

# ネオ・リベラリズムの ラテンアメリカと 国際資金移動

小林利郎

## はじめに

今日、ラテン・アメリカの主要国では民主政權が定着し、経済の自由化・国際化が進んで、いわゆるネオ・リベラリズムの下に1980年代の停滞を抜け出したと言われている。先進工業国の企業の新規進出や既存工場の近代化等のために外国投資も戻り始めた。各国が力を注いだ資本市場の整備は、国有企業の民営化もあって、長期にわたって低迷していた株式市場を活性化し、アジアの新興工業国と並んでエマージング・マーケット(新興市場)と呼ばれて世界の証券界の関心を集め、外国資本が流入しはじめた。

ところが1994年末から95年初めにかけて、ラテンアメリカでもっとも早くインフレの抑制や累積債務問題の解決に成功し、米国とカナダとのNAFTA協定も締結したメキシコが為替・金融危機に陥った。この危機は米国が精力的に動いて国際金融機関や先進工業国の協力を取り付け、総額500億ドルにも及ぶ金融援助を組成して何とか乗り切ったが、一時は米ドルへの影響も予想され円高

に揺れる等、国際金融界に大きな衝撃を与えた。

このメキシコの為替・金融危機でラテンアメリカの主要国が巨額な国際資金の動きに攪乱される危険に晒されていることがクローズ・アップされた。たしかに今国際金融市場には為替差益や金利鞘、商品や株式の値上がり等での利益を求めて多種多様な取引形態の膨大な資金がマーケットからマーケットへと移動していて、その流出入は一国の為替や外貨準備に深刻な影響を及ぼす可能性を常に孕んでいる。

しかしメキシコの為替・金融危機を見ると、単に国際金融市場の変化ばかりではなく、同時にラテンアメリカ側に危険や利益に敏感になった国際資金を神経質にさせる要因があるように思われる。それは、ネオ・リベラリズム路線でエマージング・マーケットともてはやされるラテンアメリカ主要国が停滞の1980年代の諸問題を完全に解決して新興市場として国際金融界に出現してきたのではなくて、80年代の問題を引きずったまま、そしてむしろその問題をタイド・オーバーする手段として、危険な短期国際資金を利用している現実があるからである。

## 1 最近の国際資金移動

第1に国際資金の移動の変化について若干触れる必要があるように思える。

### 1. 銀行金融市場

1970年代から80年代初頭まで国際金融の中心的役割を果たしたのは、世界の主要銀行経由の銀行金融市場であった。産油国や国際収支黒字国から放出される多額の銀行間資金を原資としたユーロ・ダラー市場が発達し、先進国も含めて多くの国がまだ国際資金取引に規制を設けていた時に、このユーロ・ダラー市場は非常に自由で創造的な業務の源となった。銀行はこの市場で自由な外貨資金を調達し、資本形成の不十分な発展途上国の資金需要を満たしたのである。各国の大企業の大口資金需要や発展途上国のインフラ建設や工業化のプロジェクトに、複数の国の多数の銀行が協力して大型の貸付を行なうシンジケート・ローンの方式が発達した。メキシコやブラジルの石油開発、アルゼンチンの電力開発、ブラジルの鉄鉱山開発等ラテンアメリカの長期かつ多額の資金需要もほとんどこのユーロ・ダラーのシンジケート・ローンで金融された。

この取引では、資金の提供者はその運用先の危険や利益については何ら関知せず、元本を保証され単に所定の金利を受け取ることを目的とした預金者であった。そして運用者である銀行は自分の責任と能力でリスクを判断し、貸付を行なったのである。

そして大切なことは、この銀行金融は債権者である銀行と債務者である国や企業との貸借契約に基づく資金供与であるから、資金使途によって妥当な期間が考慮されて返済期日等その条件が約定

された。開発資金であれば10年あるいは20年と長期の貸付となり、借り手はその間にプロジェクトを完成させ、返済資金を手当てできるような計画が立てられる。当該国も外貨の長期返済計画を作成し、返済外貨の調達が準備できる。また特定の金融機関との約定であるから、返済期日を延期したり、リスケジュールを求めたりという条件交渉が可能であった。プレイディ提案に基づく累積債務問題の解決も、銀行金融だからできた妥協であった。

しかしこのユーロ・ダラー金融市場は1980年代初頭から停滞し始める。

まず二度の石油危機を経過して世界的にインフレ傾向となり、金利が上昇してくる。特に国際金融の主要通貨であるドルの金利は米国の金融引締め政策で高騰した<sup>\*1</sup>。この結果、国が主導して積極的な開発計画を推進していたラテンアメリカ主要国は、すでに輸出競争力の欠如と財政赤字のために、限界にきていた外貨金利支払能力が完全に不足し、債務の履行が困難な状況に追い込まれる。1982年にはメキシコから始まり、アルゼンチン、ブラジルと次々と債務履行不能に陥る。この他ハンガリーやポーランド等の東欧諸国やフィリピン等、同様に返済や金利支払い不能の国が続出し、銀行は急激に新規ユーロ・ダラー取引を縮小した。

この傾向に追い打ちをかけるように、国際的バブル現象を懸念した国際決済銀行(BIS)が銀行の自己資本比率規制を導入し、銀行は総資産圧縮の必要に迫られ、その面からも大口の国際貸出は縮小に転じた<sup>\*2</sup>。

### 2. セキュライゼーションとグローバルゼーションによる国際資本市場の発展

銀行金融市場の停滞に平行して1980年代から資本市場が徐々に発展してきた。すでに先進各国の

国内市場では有力企業の間で銀行を経由した間接金融が後退し、証券を仲介する直接金融が増加していたが、各国の海外資本取引と証券取引に対する規制緩和が進み、国際金融でもこの傾向が強まってきた。国際機関をはじめ、各国政府、地方公共団体、有力民間企業が国際市場で債券や株式を発行して資金を調達するようになったのである。

累積債務国に対する不良貸付債権自体、証券のように額面価格の割引で売買される市場（債権のセコンダリー・マーケット）が出現し、証券化するかわちセキュリタイゼーションが国際金融の主流となっていた。

銀行は累積債務国の債務不履行の苦い経験と総資産の増加抑制の必要から、貸付業務ではなく、起債仲介業務に注力するようになった。もちろん本来かかる業務が専門の証券会社、投資銀行、信託銀行等も証券取引に積極的に介入し、あらゆる種類の証券による起債形態が工夫され、世界中の企業がその必要に応じた態様と条件の資金の運用や調達ができるようになった。起債者も投資家も「世界の市場で何処がもっとも有利に資金を運用調達できるか。いずれの通貨が為替相場上有利になるか」を検討するようになった。誰もが証券取引に国境を意識しないグローバル化の展開である。

資金の提供者にも変化が生じた。保険会社、年金基金、ミューチュアル・ファンド等多額の運用資金を有し、みずから運用先のリスクと利益を審査する能力のある機関投資家が国際証券市場に登場してくる。それと同時に民間企業や個人もその余資を最も有利に運用するために、これまでのように単純にスイスやニューヨーク、ロンドンの有名銀行に置く定期預金だけではなく、取引銀行や投資顧問の勧めで世界中の株式、転換社債、ワラント債、商業手形等に興味を示してくる。これら

の資金を一定の国への投資に向けるラテン・ファンド、メキシコ・ファンド等いわゆるカントリー・ファンド等の投資基金も証券会社によって設定され、世界中の法人や個人の資金を吸収しはじめた。

この証券投資の特色は、株式や債券という有価証券を媒体とするために何時でも売買できるという流通性にある。投資家にとっては元本と利益が保証されていないという大きなリスクがある代わりに、当該証券を持ち続けたくなくなったら、何時でも売却できるという選択がある。市場があるとはそういう意味である。もちろん多くの投資家がより良い利回りの投資対象に乗り換えようとして、危険を察知して一度に売却しようとするれば、当該証券の市場価格は暴落する。それによる混乱は一市場に留まらず、その他の資本市場にも及び、世界中の投資家に影響を与える。

証券を媒体とする資金の動きは銀行金融と異なり、不特定多数の投資家がそれぞれの判断で随時資金を投下したり引き上げたりするために、きわめて不安定であり、かつ一斉に同一行動を取る可能性がある。またそのような行動に対し債務者や国が交渉する手だてはない。1990年代の国際資金は70年代の銀行金融時代よりもはるかに素早く乱暴な移動をするようになった。

### 3. エマージング・マーケット

1992、93年頃からそれまで伝統的に国際資金を吸収していた先進国の資本市場に平行して、発展途上国の資本市場やそれらの国の企業の起債になる証券が投資対象として注目されるようになった。国内株式市場における二部上場会社株や店頭株が投資家の関心を集めるのと同様の現象で、確かに危険はあるかもしれないが、それだけに成長力も高く一挙に値を上げる可能性もある「ハイ・リスク、ハイ・リターン」の投資である。

第1表 アジア、ラテンアメリカへの証券投資（ネット）の内訳（1991～93年計）

（単位：100万ドル、かつこ内は構成比％）

| 地 域     | 公 債       | 社 債       | 株 式       | 証券投資計        | 直接投資 |
|---------|-----------|-----------|-----------|--------------|------|
| ア ジ ア   | 57(26.5)  | 58(27.0)  | 100(46.5) | 215(100.0)   | 523  |
| ラテンアメリカ | 607(54.1) | 278(24.8) | 237(21.1) | 1,122(100.0) | 364  |

（出所） 安原宣和・西村君江・高田茂樹・小川陽子「近年の国際資本移動の特徴とその背景」（『海外投資研究所報』〔日本輸出入銀行〕1995年2月）40ページ。

特に年金基金のように多額の運用を行なっている機関投資家は、先進工業国の利回り低下に伴い運用利回りを向上する必要に迫られて、危険を覚悟でこのような株や債券を一定比率運用に組み入れることが多くなり、国際的に需要が高まった。

かかる発展途上国の資本市場やそれらの国の国債や企業の発行する株式、社債、CP、ユーロ・ノート等の売買がいわゆるエマージング・マーケット（新興市場）と呼ばれるもので、このグループにはアジア新興工業国とラテンアメリカの主要国が含まれている。

このエマージング・マーケットへの証券投資形態の資金流入は、米国の景気が回復し、株価と金利が上昇しはじめる1994年まで、きわめて活発であった。とくに累積債務とインフレの問題とに解決の燭光を見だし、経済の自由化・国際化政策を打ち出して、急速な回復が期待されたラテンア

メリカ主要国への91年から93年にかけての流入増加は著しかった（第1表）。

\*1 米ドル金利の推移（期間年率平均％）

|      |             |             |             |             |             |               |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
|      | 1971<br>～75 | 1976<br>～80 | 1981<br>～85 | 1986<br>～90 | 1991<br>～94 | 1981<br>(ピーク) |
| 平均金利 | 7.53        | 10.13       | 11.44       | 9.36        | 6.96        | (18.87)       |

（出所） IMF, *International Financial Statistics Yearbook 1995*, Washington, D. C., 1995.

\*2 1988年国際決済銀行は銀行信用の無制限な膨張を防ぐために、銀行の総資産に対する最低自己資本比率を8％と定めた。

## 2 メキシコの為替金融危機

このような国際金融・資本市場の発展にともなう多額の投資を受け入れていたメキシコが危機に直面した。

メキシコには1990年から93年にかけて多額の海

第2表 ラテンアメリカ主要国の国際市場における債券発行額

（単位：100万ドル）

|           | 1990  | 1991  | 1992   | 1993   | 1994   |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| ラテンアメリカ合計 | 2,760 | 7,242 | 12,933 | 28,794 | 19,238 |
| アルゼンチン    | 21    | 795   | 1,619  | 6,308  | 5,319  |
| ブラジル      | —     | 1,837 | 3,695  | 6,465  | 3,998  |
| メキシコ      | 2,477 | 3,782 | 6,333  | 11,338 | 6,949  |
| ベネズエラ     | 262   | 578   | 966    | 3,438  | —      |

（出所） CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de America Latina y el Caribe 1995*, Dic. 1995.

第3表 対メキシコ金融支援

(単位: 億ドル)

|                                    |     |
|------------------------------------|-----|
| 米財務省為替安定基金——中・短期スワップ(5年) 債務保証(10年) | 200 |
| 国際通貨基金——スタンド・バイ融資                  | 178 |
| 日本・欧州中央銀行——BIS 経由短期融資              | 100 |
| カナダ——短期スワップ                        | 10  |
| ブラジル・アルゼンチン・チリ・コロンビアの4カ国——短期スワップ   | 10  |
| 日米欧民間銀行*——短期融資                     |     |
| 合 計                                | 538 |

(注) \*民間銀行の融資は後に取り消された。

(出所) 『東銀週報』〔東京銀行〕第39巻第13号 1995年 3月30日。

第4表 ラテンアメリカ主要3カ国の国際収支

(単位: 100万ドル)

|      | アルゼンチン |         |        | ブラジル    |        |         | メキシコ    |         |         |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
|      | 1993   | 1994    | 1995   | 1993    | 1994   | 1995    | 1993    | 1994    | 1995    |
| 貿易収支 | -2,428 | -4,041  | 2,700  | 13,072  | 10,440 | -3,000  | -13,481 | -18,465 | 7,815   |
| 輸出   | 13,117 | 15,837  | 20,600 | 38,783  | 43,545 | 47,000  | 51,885  | 60,882  | 81,090  |
| 輸入   | 15,545 | 19,880  | 17,900 | 25,711  | 33,105 | 50,000  | 65,366  | 79,347  | 73,275  |
| サービス | -2,481 | -2,891  | -1,800 | -5,004  | -5,922 | -6,100  | -2,529  | -2,589  | 1,050   |
| 利潤利子 | -2,989 | -3,626  | -4,500 | -10,358 | -8,821 | -12,000 | -11,030 | -11,745 | -13,030 |
| 移転収支 | 535    | 315     | 300    | 1,682   | 2,588  | 3,200   | 3,544   | 3,921   | 3,950   |
| 経常収支 | -7,363 | -10,243 | -3,300 | -608    | -1,715 | -17,900 | -23,496 | -28,878 | -215    |
| 資本収支 | 9,911  | 10,867  | 400    | 9,821   | 9,001  | 28,000  | 30,728  | 11,212  | -16,900 |
| 総合収支 | 2,548  | 624     | -3,700 | 9,213   | 7,286  | 10,100  | 7,232   | -17,666 | -17,115 |

(注) 1995年数字は推定。

(出所) CEPAL, *Balance Preliminar de la Economia de America Latina y el Caribe* 1995, Dic. 1995.

外資金の流入があった(第2表)。全発展途上国向けの資金のうち約20%がメキシコに流入し、その大半が株式や債券に投資されたと言われている。メキシコはラテンアメリカの重債務国の中では最も早く対外債務問題を解決し、物価や為替が安定していた上、NAFTA加盟という要因もあり、ブラジルやアルゼンチンよりも高いレーティングを与えられていたからである。

しかし貿易収支の悪化が続き、経常収支は1993年にはGDPの6.3%、94年には8%の赤字を記録

した。当然外貨準備の水準と為替相場に懸念が生じて、外貨の流入にブレーキがかかった。政府はペソ建て国債をドル建て国債(テソボノス)にシフトしていったが外貨準備高の減少を食い止めるにはいたらなかった。さらに米国の金利が上昇して資金は米国市場に還流しはじめ、メキシコへの外資の流入は鈍化した。

そのような状況のところへ1994年1月にはチアパスの先住民の騒乱、3月に与党PRI(制度的革命党)の幹事長暗殺、12月にチアパスの騒乱再発と政

治社会不安を予測させる事態が連続して発生した。外貨資金の流入は止まり、逆に流出の動きが加速されて外貨準備は激減することとなる。

外貨準備の減少と流出圧力で為替相場の維持は不可能となり、1994年12月20日、まずペソの15%の切下げが行なわれた。しかし外貨準備は2日間で40億ドルも減少するという深刻な事態となり、12月22日には為替レートはフローティング制に移行、そこからペソは急激な下落を続けた\*3。

このような状況から国際資金はメキシコから逃避しはじめた。政府はドル建て国債テソボノスで外貨を獲得しようとしたが、12月27日の入札ではわずか5%しか売却できなかった。一方、1995年1月に償還期日のくる外貨国債が33億ドル、3月までには100億ドルもあった。ところが94年12月末の外貨準備は僅かに63億ドルであった。ここでメキシコの債券が不払いとなる危険が迫り、国際市場の大問題になった。

米国政府はIMFを動かし、先進諸国に協力を要請して、結局1995年2月総額約500億ドルにのぼる未曾有の規模の国際的大支援体制が組織された。この金融支援(第3表)のお陰で危機は回避されたが、一時は債務不履行の影響が米国の投資者に打撃を与え、米国の金融市場が混乱することが懸念され、為替市場で米ドルが売られて下落する局面もあった。

メキシコ政府は1995年1月3日に緊急経済計画を決め、さらに3月3日にはこれを見直し修正した新経済計画を発表した。その概要は、(1)マクロ経済目標として、GDP実質成長率マイナス2%、インフレ率42%、短期金利年40.3%、経常収支赤字23.8億ドル、財政一次収支対GDP4.4%の黒字、(2)具体策として、最低賃金引き上げの抑制、国内信用増加の抑制、付加価値税の引き上げ、公共料金の値上げ、等であった。また為替政策とし

ては1ドル=6ペソを目標レートとした変動相場制を維持し、金融政策としては民間銀行救済による金融市場の安定をはかることとした。要するに、財政の健全化、インフレの抑制、国際収支の改善である。

これを見ると、1980年代にラテンアメリカ諸国で何度となく繰り返された経済再建策や経済安定計画を想起させられる。

メキシコの為替・金融危機はラテンアメリカ市場への警戒心を起こさせ、アルゼンチンやブラジルへの資金流入にも影響が懸念された。両国は自国の経済ファンダメンタルズや経常収支、外貨準備の状況はきわめて健全であり、危機に直面する心配はないと必死にPRにつとめたが、両国ともネオ・リベラリズム体制へ大転換中で基本的な問題は類似していたので投資家にとっては懸念が生じて当然であった。

\*3 メキシコ・ペソの対米ドルレートは物価上昇を考慮した購買力平価では1988年から94年末の危機までに徐々に過大評価を拡大していた。

|           | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ペソ対米ドルレート | 100.0 | 104.3 | 105.8 | 105.5 | 180.8 |
| 消費者物価上昇率  | 100.0 | 122.7 | 141.7 | 154.0 | 164.7 |

(出所) IMF, *International Financial Statistics Yearbook 1995* より算出。

### 3 ネオ・リベラリズムのラテンアメリカ

国際資金移動に大きな変化が起きている一方、ラテンアメリカ側では自由化・国際化を進めてネオ・リベラリズム時代に入っていた。

#### 1. 1980年代のラテンアメリカ

ラテンアメリカにおいて1980年代は停滞の10年と言われている。それは政府主導の輸入代替工業化が、60年代の後半から70年代にかけて、好調な

経済成長の推進力とはなったが、80年代に入るとそれ自体が内包する諸問題のために行き詰まってしまったからである。

工業化推進のために政府が介入すればするほど財政投融资の支出が大きくなり、非効率な国有企業を乱立させ、インフレの原因になった。インフレはやがてスパイラル状態になりハイパー化していった。

財政の赤字、国有企業や国内企業の産業資金不足、国際収支の赤字を補う打ち出の小槌は外貨の借入であった。時あたかもユーロ・グラマー市場の最盛期で、シンジケーション・ローン組織すれば、財政の大幅赤字を補填する資金も野心的な大開発プロジェクトを賄う多額の長期資金も、世界中の銀行を通じてかなり自由に借り入れることができた。

一方このように積極的な工業化政策で育成された国内産業は、それが国有企業であれ国内資本民間企業、外国資本の進出企業であれ、多種の補助金や利子補給制度、優遇税制あるいは産業統制による独占ないし寡占体制の維持、競合する商品の輸入禁止等の手厚い保護を受けて国内市場で安易な経営が行なわれたために国際競争力はほとんどついていなかった。

かかる状況から増加する外貨借入の返済資金や金利の支払いのための外貨は、輸出の増加によって賄う構造にはならず、さらに外貨借入に頼らざるを得ないと言う悪循環の状態に陥って、累積債務問題にいたった。

## 2. 1990年代のラテンアメリカ

1990年代のラテンアメリカはインフレを度重なるショック療法の試みや為替のドル化（ドルリゼーション）政策で抑制に成功し、累積債務をプレイデイト提案の適用により債務の一部切り捨て残りを長

期の証券化という形で乗り切った<sup>44</sup>。そして世界の潮流に従ってそれまでの保護主義的な経済政策を180度転換して、経済の自由化・国際化を推進した。

もともと資源が豊かで誰もが将来性を認めているラテンアメリカの主要国である。「インフレが止まり、累積債務問題が解決され、複雑な統制やナショナリスティックな保護主義から自由競争の国になった」と言うだけで、虎視眈々新しいビジネス・チャンスを探している世界の資本や企業の関心を集める。加えて一連の自由化・国際化政策の中には直接外国資本の導入を推進するものがあり、アジアの高度成長を続ける新興工業国と並んでエマージング・マーケットと目されるようになった。

とくに次の諸施策は短期外資の流入を促進するのに大きな効果をもたらした。

その第1は証券市場の活性化である。ラテンアメリカの証券市場はもともとあまり活発ではなかった。その理由は次のとおりである。ラテンアメリカの大企業は大別して三種類に分けられる。その一つは国営企業である。国営企業は株の大部分を政府機関が保有するから市場に出回らない。二つ目は国際企業の子会社である。先進諸国の国際企業は子会社支配のために、そのほとんどが株式会社ではなくて有限会社であることを見ても分かるように、資本は本社が握っているので、やはり市場に株は放出されない。三つ目は国内資本の大企業であるが、一般にファミリー企業が多く、その株の大部分は親族が握っている。したがってこれも市場に出るのはごくわずかの流動株だけである。つまりこれら三つの種類の大企業がいずれも市場に株を放出しないので株式市場が発達しなかった。しかし1990年代の自由化の時代に入ると、政府企業は次々に民営化されて、その株が市場に上場されるようになった。証券市場に対する規制の緩和と同時に証券取引委員会の強化を行ない情

報公開義務等投資者保護制度も整備した。これにより国際企業やファミリー企業も徐々に資本を公開して、市場に株を上場し資金を調達するようになった。

さらに外貨による株式取得を、保有期間規制や過重な税金の撤廃によって容易にすると同時に取引コストの低減が図られた。これにより外資の出し入れが自由になり短期運用が可能となった。外資が流入してくると株価は上昇する。それによってさらに投機的資金も引きつけるようになった。

その第2は為替レートの安定である。ハイパー・インフレーションに苦しんだラテンアメリカ諸国は1990年代に必死のショック療法の繰り返しとドラル化とでインフレ退治にほぼ成功した。アルゼンチンのカバロ計画、ブラジルのレアル計画等がこれである。しかしまだ完全にインフレの脅威から解放されたわけではない。少しでも油断すれば通貨への信頼は失われるきわめてデリケートな状況にある。新通貨への信頼維持のために政府が死守しているのが為替相場である。大幅に低下したとは言えインフレの残影がまだちらつき、物価の上昇もわずかながら続いているにもかかわらず切下げを行っていないので、自国通貨は大幅な過大評価となっている<sup>\*5</sup>。しかし当面切下げの可能性は少ない。このことは、外貨流入の滞留期間が短ければ、為替リスクはかなり回避できそうだと予測できることを意味する。

その第3は高金利である。預金の凍結とか価格統制等直接的なインフレ抑制策は自由化の大原則から極力回避しなければならない。財政の健全化という基本的な政策以外に当面の政策として残されているのは、国内の流動性を押さえ金利を高くして投資や消費を抑制することである。ラテンアメリカの金利は、インフレが低水準に押さえられているにもかかわらず、きわめて高水準である<sup>\*6</sup>。

しかも政府の姿勢から当面為替切下げは予想されない。このことは外資が短期運用するのに大変魅力的である。また資金を調達する側のラテンアメリカの企業にとって国内で資金を調達するより海外で起債したり、外貨借入を行なった方がずっと安くつく。たとえばブラジルの有力企業の短期社債や借入が激増しているが、これら企業が支払う金利は国際的に適用される水準よりも非常に高い<sup>\*7</sup>。企業の起債によってはLIBORの2倍3倍と言う高率のもののさえある。それでも国内金利よりはるかに有利なのである。

さらに、ラテンアメリカの銀行が外貨資金を国内貸付に回せばきわめて有利な鞘取りが可能のために、海外からの短期資金を盛んに取り入れている。このような状況はラテンアメリカ諸国にとって危険ではあるが一面これに頼らざるを得ないのである。

まず第1に、国内産業は輸入品との自由競争に晒されて合理化や設備の近代化、新技術の導入、デザインの刷新等に努めてはいるが、まだ先進工業国からの輸入品に対抗し、さらに国際市場へ販路を伸ばすほどの輸出競争力をつけるまでにはいたっていない。加えてインフレ抑制のために為替を自国通貨を過大評価に維持しているために、国内産業の近代化と輸出が犠牲になっている。ちょうど日本における円高と同様に、国内産品の輸出にブレーキがかかる一方、輸入が有利となり、自由化とあいまって輸入が増加している。その結果、貿易収支、経常収支の悪化を招いている。例えば、ブラジルはかつて毎月10億ドル程度、年間130～150億ドル程度の貿易黒字を出す国であったが、レアル計画後は逆に赤字続きである。1995年の貿易収支は80年以來15年振りの赤字約30億ドルを計上したと推定されている。この赤字は外資の流入、特に短期資金の流入によって補われているのである。

第2に、もし過大評価の為替レートを維持しながら貿易に規制を加えずに貿易収支を改善しようとするれば、国内経済を強力な引き締めで犠牲にしなければならない。アルゼンチンでは外貨準備とリンクした国内流動性抑制の効果により、ブラジルでは高金利政策あるいは預金準備率操作により、国内経済が引き締められることになる。このことは国内産業の投資を抑制し、経済活動を鈍化させ、失業を増大させ、ひいては税収に影響を与えて財政を圧迫する。したがって現状では貿易収支の悪化を短期資本の流入で補うことによって、過度の引き締めを回避する道をえらばざるを得ないと言える。

第3に、国際収支上も、資本形成のために外資の流入に頼らざるを得ないが、事業活動や貿易の自由化が進んで外国企業の直接投資も増加はしているもののまだ長期資金の流入が少なく、投機的な株式市場への流入や国内企業の短期の起債等短期資金に頼っている実情である。

長期資金の調達に思うに任せない理由の一つに、1980年代前半まで長期資金の供給者であった各国銀行が累積債務問題の処理で手痛い損失を被っているので、当面貿易金融等短期の融資に重点をおいて、長期大口資金の貸付には依然慎重な姿勢を崩していないということがある。

\* 4 ブレイディ提案にそった累積債務の最終リスケジュールの概略は、メキシコ、アルゼンチン、ブラジル三国とも、概略は債務元本の35%切り捨てと残りの65%の最長30年に及ぶ長期債券（数種類の選択がある）への転換である。この債券を割引価格で取引する市場が成立している。

\* 5 レアルの対米レートの過大評価

|             | 1994.6 | 9     | 10    | 11    | 12    | 1995/1 | 2     | 3     |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| レアルの対米実質レート | 100.0  | 79.6  | 75.6  | 74.0  | 74.8  | 74.7   | 73.6  | 77.2  |
| 上から算出した過大評価 | 100.0  | 125.6 | 132.3 | 135.1 | 133.7 | 133.9  | 135.9 | 129.5 |

(出所) Banco Central do Brasil, *Análise do Mercado de Câmbio*, Primeiro Trimestre 1995.

\* 6 インフレが低下したにもかかわらず金利は高水準で実質金利はきわめて高い。

|           | 1994/7 | 8   | 9   | 10  | 11  | 12  | 1995/1 | 2   | 3   | 4   |
|-----------|--------|-----|-----|-----|-----|-----|--------|-----|-----|-----|
| 実質金利(月利%) | -0.3   | 0.2 | 2.4 | 1.3 | 1.8 | 2.9 | 2.2    | 2.0 | 2.7 | 2.0 |

(注) 金利は銀行定期預金金利。

(出所) Banco Central do Brasil, *Boletim do Banco Central do Brasil*, 1995年6月。

\* 7 ブラジルの起債コスト(年率%)

|              | 1994/1~3 | 4~6   | 7~9   | 10~12 | 1995/1~3 |
|--------------|----------|-------|-------|-------|----------|
| 米国Prime Rate | 6.02     | 6.9   | 7.50  | 8.12  | 8.83     |
| LIBOR        | 3.78     | 4.84  | 5.35  | 6.32  | 6.60     |
| 起債平均コスト      | 10.42    | 11.26 | 12.14 | 11.22 | 11.81    |

(注) ただし起債コストは期間がPrimeやLIBORと異なる。

(出所) IMF, *International Financial Statistics Yearbook* 1995より算出。

## む す び

今日、世界の資金為替取引の規模は商品やサービスの決済、単純な預金送金から始まり、直接投資、長短の金融、証券売買、為替の売買、それらの先物やスワップ契約等々あらゆる種類の取引を合算すれば、一日で1兆ドルの取引もあり得ると言う莫大な額にのぼっている。これらの為替・資金は自由化・国際化が進展するに伴いますます機動性を増しており、株式市場の好不況、為替差益の有無、金利の高低に誘導されて市場から市場へ、国から国へと移動している。何時ラテンアメリカ一国の証券市場や為替市場を大混乱に陥れる事態が生じてても不思議はない。

一方ラテンアメリカの主要国は保護主義に基づく政府の統制の強い経済体制からネオ・リベラリズム経済に移行したことにより、国際短期資金の移動の対象になった。しかしいまだ完全に経済の安定化を達成したとはいえず、特に国際収支面の脆さ是否定しえないところで、短期資金の間答無用の動きに対抗するにはまだ体力が不十分である。

その上メキシコの場合には、米国が自国投資家の保護や密接な経済関係を勘案して、強力なリーダーシップをとって一大緊急支援を行なったが、このような国際協調支援がどこの国にも差し延べられるかは疑問である。メキシコ支援直後米国自身が他の国に同様な事態が生じても救援はできないと言明している。

短期資金移動の悪影響を受けないようにするには、国の経済、国際収支、為替、金融を健全な状態を保つしかない。それらが達成されない現状でかつ短期外資を利用していることは、メキシコの教訓を見ても明白のように、きわめて危険である。

いま直面しているのは対外債務問題の第2ラウンドと見えなくもない。単純化して言うなら、第1ラウンドでは世界主要銀行を債権者とする銀行金融の長期債務を主として国や国有企業が債務者となって受け入れた。第2ラウンドでは世界中に散らばった不特定多数の投資家を債権者とする証券投資の短期債務を、主として民間企業が負っている。もちろん、返済資金が外貨である点は同じであり、国の外貨支払い能力が問われる点も変わらない。しかし問題が生じた場合に、銀行金融のように交渉で軟着陸を図る余地はない。破綻の場

合の深刻さは銀行金融の時とは比較にならないものとなろう。すでに一部の国では短期資金の流入をコントロールしようとする試みがなされている。歴史的にも国際短期資金移動に対しては一国の為替や金融の混乱を防ぐためにある程度の統制は行なわれてきた。自由を標榜するネオ・リベラリズム路線にとらわれず、形を変えた対外債務問題として適切な措置が講ぜられることも必要なのではないだろうか。

〔参考資料〕

- (1) 植田和男・深尾光洋編『90年代の国際金融』日本経済新聞社 1991年。
- (2) C・P・キンドルバーガー著 長谷川哲訳『国際資本移動論』多賀出版 1991年。
- (3) 「アジ研緊急リポート：メキシコの通貨危機とアジアへの教訓」アジア経済研究所 1995年。
- (4) Inter-American Development Bank, *Development Policy*, June 1995.
- (5) 『東銀週報』（東京銀行調査部）第39巻第13号 1995年3月30日。
- (6) IMF, *International Capital Markets, Developments and Policy Issues*, Washington, D.C., August 20, 1995.

（こばやし・としろう／上野学園大学教授）