

第6章

アルゼンチン——経済安定化と 金融不安定化のジレンマ

はじめに

1994年12月20日のメキシコ危機に端を発するアルゼンチンの銀行システム危機は、成功裏に進められていた同国の経済改革が脆弱な基盤の上に立っていることを明らかにした。過去にアルゼンチンは、経済不安定化と銀行システム危機の悪循環を繰り返し経験してきたため、再び経済は不安定化するものと予想された。ところが、大方の予想に反して危機は短期間で収束し、95年のGDP成長率はマイナス4.6%と落ち込んだものの、消費者物価上昇率は3.4%とこの10年間で最低水準となった。このため、カレンシーボード(予め決められた固定平価で、外貨準備と引き替えにのみ貨幣が発行される貨幣制度、IMF [1997, 54])として認知されていた貨幣システムが、予想外に強靱であるという印象を逆に与えたといつてよい。

本章は、今回の危機を経済安定と銀行システム安定、または、固定平価下のペソの交換性維持と預金の交換性維持という二つの政策目的の対立として捉え、いずれの目的も放棄することなく危機を収束させたアルゼンチン共和国中央銀行(Banco Central de la República Argentina: BCRA)の対応について考察することを目的とする。

アルゼンチン政府が中央銀行の貨幣発行における裁量を削減し、準カレンシーボードを採択したのは、為替レートベースの安定化政策の信認を高めるためであった。ここで「準」という言葉をつけるのは、BCRAが貨幣を発行

する際に保有しなくてはならない外貨資産は、80%ですんだからである。第1節で示されるように、1990年以降の金融政策は、経済安定化のための固定平価維持を目標に実施され、BCRAの裁量的な信用創造機能は大幅に削られていた。預金保険もモラル・ハザードを引き起こし、信用創造の源泉となりかねないとして廃止され、明示的なセーフティ・ネットは一切存在しない状態にあった。こうした極端な政策を採択したのは、過去20年に及ぶアルゼンチンのインフレーションに終止符を打つためであった。その一方で、危機直前のアルゼンチンの銀行システムは、自由化が進み、規制により預金準備率や自己資本比率を高率に維持していた。しかし、プルーデンス規制の実施体制は整備途上であり、非効率な公立銀行の占めるシェアも高く、資産内容の疑わしい銀行が数多く存続していた。このため、何らかのショックが発生したときには、脆弱な銀行から倒産が連鎖し、システム危機を引き起こす可能性があった。

第2節でみるように、メキシコ危機後のアルゼンチン・ペソ切下げの期待は、アルゼンチンに外貨準備の減少（マネタリーベースの減少）とペソ預金引出し（預金貨幣の減少）をもたらした。銀行システムを取付けから救うためには、速やかに預金支払を保証しなければならない。ところが、カレンシーボードのもとでは、BCRAの貨幣発行は国内外から外貨を借り入れることによるのみ可能である。このため、借入額が預金引出額に満たないと、銀行システムの崩壊か、カレンシーボードの放棄か、いずれかの事態が不可避となる。この究極的選択に対し、BCRAと政府はカレンシーボードの制約内で流動性供給と預金回帰のための信頼回復に努め、いずれかを選ぶことなく危機を収束させることに成功した。

交換性計画初期のアルゼンチンでそうであったように、カレンシーボードと法定固定平価の組み合わせという貨幣制度には、予告なしの切下げや財政赤字を困難にすることで政策への信託を高め、高インフレーション経済において経済安定を短期間に実現可能にするメリットがある。しかし、カレンシーボードには、同時に、政府の敏速なセーフティ・ネット提供を困難にすると

いう欠点もある。このため、最後のむすびには、アルゼンチン危機の教訓に頼りながら、カレンシーボード採択の前提条件を考察する。危機を短期間で収束させたBCRAには高い評価が下されるべきであるが、とられた政策は二つの政策目標の競合を解消するものではなかった。金融政策を固定平価維持に割り当てるのであれば、預金の交換性維持には別の手段をもつ必要がある。この意味で、BCRAが外貨に裏づけられた預金保険などのセーフティ・ネットを構築したことは評価できる。ただし、セーフティ・ネットと銀行システムの健全性が両立するためには、プルーデンス規制、情報開示、早期是正措置の厳格な適用が不可欠であり、BCRAが早期に実効ある体制を整備することが望まれる。

第1節 銀行システムの特徴とその歴史的背景

1. インフレーション

アルゼンチンは、債務危機を経験した1980年代に入っても財政赤字の解消をせず、金融抑圧を続けていた。財政のプライマリー収支は、85年に黒字になった以外は90年になるまで赤字続きであった。総合収支で見ると、財政赤字は80年代を通して対GDP比で5%を切ることはまれであった。

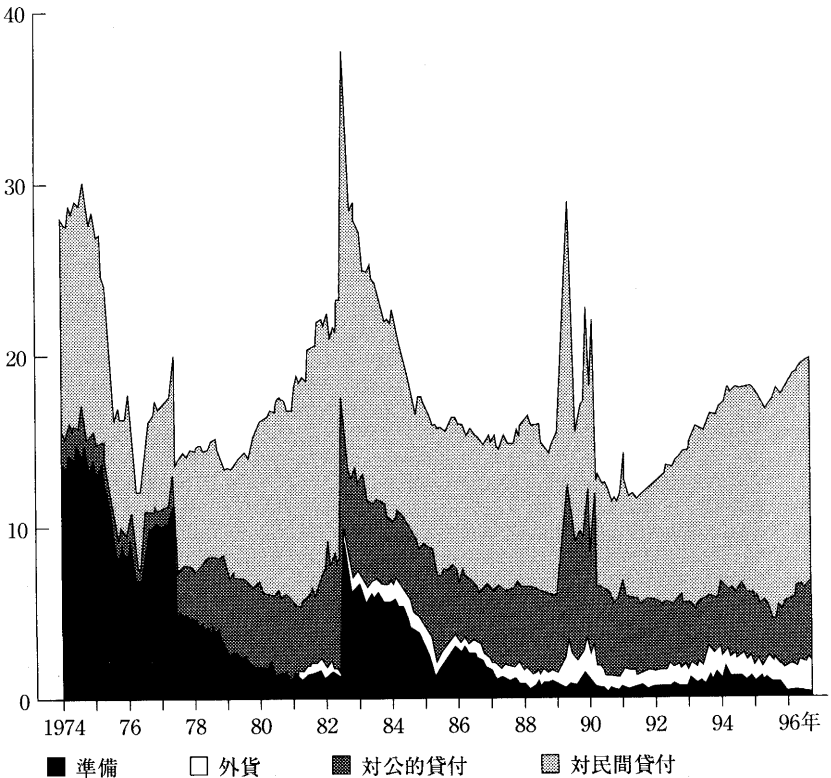
BCRAは、政府や公企業への貸付に加え、公立銀行預金を保証し続けるなど、1980年代を通して政府に従属的であった。この結果、BCRAの対政府、対公企業貸付は増加を続け、マネタリーベース拡大の要因となった。そこでBCRAはマネタリーベースを拡大させないため、商業銀行に対し、BCRAの管理する強制預金 (depositos indisponibles) 口座への資金積立、利子付きと利子なしの2種類の準備率規制を課し、商業銀行向け純信用を縮小した。これは図1で準備金の増加として現れている。高率の準備規制は商業銀行の収益性を損なうため、中央銀行は強制投資と利子付き準備に市場ベースの利子率

を支払う必要があった。収益性の低い政府・公企業向けの貸付を行い、その一方で市場ベースの高利子率を支払っていたため、中央銀行は巨額の赤字を計上するようになった。

中央銀行が赤字になると、銀行への元利支払には増資や新規借入が必要になる。1980年代後半のアルゼンチンでは後者がとられたが、恒常的な赤字により中央銀行債務は急速に拡大し、貨幣増発の原因となってハイパーインフ

図1 預金銀行の資産構成

(億ペソ, 1990年価格)



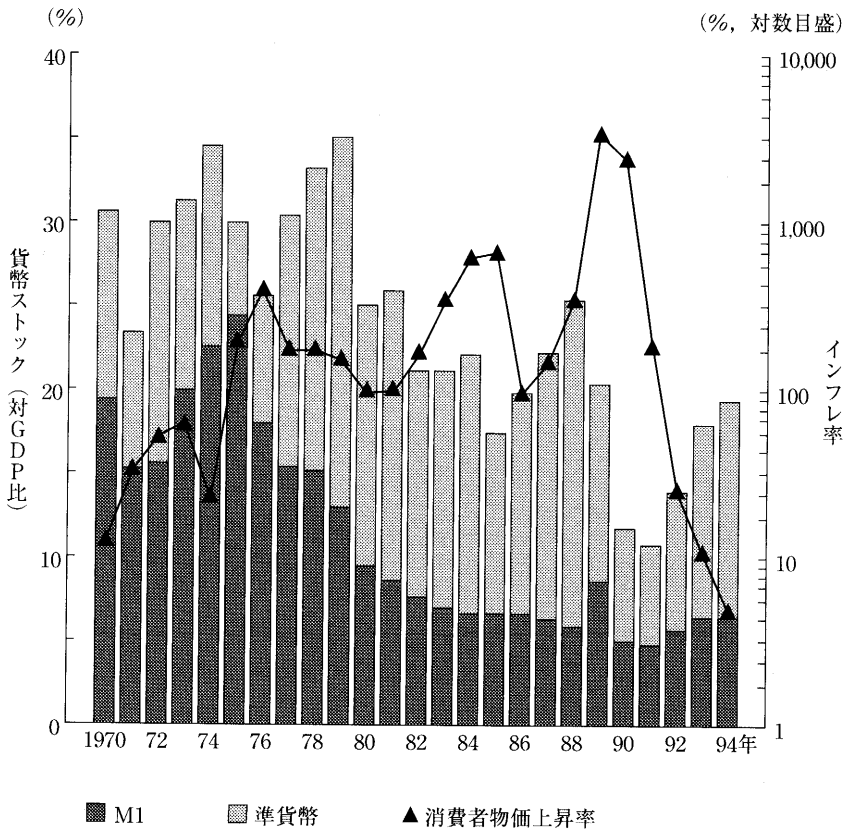
(出所) IMF, *International Financial Statistics*, Washington, D.C.: IMF, 1996, p. 12.

レーションを引き起こした(図2)。

2. 準カレンシーボード

為替レートベースの安定化政策(Exchange Rate Based Stabilization: ERBS)

図2 インフレーションと貨幣ストック



(注) 準貨幣はM2-M1。小口定期預金、貯蓄預金など。

(出所) 図1に同じ。

である1988年7月のプリマヴェェラ・プランと89年7月のBBプランは、公的部門の債務が高水準に達しているときに開始された。ERBSを実施すると、実質為替レート増価と支出ブームにより、経常収支赤字が拡大する傾向のあることが知られている（Kiguel & Liviatan [1992], Rebelo & Végh [1996]）。このため、為替レートの減価を防いでERBSを持続可能とするためには、中央銀行は利子率を高めに誘導し、資本収支黒字を出すことが求められる。しかし、ERBS開始時の公的債務が高水準であると、高い実質利子率は公的債務を拡大させるため、ERBSは継続できない。中央銀行をはじめとする公的部門の債務が拡大し始め、ERBS放棄の期待が高まって外貨準備減少が止まらなくなったことから、両プランはともに1年を経ずに失敗に終わった。

1990年1月1日に実施されたボネクス・プランは、それまでの安定化政策の足かせとなっていた公的部門債務を棒引きすることを骨子の一つとしていた。銀行休業日をはさんで実施されたプランは、銀行の定期預金を凍結したうえ、預金の500ドル相当を現金に交換し、それ以上の額をドル建国債のボネクス（Bonos Extranjeras）に強制的に交換することを含んでいた。ボネクスは流通市場で約3分の1の価格で取引されていたため、強制交換は事実上の預金没収による中央銀行債務の棒引きにほかならなかった。

自国通貨に対する信認を大幅に減じてしまうという欠点はあったものの、ボネクス・プランは経済安定の維持に必要な債務削減を達成した。ボネクス・プラン実施の1年後の1991年3月、政府はドミンゴ・カバロ経済大臣の策定した交換性計画（Plan Convertibilidad）を開始する。交換性計画はERBSであり、財政金融の構造改革によってサポートされている。税制改革による税収増、行政改革や民営化による歳出減は、財政のプライマリー収支を黒字にし、総合収支もほぼバランスするようになった。

金融面では、法律によって固定為替レートの値を決め、BCRAへの独立性賦与などの改革が行われた。同時に、BCRAがマネタリーベースを発行する際には、同額の外国資産を保有することが義務づけられ、裁量的信用創造が制限されるようになった。1992年9月の中央銀行憲章（Carta Organica del B.

C.R.A.)改正では、BCRAが債務を発行することが明示的に禁止された。同時に、BCRAが市中銀行の債務を引き受けることを禁止し、残存していた預金保険制度も廃止して、明示的なセーフティ・ネットを取り払ってしまった。

固定平価と財政緊縮、そして、非裁量的な金融政策を特徴とする交換性計画は、短期間にハイパーインフレーションを収束させることに成功した。1990年に2313%に達したインフレ率は171% (91年) →25% (92年) →11% (93年) →4.18% (94年) と低下する一方で、成長率も0.06% (90年) →8.90% (91年) →8.65% (92年) →6.03% (93年) →7.42% (94年) と高率を記録した。

ここで注意すべきは、BCRAは純粋なカレンシーボードになったのではなく、準備率変更、外貨準備の超過保有額調整により、金融政策の裁量が残された点である。とくに、外貨準備の20%にアルゼンチン政府のドル国債(ボネクス)で充当できるようになったことは、国債保有(対政府国内信用)と引き替えに貨幣発行が可能になったことを意味し、純粋なカレンシーボードに比べて金融政策の裁量を残したといえる⁽¹⁾。

3. 銀行システムの特徴

アルゼンチンの銀行システムは、中央銀行、国立銀行、州市立銀行、アルゼンチン国籍の民間銀行、外国銀行、組合銀行、貯蓄貸付組合で構成される。

過去のインフレーションと為替切下げの影響から、銀行システムの資産・負債ともにドル建てとペソ建ての2通貨から成り立っている。平均的にみると、高い準備率規制、高い自己資本比率規制などにより、ローンが総資産に占める割合は高くなかった。しかし、公立銀行や中小民間銀行の一部は、多くの不良債権を抱え、貸倒引当ても不十分であったため、実態として自己資本比率は低い水準にあった。

(1) バランスシート

アルゼンチン銀行システムの資産規模は大きいとはいえない。しかも、資

産は少数の銀行に集中しており、中小銀行の経営基盤は脆弱である。1995年1月31日現在、全169行⁽²⁾のうち、トップ5行までが全銀行システム資産の36.70%を占め、10行までが51.02%、20行までが65.43%を占め、残りの149行で35.57%を分け合っている。下位79行の平均資産規模は6082万ペソで小規模である (ADEBA [1996])。

銀行システムの構成をみると、国立および州立、市立などの公立銀行の占めるシェアが高いことが分かる。公立銀行の資産は全銀行資産の3分の1以上を占め、トップ5行のうち第1位、第2位を含む3行が公立銀行であり、3行で全銀行資産の26.35%を占める。貸付では、公立銀行のシェアはさらに高まる。支店数と行員数においても、それぞれ全銀行システムの36.35%と45.86%を占める (BCRA [1996a])。

資産の内訳は、ローン債権が最も大きな比率を占めている (表1参照)。ローンのなかでは、ドル建ての占める比率が高い。World Bank [1994]によるとローン満期は短く、ペソ建ては30日以下が40%を占め、31~180日以下が31%、181~365日以下が10%、1~3年が14%、3年よりも長いローンは5.4%であった。ドル建ての満期構成の詳細は不明であるが、中長期ローンの過半がドル建てであるといわれる。ペソ建ての平均満期は50日であるのに対し、ドル建ては500日である。このように、中長期ローンにドル建ての占める割合が高いのは、銀行と借手双方が為替リスクを回避しているためである。

1994年7月現在、銀行の資金調達に占める預金の割合は50%をわずかに超える程度で、比較的分散されている。預金の通貨建てはペソとドルの二つがあり、為替リスクを反映して利率はペソ預金の方が常に高い。平均満期もペソ預金の方が短く、それぞれ35日と90日である。94年7月の通貨建て別の預金構成は、当座預金ではペソが圧倒的に多く97%を超え、貯蓄預金では57%、満期の最も長い定期預金では34%、預金全体ではペソ預金が53%である。額としてはドル建て定期預金の175億ペソが最も多く、次にペソ建て当座預金の109億ペソ、ペソ建て定期預金の91億ペソの順となっている。

表1 銀行システムのバランスシート

	1993年6月			1994年6月			1996年7月		
	ペソ	ドル	計	ペソ	ドル	計	ペソ	ドル	計
資産 (100万ペソ)									
現金, 準備金	35,197 13.52%	31,809 10.38%	67,006 12.03%	41,937 14.40%	44,022 10.51%	85,959 12.41%	41,333 5.37%	63,817 7.88%	105,150 6.89%
公債	3.17%	5.29%	4.18%	2.33%	7.25%	4.85%	4.84%	13.29%	9.97%
貸出	53.38%	75.57%	63.92%	51.90%	71.31%	61.84%	50.62%	54.24%	52.82%
その他純資産	29.93%	8.76%	19.88%	31.37%	10.93%	20.90%	39.18%	24.59%	30.32%
負債 (100万ペソ)									
負債	38,894 70.52%	28,114 100.00%	67,008 82.89%	45,857 71.25%	40,102 100.00%	85,959 84.66%	46,469 71.46%	58,681 101.16%	105,150 88.03%
預金	51.16%	55.06%	52.80%	55.02%	53.97%	54.53%	50.42%	43.92%	46.79%
当座預金	(21.38%)	(0.99%)	(12.82%)	(23.73%)	(0.82%)	(13.04%)	(19.76%)	(0.90%)	(9.23%)
貯蓄預金	(10.49%)	(9.74%)	(10.17%)	(11.46%)	(9.58%)	(10.58%)	(11.57%)	(6.67%)	(8.83%)
定期預金	(19.30%)	(44.34%)	(29.80%)	(19.83%)	(43.57%)	(30.90%)	(19.09%)	(36.35%)	(28.73%)
対BCRA債務	3.43%	3.38%	3.41%	2.52%	1.05%	1.83%	3.14%	0.40%	1.61%
海外信用, 貸出	2.88%	28.74%	13.73%	3.60%	22.40%	12.37%	4.99%	15.95%	11.11%
その他債務	13.05%	12.82%	12.95%	10.12%	22.58%	15.93%	12.90%	40.88%	28.52%
資本, 準備	29.48%	0.00%	17.11%	28.75%	0.00%	15.34%	29.33%	0.00%	12.96%

(出所) World Bank [1994]/BCRA [1996a]. 原出所はBCRA, Estados Contables de las Entidades Financieras, 各号。

(2) セーフティ・ネット

1994年12月の危機発生までは、アルゼンチンに公的なセーフティ・ネットは存在しなかった。74年以降、BCRAは100%の預金保険を提供してきたが、79年に預金保険は有料化されて参加は任意となった。しかし、預金保険は暗黙的なかたちで存続し続け、88年までにBCRAは経営の破綻した銀行206行の預金払戻しのために78億ドルの融資を行ったが、その多くが返却されず、融資額の93%について償却を行っている。90年にラ・リオハ州の州立銀行（Banco de la Provincia de La Rioja）が倒産したときにも、清算過程で政府が債務を引き受けたため、暗黙的な預金保険の存在を印象づけた。暗黙的保険のもとでの任意保険に参加する銀行は少なく、90年までには参加行数は11に減少した。

前述した1992年のBCRA憲章の改正により、11行に対する部分的預金保険制度も廃止され、BCRAが市中銀行の債務を引き受けることを禁止したため、明示的なセーフティ・ネットは全くなくなってしまった。

(3) ブルーデンス規制

銀行に対するブルーデンス規制はBCRAが実施している。BCRAのブルーデンス規制は、準備率、債権評価と貸倒引当て、関連会社とのオペレーション、行内行外監査、自己資本比率、信用リスクの分散などの項目に及ぶ。通常、金融監督当局は毎月金融機関にデータを提出させ、一定期間内（例えば1年）に1度という割合で立入検査を行うことで、金融機関の提出したデータの裏づけを取っている。アルゼンチンでも基本的には同じパターンをとろうとしており、各機関は毎月、営業実績、月末バランスシート、自己資本、引当てなどをBCRAに提出し、BCRAはこれを公開している。

1994年6月現在、当座預金、および、貯蓄預金の限界準備率はドル預金、ペソ預金ともに43%と比較的高い。30～89日満期の定期預金にも、3%の準備金が課せられている。平均準備率はドル預金で8%、ペソ預金で28%、総預金で19%であった。

BCRAのガイドラインによると、貸出債権は標準から回収不能までの5段階に分類される。この分類は、借り手のキャッシュフローを分析したうえで決定される。これに返済保証の有無を組み合わせると貸倒引当ての水準が決定する。また、自己資本の5%を超える額の貸出については四半期に1度、1%を超える案件については半年に1度の審査を行うことが義務づけられている。さらに、銀行の貸出ポートフォリオの50%は6カ月に1度の審査、すべての借り手については会計年度末までに一度の審査が義務づけられており、すべての借り手が少なくとも1年に1度は審査を受けることになる。

1992年1月から施行されているアルゼンチンのリスクアセット比率規制は、三つの点でBIS基準よりも厳格になっている。一つは先に述べたとおり、水準である。BISの最低水準はリスクアセットの8%とされているが、アルゼンチン国内では、3%から8.5%に91年半ばから93年末までの期間に引き上げられ、94年1月から9.5%、その後6カ月ごとに1%ポイントずつ上昇して95年1月からは11.5%となっている。二つめは、リスクウェイトが貸出利率に関して累進的になっていることである。アルゼンチン基準では、通常のBISのリスクウェイトに加え、貸出利率の水準によってさらに1から6のリスクウェイトが加わる仕組みとなっている。三つめは、最低リスクアセット比率がCAMEL (Capital, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity) の格付けによって変化することである。BCRAの査定で最高のAの格付けを得ることのできた銀行は、最低リスクアセット比率が通常の97%に設定される。逆に、格付けが最低(第5番目)のCであった場合には、最低リスクアセット比率は通常設定される11.5%の112.5%に設定される(つまり、12.9375%)。ただし、95年現在では格付けを公表しておらず、ウェイトはすべて1(格付けの第2番目に相当)となっている。

BCRAは大規模金融機関(資産が7億ドル以上)と標準以下の格付けを有する機関には1年に2回、中小規模金融機関には18カ月に1回、格付けの高い機関には9カ月に1回の立入検査を実施している。検査項目はCAMELに準拠している。検査の結果により、BCRAは各機関の格付けをする。ただし、

1995年6月現在、84機関（機関総数の半分弱、預金総額の約60%）が検査を受けたにとどまっている。厳格な規制を実効あるものにするためには、立入検査を効果的に実施する体制づくりが必要である。

（4）金融仲介の効率性

銀行システムは、アルゼンチンの金融システムのなかでは最も重要な位置を占めるが⁽³⁾、全体の資産規模が小さく、かつ、小銀行が多数存在すること、政府の影響下にある公立銀行のシェアが大きいこと、銀行間、代替的金融手段との競争が十分ではないこと⁽⁴⁾などから、金融仲介の非効率性が指摘されてきた（World Bank [1994]）。こうした非効率性の多くは、マクロ経済政策や金融規制が原因となっており、本来ならば淘汰されるべき銀行を存続させる結果をもたらしていた。

資産規模が小さいのは、過去20年近くにわたって銀行による金融仲介活動が停滞していたためである。図2にあるように、インフレーションが高まり始める1980年代からM2/GDP比率は低下し始め、90年代に入って増加傾向に転じた後も70年代の水準を回復していない。貨幣ストックの減少でとくに顕著なのはM1/GDP比率で、高率のインフレーションが金融資産の増加を阻んできたことがみてとれる。

こうした金融仲介活動の停滞は、預金者がインフレ税を避けてきたというだけでなく、経済が不安定化した時期の銀行の合理的な対応でもあった。インフレーションの進行は貸出を伴う金融仲介のリスクを必然的に高める⁽⁵⁾。このため、銀行としては、金融仲介よりもインフレーションの高まりによって債務者利得の期待できる預金獲得のために、支店を増加させることの方が合理的であった。対GDP比で銀行預金が減少し続けた1980年代を通じ、行員数は14万6140人から11万9164人に減る一方、銀行の支店は80年の3819店舗から93年12月の4136店舗まで増えた。

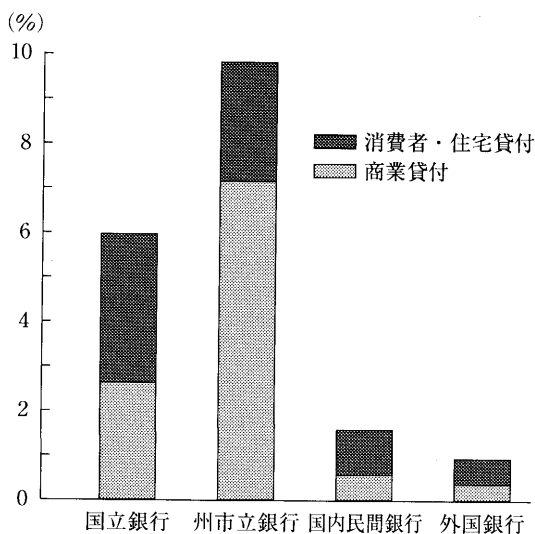
利子付きの高準備率規制も、商業銀行に民間部門への金融仲介の誘因を減じさせた。図1にあるように、1990年になるまで銀行の資産において準備金

と公的部門への貸付の占める割合が高く、個別的风险の伴う民間部門貸付よりも、確実に利益の保証される国債保有などが選ばれがちであったことを示している。

銀行資産の質としては、州市立銀行資産の質の悪化が際だっている。図3において、回収不能債権は州市立銀行で総資産の10%、国立銀行は6%、民間銀行は国内、外国銀行とも2%以下である。国立銀行、州市立銀行ともに、回収不能債権の内訳として商業貸付が大きい。これは公立銀行の融資が産業政策や社会政策の手段とされたり、政治的な配慮から収益性の低い公企業や州市政府に貸し出されていることと関係があると思われる。

ショックに対する頑健性を表す指標としてリスクアセット比率をみると、1994年12月には民間銀行平均で15.3%であった。公立銀行に関するリスクアセット比率はデータが入手不可能なので、正味資産/総資産比率をみると、国立銀行は最も高く、州市立銀行が最も低いことが分かる。このように、州市

図3 回収不能債権（総資産に占める割合）



(出所) BCRA [1996a].

立銀行は、正味資産比率が最も低く回収不能債権比率が最も大きいため、ショックに対して脆弱な財務体質であった。州市立銀行の回収不能債権/正味資産比率は1を超えており、事実上の債務超過にある。こうした状態でも取付けが起こらず、経営が続いているのは政府による暗黙的な債務保証があると捉えられているからであろう。国立銀行は、回収不能債権比率は高いが正味資産も高いため、州市立銀行に比べて債務超過に陥りにくい傾向にあった。

第2節 銀行危機

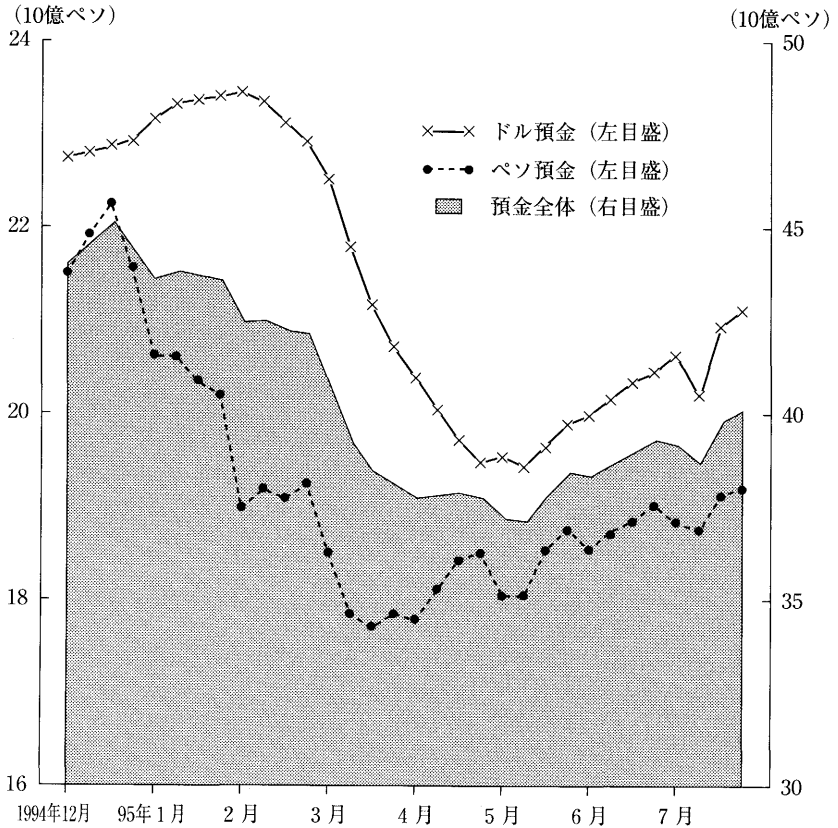
1. 危機の経緯

1994年末のメキシコの通貨危機は、新興市場投資のリスクを改めて浮かび上がらせ、5年近く続いた新興市場ブームを冷ます働きがあった。メキシコ危機によって発生した国際資本市場の動揺は他国にも伝播し、各国から資本が一時的に引き上げられるという現象（「テキーラ効果」）がみられた。こうしたショックに最も強くさらされたのがアルゼンチンであった⁽⁶⁾。

テキーラ効果は、為替リスク、カントリー・リスクなど、国際投資に伴うリスクの高まりを懸念した資本流出現象である。アルゼンチンでの資本逃避は現金貨幣と預金貨幣の二つのレベルで発生し、外貨準備の減少と預金の減少を招いた。図4にあるように、預金は12月後半から緩やかに減少を始め、3月に入ってから急減し、5月に入ってから増加に転じた。インターバンク市場の利子率も3月に入ってから急騰し（図5）、信用リスクの高まりから銀行間信用はトップ行に限定されるようになった。

預金減少の特徴として第1にあげられるのが、減少の仕方が銀行間で様ではなかったことである。図6にみられるように、預金は主に中小銀行で減少し、国内大規模銀行、外国銀行の預金は増加しており、預金シフトが起こったことがみてとれる。

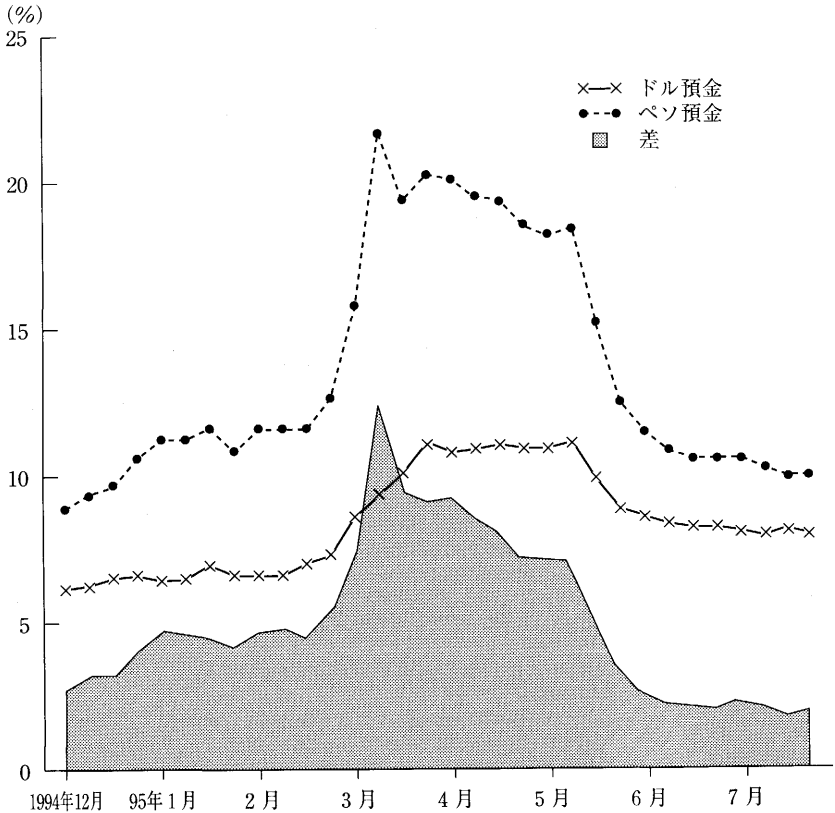
図4 預金の推移



(出所) BCRA, *Bulletin of Monetary and Financial Affairs*, June-July 1995.

預金減少は、ホールセールバンクと呼ばれる銀行にとくに集中した。ホールセールバンクとは、小規模で預金収集のための支店をもたず、資本市場取引や消費者金融などに特化していた25の銀行を指す。ホールセールバンクは、自己資本比率が低く、資金調達を大口預金、外国銀行からのクレジットライン、コール市場を通じた国内銀行からの借入に依存しており、資産としてはテキーラ効果によって価格が急落したアルゼンチン国債を多く保有していた。

図5 定期預金利率

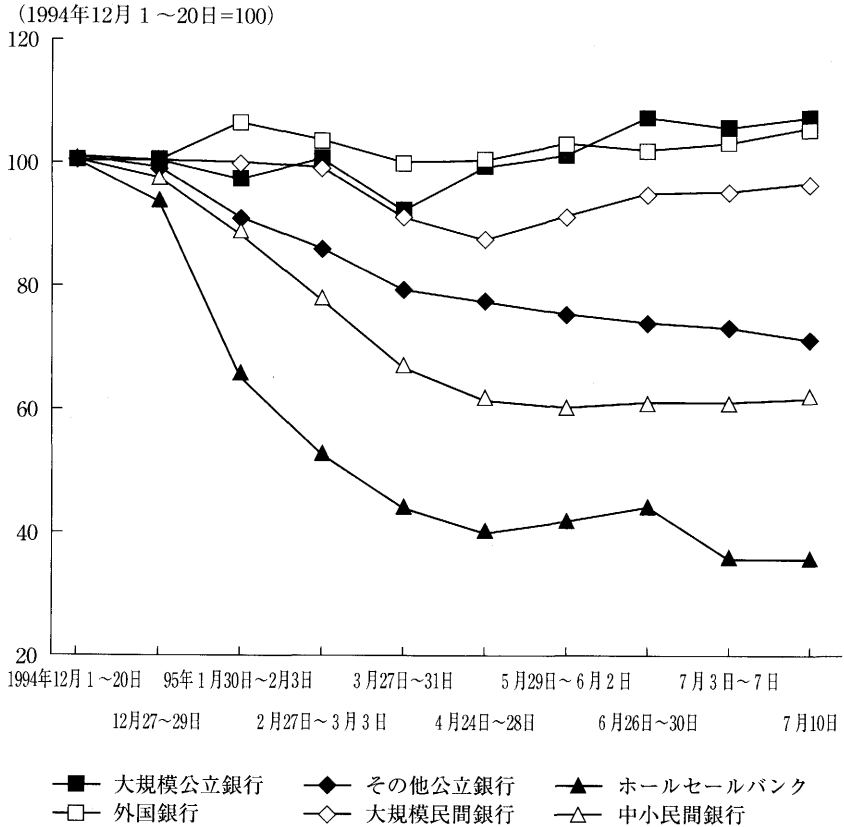


(出所) 図4に同じ。

このため、情報を比較的豊富にもち、行動の素早い大口預金者を顧客にもっていたことを考えあわせれば、ホールセールバンクの預金減少が最も著しかったのは自然であった。

預金が減少した他の形態の銀行をみると、中小規模の州市立銀行と民間銀行がある。中小規模の州市立銀行は、先にみたように、ほとんどが債務超過の状態にあった。中小民間銀行は、特定地域に20~40の支店を展開しており、中小企業と農業向けの融資に特化していた。中小民間銀行は、自己資本比率

図6 銀行類型別の預金推移



(出所) 図4に同じ。

の低さが指摘されていたほか、預金減少にあたって貸出の回収が進まなかったため、流動性が減少した。このように、預金減少は、結果的にショックに対して脆弱な銀行に集中したといえる。

第2の特徴は、満期構成によっても減少のしかたが異なることである。ペソとドルのいずれの通貨建てにおいても、満期の長い定期預金の低下が最も著しい。逆に、当座預金はペソ建てが3月まで落ち込む以外は、一貫して増加

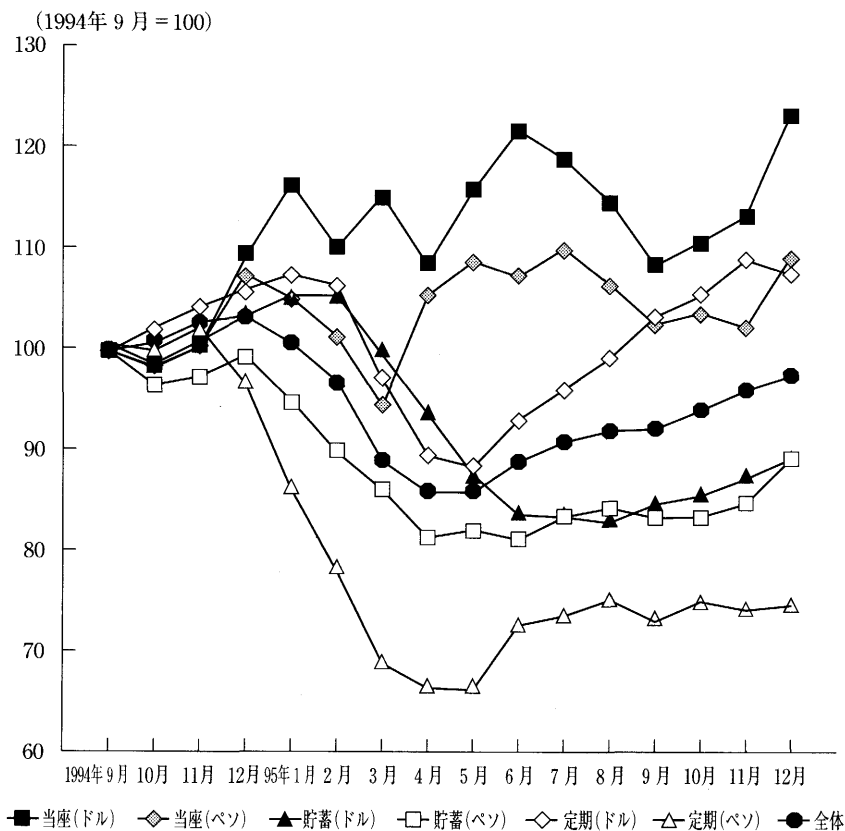
傾向にある。満期の短い預金の方が引出しが容易であることを考えると、預金者が満期についても選別的に引出しを行ったことが分かる。

第3の特徴は、ペソ預金とドル預金とでは減少開始時期が異なっていた点である。ペソ預金はメキシコ危機発生直後から減少し続けたのに対し、12月末から2月までの間ドル預金は逆に弱い増加傾向にあり、急速に減少したのは3月に入ってからであった。図7では、ペソ預金は当座預金以外のすべてのタイプで12月時点で減少しているが、ドル預金は2月まですべてのタイプで増加している。第2、第3の特徴と考えあわせると、減少しながら預金の構成が変化していることが分かる。つまり、12月から5月まで危機が深刻化するなか、すべての期間において満期の長い預金から短い預金へと資金が移動し、最初の3カ月間はペソからドルへという動きも伴っていた。

マクロ経済が不安定化し、銀行システムに不安が生じたときに、満期が短期化することについては説明を要しないであろう。1994年12月から95年2月までのペソ預金減少とドル預金増加は、為替リスクの高まりを反映したものと考えられる。定期預金利率をみると、(ペソ利率) - (ドル利率) で測った為替リスクプレミアムは1、2月末から2月第3週まで緩やかに増加し、2月第4週から急増し、5月第2週から減少している。3月以降のペソ、ドル預金双方の急減は、銀行システムに対する信頼が揺らいだためと思われる。2月第4週から5月第1週までは、ドル預金利率も上昇しており、デフォルト・リスクが高まったことが分かる。

3月に入って預金が急減し始めたのは、2月後半に外国銀行のアルゼンチン法人が本国からの送金を停止されたことがきっかけであったといわれる (Ito & Folkerts-Landau [1996, 112])。外国銀行が外貨送金を止めたことにより、ドル預金払戻し能力の裏付けはBCRAの保有する外貨準備だけとなり、銀行のデフォルト・リスクが高まったのである。このため、それまで危機は「固定平価のもとでのペソの交換性」の危機として捉えられていたが、2月以降は「預金と現金の交換性」の危機として認識されるようになったと考えられる。銀行システム全体に対する不安が高まるなか、一部の中小銀行か

図7 預金の構成変化



(出所) ADEBA, *Análisis de las Estadísticas Monetarias y Bancarias*, Septiembre 1996.

らの預金引出し増加は取付けに発展した。

銀行の資産サイドは、負債サイドに比べて変動は小さかった。ローンは1995年2月まで増加し、3月に減少した後にほぼ横這い状態である。これは次項でみるような政府とBCRAによる流動性供給の努力によって、ローンの多くを満期前に解約せずにすんだことを物語っている。

2. BCRAの対応

よく知られているように、健全な経営をしている銀行でも、満期転換を行っているために預金の一斉引出し（取付け）にあうと倒産してしまう。そして、銀行預金は先着順で支払われるため、預金引出しが増えるとすべての預金者に引出しをする誘因が発生し、取付けが自然に解消することはない。このため、銀行システムの機能停止を避けようとするならば、取付けに直面した銀行に流動性を供給する体制を用意するか、銀行に預金支払停止を許可するが必要である（Diamond & Dybvig [1983]）。

BCRAがとった措置は多岐にわたるが、その効果としては、銀行の流動性を確保し、債務支払を保証すること、一時的な支払停止を認めることの二つに大別できる。アルゼンチンでは、この二つの代替的な措置のうち、後者は中小銀行のいくつかで採用されただけで、主に前者が重用された。

準カレンシーボードのBCRAが市中銀行に流動性を供給するためには、外貨準備を増やすか、預金準備率や外国資産の超過保有高を調整するしかない。危機の深刻化した3月に入ってから、BCRAは外国資産/マネタリーベース比率を減少させて銀行への流動性供給にあてた。さらに、BCRAは銀行の預金準備率を段階的に引き下げたほか、手持ち現金や国債、経営の悪化した銀行から買い取った資産を準備に充当することを認め、実効的な預金準備率を引き下げた⁽⁷⁾。また、BCRAはインターバンク市場での担保貸し、過剰準備貸与を認可し、市場ベースでの流動性供給を促した⁽⁸⁾。さらに、1月にBCRAは民間銀行のトップ5行に5000万ドルずつ拠出させ、流動性不足に陥ったホールセールバンクの資産を購入させた。トップ5行の流動性が悪化しないように、買取した資産は預金準備への算入を認めた。資金は国立のバンコ・デ・ラ・ナシオン銀行（Banco de la Nación Argentina: BNA）の口座に積み立てられ、流動性不足の銀行に貸し付けられた。これは法的な裏付けのない「セーフティ・ネット」であったが、トップ5行の流動性を犠牲にして、ホールセー

ルバンクの破綻を防ぐ効果があった。

これら以外にも、BCRAは憲章や金融機関法の改正を行って流動性供給に努めた。その一つは、部分的預金保険の復活である。1995年4月に国会で金融機関法 (Ley de Entidades Financieras) が修正され、1人1口座につき5000ドルが準備金から優先的に払い戻されること、残余の準備は満期90日以上 の預金について等しい率で配分されることが付記された。同時に改正されたBCRA憲章では、94年11月30日時点の預金の2%を移転することが義務化され、預金保険基金に積み立てられることになった。補償の対象は、当座預金、定期預金、貯蓄預金は満期90日以下が1万ドル、90日を超える場合は2万ドルまでである⁽⁹⁾。危機が収束した96年10月には、BCRAは総額50億ドルの外国銀行からのスタンドバイ・クレジット契約を代行した。このことにより、最後の貸し手機能を部分的に外国銀行に託したことになる⁽¹⁰⁾。

二つには、再割引適用の拡大である。役員会の多数決が得られたケースについては、BCRAは既存の期間と限度額を超えた再割引をすることが可能になった。既存の規定では、再割引は銀行正味資産と同額までであり、期間も30日であった。適用範囲が広がった再割引が焦げ付くのを防ぐため、BCRAには再割引を受けた銀行の経営に介入し、貸倒引当、資本および準備金の積み増し、免許の撤回などを決定することが認められるようになった。同時に承認された条項には、BCRAが再割引によって取得した資産を自由に売却・移転する権限が定められた。

三つは、二つの信託基金設立の認可である。銀行資本化信託基金(Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria: FFCB)は、経営基盤の脆弱な中小銀行の合併を促進させるために設立された。整理統合は、格付けAまたはB1(例外的な場合にのみB2)の銀行が最低リスクアセット比率を満たすことのできない銀行を買収するか、中小規模銀行が統合して規模拡大した銀行に転換するというかたちで行われた。このとき、統合銀行が統合によって資本基盤が弱まらないよう、買収する銀行に劣後転換ローンを買収資金として供与し、買収される銀行にはローンを供与してBNAやBCRAからの融資を返済させた。

地方開発信託基金(Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial: FFDP)は、州立銀行民営化のために設立された。FFDPもBCRAの再割引やBNAからの借入を解消するために資金が供与される⁽¹¹⁾。また、新しい憲章は、経営基盤の弱い地方銀行に対する特恵的準備率の適用を可能にし、差別的な金融政策を許容した。

預金準備率の調整、過剰準備の貸付、5000万ドルの強制的資産買取りなどにより、市中の流動性は40億ペソ増加した。BCRAが再割引によって供給した額は17億ペソであった。また、FFCBから1995年9月までに2億5500万ペソが融資され、FFDPからも8月までに同額が融資された。こうして提供された流動性の総額は72億ペソを超え、12月から3月初めまでに失われた預金額65億ペソのすべてがカバーされたことになる。

危機を引き起こした預金減少は短期的現象であり、1年を経ないうちに預金量は危機前の水準に回復した。5月に入ると預金は減少をやめ、銀行部門全体のペソ預金量(名目値)は6月には増加に転じ、ドル預金も5月後半には回復傾向を示し始め、両者の合計額は1996年1月には94年12月の水準を上回っている(BCRA [1996b])。一時的に高まった利子率も、ドル、ペソ両方とも3月後半に減少し始め、ペソ利子率とドル利子率のスプレッドも減少し始めた。銀行部門全体の準備引き後の不良債権/信用総額比率も、95年10月をピークに低下した。

危機が収束したことにはいくつかの理由が考えられる。一つは、預金準備率の高さである。1994年6月時点での預金の平均準備率はドル預金で8%、ペソ預金で28%、総預金で19%であった。このため、94年9月を基準にした預金減少(ペソ預金19.88%、ドル預金12.20%、預金全体15.03%)には、数値上では準備の取崩しだけで対応可能であった。ただし、準備が減少すると預金引出しが加速することも考えられるため、BCRAによる流動性供給は危機の収束に重要であったといえる。二つには、銀行間の信用供与である。危機が預金シフトを伴っていたことを考えれば、預金の減少した銀行に対し、預金の増えた銀行から一時的な貸付をすることは倒産を避けるうえで有用であっ

た。三つには、BCRAの再割引による流動性供給である。再割引によって供給された流動性に加え、再割引を受けた銀行が安全な経営をするように規制したこと、正味資産回復の見込みのない銀行は早期に閉鎖したことが混乱を収めるうえで重要であった。四つには、政府が早期に財政緊縮政策を発表してIMFのEFF (Extended Fund Facility)融資の延長を取り付けたこと、5月の大統領選挙でメネム政権の続投が決まったことにより、交換性計画の信託が高まったことである。

以上のBCRAの措置で特筆すべきは、破綻の危険がある銀行に流動性が供給される一方で、準カレンシーボードの制約が侵されていない点である。すべての措置は、国際金融支援を用いるなど、マネタリーベースの80%が外国資産でカバーされるかぎりにおいて実行され、貨幣制度の変更を伴うことがなかった。

3. 危機の影響

危機は、ショックに対してより頑健な銀行システムを構築する必要性を認識させ、銀行部門再編のきっかけを与えることになった。BCRAが経営の悪化した銀行の清算や整理統合、公立銀行の民営化を進めた結果、銀行数は危機前の205行(1994年12月)から147行(96年8月)に減少した。とくに、危機後は公立銀行民営化のペースが加速され、100%公的部門所有の州立銀行数は91年12月の17行から96年9月には6行に減少し、民間所有株式比率が50%を超える「州立」銀行は13行を超えるまでになった。同時に、正常債権にも貸倒引当を積むことを義務化したり、リスクアセット比率算出の際の利子率ウェイトを高めるなど、BCRAはプルーデンス規制の強化を打ち出している。市場においても預金者による銀行の選別が進み、大銀行への預金シフトは銀行部門の二極化をもたらしている。96年10月末現在においても、ホールセールバンクや中小のリーテールバンクに預金は戻っておらず、トップ10の大銀行と外国銀行に預金が集中したままである。

おわりに

カレンシーボードを経済安定に用いることの利点は、その単純明快さゆえに政策の透明性を高めること、安定化政策取りやめのコストを高めること、ゆえに財政に対する規律付けができることなどから、安定化政策の信託を高めることであった。信託が高まれば、リスクプレミアによって高騰していた利子率が低下し、高いコストを支払って経済を安定させる必要がなくなる。高いコストを支払うのでなければ、安定化政策を取りやめるインセンティブがさらに弱まる、という好循環も存在しうる。

こうした安定化目的のカレンシーボードやERBSにも、欠点は存在する。必ず実質増価が発生するにもかかわらず、相対価格調整の手段としての為替レート調整が失われることである。実質増価によって発生した経常収支赤字の削減には、デフレーションが必要になる。このため、デフレーションを起こすことができないのであれば、数年の間に伸縮的な為替レート制度に移行し、モデレートなインフレーションを許容していくべきであるとの議論が多い (Bruno et al. [1991])。

こうした議論は有用であるが、フロー面だけに注意を集中させてきた感は否めない。アルゼンチン危機は、カレンシーボードの採用により発生するトレードオフが、経済安定と雇用(フロー面)だけでなく、通貨価値安定と預金貨幣価値安定(ストック面)にもあることを示した。

金融政策という一つの手段により、二つの目標を同時に達成できる保証はない。今回の危機において、BCRAは固定平価の維持を最優先にし、その範囲内で提供可能なセーフティ・ネットによって危機を収束させることに成功した。これは、銀行システム全体が崩壊するのを防ぐセーフティ・ネット提供量が、固定平価維持を前提としたときに提供可能なセーフティ・ネット量を超えなかったためと解釈できる。危機を収束させるために迅速に的確に対応したBCRA、および、アルゼンチン政府は高く評価されるべきである。し

かし、今後の危機において、銀行システム崩壊を防ぐのに十分なセーフティ・ネットをBCRA・政府が提供できない事態も考えられる。この意味で、今回の解決方法は抜本的なものとはいえない。

それではどうすべきなのであろうか。危機時のBCRAが行ったように、外貨保有を増やし、預金貨幣の交換性の裏付けとするべきなのであろうか。どのようにして銀行にセーフティ・ネットを提供するかという問題は複雑であり、簡単に答えを出すことはできない。しかし、外貨保有増加だけでは、今後の危機のコストを高める可能性があることに注意すべきである。なぜならば、預金の裏付けをBCRAが保有するということは、実質的にBCRAが預金保険を供給することにほかならず、その際の各行の保険の費用負担が各行のリスク回避努力を反映していなければ、銀行株主がモラル・ハザードを引き起こすからである。さらに見えにくい費用としては、BCRAが預金価値保証のために外貨を保有することの機会費用をも考慮する必要がある。もしも、民間の保険市場によって効率的に供給できるのであれば、公的なセーフティ・ネットを準備する必要はなくなる。

金融政策がすでに為替レートに割り当てられているのであれば、預金の交換性維持のためには、ブルーデンス規制、情報開示、早期是正措置の組み合わせにより、銀行が債務超過に陥らないようにしなければならない。現在、BCRAはブルーデンス規制の基準をより厳格にすると同時に実施体制を強化し、最後の貸し手機能を外国銀行や部分的預金保険会計に移管させている。これらは政策手段を増やす努力として理解でき、方向性としては評価できよう。こうした手段がより実効性の高いものとなるために、早期の規制実施体制整備が望まれる。

[付記] アルゼンチンでの調査において、いろいろな方々、とくに、東京三菱銀行の中岡敬行氏、日本輸出入銀行の安藤正樹氏、アルゼンチン国立銀行のショウハン・サクガワ氏、アルゼンチン中央銀行のハビエル・ボルツィーコ氏にお世話になった。また、CEPALプエノスアイレス支部のダニエル・ハイマン

氏には貴重なご指摘を受けた。記して感謝したい。本論における誤りはすべて筆者の責任である。

[注]

- (1) 政府向け貸付は、通常使われるIMF流の呼び方では対政府国内信用であり、外貨準備ではない。IMFの*International Financial Statistics*では、中央銀行の保有する外貨準備 (foreign exchange) とは、国際収支取引に利用できる資産で、通貨建てを問わないが、発行者は非居住者に限定されている。よって、BCRAのアルゼンチン政府に対する債権は、IMF流の定義に従えば「外貨準備」ではなく、「国内信用」である。国債を外貨準備として定義することにより、外貨に裏づけられない信用創造の余地ができたといえる。後に、国債が外国資産を代替できる割合は33.3%にまで引き上げられたが、役員会が新しくなったときには、緊急の場合を除き、第1期の任期が終わるまで20%が上限とされた。
- (2) ここでの数字はテキーラ効果後の銀行倒産・統合が一巡した後のものであり、1994年末においてはさらに36行が存在していた。
- (3) 1994年12月の銀行システム総資産が (銀行システム総資産 + 株価時価総額) に占める割合は69.98%にのぼる。
- (4) 1993年までは参入規制、店舗規制などが敷かれており、銀行の企業価値を押し上げて非効率な銀行の存続を許していた。また、94年2月までは外国人の株式保有比率が30%以上の銀行が追加的投資を行う際には連邦政府の承認が必要であり、増資や新規店舗開設には中央銀行の承認が必要であった。そして、92年5月までは信託基金は80%以上を株式に投資することが義務づけられており、銀行と競合する決済手段をもつことが難しい状況にあった。
- (5) この点については本書第1章を参照のこと。
- (6) なぜアルゼンチンが最も強くショックにさらされたのか解明することは、今後の課題である。
- (7) 12月28日、BCRAは12月16日～1月15日までドルの当座預金準備率を35%、満期60日以下の定期預金準備率を1%、1月16～31日までそれぞれ30%と1%とした (BCRA通達A2293)。1月12日、BCRAはペソ預金の準備率をドル預金と同じ水準にまで引き下げた (通達A2298)。2月1日からは、ドルおよびペソ預金双方の準備率が30%から32%に引き上げられ (通達A2307)、3月1日からはそれぞれ33%と2%に引き上げられた (通達A2315)。8月1日からは、既存の預金準備率規制に加え、最低流動比率規制が1日平均預金残高に適用された。満期が59日までの定期預金には6%、60日から179日には2%、180日以上には0%、準備にはドイツ銀行ニューヨーク支店のBCRA口座でのリバースレ

- ポ、および、アルゼンチン国債やOECD諸国の国債で充当できる。準備不足は年率30%が追徴される。流動比率規制の設定に対応して、8月1日から当座預金の準備率を3%ポイント、満期59日以下の定期預金は2%ポイント削減した(通達A2350)。さらに、手持ちの現金準備の50%まで預金準備に充当することができる(通達A2317)。
- (8) 1月17日、BCRAは、6月30日以前に満期を迎える証券、および、貸出債権を銀行間信用の担保に充当することを認めた(通達A2300)。この後、満期が1996年3月にまで延長された(通達A2309)。1月26日には、過剰準備を銀行間で貸与することを認めた(通達A2306)。
- (9) 預金保険で保証される金額は、準備金で優先的に支払われた額を含んでいる。
- (10) 1996年10月28日付*Ambito Financiero*紙によると、クレジットラインの条件は、期間2年、借入利率はLIBORに230ベースポイント(年率換算8%)のスプレッド、BCRAが支払う信用枠設定の手数料は年率最大0.56%である。このスキームは自由参加であり、強制ではない。手数料は参加行が均分負担する。参加行が支払う借入利率は、借入時にBCRAが決定する。このクレジットラインと流動準備を合わせると、総預金の20%がカバーされる。
- (11) これら基金の原資はIMFなどからの国際金融支援である。1995年3月、政府は付加価値税率の引上げ、輸出補助金削減などにより、すでに実施されているIMFのEFF (Extended Fund Facility)融資の延長を取り付けた。ほかにも、世界銀行、米州開発銀行、日本輸出入銀行などから融資を取り付けたほか、外国銀行への救国債 (Bonos Patrioticos) 発行による対外借入を行った。

〔参考文献〕

- ADEBA (Asociación de Bancos Argentinos) [1996] *Estadísticas Bancarias*, Enero.
- BCRA (Banco Central de la República Argentina) [1996a] *Estados Contables de las Entidades Financieras*, Julio.
- [1996b] *Boletín Estadístico*, Julio.
- Caprio Jr., Gerard, Michael Dooley, Danny Leipziger & Carl Walsh [1996] *The Lender of Last Resort Function under a Currency Board: The Case of Argentina*, Policy Research Working Paper No. 1648, Policy Research Department, Finance and Private Sector Development Division, September 1996, Washington D.C.: World Bank.

- Diamond, Douglas W. & Phillip H. Dyvbig [1983] "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, June, pp. 401-419.
- IMF (International Monetary Fund) [1995] *Argentina: Recent Economic Developments*, IMF Staff Country Report No. 95/110, November 1995, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- [1997] *IMF Survey*, February 24, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Ito, Takatoshi & David Folkerts-Landau [1996] *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, World Economic and Financial Surveys, September 1996, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- World Bank [1994] *Argentina: Capital Market Study*, Technical Department, Latin America and the Caribbean Regional Office, Report No. 12963-AR, December 21, Washington, D.C.: World Bank.