移転

(10億ドル)

	資本収支 (1)	利潤・ 利子純支払い (2)	純資金移転 (3) = (1) - (2)	輸出 (4)	(%) (5) = (3) / (4)
1975-1979 <sup>a</sup>	104.9	44.6	60.4	287.4	21.0
1975-1979 <sup>b</sup>	21.0	8.9	12.1	57.5	21.0
1980	32.0	18.9	13.1	104.9	12.5
1981	39.8	28.5	11.3	113.2	-10.0
1982	20.1	38.8	-18.7	102.9	-18.2
1983	2.9	34.5	-31.6	102.4	-30.9
1984	10.4	37.3	-26.9	113.6	-23.7
1985	3.1	35.4	-32.2	108.6	-29.7
1986	9.9	32.6	-22.6	94.8	-23.8
1987	15.1	31.4	-16.1	107.9	-14.9
1988	5.5	34.2	-28.7	123.0	-23.3
1989	9.9	37.9	-28.0	136.5	-20.5
1990	17.7	33.1	-15.4	150.6	-10.2
1991	38.0	31.4	6.6	151.3	4.4
1992	61.7	31.0	30.7	161.3	19.0
1993	65.1	32.9	32.2	170.4	18.9
1994 <sup>c</sup>	56.6	35.6	21.0	194.4	10.8

(注) a: 累積値。 b: 平均値。 c: 推定値

(出所) 表 1 と同じ。



表 3: 中南米：国際市場における債券発行

(100万ドル)

	1990	1991	1992	1993	1月-9月	
					1993	1994
計	2,760	7,242	12,577	27,397	18,699	13,609
アルゼンチン	21	795	1,570	6,223	2,793	3,239
バルバドス	-	-	-	-	-	20
ボリビア	-	-	-	-	-	10
ブラジル	-	1,837	3,655	6,679	4,545	1,856
チリ	-	200	120	433	333	155
コロンビア	-	-	-	566	375	633
コスタ・リカ	-	-	-	-	-	50
グアテマラ	-	-	-	60	60	-
ジャマイカ	-	-	-	-	-	55
メキシコ	2,477	3,782	6,100	10,783	8,192	6,866
パナマ	-	-	-	-	-	250
ペルー	-	-	-	30	-	100
トリニダードトバゴ	-	-	100	125	100	150
ウルグアイ	-	-	100	140	140	100
ヴェネズエラ	262	578	932	2,348	2,161	125

(出所) 表 1 と同じ。

表 4: 中南米：国際市場における新株発行

(100万ドル)

	1990	1991	1992	1993	1 月 - 9 月	
					1993	1994
計	98	4,120	4,063	5,726	3,529	3,762
アルゼンチン	-	356	372	2,793	2,475	574
ボリビア	-	-	-	10	-	-
ブラジル	-	-	133	-	-	898
チリ	98	-	129	271	208	472
コロンビア	-	-	-	91	27	148
メキシコ	-	3,764	3,058	2,493	819	1,537
パナマ	-	-	88	-	-	-
ペルー	-	-	-	26	-	133
ヴェネズエラ	-	-	283	42	-	-

(出所) 表 1 と同じ。