

第5章

メキシコの金融制度にみる開発と国家

はじめに

1982年を境にメキシコの開発戦略は、国家主導の輸入代替工業化から市場原理主導の輸出指向工業化へと抜本的な転換を遂げた。82年まで国家は、輸入や外資の規制、税制優遇措置により国内の企業を保護・育成し、インフラ建設を行い、さらに公企業を設立し自らが生産主体となることで、工業化の主導役を果たしてきた。それを可能としたのは、経済システムの諸相に配置されたさまざまな制度であったが、なかでも重要なのが資金の流れを司る金融制度である。それは、銀行システムに流入する資金や海外からの資金が政府を介してインフラ建設や公企業・優遇部門への投資に向かうように制度設計されていた。このような制度は、60年代のメキシコの高度経済成長の実現に一定の役割を果たしたと評価されている。しかしそれは、制度自体が抱える問題により徐々に機能不全に陥り、82年の対外債務累積問題の発生を契機に破綻した。それによって国家主導の工業化も行き詰まった。新戦略においては、開発における国家の役割は後退し、代わって民間企業の役割が重視されている。そのような変化にともない経済諸制度の見直しが行われ、80年代後半から90年代前半にかけて経済改革が急進展した。改革の重要な柱のひとつが金融制度改革であったことはいうまでもない。

旧制度はさまざまな問題を抱えてはいたが、国内の貯蓄や海外からの資金

を政府を介して投資へと誘導するという、非常にわかりやすい開発のための金融の道筋を示していたといえる。本章の目的は、そのような旧制度との対比において、新しく導入された金融制度が、果たしてどのような開発の道筋を示すものなのかを明らかにすることにある。メキシコは金融制度改革後の1994年12月に82年以来の通貨危機を、さらにその後は銀行破綻を経験しており、新制度が果たして開発の道筋を示しうるのか、未だもって不透明であるといえる。金融制度改革の理念と特徴、ならびに新制度のもとでの金融の実態を検討することによって、新制度の意義と開発に対する可能性と限界を探りたい。

メキシコの金融制度改革については数多くの論考が発表されている。その多くが、金融制度改革の進展状況や1994年メキシコ通貨危機の要因を分析したものである⁽¹⁾。本章の特徴は、新しい金融制度がメキシコの経済開発においてもつ意味を論じようとする点にある。新しい金融制度が想定する開発の道筋、ならびにその現実の姿を明らかにすることによって、新戦略が果たして「開発」の名に値するものであるのかを検証したい。

なお、1982年から現在に至るまでの期間を、金融制度改革の力点の置きどころを基準に時期区分すると、大統領期にほぼ一致する三つの時期、すなわちデラマドリー (De la Madrid) 政権期 (82～88年)、サリナス (Salinas) 政権期 (82～94年)、セディヨ (Zedillo) 政権期 (94年から現在) の3期に区分できる。このうち本章においては、新しい金融制度の大枠が整ったと考えられるサリナス政権期までを扱うこととする。94年の通貨危機、その後の銀行破綻と続くセディヨ期は94年までに確立した制度の手直しの時期と位置づけられ、制度改革の性格が異なるため、この時期についての分析は別の機会に譲りたい。

本章の構成は以下のとおりである。まず第1節において輸入代替工業化期の金融制度の特徴とその行き詰まりの要因を概説する。第2節においては1980年代から94年通貨危機発生までの金融制度改革の概要を明らかにする。第3節においては、金融制度改革の成果を金融システムにおける資金の流れ

の変化から検証する。第4節では、第3節で明らかにされた事実にもとづいて、新しい金融制度が描く開発の道筋を探る。最後に、新しい金融制度のもとでのメキシコの開発の可能性と限界について、本章の議論を総括することとむすびにかえたい。

第1節 輸入代替工業化期の金融制度とその行き詰まり

1. 輸入代替工業化期の金融制度

メキシコ政府は1940年代以降、高率関税や輸入ライセンス制などの輸入規制による国内産業の保護、外資規制や補助金の支給・税制優遇措置による国内民間企業の育成、インフラの建設、さらには公企業の設立による生産への直接的関与により、輸入代替工業化の進展に重要な役割を果たしてきた⁽²⁾。このような政府の積極的経済介入を資金面で支えたのが、独特の金融制度であった。以下に輸入代替工業化期の金融制度に関する古典的研究と目されるブラザースとソーリスの著作 (Brothers and Solis [1966])、ならびに同時期を扱った研究のなかでは手堅い実証研究と評価できるゴメス・オリバルの著作 (Gómez Oliver [1981]) にもとづいて、その基本的な特徴を述べたい⁽³⁾。

メキシコで証券市場が成長するのは後述のように1970年代後半の石油ブーム以降であり、輸入代替工業化期の金融システムとは、事実上、銀行システムを指す。銀行システムの主要な金融仲介機関は、公的機関では唯一の発券銀行である中央銀行と、ナショナル・フィナンシエラ (Nacional Financiera: NAFIN) を中心とする政府系開発銀行、民間機関では商業銀行とフィナンシエラであった。フィナンシエラは商業銀行に課された規制の多くを免れたことから、40～50年代に急成長を遂げた金融仲介機関である⁽⁴⁾。各金融仲介機関の主な資金源は、政府系開発銀行が政府の信託基金、海外の公的金融機関からの借入そして金融債の発行、商業銀行は各種預金、フィナンシエラは

金融債の発行と一部、預金であった。預金・債券は、低所得でインフレ・リスクに敏感な顧客からの資金調達を容易にするために、高い流動性が保証されていた。預金・債券の高流動性は、資金運用のあり方を規定し、政府を介さない民間企業・個人の資金調達は短中期が中心であった。

輸入代替工業化期の金融財政政策の特徴は、経済成長と物価・為替の安定という、両立が難しい二つの課題を同時に達成することを目標とした点である⁽⁵⁾。そのために重要な役割を果たしたのが、メキシコに独特の準備金制度であった。

準備金制度とは、民間金融仲介機関に対し、預金と特定の債務の合計中の一定比率、または特定日以降のそれらの増加分中の一定比率を、現金および公債（政府債券、公企業社債など）による中央銀行への預託、または政府が指定する優先投資部門への融資とすることを義務づけた制度である。当初は商業銀行のみが対象であったが、規制逃れのために商業銀行からフィナンシエラに資金が流れたことから、1958年以降はフィナンシエラが扱う預金も準備金義務の対象となった。金融機関の所在地、債務がペソ建てか外貨建てか、さらに経済情勢に応じて、準備金の率と構成は変化した。構成は当初は現金のみであったのが、48年に公債が加わり、さらに49年に政府指定の優先投資部門への融資が組み入れられた⁽⁶⁾。また準備金の比率は50年代以降徐々に引き上げられた⁽⁷⁾。このような制度によって政府は、民間銀行やフィナンシエラの資金を、自らの財政赤字の補填財源や通常では引き受け手を見つけることが困難な公債の購入、政府が育成したい特定部門への融資に誘導した。

準備金制度によって政府に吸い上げられる資金の価格を安価に抑える役割を果たしたのが、銀行預金金利に対する規制であった。低金利の公債を商業銀行が引き受けることが可能であったのは、預金金利が規制によってそれ以下に低く抑えられ、銀行は低コストで資金を調達することができたためである。低金利にもかかわらず銀行に資金を預けたのはもっぱら、地方在住者ならびに小口預金者であった。銀行が他の金融機関がもたない地方店舗網を有したこと、預金には債券にみられるような最低取引限度額がなかったことに

よる。規制対象から外れたフィナンシエラ発行の金融債をはじめとする民間の各種債券の金利水準は高く、貸出金利はそれをさらに上回った⁽⁸⁾。このように金利水準は公的部門と民間部門で二分され、公的部門は低コストの資金調達が可能であったのに対し、民間部門は高コストのそれを強いられた。ただし、民間金融機関の融資が高利の短中期融資中心であったことは、1960年代までは民間の資本形成を阻む大きな要因とはならなかった。それは、第1に、銀行システムを介さない、たとえば企業の内部留保資金や、企業から企業、海外から企業へ直接貸し付けられる巨額の資金の流れが存在し、民間のとくに大企業の資本形成はもっぱらこの部分に依ったためである⁽⁹⁾。第2に、産業構造が労働集約的なこの段階では、長期の設備投資資金より短期の運転資金の需要が大きかったこと、短期資金の借り換えが恒常的に行われ、事実上中長期資金と化していたこと、などのためである。

以上のように制度配置された金融システムを、資金は次のように流れた⁽¹⁰⁾。1930年代の資金の流れは比較的単純で、家計・企業から商業銀行を介し家計・企業へ向かう流れ、家計・企業ならびに海外から政府系開発銀行を介し公企業と優先投資部門へ向かう流れ、政府債券の引受けにより中央銀行から政府へ向かう流れ、以上の三つが存在した。40年代にはそれに家計・企業からフィナンシエラを介し家計・企業へ向かう資金の流れが加わった。準備金制度の本格的運用が始まり、金融システムへの影響が明らかとなるのは50年代以降である。公債の準備金への組み入れにより、政府債券の引受け先は従来の中央銀行から商業銀行・フィナンシエラへと比重を変化させた。また、政府債券引受けの負担を軽減させた中央銀行は公企業、政府系開発銀行への融資を増やした。一方、準備金制度によって従来の政府系開発銀行に加えて、商業銀行、フィナンシエラ、中央銀行からの融資の道が開かれたことによって、公企業と優先投資部門への資金の流れはその量を増した。準備金制度はこのように、金融システムに流入する資金を、政府、公企業、優先投資部門へと導く回路をシステム内に造り出したといえる。

準備金制度は民間金融機関の資金を準備金として吸収することで、中央銀

行による通貨供給量の調整を可能としたことから、物価安定の手段としても機能した。とくにメキシコのような、陸続きで先進国と国境を接している国にとって、金融システムが順調に機能するために、物価の安定はきわめて重要な要件であった。物価上昇により実質金利が低下する場合、物価上昇や外貨準備の減少により為替切り下げ懸念が生じる場合、メキシコから隣国へ容易に資金が逃避するためである。資金を金融システム内に留め置くためには、物価と為替の安定が不可欠であった。準備金制度は物価安定化の手段としても十分機能し、年間インフレ率は1955年に14.6%を記録して以降、72年まで1桁で推移した⁽¹¹⁾。一方、為替は55年から75年まで1ドル12.5ペソに維持されたが、この間経常収支は常に赤字であり、赤字幅も拡大の一途を辿った⁽¹²⁾。経常収支赤字の拡大による通貨切り下げを阻んだのは資本収支の黒字であった。黒字に貢献したのが、海外の公的機関からの政府系開発銀行への貸付と、海外からの直接投資であった。ただし外貨準備は60年代に減少を続け、資本逃避が起きればすぐに枯渇する恐れがあった。メキシコ経済への信頼、その根拠としての物価の安定と高度経済成長、加えて政権と政策への信頼、等々の条件が資本逃避を阻んでいたといえる。

2. 国家介入型金融制度の行き詰まり

以上の叙述に輸入代替工業化期の金融制度の問題点を探るとすれば、次のような点を指摘することができよう。第1に、上述の金融システムが機能するための要件の議論と関係するが、この制度がメキシコ経済への信頼というきわめて不安定な基盤の上に成り立っていた点である。物価の安定、高度経済成長、政権と政策への信頼など、先にあげた条件のいずれが損なわれても資本逃避が起り、金融システムに流れる資金は急減する可能性があった。第2に、公的部門への安価な資金提供を可能にする金利規制が、金融システムへの潤沢な資金の流入を阻んだ点である。預金金利は低く抑えられ、株式市場は未発展のため、インフレ、為替リスクを嫌う余剰資金は、不動産投資、

外貨建て金融債の購入、海外の銀行預金に向かった。第3に、公的部門による資金の吸収、安価な融資が、反面において民間部門における貸付資金の価格をつり上げた点である。民間金融機関による短期、高利の貸付資金は、企業の投資資金にはなにくかった。一方、企業の側はそのような銀行システムに依存することなく、利潤の再投資や企業間の貸付によって必要な投資資金を賄ってきたといえる。それを可能にしたのは、保護体制が可能にした企業の高利潤と経済の急成長であった。

以上のような問題を内包しながらも、1960年代までは準備金制度を軸とする金融システムは順調に機能した。問題が一挙に顕在化するのは、70年代のエチェベリア (Echeverria) 政権期 (70~76年) である。

エチェベリア政権は、財政・金融政策においてそれまで重視されてきた金融の安定を政策目標から後退させ、成長を重視した財政拡張政策へと方針を転換させた。政府が方針転換を行ったのは、1971年にGDPが59年以来の最低値となったこと、所得格差拡大など経済成長のひずみが拡大し政府への批判が強まったこと、政権交代にともない政権の特色づくりが必要であったことなどの理由による。成長と格差是正の二つの目標を達成するために、政府はエネルギー（とくに石油開発）、運輸・通信、農業、教育、社会福祉への支出を急増させた⁽¹³⁾。そのためにあらゆる手段で財源の確保が図られた。ひとつの手段は増税であったが⁽¹⁴⁾、急増する支出を賄うには不十分で、主要な財源は金融システムと対外借入に求められた。

1972年以降、準備金比率が次第に引き上げられた⁽¹⁵⁾。インフレにより実質金利が低下したことから、民間金融機関へ流入する資金量は実質的に減少した。それにもかかわらず準備金比率が引き上げられたために、民間金融機関から民間企業・個人へ貸し付けられる資金は73年以降一貫して減少した。クラウドイング・アウトを引き起こすまでに準備金比率が引き上げられたにもかかわらず、財政赤字を埋めることはできず、結局、不足分は対外借入と中央銀行による通貨発行で賄われた。エチェベリア政権期に公的対外債務は71年の45億ドルから76年の196億ドルへと急増した (Tello [1979] pp.

63,142)。

エチエベリア政権期に国家の経済介入は大幅に強化された。しかし金融システムは国家の介入を支えるには不十分で、準備金制度に頼った資金調達はすぐに限界に達した。代わって比重を増したのは、海外借入や、通貨発行にもとづく中央銀行からの借入だった。しかしこれらの方法は、金融システムが依って立つ基盤をゆるがすことになる。すなわち、中央銀行による財政赤字補填は、通貨供給量の急増によるインフレと経常収支赤字の拡大をもたらした⁽¹⁶⁾。インフレは実質金利を低下させ、金融システムへの資金流入を滞らせる一方、為替の過大評価を進行させ通貨切り下げ期待を生んだ。経常収支の赤字は対外借入が埋め合わせたが、その結果、対外債務が累積した。物価・為替の安定、高度経済成長、政府と政策への信頼等々、金融システム内に資金を引き留める役割を果たしてきた多くの条件が失われることによって、資本逃避が発生し、外貨準備が急減した。1976年に政府は債務返済不能に陥ると同時に、55年以来同一水準で維持してきた為替の大幅切り下げを余儀なくされるのである⁽¹⁷⁾。

国家主導型の開発戦略、ならびにそれを支えた金融システムは、1976年に行き詰まりの様相を呈した。しかしそれらが実際に終焉を迎えるのは82年のことである。エチエベリア政権期に進んだ石油開発が実を結び始めた70年代後半に、国際石油価格が高騰したことから、メキシコ政府には新たな財源として石油輸出代金と、石油に裏付けられた先進諸国の商業銀行からの潤沢な貸付資金がもたらされた。このような資金に依拠して、エチエベリア政権期をさらに上回るスケールで、続くロペス・ポルティエーヨ (López Portillo) 政権下に国家主導の経済開発が続行されたのである。76年に200億ドル弱であった公的対外債務は、82年までにおよそ600億ドルまでに膨れ上がった⁽¹⁸⁾。同時にこのような潤沢な資金が、すでに機能不全を顕にしていた金融システムの存続を可能にしたのであった。

以上の叙述から、第二次世界大戦から1982年に至るメキシコの輸入代替工業化の過程は、財政規模を指標とする国家の経済介入の度合いに着目すれば、

70年を境に二つの時期に分けられるといえる。70年以降は、国家の経済介入はそれ以前と比較して飛躍的に強まった。国家の経済介入を促したのは、60年代末から70年代初頭にみられた成長率の低下、経済成長のひずみの拡大などの現象であった。その重要な要因として、工業化過程が重化学工業中心の、より困難な段階へ進展した点をあげることができる（星野 [1992] p.15）。成長率回復とひずみ是正のために、国家は経済介入を拡大させたが、しかし従来の準備金制度による資金誘導の方法はそれを支えるには不十分であった。代わってにわかに重要性を増したのが、物価・為替の安定にとって問題の多い対外借入や通貨発行であった。このように考えると、82年の対外債務累積問題は直接的には70年以降の政府財政の膨張によって生み出されたものといえる。しかしより根本的な要因を辿れば、工業化のさらなる進展を支えきれなくなった輸入代替工業化期の金融システムのあり方に行き着く。その意味では遅かれ早かれ制度改革は不可避であったといえる。

第2節 金融制度改革の進展

1982年の対外債務累積問題の発生は、国家主導の輸入代替工業化戦略の行き詰まりを露呈させ、市場原理主導の新戦略への転換の契機となった。82年以降、状況打開の必要と海外からの圧力の二つの力に促される形で、貿易自由化、外資規制の大幅緩和、公企業民営化など、輸入代替工業化を支えた諸制度の抜本的改編が進むが、金融制度改革もその一環に位置づけられる。

冒頭に述べたように、1982年から現在に至る期間を、金融制度改革の力点の置きどころを基準に時期区分すると、大統領期にはほぼ一致する三つの時期に分けることができる。第1期はデラマドリー政権期（82～88年）で、銀行システムは国营体制のもとで旧来の枠組みを維持しながら、一方で証券市場の育成が図られた。第2期はサリナス政権期（88～94年）で、銀行システムにおける旧来の枠組みの一掃と銀行システムと証券市場を統合した新たな金

融システムの確立に力点が置かれた。第3期はセディヨ政権期（94年以降）で、94年の通貨危機とその後の銀行破綻への対応に翻弄された時期であるが、サリナス政権期に確立した新システムの基本的枠組みは維持された。以下においては、サリナス政権期までの金融制度改革について検討する。

1. デラマドリー政権期の金融制度改革の意義

デラマドリー政権期の金融制度改革については、筆者は別の論考で扱ったことがあるので詳細はそちらに譲り（星野 [1993]），ここではサリナス政権期の金融制度改革との比較的地から、二つの点を指摘したい。第1点は、サリナス政権期の改革では国家の経済介入の縮小、金融の分野に限れば国家の金融仲介機能の縮小、という方針が明白に読みとれるのに対し、この時期には未だにそのような方向性は明確になっていない点である。例えば、82年の商業銀行国有化後、銀行部門は政府が、証券部門は民間が担うといったように、金融システム内での活動領域の線引きを狙ったような法制度の整備が進む（星野 [1993] p.156）。また、後述するように、商業銀行に依存した財政赤字ファイナンスはデラマドリー政権期に強化されている。これらの事実を考慮すればこの時期の制度改革は、新自由主義的な改革の走りというより、むしろ82年の大規模な資本逃避に対して前政権がとった場当たりの銀行国有化の後始末をどうするか、とくに政府批判勢力に転じた財界をいかに懐柔するか、債務累積により対外借入の道が閉ざされた状況において財政赤字ファイナンスの財源をどう確保するか、等々の差し迫った問題への対応の結果と解釈することが可能である。これらの問題への一挙両得の解決策が証券市場育成策であったといえる。証券市場の育成は、銀行を奪われた財界に新たな活動の場を提供すると同時に、政府の財政赤字ファイナンスにも新たな道を開くものであった。第2に、このように証券市場育成は、80年代前半の政治経済状況への対応と理解しうるものの、証券市場整備の動き自体はすでに70年代に始まっていたという点である。74年のエチェベリア政権期に、それ

までの専門銀行 (banca especializada) 制に代わり、銀行に債券取引の道を開く複合銀行 (banca multiple) 制が法改正により導入された。インフレ昂進によるマイナス金利で資金不足に陥った銀行の要求で実現したといわれる (Danby [1997] pp.33-34)。75年には証券市場法 (Ley de Mercado de Valores) が制定され、76年には証券取引所が現在のメキシコ証券取引所 (Bolsa Mexicana de Valores) に再編されている。さらに78年には期間1年未満の割引短期債である連邦財務証券 (Certificados de la Tesorería de la Federación: Cetes) の発行が開始された。ただし82年まで証券市場は、株式・社債発行による民間企業の資金調達の場合として重要性を増したものの、財政赤字ファイナンスの場合としての重要性はもたなかった。Cetesの発行市場、流通市場が急成長するのは、82年の第4四半期のCetes取引の自由化により、入札参加者が自由に価格と取引量を決められるようになって以降であった (Aspe [1993] p.78)。

2. サリナス政権期の金融制度改革

(1) 金融制度改革のねらい

サリナス政権期に金融制度改革の策定・実施の中心となったのは、大蔵大臣のP・アスペである。経済学者でもあるアスペは、自らが指揮した経済改革について著作を著しているが (Aspe [1993])、そこにおいて新しい金融制度の要件として、第1に経済の安定を保証する制度であること、第2に、開発のための投資、そのための貯蓄を動員できる制度であること、第3に、不利な立場に置かれる中小零細企業の資金調達を可能にする制度であること、この3点をあげる (Aspe [1993] pp.64-65, 71-76)。このうち第3点は、経済改革の負の効果を緩和する社会政策的な措置と理解でき、みるべき効果もあげていないことから、実際には経済の安定と貯蓄の動員、この二つを可能とする金融システムの確立が金融制度改革の眼目であったといえる。

経済の安定とは具体的には物価の安定を意味した。インフレの最大の要因

は財政赤字であり、財政赤字の削減と、インフレを引き起こさない財政赤字ファイナンス、具体的に目指したのは証券市場におけるファイナンスの強化、が必要であった。経済の安定は、第2の要件である貯蓄の動員を実現するための必要条件でもあった。インフレによる実質金利のマイナス化、さらに為替の過大評価の進行による通貨切り下げ懸念の発生が、金融システムへの資金流入を阻んでいたためである。一方、貯蓄の動員は証券市場における財政赤字ファイナンスが機能するための必要条件でもあった。政府債券がインフレを引き起こすことなく消化されるには、証券市場における買い手の存在が不可欠なためである。このように考えると、新しい制度が要件を満たすか否かは、財政赤字ファイナンスの成否にかかっていたといえる。サリナス政権期には次に述べるようにさまざまな金融制度改革が実施されるが、その意義も財政赤字ファイナンスとの関連で考えると、理解しやすい。

(2) 銀行再民営化の条件整備：預金金利規制と準備金制度の廃止

輸入代替工業化期の金融制度の2本柱ともいえる預金金利規制と準備金制度は、1991年9月までに廃止された。預金金利規制については、まず88年10月に貯蓄性預金に対する金利と期間規制が廃止された。次に89年1月にはその他の預金に対する金利規制も廃止された。準備金制度は段階的に廃止され、まず88年10月に預金以外（例えば預金証書〈Certificado de Depósito: CD〉、銀行引受手形）は準備金の対象から外された。次に89年1月に預金についても貸出先規制は廃止された。さらに4月には準備金義務は流動性義務と名前を変え30%に引き下げられ、政府債券、中央銀行への利子付き預金、現金のいずれかの形態で預託する制度に変わる。さらに91年9月には30%の流動性義務も廃止された。

アスベは先の著作で、預金金利規制・準備金制度廃止のねらいを、内外のショックに柔軟に対応できる金融システムへの転換、具体的には公開市場操作による通貨調整、内外ショックへの金利の素早い適応を可能とするシステムを構築するためと述べる。一般論としては妥当するとしても、実施のタイ

ミングからすれば、最大のねらいは銀行再民営化のための条件整備と考えられる。それは、規制廃止の時点ですでに対象となる預金の規模は大幅に縮小し、規制廃止の実質的影響は小さかったためである⁽¹⁹⁾。一方、1991年9月の30%の流動性義務廃止も銀行再民営化と関係している。すなわち、銀行再民営化は91年6月に入札が開始されたが、代金支払いのために流動性不足が生じ、中央銀行に預託する銀行資金の調達が困難となった (Danby [1997] pp.45-47)。代金支払いの便宜のために、残る30%の預託義務まで廃止されたと理解できる。銀行再民営化は公企業民営化政策の一環として理解でき、公企業民営化の最大のねらいは民営化代金による累積債務の返済、それによる赤字財政ファイナンスの負担軽減にあったと考えられる。預金金利規制と準備金制度の廃止、ならびに銀行再民営化によって、輸入代替工業化期の金融制度は一掃されたといえる。

(3) 金融グループの強化：法整備と銀行民営化

新しい金融制度の担い手と想定されたのは金融グループである。金融グループとは、持ち株会社の下に銀行、証券、その他の金融機関が統合されてきた企業グループで、銀行業務と証券業務を同一グループ内で併せて行う金融機関である。1989～90年に信用機関法 (Ley de instituciones de crédito) と証券市場法の改正、金融グループ規制法 (Ley para regular las agrupaciones financieras) の制定が行われるが、これらの動きは、金融グループの育成・強化のための法制面の整備と理解できる。一方、銀行再民営化は91年6月から92年7月に行われたが、再民営化された18の商業銀行はいずれも民営化前後に組織された金融グループの傘下に入った⁽²⁰⁾。金融グループ形成の最大の意義は、金融仲介の担い手のレベルで銀行システムと証券市場の統合が実現したことであった。

(4) 貯蓄の動員：新しい金融商品の導入と外資規制の緩和

貯蓄の動員を図るために実施された重要な改革として、多様な金融商品の

市場への導入と、外国人の株式投資の自由化の二つをあげることができる。

投資家の多様な要求にあわせたさまざまな特徴の金融商品が市場に導入されたが、とくに重要なのが次のものである。

銀行と証券の統合を金融商品レベルで実現したという意味で重要なのは、1986年頃に導入された投資機能を兼ね備えた当座預金クエンタ・マエストラ (cuenta maestra) である。銀行傘下の投資会社が証券投資を担当した (*El Norte*, feb. 25, 1988)。

取引高のうえで重要なのは、政府が発行する種々の債券、すなわち、前述のCetes, 連邦政府開発債 (Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal: Bondes), 連邦政府物価連動債 (Bonos Ajustables del Gobierno Federal: Ajustabonos), 連邦財務債 (Bonos de la Tesorería de la Federación: Tesobonos), ならびに銀行・証券会社が発行する銀行引受手形 (Aceptaciones Bancarias) である。Bondesは1987年10月に発行開始された期間1年から2年の長期利付き債である。Ajustabonosは89年7月に発行開始された期間3年と5年の長期利付き債で、額面価格が物価上昇率に連動する点が特徴であった。Tesobonosは89年6月に発行された期間不定 (28日, 91日が多い) のドル建て、ペソ清算の短期割引債 (ただし期間半年以上は利付き債) であった (いずれも期間は95年現在) (Caro and others [1995] pp.91-62)。銀行引受け手形は、銀行が保証する企業のコマーシャル・ペーパー (CP) または銀行自体のCPであり、証券会社による企業CPの発行急増に均衡させるために、従来の証券会社に加えて84年9月からは銀行にも発行が認められた債券である。

外国人の株式投資の自由化は、1989年11月に、普通株式証書 (Certificados de Participación Ordinaria: CPO) の市場導入によって実現した。従来の制度では外国人には、外資法が規定する外国人持ち株比率の範囲内で発行される外国人取得可能株式の取得しか認められなかった。CPOはその範囲を超えて外国人の株式投資を可能にする仕組みで、メキシコ企業の株式を取得したい外国人は、銀行に信託基金を設置し、銀行はその基金で株式を取得

する一方、外国人に対しCPOを発行するというものであった。CPOには配当権はつくが、議決権はつかない。このような仕組みは、メキシコ人企業家にとっては経営権喪失の脅威を感じることなく株式発行が可能となり、一方、外国人投資家にとっては外資法の規定を超えた株式投資が可能となるという意味で、双方の利益に合致したものであった。

外国人の株式投資の自由化を意味するもうひとつの動きは、1990年に始まるメキシコ証券取引所におけるメキシコ企業によるADRの発行である。ただしこれは、メキシコ政府の政策によるというより、米国におけるの証券市場の規制緩和政策の結果と考えられる⁽²¹⁾。

CPOやADRの登場によって、メキシコ企業には株式発行による海外金融市場からの資金調達の道が開けることとなった。

(5) 金融制度改革と財政赤字ファイナンス

以上のような金融制度改革に、財政赤字ファイナンス上の意義を探るとすれば、それは次のように整理することが可能であろう。すなわち、金融制度改革は財政赤字ファイナンスのための「手段」と「担い手」と「場」を造り出す役割を果たした。財政赤字ファイナンスの「手段」とは、この時期導入された多様な金融商品を指す。ただし投資家の要望に応えた多様な金融商品が市場に導入されたとしても、実質金利がマイナスであるかぎり市場への資金流入は望めない。市場へ資金が流入するためには、インフレの収束が必要不可欠であった。インフレ収束に一定の役割を果たしたのは、公企業民営化であり、その一環としての銀行再民営化であった。民営化収入が財政赤字の削減によりインフレ収束に貢献したのである。それと同時に銀行再民営化は、金融グループという財政赤字ファイナンスの「担い手」に実体を与える役割も果たした。「手段」と「担い手」が揃い、さらにインフレの収束により投資環境が改善されることで、金融システムに大量の資金が流入し、財政赤字ファイナンスの「場」が造り出されたといえる。

それでは以上のような金融制度改革がどのような成果を生んだのであろう

か。次に検討を試みたい。

第3節 金融制度改革の成果

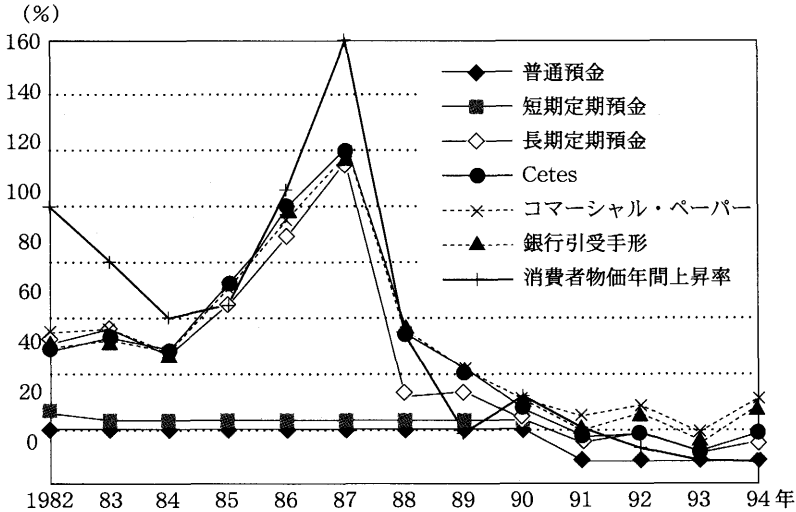
1. 金利動向

最初に、先に述べた預金金利規制の廃止とインフレ収束の必要性についての指摘を、金利動向の検討によって確認しておきたい。

図1は主要金融商品の金利・利回りの推移を示したものである。この図から次の事実が明らかとなる。第1に、伝統的な金融商品である普通預金、定期預金の金利はインフレ率を大きく下回り、資産運用手段としてはまったく魅力を失っていた点である。注目されるのは、それが金利規制廃止後の1989年以降も変わらなかったことである。第2に、80年代に取引が開始された金融商品は金利規制を免れたために、金利自由化前から高い金利・利回りを提供できたことである。以上の事実、金利規制廃止の時点ですでに規制の実質的意義は失われていたこと、また、規制廃止の預金金利への影響は小さかったことを示唆する。第3に、新しい金融商品が普通預金、定期預金より高い金利・利回りを提供したにもかかわらず、インフレの昂進により実質金利は、一時的に景気が回復した85年を例外として、88年までマイナスであった点である。つまり、新しい金融商品の導入が市場への資金流入の手段として実効力をもつためには、まずなによりもインフレの収束が必要不可欠であったことが確認できる。インフレを収束させるために証券市場での財政赤字ファイナンスが必要であったのであるが、証券市場での財政赤字ファイナンスが可能となるためにインフレ収束が必要とされたのである。

次に金融制度改革にともなう金融システムにおける資金の流れの変化を、銀行システムと証券市場に分けて検討したい。

図1 主要金融商品の金利・利回りの推移



(注) 短期定期預金 (depósitos retirables en días preestablecidos): 期間2日から1カ月。

長期定期預金 (depósitos a plazo fijo): 期間30日から85日。

Cetes: 図は期間1カ月の金利。1982年取引自由化。

コマーシャル・ペーパー: 1982年取引開始。

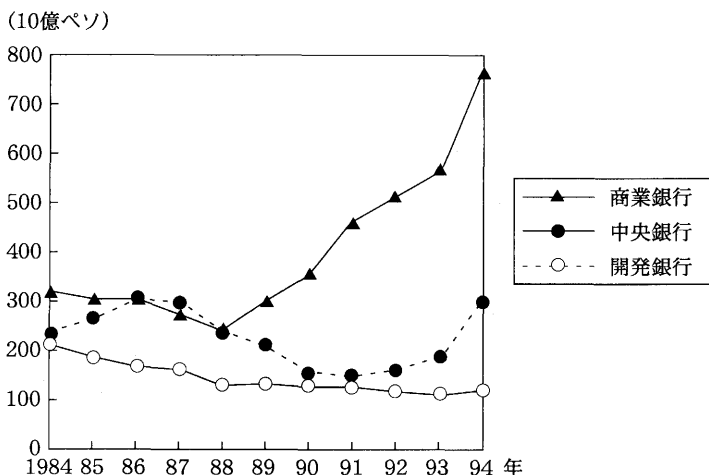
銀行引受手形 (aceptaciones bancarias): 1984年取引開始。

(出所) Banco de México, *Indicadores económicos*, julio 1990, pp.1-42,43,44; abril 1995, pp.1-60,61.

2. 銀行システムを介した資金の流れの変化

まず、銀行システムにおける資金の流れの変化を、金融仲介機関の資産、負債・資本の変化によって探りたい。図2は、中央銀行、開発銀行、商業銀行の各年末の資産総額の推移を1994年価格で示したものである。図から、中央銀行と商業銀行は88年まで実質資産規模を縮小させていたことが明らかになる。開発銀行は86年までは拡大しているが、これは後述のように対外債務の通貨切り下げによる評価増によると考えられることから、実質的な資金流入を意味するわけではない。また87年には縮小に転じている。つまり、いずれの金融仲介機関も88年まで実質資産規模を縮小させていた。それが89年以

図2 金融仲介機関の資産総額の変化
(各年末, 1994年価格)

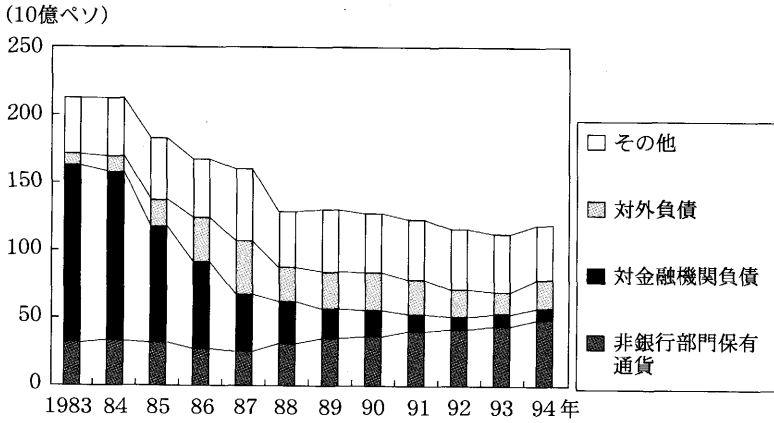


(出所) Nacional Financiera, *Economía mexicana en cifras 1995*, pp.222-228.

降は、商業銀行については一転して拡大に転じた。一方、中央銀行は以降も88年の水準にとどまった。開発銀行の実質資産規模の縮小は88年以降も続いたが、93年に拡大に転じた。以上の事実から、89年を境に金融仲介機関ごとに趨勢は大きく変化したといえる。このような変化の要因を探るために、次に、金融仲介機関ごとの負債・資本、資産の変化を検討する。

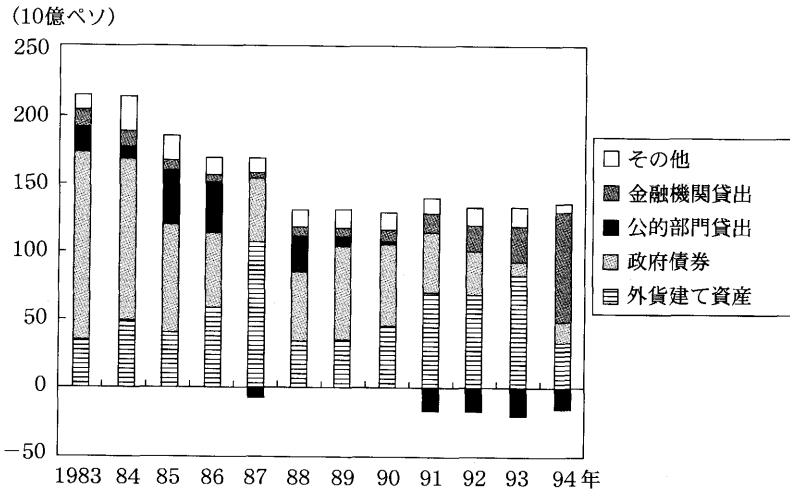
図3に1994年価格での各年末の中央銀行の負債・資本の構成推移を、図4に資産の構成推移を示した。図3から対金融機関負債が92年まで一貫して減少を続けていることが明らかとなる。これは準備金制度にもとづく中央銀行預託金の減少によるものと考えられる。つまり準備金負担の減少分だけ資金が商業銀行へ環流したことになる。図4によれば、並行して87年まで政府債券保有額が減少している。つまり、預託金により政府債券を引き受けていたのを、債券保有を減らして預託金を減少させたと考えられる。88年、89年に政府債券保有額が上昇しているが、後述のように、これは証券市場での取引によるものであり、もはや商業銀行の預託金に依拠したものではなかった。

図3 中央銀行の負債・資本の構成推移
(各年末, 1994年価格)



(出所) Nacional Financiera, *Economía mexicana en cifras 1995*, pp.222-223,249,
Banco de México, *Informe anual 1985*, pp.212-217.

図4 中央銀行の資産の構成推移
(各年末, 1994年価格)

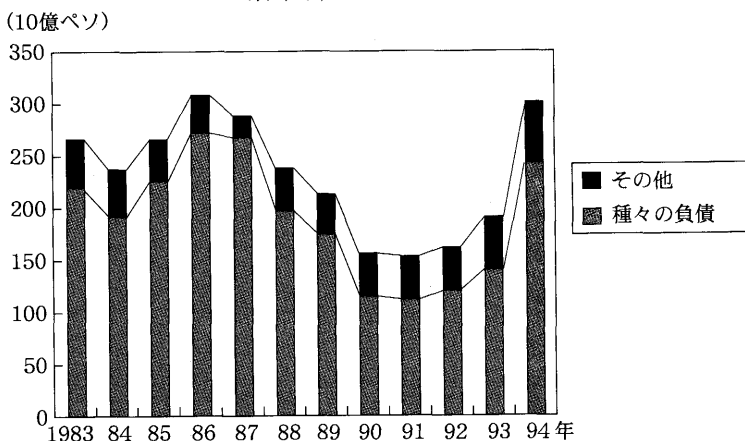


(出所) 図3に同じ。

91年以降は準備金制度の廃止により中央銀行の金融機関に対する負債は最低水準となる。一方、政府債券保有額は減少したが、一方で公的部門への貸出は85年、86年に増加した。しかし90年までには清算されている。以上の変化を総合すれば、次のようなことがいえるであろう。すなわち、中央銀行に預託されていた資金が金融機関に還流し、91年までに準備金制度によって中央銀行を仲介して公的部門へ流れる資金の流れは解消されたといえる。それによって中央銀行の資産規模は縮小するが、それでも貸出額と債券保有額は年によって増加しており、公的部門の支出を中央銀行が支える構造は90年までは維持された。そのような構造が資産構成の面で払拭されるのは93年以降である。中央銀行の資産は主に外貨と少額の政府債券、金融機関貸出となり、その役割はマクロ経済安定のための通貨調整役と「最後の貸し手」役に限定されるようになったといえる。

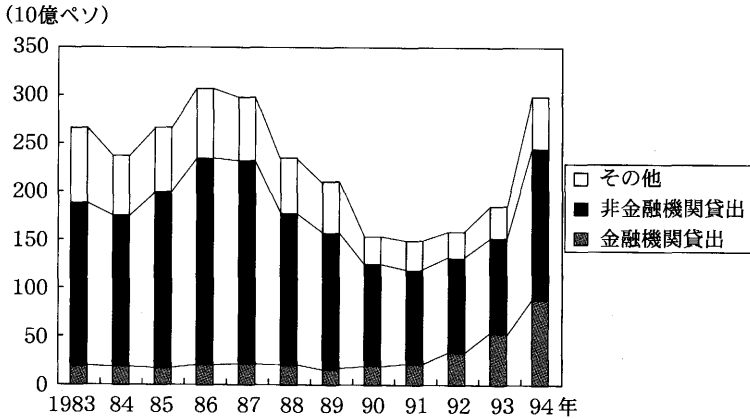
開発銀行については、図5に1994年価格での負債・資本の構成推移を、図6に資産の構成推移を示した。図5の「種々の負債」の一貫して7割以上を

図5 開発銀行の負債・資本の構成推移
(各年末、1994年価格)



(出所) Nacional Financiera, *Economía mexicana en cifras* 1995, pp.225-226, 249.
Banco de México, *Informe anual* 1985, pp.212-217.

図6 開発銀行の資産の構成推移
(各年末, 1994年価格)

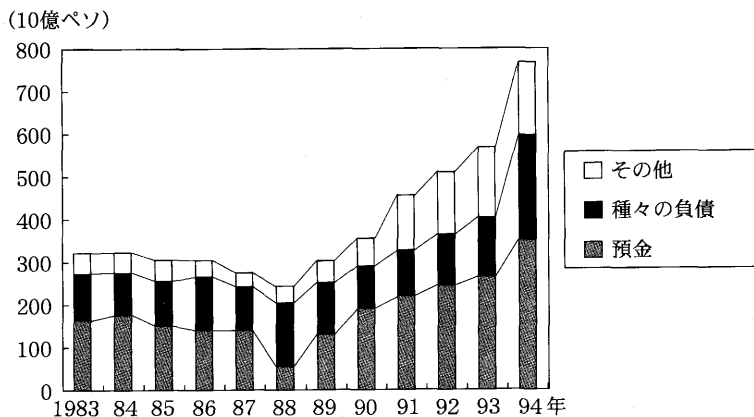


(出所) 図5に同じ。

占めるのは、対外債務であった。図6の「非金融機関貸出」は89年までは7割以上を公的部門への貸出が占め、以降徐々に減少したが、94年でも4割を維持していた。86年、87年に負債額が上昇しているが、前述のように、ペソ切り下げによる対外累積債務の評価増によると考えられる。94年の負債増加は海外市場での起債によるものであった(Comercio Exterior, dic. 1994, p. 1058)。負債・資本と資産の構成の変化は、次のように解釈することが可能である。開発銀行は従来、海外の資金を公的部門へ仲介する役割を担ってきた。その役割は92年まで変わらなかった。87年から90年の間に負債額が急減しているが、対外債務返済交渉による債務の減額によるものと考えられる。93年以降は、海外の資金に依存するという点では変わらなかったものの、公的部門以外への貸出額が増加した点が新しい変化であった。しかし公的部門への貸出が依然として大きな比重を占める点は変わらなかった。

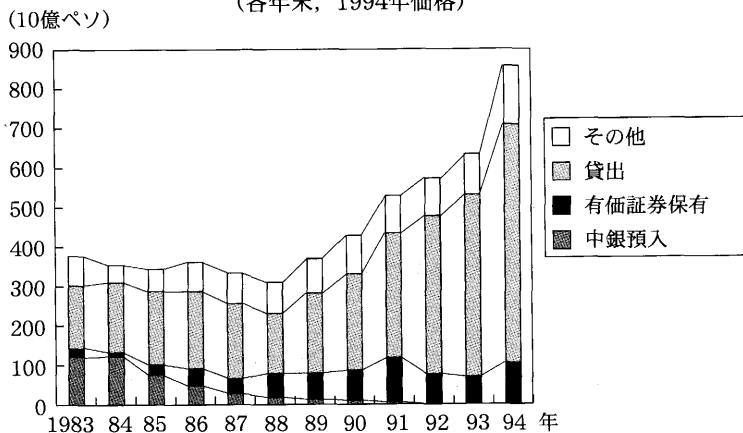
最後に商業銀行についてであるが、図7に1994年価格での負債・資本の構成推移を、図8に資産の構成推移を示した。図7から商業銀行への資金流入は88年まで実質的に止まっていたことが明らかになる。この時期まで「種々

図7 商業銀行の負債・資本の構成推移
(各年末, 1994年価格)



(出所) Nacional Financiera, *Economía mexicana en cifras 1995*, pp.225-228,249.
Banco de México, *Informe anual 1985*, pp.212-217.

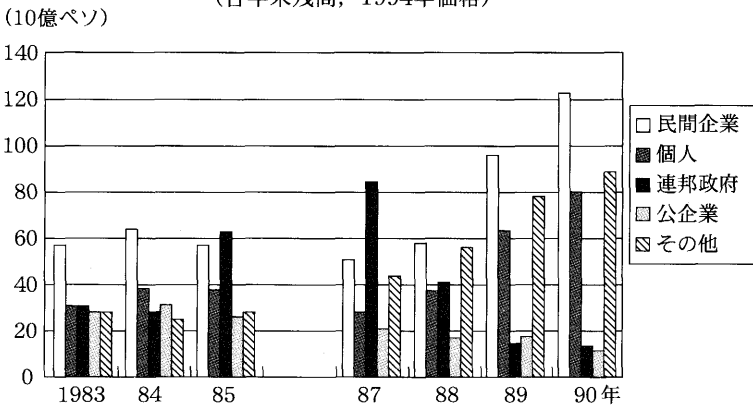
図8 商業銀行の資産の構成変化
(各年末, 1994年価格)



(出所) 図7に同じ。

の負債」の比重が大きいが、開発銀行と同様、主に対外債務によるものであった。88年に預金が急減し「種々の負債」が増えているが、これは銀行引受け手形の発行開始にともなう預金からの資金移転によると考えられる。89年以降は一転して、負債・資本の規模は急増した。それは第1に預金の急増によるものであった。94年に「種々の負債」が急増しているが、主に金融機関借入の増加、二義的に対外借入の増加によるものであった。図4に示すようにこの年に中央銀行の金融機関貸出が増加しており、商業銀行の不良債権問題発生により、すでにこの年から救済のための融資が行われていたと考えられる。一方、資産構成をみると、準備金制度の廃止により89年までに中央銀行への預託金はごくわずかとなった。代わりに増加したのが有価証券保有であるが、その構成は92年までは公的債券が主であったが、93年、94年は民間の債券が公的債券を凌駕した。89年以降の大きな変化は貸出が急増し、その構成も大きく変化した点である。図9に90年までの貸出先の構成推移を示した。連邦政府への貸出は85年にそれまで1位だった民間企業向けを凌駕し、87年まで増加を続けた。つまり、準備金制度により中央銀行を経由して公的部門

図9 商業銀行の貸出先構成の推移
(各年末残高, 1994年価格)



(出所) Banco de México, *Informe anual* 1985, p.237, *Informe anual* 1989, p.257, *Informe anual* 1990, p.283.

へ流れていた資金が、銀行国有化後、民間企業・個人への貸出を犠牲にして、政府債券の直接引受け、または貸出の形をとって、商業銀行から直接流れるようになったことになる。民間企業・個人向け貸出が再び公的部門を凌駕するのは88年のことであった。89年に貸出先規制が廃止され、91年には準備金義務が廃止されたことにより、以降は民間企業・個人向け貸出が急伸する。

以上の叙述を整理し、1982年から94年の期間における銀行システム内の資金の流れの変化を総括すると次のとおりとなろう。すなわち、銀行システムに流入する資金は、一般に家計・企業の余剰資金と海外資金であるが、88年までは、海外資金の流入は対外債務累積問題により止まり、家計・企業の余剰資金もインフレによる実質金利のマイナス化により、実質的に増えることはなかった。実質的な新規資金の流入はなかったものの、88年までに銀行システム内では、資金の流れに次のような変化が生じた。商業銀行に対する預託金義務が軽減され中央銀行から商業銀行へ資金が還流した。しかし還流資金は民間・個人貸付にではなく、政府債券の保有と公的部門への貸出に用いられた。つまり商業銀行の国営体制のもとで、それまでの、銀行システムが財政赤字を支える枠組みは形を変えて維持されたといえる。旧制度の枠組みが払拭され、新たな枠組みに置き換わるのは89年以降であった。中央銀行の金融仲介機能は縮小され、その役割は「最後の貸し手」機能、経済安定のための通貨調整機能に限定されるようになった。開発銀行の金融仲介機能も大幅に縮小された。ただし海外資金を政府の指定融資先へ仲介するという機能は基本的には維持された。変化したのは、政府の指定融資先のなかで公的部門以外の比重が増した点であった。以上の二つの機関とは対照的に、89年以降、金融仲介機能を急速に拡大させたのは商業銀行であった。それはなによりもまず預金の急増によるものであるが、預金急増の第1の要因は、インフレの収束による実質金利のプラス化と考えられる。準備金制度がなくなり資金運用が銀行の裁量に任されるようになったことで、民間企業・個人への貸出が急増した。商業銀行を介した資金の主要な流れは、以前の「家計・企業→政府」に代えて89年以降、「家計・企業→家計・企業」へと大きく変化し

たといえる。

3. 証券市場を介した資金の流れ

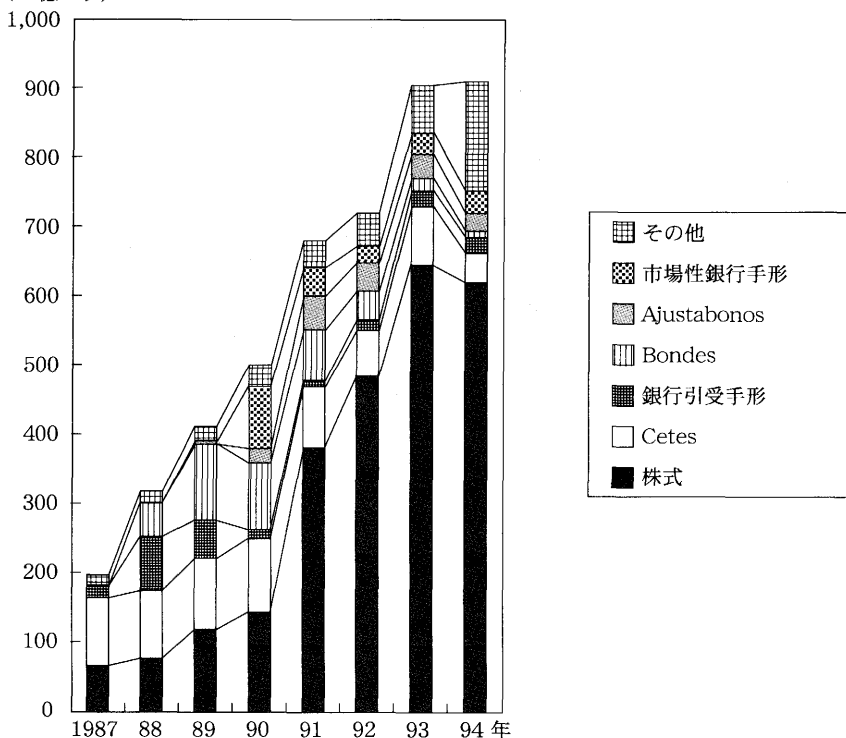
証券市場は1980年代初頭までに一定の成長を遂げていたものの、それが金融システム内に銀行システムと同等の位置づけを得るのは、政府が財政赤字ファイナンスの場として証券市場育成の方針を採用した82年以降であった。証券市場の成長におけるサリナス政権の金融制度改革の意義は、金融グループの育成により金融仲介の担い手のレベルで、さらに、銀行システム・証券市場間をつなぐ多様な金融商品の導入により金融仲介の手段のレベルで、銀行システムと証券市場の垣根を取り払い、これら二つの統合を進めた点にあるといえる。

サリナス政権下に証券市場は急成長を遂げた。まずその様子を、証券発行残高の推移(図10)の検討により確認したい。図10によれば、1988年から94年の期間に発行残高は実質でおよそ3倍に増加した。証券種類別では株式が圧倒的比重を占めた。とくに91年、92年、93年の3年間に新規発行が活発に行われたことが明らかになる。発行残高増加の規模は、図9に示す商業銀行の民間企業向け貸出の規模を大きく凌ぐものとなっている。企業にとって資金調達としての証券市場の重要性が、飛躍的に高まったといえる。ところで、証券市場の各年末の発行残高には、期間1年未満の短期証券の取引、流通市場での取引が反映されないため、証券市場の成長を計る指標としては限界がある。そこで次に年間の証券取引高の推移をみてみたい(図12)。図12から、発行残高では圧倒的比重を占めていた株式が、年間取引高ではごくわずかを占めるにすぎないことが明らかとなる。取引の大部分を占めたのは、Cetes, Bondes, Ajustabonosなどの政府債券であった。二つの図を重ね合わせて考えると、証券市場における取引の主流は、政府債券を対象とした発行市場・流通市場での短期の取引であったと想像できる。

政府債券に誰が投資していたかであるが、証券取引高の投資主体ごとの構

図10 証券種類別の発行残高構成推移
(1994年価格, 各年末)

(10億ペソ)

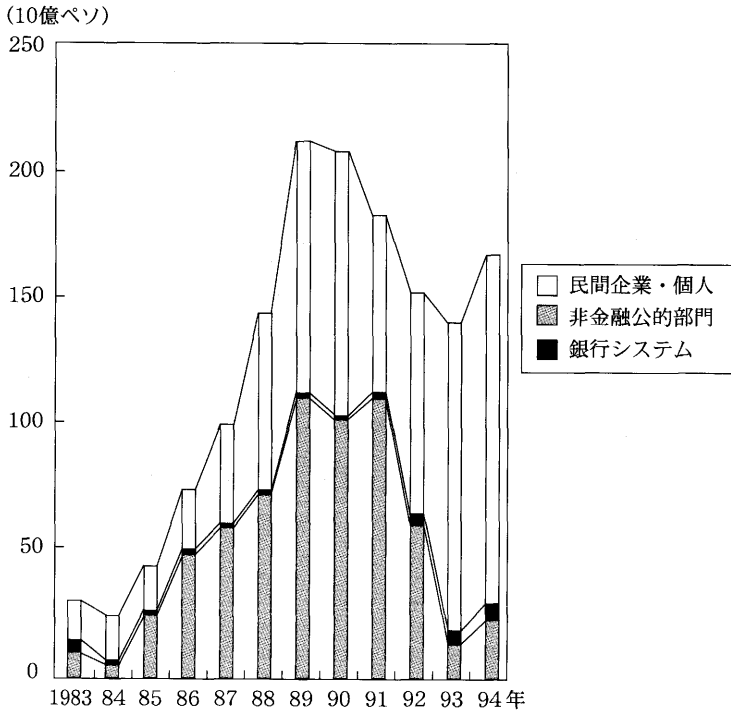


(注) 市場性銀行手形 (Pagaré bancario bursátil) : 満期日金利支払いの, 流通市場で取引可能な銀行約束手形。

(出所) Banco de México, *Informe anual 1989*, p.191, *Informe anual 1990*, p.195, *Informe anual 1993*, p.372, *Informe anual 1994*, p.261, Banco de México, *Indicadores económicos*, nov.1998, pp.I-103, III-1.

成を示した数字が公表されていないため, 図11に対応する形で投資主体を示すことはできない。しかし別の資料による推定が可能である。図12は主要政府債券の各年末の発行残高の引受け先ごとの構成の推移を示したものである。図から1991年まで銀行システムが引受け高を増加させたことが明らかとなる。銀行システム中の構成は, 中央銀行と商業銀行がおよそ半々であった。これらの点は, 図4の, 91年まで中央銀行の政府債券保有高がかなりの額にのぼ

図11 主要政府債権の引受け先別発行残高の推移
(1994年価格)

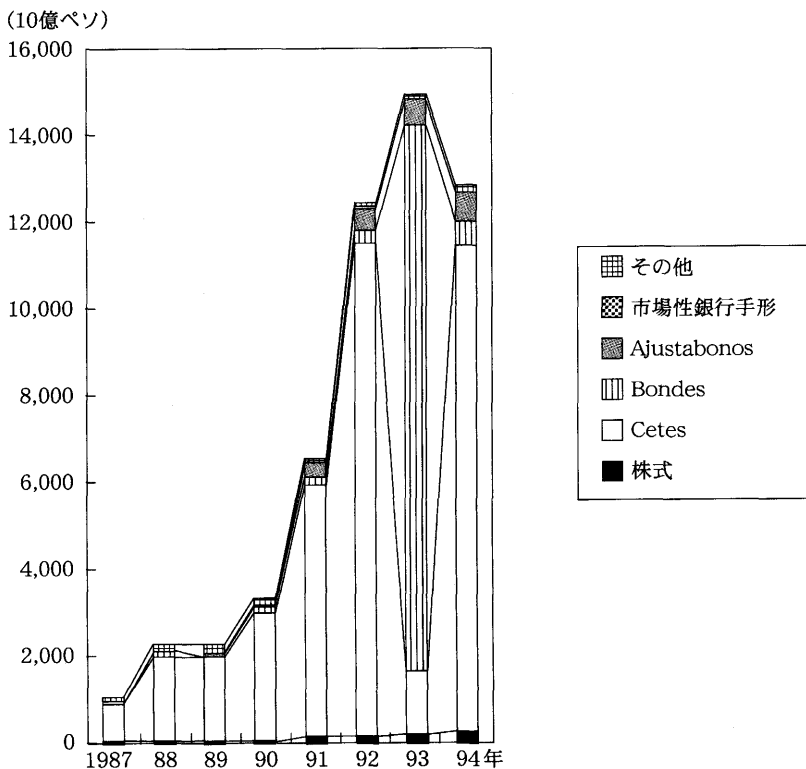


(注) 主要政府債券とはCetes, Bondes, Ajustabonos, Tesobonosを指す。

(出所) Banco de México, *Informe anual 1994*, pp.325-328.

った事実、ならびに図8の、商業銀行の有価証券保有高増加の事実と符合する。図12からうかがえるように証券投資ブームが本格化するの92年であり、それまでは買い手がつかない政府債券を中央銀行が引き受けていたことになる。92年以降、民間企業・個人の引受けが急増し、それにともない中央銀行は政府債券保有高を減らした。証券投資ブームの担い手の性格を探るために、主要政府債券を保有する民間企業・個人をメキシコ居住者か非居住者かに分け、証券ごとに各年末の保有残高を示したのが表1である。91年には居住者の比重が非居住者を上回っていたのが、92年に逆転し、93年、94年に非居住

図12 証券種類別の取引高構成推移
(1994年価格)



(注) 図10に同じ。
(出所) 図10に同じ。

者が急増した。非居住者の保有債券は、93年まではCetesが中心であったのが、94年にドル建てのTesobonosに移行した。

以上の叙述を整理し、1983年から94年の証券市場取引の変化を総括すれば、次のとおりとなろう。サリナス政権期に証券市場は急成長を遂げるが、政権前半と後半では成長は異なった様相を呈した。いずれの時期においても取引の主流は短期の政府債券取引であった。異なったのは投資の主体である。前

表1 主要政府債券の民間企業・個人保有額の内訳
(各年末残高, 1994年価格)

(単位: 10億ペソ)

	Cetes		Bondes		Ajustabonos		Tesobonos		合計	
	居住者	非居住者	居住者	非居住者	居住者	非居住者	居住者	非居住者	居住者	非居住者
1991	24.9	11.4	15.5	2.8	9.8	5.8			50.3	19.9
1992	6.4	31.9	8.4	4.4	22.2	12.8	0.4	0.7	37.4	49.7
1993	22.9	49.5	11.1	2.7	16.3	14.2	0.5	4.1	50.8	70.5
1994	5.3	13.1	2.3	0.2	10.6	2.7	13.3	89.8	31.5	105.8

(出所) Banco de México, *Informe anual 1994*, pp.325-328.Banco de México, *The Mexican Economy 1996*, p.316.

半は国内の民間企業・個人が主体であり、買い手がつかない債券を中央銀行が引き受けた。92年以降の主要な投資主体は外国資本であった。この時期の証券市場取引高の膨張は、主に外資の流入によると考えられる。つまり、証券投資ブームは海外資金の流入に支えられていたといえる。市場取引の活発化により、中央銀行の債券引受けは最低水準となった。これをもって、証券市場を政府債券発行による財政赤字ファイナンスの場とするという政府の目的は、果たされたといえる。一方、取引高では比重は小さいものの、株式発行による企業の資金調達場として、証券市場の重要性は格段に高まった。

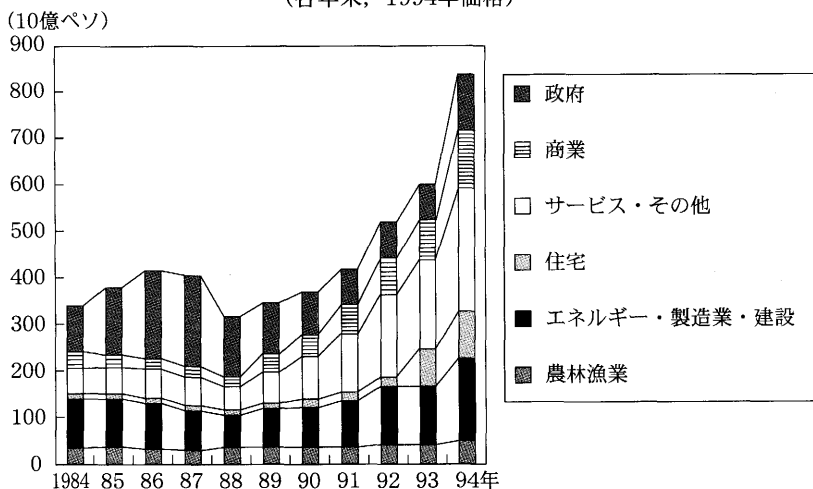
第4節 新制度が描く開発の道筋

以上の検討によって、金融制度改革後の金融システム内の資金の流れの変化を確認できた。次の課題は、そのような流れの変化が、どのような開発の道筋を示すものなのかを明らかにすることである。そのために、以下においては銀行システムと証券市場に新規に流入した資金が、どのように用いられたかを検討したい。具体的には、1988年以降、商業銀行と開発銀行の貸出が経済のどの分野に向けられたのか、政府債券と株式の発行によりもたらされた資金が何に使われたのか、この二つを検討したい。

1. 商業銀行と開発銀行の貸出先

図13に商業銀行と開発銀行の各年末の貸出残高推移を、貸出部門別に1994年価格で示した。この図から88年以降の貸出が、減少した部門、あまり変化しなかった部門、急増した部門と、部門により大きく趨勢を異にしたことが明らかとなる。貸出残高を減らしたのは対政府貸出であった。94年に一時的に増加に転じるが、これは選挙対策のために開発銀行が対連邦政府貸出を増やしたためと考えられる⁽²²⁾。あまり変化しなかった部門は、「農林漁業」と「エネルギー・製造業・建設」の、いわば生産に関わる部門であった。対照的に、貸出残高を急増させたのは、「サービス・その他」、「住宅」、「商業」の、いわば消費に関わる部門であった。94年末の貸出先構成をさらに詳細に示したものが表2である。表によれば「サービス・その他」中最大の比重を

図13 商業銀行・開発銀行の貸出先別の貸出高推移
(各年末、1994年価格)



(出所) Nacional Financiera, *Economía mexicana en cifras 1995*, p.234.
Banco de México, *Indicadores económicos*, abril 1995, p.III-1.

表2 商業銀行・開発銀行の貸出先構成
(1994年12月末残高)

(%)

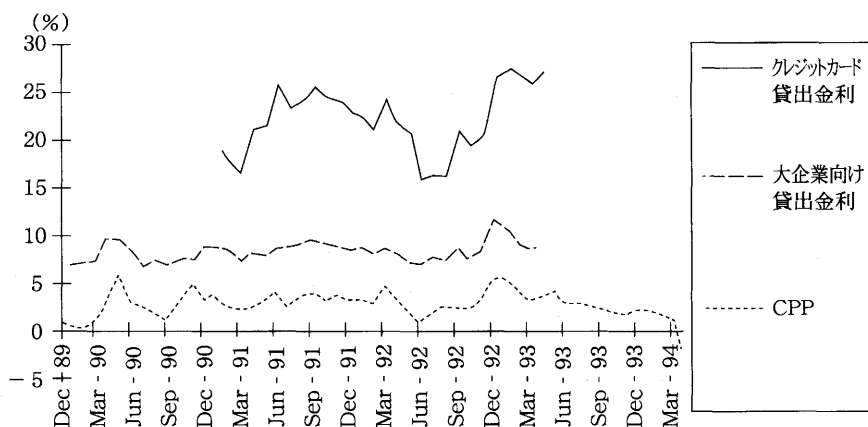
	合 計	開発銀行	商業銀行
民間企業・組織・個人	85.3	16.7	68.6
1. 農林漁業・鉱業	6.5	1.4	5.1
農業	5.8	1.3	4.5
鉱業	0.5	0.1	0.4
その他	0.2	0.0	0.2
2. 工業	20.7	2.5	18.2
エネルギー	0.7	0.5	0.2
製造業	14.0	1.3	12.7
建設	6.0	0.6	5.4
3. 住宅	12.0	0.1	11.8
社会金利	4.2	0.1	4.1
中級	4.2	0.1	4.2
その他	3.5	0.0	3.5
4. サービス・その他	31.5	12.2	19.2
運輸	2.4	0.2	2.1
通信	0.4	0.3	0.1
娯楽	1.4	0.0	1.4
銀行サービス(国内)	7.5	7.4	0.1
銀行サービス(国外)	1.5	0.6	0.9
その他の金融仲介	5.8	2.9	2.9
観光	1.7	0.0	1.6
消費者金融	5.1	0.0	5.1
クレジットカード	3.6	0.0	3.6
耐久消費材	1.5	0.0	1.5
専門・技術サービス	2.3	0.5	1.9
医療サービス	0.1	0.0	0.1
その他の活動	3.0	0.2	2.8
不明	0.2	0.0	0.2
5. 商業	14.8	0.5	14.3
政 府	14.7	12.5	2.2
連邦政府	11.9	11.5	0.4
州・地方自治体	2.8	1.0	1.8
合 計	100.0	29.2	70.8

(出所) Banco de México, *Indicadores económicos*, abril 1995, p.I-30.

占めたのが、「銀行サービス」、「その他の金融仲介」、「消費者金融」から成る金融関連サービスであり、合わせておよそ20%をも占めた。このうち、開発銀行による「国内銀行サービス」の貸出には、一部商業銀行を介して行われた中小零細企業向け貸出も含まれると考えられ⁽²³⁾、この部分は実質的には農林漁業、製造業などへの貸出といえる。しかしいずれにしても、金融関連サービスの比重が大きいことに変わりはない。つまり88年以降、とくに92年、93年、94年の3年間、銀行システムに潤沢な資金が流入し、商業銀行・開発銀行を介して貸し出されたが、それらの資金が向かった先は消費者金融、住宅ローン、商業などの消費関連部門が大きな比重を占め、生産関連部門はそれほど伸びなかったといえる⁽²⁴⁾。

消費関連部門への貸出が増えた要因としては、次のものを指摘できる。消費者金融が増えた理由は、第1にその高い貸出金利によると考えられる。図14に銀行の資金調達平均金利(CPP)⁽²⁵⁾、大企業向け貸出金利、クレジットカード貸出金利の各々と、代表的市場金利であるCetesとの金利差を示した。

図14 Cetes上乗せ金利の推移 (1989～94年)



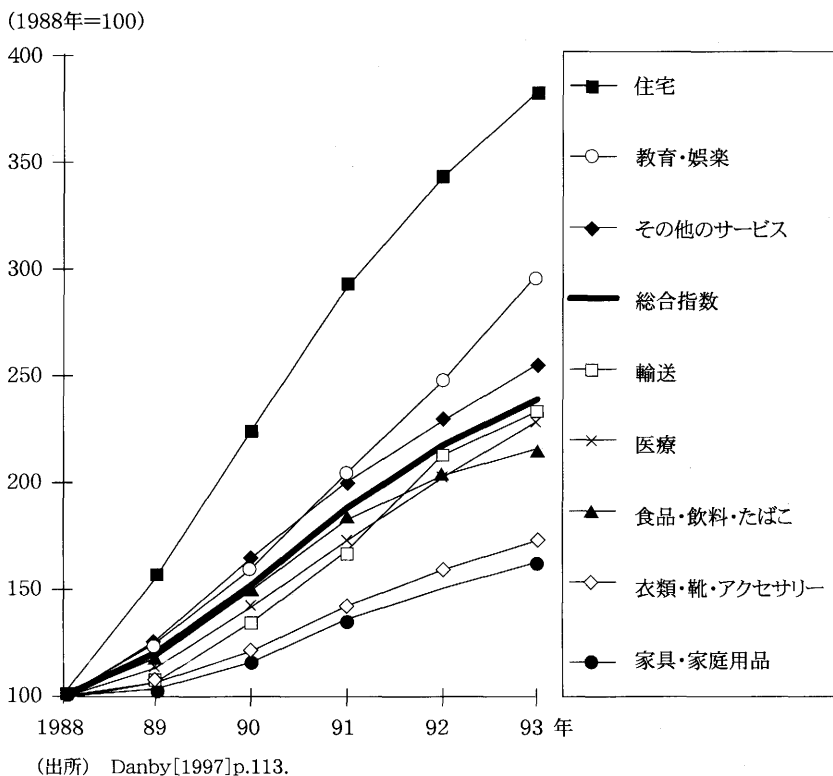
(出所) Danby [1997] p.103.

クレジットカードの金利が群を抜いて高いことが明らかとなる。クレジットカード貸出が増えた理由として、さらに二つの事情を付け加えることができる。ひとつは、NAFTA施行後の外資参入に備え顧客取り込みのために、銀行間の競争が激化したことである。もうひとつは、長い不況で抑えられていた国民の消費欲求が、景気の回復、海外からの潤沢な資金流入によって解放され、消費ブーム、とくに輸入品の消費ブームが過熱したことであった。ただし不良債権比率の上昇により、1993年後半以降、消費者金融への貸出は縮小したといわれる (Danby [1997] pp.79-81)。住宅ローンが増えた要因としては、担保の存在による安全性と、この時期の不動産価格の上昇をあげることができる。図15に項目別の消費者物価指数の推移を示した。図から貿易自由化によって非貿易財の価格が上昇し、なかでも住宅価格の上昇がめざましかったことが明らかとなる。

生産関連部門への貸出とはどういうものであったのか。製造業への貸出は単一の部門としては比較的大きかった。ただし、貸出の大半は大企業へ集中していた⁽²⁶⁾。もともと大企業と中小企業の間で貸出条件には差があったが、92年以降は金利の上昇により中小企業に対する貸出条件はさらに悪化し、93年には返済困難を予想した中小企業への貸し渋り現象がみられた (Danby [1997] pp.76-79)。建設への貸出でとくに重要と考えられるのが、道路建設融資である。サリナス政権は経済改革の一環として、従来政府が行ってきたインフラストラクチャー建設の民間委託、すなわちインフラ建設の民営化の方針を打ち出し、その手始めとして89年2月に高速道路・橋の建設運営プログラムを発表した⁽²⁷⁾。大手民間建設企業により多数の大型プロジェクトが実施され、銀行借入はプロジェクトの重要な資金源となった。ただし建設費の高騰、完成遅延、高い料金設定による低利用率などの理由から赤字事業が続出し、高速道路建設向け貸出は、95年以降に深刻化した銀行の不良債権問題の主要な発生要因のひとつとなった。

以上の検討から、新しい銀行システムが示す開発の道筋について、次のような特徴を指摘することができよう。第1に、大蔵大臣アスベは先述のよう

図15 消費者物価指数の推移



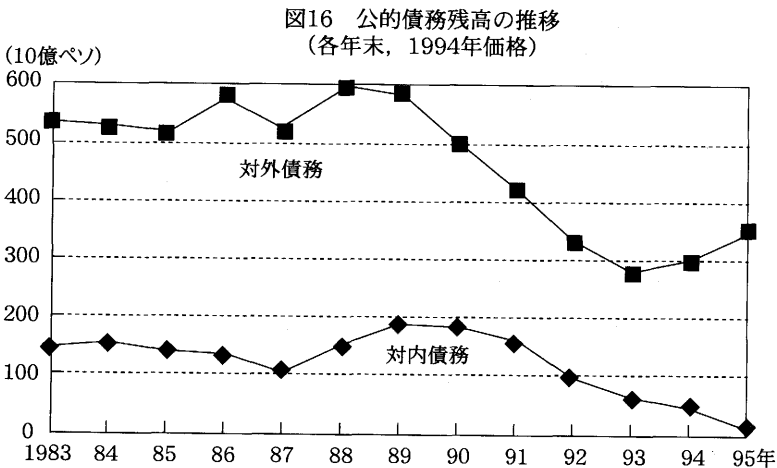
に、貯蓄の動員がなされれば国内の生産的な投資は促進されると想定していたが (Aspe [1993] pp.71-73), 貯蓄動員と生産的投資の連関は必ずしも保証されていないという点である。実際に銀行貸出が集中したのは消費に関連する部門であった。消費ブームに裏打ちされた高収益が消費への融資を促したといえる。第2に、新しい銀行システムは農林漁業や中小企業などの高リスク部門への資金供給のシステムとしては機能しなかったという点である。機能しなかった理由は二つあり、ひとつは高リスクゆえに貸出対象として敬遠されたこと、もうひとつは貸出がなされたとしても高コスト資金であるため

に経済環境の悪化により容易に不良債権化したことである。第3に、新しい銀行システムはインフラ建設への資金供給のシステムとしても機能しなかったという点である。ただしこの点は、銀行システムの問題というより、そもそもメキシコのような経済環境のもとでインフラ建設が採算事業として実現可能なものであるかという、インフラ建設の民営化自体の問題といえよう。

2. 証券市場

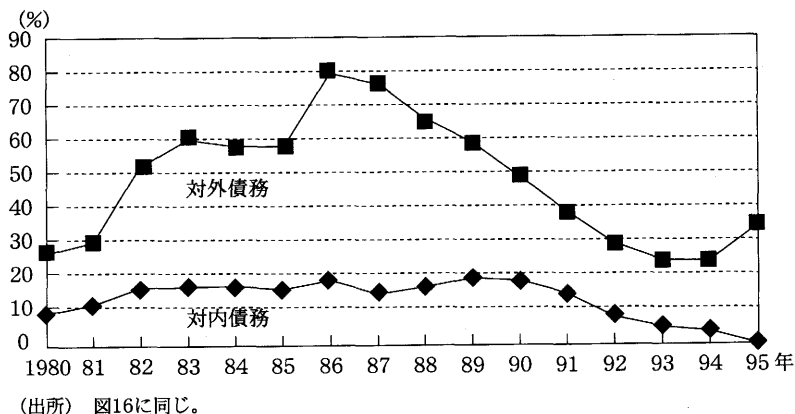
ここでは政府債券と株式の発行で得た資金がどのように使われたかを検討する。

政府債券の使途は財政赤字の補填である。1982年以来、メキシコ政府は債務問題の解決に力を注いできた。図16、図17に94年価格での公的債務残高とその対GDP比の推移を示したが、図から明らかなように、94年までは債務残高は実質値でみても対GDP比でみても着実に減少している。債券発行により調達した資金は、市場金利を足して返済せねばならず、公的債務返済の



(出所) Banco de México, *The Mexican Economy* 1995, p.244.

図17 公的債務残高の対GDP比（各年末）



原資とはなりにくい。そのため債務残高の減少は、主に債務返済交渉による債務総額の圧縮、公企業民営化収入による返済、さらに財政黒字化による返済の成果と考えるべきであろう。政府債券は、債務返済のための資金調達手段というより、債務返済にともない短期的に発生する財政赤字を、インフレを引き起こすことなく補填し、長期に及ぶ債務返済過程の安定的な管理を可能にする手段として機能したと考えられる。

次に株式発行であるが、まず証券市場で株式を発行した企業の特徴について述べたい。ババツによれば、1986～96年にメキシコ証券取引所に上場する企業は全部で195社、うち以前からの上場企業が115社、この期間に上場した企業が80社、売上高の平均値は94年価格で前者が5億7490万ドル、後者が3億9300万ドルであった。つまり、証券市場において株式発行により資金調達が可能であったのは、企業のなかでもごく少数の大企業に限定されていたといえる。ババツは、86～96年に株式を発行した企業は、その後しばらくは株式発行を行っていないことから、証券市場を恒常的な資金調達の場と考えているとはみなしにくいと述べている。また、この時期の株式発行の特徴として、半分以上が海外または海外・国内同時に行われていること、株式発行後、

ペソ建て債務を清算し、ドル建て債務に変える、つまり海外での銀行借入や社債発行を行う企業が多かったこと、さらに、企業がメキシコ証券市場への上場、ADR発行、ニューヨーク証券市場への上場の階梯を経た後に海外での銀行借入や社債発行を行う場合が多いことなどを指摘し、証券市場上場の意義を、厳しい審査を通過したことのアナウンス効果、それによる株価の上昇、海外での安価な資金調達へのアクセスの確保にあったのではないかと述べている (Babatz [1997] pp.64, 90, 103-105)。

調達した資金が何に使われたかについては論者によって評価が分かれる。ババツはこの時期の新規上場企業については、業績が好調、有望な投資機会をもつ、流動性不足や抵当資産不足により借入へのアクセスを欠くなどの特徴があり、市況の上昇期を捉えて新株を発行し、投資資金に用いたとみている (Babatz [1997] p.93)。一方、ダンビーは、非金融部門の上場企業の財務諸表分析から、民間大企業は外貨借入を急増させたが、その資金は生産的投資には向かわず、建設と不動産取得などの非貿易財への投資か、為替切り下げを期待した海外への資本逃避に使われたと述べる (Danby [1997] pp.123-124, 135-136)。筆者は以前に90年代前半における大手企業12社の企業活動の変化を分析し、そのなかで輸出、海外直接投資、海外資本調達の同時進行、すなわち企業活動のグローバル化を指摘した (Hoshino [1997])。12社に限れば、海外資本調達は海外直接投資と連動している可能性が高い。調達した資金がどのように使われたかについては今後さらに究明される必要があるが、現時点で明らかなことは、金融制度改革によって大企業には潤沢な資金が流れるようになったことである。

むすびにかえて

新しい金融制度はメキシコの開発にとってどのような意義をもつものなのだろうか。以下においては、この点について本章の考察を総括することで

むすびにかえたい。

まず第1に指摘したい点は、金融制度改革の不可逆性についてである。金融制度改革は、1982年の対外債務累積問題の発生を契機に始まった。対外債務累積の要因を辿っていくと、70年代の財政支出の急膨張に、さらに遡ると財政支出の急膨張を支えきれなくなった準備金制度を軸とする旧来の金融制度のあり方に行き着く。工業化をより高度な段階へ進めるために政府は財政支出の拡大を余儀なくされ、その原資を対外借入に頼ったと考えるならば、旧来の金融制度はすでに工業化の要請に応えられなくなっていたといえる。その意味では、工業化のさらなる進展を指向するかぎり、旧制度の破綻は不可避であった。旧制度の破綻が明らかな以上、仮に新しく導入された制度が問題を孕んだものであるとしても、旧制度への後戻りはもはやありえないといえよう。さらに、金融制度改革の不可逆性は、改革が開発戦略の転換をともなっていることによって担保されているといえる。新戦略では小さな政府が想定され、そのために公企業民営化、徹底した財政緊縮が実施された。金融制度改革はそのような改革と対となっており、開発戦略の再度の転換がないかぎり、旧制度への後戻りもありえないと考えられる。

それでは金融制度改革によって、金融システムはどのような変化を遂げたのであろうか。本章においては、政府の金融仲介における役割が大幅に縮小するとともに、金融システム内の資金の流れが抜本的に変化したことが明らかとなった。第1の変化は、海外や家計・企業から銀行システムに流入した資金を公企業・優遇部門への投資に誘導する役割を果たしていた準備金制度や金利規制が効力を失い廃止されることによって、制度改革後、銀行システムにおいては、家計・企業から銀行システム、そこから家計・企業へと向かう資金の流れが主流となったことである。第2の変化は、証券市場が成長を遂げ、新たな資金の流れがつけ加わったことである。そこでは、家計・企業から証券市場へ、そこから政府・大企業へと向かう資金の流れが主流となった。第3の変化は、金融グループという新しい金融仲介の担い手の登場である。金融グループが金融仲介機能と証券取引仲介機能を兼ね備えることによ

って、銀行システムと証券市場は担い手レベルで統合されることとなった。第4の変化は、資金の流れを統制する「力」の源泉が、それまでの政治権力に裏付けられた「規制力」から「市場原理」へと変わったことである。

以上のように抜本的な変化を遂げた金融システム内の資金の流れに、どのような開発の道筋を見いだすことができるのであろうか。この点については、可能性と限界の両方を指摘することができる。可能性は、新しい金融システムが一部の大企業に対してはこれまで以上に太い資金のパイプを提示している点に見いだすことができる。その資金のパイプとは、第1に株式・債券の発行による海外金融市場における資金調達である。ただしそれを利用できるのは市場の審査を通過できたごく一部の企業に限られた。第2の資金のパイプは、より潤沢に資金が流入するようになった銀行システムにおける資金調達であった。一方、限界は、新しい金融システムが農林漁業、中小企業などの高リスク部門、ならびにインフラ建設のための資金調達の場としては十分機能しなかった点に見いだすことができる。なぜ十分機能しなかったのか。大蔵大臣のアスぺは、貯蓄が動員されれば自動的に開発への投資が増えると想定していた。しかし実際には貯蓄と開発投資の関係は自動的なものではなかったといえる。その理由としては次のような点が考えられる。上述のように金融制度改革後、資金の流れを統制する力の源泉は政府の規制力から市場原理に変わった。高リスクな投資部門に対する金利は高く設定されたが、高金利がただでさえ脆弱な事業基盤をさらに脆弱化させるとともに、高金利が発する市場への高リスクのサインが、高リスク部門への貸出を敬遠させた。市場原理が機能したために、高リスク部門への貸出が増えなかったともいえる。一方、消費ブームは高収益の非開発部門の出現を許したことから、貸出はそのような非開発部門に集中した。これも市場原理が機能した結果といえる。以上の点が示唆するのは、開発が農林漁業や中小企業の育成、インフラ建設を含むものであるとすると、市場原理は必ずしも開発を保証しないということであろう。ただし注意すべき点は、零細な農家や中小企業への貸出は旧い金融制度のもとにおいても必ずしも優遇されていたわけではなかったこ

とである。これらの高リスク資金需要者への資金供給の道筋をいかにつけるかという旧制度から持ち越された問題は、新制度のもとでも解決できず、引き続き今後の課題として残された。これに対しインフラ建設は、少なくとも旧制度のもとでは安定的な資金供給を保証されていた。インフラ建設への資金供給の道筋をいかにつけるかという課題については、そもそもメキシコのような経済環境においてインフラ建設に市場原理の適用が可能であるのかという根本的な問題から検討される必要がある。

本章で述べたように大蔵大臣のアスペは金融制度改革の目的として経済の安定と貯蓄の動員をあげ、貯蓄の動員がなされれば開発投資の増加は自動的に招来されると期待した。貯蓄の動員が開発投資に直結しなかったことは前述のとおりである。それでは経済の安定と貯蓄の動員という二つの目的は果たされたのであろうか。この点についても評価は両義的である。少なくとも1993年までの時期においては、二つの目的は果たされていた。経済の安定に関しては、財政緊縮、公企業民営化、対外債務削減交渉の成功などの、金融以外の局面における改革の進展とともに、金融制度改革の成果である証券市場における財政赤字ファイナンスの確立が果たした役割が大きい。一方、貯蓄の動員は、銀行預金の急増、証券市場での株式・債券取引の活発化という形で実現された。経済の安定と金融システムへの市場原理の導入がそれを可能にしたといえる。ただしこのような状況は長続きせず、1994年には資本逃避、為替切り下げ、物価上昇という事態が続き、二つの目的の達成は困難となった。この間の経緯、要因については冒頭でも述べたように多数の研究があるのでここでは立ち入らない。ただし、94年通貨危機とそれに続く経済不況によってもたらされた銀行の不良債権問題は、サリナス政権期の金融制度改革の成果の多くを無に帰するほど深刻なものであったことは指摘しておきたい。すなわち、銀行不良債権は最終的には公的債務に転嫁され、これまで順調に減少してきた公的債務を再び膨張させることとなった。一方、銀行システムは未だに機能不全を顕にしている。銀行システムの再建という目的を掲げたセディヨ政権期の金融制度改革については、今後の検討課題としたい。

〔注〕

- (1) 日本語論文としては棟近 [1995], 伊藤 [1997a, 1997b], 棟近 [1998] などをあげることができる。金融制度改革を含めた経済制度改革を政策担当者の立場から論じた文献にAspe [1993] が, 1994年メキシコ通貨危機を多様な視角から分析した興味深い論文集にEdwards and Naim [1994] がある。金融制度改革を政治経済学の視点から分析した文献としては, Danby [1997] があり, 本章においても多く引用されている。
- (2) 輸入代替工業化期における政府の役割については, Hansen [1991], Story [1990], Teichman [1995] などを参照のこと。
- (3) 二つの研究のより詳細な紹介については星野 [1999] を参照のこと。
- (4) フィナンシエラは主に金融債の発行により資金調達を行うために, 預金金利規制を受ける商業銀行のような資金調達面での制約は小さかった。また1958年以降にフィナンシエラの預金も政府の準備金規制の対象となったものの, それ以外については自由な資金運用が可能であった。そのために商業銀行より高い成長率を示した (Brothers and Solis [1966] p.30)。
- (5) 輸入代替工業化期の金融・財政政策の目標については, 論者によって評価が異なる。ブラザースとソーリスは経済の安定に加えて経済成長が目標として重視されていることを先進国と比較してのメキシコの特徴であるとする (Brothers and Solis [1966] p.52)。これに対しゴメス・オリバルは, 第二次世界大戦以降, 1962年までは経済の安定が金融・財政政策の主眼であり, 経済成長が重視されるようになるのは63年以降であるとする (Gómez Oliver [1981] p.102)。
- (6) 例えば1959年6月15日から適用される準備金義務では, メキシコ市所在の預金銀行はペソ建て債務の15%を現金で, 30%を公債で中央銀行に預託し, 30%を優先投資部門への融資とすることを義務づけられた (Brothers and Solis [1966] pp.62-63)。準備金の項目ごとの比率は金融機関, 所在地, 預金の種類によって頻繁に変更された。
- (7) 例えばメキシコ市所在の預金銀行のペソ建て債務の総額に対する準備金 (別に特定期日以降の増加分に対する準備金もある) の比率は各項目合計で1936年には7%であったのが, 48年40%, 56年70%, 59年75%と上昇した (Brothers and Solis [1966] pp.62-63, Gómez Oliver [1981] p.77)。
- (8) 例えば, 1960年において貯蓄性預金金利は平均年4.5%であったのに対し, 国債金利は6.0%, フィナンシエラの金融債金利は8.2%, 商業貸付の金利は11.5%, フィナンシエラの貸付金利は12.0%であった (Brothers and Solis [1966] p.46)。

- (9) 民族系企業の成長がもたらした利潤の再投資をはじめとする自己資本によってなされたことは、民族系企業に関する研究の側からも指摘されていることである（例えばDerossi [1977] pp.143-144）。ただし大企業グループでグループ内に銀行・フィナンシエラを有する場合や銀行と資本関係がある場合は、有利な条件での借入が可能であり、銀行・フィナンシエラが重要な資金調達源となりえた（Cordero and Santin [1977] pp.20-21）。民間大企業の内部金融規模の大きさ、金融機関を抱える大企業グループの存在から、政府の信用割当制度の実効性に疑問を投げかける研究者も存在する（例えばMaxfield [1990], Fitzgerald [1979] など）。筆者もそのような政府の規制を回避しようとする資金の存在を否定しない。ただしこの点を実証することは、資料的な制約から非常に困難であろう。本章の議論は、そのような資金の流れとは別の、銀行システム内の流れに限定されたものである。
- (10) ブラザースとソーリスが編纂した金融機関の資産と債務の構成の10年ごとの推移の表（Brothers and Solis [1966] pp.19, 105）から読みとれる変化を、ごく単純化して述べたものである。より詳細には星野 [1998] pp.108-109参照。
- (11) 卸売り物価指数の年平均上昇率は、1956～60年が3.9%、61～65年1.9%、66～70年2.9%であった（Gómez Oliver [1981] p.116）。
- (12) 経常収支赤字幅は、年平均で1956～60年3億1600万ドル、61～65年3億4100万ドル、66～70年7億5100万ドルと増加した（INEGI [1994] p.890）。
- (13) エチエベリア政権の政策転換の背景については星野 [1992] pp.13-16参照のこと。
- (14) エチエベリア政権期の6年間に課税収入は大幅に増加した。これは所得税改革が財界の抵抗にあい挫折したため、間接税の引き上げや徴税捕捉率の向上によって実現したものであった（星野 [1992] p.13）。政府と財界の所得税改革をめぐる対立も、金融システム安定の条件である財界の政府に対する信頼を損なうこととなった。
- (15) すでに商業銀行に対する準備金比率は1960年代後半において上限に近づいていたため、72年以降に引き上げの対象となったのはフィナンシエラをはじめとする銀行以外の金融機関であった。それまで準備金の対象外であったフィナンシエラの金融債を含む各種債券が準備金対象に組み入れられた。73年、74年の金融債に対する準備金比率は現金および政府債券合計で50%であった（Gómez Oliver [1981] p.166）。
- (16) インフレ率は、1965～69年の平均が3.2%であったのが、70年4.8%、71年5.2%、72年5.5%、73年21.3%、74年20.7%、75年11.2%、76年27.2%と急上昇した。経常収支赤字も60年代は2億ドルから8億ドルの幅で推移していたのが、70年12億ドル、71年9億ドル、72年10億ドル、73年15億ドル、74年32億ドル、75年44億ドル、76年37億ドルと時を追って急増していった（星野 [1992]

p. 8, INEGI [1994] p.890)。

- (17) 為替レートは1976年8月まで1ドル12.5ペソに固定されていたのが、同年9月には平均20.0ペソ、10月に20.8ペソ、11月に24.4ペソと暴落した (Tello [1979] p.167)。
- (18) 石油ブーム期、公的対外債務は1980年346億ドル、81年454億ドル、82年630億ドルと増加した (Banco de México [1991] p.230)。
- (19) 1988年11月に銀行に対して、84年9月から証券取引所で取引されていた銀行引受け手形 (後述) の発行が認められた。証券会社による企業CPの発行急増に対抗するための措置であった。その結果、金利に反応して預金から銀行引受け手形へ資金が移動していた (Danby [1997] pp.45-46)。
- (20) 銀行再民営化については星野 [1993] を参照のこと。
- (21) 1990年4月に、米国証券市場の規制緩和のために証券取引委員会は144A規則、レギュレーションSを採用し、それにもなう法改正を行った。そのねらいは、非米国発行者の証券発行を容易にすると同時に、投資家の資格を緩め市場参加者を増やすことにあった。そのために、非米国企業・政府の株式・債券発行者としての資格の確認、非米国発行者の米国における情報開示義務の本国並みへの軽減、「優良機関投資家」(Qualified Institutional Buyer: QIB)の資格緩和、従来は2〜3年とされたQIBの証券保有義務期間の短縮、などが実施された (*Business Mexico*, Sep. 1991, pp.44-46)。
- (22) 1994年通貨危機の要因を考察した論文集のなかで、中央銀行首脳であるヒル・ディアスとカーステンスは94年に開発銀行の貸出が増加したことを指摘している (Gil-Diaz and Carstens [1997] p.190)。同じ論文集でドーンブッシュは開発銀行の貸出増加と選挙との関係を示唆している (Dornbusch [1997] p. 136)。
- (23) 市場原理主導の新しい金融制度下において、市場から閉め出される恐れがあるのが中小零細企業であった。中小零細企業対策としてサリナス政権期に、NAFINの中小零細企業向け融資制度が整備された。この制度の特徴は、第1に、NAFINは資金を提供するが、実際の融資は商業銀行・NGOを通じて行い、さらに融資の管理とリスクも後者が負う点である。第2に、補助ではなく商業ベースの貸出を原則とする点で、金利は市場金利であるCetes金利に一定率を上乗せしたものが適用された。第3に企業の自立化を指向する点で、融資歴の蓄積により、救済目的から育成目的の融資へと階梯を上がり、最終的にはNAFIN融資を卒業し、商業ベース融資へ向かうようプログラム設計されていた。返済を怠れば、容易に融資資格を失った (Aspe [1993] pp.91-93)。
- (24) 1992〜94年の好況期の銀行貸出が、生産的投資にではなく消費に向かったことは、預金保険機構 (Fondo Bancario de Protección al Ahorro: FOBA-PROA) の銀行破綻に関する報告書 (<http://www.fobaproa.gob.mx/foba/>

sitacutual/i.htm) や金融制度改革に関する Danby の研究も指摘している (Danby [1997] pp.79-80)。

- (25) Costo Porcentual Promedio. 中央銀行が、定期預金、銀行引受け手形などの、普通預金、当座預金を除く銀行取り扱い商品の金利を基に算出する。
- (26) 例えば、Danbyによれば、1989年第1四半期から92年第3四半期において、1件あたり貸出額10億旧ペソ (92年価格、ドル換算でおよそ32万ドル) 以上の大口貸出が、合計で常に貸出総額の85～90%を占めていた (Danby [1997] p. 107)。
- (27) インフラの民営化とは、政府が民間企業にインフラ建設のコンセッションを与え、民間企業は自力で資金調達、インフラ建設を行い、一定期間運営し建設資金を回収した後に政府に施設を返還するというものである。プログラムは6年間に4488キロメートルの有料高速道路、橋7基を建設し、30年間の運営のコンセッションを与えるというものであった (*Expansión*, ago. 4, 1994, pp.43-54)。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 伊藤成朗 [1997a] 「『メキシコ型』通貨危機について」 (『アジア経済』第38巻第2号, 2月, 19～43ページ)。
- [1997b] 「銀行危機の原因と対応—チリとメキシコ—」 (堀内昭義・山田俊一編『発展途上国の金融制度と自由化』アジア経済研究所, 165～208ページ)。
- 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』アジア経済研究所, 127～164ページ)。
- [1998] 「メキシコ通貨危機—証券化と金融自由化の狭間で—」 (渡辺慎一編『金融危機と金融規制』アジア経済研究所, 207～240ページ)。
- 星野妙子 [1992] 「エチエベリア政権における財界と政府の関係—協調関係の破綻とその要因—」 (『アジア経済』第38巻第11号, 11月, 5～22ページ)。
- [1993] 「メキシコにおける金融グループの形成と発展」 (小池賢治・星野妙子編『発展途上国のビジネスグループ』アジア経済研究所)。
- [1999] 「経済成長における国家の役割と金融制度—メキシコの事例についての研究ノート—」 (佐藤幸人編『国家と経済成長』調査研究報告書, アジア経済研究所, 101～126ページ)。

〈外国語文献〉

- Aspe, Pedro [1993], *Economic Transformation : The Mexican Way*, Cambridge and London: MIT Press.
- Babatiz Torres, Guillermo [1998], "Ownership Structure, Capital Structure, and Investment in Emerging Markets: The Case of Mexico", a Ph. D. dissertation, the Graduate School of Arts and Sciences, Harvard University.
- Banco de México [1991], *The Mexican Economy 1991*, México: Banco de México.
- Brothers, Dwight S. and Leopoldo Solis M. [1966], *Mexican Financial Development*, Austin and London: University of Texas Press.
- Business Mexico* (在メキシコアメリカ商工会議所機関誌).
- Caro R., Efraín and others [1995], *El Mercado de Valores en México, estructura y funcionamiento*, México: Ariel Dibulgación.
- Cordero, Salvador and Rafael Santín [1977], *Los grupo industriales: una nueva organización económica en México*, Cuadernos del CES 23, México: El Colegio de México
- Danby, Colin [1997], "Financial Liberalization in Mexico, 1989-1993", a Ph. D. dissertation, the Graduate School, the University of Massachusetts Amherest.
- Derossi, Fravia [1977], *El empresario mexicano*, México: UNAM.
- Dornbusch, Rudi [1997], "The Folly, The Crash, and Beyond: Economic Policies and the Crisis," in S. Edwards and M. Naim, *Mexico 1994, Anatomy of an Emerging-Market Crash*, Washington: Carnegie Endowment for International Peace, pp.125-140.
- Gil-Díaz, Francisco and Agustín Carstens [1997], "Pride and Prejudice: The Economics Profession and Mexico's Financial Crisis," in Edwards and Naim eds., *Mexico 1994, Anatomy of an Emerging-Market Crash*, Washington: Carnegie Endowment for International Peace, pp.165-200.
- Gómez Oliver, A. [1981], *Políticas monetarias y fiscal de México, la experiencia desde la posguerra: 1946-1976*, México: Fondo de Cultura Económica.
- Hansen, Roger D. [1991], *The Politics of Mexican Development*, Baltimore and London: Johns Hopkins University Press.
- Hoshino, Taeko [1997], "Adaptation of Mexican Companies to the New Economic Environment," in T. Hoshino, A. Alvarado and Ilán Bizberg, *The Transformation of the Business Sector under Economic and Political Reforms: The Case of Mexico*, JRP Series No.121, Tokyo:

Institute of Developing Economies.

Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática (INEGI) [1994],
Estadísticas históricas de México Tomo II, México: INEGI.

El Norte (新聞).

Story, Dale [1990], *Industria estado y política en México, los empresarios y el poder*, México: Consejo Nacional para la Cultura y las Artes & Glijalbo.

Teichman, Judith A. [1995], *Privatization and Political Change in Mexico*,
Pittsburgh and London: University of Pittsburgh Press.

Tello, Carlos [1979], *La política económica en México 1970-1976*, México:
Siglo XXI.

Villegas, E. and Rosa Ma. Ortega [1985], *El sistema financiero mexicano*,
México: Editorial Pac.