

第8章

ラテンアメリカの経済と金融

はじめに

マクロ経済モデルによる途上国経済の分析に果たしたマッキノンとショーの2人の貢献の大きさは、いくら強調してもしすぎることはない。ともに1973年に出版された著書のなかで主張した経済自由化の提言は、最近のIMF、世界銀行のエコノミストの大方の意見にもなっている。また、実際の途上国で採用される経済政策にも大きな影響を与えている。

マッキノンとショーは、全般的な経済自由化によって経済発展が実現することを主張する。途上国は経済力が弱いから民間主体の活動だけでは他国の経済力に屈服せざるを得ない。そこで、政府が介入することによって経済発展を促すというのが従来の途上国の姿であった。本章でもみるとおり、途上国経済における政府活動は現在でもかなりの大きさである。マッキノン＝ショーはこのような現状に反対意見を述べ、政府介入は当初の意図とは逆に、民間主体の自由な活動を妨げることによって、経済発展を抑制すると主張したのである。

とくに彼らが強調するのは金融取引への政府の介入の弊害である。金利の上限規制を代表とする政府介入は、抑圧された金融 (financial repression) の状態を生んでいる。価格機構が順調に作動しさえすれば経済が最適な経路をたどるはずなのに、政府が金利規制、法定準備率規制などなんらかの形で価格機構を妨害して経済発展がうまくいかないというのである。金利は相対価

格の一種である。そこで、金利規制は価格機構の動きに対する直接的な介入ということになり、市場機構に信頼を寄せるマッキノン＝ショーが嫌ったのも自然なことである。

もっとも、マッキノンとショーでは経済自由化という主張は共通するにしても、論旨の細部はさまざまに異なる。本章でマッキノン＝ショー仮説という言葉を用いるときには、以下で示すマッキノンの著作で要約されている命題を指すことにする⁽¹⁾。

マッキノン自身は明確にはしていないが、途上国の政府が第1に掲げるべき政策目標は経済成長率を高めることである。本章の第1節でもみるように、途上国の1人当たりGNPはきわめて低い。そこで、途上国の政府にとっては経済成長をいかにして実現するかということが緊急の課題になる。

この問題を考えるにあたって、マッキノンは次の3つの事実を定型化されたものとして議論を始める。より端的にいうと、この3つの命題こそマッキノン＝ショー仮説の本質である。

命題1 実質金利と金融連関比率は正の相関を示す。

命題2 金融連関比率と経済成長率は正の相関にある。

命題3 為替相場の変動率と経済成長率は負の相関を示す。

つまり、経済成長率を高めるためには大きく2つの方法があることになる。第1は実質金利を高めめに誘導することによって金融連関比率を高めることである。第2は為替相場の変動率を抑える政策である。

ところが、マッキノンとショーによれば、抑圧された金融の状態では、実質金利が負になるうえに、為替相場の変動も激しくなる。だから、抑圧された金融の状態にある国が経済成長率を高めるためには、金融の自由化を行うことによって金融市場を抑圧から解放する必要があるというのである。

もっとも、金融自由化によって実質金利が正の方向へ動くこと、および為替相場の変動が縮小するということをマッキノンは証明していない。また、金融市場への政府介入があるときに、必ずその国が抑圧された金融の状態であると主張しているわけでもない。たとえば、高度成長期の日本のように、

名目金利に関しては強力な当局の介入があつたにもかかわらず、実質金利がマイナスになることがなかったケースがある。名目金利を低めに抑えても、一方でインフレ抑制に力を入れれば実質金利はそれほど低い水準にはならない。マッキノンが明確に示すことができているのは、実質金利、為替相場と経済成長率との間の相関関係だけである。

しかし、この相関関係自体も定型化された事実と言いきれるものではない。マッキノンはこの主張を示すために、ゲルプ⁽²⁾の次の推計を根拠としてあげている⁽³⁾。

$$DYY = -0.12 + 0.2RR - 0.02SHIFT \quad R^2 = 0.45 \quad \dots(1)$$

(-2.5) (5.2) (-3.4)

経済成長率 (DYY) を実質金利 (RR) で回帰したところ、有意な係数が決定されている。決定係数は0.45というきわめて低い水準であるが、国によって非常に特異な構造を備えている途上国を研究対象とするときには、すべての国に共通するような普遍的な命題を導くことは困難である。決定係数が高くなくても、傾向として実質金利と経済成長率との間に正の相関があるらしいということが分かるだけでも貴重な教訓である。その意味ではゲルプの計測結果は一概に否定することはできない。むしろ、重要な観察事実として受けとめるべきであろう。

しかし、個別国、個別地域の研究をするときにはこの観察事実にこだわることはかえって危険である。決定係数が0.45であることは、平均からはずれた国が数多くあることを示唆する。研究対象としている国が平均的な途上国の特徴を備えていると想定してよいかどうかをチェックする必要がある。

本章は1980年代のラテンアメリカの経済を概観し、3つの命題に要約されたマッキノン＝ショー仮説が実際にも観察されるかを確認することを目的とする。まず第1節でラテンアメリカのマクロ経済の現状を把握する。1人当たりGNP、経済成長率、インフレ率の大きさを確認し、さらに経済全体の金融活動に対して政府部門の比重が非常に大きいこともみる。第2節ではマッ

キノンの著作で行われている分析手続きをそのまま踏襲することによって、マッキノン=ショー仮説がラテンアメリカ諸国にも妥当するかどうかを調べる。同時にラテンアメリカ諸国の金融市場の実態をみる。

全体を通じて本章は現状把握の作業を主たる目的とし、データに依存した分析に徹する。具体的には、ラテンアメリカ諸国のなかからアルゼンチン、ボリビア、ブラジル、チリ、コロンビア、エクアドル、メキシコ、ペルー、ウルグアイ、ベネズエラの10カ国を分析対象として選択し、これら諸国のデータからどのような結論を引き出すことができるかを考える。

第1節 マクロ経済の現状

1. 経済成長率

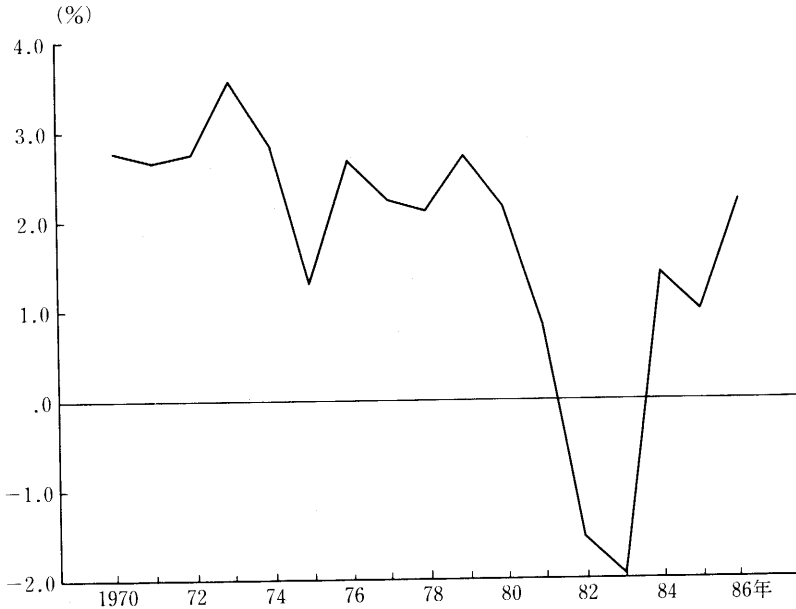
ラテンアメリカの1980年代はまさに「失われた10年間」であった。

同じラテンアメリカ地域に位置しているといっても、国によって経済の状況は千差万別であるが、ひとつだけ共通する現象がある。1980年代初頭の急速な経済成長率の低下である。10カ国の平均成長率の動きがこのことを端的に表している（第1図）。

いうまでもなく1980年代初頭の成長率の急激な低下は、いわゆる累積債務問題と結びついている。世界開発報告では世界中の国々を石油輸出国、重債務中所得国、OECD加盟国の3つにグループ分けしている。ここで問題にする10カ国は1989年時点ではすべて重債務中所得国に属しており、90年以降もコロンビアがはずれるだけで大きな変更はおきていない。しかも、よく知られているように累積債務問題は1980年代の初頭に深刻さを増し、デフォルトを引き起こすまでに至った。その結果、後になって回復はしているものの、GNP水準が1980年代初頭に急速に減少しているのである。

このことは1人当たりGNPをみることによっても同様に確認できる。1980

第1図 ラテンアメリカ10カ国の平均経済成長率



(出所) Morris, Felipe; M. Dorfman; J. Pedro Ortiz; M.C. Franco, "Latin America's Banking Systems in the 1980s," World Bank Discussion Papers No. 81, ワシントンD.C., 1990年より作成。

年代の1人当たりGNPを日米と比較してみよう (第1表)。

日米ではごくわずかな例外年を除けば着実に1人当たりGNPが増大し続けているのに対し、ラテンアメリカ諸国では逆にむしろ低下傾向をたどっている。とりわけこの減少が極端なのはベネズエラである。1980年時点で3360ドルあったのが89年には2360ドルにまで減少してしまっている。この2つの時点で比較したときに増大が見られるのはチリとコロンビアだけである。しかも9年かけてそれぞれ7.9%、5.6%しか増大していない。

日本やアメリカと比べるといずれの国も1人当たりGNPがおおよそ10分の1ほどの低水準であり、1989年時点でみると、すべての国の合計額ですら日米に及ばない。ボリビアを除けば4桁の数字であるが、日米との比較では10カ国ともにきわめて低水準にある。

第1表 1人当たりGNP

(単位：ドル)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
アルゼンチン	2,950	2,710	2,420	2,460	2,510	2,360	2,470	2,450	2,360	2,210
ボリビア	870	850	770	700	690	630	600	590	570	580
ブラジル	2,060	1,890	1,830	1,720	1,780	1,890	2,040	2,070	2,030	2,080
チリ	1,510	1,500	1,200	1,190	1,170	1,200	1,260	1,390	1,520	1,630
コロンビア	1,070	1,050	1,030	1,030	1,040	1,040	1,110	1,100	1,080	1,130
エクアドル	1,330	1,310	1,240	1,180	1,170	1,180	1,070	1,000	1,060	1,050
メキシコ	1,920	2,050	1,960	1,740	1,780	1,790	1,590	1,620	1,630	1,670
ペルー	1,350	1,360	1,330	1,120	1,140	1,120	1,200	1,300	1,130	1,000
ウルグアイ	2,670	2,720	2,410	2,150	2,040	2,020	2,290	2,450	2,460	2,520
ベネズエラ	3,360	3,330	3,010	2,770	2,970	2,790	2,480	2,550	2,520	2,360
アメリカ	16,340	16,520	16,000	16,470	17,420	17,820	18,160	18,560	19,180	19,620
日本	15,410	15,820	16,190	16,580	17,220	17,970	18,860	19,550	20,590	21,350

(出所) World Bank, *World Tables 1991*, ワシントンD.C., 1991年。

もっとも、世界開発報告における分類では、ラテンアメリカ諸国は1人当たりGNPでみるかぎりではそれほど深刻な貧困にあえいでいるわけではない。この報告では世界の国々を低所得国、中所得国、高所得国の3つに大きく分類しており、さらに中所得国が下位中所得国、上位中所得国の2つに分けられている。本章でとりあげる10カ国はすべて中所得国であり、アルゼンチン、ウルグアイ、ベネズエラの3カ国は上位中所得国である。高所得国には分類されていないという意味ではラテンアメリカ諸国は開発途上にあるということはできるが、経済が深刻な苦境にあるということを1人当たりGNPの絶対水準だけからは判断できない。

しかし、高所得国に比べて低いからというだけでなく、ほとんど上昇傾向がみられないという点でラテンアメリカはやはり経済危機にあるといっていよい。しかも1980年代初頭には減少しているのである。この経済停滞からいかにして脱却するかがラテンアメリカ諸国の政府にとって緊急の課題である。

2. インフレーション率

以下の分析でも示すように、ラテンアメリカがこのような経済危機に陥っている最大の原因は高率のインフレーションである。よく知られているように、第1次大戦後のドイツ、第2次大戦後のハンガリーのインフレーションはすさまじいものであったが、どちらも戦争による混乱期である。それに対して、1980年代のラテンアメリカ諸国のハイパーインフレーションは、累積債務問題の進行時期には一致してはいたものの、戦争、天災などの外生ショックがとくにない時期に生じたものという意味で独特である（第2表）。

とくにボリビアでは年率1万%以上というまさに天文学的な数字のインフレーションが生じている。瞬間的には1985年第1四半期に年率12万%以上の激しさであった。同じ率でインフレーションが続いていけば、同じものを買うのに1年後には1000倍以上の値段がついていることになる。ボリビアに比べるとそれほどではないにしても、その他9カ国でも激しいインフレーション

第2表 インフレーション率

(%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
アルゼンチン	100.8	104.0	165.2	344.2	626.7	672.2	90.1	131.3
ボリビア	47.2	29.0	132.6	269.0	1,281.6	11,980.0	276.4	14.6
ブラジル	82.3	106.0	97.6	141.8	197.2	226.8	145.2	229.7
チリ	35.1	19.7	9.9	27.3	19.8	30.7	19.5	19.9
コロンビア	25.9	27.5	24.5	19.8	16.1	24.0	18.9	23.3
エクアドル	13.0	16.4	16.2	48.4	31.3	28.0	23.0	29.5
メキシコ	26.4	28.0	58.6	102.0	65.6	57.7	86.3	131.8
ペルー	59.2	75.4	64.4	111.2	110.2	163.4	77.9	85.9
ウルグアイ	63.4	34.0	19.0	49.2	55.3	72.2	76.4	63.6
ベネズエラ	21.6	16.0	9.7	6.3	12.2	11.4	11.6	28.0

(出所) Morris, Felipe; Mark Dorfman; Jose Pedro Ortiz; Maria Claudia Franco, "Latin America's Banking Systems in the 1980s," World Bank Discussion Papers No. 81, ワシントンD.C., 1990年。

ションが生じている。ごくわずかな例外を除いていずれの国でも2桁台のインフレーションが続いている。

ラテンアメリカ諸国は高インフレ、低成長という典型的な経済危機の渦中にある。

3. 政府部門の大きさ

政府部門の経済活動の比重が大きいことはほとんどの途上国に共通する。ここではラテンアメリカ諸国においても、政府・中央銀行が金融市場で大きな役割を果たしていることを確認する。

まず、中央銀行の活動の比重が非常に大きいことをみるために、中央銀行資産の対GDP比をみよう(第3表)。M2を用いたときの金融連関比率(第4表)と比較すると、中央銀行資産がいかに大きなものであるかが分かる。

政府の財政赤字が巨額であることも、金融市場の正常な発展の妨げになっている。いま考察の対象になっている10カ国では1980年代には慢性的に財政赤字の状態が続いている。

政府活動が大きくなることは、価格機構を攪乱することによって資源配分

第3表 中央銀行資産対GDP比

(%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
アルゼンチン	23.3	31.7	64.8	71.3	63.3	32.8	36.1	
ボリビア	55.2	59.7	85.0	80.3	82.8	109.5	66.4	72.9
ブラジル	33.5	31.2	27.1	26.5	30.4	32.2		
チリ	56.9	49.0	62.0	89.0	128.9			
コロンビア	38.1	38.3	35.7	32.7	30.1			
エクアドル	34.9	35.0	32.2	50.0	61.6	61.6	57.8	46.2
メキシコ	29.1	29.8	37.7	37.8	34.7	31.6	32.7	30.5
ペルー	45.5	38.8	37.3	49.3	54.3	48.2	41.1	
ウルグアイ	20.6	20.0	50.3	79.2	109.2	109.3	108.7	123.7
ベネズエラ	28.6	26.6	32.5	37.2	39.6	45.6	44.3	36.8

(出所) 第2表に同じ。

第4表 M2/GDP

(%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
アルゼンチン	22.6	22.2	18.5	16.1	13.4	11.5	16.3	16.8
ボリビア	15.5	17.1	15.3	12.1	9.9	5.3	8.4	
ブラジル	13.1	12.8	12.3	11.0	11.0	11.6	13.2	10.5
チリ	15.0	20.0	25.0	19.9	18.3	17.6	17.9	19.2
コロンビア	22.9	25.8	26.8	28.0	28.1	28.3	27.5	27.0
エクアドル	19.3	18.6	18.3	17.1	16.5	18.6	20.9	15.5
メキシコ	23.6	25.7	26.4	23.9	24.2	23.3	24.3	22.6
ペルー	12.7	12.7	12.5	11.6	10.0	9.9	12.0	12.8
ウルグアイ	20.3	22.4	25.2	20.3	17.3	16.6	15.8	14.7
ベネズエラ	31.5	34.1	37.3	41.9	41.6	39.8	42.3	35.2

(出所) 第2表に同じ。

の効率性を妨げる。また、財政支出が経常収入でファイナンスしきれないほど拡大するときには、貨幣発行が必要となる。これはインフレーションの原因となる。事実、この地域のなかでも群を抜いて激しかったボリビアのインフレーションも、財政赤字の大きさだけでかなり説明できる。1982年第1四半期から84年第4四半期までのインフレーションの進展期のデータからは、インフレーション率と財政赤字額との間の相関係数は0.97513という結果がでている。

インフレーションがラテンアメリカの経済危機の主要な原因になっていることは、多くの論者によって主張されている。この点は本章の以下での分析でも確認されることである。インフレーションの第1の原因が財政赤字であるとしたら、ラテンアメリカ諸国がまず取り組むべきは財政赤字の削減ということになる⁽⁴⁾。

第2節 マッキノン＝ショー仮説とラテンアメリカ

1. 実質金利と金融連関比率

まずマッキノン＝ショーの第1命題についてみよう。実質金利と金融連関比率には正の相関があるのだろうか。ラテンアメリカ諸国の経済データの整備状況はきわめて悪く、年次データしか利用できない。そこで、10カ国のデータをプーリングして、金融連関比率を実質預金金利に対して回帰した。このとき、個別国の独自要因を考慮するために国別ダミーを導入し、次の計測結果を得た。

$$M2/GDP = 0.035RR + \sum \alpha_i \text{ dummy}_i \quad R^2 = 0.87 \quad \dots\dots(2)$$

(1.69)

右辺の dummy_i は国別ダミーの項であり、 α_i はその係数である。

決定係数はまずまずの大きさであるが、実質金利 RR の係数の t 値はきわめて低い。金融連関比率と実質金利の間には有意な関係を認めることはできない。

次にインフレ率 (p_i) を回帰式に追加する。実質金利の係数の t 値が低くなるのに対して、インフレ率の係数の t 値が割合大きく検出されることが分かった。

$$M2/GDP = 0.015RR - 0.006p_i + \sum \alpha_i \text{ dummy}_i \quad R^2 = 0.87 \quad \dots\dots(3)$$

(0.66) (-1.99)

最後にインフレ率だけで金融連関比率を回帰するとより結果がよくなることが確かめられた。

$$M2/GDP = -0.006p_i + \sum \alpha_i \text{ dummy}_i \quad R^2 = 0.87 \quad \dots\dots(4)$$

(-2.57)

以上の結果から、金融連関比率はインフレ率と密接な関係にあることが分かった。インフレ率が上昇するほど金融連関比率が減少する。ラテンアメリカ諸国の政府当局は実質金利よりも、インフレ率を指標とすることによって金融調節を行うべきである。

マッキノン⁵⁾は金融連関比率として $M3/GDP$ を採用した次の回帰式を参照している⁶⁾。

$$M2/GDP = c + 0.251RR + 0.0002GNPPE - 0.141p_i + 0.099SHIFT$$

$$(1.13) \quad (5.92) \quad (-3.36) \quad (3.31)$$

$$R^2 = 0.416 \quad \dots\dots(5)$$

この式でも実質金利の説明力は弱く、インフレ率の t 値が高い。マッキノンはこのことから名目金利を上昇させることによって実質金利を高めに誘導させるのではなく、同じことをインフレ率の引下げによって達成すべきという主張を導いている。(3)式の結果はマッキノンと同じ結論ということになる⁶⁾。しかも、ラテンアメリカ内部の相対的に経済構造、環境が似通った諸国からデータを集めているということからか、グループに比べて決定係数がはるかに高い。

上の計測式では定期預金の実質金利だけをみたが、マネーサプライは定期預金だけから構成されるわけではない。ところが、インフレ率はマネーサプライを構成するすべての資産の実質金利と関係する。あらゆる資産の実質金利はその名目金利からインフレ率を差し引くことによって計算される。金融連関比率とインフレ率との相関が強いのも当然のことである。

2. 金融連関比率と経済成長率

実質金利と金融連関比率との間には直接の関係はないが、インフレ率と金融連関比率との間の相関が観察されたことによって、マッキノン＝ショーの第1命題を間接的に確かめることができた。しかし、そのことは金融連関比

率と経済成長率との間の相関を主張する第2命題を保証するわけではない。実際、経済成長率を金融連関比率に対して回帰したところ、次のような結果を得た。

$$DYY = -0.344M2/GDP + \sum \alpha_i \text{ dummy}_i \quad R^2 = 0.023 \quad \dots\dots(6)$$

(-1.71)

決定係数が小さいうえに金融連関比率の係数のt値も悪い。そこで、第2命題はラテンアメリカ諸国についてはあてはまらない。

個別国の独自性が強く働くとも考えられるので、念のために各国の経済成長率と金融連関比率との相関係数を調べた(第5表)。

ほとんどの国で金融連関比率の上昇は経済成長率の向上に結び付いていない。例外的にチリ、エクアドル、ウルグアイの係数は比較的高い。もっとも、自由度が非常に小さいので、2変数の間には相関がないという命題を帰無仮説としてt検定を行ったところ、チリについては95%水準で、エクアドル、ウルグアイについては90%水準で帰無仮説が棄却された。経済危機下の8年間といういわば異常な時期に観察されたデータを使ったとはいえ、この3国

第5表 経済成長率と金融連関
比率との間の相関係数

	相関係数
アルゼンチン	-0.2030
ボリビア	0.0067
ブラジル	0.2393
チリ	-0.8798
コロンビア	-0.1347
エクアドル	0.6463
メキシコ	0.0504
ペルー	0.1214
ウルグアイ	-0.6365
ベネズエラ	0.0140

(出所) 第2表に同じ(データを用いて計算)。

については経済成長率と金融連関比率との間に相関があると結論することができるだろう。

ところが、チリ、ウルグアイのデータでみつかった金融連関比率と経済成長率との間の相関は、マッキノンの第2命題とは矛盾する。ともに負の相関が検出されている。

マッキノンの議論はラテンアメリカについてみるかぎりあてはまりそうもない。原因は何なのであろうか。ここでは可能性を3つ指摘したい。

第1に、金融連関比率は金融資産総額のGDP比として定義されている。金融連関比率は金融資産の蓄積が進むことによっても高まるが、GDPの減少によっても同様に上昇する可能性がある。金融面ではさほどの後退もせず、実体経済で景気後退が起きているときには金融連関比率は上昇する。そこで、この2つの変数間には負の相関が生じる可能性がある。

第2に、金融資産の蓄積が生じたとしても、それが他の資産からの代替によってのみ生じているのだとしたら、経済成長に対しては効果をもつはずがない。ワインバーゲンをはじめとする新構造主義者は、途上国における未組織金融市場の発達に注意すべきことを強く主張している。貯蓄が投資に結び付けられる仲介経路は銀行以外にもあるのである。いままでの分析では金融連関比率を貨幣流通量M2の対GDP比として定義した。ここのM2の増大は、総貯蓄の増大によっても生じるが、総貯蓄は一定のままで未組織金融市場に流れていた資金が銀行市場へ代替されるだけでも起き得る。経済成長率が上昇するためには投資の増大が前提となるが、投資が実行可能になるためにはまず貯蓄が必要である。ところが、金融資産の増大は貯蓄の増大と同値ではない。資金仲介の経路が変わるだけでは、マクロ経済に何の影響もない⁷⁾。

第3に、いままで生産的投資に向かっていなかった資金、すなわちタンス預金などの形で保蔵されていた資金が新たに金融資産の蓄積に当てられるようになったとしても、金融市場がそれを効率的に配分するとはかぎらない。金融機関が営業努力を怠っているときには、不良債権ばかりが増大し、優良企業への貸出が行われなくなることがある。せっかくの貯蓄資金が生産的な

投資に使われるとはかぎらない。

マッキノン は自由化が経済成長率を上昇させる原因として技術進歩が重要であるとしている。経済成長率の上昇に対する技術進歩の貢献は、資金量の増大による効果よりもはるかに大きいと主張する。ところが、金融機関の融資が短期性のものに限定されているときには、長期的な視野での投資は行われにくい。技術進歩も起きにくくなる。

ラテンアメリカ諸国の金融市場では、短期取引が全金融取引の大半を占める。生産性の向上は長期の視野から行われる投資によってのみ可能である。ところが、ラテンアメリカでは、長期投資を可能にするような長期の資金取引がきわめて限られている。資金が金融市場に流れ込んできても、それを生産的投資に結び付けるメカニズムは整備されていない。

金融機関の保有資産の構成をみるとこのことが明瞭に分かる(第6表)。中央銀行を除く全金融機関が次のように資産を保有している⁽⁸⁾。

商業銀行の資産が全金融資産に占める割合が大きいことは、短期取引が多いことを意味している⁽⁹⁾。パルー、メキシコを除くすべての国で商業銀行資産

第6表 金融資産の構成比

(%)

	民間商業銀行	公的商業銀行	その他短期	その他長期
アルゼンチン	38.4	37.6	1.3	22.6
ブラジル	13.0	38.6	0.7	47.7
ポリビア	58.5	13.2		28.3
チリ	69.3	17.5	0.8	12.4
コロンビア	21.6	34.8	7.0	36.6
エクアドル	37.7	55.8		6.5
メキシコ	0.2	46.4	1.3	53.4
ペルー	16.0	18.0		66.1
ウルグアイ	33.3	59.0	7.8	
ベネズエラ	58.4	13.3	14.2	14.1

(注) 中央銀行資産は除く。その他短期には消費者信用、企業への短期貸出、信用組合など、その他長期には開発金融機関、貯蓄貸付組合、年金基金保険会社、投資信託、投資銀行などが含まれる。

(出所) 第2表に同じ。

が50%以上を占め、エクアドルに至っては9割以上にも達している。

しかも公的商業銀行の比率も大きい。公営企業の生産性の低さが途上国の経済開発を考えると大きな問題になっていることはよく知られている。公的銀行もまったく同様である。営業活動をするインセンティブが低いうえに、貸出先が公営企業に集中することが多いので、公的銀行の比重が多いことはそれだけで、経済成長にとっては問題がある。仮に金融連関比率が上昇したとしても、公的銀行へ資金が集まったことによるのでは経済成長率の上昇には結び付かない。

不良貸出の多さも金融システムと実体経済との間がうまく結び付いていない現状をよく反映している(第7表)。

会計制度の違いから国によって不良貸出の定義が異なるためにばらつきがあるが、いずれの国においてもかなりの不良貸出があることが分かる。1980年代初頭には経済危機があったため、とくに増加が激しい。

金融連関比率の上昇が経済成長率を増大させることを主張するマッキンシ=ショーの第2命題は、ラテンアメリカ諸国については観察できなかった。その背景には金融市場に資金が流入しても、短期性の資金であるために生産的投資に結び付かないこと、および、不良貸出として多くが使われてしまい、

第7表 不良貸出/総貸出比

(%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
アルゼンチン				16.9	29.1	30.3	24.6	25.1
ブラジル		0.9	1.1	1.8	1.8	1.5	0.6	1.2
ボリビア							11.4	29.8
チリ	1.2	3.3	4.1	8.5	9.0	3.5	3.6	2.7
コロンビア	1.4	3.0	5.1	5.7	8.5	18.5	5.4	11.3
エクアドル	9.9	13.5	16.2	17.4	13.9	11.9	10.8	
メキシコ	1.5	1.5	2.4	2.9	1.8	1.6	1.0	0.6
ペルー	0.7	1.1	2.2	4.2	4.9	8.1	5.0	
ウルグアイ	8.9	14.6	30.4	24.7	22.3	36.2	45.9	25.2
ベネズエラ	7.6	8.3	9.3	15.6	15.3	13.3	9.8	7.0

(出所) 第2表に同じ。

結果として資金が無駄づかいされてしまうことがある。

3. 為替相場の変動と経済成長率

ラテンアメリカ諸国はアメリカ合衆国と隣接していることもあって、外国との経済関係という視点抜きにはその経済を語ることはできない。そう考えると、この地域について研究するときにはマッキノン＝ショーの第3命題がきわめて重要なものになってくる。

マッキノンは、金融市場が不安定であれば為替相場も激しく変動するであろうと考えた。また、金融市場の不安定性はそのまま経済成長率の鈍化を意味するとも考えたので、為替相場の変動が激しい国は低成長という結論を出したのである。

ラテンアメリカ諸国はこのようなマッキノンの考えを支持する好例になっている。経済成長率が低いことは前にも指摘したとおりだが、インフレーションが激しいこともあって、実質為替相場も非常に激しい変動をしている(第8表)⁽¹⁰⁾。

第8表 実質為替相場の変動

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
アルゼンチン	100	71	67	89	50	42	198	136
ボリビア	100	101	44	31	8		35	138
ブラジル	100	85	79	66	73	72	99	67
チリ	100	95	90	95	127	125	173	180
コロンビア	100	94	91	91	100	107	128	147
エクアドル	100	94	84	69	80	91	83	118
メキシコ	100	85	59	68	90	82	67	71
ペルー	100	79	72	58	65	53	96	67
ウルグアイ	100	93	96	85	140	135	139	131
ベネズエラ	100	94	89	87	80	130	118	185

(出所) 第2表に同じ。

第8表は1980年の実質為替相場を100としたとき、その後の変動を指数化したもので、指数の増大が為替相場の減価になっている。この表だけから過度に結論を引き出すことはできないが、この10カ国における為替相場の変動がいかに激しいかは分かる。天文学的なインフレーションが生じたボリビアにおいては、1985年には80年水準と比較すると限りなくゼロに近くなっている。その他の国でも上下に大きな変動をしている。

為替相場変動が激しいことは次の3つの弊害を生む。

第1に、貿易財と非貿易財との相対価格体系を歪めることによって、資源配分を攪乱する。国内の相対価格体系が為替相場の変動にあわせて調整されるには時間がかかる。そこで、為替相場の変動が激しいときには、相対価格体系が均衡点から大きく乖離する可能性がある。そのことは最適な資源配分に対する妨げとなる。

第2に、生産的投資よりも為替変動を利用した投機が盛んになる傾向がある。相場が変動しているときには、時点ごとに相場水準が異なる。その相場の差を利益にすることができるのである。このような差益を目当てにした投機は為替変動が激しいときほど行われる。投機それ自体は害悪ではないが、その結果として生産的投資に資金がまわらなくなると、経済成長は実現不可能になる。前にもみたように、多くのラテンアメリカ諸国においては短期の貸出が支配的で長期貸出は少ない。生産的投資を実行するには長期資金が必要であるのに、投機が行われることによって長期投資が行われていないのがラテンアメリカ諸国の現状である。

第3に、資本逃避が生じる可能性がある。1980年代のラテンアメリカにおける為替相場の変動は国内金融市場の不安定性を反映している。投資家にとってみれば、為替相場が激しく変動することは、自国資産の魅力の減少である。現代資産選択理論では、投資家の行動をポートフォリオの収益性と危険性との2つの要因から説明する。すべての資産はどれだけの割合で収益を生み出すか(収益性)、またどの程度の確率でその収益が見込まれるか(危険性)ということで特徴づけられる。ふつう同じ資産でも収益性が高くなるとより

多く保有され、危険性が大きくなるほど選好されなくなる。外国資産と自国資産の2つしか投資対象がないとすると、為替相場の変動は、自国資産の外国資産に対する魅力を減少させる。

このことは投資家に国内資産でよりも外国資産で自己の資産を保有するようにさせる。他の地域の途上国と同じく、ラテンアメリカ諸国においても、基軸通貨であるドルで資産を保有することが選好される。しかも、政府が為替相場の水準を安定させるために資本逃避を抑制しようとしても、未組織金融市場が発達しているために、なかなか実行が難しい。

途上国研究において未組織金融市場に注意することが重要であることはすでに指摘した。しかし、同じ未組織金融市場といっても、大きく2つの市場を区別する必要がある。国内資金仲介におけるものと、国際間の通貨取引に関する未組織金融市場である。

ラテンアメリカ諸国の経済運営を考えるとときには第2の未組織金融市場に大きな注意を払わなければならない。外国為替、通貨の闇市場である。ドルが機軸通貨であるに加えて、アメリカ合衆国と隣接していることもあって、ラテンアメリカでは多くの場合にドルの闇市場が発達している。

ドルの闇市場が発達していることは資本逃避の原因になっている。ラテンアメリカ諸国では、経済が不安定で将来の予測がつきにくいために、自国通貨に対する信頼感が弱い。そのために自国通貨よりも安心できるドルが選好される傾向がある。このことは未組織金融市場を通じてドル資産を購入させるという形で資本逃避を生み出すのである⁽¹¹⁾。

エドワーズは公定市場で決まる為替相場と未組織ドル市場で決まる相場との乖離（プレミアム）の推計をまとめている（第9表）⁽¹²⁾。

未組織市場相場と公定市場相場との乖離が生じることは、ラテンアメリカにおける為替管理政策についても重要な意味をもっている。たとえば、固定為替相場制度を採用することによって為替相場を安定化させようとしても、その意図は未組織為替市場があるために実現できない。公定市場で固定制が採用されていても、並行市場である未組織為替市場では価格機構にもとづい

第9表 公定相場・未組織市場相場のプレミアム

	平均	標準偏差	最大値	最小値
ボリビア	40.40	73.30	444.96	4.58
ブラジル	19.35	17.53	79.95	-15.00
チリ	190.50	498.85	2,934.18	1.87
コロンビア	13.47	16.29	87.40	-1.27
エクアドル	19.93	24.75	119.18	0.06
メキシコ	5.24	13.75	86.39	-0.10
ペルー	26.77	28.52	82.60	-0.27

(出所) Edwards, Sebastian, *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment*, ケンブリッジ (マサチューセッツ), MIT Press, 1989年。

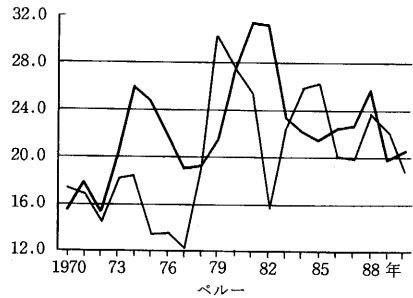
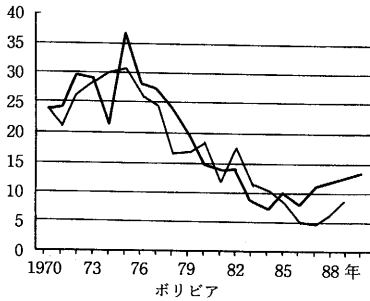
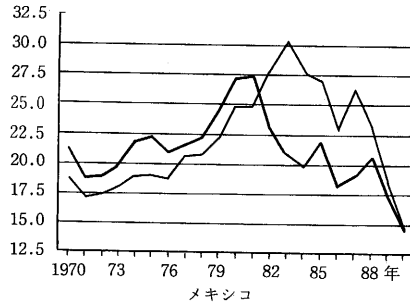
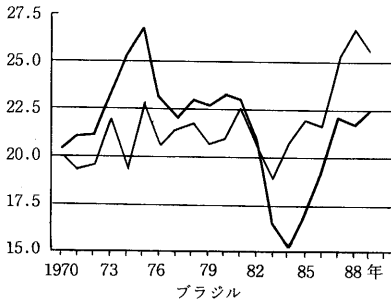
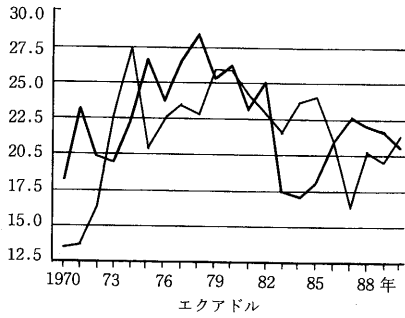
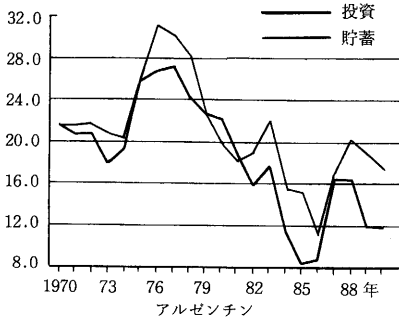
た取引がなされている。そのため、両市場での取引条件が大きく離れてしまう。政府当局の目が届く範囲でどのように規制を厳しくしても、未組織市場で自由な取引が行われる結果、変動相場制度におけるとまったく同じように実勢相場が変動することになる。

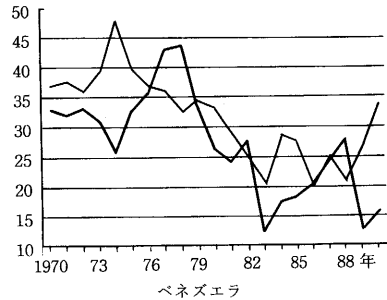
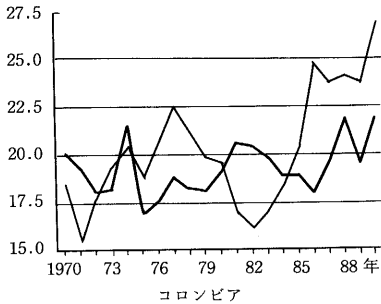
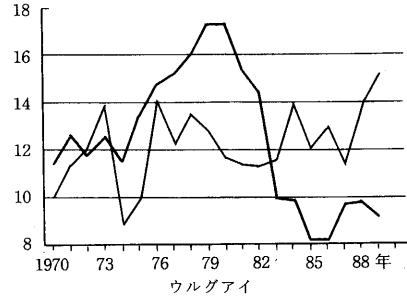
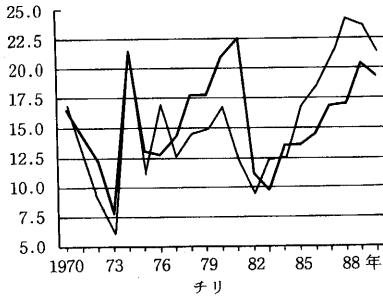
そこで、為替相場の変動を小さくしたいとしても、為替市場への直接介入以外の政策が考えられなければならない。国内経済の安定を通して自国通貨の信頼を回復させることが現実的な処方箋であろう。そう考えると、ラテンアメリカ諸国の政府は、為替管理よりもまず実質金利をできるだけ高い水準に誘導することを考えるべきであろう。実質金利が上昇することは、ドルに対する自国通貨の魅力を相対的に高めることにつながるからだ。

結 び

ラテンアメリカについてもマッキノン＝ショーの第1命題が成立することが分かった。このことは、金融連関比率を上昇させるためにインフレを抑えるべきことを意味している。財政赤字の削減をはじめとするインフレ抑制政策が急務なのである。

第2図 貯蓄と投資





(出所) World Bank, *World Tables 1991*, ワシントンD.C., 1991年。

マッキノンの第2命題, すなわち金融連関比率と経済成長率との間の正の相関関係は観察されない。その理由は大きく2つ考えられる。

第1に, 金融市場に資金が流入しても, それが効率的に生産的投資に結び付けられる環境が整っていない。金融機関が非効率的な経営をしているため, 資源配分が歪んでいる。マッキノンは金融連関比率の上昇が技術進歩を促し, そのことが経済成長率を上昇させると主張した。ところが, できるだけ技術が優位な企業に貸出をして確実に返済を受けることを銀行が行動目的にしている場合には, このマッキノンの主張は必ずしも成立しなくなる。

また, 仮に金融市場の資源配分能力が向上したとしても, 貯蓄資金が金融市場にはいってこなければ話にならない。マクロの会計的な関係から, 資本逃避が大きいほど貯蓄が投資を上回る額は大きくなる。同じだけの貯蓄が

あっても、そのなかで国内投資にまわる部分は小さくなる。国内投資の減少は資本蓄積の抑制を意味するので、GDP成長率もいきおい急低下する。

ラテンアメリカ諸国では他の地域の途上国とは異なり、1980年代を通して一般的に国内貯蓄が国内投資を上回っていた（第2図）。

マッキノンとショーが描いた理想的な途上国では、国内投資需要に見合った国内貯蓄が存在しない。市場機構を作動させ、貯蓄と投資が均衡するようにするために経済自由化、とくに金利自由化を行うべきだというのが彼らの論点であった。

ところが、1980年代のラテンアメリカ諸国では国内投資を上回る国内貯蓄がある。そこで、同じ経済自由化、金利自由化を主張するとしても、その目的に関してやや異なった論点が必要になる。貯蓄の絶対量が少ない国で貯蓄増強のために金融自由化を主張するのではなく、ある程度存在する貯蓄を効率よく国内投資に結び付けることを考えなければならない。いかにして資本逃避を抑えるかが問題となるのである。資本逃避が生じるのは、投資家が国内金融市場に魅力を感じないことによる。外国と肩を並べられるだけの金融環境を作り出すために自由化が必要とされるのである。

〔注〕 _____

- (1) McKinnon, Ronald I., *The Order of Economic Liberalization*, ボルチモア, Johns Hopkins University Press, 1991年。
- (2) Gelb, Alan H., "Financial Policies, Growth and Efficiency," World Bank Working Paper, Country Economic Department, No. WPS.202, ワシントンD.C., 1989年。
- (3) ここでは『世界開発報告1989』から引用をしている。1965～85年の33の途上国のデータを使って回帰がなされている。第1次石油ショックの影響を除去するために、標本期間を1965～73年と74～85年の2つの時期にわけて第2期にダミー変数を入れている。SHIFT項がそのダミーである。
- (4) インフレーションは財政赤字だけから生じているわけではない。その他の原因については西島章次編『ラテンアメリカのインフレーション』アジア経済研究所, 1990年をみよ。
- (5) McKinnon, 前掲書。(1)式と同じくゲルプの計測。GNPPEは1人当たり

GNP。

- (6) マッキノン金融連関比率を定義するときのマネーサプライとしてM3を採用している。(6)式ではM2をマネーサプライの定義としている。そこで、正確にはマッキノンの結果と(6)式は完全に対応しているわけではない。
- (7) ワインバーゲンに代表される新構造主義者は未組織金融市場での取引が全金融取引のなかで支配的であることを途上国経済の特徴として、先進国にはあてはまる理論モデルが途上国を分析対象とするときには通用しないと主張している。彼らは銀行経由の資金仲介に比べて未組織金融市場経由の方が預金準備という漏れがないだけ効率的であると主張し、マッキノン＝ショー仮説に異論を唱えている。

ところが、彼らは2つの点で銀行の信用創造の仕組みを誤解している。第1に、純粋現金経済ならいざしらず、現実の信用経済においては銀行の預金はいわゆる本源的預金だけでなく、銀行貸出によって生じる派生的預金も含まれる。新構造主義者は本源的預金だけを考え、派生的預金はゼロと想定している。この構想のもとでは預金の一定割合を準備として保有する義務があれば、残りの部分しか貸出にまわせないで準備の分だけ漏れが生じる。銀行が貸した資金は銀行に還流することがないというのが新構造主義者の想定であるが、これはおかしい。

第2に、銀行は通常はその国の中央銀行と取引をしている。準備金の一部は中央銀行からの借入によって調達しているものである。預金者が預けた資金だけが準備金に充当されるわけではない。

- (8) 『世界開発報告1989』では、1985年における金融部門の機関構造を表2.4でまとめている。そのなかにはアルゼンチン、ブラジル、チリ、ベネズエラのデータも含まれている。本章で紹介したデータと同じことが読み取れる。
- (9) Morris, Felipe; Mark Dorfman; Jose Pedro Ortiz; Maria Claudia Franco, "Latin America's Banking Systems in the 1980s," World Bank Discussion Papers No. 81, ワシントン D.C., 1990年。
- (10) Edwards, Sebastian, *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment*, ケンブリッジ (マサチューセッツ), MIT Press, 1989年には実質為替相場の動きを表すグラフがある。1980年代の為替相場の変動の激しさがよく読み取れる。
- (11) 未組織金融市場という言葉は単に未組織ということを表現するだけでなく、非公式 (unofficial) という意味でも用いられる。
- (12) Edwards, 前掲書。