

第7章

メキシコ通貨危機

——証券化と金融自由化の狭間で——

はじめに

国際金融システムにとって金融危機が脅威となるのは、その不安定効果が国境を越えて伝播し、増幅され、システムの根幹が揺さぶられるときである。国際金融システムは、各国の国内金融システムを基底に、世界大の銀行間ネットワークを通じて有機的連関をもつ各種の国際的な金融市場からなる複合的システムである。危機はその発端において常に局所的であり、国際金融システムそれ自体の問題として現れるのではない。金融危機が国際金融システムの脅威となるか否かは、その混乱が国際的経路を通じていかに波及し、システムのどの部分を揺るがすかによって決まる。

国際金融市場を舞台とした銀行危機や、証券市場における価格の急落、そして一国通貨に対する信認の喪失による通貨危機が国際的に急速に飛び火するとき、われわれはそこに国際金融システムの脆弱性をかいまみる。国際的に強い連鎖効果をもつ金融危機は、その時々、国際金融システムが潜在的に抱えるリスクが何であるのか、そしてそれがどのように顕在化するのかを教えてくれるのである。

国際金融危機を考察する際に、最小限二つのタイプに危機を区別して分析する必要があるとクルグマンは主張している⁽¹⁾。すなわち通貨危機(currency crisis)と伝播危機(contagion crises)である。通貨危機とは、投機家によつ

て一国の通貨に対する信認が失われ、資本逃避が発生することによって生ずる危機である。一方、伝播危機とは、その名のとおりに、一国の金融市場での資産価格の急落が他国の市場に伝播し、世界的に広がる過程を有する危機である。これは通貨への信認の喪失ではなく、実物資産（ないしはそれに裏打ちされた株式など）への信認が失われたとき発生する。資産ショックが一国にとどまらず他国に波及するという意味で、国際的な金融危機である。1987年10月のブラックマンデーに始まったアメリカの株価大暴落がたちまち世界に波及した事例や、1929～31年の大恐慌がそうである。

メキシコは大きな金融支援を必要とする危機を1982年8月と94年12月に経験している。いずれもペソに対する信認の喪失が資本流出を引き起こし、外貨準備の枯渇によって為替レート維持が不可能になって表面化した典型的な通貨危機であった。82年の危機は国際銀行業から借り入れていたシンジケート・ローンの返済困難につながったため、債務危機に発展したことは周知のとおりである。一方、94年末の危機はその不安定効果が資産価格の下落を通じて他の新興市場に波及し、伝播危機を伴って展開した。

通貨危機が伝播危機を伴って発生するという現象から、われわれは何を教訓としてくみとるべきなのだろうか。1990年代以降のメキシコへの資本流入は対外的には国際金融市場の証券化と対内的には金融自由化という二つの大きな流れの狭間で展開してきたものである。本章は、94年のメキシコ危機を分析することを通じて、証券化と金融自由化という世界的な潮流が新興市場と国際金融システムの安定性にもたらすインプリケーションを考察することを目的としている。

第1節では証券化をとりあげ、はじめに国際金融市場で1980年代に生じた証券化の特徴とその本質を明らかにし、続いて途上国の視点から80年代の証券化が果たした役割を分析してゆく。国際金融市場における証券化は、債務危機によってリスク負担能力の大きく低下した国際銀行業が、その低下したリスク負担機能と流動性保証機能を金融市場に一部ないし、全部委ねることによって金融仲介機能を果たしつつ、新たな収益機会を開拓する行動が動因

となって進展してきた現象といえる。一方、途上国にとって証券化は80年代は資金フローを促す手段とはなりえず、銀行貸付債権の流動化が後に対外債務リストラ手段としての契機となる、ストック面での意味をもっていた。

第2節では、1990年代の資本流入が金融自由化のもとで生じ、それが国内金融市場へもたらした意味を考察する。ポートフォリオ投資を主体とする流動性の高い資本の流れに、金融政策運営が規定され、金融自由化が国内信用のコントロールを難しくしてゆく状況を明らかにする。国内金融市場で生じた逆選択が銀行制度を弱体化させ、資本の流れの逆転に対応する政府の政策にジレンマをもたらし、通貨危機へとつながってゆく様子をみてゆく。

第3節では、1994年のメキシコ危機が通貨危機から伝播危機へとつながってゆく状況を追いながら、証券化と金融自由化の世界的潮流のなかでの途上国のマクロ経済政策運営の難しさと、不安定効果の伝播に対するファンダメンタル・リスクを分析する。

第1節 証券化

1. 国際金融市場における証券化の進展

国際金融市場は1982年のメキシコ債務危機を契機にその構造を大きく変容させた。国際的資金の仲介ルートが、70年代に大きな比重を占めていたシンジケート・ローンから証券形態の金融手段に移行したのである。証券化の進展である。

金融革新が急速に進む国際金融市場では、そこで用いられる金融手段も多彩で、シンジケート・ローンから固定利付債、FRN(変動利付債)、そしてNIF(ノート・イシュアンス・ファシリティ)へ、さらに近年では銀行の引受コミットメントの付かないECP(ユーロ・コマーシャルペーパー・プログラム)、EMTN(ユーロ中期ノート)へと、その盛衰も著しい。また、スワップ、オプション

ン、フューチャーなどデリバティブも世界的に浸透するようになっており、ますますその重要性が高まってきている。このように証券化はその内容も多面的で年々急激に変貌を遂げているが、その動きの底流にある動因は何なのだろうか。

国際金融市場における金融手段の激しい変転のなかで全体の流れを特徴づける共通の方向性があるとすれば、それは国際銀行業が深くかかわりつつ金融手段の市場化が進んでいること⁽²⁾であろう。金融手段の市場化は債務危機が国際銀行業にもたらした金融不安定性がその推進力となっている。

1970年代途上国への資本流入は主として国際銀行業によるシンジケート・ローンを通じて行われた。そのため債務危機は、貸し手である先進諸国の国際銀行業のバランスシートを悪化させ、金融不安定性 (financial fragility) をもたらした。とくにマネーセンター・バンクと呼ばれる大手米銀は、債務危機の続発したラテンアメリカを中心とする少数の国々に貸付を集中させていたため、最も大きな打撃を被った。82年末時点で大手米銀 (上位9行) の保有する途上国向け貸付債権は、自己資本の287.7%、ラテンアメリカ向けでは176.5%の規模⁽³⁾に達していた。

債務危機はカントリー・リスク (デフォルト・リスク) を顕在化し、銀行の保有する債務国向け貸付債権を不良債権化させた。そのような債権が自己資本をはるかに上回る規模に達していたということは、銀行のリスク負担能力が著しく低下したことを意味する。自己資本は他の負債に対して優先的にリスクを負担するものであり、銀行経営が危機的状況に陥ったとき、預金者その他の貸し手の負債がすべて清算された後に残余の請求権をもつものである。銀行が保有する資産に損失が生じた場合には、真っ先に株主の負担、すなわち自己資本によって損失が埋め合わされるため、銀行経営における予期せぬ損失 (リスク) を吸収するクッションとして機能する。債務危機はこのクッションを浸食しつくしてしまったのであった。

経済の成長、発展にリスクはつきものである。金融機関の基本的役割は、そのリスクを適切に測定、負担し、管理することを通じて最終的貸し手から

最終的借り手へ資金を円滑に結びつけることである。銀行の金融仲介機能は最終的貸し手から集めた資金を最終的借り手に提供する資金提供機能だけでなく、その過程で行われる情報生産と資産変換の機能から成っている。情報生産機能は事前的な情報生産活動の審査機能（リスクを評価する）と事後的な債権管理機能（モニタリング）に分かれている。資産変換機能は、相対的にリスクが高く流動性の低い本源の証券を、相対的にリスクが低く流動性の高い間接証券に変換する機能である。本源の証券のもつリスクを預金者（貸し手）に代わって銀行が負担し、本源の証券の低い流動性を銀行が保証していることを意味するので、さらにリスク負担機能と流動性保証機能に分けられる。

金融市場もその競売買的性格によって銀行同様、資産変換機能を果たしている。証券が満期以前に価格に大きな変動を被ることなく迅速に市場で転売できれば、金融市場（流通市場）は証券の保有者（投資家）が別の投資家（新たにその証券を購入した人）に信用リスクを転嫁することを可能にすると同時に、流動性保証機能を提供していることになる。また流通市場が投資家にこのような便宜を提供することによって新規証券の発行が円滑に進み、発行者は金融市場（発行市場）で繰り返し証券を発行すること（ロールオーバー）を通じて既発債の借換えが可能になる。つまり、金融市場は満期転換機能も提供していることになる。

Davis [1993, 47]は、証券化を「金融市場によって借り手と貸し手の仲介（マッチング）を部分的ないしは全面的に行うこと」と定義している。この定義には、従来の直接金融という言葉で表されていた株式、債券などを通じた金融市場における全面的、直接的仲介だけでなく、最終的貸し手と借り手の間にたって銀行と金融市場が双方とも介在し相互に役割を補完しつつ金融仲介機能を担うという形式も含まれている。

国際金融市場における証券化は、債務危機によってリスク負担能力の大きく低下した国際銀行業が、その低下したリスク負担機能と流動性保証機能を金融市場に一部ないし、全部委ねることによって金融仲介機能を果たしつつ、新たな収益機会を開拓する行動が動因となって進展してきた現象といえる。

また国際銀行業は金融仲介機関としてのみならず、投資家ないしは資金調達者として積極的に金融市場に参加することを通じて自らのバランスシートを再構築し、市場の流動性保証機能を梃子に信用リスクをはじめ、各種リスクを軽減、再編しているのである。

2. 途上国にとっての証券化

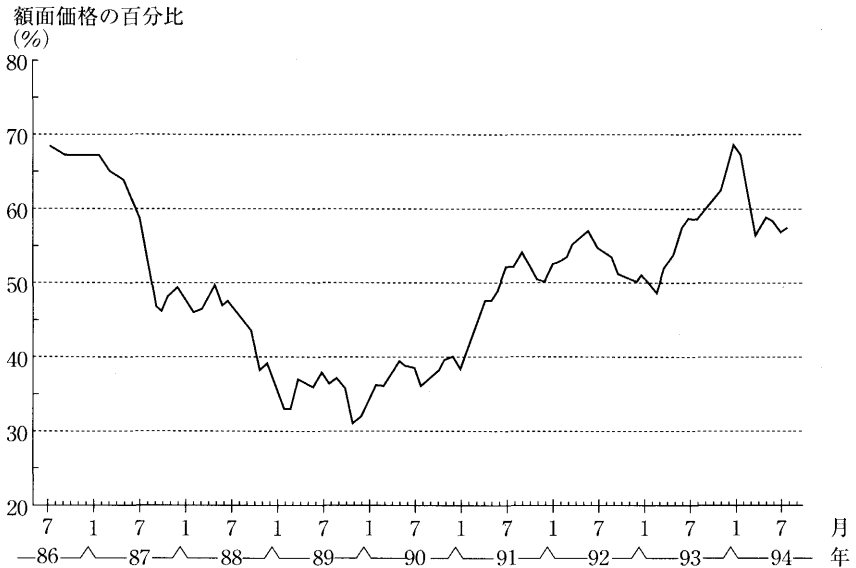
1980年代の国際金融市場で進展した証券化は、先進諸国間の資金フローを活発にしたが、途上国への資本流入を促す効果はあまりなく、とくに債務危機の続発したラテンアメリカ地域へはネットでマイナスの資金フローを記録した。途上国にとっての証券化が新たな資本流入手段となるのは90年代以降であり、80年代は累積した対外債務のリストラ手段としての性格を有していた。証券化を累積債務対策に取り込む契機となったのは、銀行貸付債権流動化の動きである。

債務危機によって国際銀行業の保有する債務国向け貸付債権は不良債権化し、シンジケート・ローン市場は一挙に収縮した。銀行貸付の第一次市場が停滞する一方で、貸付債権の流動化（分売と交換）が1980年代半ばより活発化し、流通市場⁽⁴⁾が形成されてくる。

途上国向け債権の流通市場価格（図1）は、1980年代後半に急速に低下している。これは債務国の国内経済状況の悪化や市場の需給関係による影響のほか、貸し手銀行団と債務国とのリスク交渉が回を重ねるごとに銀行側に不利化⁽⁵⁾していったことを反映している。しかし流通市場価格の低下は、その一方で投資家にとって高利回りをもたらす⁽⁶⁾ことになり、途上国向け債権に対する投資家の関心を引き起こす結果となる。一方それを梃子に債務国は債務を額面から大幅に割引いた金額で買い戻したり、その他の証券化手法⁽⁷⁾を用いて債務負担を軽減することが可能になった。

メキシコはブレイディ提案の適用を契機に債務危機後閉ざされていた国際資本市場へのアクセスを回復するが、その内容は証券化の手法を債務削減策

図1 途上国向貸付債権の流通市場価格



(出所) Clark [1994, 3].

に盛り込んだものであった。ブレイディ提案とは、1989年3月にアメリカのブレイディ財務長官が提唱した市場ベースでの恒久的債務削減を内容とする累積債務対策である。その適用第1号国となったメキシコの債務削減策は、三つの債務削減方法からなり、貸し手側の銀行が自らの貸付債権に関しそのなかから一つを選んで実施するというものである。貸し手側に与えられた選択肢とは、(1)元本削減（保有債権を額面の65%相当額で、 $(\text{LIBOR} + 13/16)\%$ の30年物メキシコ政府証券と交換する）、(2)金利軽減（保有債権を額面と同額で、金利は年6.25%と低金利でしかも30年物の固定金利の政府証券と交換する）、(3)新規融資（4年間で保有債権の25%の金額を15年間融資し、その適用金利は $(\text{LIBOR} + 13/16)\%$ で、最初の7年間は支払猶予期間とする）であった。

交渉の対象となった480億ドルあまりの公的対外債務のうち、(1)元本削減方法で42.8%が、(2)金利軽減で46.6%が、そして(3)新規融資で9.1%が処理され

た。残りの1.4%はその他の方法がとられた。元本削減と金利軽減のメキシコ政府証券には、数カ国のOECD諸国政府からゼロクーポン債の形で100%元本保証がつけられていた⁽⁸⁾。ブレイディ提案によって銀行貸付債権から転換された債務国発行の政府証券は、その名にちなんで、ブレイディボンドと呼ばれている。

メキシコは国際銀行団と交渉中の1989年6月、国営輸出信用機関BANCOMEXTが外貨建債券の起債⁽⁹⁾に成功し、国際金融市場への復帰を果たした。これを契機に民間の起債を含め国際金融市場からのメキシコの資金調達増加していった。国際金融市場への復帰は、メキシコの信用力回復が国際的に認められたことを意味している。ブレイディ提案適用第1号国として対外債務のリストラが進んだことが契機となったが、基本的には所得政策の導入によってインフレが収束しマクロ経済の安定性が回復したこと、包括的構造改革が実施されたこと、またNAFTA交渉などが信用力を高めることに大いに寄与した。

3. ラテンアメリカ債券市場

ラテンアメリカ債券市場は、利回りと流動性の高さにおいて国際債(固定利付債)市場のなかでもとくに高収益部門として、1990年代前半急速に拡大してきた市場⁽¹⁰⁾である。この市場は大きく分けて二つの部門から構成されている。一つは債務危機によって不良債権化した過去の銀行貸付債権から転換された債務国の発行する政府証券で、ブレイディボンドである。もう一つは新発債で、主にユーロボンドからなっている。ブレイディボンドに特徴づけられるラテンアメリカ債券市場は、この意味において証券化手法を用いた累積債務処理に端を発する市場といえよう。

ラテンアメリカ債券市場の特徴は、形成当初からブレイディボンド市場という流動性の高い流通市場を擁しており、その基盤のうえにユーロボンドの新規発行が行われてきた点にある。しかし、ラテンアメリカ諸国に対する過

去の銀行貸付債権を損失を被ってブレイディボンドに転換した銀行にとって、これらの諸国へ新たに銀行融資を行うことは困難である。このような背景がラテンアメリカ地域への資本流入を東アジア地域に比べ、債券に大きく依存する傾向へと招いていったのである。

流通市場の機能は既発債を保有している投資家に対して満期以前に流動性を供給する便宜をはかること（流動性保証機能）である。これは資金、とくに長期の資金を調達しようとする借り手にとって、満期の長い債券の発行を容易にするという意味で重要である。しかし、流通市場の存在が大きければ大きいほど、そこでの取引の条件（市場価格など）が、新たに発行される債券の条件を規定する傾向も増す。ストックの存在がフローを規定するのである。

ブレイディボンドは新発債に比べ、はるかに大規模、超長期、高流動性である。満期が長いことブレイディボンドの価格はカントリーリスクの判断変化に対し、敏感に反応する。ブレイディボンドがソブリンリスクの評価の指標となり、新規発行条件に反映するのである。

ブレイディボンドは途上国向け貸付債権を転換した債券であるため、当初は銀行保有が中心であった。その後アメリカの低金利を背景に、高収益を狙って証券会社や機関投資家などの新たな投資家層が参入し市場は急成長を遂げた。1993年頃にはレバレッジ⁽¹¹⁾を使用した投資が活発になり、それとともに市場はボラティリティを高めていった。メキシコの国際金融市場における資金調達の主体となっていた債券の発行は、債券市場のグローバル化が進むなかで対外的攪乱に影響を受けやすい脆弱な性格を有していったのである。

第2節 金融自由化のもとでの資本流入

1. 資本規制の撤廃

1990年代のメキシコへの資本流入は、ポートフォリオ投資主体で、非債務

表1 メキシコの国際収支

(単位: 10億ドル)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994**
資本収支	-1.2	3.2	8.2	25.0	26.6	32.6	11.5
負債	0.6	4.3	16.9	26.0	21.0	36.2	17.0
借入・預金	-3.3	0.8	10.9	8.4	-1.4	2.9	0.9
公共部門	-1.6	-0.7	6.6	0.1	-3.5	-2.2	-0.4
中央銀行	-0.1	1.7	-0.4	-0.2	-0.5	-1.2	-1.2
商業銀行	1.4	1.0	4.3	6.2	0.4	3.4	1.2
非金融民間部門	-2.9	-1.2	0.4	2.4	2.1	2.8	1.2
外国投資	3.9	3.5	6.0	17.5	22.4	33.3	16.2
直接投資	2.9	3.2	2.6	4.8	4.4	4.4	8.0
ポートフォリオ投資	1.0	0.4	3.4	12.8	18.0	28.9	8.2
株式市場	—	0.5	2.0	6.3	4.8	10.7	4.1
証券(新ペソ建)	—	—	—	3.4	8.1	7.4	-2.2
証券(外貨建)	1.0	-0.1	1.4	3.0	5.1	10.8	6.3
資産	-1.8	-1.2	-8.7	-1.0	5.6	-3.6	-5.5
在海外銀行	-0.1	-0.2	0.8	0.9	2.2	1.3	-3.5
非居住者への信用	-0.7	-0.9	-0.5	*	0.1	-0.3	*
対外債務保証	-0.7	-0.1	-7.4	-0.6	1.2	-0.6	-0.6
その他	-0.3	*	-1.6	-1.3	2.1	-1.5	-1.3
誤差脱漏	-3.2	3.0	2.5	-2.2	-1.0	-3.1	-1.6
準備増減	-7.1	0.3	3.4	7.8	1.2	6.1	-18.9
備考: 経常収支/GDP(%)	-1.4	-2.8	-3.0	-5.1	-7.4	-6.4	-7.7

(注) * 5000万ドル以下。 ** 速報値。

(出所) Banco de Mexico [1995, 251, 257].

性資金の比率が高まったことが特徴となっている。ポートフォリオ投資は国際金融市場における資金調達と国内金融市場への外国投資に分けられる。前者は80年代に国際金融市場で進展した証券化の影響を色濃く受け継ぎ、メキシコのブレイディ提案適用による市場ベースでの債務削減手法と深く結びついている。また後者は88年にスタートした金融自由化や89年の外国投資規制緩和、大型国営企業の民営化など構造改革と大きく連動して推移してきた。

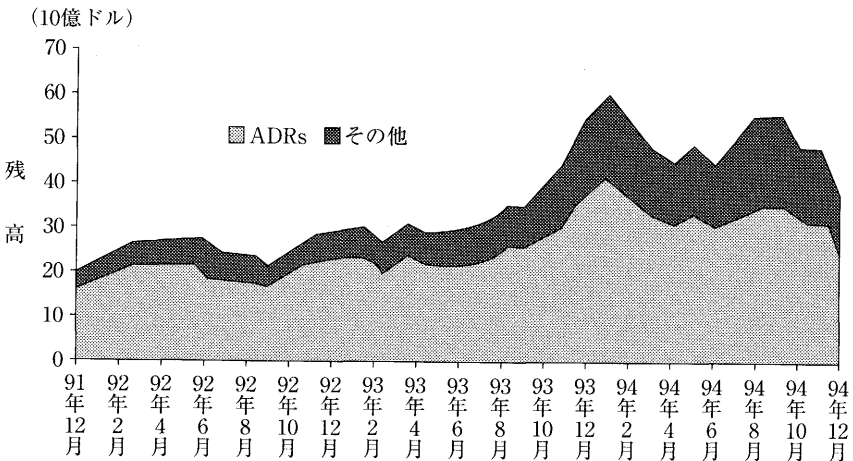
国際収支(表1)からメキシコへの資本流入の状況をみてゆくことにしよう。資本収支は1989年に黒字に転じ、90年から93年にかけて経常収支赤字を

超える規模での資本流入が生じている。その趨勢を左右しているのは浮動性の高いポートフォリオ投資である。非債務性資金は直接投資と株式投資からなるが、この形態の資本流入は89年5月の外国投資規制の緩和と91、92年に実施された商業銀行やTELMEXの民営化によってもたらされたものである。

メキシコでは外国投資は1973年に制定された法律で規制されていた。73年法では特定分野（石油、電気、鉄道など）への外国投資活動が制限され、それ以外の分野についても外国投資家の参加は総資本の49%を上限とする、という一般ルールが定められていた。89年8月の法改正では、73年法のもとで49%上限の一般ルールの適用を受けていた「非制限」活動分野で外国人投資家に100%の所有権が認められた。また外国投資が禁じられていた経済活動分野は産業別に上限⁽¹²⁾が設けられ、信託メカニズム (Fideicomisos)⁽¹³⁾を自由化して間接的に外国人の参加を認めるようになった。このような資本規制の緩和を受けて、株式投資は90年代急増しているが、浮動性の高さから変動が大きい。

株式投資を形態別(図2)にみると、ADRs⁽¹⁴⁾が最も大きなシェアを占め全体の約6割を占めている。外国からの株式投資の増大は、メキシコ企業にとっ

図2 株式への外国投資



(出所) Banco de Mexico [various issues]より作成。

て為替リスクのない資金調達が可能となるだけでなく、資金調達コスト（配当）は収益に応じて変動し、非債務性の資金であるため返済の必要がないなどの利点を有している。しかしアメリカで流通するADRsが中心となっている状況から、巨大なニューヨーク株式市場の動向に強く影響され統合化されている状況がうかがえる。

証券投資も株式投資とならんで資本流入の柱となっている。1991年よりペソ建証券への投資が増加しているが、これは90年末に政府証券への非居住者購入規制が撤廃されたことをうけて、政府証券への外国投資が解禁されたためである。93年まで順調に増加していったが、94年になるとマイナスに転じている。外貨建（主にドル建）証券は、国際金融市場における国際債の発行を示している。商業銀行を通じた資金流入は90年から91年にかけて急増し、92年に大幅に減少している。これは商業銀行のドル建短期債務が急増したため、政府が資本流入規制⁽¹⁵⁾を課したからである。

以上のように大量の資本が1990年代以降流入してくるが、その形態は浮動性の高いポートフォリオ投資を主体としたものであった。経常収支赤字を超える資本流入は国内経済に対し流動性効果をもたらし、インフレ懸念を高める。80年代にハイパーインフレを経験し、経済が混乱したメキシコでは、安定化政策の中心目標がインフレ抑制であり、その名目アンカーを為替政策に求めていた。固定レート（ないしクローリング・ベッグ）制のもとでの大量の資本流入は外国為替市場における介入を必要とする。ペソ売りドル買い介入で増加したマネーサプライを政府は不胎化する政策をとってゆくのである。

2. 不胎化と政府証券市場

資本移動が自由で為替レートが固定されている状況では、中央銀行はマネーサプライを直接コントロールすることはできない。固定レート（クローリング・ベッグを含む）制の採用は中央銀行による市場介入を必要とするからである。経常収支の赤字額を超える資本が流入し外国為替市場でペソの超過需

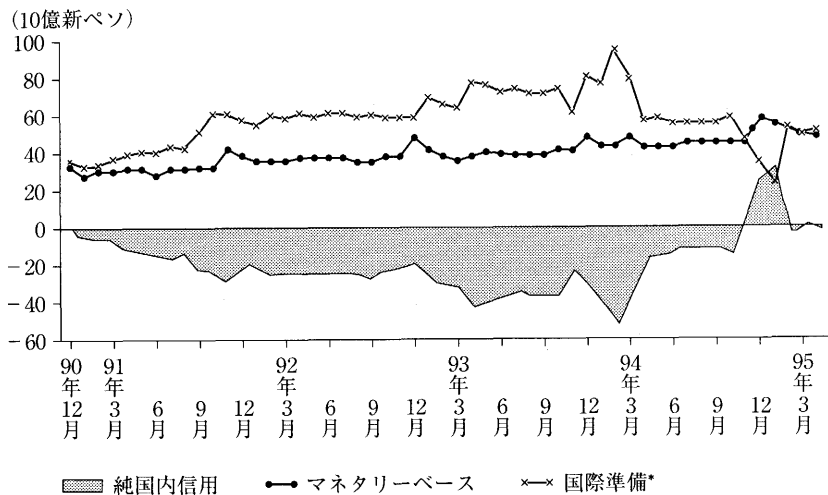
要が発生すると、為替レートに切上げ圧力がかかる。固定レート制を維持するため中央銀行が行うペソ売りドル買い介入は、マネーサプライと外貨準備を増加させる。逆に外為市場でペソの超過供給が発生すると、ペソ買いドル売り介入によってマネーサプライと外貨準備が減少する。不胎化は介入がマネーサプライに及ぼす影響を相殺することであるが、中央銀行は国内信用手段による不胎化政策をとる度合に応じて、間接的にマネーサプライをコントロールするにすぎない。

1990年代に入ってメキシコに大量の資本が流入し始めると、金融政策は資本流入による流動性効果が引き起こすインフレ圧力を防ぐ方向へ向かい、中央銀行は活発な不胎化政策を実施した。メキシコ中央銀行(Banco de Mexico)の統計では、マネタリーベースの源泉は国際準備と純国内信用からなっており、国際準備の増加はマネタリーベースの増加となる。不胎化はこの増加分を純国内信用で相殺することであるから、不胎化の状況は純国内信用の動きから把握できる。図3は不胎化が始まった91年以降のマネタリーベースと国際準備、純国内信用の推移を示している。93年から94年初めにかけて純国内信用のマイナスが膨らんでおり活発な不胎化が実施されている様子がわかるが、資本流入の流動性効果をすべて相殺してはいない。

不胎化には、公開市場操作や準備率の引上げ、政府証券を銀行部門に強制保有させるなどの手段がある。1988年11月からスタートした金融自由化で強制的準備要求が廃止され、銀行部門による政府証券の保有が緩和されたため、不胎化は公開市場操作が中心となった。公開市場操作を通じた不胎化政策は、政府証券市場の動向に反映してゆくことになる。

図4は政府証券の発行残高の推移とその保有形態を示したものである。発行残高は政府が自らの借入要求の大半を債券発行で満たそうと企て、政府証券の多様化を行った1988年以降急速に増加し、91年末の1703億1450万新ペソをピークに減少している。とくに、中央銀行と商業銀行による保有は急速に減少している。中央銀行保有分の減少は民営化収入による公的債務の早期償還と公開市場操作の売りオペを通じた不胎化を反映している。92年末商業銀

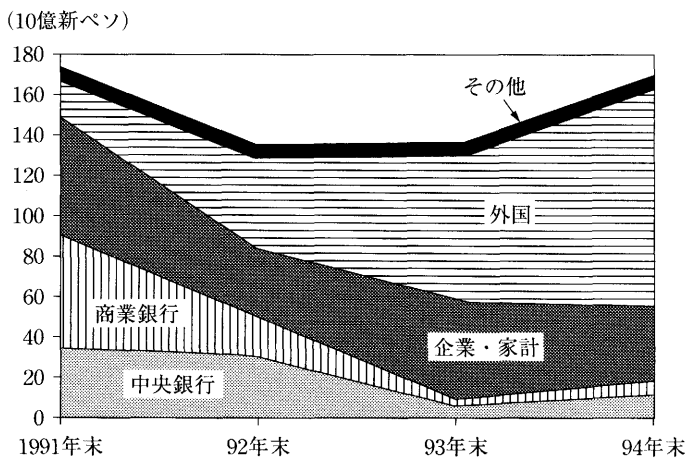
図3 不胎化



(注) * The New Bank of Mexico Actによって定義された純国際準備 (Net International Reserves)。

(出所) 図2に同じ。

図4 公的国内債務 (政府証券残高)



(出所) 図2に同じ。

行の保有が減少しているのは、預金債務の25%を政府証券で保有するという規制が92年4月に解除されたためである。これに対し、企業・家計部門と外国の政府証券保有は増加している。しかし94年になると企業・家計部門の保有が減って、その分外国保有が増加している。公的国内債務の対外債務化が急速に進展している状況がうかがえる。

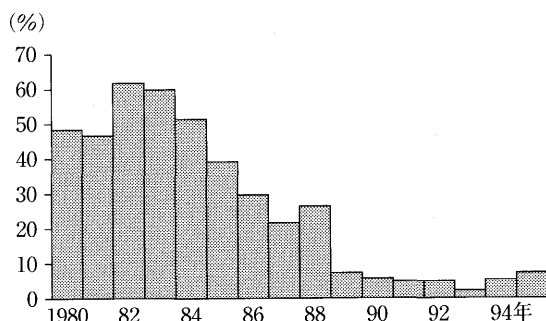
3. 金融自由化と銀行制度

メキシコの金融自由化は1988年11月にスタートした。その目的は、金融仲介の効率性を改善し、金融政策運営を量的信用規制、金利規制といった直接的金融政策手段から公開市場操作を中心とした市場メカニズムを通じた金融政策手段へシステム転換させることであった。その内容は大きく三つに分けられる。第1に、これまで銀行部門に課せられてきた金融規制の緩和ないし撤廃措置である。優遇部門への信用割当や強制的準備要求、預金金利の上限規制の撤廃がそうである。第2に、公開市場操作を円滑に行うための政府証券市場の拡充である。インフレや為替レートの不確実性をヘッジすることが可能な新型の政府証券（消費者物価指数連動型変動金利のAJUSTABONOS、ドル為替レート連動型金利のTESOBONOS）が導入された。第3に、82年に国有化された商業銀行の再民営化に備えて、自己資本比率の強化を含む銀行監督規制の整備と株式売却への法規制の変更である。

銀行部門への厳しい金融規制は財政赤字ファイナンス⁽¹⁶⁾に由来していた。メキシコは1982年の債務危機によってそれまで対外借入に依存してきた財政赤字のファイナンスを国内借入に移行せざるをえなくなった。高率の準備要求、金利規制、特定分野優遇貸出などの規制は、銀行部門に借入を依存する際の手段として課せられたものであった。

銀行預金の実効準備率⁽¹⁷⁾（図5）は、1980年代を通じて非常に高い水準で推移していた。金融自由化で強制準備要求が廃止されると、実効準備率は急速に低下していった。準備率の急低下は銀行信用の膨張につながるため、それ

図5 実効準備率

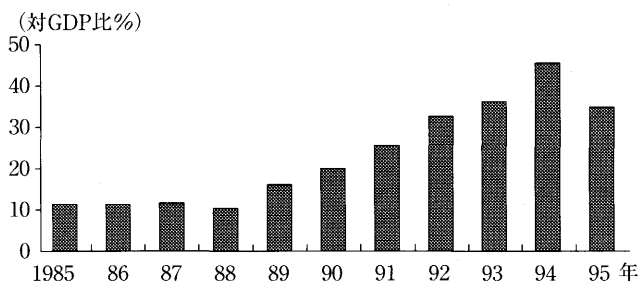


(注) 実効準備率は、IMF、IFSのline No.表示の

$(14 - 14a) / (34 ; 35 - 14a) \times 100$ で計算。

(出所) IMF [various issues]より計算。

図6 銀行の民間信用の推移



(出所) 図5に同じ。

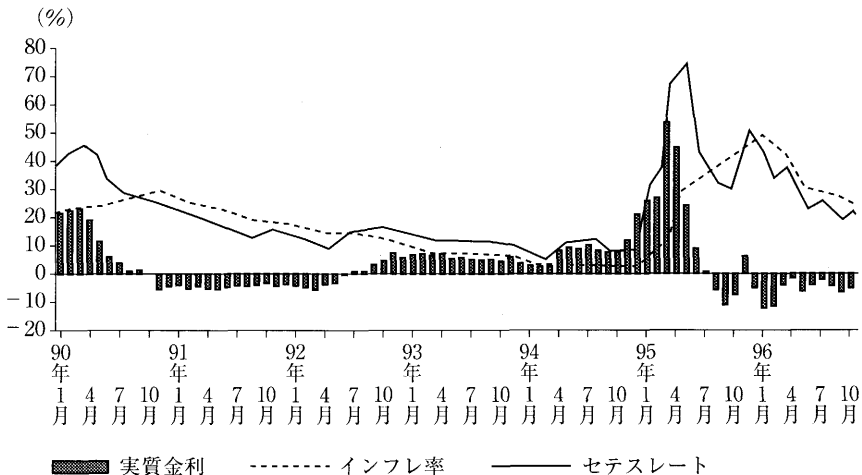
がインフレにつながらぬよう、当初中央銀行は、銀行部門に対し流動性比率規制や強制的政府証券保有などバランスシートのコントロール⁽¹⁸⁾を行った。しかし優遇部門への信用割当の廃止と財政赤字の縮小によって公共部門への信用が低下していったことと、90年以降の大量の資本流入の流動性効果によって、民間部門への銀行信用は急拡大(図6)していった。

短期間における銀行信用の膨張は、一般に銀行の融資案件に対する審査を甘くし採算上疑問のあるリスクの高い案件にまで融資が実行される傾向があ

る。資本移動が自由な状況で金融自由化が進み、銀行信用の膨張期に高水準の実質金利が伴うと、銀行貸付市場では逆選択が生じ、ローン・ポートフォリオの質が低下してゆく危険性がある。実質金利の上昇はリスクの低い健全な融資案件の採算性を失わせ、優良な借り手を銀行市場から退出させてしまうのである。また優良な借り手は海外から資金を調達できるので、国内から海外での資金調達に転換していく。この結果国内市場にはリスクの高い借り手が残し、貸倒れリスクはさらに高くなる。銀行はそのリスクをカバーするためより高い金利を設定せざるをえなくなり、優良な借り手はますます国内銀行市場から退出し、リスクの高い借り手だけが残る、という悪循環が生じる。このような状況が逆選択である。

図7は実質金利の推移（1990年以降）を示したもので、メキシコのTBであるセテス（CETES）金利からインフレ率を控除して計算している。金融自由化のスタート（1988年11月）とともに実質金利はプラスに転じている。その後インフレ率の低下を上回るペースでセテス金利が低下していったため、90年

図7 実質金利



(出所) 図5に同じ。

表2 国際金融市場からの資金調達

(単位:10億ドル)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996*
国際債	—	0.8	2.1	2.9	9.4	6.5	6.2	3.3
うち SB	—	0.8	2.0	2.7	8.7	3.1	4.1	3.1
FRN	—	—	—	0.2	0.5	2.0	2.0	0.2
シンジケート・ローン	0.2	1.6	0.6	0.2	0.4	0.7	0.8	—
その他コミテッド・ファシリティ	0.1	—	2.8	0.3	—	1.3	—	0.3
ECP	—	—	—	1.9	1.8	—	0.6	—
EMTN	—	—	—	2.0	2.4	5.4	1.0	5.0

(注) * 1996年は1—4月期。

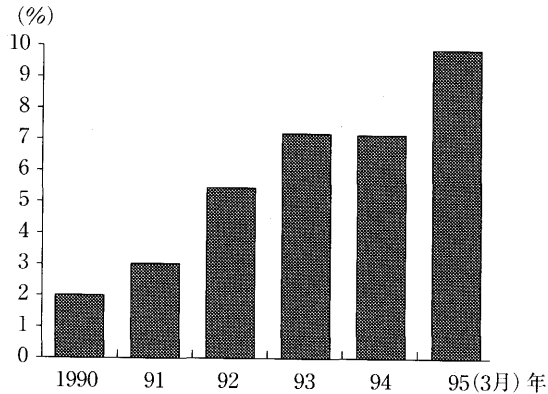
(出所) OECD [various issues]より作成。

11月から92年6月まで実質金利はマイナスを記録している。不胎化(公開市場での売りオペ)を活発に行うにつれて実質金利も92年半ば以降再びプラスに転じ、通貨危機の発生した94年12月以降急騰している。

実質金利が5～10%で推移した1993、94年には、国際金融市場からの資金調達(表2)が増加し、93年には国際債の発行が94億ドル、94年には65億ドルに達している。引受けコミットメントの付かないユーロ・コマーシャルペーパー・プログラム(ECP)やユーロ中期ノート(EMTN)など、ユーロ市場で急成長している金融手段も増えている。実質金利の上昇が優良な借手を国際金融市場での資金調達に傾斜させていることがくみとれる。

金融自由化によって民間部門への銀行信用が急拡大しているなかで、優良な借手が国内銀行市場から退出していけば、リスクの高い借手ないしは融資案件が残り、銀行のローン・ポートフォリオの質は急速に悪化していったはずである。金融自由化後の銀行信用の拡大は、当初個人向けのモーゲージやクレジットカード・ローンの分野で伸び、1994年にかけて不動産・建築分野への企業融資が集中的に行われた⁽¹⁹⁾。国内銀行貸出市場での逆選択の状況を裏付けるように、ローン・ポートフォリオにおける不良債権比率は93年以降高まっている(図8)。

図8 不良債権比率〔不良貸付債権／貸付債権総額〕



(出所) OECD [1995, 37]より作成。

第3節 通貨危機から伝播危機へ

1. 1994年の転換点

メキシコは1994年に入ると資本流入に影響を与える二つの事態に直面する。アメリカの金利上昇と国内政治不安の高まりである。アメリカの金利動向は新興市場に強い影響力をもつ。90年から93年にかけての新興市場への巨額の資本流入は、アメリカをはじめ先進諸国が景気後退のため金融緩和政策をとり、低金利が続いていたことがその背景にある。しかし、94年2月連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System: FRB）はインフレ懸念から金融引締めへ転じ金利を引き上げた。またメキシコ国内では、1月のチアパス州における武装蜂起や3月の大統領候補暗殺と政治不安が一挙に高まってくる。

金融が自由化され、かつ内外の資本移動が自由な状況下では、国内金利は次の式に従って、外国金利に連動して決定される。

$$i = i^* + \sigma + u$$

i は国内（ペソ）金利、 i^* は外国（ドル）金利、 σ はペソの期待切下げ率、 u はリスク・プレミアムを表している。

一般に期待為替切下げ率（ σ ）は、内外のインフレ格差に等しく、

$$\sigma = p - p^*$$

となる。 p は国内インフレ率、 p^* は外国インフレ率である。

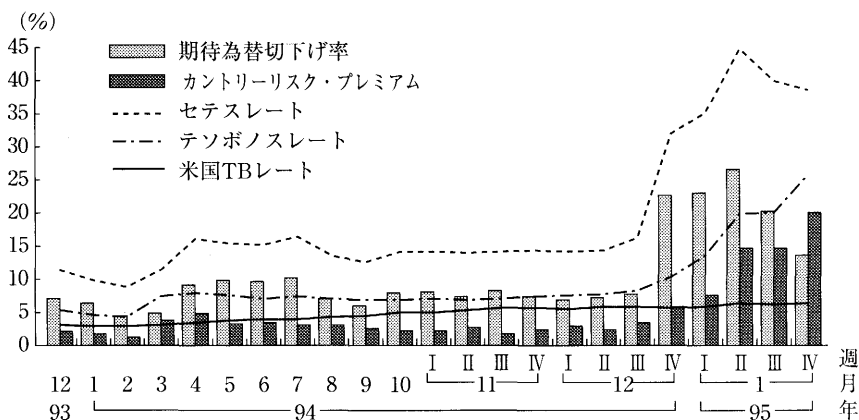
$p > p^*$ の場合、為替切下げによる調整が遅れると将来の切下げ期待（ σ ）が増大する。また通貨への信認が国内の政策や政治不安によって崩れると、カントリーリスク・プレミアム（ u ）が上昇し、

$$i < i^* + \sigma + u$$

となり、資本流出が発生する。

図9はメキシコとアメリカの金利をまとめたものである。期間は1993年12月から95年1月までで、通貨危機前後の94年11月から95年1月は週単位でその推移を表している。アメリカではTBレートを、メキシコではセテス（CETES）とテソボノス（TESOBONOS）のレートをとっている。セテス、

図9 金利の推移（メキシコ・アメリカ）



（出所） Sachs & Velasco [1995, Table 3]より作成。原資料はBanco de MexicoおよびSurvey of Current Business.

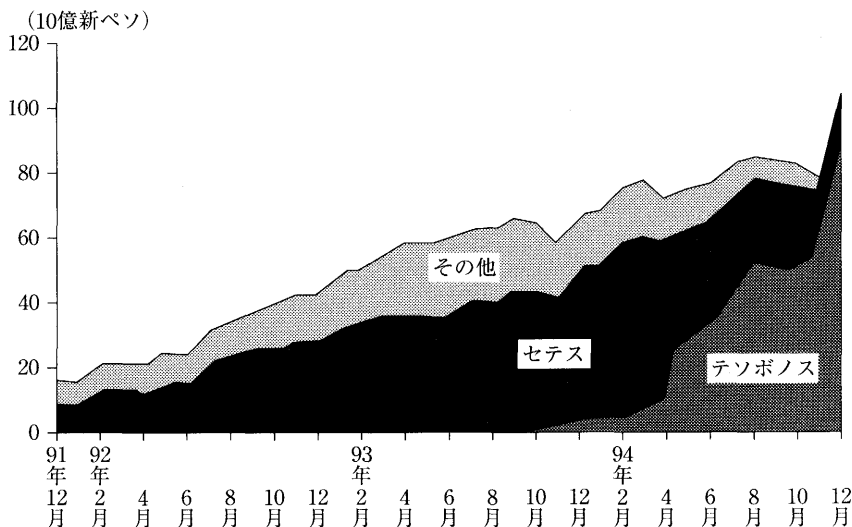
テソボノスともメキシコ政府証券で、セテスはTB、テソボノスは利回りが為替レート（ドルレート）に連動している短期証券である。

1994年2月にアメリカのTBレートが前月の3.02%から3.21%に上昇すると、これに続いてメキシコの金利もそれ以前の低下傾向から上昇に転じている。セテスは2月の9.13%から3月の11.97%へ、テソボノスは同4.34%から7.27%へと変化している。アメリカの金利上昇に比べて、メキシコのそれはかなり大きい。

期待為替切下げ率は利回りがペソ建てであるセテスとドルレートに連動しているテソボノスの金利差として表される。ともにメキシコ政府証券であるセテスとテソボノスはカントリーリスクに差がなく、両証券の金利差はペソレートに対する市場の予想を反映しているからである。カントリーリスク・プレミアムはアメリカとメキシコの同種の証券の金利差に反映するので、テソボノスとアメリカのTBとの金利差で表される。期待為替切下げ率(σ)は3月から4月にかけて急に高まり、8月以降やや低下するが12月下旬に急騰している。またカントリーリスク・プレミアム(u)もほぼ同じ傾向を辿っている。1994年2月、3月は前述のようにアメリカの金利上昇とメキシコ大統領候補暗殺が続いた時期であった。

メキシコへの巨額の資本流入を支えていたポートフォリオ投資は、期待為替切下げ率とカントリーリスク・プレミアムの上昇を反映して1994年第2四半期以降流出に転じてゆく。メキシコの国際債券市場での発行条件は厳しくなり起債が困難になるとともに、株式市場からも資本が流出する。海外での資金調達が困難となった借り手は保有しているセテスの売却によって対応するようになる(図4)。政府証券が国内保有から外国保有へ傾斜していく過程で、海外投資家へのセテスを通じた消化は、金利の上昇にもかかわらず期待為替切下げ率の増大によって困難となっている。このため94年には政府証券への外国投資がセテスからテソボノスへ急速に転換している(図10)。

図10 政府証券の外国保有



(出所) 図4に同じ。

2. 通貨危機と新興市場の動揺

資本が流出に転じた1994年、すでに実質為替レートがかなり上昇していたにもかかわらず、メキシコ政府は大幅な為替切下げを実施せず、現行の為替政策を維持する方向で対応した。87年12月に導入された包括的経済安定化プログラムのもとで、為替レート政策はインフレ抑制の名目アンカーとして割り当てられ、インフレ期待を安定化させるため固定ないしは、クローリング・ベッグ（毎日小刻みな為替切下げを行い、その切下げ率を事前に予告する）で運営された。91年11月以降は、短期の投機的資本流入を抑制する狙いで名目為替レートに不確実性を導入するため、為替変動幅が設けられた。為替変動幅は下限（買い値）レートを固定し、上限（売り値）レートを切り下げていく形で拡大していった⁽²⁰⁾。

1994年3月以降アメリカの金利上昇とメキシコの大統領候補暗殺事件を契

機に資本が流出し始めると、介入⁽²¹⁾はドル売りペソ買いに転じ、290億ドル(94年2月時点)に達していた外貨準備は急速に減少していった。通貨当局はドル売り介入によるマネーサプライの減少が、国内金利を上昇させることを避けるため、国内信用を拡大してゆく。11月以降再び政治不安と不良債権による銀行危機、そして短期証券(1～3カ月)であるテソボノス償還への懸念が投資家の間で高まると、資本流出が加速した。準備が約100億ドルにまで減少し、介入による為替レート維持が困難となった12月20日メキシコ政府はペソを15%切り下げる発表をした。しかしこの発表は市場の為替レートへの信託を打ち砕き、新しい水準での防衛に約50億ドル失ったため、2日後の22日からペソは変動相場制に移行し、メキシコ通貨危機が表面化した。

1994年に公的国内債務がセテスからテソボノスへ、国内保有から外国保有へ急傾斜していったため、外為市場で生じた混乱は短期の政府証券テソボノスのロールオーバーを困難にした。アメリカ政府と連邦準備理事会(FRB)、IMFは、95年1月31日に合計260億ドルのメキシコ支援策を発表するが、この背景にはデフォルトがすんでのところが発生する状況⁽²²⁾があった。

メキシコ危機の発生は外国投資家にショックを与え、他の新興市場からも資本が流出し、その対外的影響力は大きかった。外国投資家はメキシコをNAFTA加盟やOECDの仲間入り承認などから新興市場の中心的存在と考え、他の新興市場を評価する際の基準としていたからである。通貨に対する投機的攻撃、株価の下落、国際資本市場からの借入条件の悪化という形で、危機の不安効果は他の新興市場へ急速に波及していった(表3)。

この過程で注目されるのは、危機時における投資信託の「解約の恐怖」に誘発された行動である。国際的なポートフォリオ投資において機関投資家の役割が世界的に高まっている傾向がみられるが、1990年代以降の新興市場においても同様である。表4は、新興市場ミューチュアル・ファンド(emerging markets mutual funds)⁽²³⁾の運用実績をまとめたものである。アジアを中心とする新興市場がミューチュアル・ファンドの世界的な運用の対象に組み入れられ、株式を中心に運用規模がかなり急速に拡大してきていることが分かる。

表3 新興市場の金融動向

	ドル相場の変化 ¹⁾ (%)	株価 (1994年=100)		危機後の変化 ②-①
		1994年12月前半 ²⁾ ①	1995年4月②	
ラテンアメリカ				
アルゼンチン	-0.5	90.9	72.9	-18.0
ブラジル	-6.8	122.2	82.8	-39.4
チリ	1.3	116.9	112.1	-4.8
コロンビア	-5.0	87.1	82.0	-5.1
メキシコ	-44.3	95.6	44.4	-51.2
ベネズエラ	0.0	79.6	70.7	-8.9
アジア				
香港	0.0	84.8	89.8	5.0
韓国	3.3	105.6	96.5	-9.1
シンガポール	4.9	95.9	96.2	0.3
台湾	3.4	108.1	101.4	-6.7
中国	2.1	78.3	67.1	-11.2
インド	-0.5	95.2	78.2	-17.0
インドネシア	-2.1	90.6	84.5	-6.1
マレーシア	3.4	91.7	96.2	4.5
フィリピン	-7.8	97.3	86.5	-10.8
タイ	2.2	95.0	91.7	-3.3

(注) 1) 1994年12月前半 (1日から16日までの平均) から95年4月 (平均) までの変化。

2) 12月2日, 9日, 16日の平均。

(出所) 国際決済銀行 [1995, 204]。

投資信託⁽²⁴⁾は買戻し請求権が付いているか否かによって、オープン・エンド型 (買戻し請求権付き) とクローズ・エンド型 (買戻し請求権無し) に分けられる。ミューチュアル・ファンドは、オープン・エンド型の会社型投資信託のことである。投資家が投資資金を回収しようとする場合、買戻し請求権が付いていれば、それを投資信託会社買い取ってもらうことによって現金化できるが、付いていなければ、流通市場で投資信託の発行した受益証券を売却しなければならない。この特徴は投資信託側からみれば、オープン・エンド型では発行証券の買戻しにより基金が減少するが、クローズ・エンド型では原則として基金は減少しない。この両者の相違は資金運用上の制約に関係

表4 新興市場ミューチュアル・ファンド

(単位:100万ドル)

純 資 産	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
株 式	5,857	9,975	13,320	19,180	29,531	84,102	123,849
グローバル	900	1,350	2,300	3,750	5,040	18,033	34,977
アジア	4,437	7,435	9,240	11,575	18,823	55,472	71,889
ラテンアメリカ	520	985	1,455	3,525	4,862	9,741	14,706
リージョナル・ ファンド	—	175	380	1,510	2,169	5,951	10,571
メキシコ	300	330	530	780	1,192	1,887	1,042
ヨーロッパ	—	205	325	330	806	757	1,430
アフリカ・中東	—	—	—	—	—	99	847
債 券	275	500	900	1,700	3,750	5,954	8,149
総 額	6,132	10,475	14,220	20,880	33,281	90,056	131,998

(出所) IMF [1994, 48]より作成。

する。オープン・エンド型は買戻しに備えるため、きわめて流動性の高い資産をクローズ・エンド型以上に保有する必要がある。また、追加的資金の流入がない状態で巨額の払戻し請求を投資家から受けた場合、保有資産（株式、債券）の売却によって流動性を確保しなければならない。

メキシコ危機が表面化すると、ファンドの運用担当者は顧客の解約を想定⁽²⁵⁾してメキシコ株はもちろん、ブラジル株、その他中南米株やアジア株の一部まで各国の経済情勢にかかわらず売り急いだのである。このような「解約への恐怖」が広がったのは、アメリカ最大の投信フィデリオ・インベストメンツで、94年11月、12月の2カ月だけで合計5億ドルの資金が海外株投信から流出し、そのうちの大半が新興市場のファンドであった経験による。こうした投資信託の行動は、危機時に顧客と運用担当者との間で高まった情報の非対称性から生じたものである。株式を中心とした保有資産の売却で流動性を確保しようとしたことから、他の新興市場の株式市場に危機が伝播したのである。

金融自由化によって国内外の証券市場が統合され、機関投資家のグローバルな投資行動に途上国市場が巻き込まれてゆくことによって、一国の通貨危

機が証券市場を通じ伝播しやすくなっているのである。

むすびにかえて

1994年末のメキシコ危機は、90年代の大量の資本流入に支えられ活況を呈してきた新興市場で生じただけに投資家への反響も大きく、新興市場全般に対するリスク再評価の契機となった。メキシコで発生した危機は新興市場からの資本流出を誘発し、為替の切下げや株価の下落をもたらした(表3)。通貨危機が伝播危機となって進展したのであった。しかし、投資信託の行動に代表されるような情報の非対称性に由来する伝播効果は比較的短期間にとどまった。新興市場間でその後のパフォーマンスは大きく異なり、いち早く回復の軌道に戻り、引き続き資本が流入した国と、当初の攪乱効果が継続し経済的混乱に深刻化してゆく国とに分かれた。

メキシコ危機の伝播効果が国によってその影響力に大きな相違があったのはなぜであろうか。危機に脆弱な国とそうでない国を区別する要因はどこにあるのだろうか。サックスらの分析⁽²⁶⁾は、その国のファンダメンタルズに、実質為替レートの上昇と外貨準備の相対的⁽²⁷⁾(M2に対して)希少性、そして銀行制度の弱体化がみられる場合、危機に脆弱であることを指摘し、これらをファンダメンタル・リスクと呼んでいる。

実質為替レートと外貨準備は、通貨への信託を構成する要因である。投資家はある通貨の大幅な切下げ予測が生じると、キャピタルロスを避けるためその国から資本を引き上げる。固定相場制を維持している場合には、介入により外貨準備が減少してゆく。為替切下げ予測は実質為替レートの動向を反映し、固定レートの維持可能性は外貨準備高に依存するからである。

一方銀行制度の弱体化は、途上国への資本流入が金融自由化のもとで生じ、通貨当局のマネタリー・コントロールを困難にし、銀行信用が急拡大した結果、資本の逆転とともに顕在化してきた問題である。クルグマンは伝播危機

の代表例としてあげた1929年の大恐慌が、当初の金融的ショックの伝播がその後の広範な銀行倒産に至ったことによっていっそう深刻化し、アメリカ株式市場での決定的下落が初めの暴落のときではなく、続く2年間に起きたことを指摘⁽²⁸⁾している。1987年10月のアメリカ株式市場の暴落時には、通貨当局が金融を緩和しインフレよりも危機の拡大を防止するという対応策をとったため、広範な銀行倒産につながる二次的影響を引き起こさなかった。

通貨への信認喪失から生ずる通貨危機への対応策は、金融引締めであり、それによる金利上昇は資本流出の歯止めとなりうる。しかし、銀行制度が弱体化している状況下での金融引締めは広範な銀行倒産につながる可能性をばらんでいる。通貨危機から伝播危機へとつながる状況に内包しているジレンマが、メキシコ危機には浮かび上がってくる。

世界的な金融自由化の流れと証券化の狭間で生ずる大量の資本流入は、途上国の金融市場に脆弱性をもたらし対外市場の変動に影響されやすい構造を作り出している。1994年末のメキシコ危機から2年半が経過し新興市場への資本流入も回復してきているが、この教訓が再び顕在化しないことを期待したい。

〔注〕

- (1) クルグマンは、国際金融危機をこのように区別する理由を二つあげている。一つは、危機のありようは、発生した市場の参加者の行動に依存するものであり、外国為替市場や国際収支に焦点があるときと、株式市場にあるときとでは市場参加者の行動が大きく異なるからである。二つには、金融危機の実物経済への影響は両タイプの危機では異なるからである。Krugman [1991, 87].
- (2) 国際金融市場における証券化の実態とその本質については、棟近 [1997] を参照されたい。
- (3) Sachs & Huizinga [1987, 558].
- (4) 金融市場には発行市場（第一次市場）と流通市場（第二次市場）があるが、前者は経済主体間で資金が貸借される（フローの）市場で、後者は金融資産・負債残高を取引する（ストックの）市場である。貸付債権の流動化はストックにおける証券化といえる。
- (5) 銀行側はリスク交渉のたびに、債務国から手数料を受け取り、スプレッド

- (LIBOR<ロンドン銀行間出し手レート>に上乘せする金利)を改定した。1983年の交渉時にスプレッドは2%ポイントであったが、84~85年には1.2%ポイントに、86年以降は1%ポイントと年々低下していった。Sachs & Huizinga [1987, 562].
- (6) 額面価格1ドルの途上国債務が流通市場で0.6ドルで取引されているとすると、貸出金利がLIBOR+1%ポイントである場合、途上国債務の利回りは $(\text{LIBOR}+0.01)/0.6$ となり、流通市場価格が低下すればするほど、利回りは上昇することになる。Dooley [1994, 22].
 - (7) このような手法には、デット・エクイティ・スワップ (debt-equity swap)、デット・ペソ・スワップ (debt-peso swap)、エグジット・ボンド (exit bond) などがある。1987年9月にアメリカのペーカー財務長官が提案したメニューアプローチと呼ばれる累積債務対策にはこうした各種の証券化手段が盛り込まれていた。詳細は、棟近 [1990, 129-133] を参照されたい。
 - (8) 総額71億ドルにのぼる保証資金は、メキシコの外貨準備から14億ドル、IMFから20億ドル、世界銀行から20億ドル、日本輸出入銀行から21億ドル調達した。プレイディ提案のもとでのメキシコへの債務削減交渉の内容と国際資本市場への復帰については、OECD [1992, 43-44, 195] を参照した。またCline [1991, 28-44] も詳しい。
 - (9) BANCOMEXTの債券は満期も短く、8.2%の高利回りであったが、メキシコの債券は1989年の8%台から91年にかけて3.5%へと利回りも低下した。OECD [1992, 45].
 - (10) ラテンアメリカ債券市場の詳細については、Clark [1994] を参照した。
 - (11) 「マージン」ファイナンス、オプションなどのデリバティブによるレバレッジの使用が市場を荒っぽい展開にしている。Clark [1994, 21-26].
 - (12) この措置によって商業銀行については30%、電信分野については49%を上限とする、外国人による株式保有が認められた。商業銀行18行とTELMEXの民営化の売却収入は一部海外からの投資資金 (91年23億5000万ドル、92年12億4000万ドル) でまかなわれた。OECD [1992, 79-80], Ros [1994, 210].
 - (13) 外国投資家はこの信託資金を通じて特別な“N”,あるいは中立 (Neutral) と指定されたメキシコ企業株式の取得と保有が認められている。OECD [1992, 143, 145], Aspe [1993, 169].
 - (14) ADRsはアメリカで発行される預託証券である。預託証券とは、国内株式を海外で流通させることに伴う煩雑さを避けるため、原株式を保管銀行が保管し、その見合いとして預託機関が海外で発行し、流通する代替証券である。これにより外国投資家は当該国の国内株式と同様の権利を安い手数料と少ない手間 で享受できるようになる。
 - (15) 1991年8月、銀行の外貨建債務に対し50%の流動性要求が導入され、92年4

月には外貨建債務は前四半期の内外通貨建預金残高の10%を上限とし、そのうち15%は海外流動資産に投資されねばならないという(通貨マッチ)規制に置き換えられた。この規制は92年11月にはさらに強化され、商業銀行の外貨建債務のうち海外流動資産に投資されねばならない上限が20%に引き上げられた。OECD [1992, 79-80], Ros [1994, 210]を参照。

- (16) メキシコでは、債務危機直後から包括的構造改革に着手してきた。まず、公共部門の縮小(公企業の閉鎖・合併、民営化)に始まり、貿易自由化、税制改革と続き、金融自由化は最後に着手された構造改革であった。最後となったのは、金融政策が財政赤字ファイナンスのあり方に規定されてきたという事情がある。財政赤字と金融自由化の関係については、棟近 [1995] 参照。
- (17) 商業銀行が実際に中央銀行に保有していた準備の預金に対する比率。
- (18) 詳細は、棟近 [1996, 101] 参照。
- (19) 民間部門への銀行信用の約4分の1が外貨建(主にドル)貸付であった。OECD [1995, 36].
- (20) 1994年初めから12月19日(15%のペソ切下げの前日)までに、為替レート(インターバンク)は変動幅の枠内で12.6%切り下げられていた。Banco de Mexico [1995, 36].
- (21) メキシコ通貨当局の日々の介入規模と準備の推移については、Banco de Mexico [1995, 222-223, Table 20]を参照した。
- (22) 1996年2月2日付の『日経金融新聞』によれば、アメリカのルービン財務長官とクリストファー国務長官が支援策の説明にまわった議会関係者からの話として、「メキシコはあと2日で債務不履行に陥るところだった」ことを紹介している。
- (23) 新興市場ミューチュアル・ファンドは、資産の少なくとも60%を途上国証券で運用しているファンドである。グローバル新興市場ミューチュアル・ファンド(global emerging markets mutual funds)は、特定の国、地域に限定しないで資産を運用するファンドである。
- (24) 買戻し請求権の有無と投資信託の運用上の制約の関係については、高橋 [1996, 112-113]を参照した。
- (25) しかし、実際には中南米株の急落が続いた1月11日までの1週間で、代表的中南米株投信14本の合計の資金流出額は2500万ドルで、資産総額(30億ドル)の約1%弱にとどまった(『日経金融新聞』1996年1月17日付記事)。
- (26) Sachs & Velasco [1996]では、ラテンアメリカ、アジアを中心に20カ国の国を取り上げ、危機に対する脆弱度を分析している。そのなかで、実質為替レートの上昇、外貨準備の相対的希少性(M2に対する比率)、銀行制度の弱体化が危機に対してファンダメンタル・リスクとなると結論している。
- (27) 金融自由化が進み資本移動が自由であれば、居住者の自国通貨に対する信認

喪失は国内通貨から外貨への転換をもたらし、この動きはM2が大きければそれだけ外貨準備を圧迫すると考えられるからである。

(28) Krugman [1991, 91].

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 国際決済銀行 (BIS) [1995] 『BIS世界金融レポート』 日本経済新聞社。
- 高橋元 [1996] 『投資信託のしくみ』 WAVE出版。
- 棟近みどり [1990] 「ユーロ市場における途上国の資金調達とセキュライゼーション」 (堀内昭義編『国際経済環境と経済調整』 アジア経済研究所) 91～139ページ。
- [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。
- [1996] 「金融自由化後の資本流入とマクロ経済政策——メキシコのケース」 (『東洋大学経済論集』 第21巻第2号) 83～111ページ。
- [1997] 「国際金融市場の構造変化と自己資本比率規制——リスク・アンバンドリングへの対応」 (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) 45～86ページ。

〈外国語文献〉

- Aspe, P. [1993] *Economic Transformation the Mexican Way*, Cambridge (MA): MIT Press.
- Atkeson, A. & J-V. Pios-Rull [1995] "How Mexico Lost Its Foreign Exchange Reserves," *NBER Working Paper*, No. 5329, p. 46.
- Banco de Mexico [various issues] *The Mexican Economy*, Banco de Mexico.
- BIS (Bank for International Settlements) [various issues] *Annual Report*, Basil: BIS.
- Clark, J. [1993-94], "Debt Reduction and Market Reentry under the Brady Plan," *FRBNY Quarterly Review*, pp. 38-62.
- [1994] "The Structure, Growth and Recent Performance of the Latin American Bond Markets," *FRBNY Research Paper*, No. 9416, p. 48.
- Cline, W.R. [1991] "Mexico: Economic Reform and Development Strategy," *EXIM Review*.
- Davis, E.P. [1993] "Theory of Intermediation, Financial Innovation and Regulation," *National Westminster Bank Quarterly Review*, May, pp.

41-53.

- Dooley, M.P. [1994] "A Retrospective on the Debt Crisis," *NBER Working Paper*, No. 4963, p. 50.
- Dornbusch, R. & A. Werner [1994] "Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 253-315.
- Frankel, J.A. & C. Okongwu [1995] "Liberalized Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness of Interest Rate Convergence," *NBER Working Paper*, No. 5156, p. 45.
- IMF (International Monetary Fund) [1995] *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues*, Washington, D.C.: IMF.
- [various issues] *International Financial Statistics*.
- Krugman, P. [1991] "Financial Crises in the International Economy," in M. Feldstein ed., *The Risk of Economic Crisis*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 85-109.
- Mishkin, F.S. [1996] "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective," *NBER Working Paper*, No. 5600, p. 49.
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) [various issues] *Financial Market Trends*, Paris: OECD.
- [1992] *OECD Economic Surveys 1991/1992: Mexico*, Paris: OECD.
- [1995] *OECD Economic Surveys 1994-1995: Mexico*, Paris: OECD.
- [1996] *International Capital Markets Statistics*, Paris: OECD.
- Ros, J. [1994] "Financial Markets and Capital Flows in Mexico," in J.A. Ocampo & R. Steiner eds., *Foreign Capital in Latin America*, Washington, D.C.: Inter-American Development Bank, pp. 198-239.
- Sachs, J. & H. Huizinga [1987] "U.S. Commercial Banks and the Developing Country Debt Crisis," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, pp. 555-606.
- Sachs, J., A. Tornell & A. Velasco [1995] "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?" *NBER Working Paper*, No. 5142, p. 55.
- [1996] "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 147-215.
- Saunders, A. [1987] "The Interbank Markets, Contagion Effects and International Financial Crises," in R. Portes & A.K. Swoboda eds., *Threats to International Financial Stability*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 196-238.