

## 第5章

# メキシコの金融自由化と財政赤字ファイナンス

### はじめに

1980年代に入って数多くの発展途上国で金融自由化が進められてきている。第1次石油危機で大量に発生したOPEC諸国のオイルマネーは国際金融市場を経由して、発展途上国の開発資金へと流れていった。しかし、1980年代初めの債務危機を契機に国際金融市場からの資金流入は停止し、発展途上国はこれまで対外借入に依存してきた資金調達を国内的に行わねばならなくなった。一般に発展途上国の国内金融市場には各種の金融規制が課せられており、それによって国内の貯蓄動員や投資への仲介経路が歪められているケースが多い。抑圧された国内金融市場では資源の動員は進まず、政府の銀行制度からの強制的な資金調達が一層国内金融システムを歪め、それに起因するインフレの進行とあいまって資本逃避が発生しがちである。こうした経済の不安定性が高まるにつれ、途上国政府は経済のマクロ的安定と成長、そして金融部門との連関性について目を向けざるをえなくなってきたのである。金融抑圧が政府の金融規制によってもたらされているとするならば、金融抑圧の原因となる規制の除去、すなわち金融自由化が重要なテーマとなる。

金融自由化には、対外的資本移動の自由化と国内金融市場の自由化の2つの側面がある。メキシコでは金融の対外的自由化は、1970年代後半の活発な

対外借入や、資本逃避、ドル化といった現象をみるまでもなく比較的早い時期に進んでいる。貿易や国内金融市場の自由化以前に通貨の自由交換性や資本移動の自由化が進められた国のなかには、メキシコをはじめいくつかの国が“overborrowing”に陥り、債務危機に至った。メキシコで国内金融市場の自由化が始まったのは1988年以降である。それに先だって1985年より貿易自由化が、87年より税制改革が進められており、各分野にまたがる構造改革のなかで、金融自由化は最後に着手された改革といえよう。

今回の金融自由化を、金融抑圧を生じさせてきた規制を取り除くことによって金融仲介の効率性を高める政策と考えるならば、金融抑圧の背後に財政赤字ファイナンスの問題が大きく横たわるメキシコでは、財政赤字ファイナンスのあり方こそが、金融自由化の成否を決定する最も重要な要因となる。

本章ではメキシコの金融自由化を、財政赤字ファイナンスの問題を柱に、そこから派生する金融規制や金融政策のあり方を分析しつつ、考察することを目的としている。

## 第1節 メキシコ経済の概観

1970年代後半メキシコ政府は大規模な産業開発計画を策定し、高い経済成長率を達成するため公共支出を積極的に拡大した。埋蔵石油の発見によって借り手としての信用力が上昇したため、国際金融市場ではメキシコに対する貸付競争が激化し、開発資金の調達は主として国際銀行業からの借入れによって賄われた。こうした状況を反映し対外債務残高は年々急増し、そのうち7割以上が公的債務によって占められていた(表1)。1982年に発生した債務危機の原因としては、石油価格の下落、ドルの高金利などの外生的要因も考慮されなければならない。しかし、基本的には公共支出主導型成長による財政赤字の拡大がインフレを誘発し、ペソの対外価値を減価させていったにもかかわらず、為替政策運営に失敗し巨額の資本逃避を招いたため国際収

表1 対外債務残高

(単位：100 万ドル)

	対 外 債 務 残 高					対外債務/GDP(%)	
	公的部門	%	民間部門	商業銀行	合計	公的債務	合計
1976	20,846.4	76.3	4,900.0	1,600.0	27,333.7	24.9	32.6
1977	23,833.7	77.8	5,000.0	1,800.0	30,633.7	27.8	35.8
1978	26,422.5	78.6	5,200.0	2,000.0	33,622.5	25.7	32.7
1979	29,757.2	73.9	7,900.0	2,600.0	40,257.2	23.2	31.4
1980	33,872.7	66.7	11,800.0	5,100.0	50,772.7	20.9	31.3
1981	52,156.0	70.4	14,900.0	7,000.0	74,056.0	27.6	39.1
1982	58,145.6	69.1	18,000.0	8,000.0	84,145.6	29.8	43.1
1983	62,632.4	71.5	17,500.0	7,500.0	87,632.4	36.2	50.7

(出所) Solis &amp; Zedillo [1985], p.261.

支危機に陥ったことがその直接的原因である。

資本逃避は主に財政赤字ファイナンスによるインフレや、その結果としての実質為替レートの上昇、そして国内の貯蓄投資経路にディスインターミディエーション(非金融仲介)を生じさせるような金融部門の規制などによって発生すると考えられる。したがって、メキシコの経済調整政策は、財政赤字、インフレ、為替レート運営、金融市場改革を軸にそれらが整合性を保つように運営されていかねばならない。

メキシコは債務危機後激しいインフレと経済の停滞に見舞われ、その過程でIMF主導の緊縮的安定化政策や構造調整政策、物価・賃金凍結を含む所得政策などが実施されてきた。しかし対外債務の利払い負担が経済成長の足かせになるなど、経済の舵取りは難しい状況にあった。とはいえ、1980年代末にはインフレの収束、経済成長率の回復(表2)など、明るい兆しがみえ始めてきている。

1980年代のメキシコ経済は大きく3つの時期に分けられる。IMF主導型

表2 主要経済指標

	実質GDP 成長率 (%)	消費者物価 上昇率 (%)	累積債務総額 〈各年末〉 (億 <sup>F</sup> ル)	経常収支 (億 <sup>F</sup> ル)
1977	3.45	29.27		-18.54
1978	8.26	18.87		-31.71
1979	9.15	17.46		-54.59
1980	8.32	25.68		-107.50
1981	7.95	27.96		-160.61
1982	-0.55	59.66	860.19	-63.07
1983	-5.27	101.05	929.64	54.03
1984	3.65	65.97	933.17	41.94
1985	2.70	57.73	942.41	11.30
1986	-3.66	86.20	976.19	-16.73
1987	1.86	131.85	1036.27	39.68
1988	1.25	114.18	996.64	-24.43
1989	3.35	20.01	988.74	-39.58
1990	4.45	26.66	942.56	-71.17
1991	3.63	22.66	1053.75	-137.85
1992	2.65	15.51		-228.11

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各号より計算。  
 World Bank, *World Debt Tables 1989-90 edition* (Vol. 2. Country Tables).  
 1989, p. 254.  
 OECD, *Financing and External Debt of Developing Countries 1992 Survey*.  
 1992, p. 159.

安定化政策が実施された83年から85年、メキシコ地震、石油価格の下落に見舞われ経済の不安定性が高まった86、87年、そして88年以降の物価、賃金の凍結を含む経済連帯協定が結ばれた所得政策期である。以下では、順を追って各時期の状況を簡単に振り返ることとしよう。

メキシコの債務危機に際し、IMFはコンディショナリティ（融資付帯条件）を遵守することを条件に融資を実施し、貸し手の民間銀行も新規融資と既存

債務のリスクを実行した。デ・ラ・マドリ政権下（1982年12月就任）で実施されたIMF安定化政策の目的は、緊縮的財政金融政策を通じてマクロ経済の国内的・対外的均衡を回復することであった。メキシコの経常収支赤字は1981年には160億ドルに達し著しい対外不均衡に陥っていたことから、IMFはこの対外不均衡を早急に改善することを目標に厳しいコンディショナリティ（表3）を要求した。政策手段は財政・金融・為替・物価などの各分野にまたがっていたが、インフレの高進、対外不均衡の拡大といった経済状況の悪化は何よりも財政赤字拡大による超過需要にその原因があるとの認識から、安定化政策の中心は財政政策に置かれた。

まず公共支出の減少を図るため公共投資、公務員の実質賃金が削減される一方で、付加価値税や高所得者層に対する所得税引上げ、ガソリン、電気等公共料金改定が実施され（Zedillo[1986], p.979）、公共部門は収支両面において見直された。その結果財政赤字は対GDP比で1982年の17.9%から83年には8.8%と半減し、ほぼIMF目標値を達成するに至った。

金融政策も財政政策同様、国内信用拡張に上限を設定するなど緊縮的に運営されたが、投資の減退と不況によって民間部門の銀行貸出に対する需要が減少し、また経常収支改善の結果、中央銀行は予期せぬ外貨準備増に見舞われたこともあって、調整過程において財政政策ほどには主たる役割を演じなかった。

公共支出削減を中心とした緊縮政策の結果、インフレ率は1985年にかけて低下し、経常収支も黒字化するなど、対外的均衡は大きく改善した。しかし、経常収支の改善が資本財・中間財輸入の減少によって達成され、公共支出削減が公共投資の減少をもたらしたため、GDPが低下した。

1985年になると政府は7月の選挙を控え、加速するインフレに対応した為替政策運営を試みたが、それは失敗した。消費者の輸入財に対する購買力の低下をおそれて、対ドルペソレートの小刻みな切下げが遅れがちとなり、ペソの過大評価による資本流出が生じたのである（Ramirez [1986], p.57）。結果として政府は大幅な為替切下げをせざるをえなくなり、インフレ、不況を招

表3 安定化政策（1983-85年）における主要マクロ経済指標の目標値

	1982	1983	1984	1985
インフレ率（消費者物価，12-12月）（%）				
当初のIMF目標値 <sup>1)</sup>		55.0	30.0	18.0
修正値（政府） <sup>2)</sup>			40.0	35.0
達成値	98.9	80.8	59.2	63.7
財政赤字（対GDP比：%）				
当初のIMF目標値		8.5	5.5	3.5
修正値（政府）		8.5	5.5	5.1
達成値	17.9	8.8	7.1	9.9
経常収支				
当初のIMF目標値（対GDP比：%）		- 2.2	- 1.8	- 1.2
達成値（対GDP比：%）	- 2.7	5.7	3.4	0.4
修正値（政府）（10億 <sup>F_n</sup> ）			0.0	1.0
達成値（10億 <sup>F_n</sup> ）	- 4.9	5.5	4.2	0.5
実質GDP成長率（%）				
当初のIMF目標値		0.0	3.0	6.0
修正値（政府）			0.0	3.0
達成値	- 0.5	- 5.3	1.0	4.0
達成値			3.5	2.7

（出所）Ros [1987], p. 84.

（注）1) 1982年末にIMFによって設定されたマクロ経済指標の当初の目標値。

2) 政府が実績に照らして修正した経済政策の年間目標値。

いた。そのうえ、9月末のメキシコ大地震、12月の石油価格の暴落と状況はますます悪化していった。

石油価格低下による為替切下げの加速は、輸出を促進する一方で、インフレの高進を引き起こした。インフレはすべての財の価格を一律に上昇させる

わけではなく、各部門間の財の価格上昇率にひらきが生ずるのが常である。インフレ率が高くなるにつれ、相対価格構造に歪みが生じ、市場における不確実性が高まるため生産者は供給を減少させ、ひいては投資・経済活動の低下に結びつく。1987年の130%にも達するインフレに直面し、メキシコ政府はインフレ撃退を最優先課題として、物価・賃金凍結といった所得政策の導入を決定した。この政策は政府、農民、労働組合、経営者の間で同年12月に締結された経済連帯協定 (Pacto de Solidaridad Economica: 以下 PSE と呼ぶ)<sup>(1)</sup>をさす。

高いインフレ率に晒されている国において、現実のインフレがどのような要因に依存して引き起こされているかの的確な判断なしにはマクロ経済の安定化を図ることは難しい。メキシコにおける高いインフレ率を考える際、財政赤字が最も重要な要因となる。1982年の債務危機以降、メキシコの対外借入は事実上停止し財政赤字を国内的にファイナンスせざるをえない状況に追い込まれてしまった。財政赤字が国内的にファイナンスされ、しかもそれが通貨発行による場合、流動性効果を通じて即インフレに結びつく。したがって、インフレの収束を目的とするとき、何よりも財政赤字の削減が安定化政策の中心に置かれてきたのであった。

しかしながら、現実に行進しているインフレがかなり慣性的な部分、すなわち過去のインフレに基づく期待によっても引き起こされているとするならば、安定化政策だけではインフレは止まらないことになる。インフレ的慣性 (inflationary inertia) とは、例えば、賃金改定交渉に当たって実質賃金を維持するために過去のインフレ率を考慮して賃上げ要求を行うとか、大衆のインフレ心理などがそうである。こうしたインフレ的慣性を断ち切るために、賃金・物価凍結といった所得政策を含むショックプログラムが実施されたのである。

この政策が従来の安定化政策に比べて革新的であると思われるのは、以下の2つの理由に基づいている。第1に伝統的安定化政策の調整が徐々に進んでいくのに対し、主要なマクロ経済変数に急激な変化をもたらす点である。

これが「ショック」プログラム<sup>(2)</sup>と呼ばれるゆえんである。第2に賃金・物価凍結といった所得政策的要素を伴うとともに為替レートの固定などの手段を含むことである。これらの手段は従来の財政金融政策による需要管理を主とした安定化政策に比べ「ヘテロドックス」(heterodox)な要素となっている。実際にはショックプログラムはヘテロドックスな政策手段だけでなく、財政金融政策に基づく需要管理政策や、場合によっては構造調整政策も組み合わされて実施されている。

PSE下の政策は政府統制品目の物価、最低賃金、為替レートの凍結を主な内容とするヘテロドックスな政策手段と一層の緊縮的財政金融政策の実施、そして構造改革努力の継続から成っており、需要・慣性の両面からのインフレ撃退を目的としている。為替レートは新経済計画発表前に統制レートの切下げを行った後に固定、そして賃金もインフレによる実質所得の低下を修正するため引き上げられた後に凍結されている。

インフレ率は1989年に入ると急速に低下し、経済成長率も徐々に回復してきている。このようなマクロ経済指標の改善は、経済連帯協定の核心が国をあげての一致団結した協力関係にあり、政府および政府の政策に対して大衆が信認をもつことの重要性にあったことを示している。また、経済連帯協定が締結され所得政策が実施された1988年は、金融自由化がスタートした年にあたり、金融自由化がマクロ経済の安定化にどのように関わってきたかも問われなければならない。

## 第2節 財政赤字ファイナンス

### 1. デット・サービス・ショック

メキシコの国内金融市場の状況を理解するには、公共部門の資金調達のある方を振り返ってみる必要がある。金融規制、金融政策手段も国内金融市場



と公共部門の資金調達の関係において規定されてゆく。まずはじめに、債務危機が公共部門の資金調達に及ぼした影響を考察し、それがいかなる方法によってファイナンスされていったかを分析することによって、メキシコの金融システムのあり方を辿ってゆく。

1982年の債務危機は海外からの資金流入を激減させたことにより、国内金融部門にも多大な影響を及ぼした。とりわけ公共部門の資金調達方法は大きく変更を迫られた。

主として財政赤字と内外債務への利払から構成される公共部門の支出は、一般に内外債務の発行と通貨発行によってファイナンスされる。この関係を定式化すると、

$$(T-G) + iL + i^*L^*E = B + B^*E + CC \quad (1)$$

となる。(1)式の左辺は公共部門の支出を、右辺はそのファイナンスを表している。 $T$ は税収、 $G$ は政府支出であり、 $(T-G)$ は財政収支となり、 $T < G$ の場合財政赤字となる。 $L$  ( $L^*$ )は国内(対外)債務残高、 $i$  ( $i^*$ )はその名目国内(外国)金利、そして $E$ は名目為替レート(ペソ/ドル; ペソの対ドルレート)を表している。これら利払いを含む財政赤字((1)式の左辺)は、国内債務の発行( $B$ )と対外債務の発行( $B^*$ )、そして中央銀行の公共部門への貸出( $CC$ )によってファイナンスされる。

債務危機によりそれまでのような対外借入( $B^*E$ )に依存する資金調達を改めざるをえなかった公共部門は、過去に実行された貸付の利払い( $i^*L^*E$ )を新規の対外借入( $B^*E$ )によって賄い、元本は自動的にロール・オーバーするという従来のやり方を継続することが困難となった。債務国は逆に海外へネットで資金移転を始めねばならない。公共部門は年々の財政赤字( $T-G$ )のみならず、過去の債務に対する返済資金( $iL + i^*L^*E$ )も国内的にファイナンス( $B + CC$ )せざるをえなくなった。そのうえ、経常収支赤字の改善を目的に1982年に3度実施された平価切下げ( $E \uparrow$ )は、税収( $T$ )の基盤が国内通貨建であるのに対し、外貨建の債務( $L^*E$ )を多額に保有する公共部門にとってデット・サービス(利払いと返済元本)の実質価値を上昇させる

こととなった。

公共部門の国内的ファイナンスの負担の増加は、基本的には(1)式の左辺を減少させることによって改善される。しかし年々の財政赤字規模に比べて過去の債務に対する利払いが大きい場合には、たとえ(T-G)の縮小が進んだとしても、(1)式の左辺はむしろ年々拡大する傾向がある。

表4は債務危機後5年間の公的債務残高の変化を示したものである。1982年から87年の間に対外債務は217億ドル、国内債務は58兆8000億ペソ増加し

表4 メキシコの債務と利払い負担

	1982	1987
(1) 公的対外債務(12月)		
(10億ドル)	59.7	81.4
(1兆ペソ)	5.8	184.0
(2) 公的国内債務 (12月)		
(1兆ペソ)	2.8	61.6
(3) 公的債務総額 (1+2)		
(1兆ペソ)	8.5	245.6
(対 GDP 比：%)	58.0	78.0
(4) 公的対外債務利払い		
(10億ドル)	7.5	6.7
(1兆ペソ)	0.7	9.4
(5) 公的国内債務利払い		
(1兆ペソ)	0.3	30.0
(6) 利払い総額 (4+5)		
(1兆ペソ)	1.0	39.4
(対 GDP 比：%)	10.9	20.1
公共支出の%	28.7	47.0
(7) 利払いを除く財政収支の プライマリー・バランス (対 GDP 比：%)	-7.6	+5.0

[出所] Ramirez [1987], p. 151.

た。公的債務総額は対 GDP 比で58%から78%に上昇しているが、利払いを除く財政収支のプライマリーバランスがマイナス7.6%からプラス5.0%へ改善していることを考えると公的債務の増大は利払いの膨張によって引き起こされていることがわかる。

## 2. モデルの定式化

1980年代こうした利払いで増大する公的債務はいかにファイナンスされていったのだろうか。そこでまず、財政赤字と貨幣創造、そして公的債務の関係を導くため、国内銀行制度の簡単なモデルを定式化することから始めよう<sup>(3)</sup>。

公共部門の支出・ファイナンス構造はすでに示したように、

$$(T-G) + iL + i^*L^*E = B + B^*E + CC \quad (1)$$

である。

中央銀行のバランスシートは、以下に示すとおりである。中央銀行債務は大衆の保有する現金通貨 ( $Cu$ ) と銀行システムが中央銀行に保有する預金である準備 ( $R$ ) からなっている。これらの債務は対外純資産 ( $nfa^*$ ) の保有 (外貨準備) と政府への信用 ( $CC$ ) に用いられる。

中央銀行

$CC$	$Cu$
$nfa^*E$	$R$

$$Cu + R = CC + nfa^*E \quad (2)$$

マネタリー・ベース ( $H$ ) は  $Cu$  と  $R$  からなるので、

$$H = Cu + R = CC + nfa^*E \quad (3)$$

となる。(1)式の右辺に  $nfa^*E$  を挿入して整理すると、

$$(T-G) + iL + i^*L^*E$$

$$\begin{aligned}
 &= B + (B^* - nfa^*)E + CC + nfa^*E \\
 &= B + (B^* - nfa^*)E + H \quad (4)
 \end{aligned}$$

となる。(4) 式の右辺は利払いを含む財政赤字のファイナンスを示す3つの方法、すなわち国内債務の発行、対外債務の発行<sup>(4)</sup>、通貨発行をそれぞれ表している。

次に、商業銀行のバランスシートは以下に示すとおりである。債務は大衆の保有する預金 ( $D$ ) からなり、資産は商業銀行が中央銀行に保有する準備 ( $R$ ) と銀行信用 ( $BC$ ) からなっている。

商業銀行

$R$  $BC$	$D$
-----------------	-----

$$D = R + BC \quad (5)$$

貨幣 ( $M$ ) は、大衆の保有する現金通貨 ( $Cu$ ) と銀行預金 ( $D$ ) の合計であると定義すると、

$$M = Cu + D \quad (6)$$

となる。

(3) (5) (6) 式から、

$$M = BC + CC + nfa^*E = DC + nfa^*E \quad (7)$$

$DC$  は国内信用を表し、中央銀行貸出 ( $CC$ ) と銀行貸出 ( $BC$ ) の合計である。

(7) 式は貨幣が以下の方法で創造されることを示している。①銀行が貸出を行う、②中央銀行が政府へ貸出を行う、③中央銀行が外国為替を買い入れる。②と③の方法による貨幣創造は中央銀行が直接マネタリー・ベース ( $H$ ) を拡大する方法であり、しばしば紙幣印刷 (“printing” money) と呼ばれる。①の方法では、中央銀行は銀行を通じた金融政策手段によって間接的に影響を与えるにすぎない。

3. 財政赤字ファイナンスの方法

メキシコは表5に示すように、1982年の債務危機までは赤字ファイナンスを対外借入と国内借入をほぼ半々で行っていたが、危機を境に外国からの資本流入が停止したため、財政赤字の大半を国内借入に依存せざるをえなくなった。財政赤字ファイナンスは1984年まで主として中央銀行の通貨発行によってまかなわれている。中央銀行の通貨発行によるマネタリー・ベースの増加率が実質貨幣需要の成長率を超えない限り、インフレは長期的現象としてあらわれないが、実質貨幣需要の成長率を上回るとインフレが発生する。この場合、政府はマネタリー・ベースを構成する通貨と中央銀行預金を各々保有する大衆と銀行からインフレーション・タックスを徴収していることになる<sup>(5)</sup>。国内債務の7割以上を中央銀行から負っていた1982年、83年、84年で、マネタリー・ベースの対GDP比は22.0%、18.8%、17.0%と高水準で推移しており、それに対応するようにインフレーション・タックスも対GDP比が82年、83年で7.4%、3.5%と高い値を示している(表6)。

表5 財政赤字のファイナンス

(%)

	1980-81	1982-83	1984-85				
対外	46	26	8				
国内	54	74	92				
国内債務内訳	1980-81	1982-83	1984	1985	1986	1987	1988 <sup>1)</sup>
中央銀行	71	73	77.3	60.7	35.6	17.6	20.2
銀行システム	21	14	8.8	15.4	30.3	37.7	37.5
政府証券	8	13	13.9	23.9	34.1	44.7	42.3

(出所) Morgan Guaranty Trust [1986], pp. 3, 4. Banamex [Oct. 1988], p. 432より作成。

(注) 1) 1988年は6月30日の数字。

1985～87年にかけて政府はインフレ圧力の最も生じやすい中央銀行借入を減らすため、財政赤字のファイナンスを銀行制度からの借入（市場金利以下）で転換した。公共部門の借入は銀行からの直接貸出や政府証券の強制保有の形態をとった。低利貸出によって銀行が被る収益の圧迫を、政府は名目預金金利の上限をインフレ率以下で設定し、銀行の資金調達コストを低く抑える

表6 マネーサプライとインフレーション・タックス

(%)

	マネタリー ベース ：対 GDP 比	M <sub>2</sub> ：対 GDP 比	M <sub>4</sub> ：対 GDP 比	インフレーション タックス <sup>1)</sup> ：対 GDP 比	消費者物価 上昇率
1977	16.0	28.4			29.27
1978	16.3	29.9			18.87
1979	16.7	30.9			17.46
1980	16.9	30.3			25.68
1981	17.8	32.9	33.9		27.96
1982	22.0	32.4	37.2	7.4	59.66
1983	18.8	28.8	34.1	3.5	101.05
1984	17.0	29.0	35.3	1.8	65.97
1985	12.5	26.2	33.3	3.5	57.73
1986	10.7	26.9	41.2	3.6	86.20
1987	7.5	27.2	43.8	2.8	131.85
1988	5.3	11.1	34.5	0.5	114.18
1989	4.5	18.5	40.2	0.5	20.01
1990	4.5	24.0	43.7	0.8	26.66
1991	4.6	28.5	45.1*	n.a.	22.66
1992	4.4	29.3			15.51

(出所) OECD [1992], p.47/IMF, *International Financial Statistics*. 各号より計算。

(注) 1) P. Arrau & D. Oks, "Private Saving in Mexico, 1980-1990," *The World Bank Working Papers*. No. WPS 861, Washington, D. C., 1992の計算による。

\*印：推計値

ことによって回避しようとした。その結果生じた負の実質預金金利はディスインターメディアーションを招き、それに応じてマネタリー・ベースは、1985～89年の間に対 GDP 比の12.5%から4.5%へ、 $M_2$ の対 GDP 比は26.2%から18.5%へ低下した。1987年以降、政府はディスインターメディアーションの解消を求めて、政府証券発行による市場金利での資金調達へ急速にシフトしていった。

### 第3節 メキシコの金融システム

#### 1. 金融システムの概要

メキシコ金融システムの歴史を振り返ると、中央銀行であるバンコ・デ・メヒコ (Banco de México) が唯一の発券銀行として設立されたのは1924年であった。政府が金融システムの近代化に取り組み始めたのは1970年代半ば以降であり、ユニバーサル・バンクとしての商業銀行制度の基盤づくり、証券市場の近代化、TB 市場創設などが行われた。

商業銀行はメキシコ最大の金融仲介機関であり、1976年からユニバーサル・バンクで貸付業務とともに株式への投資も行っている。債務危機へ至る過程で大量に発生した資本逃避に銀行が加担していたとみられたことや、1982年の3度の平価切下げで純外貨建債務を保有する銀行制度の金融ポジションは一挙に弱体化し銀行経営が悪化したため、1982年9月、政府は銀行を国有化した。その後包括的リストラ戦略が実施され、銀行数が大幅に減少した<sup>(6)</sup>。

1985年には銀行の再民営化に向けて、82年の臨時国有化法が85年銀行法に置き換えられ、国立商業銀行株式の34%まで民間部門に売却することが認められた<sup>(7)</sup>。国立銀行15行の株式の34%が実際に民間部門に売却されたのは、1987年であった。1986年12月、銀行再編ファンド (Fondo de Apoyo Preventivo a las Instituciones de Banca Multiple: FONAPRE) が創設された。銀行国有化後の

金融改革は、金融自由化に先だって銀行の再編と自己資本強化を通じて銀行部門を建て直し再民営化への準備を目的としたものであった。

政府証券市場の育成は、1977年10月、Petrobono（その価値が石油一定量のドル価値にインデックスしたもの）創設に始まる。翌1978年1月には、CETES（Certificates of the Federal Treasury）の第1回発行が行われた。これにより、政府は直接マネー・マーケットにアクセスできるようになった。CETESは中央銀行の公開市場操作の対象となる金融手段（TB）であり、1982年10月、競争入札（auction）が開始され、利回りが市場で決定されるようになると、金融市場の動向を反映する最も重要な指標となった。1987年には政府債のBONDES（Federal bonds, Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal：満期1～2年の割引債）が導入され、その後政府債の多様化が進められていった。

図1はメキシコの金融システムの構造をまとめたものである。バンコ・デ・メヒコを中央銀行に、商業銀行、開発銀行、開発トラスト・ファンドといった信用供与機関と保険会社、信用組合、リース会社等、その他の金融機関がある。メキシコ証券取引所にはブローカー各社と投資組合が参加している。また、持株会社も活動している。同図に示されている各金融機関の数は1992年5月時点のものである。

開発銀行と開発トラスト・ファンドは政府所有の信用供与機関である。開発銀行は商業銀行に次ぐ資産規模を有している。バランスシートにおける特徴は、負債面で海外からの借入（大半が譲許的条件）が多く預金の比率が小さいこと、また資産面では貸付の比重が高くその大半が公共部門向けであることである<sup>(8)</sup>。

金融機関の規制・監督は、金融当局として大蔵省、中央銀行が行うほか、図1に示された3関係機関も担当している。国立銀行委員会（National Banking Commission）と国立保険債券委員会（National Insurance and Bonding Commission）は大蔵省管轄下の半独立組織で、銀行、その他信用供与機関、保険、債券会社を監督している。国立証券委員会（National Securities Commission）は、証券会社の認可・監督を行い、証券発行者のディスクロージャー要求、証券取引



図1 メキシコ金融システムの構造  
監督機関  
(Regulatory Entities)

大蔵省 (Secretariat of Finance and Public Credit)	バンコ・デ・メヒコ：中央銀行 (Banco de Mexico)
国立銀行委員会 (National Banking Commission)	国立保険債券委員会 (National Insurance and Bonding Commission)

金融機関  
(Financial Institutions)

金融グループ (Financial Group)	信用供与機関 (Credit Institutions)	証券市場 (Securities Institutions)	その他金融機関 (Other Financial Institutions)
13 持株会社 (Holding Companies)	18 商業銀行 (Commercial banks)	メキシコ証券取引所 (Mexican Stock Exchange)	162 信用組合 (Credit unions)
	7 開発銀行 (Development banks)	26 ブロカー (Brokerage houses)	17 債券会社 (Bonding companies)
	9 開発信託基金 (Development trust funds)	256 証券会社 (Investment societies)	154 外国為替会社 (Foreign exchange houses)
			74 ファクタリング会社 (Factoring companies)
			44 保険会社 (Insurance institutions)
			39 ウェアハウス (Warehouses)
			53 リース会社 (Leasing companies)

(出所) OECD [1992], p. 171.

(注) 各金融機関に付けられている数字は1992年5月時点の金融機関数である。

所ルールの設定を行っている。

## 2. 銀行部門の規制

メキシコでは、商業銀行は他の金融機関に比べて、高準備率賦課、金利規制、特定分野優遇貸出など各種の厳しい規制が金融当局によって課されている。これらの規制はいずれも公共部門の財政赤字ファイナンスと深く関わっている。まず第1に、高準備率と財政赤字ファイナンスの関係から分析していこう。

政府が財政赤字ファイナンスを中央銀行からの借入 ( $CC$ ) によって行くと、

$$H = Cu + R = CC + nfa^*E \quad (3)$$

であることから、マネタリー・ベース ( $H$ ) が増加する。今、金融当局がマネタリー・ベース ( $H$ ) の増加を中立化させようとした場合2つの方法が考えられる。ひとつは、 $H$ の増加分に等しい額だけ公開市場操作で売りオペを行う方法である。

$$\begin{aligned} (T - G) + iL + i^*L^*E \\ = B + (B^* - nfa^*)E + H \end{aligned} \quad (4)$$

これは(4)式の  $H$ の増加分を  $B$ の減少により相殺することを意味している。しかし、一定額の公的ファイナンスが必要な状況下で、 $H$ の増加分を  $B$ の減少で相殺してしまえば、結果として(4)式の左辺に示した額のファイナンスは行えない。そのうえ、TB市場が十分に成長し、公開市場操作が金融政策の主要手段となるように金融部門が育成されていなければ、中立化は困難である。

もうひとつの方法は、銀行部門に課す要求準備率 ( $r = R/D$ ) を引き上げることによって、銀行貸付を減少させ、結果として貨幣供給量を一定に保つ方法である。

$$M = BC + CC + nfa^*E = DC + nfa^*E \quad (7)$$

(7)式によれば、 $r$ の上昇は  $BC$ を減少させ、したがって  $CC$ の増加分を相

殺してDCを一定に保つことを意味する(ここでは  $nfa \cdot E$  を一定と仮定している)。

一般に財政赤字の大きいラテンアメリカ諸国は準備率の高い国が多い<sup>(9)</sup>。銀行部門に中央銀行が賦課する高準備率は、民間部門に流れる銀行信用量を圧迫する。表7は、メキシコの銀行預金の実効準備率(商業銀行が実際の程度中央銀行に準備を保有してきたか)とマネタリー・ベースにおける通貨の占める比率の推移を表したものである。全体的に実効準備率が非常に高いのが特徴的である。1970年代後半、実効準備率は45%強で推移しており、債務危機時の82年には61.29%とピークに達している。その後84年まで50%を超える高い水準が続き、87年にかけて急速に低下している。1988年にいったん上昇したのち再び低下し、90年以降5%以下の水準となっている。このような実効準備率の推移は、政府が銀行部門に対する準備率賦課を通じて資金調達してきたことの証左である。1988年には、要求準備率が廃止されたため、それに伴って実効準備率も急低下してきている。

マネタリー・ベースは、非金融機関保有の通貨と銀行が中央銀行に保有する準備からなるが、メキシコの商業銀行のように準備率が高い場合、通貨/マネタリー・ベース比率は逆に小さくなる。しかし、1980年代後半の実効準備率の急低下に伴って、通貨/マネタリー・ベース比率は近年急速に高まっている。

第2に、金利規制であるが、商業銀行は預金貸出両面において規制を受けている。政府が銀行部門に高率の準備要求を求める場合、銀行は資産運用に受ける制限からかなりのコストを負担することになる。このコストは通常借り手に転嫁され、貸出金利は上昇する。このような銀行や借り手に移転されるコストを防ぐため、政府は市場金利より低いレートの貸出金利を設定し、銀行の利鞘確保のため預金金利の上限規制を行う。銀行の預金金利はその上限でいっせいに張り付いてしまうため、各行は競争的金利を提示することによって資金を集めることはできない。貸出金利に関しては、特定分野優遇貸出と結びついて市場金利以下での貸出が行われている。

第3に、各銀行は特定優遇分野に対する貸出額および金利が予め定められ

表7 銀行預金の実効準備率

(%)

	銀行預金の 実効準備率 <sup>1)</sup>	現金／準備 通貨比率 <sup>2)</sup>
1977	47.48	30.07
1978	45.55	30.18
1979	45.43	29.24
1980	47.82	27.01
1981	46.18	27.08
1982	61.29	24.42
1983	59.66	21.12
1984	52.11	23.00
1985	38.91	30.46
1986	29.49	36.32
1987	15.59	50.96
1988	25.37	63.24
1989	6.57	78.35
1990	4.60	79.30
1991	3.41	81.70
1992	2.79	83.77

(出所) IMF, *International Financial Statistics*.  
各号より計算。

(注) 1) 実効準備率は、I. F. S. のライン・ナンバ表示で、 $(14 - 14a) / (34 + 35 - 14a)$  で計算している。14は準備貨幣、14aは銀行外で保有されている通貨、34は貨幣、35は準通貨である。  
2)  $14a/14$ で計算。

ている。貸出額は、“captación”<sup>(10)</sup>に基づいて決定される。“captación”に基づいて細かく強制的貸出額が決められているのは、特定の政府債の保有や、開発銀行への貸付、住宅・輸出業者・小規模農家、や「開発活動」(厳密な定義なし)への貸出である。その他に公共部門への直接貸出もある。以上のような各種規制によって、商業銀行が自由裁量で貸し出すことのできる資金量は非常に限られている。

高率の準備要求、公共部門への低利融資、政府証券の強制的保有など政府が銀行部門に課する規制の大半は、シーニョレッジ (seigniorage)<sup>(11)</sup> を徴収する手段として用いられているものである。高率の準備要求などによる銀

行部門のコスト負担を軽減させるため、政府は預金金利の上限規制（インフレ率以下で銀行預金の名目金利を抑えるため、実質預金金利はマイナスとなる）を通じて銀行部門の収益を確保してきた。したがって、インフレーション・タックスの実質的負担は大衆に帰せられることとなった。

以上のような規制は、メキシコの金融部門に種々の問題点をもたらす。

まず第1に、商業銀行による民間部門への自由裁量の貸出が極端に限られてしまうことである。高準備率、政府証券の強制的保有、公共部門への直接貸出、開発銀行への貸付等を通じて公共部門へかなりの資金が流れることにより、民間部門の資金需要がクラウディング・アウトされてしまうのである。

第2に、特定優遇分野貸出や公共部門への資金に適用される貸出金利が人為的に低く抑さえられているため、効率的な信用配分が歪められてしまうことである。

第3に、預金金利の上限規制が高いインフレ率と結びついて負の実質預金金利となり、商業銀行の競争力を弱め、国内貯蓄の動員を妨げることである。これはまた、商業銀行に課せられる各種の規制にしたがわなくてよい非銀行金融仲介機関を経由した資金の流れや資本逃避を引き起こす。こうしたディスインターミディエーションの発生が通貨当局の金融政策運営を困難にさせる結果となる。

## 第4節 金融抑圧とディスインターミディエーション

### 1. 金融規制と金融抑圧

マッキノン<sup>12)</sup>は、「政府が税金あるいはその他の手段で国内資本市場を歪めるとき、経済は金融的に“抑圧されている”」(McKinnon [1991], p.11)と、金融抑圧が政府の規制によって生じていることを指摘している。金融抑圧<sup>(12)</sup>を示す状況としては、金融資産の蓄積が実物資産の蓄積に比べ低下する、な

いしは低水準であること、負の実質金利、為替レートの過大評価、未組織金融市場優位による組織金融市場との二重構造などがある。

多くの発展途上国に金融抑圧はみられるが、こうした国で行われている規制は本来無差別に金融抑圧を意図したというよりもむしろ種々の目的に基づいて行われているものである。ラテンアメリカ諸国の金融規制は、財政赤字ファイナンスの問題と深く結びついている場合が多い。政府は財政赤字ファイナンスのためシーニョレッジを徴収しうる金融機関を優遇する目的で金融規制を課する。銀行に対する準備要求や政府証券の強制保有が、公共部門の資金調達（ゼロないしは低金利での）を可能にするがゆえに、銀行部門は金利上限規制等の規制によって保護され優遇される。これまでみてきたように、メキシコの金融規制もその典型である。

政府が行う金融規制がすべて金融抑圧となるのではない。金融部門における競争を制限する規制が高いインフレ率と組み合わせられたとき、金融規制は金融抑圧といわれる状況をもたらす。したがって、単なる制限的な金融制度と抑圧的な金融制度の相違は規制手段の問題というよりも、規制手段が実質金利、実質為替レート、実質貨幣需要のような実質変数に及ぼす効果に依存するのである<sup>(13)</sup>。メキシコにおける金融規制と金融抑圧の状況を考察するため、次に実質金利、実質為替レートの推移について分析を進めていこう。

## 2. 預金金利の上限規制と実質金利

中央銀行はすべての銀行に対し預金金利を設定し、価格競争を排除していた。定期預金は期間別に市場条件を考慮して預金金利の上限が決定されるが、その他の預金金利（貯蓄勘定など）は硬直的であった（World Bank [1988], pp.44, 110, 111）。貸出金利は特定分野優遇貸出と組み合わせられて市場金利以下の水準に設定されていたことはすでに述べたとおりである。国内金利は1982年以降急激に上昇し（表8）、83、84年と政府は資本逃避を防ぐため、名目金利を外国金利に為替切下げ率を加えたよりも高くなるよう設定した。

表8 金利水準

(%)

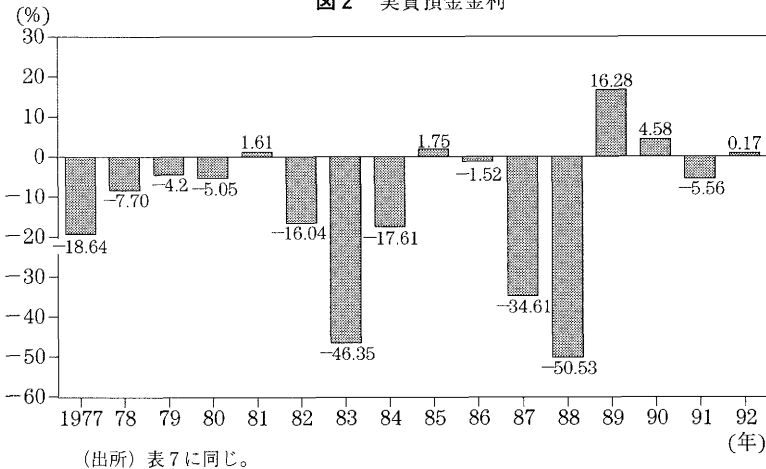
	預金金利	TBレート	資金調達の 平均コスト	インフレ率
1977 <sup>a</sup>	10.63		12.88	29.27
1978	11.17	10.53	15.13	18.87
1979	13.23	15.02	16.35	17.46
1980	20.63	22.46	20.71	25.68
1981	29.57	30.77	28.62	27.96
1982	43.62	45.75	40.40	59.66
1983	54.70	59.07	56.65	101.05
1984	48.36	49.32	51.08	65.97
1985	59.48	63.20	56.07	57.73
1986	84.68	88.57	80.88	86.20
1987	97.24	103.07	94.64	131.85
1988	63.65	69.15	67.64	114.18
1989	36.29	44.99	44.61	20.01
1990	31.24	34.76	37.07	26.66
1991	17.10	19.28	22.56	22.66
1992	15.68	15.62	18.78	15.51

(出所) 表7に同じ。

しかしインフレの高進で実質預金金利は1981, 85, 89年を除けば, 80年代を通じて大きくマイナスを記録している(図2)。

実質金利がマイナスとなる状況下では国内貯蓄へのインセンティブは働かず, 資本逃避やドル化が発生する。商業銀行が預金貸出両面において厳しい規制下にあったのに比べ, ブローカーなどは貸出規制に従う必要がないため, より小さいスプレッドで活動することができたこともあって, 国内金融仲介ルートは商業銀行からブローカー, ムーチュアル・ファンド, トラストなどへ移行していった。ブローカーは預金を集めることはできないが, トラスト,

図2 実質預金金利



ムーチュアル・ファンドを運営し、資金の多くを民間部門に仲介し急成長していった。商業銀行も貸付規制を回避するため、顧客の資金を未統制のオフバランス信託勘定を通じて運用した結果、1980年代末にはオフバランス債務は通常の銀行債務の100%にまで増加した (OECD [1992], p. 172)。金融当局の政策運営はこのようなディスインターミディエーションの発生によりますます困難となっていった。

### 3. 為替政策と実質為替レート

国内インフレの発生は実質金利を低下させる一方で、本国通貨の対外価値を減価させてゆく。政府は本国と外国のインフレ格差を相殺するよう名目為替レートを切り下げてゆくことによって、実質為替レートを一定に保つことが可能となる。しかし為替政策に失敗し名目為替レートの切下げが遅れがちになると、名目為替レートは国内通貨価値を過大評価することとなり、資本逃避が発生する。

為替レートの切下げは、輸入財の国内価格の上昇となりインフレを加速させる可能性があり、また対外借入を外貨建で行っている場合には国内通貨で

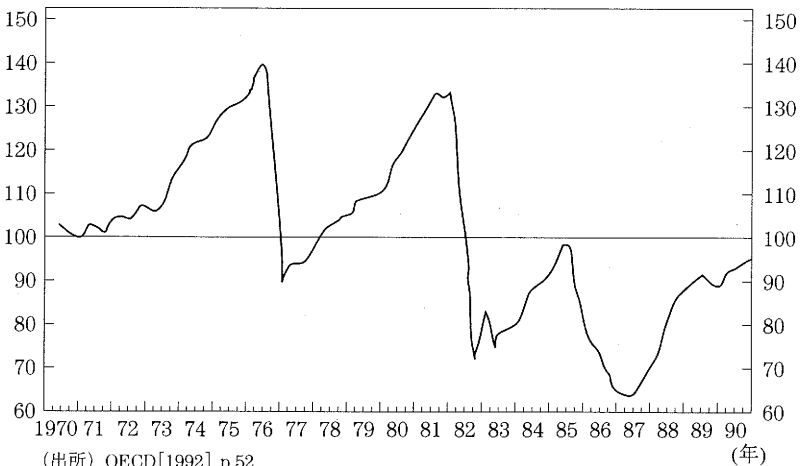


換算した債務額を増加させる効果をもつ。このことから発展途上国が巨額の財政赤字をかかえ国内的にインフレに見舞われている場合には、一般に名目為替レートの調整は遅れがちになる。

図3は、ペソの実質為替レートの推移を表したものである。実質為替レートの動きは、1976年、82年といった大幅な為替切下げ時に急低下したのち上昇傾向を示すという周期的動きをみせている。国内的インフレに対していかに適切な為替政策をとるかが、資本逃避やドル化といったディスインターミディエーションを防ぐ鍵となる。

1970年代後半の石油ブーム経済下のメキシコでは、公共投資主導型の拡張的経済政策が実施されインフレ率が高まっていった。しかし政府は1ドル当り22.8ペソ周辺で人為的に高いペソレートを設定していた。というのは、急増する石油輸出収入によって、ペソを切り下げねばならないような国際収支不均衡が発生することはないであろうと、判断したからである。そのうえ実質為替レートの上昇が、民間部門の対外借入を促進し経常収支不均衡の

図3 実質為替レート（期間平均=100）



(出所) OECD[1992], p.52.

(注) 1) 名目対ドルペソレートをCPIによって調整したもの。

ファイナンスにも貢献したため、為替レートの方調整は遅れ、1977年から81年の5年間で実質為替レートは約30%上昇した。

実質為替レートが上昇するなか為替切下げの予想が強まると、ドル化や資本逃避が発生する。石油価格が1980年末をピークに81年初めより下落し始めると、主要石油輸出国は石油の公示価格を切下げ、メキシコ石油公社 (PEMEX) も81年6月には石油価格を切り下げざるをえなくなった。これを契機にペソの大幅切下げへの懸念が広がり、巨額の資本逃避とメキシコ銀行制度内のドル預金 (dollarization) が急増した (Solis and Zedillo [1985], p.273)。1981年の公的対外借入の急増は、政府が財政赤字ファイナンスだけでなく、投機や資本逃避から為替レートを維持するためにも使われたことを意味している。

1982年2月、中央銀行は外国為替市場から引きあげ、為替切下げを決定した。3月以降ペソは毎日4セントずつの切下げが実施されたが、資本逃避はおさまらず中央銀行の外貨準備は枯渇し、8月に政府は二重為替レート制を採用した。1週間後には、メキシコ銀行制度はドル預金を国内通貨でのみ引き出し可能とし、一時的に外国為替取引も停止した。二重為替レート制はいわゆる自由レートと統制レートからなっており、統制レートは要素支払を除くすべての經常勘定取引に適用された。9月に入ると包括的資本規制と自由・統制両レートへの完全管理が実施された。しかし、資本規制には大量の資本逃避を阻止する効果がなかったことから、12月には資本規制の大半が廃止された<sup>(14)</sup>。

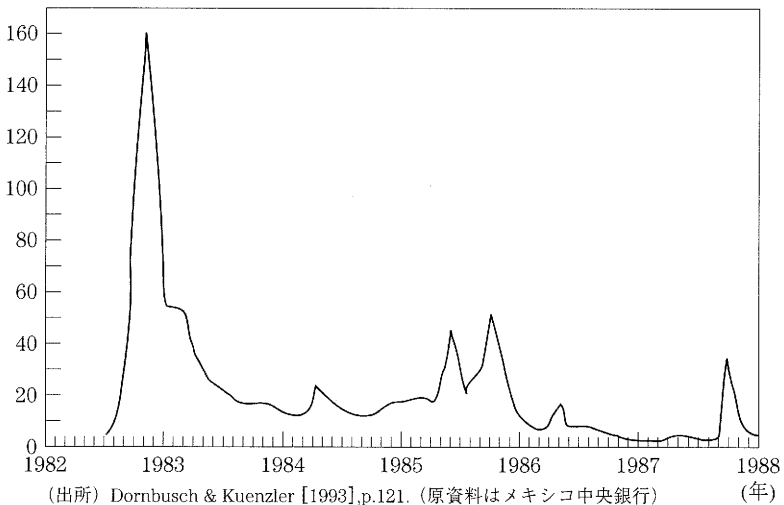
資本の移動性が高く規制も困難な状況下では、二重為替レート制が十分な管理のもとに実施されたなら、資本移動の一時的攪乱によって国内のマクロ経済が受ける衝撃を和らげる効果がある。主として貿易など実物取引に適用される統制レートと金融取引に適用される自由レートに為替レートが分けられているため、資本勘定におけるショックが、統制レートに即座に反映されず、国内物価や賃金などへの影響を小さくすることができるからである<sup>(15)</sup>。したがって、巨額の資本逃避などによって資本移動が攪乱された時期には、自由レートと統制レートの格差は大きくなる。

図4は自由レートのプレミアム（統制レートを上回る部分）の推移を示したものである。債務危機時の1982年と85年にプレミアムが上昇している。1985年のプレミアムの急上昇は、石油価格の下落が統制レートの来るべき切下げを市場関係者に予測させたため、自由市場でペソレートが上昇（ペソの価値低下）して、プレミアムが拡大したからである。その結果1985年には統制レートが20%切り下げられた。これらの時期を除けば自由レートと統制レートの格差はそれほど大きくなく、中央銀行は市場の需給関係を考慮しつつ、自由・統制両市場に介入していたことを示している。

1987年12月に締結されたPSEは為替レートの固定を含む所得政策であった。為替レートは1988年2月に1ドル=2297.5ペソに固定された後89年よりクローリング・ペッグ<sup>(16)</sup>に移行した。この過程で為替切下げ率がメキシコとアメリカのインフレ格差より小さかったため、実質為替レートは1987年以降上昇していった。

為替レートの動きが事前に公表され切下げ率も小さい一方、内外金利差（国内金利>外国金利）が大きい状況下では、短期資本の流入が発生する。短

図4 自由レート・プレミアム



期資本が経常収支赤字を上回る水準で流入する場合には、国内的に流動性は過剰となり、国内金利に低下圧力がかかる。その結果国内信用が増大し、インフレが再燃する可能性がある。民間資本流入は1989年に58億ドル、90年133億ドル、91年に218億ドルと急増し(表9)、中央銀行は投機的資本流入を抑制するため、1991年8月、銀行の外貨建債務に対する50%の流動性要求を課した。また、1991年11月には統制レートと自由レートを統合し、為替レートに変動幅をもうけて、為替予測に不確実性を導入した。1992年4月になる

表9 国際収支

(単位：10億ドル)

	1988	1989	1990	1991
経常収支	-2.5	-6.0	-7.1	-13.3
(対GDP比：%)	(-1.4)	(-3.0)	(-2.6)	(-4.8)
貿易収支	0.3	-2.6	-4.4	-11.1
輸出	20.4	22.8	26.8	27.1
輸入(fob)	20.3	25.4	31.3	38.2
投資所得(ネット)	-7.2	-7.8	-7.7	-6.9
ネット・トランスファー	0.8	2.1	3.5	2.2
公的資本	-1.2	0.6	-3.0	-0.4
うち：公的借入	5.0	3.2	9.1	2.5
民間資本	-3.0	5.8	13.3	21.8
うち：直接投資	2.6	3.0	2.6	4.8
対外信用(ネット)	-1.9	-0.2	5.8	7.8
対外利払い	-1.6	-1.9	-1.6	-1.3
間接投資	—	0.5	2.0	7.5
その他(含：誤差脱漏)	-2.1	4.4	4.5	3.0
準備変化(増加=マイナス)	7.1	-0.3	-3.4	-7.8

(出所) OECD [1992], p. 70.

と流動性要求を外貨建債務の上限規制（前四半期の預金の10%まで）と外貨資産への再投資（商業銀行の外貨建債務の15%を流動的外貨資産に投資しなければならない）の規制に変更した（OECD [1992], pp. 79-80）。

## 第5節 金融自由化

### 1. 金融自由化スケジュール

メキシコの金融自由化は1988年にスタートした。その目的は、金融仲介の効率性を改善し、金融政策運営を信用統制や金利規制といった直接的金融政策手段から市場メカニズムを通じた手段へ転換させることであった。つまり、ディスインターミディエーションの除去が目標となったのであった。したがって金融自由化は、当然ながらディスインターミディエーションをもたらした種々の規制の緩和ないし廃止によって進められた（表10）。

1988年には、優遇部門への信用割当と強制的準備要求が廃止され、金利規制が一部解除された。メキシコでは銀行部門への高準備率賦課を反映して、マネタリー・ベースはずっと $M_1$ を上回る規模で推移してきた（表11）。このことは準備要求が要求払い預金だけでなく、銀行のバランスシートの債務項目全般に対して高率で課されてきた結果であった。強制的準備要求の廃止の効果は、1988年に $M_1$ がマネタリー・ベースを上回るという形で即座に表れてきている。

1989年になると、預金金利の上限規制が廃止され、当座預金への付利が認められた。金利規制の緩和とインフレ率の急低下によって実質金利は1989、90年とプラスに転じた。また政府証券の多様化も図られ、新型の債務証券が発行された。Ajustabonosは満期が3年から5年の割引債で利回りは国内消費者物価指数にリンクしたものである。Tesobonosは満期が28日から91日の短期証券で利回りは米ドルレートにリンクしている<sup>(17)</sup>。政府の資金調達

表10 メキシコの金融自由化スケジュール

- 
- 1988 ・金融自由化スタート；優遇部門への信用割当の廃止，強制的準備要求の廃止  
 ・金利規制一部解除（10/11月）
- 1989 ・預金金利上限規制の廃止（4月）  
 ・銀行の当座預金への付利認可  
 ・銀行に関する所有権規制の緩和（8月）  
 ・Nacional Financiera Sociedad Anónima (NAFINSA) が SME 銀行へ 5 金融法改正  
 ・Bonos Ajustables del Gobierno Federal (Ajustabonos), Bonos de la Tesorería de la Federación (Tesobonos) 導入
- 1990 ・Comisión Nacional Bancaria (CNB) と Comisión Nacional de Seguros y Finanzas (CNSF) 分割（1月）  
 ・Asegurada Nacional Agropecuaria (ANAGSA) 閉鎖（2月）；Agropecuaria Aseguradora Mexicana (ASEMEX) となる  
 ・法的準備要求を流動性比率30%に変更（4月）  
 ・金融持株会社法。銀行民営化を可能にする法律へ改正（6月）  
 ・銀行法，新たな自己資本適正基準を含む監督規制を制定（7月）  
 ・証券市場規制発布  
 ・開発銀行の合併・閉鎖開始。国立銀行の廃止 (divesture) ガイドライン発布（9月）
- 1991 ・銀行監督規制発布（貸付の分類/貸倒れ引当金）（3月）  
 ・銀行自己資本充実ガイドライン発布（5月）  
 ・流動性比率廃止（9月）  
 ・9銀行売却（6～11月）  
 ・仲介手数料の規制緩和（11月）
- 

[出所] OECD [1992], pp. 239-240.

主体は債券発行に移行し，1990年に政府が市中に売却した債券は，財政赤字額を上回る金額に達している。その超過分（債券の売却額－財政赤字額）は中央銀行債務の返済に充てられた。このような状況に対応してマネーサプライの  $M_4$ （広義の貨幣＋政府証券）は対 GDP 比で1991年末には45.1%にまで上昇

表11 マネタリー・ベースとM<sub>1</sub>

(単位：10億ペソ)

	マネタリー・ベース	M <sub>1</sub>
1977	296	208
1978	381	270
1979	513	361
1980	722	477
1981	1,045	635
1982	2,068	1,031
1983	3,225	1,447
1984	4,879	2,315
1985	5,706	3,462
1986	8,444	5,790
1987	14,402	12,627
1988	20,874	21,191
1989	23,012	29,087
1990	31,135	47,439
1991	39,797	106,227
1992	45,536	122,020

(出所) 表7に同じ。

した(表6)。政府証券市場が成長するにつれて、中央銀行の金融政策は主として公開市場操作に依存するようになった。

こうした金融自由化措置に加えて、銀行監督規制の強化と銀行の民営化、そして広範な制度改革や金融機関の業務分野規制の撤廃などもあわせて実施された。政府所有の開発銀行と開発ファンド・トラストは公共部門への貸出比率が高く、しかもこれら機関の間では機能の重複している部分が多かった。不良債権は商業銀行の平均より高く、貸出金利も固定で商業銀行の預金金利より低いなど多くの問題をはらんでいた。1990年、政府は閉鎖、合併によっ

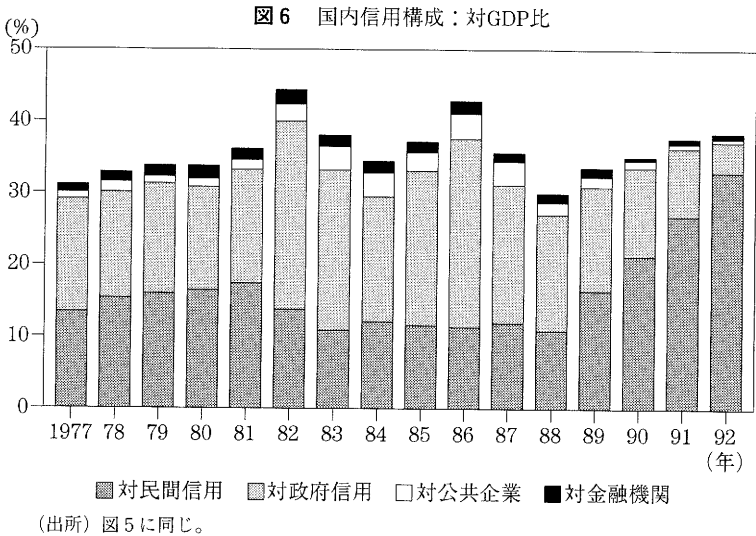
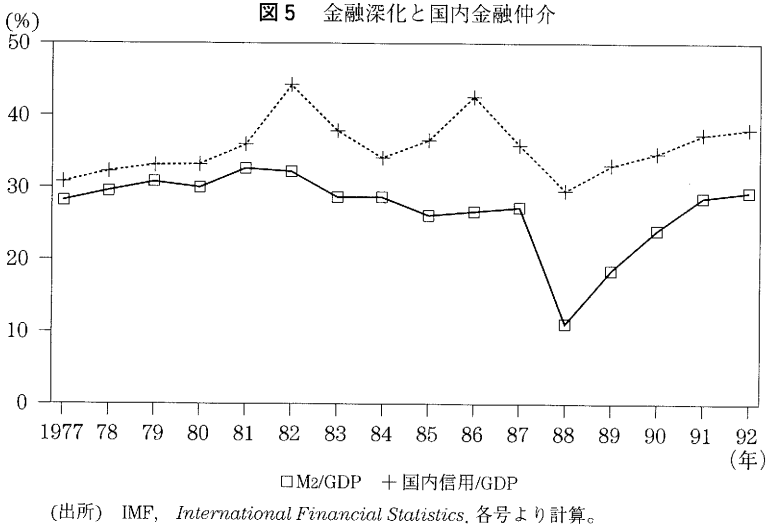
て開発金融の非効率性を除去すべく再編・合理化を開始し、8行の開発銀行が7行に、22の開発ファンド・トラストを9行に整理した。開発銀行の貸出金利はCETESレートにリンクしており、信用補助金は農家、中小企業を除いて大幅に減じられた<sup>(18)</sup>。

## 2. 国内金融仲介の推移

図5は金融深化( $M_2/GDP$ )と国内金融仲介比率(国内信用/GDP)の推移を示したものである。1977年から81年にかけて $M_2/GDP$ 比率は28%から33%へとやや上昇傾向で推移しているが、82年以降は低下基調で88年には11%の水準まで落ち込んでいる。1987、88年のインフレの高進が預金金利の上昇にもかかわらず、実質預金金利を大きくマイナスへ転じさせたためである。その後インフレの低下で実質預金金利がプラスとなったことにより $M_2$ の対GDP比率は回復し、1992年には29%となっている。これは債務危機後の財政赤字の国内的ファイナンスへの移行によってメキシコの金融市場が歪められたため、金融深化が停止し、金融自由化の推進で最近になってようやく債務危機以前の水準にまで戻ったことを意味している。

国内金融市場を通じる金融仲介の動向をみると、1981年から88年にかけて2つの山型をつくっている。金融仲介比率が1988年に大きく低下していることは金融深化の推移と同じであるが、82年の44.39%、86年の42.70%と金融仲介比率が高まっている。1982年と86年は、政府が国内信用を通じての公的ファイナンスを特に増加させた年にあたる(図6)。1983年から88年にかけて民間部門への国内信用の比率が10から11%水準で停滞していることから、公的ファイナンスが民間の資金需要をクラウディング・アウトしていることが読み取れる。1988年を境に金融仲介比率が上昇に転じているのは民間部門への国内信用の増加によるもので、金融自由化の効果を示している。





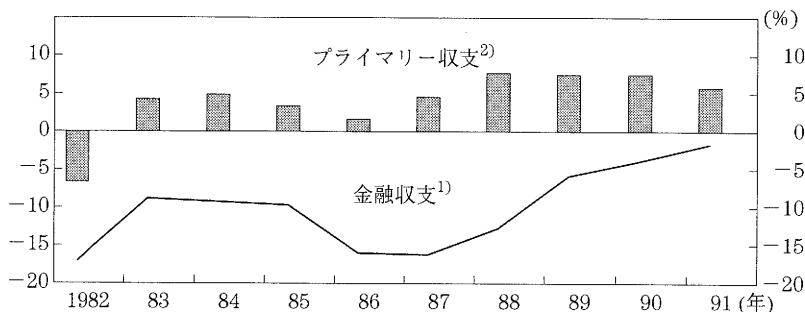
## おわりに

1980年代メキシコで行われた構造改革のなかで、金融自由化は最後に着手され1988年にスタートした。この年はマクロ経済的不安定性が最も高まり、経済連帯協定の締結（1987年12月）のもとで、物価、賃金の凍結を含む所得政策が実施された年でもあった。その後の推移をみる限り、インフレは急速に収まり、経済成長率も回復に向かうなど明るい兆しがみえてきている。インフレ収束によるプラスの実質金利と準備要求の廃止や金利規制の緩和などの金融自由化措置によって、国内金融仲介の回復効果も著しいものがある。特に、公共部門の資金調達によって圧迫されてきた国内金融市場では、民間部門向けの貸出が大幅にシェアを伸ばしている。

巨額の財政赤字をかかえ、その資金調達が国内金融市場を抑圧している国において、金融自由化を成功裡に導くためには、何よりもまず財政規律の回復が求められる。メキシコの財政収支の変化をみると（図7）、金融収支（総収入－総支出）の赤字は1986、87年と一時債務危機の水準に戻ったものの、88年以降急速に減少し、91年にはほぼ均衡に近い水準にまで達している。財政部門の金融収支の改善があって初めて国内金融市場の金融自由化が効果的に実施されるのである。プライマリー収支（金融収支－債務利払い：財政部門の自主的努力の指標）では、1982年のマイナス7.6%（対GDP比）から83年には黒字に転じ、87年以降5%を超える水準の黒字を保っている。

債務危機によるデット・サービス・ショックで公共部門が迫られた財政赤字の国内的ファイナンスは、まず中央銀行の通貨発行による資金調達に向かい、続いて銀行部門からの借入、そして政府証券市場の育成によって大衆からの借入へと移行してきた。最もインフレ圧力の強い資金調達手段から低い手段への脱却の準備が整わない限り、金融自由化措置の実質的效果を期待することは難しい。金融規制が財政赤字ファイナンス方法と密接に結びついて行われていたからである。その意味において金融自由化は財政政策、特に赤

図7 財政収支：対GDP比



(出所) OECD [1992], p.38.

(注) 1) 金融収支 = 総収支 - 総支出

2) プライマリー収支 = 金融収支 - 債務利払い

字ファイナンス手段と整合性を保ちつつ進められていくべきものである。メキシコの金融自由化が構造改革のなかで遅れて実施されたのは、財政分野の改善が前提条件となったからである。

公的国内債務は、財政収支改善のみならず、民営化による収益を債務返済に充てたり、インフレ、金利の低下を利用して借り換えによるコスト削減を行うなどの努力によって、1988年の対GDP比29.2%から91年末の17.5%へと減少している。財政面からのインフレ圧力が是正された段階で、今後懸念されるのは対外資本流入に対するマクロ経済安定化の舵取りである。債務危機以前の銀行借入主体の資本流入と異なり、1989年以降の資本流入は株式や政府証券中心のポートフォリオ投資や直接投資などの非債務性の資金である。マクロ・バランスからみると、資本の流入によって民間投資が活発化する一方で、国内貯蓄は減少傾向を示し、民間部門の貯蓄・投資バランスの不均衡が拡大してきている。この民間部門の貯蓄・投資バランスを背景に、貿易自由化、NAFTA発効の影響で経常収支赤字が1990年以降急増してきている。資本流入による実質為替レートの上昇が今後経常収支不均衡の拡大に拍車をかけた場合、逃げ足の速い市場性資金が中心であるだけに、メキシコ経済は金融自由化のなかでその脆弱性を増していくことになる。適切な為替政策を含むマクロ経済の安定化が一層求められることになる。

## [注]

- (1) PSEの政策と経済状況については、Banamex. 各号参照。
- (2) ショックプログラムは1985年以降アルゼンチン、ボリビア、イスラエル等で導入されるようになってきた。ショックプログラムの詳細については、Dornbusch & Simonsen [1987] および Blejer & Cheasty [1988] 参照。
- (3) ここでは Bruno [1993] の簡略な銀行制度モデルを用いて、メキシコ政府が銀行部門から行った財政赤字ファイナンスのマクロ経済への効果を分析することを目的としている。
- (4) 中央銀行もまた公共部門に含まれるので、対外債務から対外純資産額は控除される。
- (5) 金融抑圧の原因としてのシーニョレージ (seigniorage) の分析については、Cottani & Cavallo [1993] が詳しい。
- (6) 銀行の閉鎖・合併により、60の銀行 (ユニバーサル・バンク35行、預金銀行10行、ファイナンス・カンパニー9、その他6) が1983年には29行に、85年には19行、92年5月時点で18行となった。このうち民間銀行は15行、国営銀行が3行である。World Bank [1988], p.108, OECD [1992], pp. 170, 239参照。
- (7) 民間部門の保有が認められた株式は議決権のない株式 (クラスB) で、政府のみが議決権付き株式 (クラスA) を保有することができた。World Bank [1988], p. 108 参照。
- (8) 1988年6月時点、預金は総負債額の8.6%、海外からの借入が67.0%で、貸付は総資産額の75.2%、うち公共部門向けが84.4%であった。World Bank [1988], pp. 119, 120参照。
- (9) 銀行部門への高率の準備要求とインフレーション・タックスの分析については、McKinnon [1991], pp. 55-65が詳しい。
- (10) “captación” とは、国内通貨建ての要求払い預金、貯蓄預金、定期預金を各期間別に区分した預金の加重平均である。通常海外支店の外貨預金は除かれる。World Bank [1988], p. 110参照。
- (11) 貨幣を印刷しそれを使用することによって政府が手に入れる実質生産物をシーニョレージという。貨幣の増発はインフレをもたらすが、このインフレは、保有貨幣の実質的価値を損なうものである。このような、貨幣保有者が負担する“インフレ税”は、政府が貨幣印刷によって得る実質的な資源に相当するものである。(P.R. クルグマン, M. オブズフェルド著 石井菜穂子・浦田秀次郎他訳『国際経済：理論と政策』(Ⅱ国際マクロ経済学) 新世社 1990年 798ページ参照)。
- (12) 経済発展における金融部門の果たす役割に注目した先駆的業績として、McKinnon [1973] と Shaw [1973] の研究がある。これらの研究では、金融深化 (対立概念としての金融抑圧) といった概念が提示され分析が進められている。金融抑圧の指標については、Shaw [1973], pp. 7-9参照。

- (13) 金融規制が金融抑圧をもたらす状況としての、財政赤字、シーニョレッジ、そしてインフレの問題については、Fry [1988], pp. 13-16とCottani & Cavallo [1993], pp. 39-48が詳しい。
- (14) その後の資本規制については、1985年に外国金融機関のメキシコ銀行におけるペソ勘定に関する規制が導入され、外為市場における外国銀行の投機を減少させ、為替レートのボラティリティ（不安定性）を減少させた。1991年までには、大半の残存資本規制が廃止され、外国金融機関の参入に関する規制が残っているだけである。OECD [1992], p. 174参照。
- (15) 複数为替レート制の分析については、Dornbusch & Kuenzler [1993], pp. 91-126が詳しい。
- (16) 新経済計画発表前の1987年12月14日、統制レートは18%切下げられ、統制レートと自由レート間のスプレッドも1.5%に減じられた。1989年1月に導入されたクローリング・ベッグでは、当初1日1ペソ（対ドル）の切下げであったが、その後1日0.4ペソになり、91年11月時点で1日0.2ペソと切下げ率は低下している。OECD [1992], pp. 49, 51参照。
- (17) 1980年代後半に導入された各種政府証券の特徴と詳細については、OECD [1992], p. 232参照。
- (18) 開発銀行については、World Bank [1988], pp. 42-46, 119-123が詳しい。また、開発金融機関の制度改革については、OECD [1992], pp. 176-177参照。

### 【参考文献】

- Banamex (Banco Nacional de Mexico), *Review of the Economic Situation of Mexico*. various issues.
- Blejer, M. I. and A. Cheasty [1988], "High Inflation, Heterodox Stabilization, and Fiscal Policy," *World Development*. Vol.16, No.8, August, pp.867-881.
- Bruno, M. [1993], "Monetary Policy Rules for a Small, Open Economy," in Dornbusch [1993].
- Cottani, J. and D. Cavallo [1993], "Financial Reform and Liberalization," in Dornbusch [1993].
- Dornbusch, R., ed. [1993], *Policymaking in the Open Economy: Concepts and Case Studies in Economic Performance*. New York: Oxford University Press.
- Dornbusch, R. and L.T. Kuenzler [1993], "Exchange Rate Policy: Options and Issues," in Dornbusch [1993].

- Dornbusch, R. and A. Reynoso [1993], "Financial Factors in Economic Development," in Dornbusch [1993].
- Dornbusch, R. and M.H. Simonsen [1987], "Inflation Stabilization with Incomes Policy Supports: A Review of the Experience in Argentina, Brazil and Israel," *NBER Working Paper*. No. 2153, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Fry, M. J. [1988], *Money, Interest, and Banking in Economic Development*. Baltimore and London: Johns Hopkins University Press.
- Germidis, D., D. Kessler and R. Meghir [1991], *Financial Systems and Development: What Role for the Formal and Informal Financial Sectors?* Paris: OECD.
- McKinnon, R. I. [1973], *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D. C.: Brookings Institution.
- McKinnon, R. I. [1991], *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Baltimore and London: Johns Hopkins University Press.
- Morgan Guaranty Trust Company of New York [1986], "Growth and Financial Market Reform in Latin America," *World Financial Markets*. April/May.
- OECD [1992], *OECD Economic Surveys: Mexico 1991/1992*. Paris.
- Ramirez, M. D. [1986], "Mexico's Development Experience, 1950-85: Lessons and Future Prospects," *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*. Vol. 28, No.2, Summer, pp. 39-65.
- Ramirez, R. [1987], "Policy and Political Implication of Foreign Indebtedness in Mexico," *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*. Vol. 29, No. 4, Winter, pp. 147-155.
- Ros, J. [1987], "Mexico from the Oil Boom to the Debt Crisis: An Analysis of Policy Responses to External Shocks, 1978-85," in Thorp and Whitehead [1987].
- Shaw, E. [1973], *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Smith, G.W. and J.T. Cuddington [1985], *International Debt and the Developing Countries*. Washington, D.C.: World Bank.
- Solis, L. and E. Zedillo [1985], "The Foreign Debt of Mexico," in Smith and Cuddington [1985].
- Thorp, R. and L. Whitehead [1987], *Latin American Debt and the Adjustment Crisis*. London: Macmillan Press.
- World Bank [1988], *Mexico: Towards Growth, Structural Reform and Macroeconomic Stability in Mexico*. Two Vols., Report No. 7525-ME., Dec. 6.
- Zedillo, E. [1986], "Mexico's Recent Balance-of-Payments Experience and Prospects for Growth," *World Development*. Vol. 14, No. 8, August, pp. 963-991.