

# 「メキシコ型」通貨危機について

い      とう      せい      ろう  
伊      藤      成      朗

はじめに

- I 投機的アタック発生メカニズム
- II 外貨準備減少のストック要因
- III 外貨準備減少のフロー要因
- IV 資本市場国際化の投機的アタックへの影響
- V 危機への対応  
むすびにかえて

## はじめに

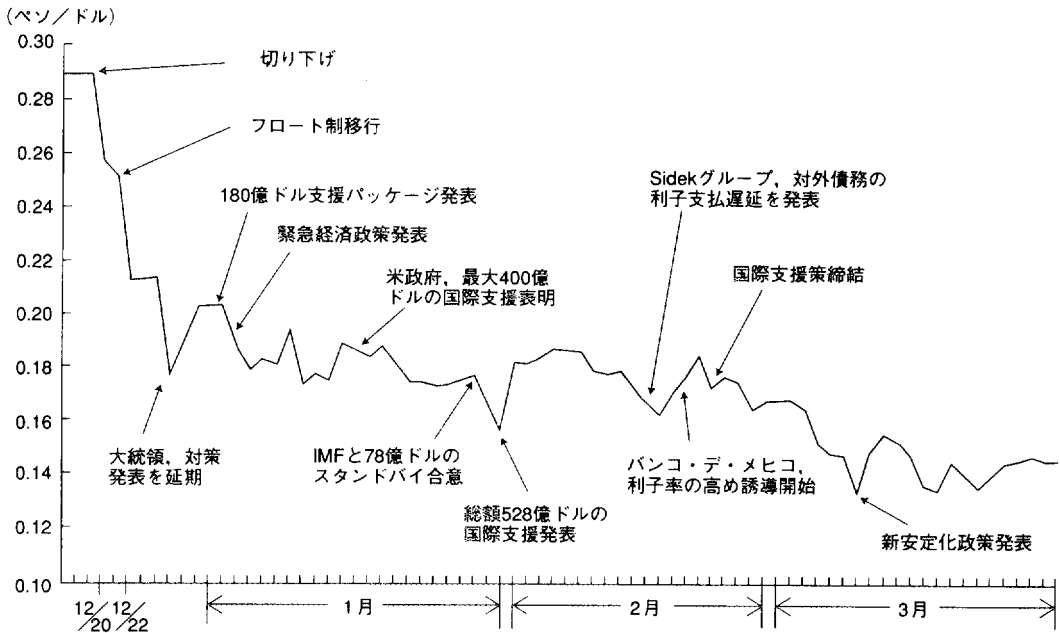
1990年以降のメキシコでは、実質為替レートは切り上がり、経常収支赤字は拡大しつつあったものの、93年末の外貨準備は245億ドルというそれまでにない高水準で増加傾向にあり、インフレーションは念願の1桁台を達成していた。これらに加えて、1994年1月のNAFTA発効を控え域内外からの直接投資は年々増えていた。投資家のリスク判断を表す国内利子率とドル利子率のスプレッドも、着実な低下傾向にあった。このため、以前の高インフレ状態から経済は順調に調整を進めているという声も聞かれるようになっていた。とくにメキシコの政策立案者は、1994年までの巨額の経常収支赤字について、「資本市場へのアクセス改善、構造調整による投資機会の拡大、政府の安定化政策が期待された効果をあらわしたことによる信頼回復のあらわれ」(Banco de México [1994, p. 5]) であると評価し、投資の急増は「自動的に逃避資本環流や外国企業からの直接フロー、そして民間部門

の自発的な国際貸借によってまかなわれていることの反映」(Aspe [1993, p. 45]) であり、しかも、「非石油輸出の伸び率は高く」(Banco de México [1994, pp. 5-6])、「輸入の多くが将来の輸出または輸入代替となる資本財と中間財である」(Aspe [1993, p. 45]) ことから、為替レート調整や財政金融引き締め必要性にはとくに言及していない。むしろ、危機前までのメキシコ国内では、1993年の低成長が問題視されており、経済安定達成後の成長回復が議論の中心となっていた。

しかし、1994年12月20日、就任間もないゼデーヨ (Ernesto Zedillo Ponce de Leon) 大統領が為替レートの介入上限<sup>(注1)</sup>を約15%切り下げたのを契機に、今日まで続いている経済危機が発生する。切り下げによってペソ売りは急増し、外貨準備は2日間で約46億ドル減少したため、政府は外貨準備を守るために変動相場制への移行を強いられることになった。

変動相場制に移行してからは、図1にあるように、切り下げ1週間後の12月27日までにペソはドルに対して63.07%減価し、利子率も急上昇した。28日物の国債 CETES<sup>(注2)</sup>の利子率は第1週から第2週にかけて20%ポイント以上も跳ね上がって50%を超え (*Financial Times*, Jan. 10, 1995)、ドル連動型の短期国債 TESOBON OS<sup>(注3)</sup>の利子率も1995年1月24日には24.98%にまで上昇した (*Financial Times*, Jan. 25, 1995)。

図1 為替レートの推移（1995年12月17日～96年3月末）



(出所) 浜口・伊藤 [1994] に追加して作成。

危機とその後の安定化政策は、フロー面では戦後最悪といわれるスタグフレーションをもたらした。減価するに任せた為替レート不介入と支出削減を内容とする安定化政策は、1995年のインフレ率を51.97%に上昇させ、成長率は-6.93%に低下した。

ストック面では、成長低下、為替減価、利率上昇を通じ、全銀行の3分の1が倒産するという銀行システム危機をもたらした。成長低下は、企業や家計のキャッシュフローを減らし、借り手の返済能力を低めてしまった。為替減価は、銀行や貸出先企業の多くがネットの外貨負債発行者であったことから(注4)、銀行の外貨建て債務をペソ建てで倍加させると同時に、資産サイドでは貸出債権を不良化させた。1995年に年率平均54.09%（インターバンク平均レート、TIIP）を記録した高利率政策は、銀行債務者

の利子支払負担を高め、さらなる銀行資産の質の劣化をもたらした。

こうした影響により、危機以前にすでに高水準の不良債権を有していたメキシコ国内の銀行の正味資産（=総資産-債務総額）は急激に低下し、支払能力が低下した。銀行システム危機対処のための財政負担は、大蔵省によると1995年のGDPの約6%にのぼるとみられている。

危機は、メキシコ国外へは「テキーラ効果」(注5)を通じて、マイナスの伝染効果(contagion effect)を与えた。アルゼンチンでは、外貨準備を減少させて銀行システムを危機に追いやったほか、経常収支赤字幅の大きい国の外国為替市場を混乱に陥れた。

積極的に構造調整に取り組み、ラテンアメリカにおける経済改革の旗手としてもはやされていたメキシコが、なぜこのような危機を引き

起こしてしまったのであろうか。メキシコ危機を取り上げた分析では、原因は、1994年中に発生した政治的・社会的混乱を強調する「外生ショック説」(Banco de México [1995], Buirra [1995], Gil-Díaz and Carstens [1996]), 支出増大と実質増加による経常収支赤字を強調する「実体経済不均衡説」(Dornbusch and Werner [1994], Burki and Edwards [1995], 浜口 [1995], Summers [1996]), 投資家の群衆心理的行動や自己実現的期待を重視した「期待重視説」(Sachs, Tornell and Velasco [1995; 1996], Calvo and Mendoza [1996], Krugman [1995])<sup>(注6)</sup>に大別できる。

本論は、古典的な通貨危機のモデル<sup>(注7)</sup>を踏襲し、貨幣需要を中心に分析を進める。本論は債務を考慮する点で古典的な通貨危機モデルと異なっており、Sachs, Tornell, and Velasco [1995; 1996] と共通している。しかし、サックスらの議論が債務の水準を問題視しているのに対し、本論では債務の構成を問題とする<sup>(注8)</sup>。また、本論では、資本移動の形態が短期証券になったことで速やかな資本流出を可能にし、順調であったメキシコ経済が一転して危機に陥ったとする「メキシコ型」通貨危機は存在しないという点も明らかにしたい。

第I節では、標準的な通貨危機のモデルを紹介する。簡単な貨幣市場モデルに依拠し、危機が発生するのは、外貨準備がゼロになったときに成立する為替レートが固定レート以上に減価するときであることを示す。そして、国内信用増加率や国際利子率の上昇によって、危機発生のタイミングが早まることも示す。第II節では、1994年に入ってメキシコの外貨準備が減少した理由をストック面から説明する。外貨準備の減

少は、1994年3月以降の国際利子率上昇、政治的混乱の高まりによる貨幣需要の減少に加え、国内信用が増発されたこと、そして、TESOBONOS 増発が支払い停止や資本規制を招くと予測されたことが原因である。第III節では、フロー面から外貨準備減少の要因を分析する。7年間に及ぶ経常収支赤字拡大の要因は、Dornbusch and Werner [1994] の指摘するインフレーション抑制のための実質増価だけでなく、金融自由化による M<sub>2</sub> 供給の継続的増加が重要であったことが示される。第IV節では、今回の危機の特徴である国際資本移動の短期証券化は、投機的アタックのタイミングに影響を及ぼさないことが示される。第V節では政府の危機への対応を示し、最後のむすびでは、メキシコの経験から得られる教訓を検討する。

(注1) 1989年1月1日以降、メキシコの為替レートは対ドルレートの上下限を設定するターゲット・ゾーン方式に移行しており、切り下げ直前までは上限を1日に0.0004ペソ減価させることになっていた。

(注2) Certificados de la Tesorería de la Federación。ペソ建てペソ支払いのメキシコ大蔵省証券。28日物の利率は代表的な指標として取り上げられていた。

(注3) Bonos de la Tesorería。メキシコ大蔵省証券。代表的なものは満期が91日。ペソで支払われるリターンが為替レートにインデックスされているため、為替リスクを回避できる。

(注4) 銀行は、対外債務削減が合意された1990年から外貨建て債務を活発に発行し始め、その額は銀行部門全体で総資産の15%近くにのぼっていた。このため、外貨建て債務を債務総額(ペソ預金とその直前の四半期の外貨債務の和)の10%以下に抑えること、外貨預金に15%の流動準備を積むことなどの規制が敷かれるようになった。しかし、それぞれの値以上の外貨債務がすでにある場合には、外貨債務は削減する必要はなく、外貨債務の償還とペソ債務の増発によって規制値の達成が促された。

銀行の為替リスク負担に関する政府規制は、企図としては評価できるものであったが、実際には規制によって

銀行の為替リスクへのエクスポージャーを抑えることはできなかった。なぜならば、銀行が取得した外貨資産の多くは国内企業向け外貨貸付債権であり、貸出先企業が切り下げによって返済できなくなると銀行の外貨純債務が増えてしまうからである (Mishkin [1996])。このため、債務として発行した外貨 CD を返済するための外貨が不足し、政府の外貨融資を必要とする銀行も出てきた。

(注5) メキシコ危機に端を発した先進国への一時的な資金逆流現象。「効果」は、ラテンアメリカ諸国だけでなく、アジアやヨーロッパにまで波及した。なお、アルゼンチン危機における同様の外部効果は「タンゴ効果」と呼ばれている。通貨危機が他国へ与える負の外部性については Eichengreen, Rose, and Wyplosz [1996]、テキーラ効果のアジアへの影響はアジア経済研究所 [1995] を参照のこと。

(注6) Banco de México [1995] は「犯罪や不幸な政治事件」、Buirra [1996] も「予期できない一連の政治および刑事の事件」が原因であるとし、Gil-Diaz and Carstens [1996] も政治的ショックを強調しているが、銀行部門のモラル・ハザードが借入を拡大させたことを指摘している。

危機前に書かれた Dornbusch and Werner [1994] は、インフレーション抑制を偏重したマクロ経済政策が、実質為替レートの増価を通じた経常収支赤字をもたらしたことを懸念している。Burki and Edwards [1995] は、消費ブームと貯蓄率の低下が経常収支赤字を拡大させ、政治的ショック、米国利子率の上昇などによって資本流入が減ったことを原因に挙げている。Summers [1996] は、金融政策と為替政策の組み合わせが持続不可能であった点を指摘している。浜口 [1995] は、実質為替レートの増価と貿易自由化の組み合わせが経常収支赤字を拡大させたところに、国内信用がさらに増えたこと、そして米国利子率上昇と政治的ショックが重なったことを問題視している。

Sachs, Tornell and Velasco [1995; 1996] は、国内政策の整合性が失われていたことに加え、外国人投資家の「自己実現的な期待」が危機を招いたことを重視し、その理論的裏付けを示している。Calvo and Mendoza [1996] は、政府債務が外貨準備に比べて過大となったこと、合理的な投資家の群集心理的行動 (herding behaviour) を指摘している。Krugman [1995] は、1990年代前半に一世を風靡した “free markets and sound money” のいわゆるワシントン・コンセンサスが、実

体のないバブルであったとしている。すなわち、経済改革を行っていたラテンアメリカ諸国での実質為替レートの増価や低成長率を無視し、投資家は経済改革を行うがゆえに新興市場に投資し、新興市場政府は改革の見返りとしての資金流入を期待して改革を進める……というように、自己強化的なサイクルがバブルを生み出したとしている。新興市場ブームが実体の伴わないバブルである以上、メキシコの危機も驚くには当たらないというわけである。

(注7) たとえば、Krugman [1979] や Flood and Garber [1984] を参照のこと。

(注8) Sachs, Tornell, and Velasco [1995; 1996] は、メキシコ危機を説明する上では、古典的な通貨危機モデルは不十分であると述べている。その理由は、モデルの予測と異なり、(1)外貨準備が減少していたにもかかわらず、危機発生直前に為替リスク (=CETES 利子率 - TESOBONOS 利子率) が上昇していないこと、(2)危機発生後にカントリーリスク (=TESOBONOS 利子率 - 米国 TB 利子率) が減少していないことを挙げている。そして、自ら構築したモデルに依拠し、切り下げによる政府の損失が切り下げ幅にかかわらず一定であると仮定すると、切り下げ期待があることによって切り下げが実現する自己実現的危機 (self-fulfilling crises) が発生するような政府債務の値域があること、その値域以上の債務の領域では必ず切り下げが起こることを示している。

しかし、(1)為替リスクは増加傾向にはないが1994年3月以前より高い水準にとどまっている。(2)危機後の利子率上昇は銀行システム危機によるリスクプレミアの上昇が重要であった。そして、1994年が自己実現的危機発生の債務値域にあったのであれば、なぜ94年価格で評価した対内純債務が1994年よりも多額で経済が不安定であった88年~92年において危機が発生しなかったのか、疑問が残る。

また、サックスらのモデルでは政府にとっての切り下げの効用は実質債務価値の減少にあるが、公的対内債務の大半を占めた TESOBONOS の実質価値は切り下げによって減少しないことを想起せねばならない。切り下げ期待があること——より厳密には、モデルが正しいことを所与として、効用関数パラメタの値が一定範囲内に収まっている——を危機の原因にするという論理は反証が困難であり、どのような結論でも導き出すことができる。

以上の理由から、本論はメキシコの通貨危機が古典的  
な通貨危機モデルでどこまで説明可能かを試みることに  
したい。

## I 投機的アタック発生のメカニズム

今回の危機では、介入上限切り下げの前後に、  
多額の外貨準備がペソと交換された。こうした  
国内信用と外貨準備の急激な交換を外貨準備へ  
の「投機的アタック」(speculative attack) という。

通貨危機の標準的な理論では、投機的アタック  
が発生するのは、それが利益となるからである  
(Flood and Garber [1984])。投機的アタック  
が利益になる場合とは、アタックによって外貨  
準備が最低水準にまで達し、為替が固定制から  
フロート制に移行したときのレート (shadow  
floating exchange rate)  $\bar{s}_t$  が固定レート  $\bar{e}$  より  
も減価するときである。なぜならば、投資家は  
ドルを固定レートで購入し、フロートに移行し  
た後に固定レートよりも減価した水準でドルを  
ペソに交換できるからである。よって、固定レ  
ートから減価した水準のシャドウ・レートへの  
ジャンプがアタックの利益率となる。

それではシャドウ・レートはどのように推移  
するのであろうか。フラッド＝ガーバー (Flood  
and Garber [1984]) にならい、簡単な貨幣市場  
モデルを用いて考えよう。

表1にあるように、中央銀行は、外貨準備と  
国内信用といった資産を裏づけにマネタリーベ  
ース（貨幣）という負債を発行している。一方、  
貨幣需要は、現金需要と市中銀行準備金需要に  
分けることができる。現金需要は価格水準の増  
加関数、名目利利率の減少関数である。準備金  
需要は、中央銀行の準備率規制に加え、銀行が

表1 簡略化された中央銀行のバランスシート

資 産	負 債
外貨準備	現金
国内信用	市中銀行準備金
対政府信用	
国債	
対民間信用	

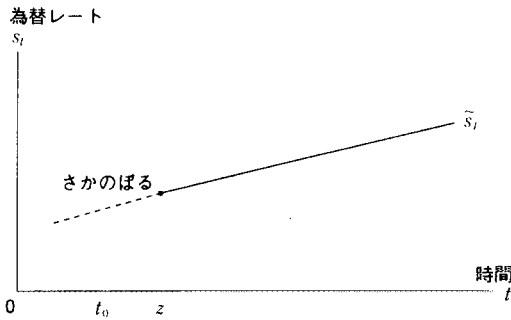
決済や預金引き出しに対応するうえで必要と判  
断する水準で決まる。また、国内価格水準は購  
買力平価説により決定し、名目利利率は国際利  
利率、期待為替減価率、カントリーリスクの和  
で決定すると仮定しよう。

固定レート下では為替減価率はゼロであるた  
め、貨幣需要は価格水準と国際利利率の関数と  
なる。ここで財政赤字の中央銀行ファイナンス  
などにより信用増発があると、貨幣需要が一定  
であるためマネタリーベースのストックは一定  
となり、増発額と同額だけ外貨準備が減少する。  
このため、固定レートと信用増発という組み合  
わせは持続可能ではなく、いずれは外貨準備が  
ゼロになってフロート制に移行せざるを得ない。

フロート制移行のタイミングを知るためには、  
シャドウ・レートがどの時点で固定レートと一  
致するかを求めねばならない。ある時点  $t_0$  の  
シャドウ・レートは、定義により、フロート制  
移行後の為替レートのダイナミクスを求め、終  
点  $z$  を指定した後、終点からダイナミクスを過  
去に向かって戻し、 $t_0$  時点でまでさかのぼる  
ことで計算できる (図2)<sup>(注1)</sup>。

標準的な議論では、財政赤字の中央銀行ファ  
イナンスを想定し、移行後にも一定率の国内信  
用増発があると仮定される。移行後の信用増発  
は外貨準備ではなく、貨幣需要によって吸収さ  
れなければならない。このため、信用増発は国

図2 フロート制移行後の為替レートダイナミクス



(出所) Flood and Garber [1984], Figure 1 に加筆。

内価格水準の継続的な上昇をもたらし、購買力平価の下では、為替レートを継続的に減価させる。よって、シャドウ・レートも時間とともに減価する。

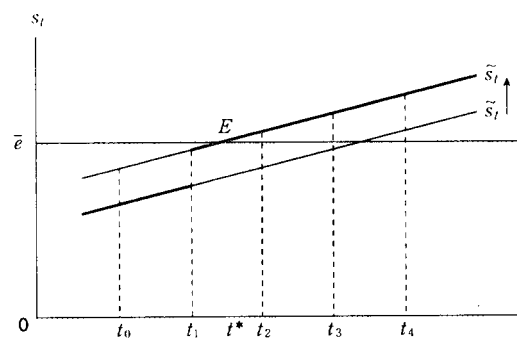
シャドウ・レートが時間とともに減価するため、将来になるほど固定レートとの差が広がり、アタックの利益率は高くなる。ただし、外国為替市場のように多数の参加主体がいる場合には、完全競争の仮定が適切となり、アタックによる利益はゼロとなる。このため、アタックは固定レートとシャドウ・レートが一致する時点  $t^*$  よりも後には起こらない ( $z \leq t^*$ )。一方、シャドウ・レートが固定レートよりも増価しているとアタックは損失をもたらすため、アタックは固定レートとシャドウ・レートが一致する時点  $t^*$  よりも前には起こらない ( $z > t^*$ )。よって、アタックはシャドウ・レートが固定レートに一致するときに発生し ( $z = t^*$ )、フロート移行時に為替レートはジャンプしない。

こうして終点  $z$  は、シャドウ・レートと固定レートが一致するアタック時点 ( $\bar{e} = \bar{s}_{t^*}$ ) として与えられる。よって、シャドウ・レートの軌跡は、図3において  $t^*$  時点で固定レート線と交わる右上がりの  $\bar{s}_t$  線として描くことができる。

アタック時には為替レートのジャンプが排除されていることから、初期の外貨準備が大きいほど、ある時点  $t$  のシャドウ・レートは増価した水準にある。逆に、初期の国内信用が大きいほど、 $t$  時点のシャドウ・レートは減価する。つまり、図3において、初期外貨準備が大きいときにはシャドウ・レート線は下方にシフトし、初期国内信用が大きいときには上方にシフトする。信用増発率が高くなると、フロート制移行後の為替減価率が高くなるため、シャドウ・レート線の勾配がきつくなる。国際利率が上昇すると現金需要が減少するため、国内信用が不変であっても外貨準備が減少し (外貨準備  $\downarrow$  = マネタリーベース  $\downarrow$  - 国内信用), シャドウ・レート線は上方シフトする。国内利率の構成要因であるカントリーリスクが上昇したときにも、同様の効果がある。

銀行準備金需要が高まったときには、市中銀行の資金調達方法の違いにより、シャドウ・レート線のシフトの方向が異なる。市中銀行が対外債務を発行し外国から資金を取り入れる場合には、市中銀行バランスシートの負債側で対外債務証券が増え、資産側で銀行の手持ち外貨が

図3 投機的アタックのタイミング



(出所) 図2と同じ。

増加する。銀行が外貨を中央銀行に持っていくと、所定のレートでペソに交換され、準備口座に入金される。すると、中央銀行のバランスシート上では、負債側に準備預金増、資産側に外貨増が記録される。この場合、外貨準備を増強するため、シャドウ・レート線は下方シフトする。一方、中央銀行が市中銀行に新規債務を発行させ、その引き替えに現金を準備口座に振り込むと、資産側の国内信用が増え、同じ額だけの銀行準備が増える。これはシャドウ・レート線を上方シフトさせる。

(注1) こうした手法は、将来の貨幣増発期待と現在の価格水準の関係を求めた Sargent and Wallace [1973] のモデルが最初である。

## II 外貨準備減少のストック要因

### ——貨幣需要の減少と政策対応——

本節では、前節で展開した議論をベースに、貨幣需給の観点から外貨準備減少のストック要因を探っていく。

1994年3月以降のメキシコは、国際利子上昇、国内政治の混乱など、貨幣需要を減らすようないくつかの外生ショックに見舞われた。通貨危機発生のタイミングを遅らせるためには、貨幣需要が減少して外貨準備が減少した場合には、国内信用を削減する必要がある。しかし、バンコ・デ・メヒコ（メキシコ中央銀行）のとった対応は、全く逆の国内信用拡張であった。さらに、政府は公的対内債務の構成を CETES 中心から TESOBONOS 中心にシフトさせた。外貨建て債務の実質価値は、インフレーションや切り下げによる課税によって減少しない。このため、プライマリー収支黒字でまかなうこと

ができなければ、政府は支払い停止か資本規制を敷くしかない。よって TESOBONOS 発行残高の増加は、カントリーリスクを高めた。以上の政策は、危機発生のタイミングを早めることになった。

### 1. 外生ショック

#### (1) 国際利子率の変動

米国の利子率は1990年半ばから約5年間低下し続けた後、94年2月4日に米国連邦準備銀行がフェデラルファンド・レートを引き上げたのを皮切りに、その後も6回、合計で2.5%ポイント引き上げた。

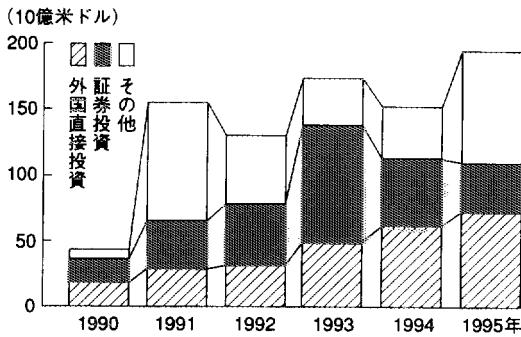
1990年からの米国利子率低下は、メキシコの89年の対外債務削減合意によるカントリーリスクの低下と重なったこともあり、メキシコへの大量の資本流入をもたらすというかたちで貨幣需要を高めた。とくに、1993年は世界的な新興市場ブームが頂点に達した年であり、途上国全体への資本流入は大幅に増加し、なかでもポートフォリオ投資は2倍近くに増加した(図4)。こうした世界的な新興市場ブームにも乗り、メキシコへの資本流入はほぼ倍増し、1992年の208億ドルから93年には361億ドルに増加した(図5)。

ところが、米国利子率の引き上げ以降は米国からの資本流出は減少し、ポートフォリオ資金を中心に新興市場への資本流入も減少する。資本流入の大半をポートフォリオ資金が占めていたメキシコにおいても、資本流入は1992年レベルまで減少した。図6にあるように、1994年3月以降は資本流入が急減し、4月、9月、10月、11月は、証券資本の純流出を記録していた。

#### (2) 政治的混乱

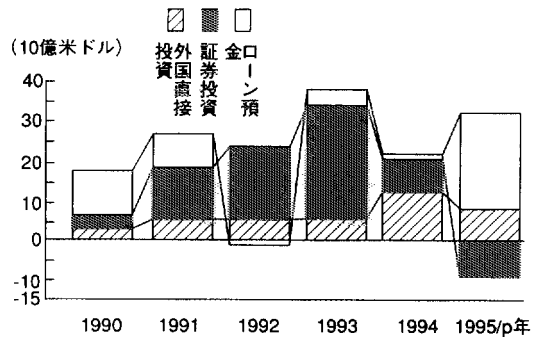
メキシコへの資本流入が減少した理由は、内

図4 途上国への純資本フロー



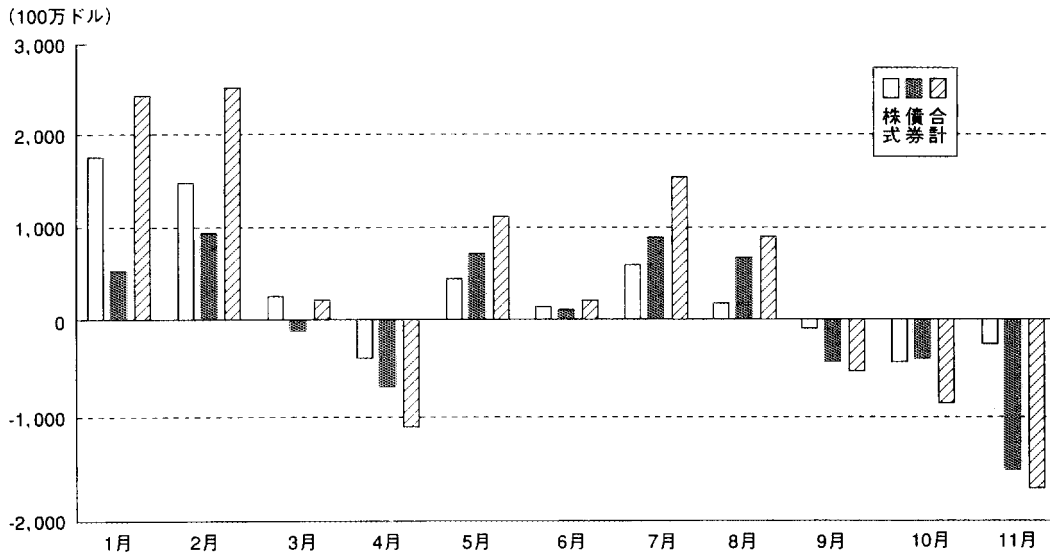
(出所) IMF, *International Capital Markets 1996* (Washington, D. C.: 1996), Table 1より作成。  
 (注) その他は、貿易信用、ローン、現金、預金、IMF 信用などを含む。

図5 メキシコへの純資本フロー



(出所) Banco de México, *The Mexican Economy 1996* (Mexico City: 1996), Table 43, 50.

図6 海外からの証券投資 (1994年)



(出所) バンコ・デ・メヒコ資料。

外利子率格差の縮小だけではない。1994年はメキシコにとって政治的混乱の年であり、Banco de México [1995] や Gil-Díaz and Carstens [1996] が強調するように、リスクの高まりによって資本流入が減少していた。NAFTA 発効の1月1日にメキシコ南部のチアパス州にお

いて「サパティスタ国民解放軍」(Ejército Zapatista de Liberación Nacional: EZLN) が先住民の権利保護をうたって蜂起したのをはじめ(注1)、3月にはドナルド・ルイス・コロシオ与党大統領候補の暗殺、トップバンカー誘拐、8月には大統領選挙、9月にはホセ・フランシスコ・ル



イス・マシュー与党幹事長暗殺、11月には幹事長暗殺の捜査にあっていた実弟のマリオ・ルイス・マシュー副検事総長が捜査妨害をした疑いで辞任するなど、数多くの政治的事件が発生していた。

資本流入の減少が顕著になったのは、3月のコロシオ氏暗殺以降である(図6)。事件直後は資本流出が続いたために、政府は4月に米加両国政府との間で外貨準備防衛のためのクレジットラインを設定しなければならなかった。クレジットライン設定後は小康状態が続いていたが、11月のマリオ・ルイス・マシュー副検事総長の辞任後には、米国の利子率引き上げと重なったこともあり、再び資本流出が活発化する。そして、1994年12月に入ってから、同年1月13日

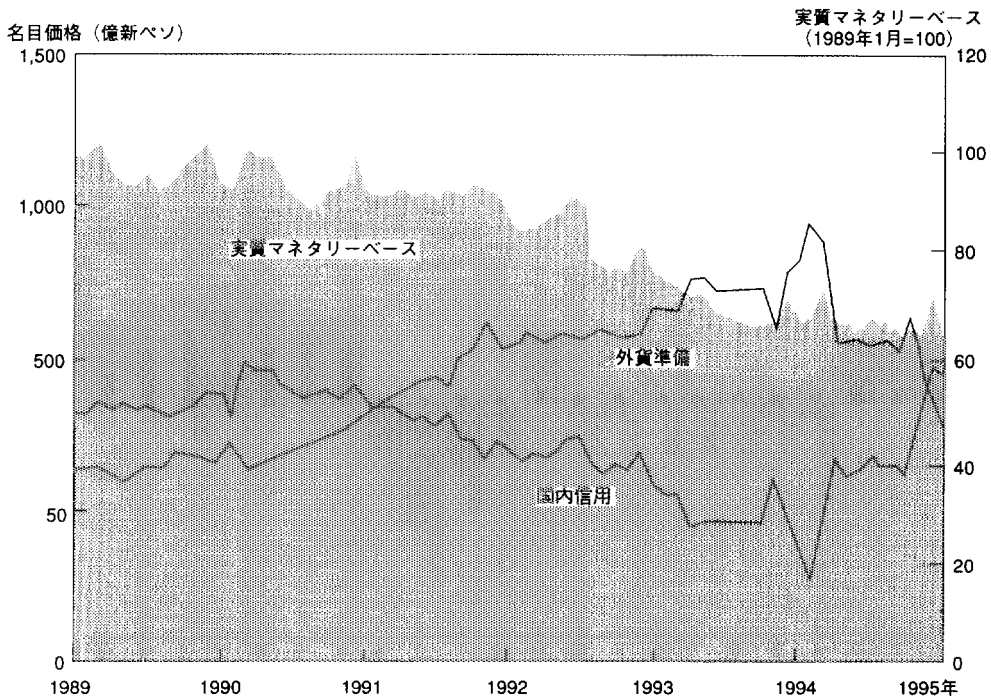
の停戦以降目立った動きのなかったサパティスタ・ゲリラが軍事行動を激化させ始める。とくに、切り下げ前日の12月19日には反乱軍は政府軍の包囲網をすり抜けて州内の38の市を占拠し、同日行われた記者会見では、カリスマ的な指導者の「副司令官マルコス」が軍事行動を再開すると述べている(*El Financiero Internacional*, 1994.12.26~1995.1.1)。

## 2. 政策対応

### (1) 金融政策

資本流入は外貨準備を通じてマネタリーベースを増やす。バンコ・デ・メヒコは1990年前後から金融緩和による支出拡大をさけるため、図7にあるように、外貨準備の増加を相殺するように国内信用を削減し、不胎化政策を開始した。

図7 不胎化政策



(出所) IMF, *International Financial Statistics*, October 1996 より作成。

ところが、1994年3月以降に外貨準備が減少し始めると、それまでとは逆に国内信用を増やし、マネタリーベースを一定に保つような金融政策をとりはじめた。図8にみられるように、国内信用の増加は、おもに商業銀行向けの信用拡張によって占められていた。こうした金融政策は、外貨準備減少のスピードを加速させたと考えられる。

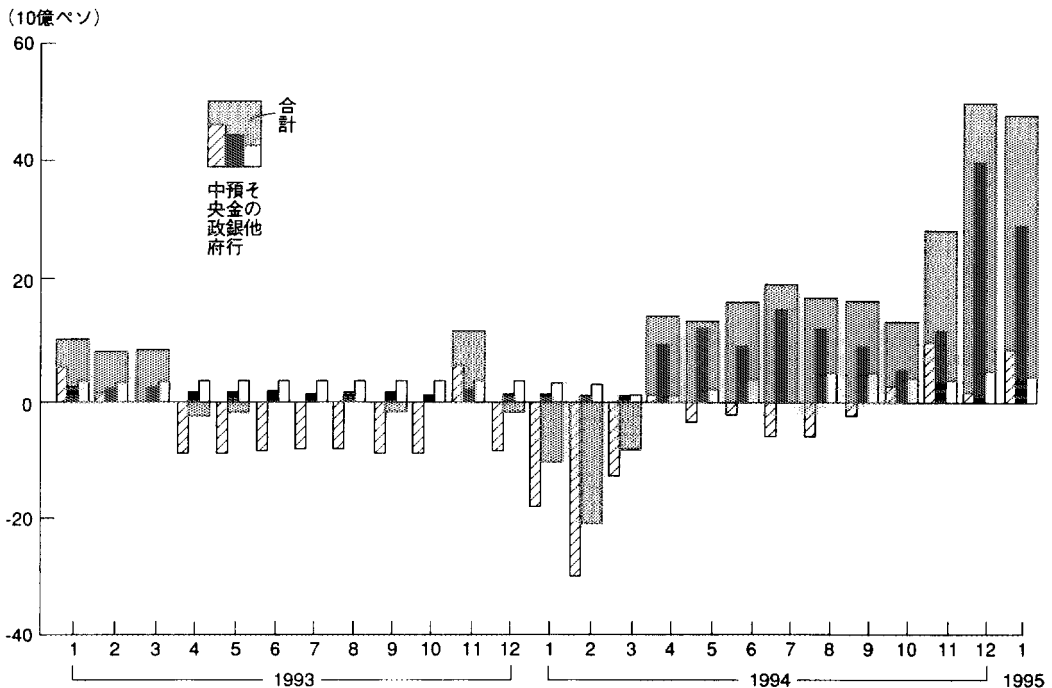
(2) 国債管理政策

1994年4月以降、図9に見られるように、メキシコ政府は従来の CETES 中心の公的対内債務構成を TESOBONOS 中心にシフトさせてきた。投資家の負担していた為替リスクを政府が負担することで、資本を国内に留めようとしたものと考えられる。また、TESOBONOS への

代替は、為替リスク分だけ利払いを減らす効果もあった。しかしこの結果、1995年内に償還する TESOBONOS の額は289億9050万ドルのほり、12月末の切り下げ前の外貨準備61億4800万ドルでは、2月までの累計償還額の71億ドルすらまかなえない状態にあった(図10)。

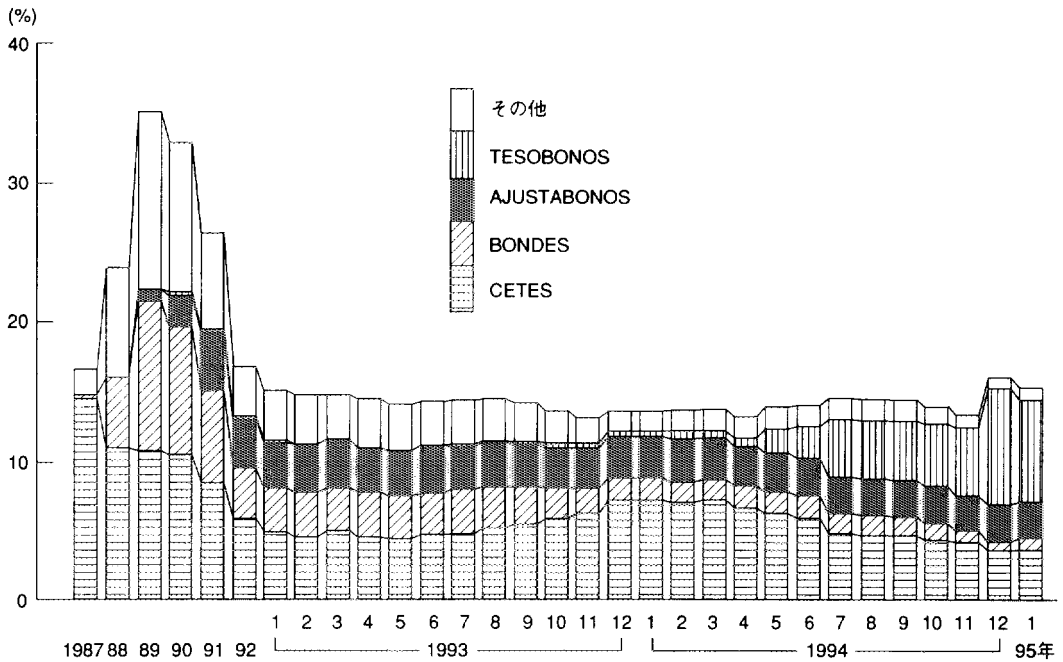
ペソの交換性を維持するという前提にたてば、TESOBONOS 発行は対外債務の発行に等しかった。為替切り下げや信用増発は、「対外債務」の実質価値を引き下げることにはできない。このため、政府が TESOBONOS 償還の資金を得るためには、急激な財政支出削減と増税によってプライマリー収支黒字を出すか、為替レート切り下げや国内信用増発により、為替リスクやインフレーション・リスクのカヴァーされてい

図8 国内信用の推移



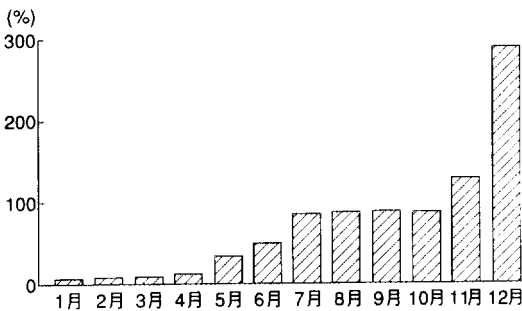
(出所) 図7と同じ。

図9 公的部門の対内債務構成（対GDP比）



(出所) Banco de México, *Indicadores Económicos*, 各号。

図10 TESOBONOS 残高/外貨準備



(出所) 図9に同じ。

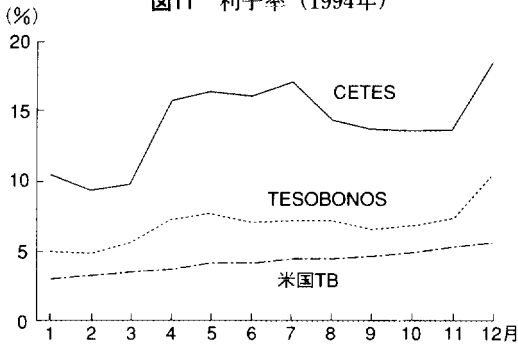
ないペソ建て資産保有者に課税するか、または支払停止か為替規制を敷くしかなかった。

ただし、1994年になってからペソ建て国債の発行残高は減少しており、インフレ税や切り下

げによる課税ベースは縮小していた。このため、もし切り下げや信用増発をするのであれば、以前よりも大幅に行わざるを得なかった。図11において、 $\langle \text{CETES 利子率} - \text{TESOBONOS 利子率} \rangle$  を切り下げ期待として見ると、このことを反映して切り下げ期待は拡大している。支払停止か為替規制を敷く可能性も排除できないはずであったが、 $\langle \text{TESOBONOS 利子率} - \text{米国 TB 利子率} \rangle$  をカントリーリスク・プレミアとしてみると、国債管理政策によってカントリーリスクが高まる可能性は市場では明確に認知されていない。

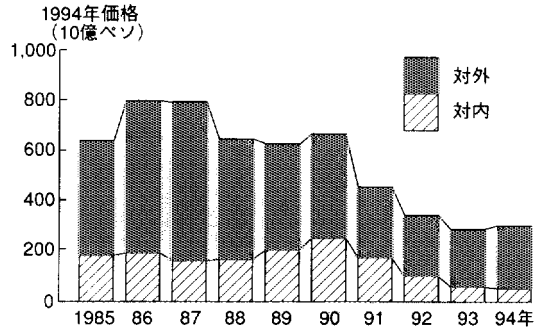
このように、政府の国債管理政策は切り下げ期待を通じてアタック開始時点を早める働きがあったと考えられる。

図11 利子率 (1994年)



(出所) IMF, *International Financial Statistics*, October 1996. TESOBONOS は, Banco de México, *Indicadores Económicos*, 各号より作成。

図12 公的純債務



(出所) Banco de México, *The Mexican Economy 1996* (Mexico City: 1996).

ここで考えねばならないのが、なぜ政府は新たに借入ができなかったのかということである。1989年以降、メキシコ政府の債務は94年価格で減少傾向にあったこと(図12)、危機後に国債が内外の資本市場で購入されて債務の増加が許容されていることから、94年末の危機が政府の支払能力問題に端を発していたと判断することは適当ではない。よって、外貨流動性不足は対外借入で解決できたはずであった。

政府が新たに借入ができなかったのは動学的不整合(注2)が原因である。政府は自らの支出を削減したり増税などで収入を増やすことで、信用増発に頼ることなく、外貨に裏付けられた資金を蓄えることができる。よって、一時的に外貨が足りなくなったとしても、将来において、政府がこうした調整政策をとることが確かであれば、投資家は借り換えに応じるはずである。

しかし、コストのかかる調整政策の実施をすべての投資家に検証可能なかたちで政府が事前に約束することは、技術的に不可能である。あらゆる経済状態に応じた契約内容を書くことはできず(完備契約の不可能性)、政府の政策内容

がコストをかけずに誰でも観察することができないため(情報の非対称性)、資本市場は不完全にしか機能しない。このため、政権が末期にあつて近視眼的な行動をとることが許されるならば、事前に調整を約束しながら、借り換えができたと同時にその約束を破棄することが政府にとって最適な行動となる。

たとえ、政府が約束を誠実に実行しようと考えていたとしても、情報の非対称性や完備契約の不可能性により、危険回避的な投資家は政府のモラル・ハザードを防ぐことが難しいと判断し、約束不履行の可能性を無視することができない。その場合には、約束の信認は低いと判断され、約束不履行のリスクを織り込んだ高い割引率でしか債券は購入されず、そのコストは政府が負担する。政府の設定した割引率がこうしたリスクを十分にカバーするものでなければ、投資家は借り換えに応じない。

次に述べるように、経済安定の一環として、メキシコ政府は為替レートのバンドを維持することを約束していた。この約束を守るためには、少なくとも国債償還額と等しい財政黒字(プライマリー収支黒字)を出さなければならない。しかし、TESOBONOSの償還スケジュールが

1995年前半に集中していたのにもかかわらず、政府は特別な財政調整努力をせず、外貨準備に裏づけられた償還資金を有していなかった。こうした国債管理政策と財政政策のミスマッチが、国内信用拡大と相まって為替政策の信認を低め、借り換えを難しくしたのである。

(注1) EZLNについては、淵上 [1996] を参照のこと。

(注2) 動学的不整合に関しては、Kydland and Prescott [1977] を参照のこと。

### III 外貨準備減少のフロー要因

#### —— 経常収支赤字 ——

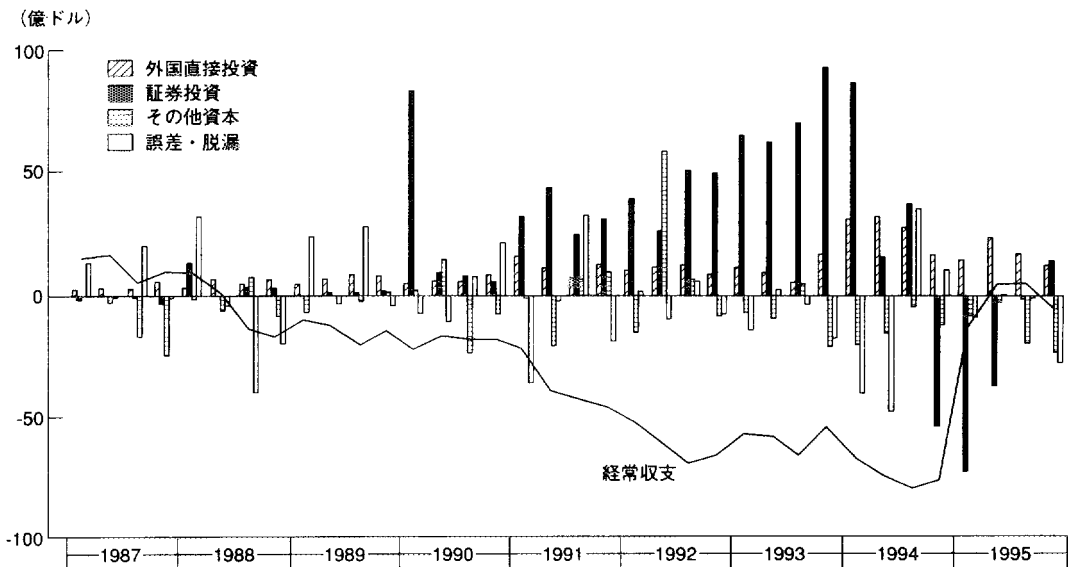
本節では、図13にみられるような巨額の経常収支赤字をもたらした原因を検討する。経常収支赤字は外貨準備減少要因となるためである。以下では、まず、為替レートベースのインフレーション安定化が経常収支に与える効果を吟味し、次に、金融自由化がM<sub>2</sub>供給を増やし、支出増加を促したことを示す。

1. ヘテロドクス安定化政策と実質増価

メキシコは、1987年に価格統制を併用する(ヘトロドクス) 為替レートベースの安定化政策(ERBS)<sup>(注1)</sup>を開始した。為替レートをアンカーとして採用した背景には、過去6年間にわたるオーソドクスな安定化政策が大量の失業を生み出してしまったことへの反省がある。今回の危機まで継続していた安定化政策が開始された1987年当時、イスラエルなどで実施された価格統制を併用するERBSは、雇用に負担を与えることなくインフレーション収束に成功しつつあり、メキシコの政策立案者に大きな影響を与えていた(Aspe [1993, pp. 16, 21-22])<sup>(注2)</sup>。

メキシコのヘテロドクス政策は、イスラエル同様、社会協約(Pacto)の形式をとっていた。

図13 国際収支 (各年第1四半期)



(出所) 図7に同じ。

価格統制という直接的介入手段を用いるため、非市場的な取り決めに要したのである。Pacto では、政府が財政黒字の拡大に努め、労働者が賃金引き上げをひかえ、企業家が価格引き上げを抑えるという役割分担があった。こうした各主体の調整努力は、為替レートを固定化し、為替レートによる継続的な相対価格調整ができないヘテロドクス安定化政策を持続させるための、不可欠な要素であった。

その一方、Pacto 締結においては、賃金引き上げや価格引き上げのメルクマールに将来期待される為替減価率が用いられたため、政府が為替レートを安定的に保つことが価格統制維持に必要となっていた。

図14にあるように、価格固定などの効果により1988年に入るとインフレ率は急速に低下した。しかし同年末には外貨準備が半減し、利子率も高い水準にとどまるなど、マクロ経済は不安定な状況にあった。こうした不安定さを払拭したのが、1989年の外国債権銀行団との債務削減合意と90年の銀行再民営化をはじめとする大規模

な民営化プログラムである。政府は対外債務負担を削減した後、民営化収入を国内債務の削減にあて、フローの財政スタンスも引き締め基調を堅持した。

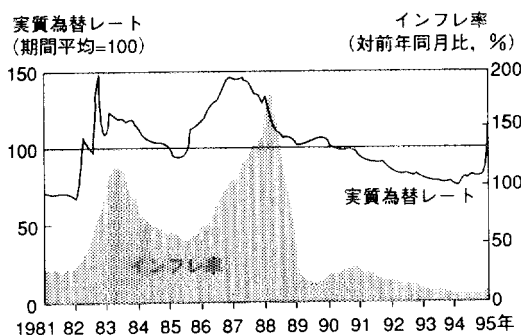
Pacto の中心の変数である為替レートが名目アンカーとして割り当てられてインフレ率以下の切り下げ率しか認められなかったことを考えれば、実質増価は当然の帰結であった(図14)(注3)。

実質増価が起こったとき、政策当局は、現在のレートがどれだけ「均衡」実質為替レートから乖離しているのか把握する必要がある。ただし、変わりつつある国際経済環境と国内の経済構造を考慮して「均衡」レートを算出することは至難の業であり、政府としては自国と貿易相手国の物価上昇率の差よりも為替減価率が小さくならないように注意することが精いっぱいである。

Dornbusch and Werner [1994] は、1987年12月の大幅切り下げ以来、さまざまな物価指標で計算したあらゆる実質為替レート指標が単調に増価していることを指摘しており、20%の切り下げを提案している。切り下げ幅や実質為替レートの調整方法について意見を異にしながらも、米国ブルッキングス研究所で開かれたシンポジウムでは、ペソの過大評価について一様な合意ができており、1993年末の時点でゆきすぎた実質増価を危ぶむ声が聞かれるようになっていた。

実質増価の影響もあり、輸出は1991年になって対GDP比で1.96%ポイント減少し、92年にはさらに1.26%ポイント減少した。輸入は対GDP比で1983年から増え続け、91年は90年と同水準であったものの、92年には1.15%ポイント上昇した。

図14 インフレーションと実質為替レート



(出所) 図7に同じ。

(注) 米国とメキシコのCPIでデフレートした値。実質為替レートの値の低下は増価を表す。

## 2. 金融自由化—— $M_2$ の供給増加

このように名目為替レートが硬直的であった場合、プラスのインフレ率を所与とすると、国内支出が機動的に削減されなければ、通貨危機を避けることができない。ところが、図15にみられるように、メキシコの民間消費、民間粗固定投資は、1987年末に安定化政策が開始されてから伸び続けていた。民間国内支出（＝民間消費＋民間粗固定投資）は、1988、89年には民間消費と民間粗固定投資に押され、90年以降は民間粗固定投資の増加を反映して急激に伸びている。

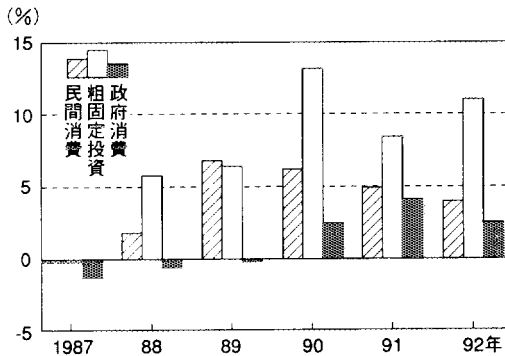
一見すると、国内支出拡大は奇妙である。なぜならば、先にみたように、インフレーションを抑えるべく、バンコ・デ・メヒコはマネタリーベースを名目値で一定に保つように不胎化をしていたからである。1990年代にもインフレーションが続いていたことを考えれば、図7にあるように、実質マネタリーベースは減少していた。このことは、マネタリーベースでみると金融政策は緊縮的であったことを示すため、上記のような支出が増加し続けたことを説明しにく

い。

しかし、支出水準と最も関係が深い貨幣量は、マネタリーベースではなく、 $M_2$ などのマネースtockと考えるべきであろう。マネースtockは、1987年末の安定化政策開始時に大幅に削減した後、急激に増加している。図16のように、マネタリーベースが一定、または、減少しているときに  $M_2$  が増加するのは、貨幣乗数が加速したためである（図17）。

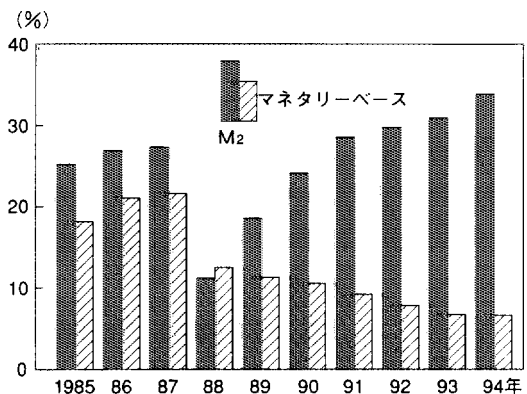
それでは、貨幣乗数はなぜ加速したのだろうか。ここで重要なのが金融抑圧の解消である。メキシコ政府は1982年の債務危機以来、財政赤字を高準備率規制、または、国債(CETES)の強制割り当てなどを通じた銀行部門への間接的な課税によってまかかってきた。ところが、CETES市場が整備され、銀行以外の投資家が国債を購入するようになり、インフレが収まると、銀行部門に課税をする必要性が薄れてきた。また、資源配分の観点からも、分野別貸出規制や利子率規制など、複雑な規制体系によって歪められていた金融市場を改革する必要性が盛んに

図15 国内需要変化率（対前年比）



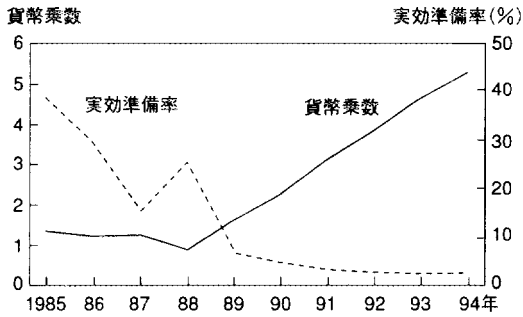
(出所) INEGI, *Sistema de Cuentas Nacionales de México* (Aguascalientes: INEGI, 1994).

図16 貨幣供給対 GDP 比



(出所) 図7に同じ。

図17 準備率と貨幣乗数



(出所) 貨幣乗数は、IMF, *International Financial Statistics*, October 1996; 実効準備率は、棟近 [1995]。

議論されるようになっていた(注4)。こうした動きを受け、メキシコ政府は1988年から金融自由化を開始する。

自由化によって準備率引き下げ、利子率規制撤廃が実施されると、M<sub>2</sub>などの貨幣供給量が飛躍的に増加した。なかでも大きく増えたのは、定期預金などの準通貨と国債であった。定期預金の増加は準備率引き下げ、国債増加は政府赤字ファイナンスが市中消化に移行したことの影響と考えられる。こうして、金融仲介活動が活発化したことにより、貨幣乗数は急速に加速した。

貨幣供給増加により、利子率の代表的指標である28日物 CETES の利子率は、1988年の金融自由化直後に急騰した後、次第に低下している。インフレーションを差し引いた実質利子率も、同様の動きをしている。これらは貨幣需要の増加以上に貨幣供給が増えたことの証左である。つまり、金融自由化により、支出に対する制約が和らいだのである。

もちろん、支出拡大を金融緩和だけに求めるのは適切ではない。民営化や規制緩和は新たな投資機会を与え、債務削減とインフレーション低下は、マクロ経済動向の透明性を高め、支出

を刺激したと考えられる。1982年以降、成長が低迷していたことを考えれば、抑えられていた投資や消費が回復したのは自然である(注5)。

しかし、政府はこれらの支出拡大要因を考慮に入れて金融政策を立てねばならない。政府が実質為替レートの増価や消費投資の高まりなどを相殺するに十分な緊縮的金融政策をとらなかったことが、経常収支赤字を拡大させた原因といえよう。

(注1) Exchange Rate Based Stabilization は、為替レートの減価率を減らすことで貿易財を通じたインフレーション抑制をねらった安定化政策である。ERBSの詳細については、Rebelo and Végh [1996] を参照のこと。また、1982年以降のマクロ経済政策については、Aspe [1993], Lustig [1992], OECD [1992], 棟近 [1995]などを参照のこと。

(注2) Pedro Aspe氏は当時の大蔵大臣で、Pactoの設計者といわれ、サリーナス政権の経済政策策定に広く関わっていた。

(注3) 完全な不胎化が行われなかったため、資本流入によっても実質増価は引き起こされていた。

(注4) 規制緩和前は、銀行貸出の20~30%だけが規制を受けない自由な貸出であった。詳しくは、棟近 [1995] を参照のこと。

(注5) ヘテロドクス安定化政策が開始されると、消費投資ブームが発生することが Kiguel and Liviatan [1992] によって指摘されている。ただし、メキシコでは民間消費の増加率は次第に減っていく一方で、投資の増加率は減っていない。よって、投資の増加はキゲル=リヴァイアタン流の一時的なブームだけでは説明できないことが示唆される。

#### IV 資本市場国際化の投機的アタックへの影響

今回の危機の特徴として、投機的アタックを仕掛けた資本のうちに資本市場に投下された資本が含まれていたことがあげられることが多い。



今回の危機は、大戦後に国際資本移動が本格的に証券化されてから最初の危機であり、「メキシコ型」通貨危機という呼び名は、資本市場を通じて金融の国際化が進んだ状況下の通貨危機を指すものと思われる。1990年以降、メキシコをはじめとするラテンアメリカ新興市場国には大規模な資本流入がみられたが、これはアメリカの利子率低下という外生ショックに加え、各国における資本市場を国際化しようとする政策努力の成果でもあった。そこで、以下では、証券化が危機発生のタイミングにどのような影響を与えるのかを考察する。

### 1. 資本市場国際化の進展

メキシコの資本市場に多額の資金が流入した理由の一つには、構造調整により資本市場の整備と国際化が進んだことを挙げることができる。以下では、資本市場発展の国際的側面を取り上げる(注1)。

メキシコの株式市場(ボルサ)の国際化は、先進諸国の金融当局がボルサを認知したことで進展する。1990年6月の日本の大蔵省を皮切りに、91年2月7日に英国国際株式取引所、同年2月19日には米国のSEC (Securities and Exchange Commission: 証券取引委員会) が、ボルサを“Offshore Designated Security Market”と認め、自国の証券会社が事前の届出なしにメキシコ株を自国内で売買することを許可した。さらには9月には米国のSECはボルサを“ready market”として認定している。

メキシコ国内の改革としては、1989年の外資法の改定で外国人の株式取得制限が緩和され、外国人が信託基金を通じて代表権のない優先株式を購入することが可能になった。1990年1月には、市場取引規約が制定され、大蔵省、証券

取引委員会、銀行委員会、バンコ・デ・メヒコに監視が委任されることになった。1990年半ばには、メキシコで最初の格付け機関が米国の格付け会社スタンダード・アンド・プアーズ社の助言の下に設立され、93年末までにさらに3社が設立されるに至っている。

国債市場の国際化は、外国人による国債の取得を金融当局が順次解禁していったことですすんでいった。まず、1989年7月6日に国内証券会社が外国人と BONDES(注2)、AJUSTABONOS(注3)、TESOBONOSについて取引することが認可された。1990年12月5日には外国人が CETES を保有することが解禁され、同じ12月5日には商業銀行に対しても証券会社と同様の国債取引を外国人相手に行うことが認可されている。

これらの一連の規制緩和により、外国人によって保有されている国債の合計は1991年末の98億6890万ペソから93年末には679億5050万ペソに増加している。1993年10月の時点での28日物と91日物 CETES の外国人保有比率は59.3%、TESOBONOSが87%、AJUSTABONOSが57%であり(Carlsen [1993, p. 112])、外国人による国債保有の内訳は CETES が70.2%、AJUSTABONOS が20.1%、TESOBONOS が5.9%、BONDES が3.9%であった。

国際化の進展により、証券投資は対墨投資の約85%を占めるようになった。株式市場は、1993年において新興市場第2位(世界で第12位)の時価総額と第4位(同第17位)の取引高を誇り、短期の CETES を中心とした国債市場は、海外からの投資額が累計で218億ドルを超え、高い流動性と高い格付けを有していた。

## 2. 「メキシコ型」通貨危機は存在するか

### (1) 資本流入の影響

1980年代前半までと比較した90年以降の資本流入の特徴には、流入チャネルが信用市場ではなく、流動性のより高い資本市場になっていたこと、対政府貸付の満期が短くなったこと、の2つが挙げられる。こうした特徴に着目した議論の中には、1982年の債務危機と比較し、「メキシコ型」通貨危機とは「逃げ足の早い」短期証券資金が流入したことによって引き起こされた新しい種類の危機であるという理由で、従来とは違う対応の必要性を訴えるものが少なくない(注4)。

そこで、本項では資本移動形態の違いが、投機的アタック発生にどのような影響を与えるのか考えてみることにしたい。ここでは、まず形態を特定せず、資本流入が投機的アタックの起こりやすさに与える影響について考えてみよう。

一般に、海外から資金が流入すると、為替レートが増値するか、外貨準備が増えるか、またはその両方が起こる。資金が流出するときにはその逆が起こる。メキシコでは、前述のように、為替レートはインフレーション抑制に割り当てられており、為替市場における需給を調整するように変動させていなかった。このため、流出入の影響はおもに外貨準備の変動として現れた。

資本流入は外貨準備を通じてマネタリーベースを増やす。増加したマネタリーベースは、直接支出にまわるか、または、金融・資本市場に流入して利子率を低下させ、支出を刺激する。支出が拡大すると経常収支が赤字化し、いずれは投機的アタックを引き起こしてしまう。

ただし、政府が完全な不胎化政策をとっているときには、マネタリーベースは拡大しない。

また、不胎化政策によって資金流入時に外貨が蓄えられていれば、海外から流入した資金が流出して外貨準備が減少したとしても、外貨準備は流入以前の水準に戻るだけであり、危機は発生しない(注5)。

たとえば、国際利子率が低下し、上昇して元に戻るというサイクルを想定しよう。国際利子率の低下局面——マネタリーベース需要上昇局面——に支出が拡大しなければ、国際利子率が上昇したときにマネタリーベース需要が減少して、外貨準備が減少しても、外貨準備は以前の水準に戻るだけである。よって、完全な不胎化が行われており、経常収支赤字が十分に小さく外貨準備を大幅に減らさなければ、通貨危機は発生しない。

### (2) 証券化の影響

次に、証券化が投機的アタックに与える影響について考えてみよう。国際資本移動が証券化されると、メキシコ国内で証券を適宜売却することで、資金を速やかに国外に持ち出すことができる。ただし、このことと投機的アタックの発生とは直接的な関係はない。なぜならば、投機的アタックは国内信用が拡張した末に発生するものであり、満期前の証券売買は国内信用を変化させないからである。

もしも、資本市場の資金が投機的アタックに加わっても、他の条件を一定とすれば、従来の貨幣市場だけのアタックと違いはない。民間主体同士の証券売買は、中央銀行の資産項目の国内信用と外貨準備の比率を変化させないからである。たとえば、ある主体が証券を売却したとしよう。証券を売却するためには、他の主体がそれを購入する必要があるが、その購入代金は貨幣市場の資金である。つまり、証券を購入し

た主体から売却した主体に資金が移動するだけで、中央銀行の信用発行残高は変化しない。よって、アタックを仕掛ける主体が流動性の高い証券を保有した主体であっても、シャドウ・レートは変化しない。このため、資本の流入形態が流動的な証券であるか、固定的な貸付であるかは、投機的アタック発生のタイミングには関係がない。

### (3) 満期短期化の影響

最後に、満期の短期化の影響について考えてみよう。市場参加者が完全予見<sup>(注6)</sup>の期待を形成すると仮定すれば、満期の長さは危機発生に関係がない。リスクが実現することが確実な場合には、短期であれ、長期であれ、損失を織り込んだ価格でしか投資はされないからである。

図3において、政府が借金のため、市中で国債発行することを考えてみよう。中央銀行は政府に完全に従属していると想定する。国債が市中で消化されると、投資家の保有していた貨幣は、国債と交換されて政府へ移動する。このオペレーションは、国内信用総額を減少させるため、図3に描いたように、シャドウ・レートの軌跡は $s_t$ から $s'_t$ に下方シフトする。そして、この国債の満期がくると、政府は中央銀行に信用増発させて償還資金を手に入れる。このため、シャドウ・レートの軌跡は、 $s'_t$ から $s_t$ に戻る。

ここで、発行する国債の満期を $t_1 - t_0$ だとしよう。先ほどと同じように完全予見を想定すると、投資家は $t_0$ 時点で借り換えに応じるものの、 $t_1$ 時点ではディスカウントされた価格でしか応じない。なぜならば、 $t_2$ 時点は $s_t$ における均衡アタック時点(図3のE点)以降なので、借り換えが行われずに償還されたときにキャピタルロス<sup>(注7)</sup>を被るからである。もちろん、

すべての投資家が借り換えに応じれば、 $t_2$ で償還は行われず、キャピタル・ロスも発生しない。しかし、 $t_4$ 時点で必ずキャピタル・ロスが発生するため、 $t_3$ 時点で借り換えに応じる投資家はいない。このため、 $t_2$ 時点で借り換えに応じた投資家にもキャピタル・ロスが発生する。よって、 $t_2$ 時点で借り換えに応じる投資家はいない。経済がたどるのは、図3の太線となる。

長期債が発行された場合にも、結論は変わらない。長期債の満期は、図3で $t_2 - t_0$ で表されるとしよう。このとき $t_0$ では、政府は以前と同じ価格では長期債を発行できない。 $t_0$ 時点での長期債購入は、償還時点 $t_2$ においてキャピタル・ロスを伴うからである。よって、 $t_0$ 時点では、長期債を借り換えることができなくなる。

以上のように考えると、今回の危機においても問題とすべきは、証券化や満期の短期化ではなく、従来同様、信用増発であることが分かる。図7でバンコ・デ・メヒコの国際資本移動に対する姿勢を見ると、資本流入が急増し始めた1991年からは、積極的な不胎化政策をとっていることが分かる。

こうしたバンコ・デ・メヒコの政策は、十分に支出が抑えられていれば、国際利率が上昇しても危機を防ぐように働いたことであろう。しかし、第III節の2で見たように、バンコ・デ・メヒコの注意深いマネタリーベース管理とは裏腹に、金融は緩和されて民間支出が増加し、経常収支赤字を通じて外貨準備は減っていたのである。

(注1) ペソ資産市場発展の国内的側面、とくに、金融自由化、CETES 市場発達、そして財政赤字との関係

については、棟近 [1995] を参照のこと。

(注2) Bonos de Desarrollo. 国立開発銀行の発行する長期債。ペソ建てペソ支払。

(注3) Bonos Ajustables. インフレーション・インデクス付き大蔵省証券。

(注4) たとえば Griffith-Jones [1996] など。

(注5) 厳密には、内外の利子率格差だけ外貨準備は減少する。不胎化に伴う内外利子率格差は、中央銀行の赤字 (quasi-fiscal deficit) として計上される。

(注6) 完全予見の仮定は簡単化のためのものであり、確率的な変動を含んだ合理的期待を想定しても、結論は質的に変化しない。危険回避的な投資家と信用増加率に関する不確実性を想定した場合には、国内で成立する利子率にリスクプレミアが加算される。国内信用増加率の期待値が一定であるときには、時間とともにシャドウ・レートは減価し、確率ショックがシャドウ・レートを固定レートよりも減価させる可能性が高まる。このため、危機が近づくにつれ、国内利子率のリスクプレミアは大きくなる。

## V 危機への対応

### 1. 安定化政策——AUSEE と PARAUSEE

経済混乱が深まるなか、セディーヨ大統領は1995年1月3日に緊急経済対策 (Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica: AUSEE) を発表した。AUSEE は、これまでの Pacto と同様に、政府、労組、経営、農業の代表が項目に合意して調印する社会協約スタイルをとっていた。

AUSEE は、短期的な外貨不足対策としての需要削減と為替レート以外の価格統制、そして中長期的な成長と外貨獲得を意図した民営化プログラムを基本的な内容としており、方向性としては妥当な内容であった。しかし、4者合意という形式を踏襲しているものの、Pacto の中心となってきた為替レートはフロート制に移行し、その推移を事前に議論することは困難にな

った。このため、合意された内容の現実妥当性について吟味することは、交渉当事者の4者ですら難しくなった。

合意がこうした不確実性を持つため、AUSEE で掲げられた目標達成の実現可能性には疑問がもたれており、とくに為替レートに1ドル4.5ペソを想定するのは過大評価である、という指摘が協定締結直後からあがっていた。以前は、Pacto を自己強化していた為替レートの期待が、Pacto 締結を困難にしていたのである。また、後述するメキシコへの国際支援パッケージの融資条件には、資金を短期債務と長期債務のスワップにしか用いることができないことが明記された。このため、経常収支赤字140億ドルというAUSEEの目標は達成困難となっていた。

注目されていた為替レートは、2月に入っても乱高下を続けながら1ドル6ペソ台を推移し、国債も買い手がつかない状態であった。このため、メキシコ政府には、より厳しい需要削減を通じた安定化政策をとる必要がでてきた。こうしてセディーヨ政権は、2月26日より減価した為替レートを基にした Pacto 内容を変更するよう提案を行い、3者と協議に入ったのである。

しかし、より厳しい需要削減と価格統制、税率引き上げなどを主張するセディーヨ政権は、経営、労組との合意に達することができなかった。この間、市場では為替規制の懸念や交渉決裂によるスタグフレーションの深刻化を予想して、3月9日には史上最安値の1ドル=7.45ペソを記録する。そして、3月9日の夜、オルティス蔵相は、Pacto によらない安定化政策 (Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de

Unidad para Superar la Emergencia Económica: PARAUSEE) を発表した (Ortiz [1995])。

メキシコ政府は、1995年を調整の年と捉え<sup>(注1)</sup>、インフレーション抑制と外貨準備増強に努めた。財政は収入が3.8%減少したのに対応して支出を4.9%減少させ、政府の総合収支(PSBR)を1994年の17億ペソの赤字から8億ペソの黒字に引き上げた。金融政策では、国内信用を大幅に削減して高利子率政策を維持した結果、インフレーションは年間で51.97%となった。為替レートはインフレ率以上に大幅に切り下がったため、メキシコと米国のCPIで割り引いた1995年の実質為替レートは、94年から約42%減価した。

実質減価と国内支出の減少は、貿易収支を1994年の185億ドルの赤字から70億ドルの黒字にし、94年に288億ドルにも達した経常収支赤字を6億ドルにまで削減した。1995年の財輸出は製造業を中心に増加し、94年の608億ドルから795億ドル(30.75%増)となった。一方、財輸入は資本財と消費財を中心に減少し、1994年の793億ドルから724億ドル(8.72%減)になった。しかし、資本収支では証券投資が1994年の81億ドルの黒字から10億ドルの赤字に転じ、直接投資も11億ドルから7億ドルまで減少した。

厳しい安定化政策の実施は、国内生産を大幅に減少させた。GDP成長率は1995年全体で-6.93%となり、失業率は94年12月の3.2%からピークの95年8月には7.6%にまで増加した。

## 2. 銀行救済

危機直後の銀行の正味資産の減少を前に、金融当局は銀行預金保護基金(Fondo Bancario de Protección al Ahorro: FOBAPROA)を利用して、預金保護のための緊急融資(Programa de Capitalización Temporal: PROCAPTE)と、再資本

化のための資金注入を開始した。

利子率が急騰し金融危機が深刻化するなか、1995年3月3日に金融グループ Asemex-Banpaís が経営悪化によってバンコ・デ・メヒコの監督下に入り、FOBAPROAの救済スキーム適用の第1号となった。この後も、Bannobre, Inverlat, Union, Cremi, Orienteなどの銀行が経営破綻を引き起こし、これら銀行の事実上の国有化が行われた。PROCAPTEが預金保護をうたっていたため、金融機関の経営危機によって預金の取付騒ぎは起こることはなかった。しかし、現在までに18行ある商業銀行のうち6行が倒産し、残りの銀行もすべてが再資本化のためのスキームに入った。

銀行だけでなく、銀行に対して債務を負う主体にも財政支援が実施された。1995年9月から開始された「銀行債務者救済プログラム」(Acuerdo de Apoyo Inmediato a los Deudores de la Banca: ADE)は、中小の債務者(銀行ローン総額の75%)が対象とされ、96年9月30日まで利子支払の減額、遅延による割増利子支払の免除、遅延に関する法的手続の停止、追加的担保を必要としないことなどを内容とした。また、インフレ率上昇に伴う債務返済の前倒し効果を避けるため、インフレーション・ユニット(Unidades de Inversión: UDIs)が導入された<sup>(注2)</sup>。

救済措置は、国債発行を重用して信用増発をできる限り避けるかたちで行われているが、国債発行の増加は将来世代に大きな負担を残すことになった。

## 3. 国際支援策

国外では、1995年1月31日に米国政府のイニシアティブによる528億ドルの国際金融支援パ

パッケージが提唱された。パッケージの内訳は、米国の為替安定化基金から200億ドル、IMF から178億ドル、国際決済銀行 (BIS) から100億ドル、ラテンアメリカ諸国政府から10億ドル、カナダ政府から10億ドル、さらに日米欧の民間銀行から30億ドルの融資である。

このパッケージが発表される前には、1994年4月26日に米加両国政府と合意していた88億ドルの信用枠に加え、180億ドル (米国負担額は90億ドル) の国際金融支援が95年1月2日に公表され、さらに13日には米国政府が TESOBONOS の返済保証額を400億ドルに拡大することを発表、26日にはIMF が77億6000万ドルのスタンドバイ協定を結ぶなど、国際的な支援策が次々に講じられていた。

しかし、米国の債務保証策は議会の反対にあり、IMFのスタンドバイも締結まで1カ月弱を要したため、メキシコの金融市場は不安定な状態が続いていた。そして30日、米議会の承認がこれ以上遅れると近いうちに為替規制を敷かざるを得なくなる、という電話連絡をメキシコのオルティス蔵相から受けたこともあり、クリントン政権は議会承認を必要としない支援パッケージを発表したのである。

このパッケージでは、TESOBONOS 償還に伴う国内信用拡張に対し、満期が5～10年の長期資金を貸し付けることで、流動性危機を解決しようと考えていた。パッケージは成功し、債務の借り換えが順調に進んだ結果、1996年2月に政府はTESOBONOSの償還を完了した。借り換えによって発生した対米債務も、順調に返済が進んでいる。国際資本市場では、危機発生4カ月後に国立開発銀行が1億7000万ドルの債券を発行し、民間ではバナメクス銀行が5カ月

後に2億650万ドルの債券を発行している。

(注1) メキシコ大蔵省のホームページ(<http://www.shcp.gob.mx/>) 掲載文書 (SHCP [1996])。危機以後、外貨準備データを隠蔽していたとの批判を受けたメキシコ政府は積極的な情報開示を進めており、「安定化政策の一環」と位置づけている。

(注2) 実質利率がインフレ率の水準と無関係な場合、インフレ率が高まると、名目利率は同じポイントだけ高くなる。このとき、元本の返済スケジュールは現在に近い将来時点ほど増加するため、名目および実質の返済負担は前倒しされる。

## むすびにかえて

国内外に大きな傷跡を残したメキシコ危機から、われわれは以下のことを学ぶことができよう。

第1に、外生ショックに対応した柔軟な政策実施の重要性である。メキシコは金融的に小国であり、バンコ・デ・メヒコが国際利率をコントロールすることもできなければ、米国と金融的に統合された現在は、国内利率を引き下げることにも限度がある。よって、貨幣需要が減少しているのであれば、国内信用を削減するなどの調整政策が必要である。また、国債借り換えを円滑にするため、償還スケジュールを長期に分散させる一方、フロー面でも、償還額に応じたプライマリー収支黒字を出す必要があった。

第2に、柔軟な金融政策が保証されるためには、まず、銀行システムが健全である必要がある。不良債権が積み上がっていると、銀行システム維持のために、国内信用が受動的に増発される傾向があるからである。メキシコの銀行システムは、危機発生以前から高い不良債権比率

が指摘されており、正味資産は低い水準にあった。危機発生後は、再資本化プログラムの一環として、銀行は自己資本を積み上げることが求められ、リスクの高い貸付を回避するようになった。このため、銀行は、国際的に名声を確立した優良な借り手以外への与信を削減している。危機以前までの銀行経営が健全であれば、銀行信用減少の程度も軽微で済み、政府の銀行救済のための支出も少額に留まっていたはずであった。さらに、銀行システムの不安定化は、カントリーリスクを通じて利子率を高めるため、債務者の返済負担を引き上げ、景気低迷を深刻化させることも想起する必要がある。

第3として、政府から独立した中央銀行を確立することが望ましい。バンコ・デ・メヒコが外貨準備が減少しているときに国内信用を拡大したり、為替リスクの政府への移転といった小手先の国債管理政策を許容しなければ、危機を防ぐことができたかも知れないからである。国際利子率上昇時の金融引き締め効果は、バンコ・デ・メヒコの政策手段をもってしてコントロールすることは難しい。これに逆らって信用を拡大させると、インフレーション、または、外貨準備の減少を招く。よって、信用拡大への政治的圧力から解放されるべく、中央銀行は独立性を高める必要がある。また、TESOBONOS増発が通貨価値を不安定化させる可能性を考慮すれば、バンコ・デ・メヒコは、政府の国債管理政策に対してクレームをつけるべきであった。この面においても、憲法において保証された政府からの独立性を確固たるものとし、今後は政策に関するチェック・アンド・バランスを機能させることが求められる。

最後に、今後の研究課題を挙げておきたい。

まず、第1に指摘されねばならないのは、貨幣需要の計測である。貨幣需要の利子率弾力性は低いことも考えられ、本論で示した各要因が定量的にどれほど危機の原因として重要であったかは、計量的手法によって確認する必要がある。とくに、国内利子率がどれほどアメリカの利子率に影響されているのか、資本移動の活発さを定量的に計測することは、今後の金融政策立案において重要な課題となろう。

第2は、今後の危機再発への対応策である。メキシコが流動性危機に陥ったことからわかるように、国際資本市場は不完全である。このため、政府は対外借入において、経常収支赤字の累積値が通時的にゼロになるというストック制約だけではなく、外貨準備の閾値を下回るような規模の経常収支赤字を一定期間内に出してはならないというフロー制約も考慮しなくてはならない。これらの制約を守るかどうかの判断は、政府がその便益と損失を比較考量して決定するであろう。このとき、政府はテキーラ効果のような危機の外部不経済を考慮しない。よって、各国政府が制約を守るために払う努力水準は、世界経済全体にとって最適な水準よりも低くなり、通貨危機が望ましい率以上に発生しやすくなる。

厚生改善のためには、外部性を内部化するような公的な措置が正当化される。こうした健全な政策を促す事前的ルールづくりと同時に、危機が発生したときのセーフティネットの提供方法——事後措置——も考慮しなければならない。国際資本市場には、最後の貸し手となる「国際政府」は存在しない。よって、危機の伝播を有効に防ぐ制度を分権的に構築する方法を考えていく必要がある。

【参考文献】

- アジア経済研究所 [1995] 『メキシコの通貨危機とアジアへの教訓』緊急レポート アジア経済研究所。
- 浜口伸明・伊藤成朗 [1995] 「メキシコの国際収支危機」(アジア経済研究所 [1995])。
- 浜口伸明 [1995] 「メキシコの金融危機：サリーナス政権の6年間が残したもの」(『ラテンアメリカ・レポート』vol. 12 no. 1 (3月号) アジア経済研究所)。
- 淵上 隆 [1996] 「サバティスタ民族解放軍とチアパス和平交渉」(『ラテンアメリカ・レポート』vol. 13 no. 2 (6月号))。
- 棟近みどり [1995] 「メキシコの金融自由化と財政赤字ファイナンス」(伊東和久編『発展途上国の金融改革と国際化』研究双書 No. 449 アジア経済研究所)。
- Aspe, Pedro [1993], *Economic Transformation: The Mexican Way*, Mass.: MIT Press.
- Banco de México [1994], *The Mexican Economy 1994*, México, D. F.
- Banco de México [1995], *The Mexican Economy 1995*, México, D. F.
- Buira, Ariel [1996], "The Mexican Crisis of 1994: An Assessment," in Teunissen ed., pp. 11-26.
- Burki, Shahid Javed, and Sebastián Edwards [1995], *Latin America after Mexico: Quickening the Pace*, Washington, D. C.: Latin America and the Caribbean Region Technical Department, World Bank.
- Calvo, Guillermo A., and Enrique Mendoza [1996], "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle," *American Economic Review AEA Papers and Proceedings*, vol. 86, no. 2 (May), pp. 170-175.
- Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart [1993], "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," *IMF Staff Papers*, vol. 40, no. 1 (March), pp. 108-151.
- Carlsen, Laura [1993], "La Bolsa Mexicana de Valores," *El Cotidiano*, vol. 59, Diciembre, pp. 108-113.
- Dornbusch, Rudiger, and Alejandro Werner [1994], "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth," *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 253-297.
- Eichengreen, Barry, Andrew K. Rose, and Charles Wyplosz [1996], *Contagious Currency Crises*, NBER Working Paper Series, no. 5681, July, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Flood, Robert P., and Peter M. Garber [1984], "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples," *Journal of International Economics*, vol. 17, no. 1-2 (August), pp. 1-13.
- Gil-Díaz, Francisco, and Agustín Carstens [1996], "One Year of Solitude: Some Pilgrim Tales about Mexico's 1994-1995 Crisis," *American Economic Review AEA Papers and Proceedings*, vol. 86, no. 2 (May), pp. 164-169.
- Griffith-Jones, Stephany [1996], "How Can Currency Crises Be Prevented or Better Managed?" in Teunissen ed., pp. 64-77.
- Kydland, Fin E., and Edward Prescott [1977], "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, vol. 85, no. 3 (June), pp. 473-491.
- Kiguel, Miguel A., and Nissan Liviatan [1992], "The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations," *The World Bank Economic Review*, vol. 6, no. 2 (May), pp. 279-305.
- Krugman, Paul R. [1979], "A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 11, no. 3 (August), pp. 311-



- 325.
- Krugman, Paul R. [1995], "Dutch Tulips and Emerging Markets," *Foreign Affairs*, vol. 74, no. 4 (July/August), pp. 28-44.
- Lustig, Nora [1992], *Mexico: The Remaking of an Economy*, Washington, D. C.: The Brookings Institution.
- Mishkin, Frederic S. [1996], *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*, NBER Working Paper Series, no. 5600, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- OECD [1992], *OECD Economic Surveys: Mexico*, Paris.: OECD Publications.
- OECD [1995], *OECD Economic Surveys: Mexico*, Paris.: OECD Publications.
- Ortiz Martínez, Guillermo [1995], "Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica," *Comercio Exterior*, vol. 45, no. 3 (Marzo), pp. 228-232.
- Rebelo, Sergio and Carlos A. Végh [1995], *Real Effects of Exchange-Rate-Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories*, Rochester Center for Economic Research Working Paper no. 405, June (New York: University of Rochester).
- Sachs, Jeffrey D., Aaron Tornell, and Andrés Velasco [1995], *The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?*, NBER Working Paper Series, no. 5142, June, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Sachs, Jeffrey D., Aaron Tornell, and Andrés Velasco [1996], *The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?*, NBER Working Paper Series, no. 5563, May, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Sargent, Thomas and Neil Wallace [1973], "The Stability of Models of Money and Growth with Perfect Foresight," *Econometrica*, vol. 41, no. 6 (May), pp. 1043-1048.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público [1996], *Mexico: Economic Policy Guidelines for 1996*, México, D. F.
- Summers, Laurence [1996], "Summers on Mexico: Ten Lessons to Learn," *The Economist*, Dec. 23 1995-Jan. 5 1996, p. 52.
- Teunissen, Jan Joost, ed. [1996], *Can Currency Crises Be Prevented or Better Managed?: Lessons from Mexico*, Hague: FONDAD.
- 〔付記〕 本論は、平成6年度にアジア経済研究所で行われた「市場経済と財政金融」研究会の成果の一部である。本論の多くは浜口＝伊藤[1995]の成果に負っている。本論執筆にあたり、研究会に参加した各委員、とくに渡辺慎一委員（国際大学）、棟近みどり委員（東洋大学）、そして、アジア経済研究所総合研究部の浜口伸明氏、そして、レフェリーの方々に貴重なコメントをいただいたことを記して感謝する。また、メキシコ国内での調査でメキシコ国立自治大学のクレメンテ・ルイス・ドゥラン教授にお世話になったことにも感謝したい。本論における誤りは筆者一人のものである。
- （アジア経済研究所総合研究部）