

第7章

債務危機後のマクロ経済政策運営

—メキシコのケース—

はじめに

メキシコが1982年に債務危機を経験してから8年が経過しているが、債務累積総額はほとんど減少しておらず、86、87年と激しいインフレに見舞われ1人当たりGDP成長率もマイナスを記録するなど(第1表)、厳しい経済環境は継続したままである。

第1表 メキシコの主要経済指標

	GDP成長率 (%)	1人当たり GDP成長率 (%)	消費者物価 上昇率 (%)	累積債務総額 (各年末) (億ドル)
1982	-0.6	-3.0	98.8	860.19
1983	-4.2	-6.5	80.8	929.64
1984	3.6	1.2	59.2	948.22
1985	2.6	0.2	63.7	968.75
1986	-4.0	-6.1	105.7	1008.76
1987	1.4	-0.8	159.2	1092.92
1988	0.5 ¹⁾	-1.7 ¹⁾	70.5 ¹⁾	1015.66

(注) 1) 暫定値。

(出所) World Bank, *World Debt Tables, 1989-90 edition* (Vol. 2, Country Tables), 1989, p. 254.

細野昭雄「ラテンアメリカの開発戦略と構造調整政策の課題」(『海外投資研究所報』1983年3月), 3, 4, 6ページ。

(原資料) CEPAL, *Balance Preliminar de la Economia Latinoamericana 1988*, 1989.

第2表 メキシコのI-Sバランス

(対GDP比, %)

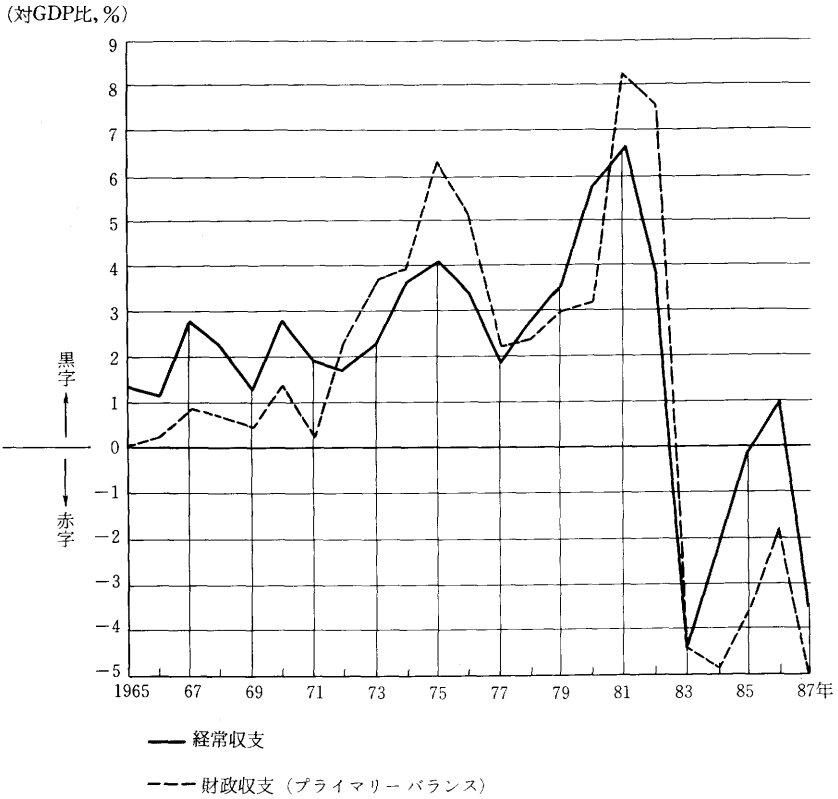
	国内投資 (1)	国内貯蓄 (2) = (1) + (3) + (4)	財政赤字 (3)	経常収支 (4)
1980	27.2	24.66	2.99	-5.53
1981	27.4	27.38	6.40	-6.42
1982	22.9	34.11	14.84	-3.63
1983	20.8	32.05	7.62	+3.63
1984	19.9	29.40	7.11	+2.39
1985	21.2	30.20	8.39	+0.61
1986	18.1	29.91	13.10	-1.29
1987	18.6	30.84	9.41	+2.83

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

債務問題をかかえるラテンアメリカ諸国の多くは、同時に巨額の財政赤字をかかえている。メキシコも例外ではない。1978年以降の石油ブーム経済下で拡大してきた対外借入れはそのかなりの部分が公共部門による借入れであり、82年時点で対外債務残高の7割を占めていた。82年の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ねばならない。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支危機に陥ったことがその直接的原因であった。

メキシコのI-Sバランス(第2表)をみると、1982年以降国内投資率がかなり低下していることが分かる。これは経済成長率の低迷に大きくかかわっている。また対外的不均衡の発生がI-Sバランスよりも財政収支の動向にかかっていることが読み取れる。経常収支(対外債務に対する利払いを除く)と財政収支のプライマリーバランス(利払いを除いた財政収支)で両者の関係を表してみると(第1図)、かなり密接な相関関係のあることが明らかである。

第1図 財政収支と経常収支



(注) プライマリーバランスは、公共部門の収入と支出（金融的コスト，利払い，を除く）の差を表している。

(出所) Banamex, *Review of the Economic Situation of Mexico*, September 1988, p. 383.

1983年から85年にかけての財政赤字の削減が経常収支を黒字化したにもかかわらず、メキシコの債務状況に改善の兆しが見られなかったのは、資本逃避による国内貯蓄の流出に起因している。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過大評価、そして国内の貯蓄投資経路に非仲介を生じさせるような金融部門の規制などにより発生すると考えられる。したがってメキシコの債務問題解決へ向けての調整政策は、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相互に整合性を保つように運営されていかなばならない。

本章の第1節から第3節までは債務危機以降メキシコが採用したマクロ安定化政策を三つの時期に分けて、年代順にその政策的特徴とマクロ経済パフォーマンスを分析している。第4節は一貫してマクロ安定化政策の中心的課題である財政赤字削減の問題に焦点を当てその対応策を検討する。第5節では財政赤字ファイナンスの問題が他の主要マクロ経済目標(インフレ抑制や経済成長の達成など)といかにかかわっているかを、公共部門の収支構造と民間の資産需要を考慮したモデルを導入することによって明らかにし、財政政策との整合性を考察する。

第1節 IMF主導下の安定化政策

1982年8月の債務危機に際しメキシコ政府のとった政策は二重為替レート制の導入(8月6日)、銀行システムの国有化(9月10日)と3年間のIMF緊縮計画の受入れであった。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成っており、自由レートは市場における需給関係を反映して日々決定され、主として旅行者などの取引に用いられる。また、統制レートは82年以前に契約された対外債務に関する利払いや外国貿易などの取引に用いられる⁽¹⁾。銀行システムの国有化の背景には、82年だけでも90億ドルを超えるといわれる資本逃避に銀行界が加担していたという政府の認識があった⁽²⁾。

貸し手側の対応はアメリカ政府（財務省と連邦準備制度理事会〈FRB〉）を中心に、IMF、BIS（国際決済銀行）、民間銀行団により迅速に進められた。すなわちアメリカ政府およびBISからの緊急融資、IMFの拡大信用供与、そして民間銀行団のリスケジュール交渉と新規融資がその主たる内容である³⁾。

債務危機後のメキシコ経済の動向を大きく左右したのはIMF安定化政策の受入れであった。IMFはメキシコが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、民間債権銀行も新規融資と既存債務

第3表 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 ¹⁾		55.0	30.0	18.0
修正値（政府） ²⁾			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）（10億ドル）			0.0	1.0
達成値（10億ドル）	-4.9	5.5	0.5	2.0 ³⁾
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 ³⁾
達成値			3.5	2.7

(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。

3) 年間目標値は実績に照らして修正され、翌年の目標値が設定されるので、2)の目標値を再度修正した数値となっている。

(出所) Ros, Jaimes, "Mexico from the Oil Boom to Debt Crisis: an Analysis of Policy Responses to External Shocks, 1978-85," R. Thorp and L. Whitehead eds., *Latin American Debt and the Adjustment Crisis*, London, Macmillan Press, 1987, p. 84.

のリスケジュールを実行するのである。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（83～85年）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、第3表のような厳しいコンディショナリティを要求した。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、電気など公共料金改訂が実施され⁽⁴⁾、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（第3表）。

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（第4表）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付けに対

第4表 安定化政策における金融政策の目標値（1983年）

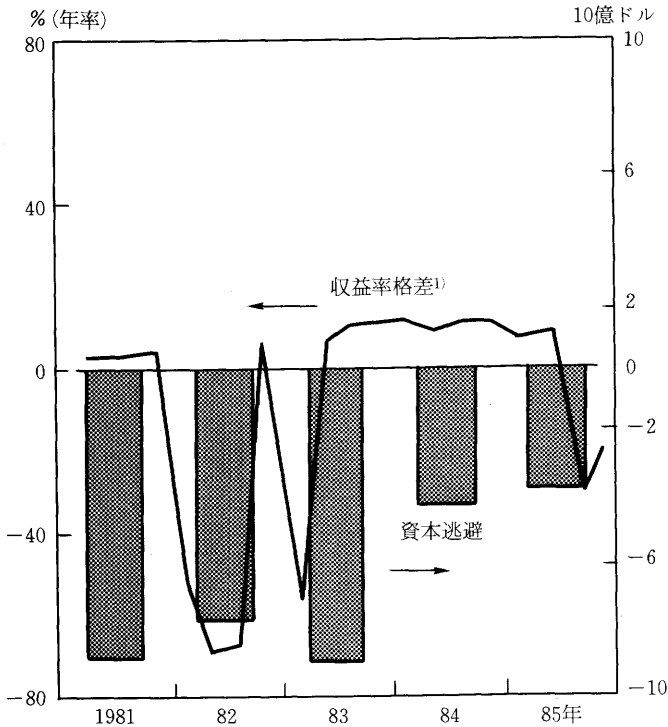
（期末値データ）

	第1 四半期	第2 四半期	第3 四半期	第4 四半期
公共部門（非金融）向け中央銀行信用（10億ペソ）				
上限目標値	2.4	2.6	2.7	3.0
達成値	2.3	2.4	2.4	3.0
中央銀行の純国内資産残高（10億ペソ）				
上限目標値	0.6	0.6	0.6	0.7
達成値	0.4	0.3	0.0	0.5
中央銀行外貨準備残高（10億ドル）				
目標値	-0.5	0.0	0.5	1.5
達成値	0.8	1.4	3.1	5.0

（出所） Morgan Guaranty Trust, "Mexico: Progress and Prospects," *World Financial Markets*, May 1984, p. 3.

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。国内金利は1982年以降急激に上昇し、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。しかし、政府のインフレ目標値に基づく日々の為替切下げ率が実際のインフレ率より小さかったため、実質預金金利は事後的には相対的に低い水準にとどまってしまった（第2図）。

第2図 資本逃避と収益率格差



(注) 1) メキシコ、アメリカ間の国内CDsに関する事後的収益率格差 (為替レート調整済み)。

(出所) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, April/May 1986, p. 11.

為替政策に関しては1982年中に3回(2月, 8月, 12月)切下げが行われ, 危機時の8月には二重為替レート制が導入されたことはすでに述べたところである(第5表)。83, 84年は為替レートを日々小刻みに切り下げていく政策がとられ, 輸出を促進するため実質為替レートが過小評価となるよう設定された(第3図)。しかし, 当時の為替政策が予測しがたく, 実質為替レートについての不確実性が伴っていたためペソの過小評価は製造業輸出を刺激する主な要因とはならなかった⁽⁵⁾。

メキシコは他のラテンアメリカ諸国同様, 伝統的に輸入代替工業化政策をとってきたため, 関税, 数量制限を通じて国内市場における製造業生産促進

第5表 為替レートの四半期動向(1982~85年)

	統制レート ¹⁾ (名目: ペソ/1 ^{d.})	自由レート ²⁾ (名目: ペソ/1 ^{d.})	統制レート ³⁾ (実質: 1978年=100)	自由レート ²⁾³⁾ (実質: 1978年=100)
1982 I		39.5		92.9
II		46.9		88.2
III	49.7 ⁴⁾	68.1	102.8 ⁴⁾	72.6
IV	65.2	96.2	92.0	62.6
1983 I	104.2	147.9	71.8	50.5
II	116.0	147.9	74.1	58.1
III	127.9	148.0	75.1	64.9
IV	139.9	156.6	76.6	68.4
1984 I	151.8	168.5	81.6	73.5
II	163.6	180.3	84.5	76.7
III	175.6	192.3	85.7	78.2
IV	187.8	204.5	87.8	80.6
1985 I	203.0	219.8	93.8	86.7
II	221.5	238.3	93.9	87.2
III	275.3	336.2	83.5	68.3

(注) 1) 1982年8月-11月は優遇レート。

2) 1982年8月-11月は通常レート。

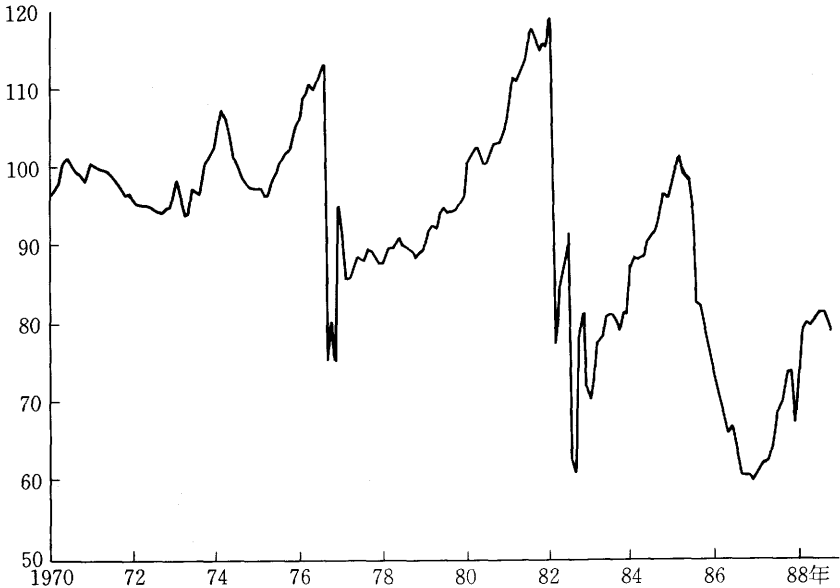
3) 実質為替レートは1ペソ当たりのドルレート。アメリカ, メキシコ両国の消費者物価指数を用いて計算。

4) 8, 9月平均。

(出所) 第1表と同じ(p. 90)。

(原資料) Banco de México, *Indicadores Económicos*, 各号, *Excelsior*, 各号。

第3図 メキシコの実質為替レート
(1980~82年=100)



(出所) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, 各号。

のための貿易政策が行われてきた。1982年の債務危機に直面して関税引き上げは行わなかったが(すでに世界的にみてかなりの高水準)、すべての輸入に対して輸入許可制が導入された(第6表)。しかしその後、84年には規制緩和と輸入許可制の関税への転換を通じて徐々に輸入自由化が開始されるようになった。

以上のような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1982年の98.8%から83年の80.8%、84年には59.3%と低下し、経常収支も82年の49億ドルの赤字から83年には55億ドルの黒字となるなど、対外的均衡は大きく改善し、メキシコは国際金融界からIMF安定化政策のモデルケースとの評価を得た。しかし一方では、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、

第6表 メキシコにおける輸入許可制の推移(1975~88年)
(単位:100万ドル)

	輸入総額	規制対象額	構成比(%)
1975	6,699.4	4,582.3	68.40
1976	6,299.9	5,695.1	90.40
1977	5,704.5	5,134.0	90.00
1978	7,917.5	6,041.1	76.30
1979	11,979.7	8,385.8	70.00
1980	18,896.6	11,337.9	60.00
1981	23,948.2	20,475.7	85.50
1982	14,437.0	14,437.0	100.00
1983	9,005.9	9,005.9	100.00
1984	11,254.3	9,397.3	83.50
1985	13,212.2	4,954.6	37.50
1986	11,432.4	3,532.6	30.90
1987	12,222.9	3,361.3	27.50
1988	18,777.0	3,699.1	19.70

(出所) Yanagihara, T., "Structural Adjustment in Mexico," Mimeo.
(January 1990), Table 2.

(原資料) Banco de Mexico, *Dirección de Investigación Económica*.

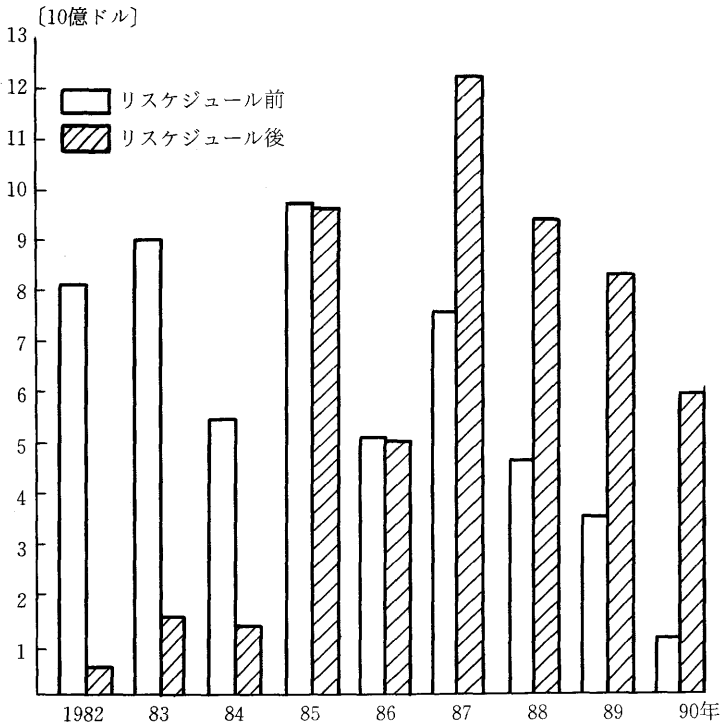
第7表 実質賃金の推移と最低賃金協定

	(1) 実質賃金 (%変化)	(2) 最低賃金協定 (%変化)	(3) 前回の最低賃金協定 以降の消費者物価上昇率	(4) (2)/(3)
1981	3.6	81/1 30.9	29.8	1.04
1982	0.8	82/1 34.0 /7 30.0	28.7 32.0	1.18 0.94
1983	-22.7	83/1 25.0 6 15.4	50.7 35.9	0.49 0.43
1984	-6.2	84/1 30.4 /6 20.2	33.0 25.8	0.92 0.78
1985	1.2	85/1 30.0 /6 18.0	26.5 22.6	1.13 0.80

(出所) Edwards, S., "Structural Adjustment Policies in Highly Indebted Countries," *NBER Working Paper*, No. 2502, Table 9, および第1表に同じ (p. 94).

(原資料) CEPAL, SPP.

第4図 1982年のリスケジュールによる債務返済スケジュールの変化



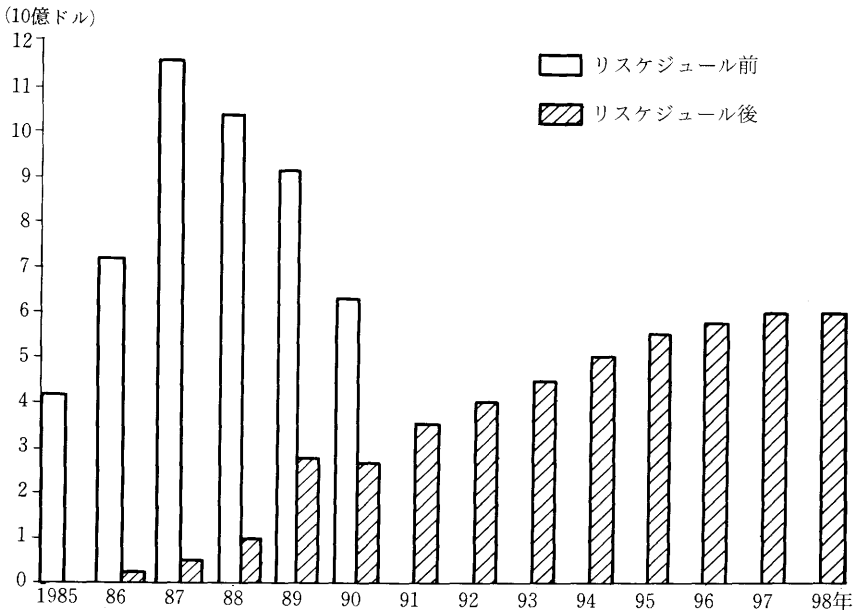
(出所) 佐久間潮「発展途上国の対外債務問題解決にあたって多年度一括リスクが果たす役割」(『東京銀行月報』1985年4月号), 11ページ。

GDPが低下した。実質賃金は83年には22.7%低下(第7表), また82, 83年に約100万人の労働者が失業し, 83~85年には政府支出削減により公共部門で8万人以上の職が失われるなど⁽⁶⁾, 国内経済状況の悪化は深刻であった。84年に入ると, 緊縮政策の継続は困難な状況になってくる。というのは国家財政の3分の1が内外債務利払いに当てられ, 投資予算の削減も限界に達し, 実質賃金の抑制には労働組合の抵抗があるからであった⁽⁷⁾。

IMFコンディショナリティは毎年見直され, その実質的効力は1年間であ

るため、民間銀行団の応ずるリスケジュールも単年度リスケジュールである。1982年の債務危機に際して実施されたりスケジュールによる返済スケジュールの変化は第4図に示してあるが、返済負担が軽減されたのはわずかに83、84年の2年間のみであった。先進国の債権銀行団は債務返済スケジュールが再び大きな負担となる時期(85年)を目前に控え、IMFコンディショナリティの優等生メキシコに対し84年に多年度一括リスケジュールを実施することで合意した。その内容は、(1)リスケジュールの対象となるのは85年から90年までの6年間に返済期限の到来する公的債務437億ドル(民間銀行に対する公的債務の約80%を占める)、(2)対象債務は98年まで14年間にわたり繰り延べる、というものであった⁽⁸⁾。84年の多年度一括リスケジュールによる債務返済スケ

第5図 1984年のリスケジュールによる債務返済スケジュールの変化



(出所) 第2図に同じ (p. 16)。

ジュールの変化は第5図に示すとおりであり、年々の債務返済額が大幅に平準化された。緊縮政策によって国際収支の早期改善は実現されたものの、あまりに急激で短期的視野のもとでの政策は国内経済の犠牲のうえに成り立つものであり、結果的に中長期でみた債務返済能力の回復を妨げてしまう可能性がある。そうした意味で多年度一括リスケジュールの実施は債務対策に中長期的視野をもたらしたものといえよう。

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二重為替レート制の運営に失敗した。消費者の輸入財に対する購買力の低下をおそれて、ペソの対ドル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。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⁽⁹⁾、調整政策の転換を迫られることとなった。

第2節 構造調整

1985年10月、アメリカのペーカー財務長官はソウルのIMF・世銀総会において、ニューマネーを重視したいわゆる「ペーカー構想」⁽¹⁰⁾を提案した。従来のIMF主導型の緊縮政策は途上国経済のマクロレベルでの安定化と慎重な需要管理を意図したものであったが、ペーカー構想はミクロレベルでの成長指向型構造改革を債務国に求めるとともに、債権国の官民一体となったニューマネー供与の拡大で状況を打開しようとしたものであった。その内容は、(1)債務国による持続的成長実現のための自助努力の継続(具体的には公共部門の比重低下と効率的運営、民間部門重視、貿易自由化、直接投資による資本・技術移転の促進、金融市場の制度改革など)、(2)国際金融機関の役割強化(債務国支援におけるIMFの中心的役割は継続する一方で、世銀、米州開発銀行の債務国に対する融資実行水準を50%引き上げ年間60億ドルから90億ドルに増加させるこ

と)、(3)民間銀行の融資拡大(重債務国：ペーカー15カ国に対し86～88年の3年間に合計200億ドルの新規融資を行う)、といった3本柱から成っていた。

ペーカー構想は、ニューマネーの拡大供与に関しては当初の目標を達成することができず、ネットの資金移転では当該期間中に逆にマイナスとなってしまったことを考えると結果的に失敗に終わったといえよう。しかしながら、経済成長を重視した中長期の構造調整政策を債務国に導入した点において、それ以前のIMF主導型の緊縮計画から大きく方向転換を遂げている。

ペーカー構想などに代表される構造調整政策は以下のような論理に基づいている。それは輸出主導型の発展戦略をとるもので、債務国の債務返済能力を回復させるため、輸出の増大を梃子に生産・雇用水準を引き上げ経済成長を達成する考え方である。ラテンアメリカ地域には伝統的に輸入代替政策をとってきた国が多いため、輸出主導型の経済成長を遂げるにはまず国内経済の生産構造調整や所得分配構造の改革が要求される。長年の輸入代替政策のもとで歪められてきた国内の資源配分がより効率的なものに改められねばならない。そのための手段として、貿易自由化、実質為替レートの切下げ、公共部門の縮小・合理化、民間経済部門の活性化、貯蓄・投資を促進するような金融市場改革を実施しなければならないのである。

しかし、このような輸出主導型経済成長、貿易自由化への構造改革の実施をマクロ経済の安定化政策との関連でいかに進めていくべきかについてはかなり議論がある。IMF、世銀を含むペーカー構想を支持する人々はマクロ経済の安定化と同時に急速な貿易自由化(為替切下げ、民営化、金融制度改革を伴う)を推進することが重要であると考えている。一方このような考え方に対し、効率性を重視する自由化政策とマクロ経済の安定化政策との間には短期的にトレードオフの関係が存在する可能性があり、性急な自由化政策は両者のバランス、実施の順序、スピードへの考慮が欠けているとの立場から異論を唱える人々もいる⁽¹¹⁾。

とくに急激なインフレに見舞われているラテンアメリカ諸国においては、インフレが資本形成、資源配分、所得分配などに深刻な影響を及ぼし、経済

の安定化を損なうのみならず、構造調整政策自体を阻害する結果となっている。このため、何よりもまずインフレ撃退が最優先されるべきであるとの認識から、物価・賃金凍結といった所得政策的要素とともに固定為替レートの採用を含むショックプログラムと呼ばれるような政策が1985年から86年にかけてアルゼンチン、ボリビア、イスラエルなどで導入されてきている。メキシコでも87年12月に締結された「経済連帯協定」(Pacto de Solidaridad Económica) 下での新経済政策がこのショックプログラムにあたるものである。ショックプログラムについては第3節で分析するが、以下ではメキシコで85年以降実施された構造調整政策を概観していくことにする。

メキシコは国内経済状況の悪化と前述のペーカー構想に基づく国際的債務戦略の転換に対応して、1985年から86年にかけて構造改革への政策転換を進めていった。従来の伝統的輸入代替政策から輸出指向型の経済成長を目指して、政策の主眼は相対価格構造の変化と生産および貿易部門における国家の非効率的な介入を排除することに向けられた。これは市場における価格シグナルならびに民間経済活動の重視を意味し、貿易自由化、公共部門の縮小、効率化などが実施された。この構造調整計画には貸し手側からの国際的支援も行われ、86年の107億ドルにもなる融資パッケージが合意された⁽¹²⁾。

貿易政策の自由化措置は、1984年以降輸入許可制の緩和および関税への転換を通じて徐々にすすめられていたが、85年半ば以降急速に進展する。第8表は貿易自由化の進捗状況をまとめたものであるが、輸入許可制は85年6月の貿易財生産の92.2%から88年5月には23.2%へと約4分1に減少し⁽¹³⁾、輸入財の公的支持価格は完全に廃止され、関税も大幅に低下した。88年半ば時点でのこのような自由化の進展は、当初政府が予定していたスケジュールを上回るものであり、かなりのマクロ経済的不安定化のなかで実施されたものであった。

公共部門の縮小、効率化は支出の削減のほか、公共企業の清算、売却、合併などの合理化によって実施され、1985年には中小規模の公共企業236が売却あるいは清算された⁽¹⁴⁾。公共部門の合理化、補助金カット、民営化などの構

第8表 貿易自由化 (1985~88年)

(%)

年月	1985. 6	1985.12	1986. 6	1986.12	1987. 6	1987.12	1988. 5
輸入許可制 ¹⁾	92.2	47.1	46.9	39.8	35.8	25.4	23.2
支持価格 ¹⁾	18.7	25.4	19.6	18.7	13.4	0.6	0.0
関税：最高	100	100	45	45	40	20	20
平均 ²⁾	23.5	28.5	24.0	24.5	22.7	11.8	11.0
実質為替レート ³⁾	100.0	127.1	144	157.4	155	147.2	124.8

(注) 1) 1986年のウェイトを用いた貿易財生産のパーセンテージ・カバレッジ。

2) 1986年における貿易財生産によるウェイト。5%加重を除く。

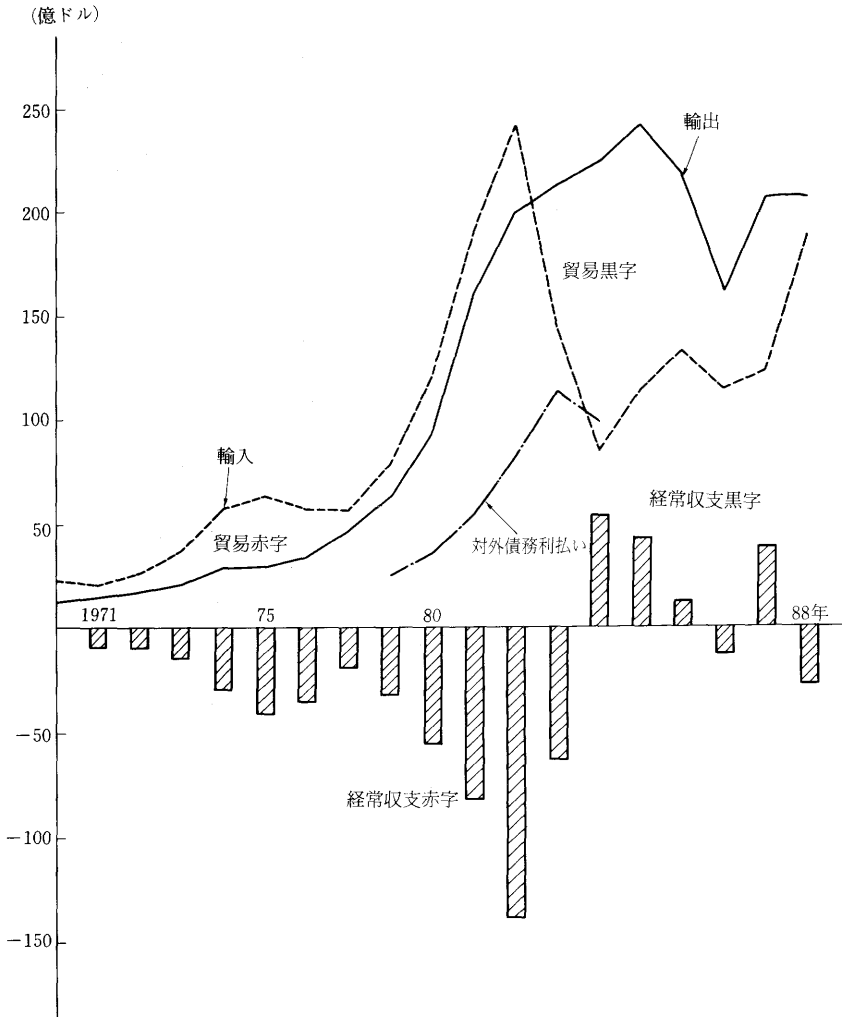
3) 数値の増加は実質タームでの価値低下を表す。

(出所) World Bank, *Mexico: Towards Growth, Structural Reform and Macroeconomic Stability in Mexico*, Mimeo. (December 1988), Vol. 1, p. 54.

造改革も含めた公共支出削減は、需要の側面からインフレ抑制をねらったものであるのに対し、関税引下げなどを通じた貿易自由化は、外国からの輸入消費財の供給増によって供給の側面からインフレ抑制をねらったものである。輸入消費財の増加はまた一方では、競合する国内財の生産者を国際競争にさらすことによって質の改善、価格低下へのインセンティブをもたらし、効率的資源配分の実現にも寄与すると考えられた。

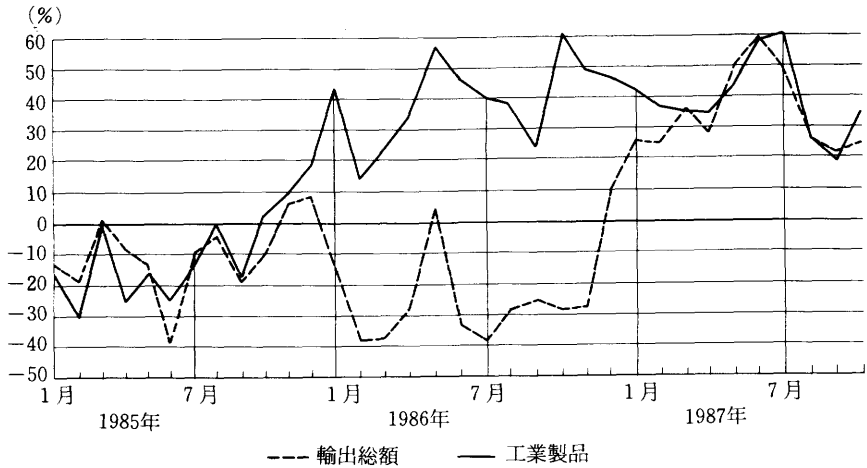
輸出主導型の経済成長を指向した構造調整政策が、外国貿易部門にどのような影響を及ぼしたかをみていくことにしよう。まずメキシコの輸出パフォーマンスをみると、1985、86年と落込みを経験した後、回復に向かっていくが(第6図)、85年以降で特徴的なことは、製造業の輸出の伸びが著しいことである(第7図)。製品輸出の増加をもたらした要因としては、為替レートの切下げと生産費の低下、内需不振による国内市場から外国市場への供給先の転換が挙げられるが、最も大きな効果をもたらしたのが生産費の低下であり、次に為替切下げが考えられる(第9表)。生産費の低下は貿易自由化による効率性の上昇によって一部生み出されたものである。一方、輸入も87年以降増加傾向にあるが中間財の輸入が大半を占めており、関税率の引下げによる増加が著しい。

第6図 メキシコの外国貿易と経常収支



(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各号より作成。

第7図 輸出の年成長率



(出所) Banamex, *Review of Economic Situation of Mexico*, February 1988, p. 75.

第9表 製造業製品の輸出感応度 (1985~87年)

(%)

	ペソ切下げに対して	生産費切下げに対して	過剰生産対国内市場
食料品・飲料・タバコ	100.8	171.0	7.0
非金属鉱物製品	n.s.	54.0	8.0
織物・皮革産業	71.0	n.s.	n.s.
自動車・部品	59.0	207.0	39.0
機械・設備	81.0	n.s. ¹⁾	n.s. ²⁾
化学産業	106.0	n.s.	n.s.

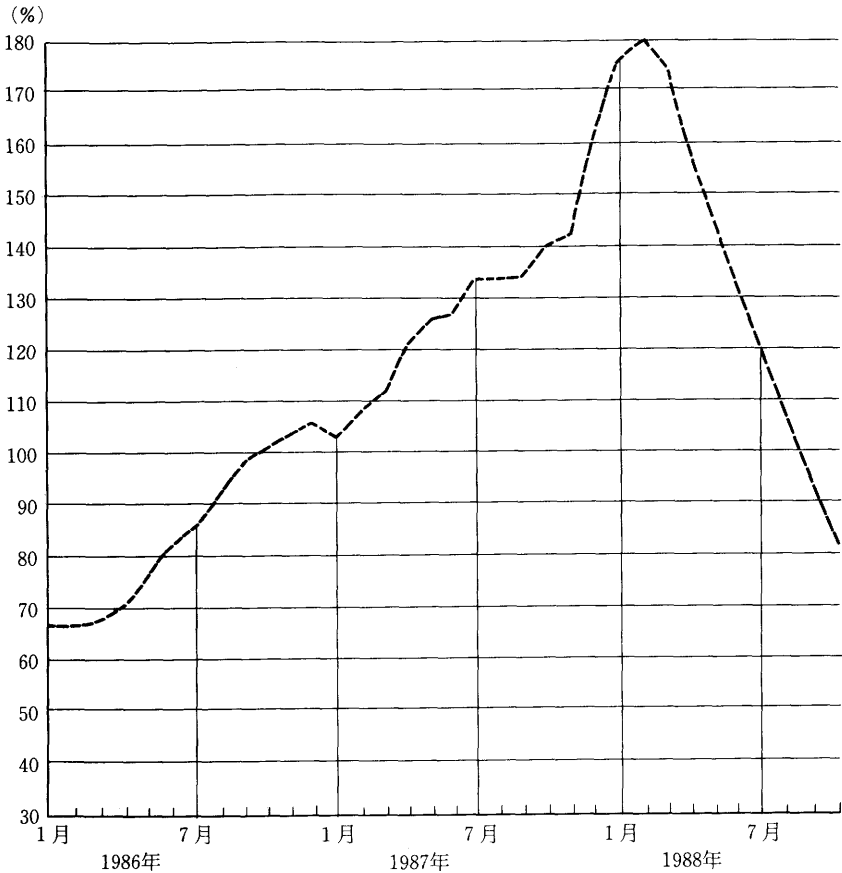
n.s.: Not significant.

(注) 1) この分野では原材料生産費のみがかなり大きい。

2) この分野の著しい輸出指向によるものである。

(出所) Banamex, *Review of the Economic Situation of Mexico*, June 1988, p. 248.

第8図 インフレ率（年率）



(出所) Banamex, *Review of the Economic Situation of Mexico*, December 1988, p. 510.

1985、86年の石油価格の低下後の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(第8図)。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。87年の160%にも達するインフレに直面し、インフレ撃退を最優先課題として、メキシコは前述の経済連帯協定(PSE)を締結し、ヘテロドックスな新経済政策を公表したのであった。

第3節 「ショック」プログラムの導入

高いインフレ率にさら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。ラテンアメリカの重債務国における高いインフレ率を考える際、財政赤字との関係が最も重視されるのが常である。1982年の債務危機以降、これら債務国の対外借入れは事実上停止し、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、たとえば、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。このインフレ的慣性の存在を認識するならば、財政赤字がインフレを誘発するのは逆にインフレが財政赤字を拡大し安定化政策の遂行を阻害することも考えられる⁽¹⁵⁾。その第1の理由はOliveria-Tanzi効果と呼ばれているもので、インフレ進行と徴税の遅れに基づいて生ずる効果である。この効果は政府の手元に入る税収の実質価値がインフレ率が高ければ高いほど小さくなることを意味している。所得税などの徴税シ

システムは、去年の所得の申告に基づいて今年の徴税を行うため、1年間に100%のインフレが進行している状況下では今年納税される税収の実質価値が半分になってしまう。実際にOliveria-Tanzi効果がどの程度の大きさをもつかは、インフレ率だけでなく税体系にも依存する。源泉徴収税や消費税による税収が大きければ大きいほど政府への回収が速まるため、インフレによる影響は小さくなるし、逆に所得税の割合が大きければ大きいほどこの効果も大きくなる。

第2には財政赤字の利払いにおけるインフレ効果である。公共部門の名目債務残高を B 、名目金利を i 、実質金利を r 、そしてインフレ率を β としたとき、公的債務の利払いは名目金利に債務残高をかけたものに等しい。この関係は以下のように示される。

$$\text{利払い} = iB = (r + \beta) B$$

インフレ率の上昇は βB 部分の増加を意味し、実質金利の相殺的低下が生じないかぎり利払いの増加、ひいては財政赤字の拡大を招く。 βB がインフレによる財政赤字拡大の部分である。現実のインフレがインフレ的慣性によって引き起こされている部分があり、インフレが財政赤字を拡大する効果をもつとするならば、財政赤字の削減による需要管理政策だけではインフレは撃退されえないし、現実の高インフレ率が安定化政策の実施そのものの障害ともなってしまう。したがって他のいかなる政策目標にもまして反インフレ政策が優先されねばならない。その一つの解決策としてショックプログラムが1985年以降アルゼンチン、ボリビア、イスラエルなどで導入されるようになってきた。

この政策が従来 of 安定化政策に比べて革新的であると思われるのは、以下の二つの理由に基づいている⁽¹⁶⁾。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」プログラムと呼ばれる所以である。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 of 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⁽¹⁷⁾。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せて実施されている。

ショックプログラムは各国の事情によって種々の目的や政策的制約に応じて導入されるが、インフレ問題に対するアプローチは一致している。インフレ率が大変高い水準に達した場合、二つの側面から対処する。第1に総需要側から生ずる物価への圧力を重視し、従来どおりの需要管理政策を実施する。第2にインフレは慣性的力によっても強く影響されると考えるのである。インフレ的慣性は人々の過去のインフレに基づくインフレ心理や実質賃金維持のためのインフレ率にインデックスした賃金契約などによって生み出されるが、このようなインフレプロセスはいったん定着するとなかなかそれを打ち破ることは難しい。そのため、経済政策の伸縮性は低下し、政策変更に伴う反応速度が遅れ、調整費用の増加を招いてしまう。ショックプログラムのヘテロドックスな部分(物価・賃金・為替レートの凍結)は一連の慣性的インフレプロセスを断ち切るために向けられる手段なのである。

ショックプログラムの一般的な特徴としては、政府の狙いが徹底的で即時的なインフレ低下にあり、ほとんどのマクロ経済変数に影響を及ぼす包括的政策であること、そしてヘテロドックスな政策手段実施の同時性、の3点が挙げられる。包括的ショックプログラムの実施に際してはタイプの異なった三つの政策が含まれている。まず第1に予備的改革である。正式に計画を実施する前に、インフレの進行で歪んでしまった相対価格を是正したり、場合によっては財政・金融政策分野の構造改革も含められる。第2に期待調整政策(expectation-adjusting policies)である。これは計画公表後すぐに政策効果を感じられるような手段(impact measure)のことであり、賃金・物価・為替レートの凍結と基本的マクロ経済変数の急激な変化を要求する目標値の設定⁽¹⁸⁾、第3に伝統的需要管理政策である。

1987年12月に政府、農民、労働組合、経営者の間で締結された「経済連帯

協定」(Pacto de Solidaridad Económica：以下PSEと表記)がメキシコにおけるショックプログラムの導入と考えるとよいであろう。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いっそう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。

固定為替レートの維持を可能にするには、財政・金融政策のいっそうの引締めが必要となる。というのは財政赤字ファイナンスにより生ずる流動性効果がインフレを引き起こせば、それが為替切下げへの圧力を生み出し、結果として固定レートの維持を不可能にしてしまうからである。為替レートの固定は公共支出の削減、流動性の減少、輸出競争力および豊富な外貨準備に支えられてこそ実行可能なのである⁽¹⁹⁾。

公共支出は債務危機以後一貫して削減努力が払われており、利払いを除く公共支出は1982年に比べ87年では70%も低下している。しかし、いっそうの削減を図るべく公共支出の削減(社会的優先順位を考慮し選択的に行う)、補助金の削減・合理化、公共企業の統廃合ならびに民営化、公共料金(電気、ガソリン、石油製品、輸送、電話、砂糖など)の値上げ、行政機構の効率化への追加努力など一連の手段が講じられている⁽²⁰⁾。貿易改革は潜在的効率性の利益とインフレ抑制への効果を求めていっそう加速した。

消費者物価上昇率は1988年にはいと急速に低下した(第8図)。しかしながら徐々に困難な状況が表面化している。インフレ率が低下したとはいえ、メキシコのインフレ率はアメリカのそれを上回っているため、為替の実質タームでの過大評価が生じている。そのうえ、統制下にある商品と非統制下にある商品の相対価格差が広がり、統制品目の商品も公的価格ではもはや入手しづらくなってきている。

確かにショックプログラム導入後のインフレ収束には目覚ましいものがあ

り、マクロ経済変数の改善も進んでいるように思われる。この前進は安定化政策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持つことの重要性にあったことを示している。しかしながら、すでに実施されて4、5年を経過したアルゼンチン、ブラジル、イスラエルの経験からみれば(21)、ヘテロドックスな手段のみではその効果が長期にわたり継続することは難しい。そのうえ、手段そのものがかなり政治・経済・行政的コストを含んでいることも認識しておかねばならない。伝統的需要管理政策や構造調整政策の代わりとなって債務国経済の財政危機を払拭するものには、決してなりえないのである。社会的支持のもとで、せつかくの強力な政策の実施を機会に、政府は財政赤字の削減に向けていっそうの努力を推し進めていかねばならない。

第4節 財政赤字と金融部門改革

これまで1982年の債務危機以後順次行われてきたメキシコのマクロ経済政

第10表 公共部門の収入 (1980~88年)

(対GDP比, %)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988(推定)
総収入	26.9	26.7	28.9	32.9	32.2	31.2	30.3	30.2	27.0
税収	10.8	10.6	9.9	10.2	10.3	10.2	11.2	10.6	12.0
直接税	5.5	5.5	4.7	4.1	4.1	4.1	4.2	3.9	6.0
間接税	4.3	3.9	4.3	5.7	5.7	5.5	6.1	5.9	6.6
貿易税	1.0	1.1	0.9	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.4
非税収	0.8	0.9	1.1	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
公共企業売上げ	15.3	15.2	18.0	21.7	21.1	20.1	18.1	18.7	14.8
国内	9.4	9.3	7.7	9.9	11.0	11.6	12.2	11.6	10.5
海外	5.9	5.9	10.3	11.8	10.1	8.6	5.9	7.0	4.3
うち石油	5.2	5.3	8.3	10.8	9.4	8.1	4.9	5.9	3.5

(出所) World Bank, *Mexico: Towards Growth, Structural Reform and Macroeconomic Stability in Mexico*, Mimeo. (December 6, 1988), Vol. 2, p. 50.

策を三つの時期に分けて概観してきたが、一貫して政策の中心の対象となってきたのは財政赤字の削減であった。そこでメキシコの公共部門の動向を振り返り財政赤字ファイナンスの問題をここでまとめてみたいと思う。

公共部門の収入(第10表)は対GDP比でここ5年間低下傾向にあり、1983年には32.9%であったが、88年には27.0%にまで低下している。この低下をもたらしたのは石油輸出であり、同時期対GDP比10.8%から3.5%への減少となっている。税収の分野では直接税(法人税, 所得税)の比率が国際的にみて低水準であるが、消費税, 付加価値税などの間接税の比率は近年高まっている。

一方支出の分野をみると(第11表), 1982年以降マクロ経済政策の目標が公共支出の削減による財政赤字の縮小に向けられたこともあって、公共支出は82年の対GDP比35.4%をピークに88年には20%にまで低下してきている。支出減の対象にはすべての分野があてられたが、とくに公共投資の減少が、投資率, 固定資本形成(第9図)の低下傾向にかかわり、実体経済に大きな影響を及ぼしている。

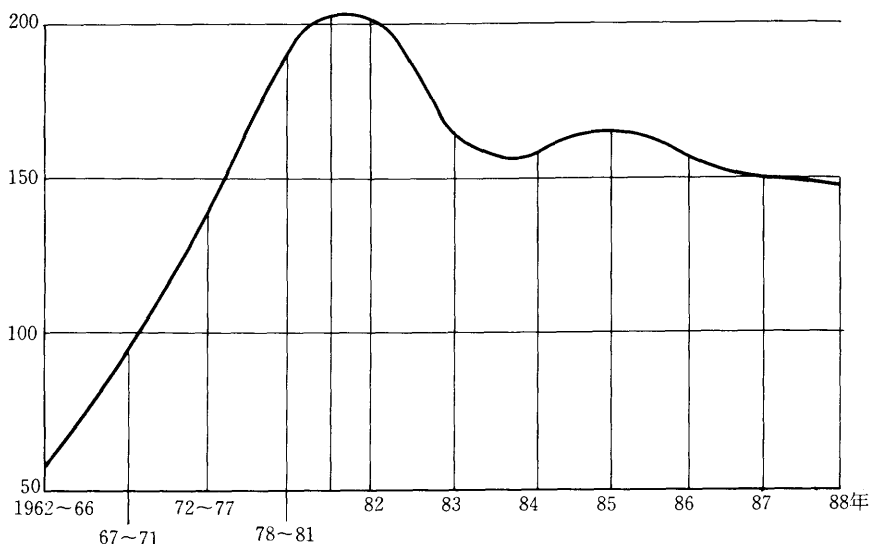
第12表は債務危機後5年間の公的債務残高の変化を示したものである。1982年から87年の間に対外債務は217億ドル, 国内債務は58兆8000億ペソ増加した。公的債務総額は対GDP比で58%から78%に上昇しているが、利払いを

第11表 投資率と公共支出(利払いを除く)の推移(1980~88年)
(対GDP比, %)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988(推定)
投資率	27.2	27.4	22.9	20.8	19.9	21.2	18.1	18.6	—
公共支出	29.3	34.3	35.4	28.1	26.9	26.6	27.4	24.9	20.0
経常支出	19.7	21.4	25.2	20.7	20.1	20.6	21.4	19.3	15.9
うち賃金	6.9	7.3	8.0	6.7	6.5	6.7	6.4	6.3	5.3
財・サービス購入	7.0	10.4	8.7	8.4	8.8	9.5	9.8	7.9	0.0
移転・その他	5.8	3.7	8.5	5.6	4.8	4.4	5.2	5.1	0.0
公共投資	9.6	12.9	10.2	7.4	6.8	6.0	6.0	5.6	4.1

(出所) 第10表と同じ(p. 97)。IMF, *International Financial Statistics*, 1989 Yearbook.

第9図 総固定資本形成
(1970年=100)



(注) 1988年は推定値。

(出所) Banamex, *Review of the Economic Situation of Mexico*, October 1988, p. 415.

除く財政収支のプライマリーバランスが -7.6% から $+5.0\%$ 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分かる。

財政赤字は一般に、対外借入れ、通貨発行、公債発行の三つの方法でファイナンスすることができる。このうち通貨および公債発行が国内的に財政赤字をファイナンスする方法である。メキシコは1982年の債務危機までは赤字ファイナンスを対外借入れと国内借入れ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ストップしたため、財政赤字の大半を国内借入れに依存せざるをえなくなった(第13表)。

メキシコの財政赤字の国内的ファイナンスは、1984年以前は主として中央銀行の通貨発行によってまかなわれており、これは中央銀行のマネーサブラ

第12表 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
公共支出の比率 (%)	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, R., "Policy and Political Implication of Foreign Indebtedness in Mexico,"
Journal of Interamerican Studies and World Affairs, Winter 1987/88, p. 151.

第13表 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 ^(6月末)
中央銀行	71	73	77.3	60.7	35.6	17.6	20.0
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, *World Financial Markets*, April/May 1986, pp. 3, 4.
Banamex, *Review of the Economic Situation of Mexico*, October 1988, p. 432.

イ・コントロール、インフレ・コントロール能力の弱体化につながるものである。公共部門の銀行システムからの赤字ファイナンスが増加するにつれ、民間部門の資金調達を圧迫する結果となっている。金利の上昇は利払い負担を増加させ財政赤字の拡大、インフレへと波及する。また急激な切下げ期待に基づく資本逃避を抑制し、輸出の促進を意図した継続的な為替切下げは輸入財の国内価格上昇を通じてインフレにつながるおそれもある。公共支出全体に占める利払い負担が上昇していく状況において、このようなインフレ過程は公共部門の収支改善だけでは対応しきれない。

構造改革による収支改善への一歩踏み込んだ調整が求められるようになってきたのは、このような背景によるものである。まず、公共企業の統廃合が推し進められ、法律（Law on Para-State Entities）によって1988年6月30日時点までに破産137、売却116、移転23、合併63、解散103、計442企業が対象となった⁽²²⁾。

メキシコのGDPに対する税収の比率は国際的にみて低水準にとどまっている。長期的には所得税制の包括的改革によってかなりの税収増加の可能性があり、課税対象の拡大、簡易化が進められるべきである。短期的には財産税の改革による増収の余地が大きく、徴税システム自体の効率化も必要である。

金融の分野では、1985年以降財政赤字の国内ファイナンスを最もインフレ圧力の生じやすい中央銀行からの資金調達から銀行システムへ、そして政府証券の発行へと多様化してきている。財政赤字の国内ファイナンスは、基本的には貯蓄率、所得の伸び率および民間部門からの資金吸収を可能にするような金融市場の整備にかかっている。所得の伸び、すなわち経済成長を遂げるには投資の増加が必要となり、貯蓄と投資を有機的に結びつけるための金融市場の役割の重要性はいうまでもない。

メキシコの金融部門は多くの問題点を抱えている⁽²³⁾。公共部門が金融市場に借り手として登場することによって、民間部門の資金調達が圧迫されることが第1の問題点である。商業銀行は通常の準備必要額（全ペソ建て預金

第14表 商業銀行の預金金利

(年率, %)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
貯蓄勘定	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
定期預金：30～85日	49.90	54.70	45.60	65.29	90.20	115.73
：90～175日	52.54	54.70	44.90	70.41	95.25	112.79
：360～375日	49.84	48.71	39.60	40.10	40.10	27.15
インフレ率 (CPI)	98.80	80.80	59.20	63.70	105.70	159.20

(出所) 第11表と同じ (p. 111)。

の10%)に加えて、政府にその資金の31%、開発銀行に10%、住宅および特定優遇部門へ7.8%、そして開発事業に16.7%、計75.5%を市場金利以下の種々の金利水準で貸し付けている。したがって残りの24.5%が銀行の自由裁量の貸付資金であるが、それらについても完全に自由なわけではない。そのうえ、差別化された貸出金利体系が信用配分に歪みを生じさせてしまう。これが第2の問題点である。第3は中央銀行がすべての銀行の預金金利を設定し、価格による競争を排除していることである。第14表は商業銀行預金の金利を表しているが、インフレ率を考慮した実質金利はすべてマイナスで預金動員の障害となっている。第4に金融仲介機関の非効率性で、金利スプレッド、営業費用とともに国際的水準からみて高く、種々の規制の存在と近代的経営設備導入の遅れに起因していると思われる。第5に開発銀行・信託資金の役割の不透明性と補助金の問題、そして最後に金融機関の規制監督行政の問題である。

近年メキシコ政府は金融システムの効率性を改善するため、いくつかの措置を講じている。経営危機に陥った銀行については1984年以降合併および自己資本増加を通じてソルベンシー(支払い能力)を回復させ、マネーマーケットに関する法律の制定、信用構造の歪みの是正、直接信用を通じた補助金の減少が進められている。89年4月にはメキシコ中央銀行は国内銀行に対する金融自由化措置を実施した。その内容は、(1)預金・貸出金利の自由化、(2)預金準備率の引下げの2項目で、82年の銀行国有化以来、事実上政府の統制下

に入っていた金融市場の活性化，企業の資金調達の円滑化が狙いである。これにより一律に統制されてきた貸出・預金金利は各商業銀行の判断に委ねられ，これまで当座預金の48%と定められていた預金準備率を30%に引き下げるとともに，銀行の融資資金の配分への規制も撤廃した⁽²⁴⁾。

第5節 財政赤字ファイナンスとマクロ経済の安定化

今後のメキシコのマクロ経済安定化の核心となるのは，やはり財政赤字の問題である。とくに経済成長とインフレというマクロ経済の主たる目標と矛盾せずに経済の安定化をいかに図っていくかが重要である。経済成長とインフレ抑制という政策目標を堅持しつつ，どの程度の赤字ファイナンスが可能かを見極めなければならない。

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公共部門の支出・ファイナンス構造を定式化することから始めよう⁽²⁵⁾。

$$D + iB + i^*B^*E = \dot{B} + \dot{B}^*E + DC\dot{g} \quad \dots\dots(1)$$

(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。公共部門の支出は財政赤字と内外債務への利払いから構成されており， D は利払いを除く財政赤字， B (B^*) は国内 (対外) 債務残高， i (i^*) はその名目金利，そして E は名目為替レート (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は一般に内外債務発行と通貨発行によってファイナンスされる。 \dot{B} (\dot{B}^*) は国内 (対外) 債務の発行を， $DC\dot{g}$ は中央銀行の公共部門への貸出しを表している。中央銀行もまた公共部門の一つであるため，その対政府信用， $DC\dot{g}$ は公共部門相互の債権債務となり，公共部門全体としては相殺されてしまう。

中央銀行のバランスシートは以下に示すとおりであり，中央銀行債務は大衆の保有する通貨 (Cu) と銀行システムが中央銀行に保有する準備 (RR) からなっている。これらの債務は純外国資産 (nfa^*) の保有と政府への信用

(DCg) に用いられる。NWは中央銀行の自己資本である。

中央銀行	
<i>DCg</i>	<i>NW</i>
<i>nfa*</i>	<i>Cu</i>
	<i>RR</i>

(*Cu*+*RR*) はベースマネー (*M*) の供給に等しく、ゆえに $M = Cu + RR = DCg + nfa^*E - NW$ となる。したがってベースマネーの増加 (\dot{M}) は関係式を増加ベースで書き直し、 $\dot{M} = \dot{DCg} + \dot{nfa}^*E - \dot{NW}$ となる。

(1)式の右辺に \dot{nfa}^*E を導入して整理すると、

$$D + iB + i^*B^*E = \dot{B} + (\dot{B}^* - \dot{nfa}^*)E + \dot{DCg} + \dot{nfa}^*E \quad \dots\dots\dots(2)$$

となる。中央銀行もまた公共部門の一部であり、したがって公的対外債務の中から中央銀行の保有する純外国資産は控除されなければならない。さらに中央銀行の外貨準備運用から生ずる利子収入 (i^*nfa^*E) も公共部門の収入に含められる。利子収入は自己資本の増加に対応するので、 $i^*nfa^*E = \dot{NW}$ である。これらを考慮して(2)式を書き直すと、

$$\begin{aligned} D + iB + i^*(B^* - nfa^*)E &= \dot{B} + (\dot{B}^* - \dot{nfa}^*)E + \dot{DCg} \\ &\quad + \dot{nfa}^*E - \dot{NW} \\ &= \dot{B} + (\dot{B}^* - \dot{nfa}^*)E + \dot{M} \quad \dots\dots\dots(3) \end{aligned}$$

となる。(3)式の右辺は財政赤字のファイナンスを示す三つの方法、すなわち国内債務の発行、対外債務の発行、通貨発行をそれぞれ表している。この場合、適切な通貨の概念はベースマネーであり、大衆の保有する通貨と銀行システムが中央銀行に保有する準備である。(3)式はすべて名目値であるので、インフレと財政赤字の関係を明らかにするため実質値にひき直すと、

$$\begin{aligned} d + rb + (r^* + \theta)(b^* - nfa^*)e &= \dot{b} + ((b^* - nfa^*)e) \\ &\quad + \dot{M}/P \quad \dots\dots\dots(4)^{(26)} \end{aligned}$$

小文字はすべて実質値を意味しており、 $d = D/P$ 。

ただし、

- P : 国内物価水準,
 P^* : 外国物価水準,
 \hat{P}, \hat{P}^* : 各々に対応したインフレ率,
 b : 国内財で測った国内債務の実質価値,
 b^* : 外国財で測った対外債務の実質価値,
 m : 実質貨幣ストック,
 e : 実質為替レート, $e = EP^*/P$,
 \hat{e} : 実質為替レートの価値低下率,
 r : 国内の実質金利, $r = i - \hat{P}$,
 r^* : 外国の実質金利, $r^* = i^* - \hat{P}^*$.

名目ベースマネー増加の実質価値は二つの構成要素に分けられ、 $\dot{M}/P = \dot{m} + \hat{P}m$ となる。 \dot{m} はベースマネーの実質価値の増加を表し、 $\hat{P}m$ は貨幣ストックの実質価値を一定に保とうとして積み上げられた名目残高の額を表している。

$$d + rb + (r^* + \hat{e})(b^* - nfa^*)e = \dot{b} + ((b^* - nfa^*)e + \dot{m} + \hat{P}m) \quad \dots\dots(5)$$

(5)式の左辺は財政赤字（中央銀行の利潤・損失勘定を含んではいるが実質利払いのみを考慮した）を示しており、それは右辺の国内、対外債務の実質価値変化にインフレタックス（ $\hat{P}m$ ）と通貨発行特権（ \dot{m} ）からの収入を加えたものに等しい。ベースマネーの実質価値の増加（ \dot{m} ）はベースマネーの実質価値（ m ）に実質経済成長率（ n ）をかけたもの、すなわち $\dot{m} = nm$ であり、 $\hat{P}m$ と \dot{m} の合計は通貨発行の利益（ \dot{M}/P ）に等しい。

$$\dot{M}/P = \dot{m} + \hat{P}m = nm + \hat{P}m \quad \dots\dots(6)$$

通貨発行の利益は経済成長、インフレといったマクロ経済変数の動きに影響される。

次にベースマネーを需要面から考察しよう。民間部門の保有する金融資産に現金通貨、要求払い預金、定期預金の三つを想定し、各々に対する資産需要（名目GNPに占める比率としての）を分析する。

$$(C_u/(PY)) = f_c(\hat{P}, i_{DD}, i_{TD}) \quad \dots\dots(7)$$

$$(DD/(PY)) = f_{DD}(\hat{P}, i_{DD}, i_{TD}) \quad \dots\dots(8)$$

$$(TD/(PY)) = f_{TD}(\hat{P}, i_{DD}, i_{TD}) \quad \dots\dots(9)$$

通貨 (C_u), 要求払い預金 (DD), 定期預金 (TD) に対する需要 (名目GNPに占める割合としての) は, インフレ率 (\hat{P}), 要求払い預金金利 (i_{DD}), 定期預金金利 (i_{TD}) に依存する。

準備預金制度のもとでは, 各々の預金に対しそれぞれ要求準備率 (RR_{DD} , RR_{TD}) が設定されている。したがってベースマネー (M) に対する需要は, 以下のように示される。

$$\begin{aligned} M/(RY) &= C_u/(PY) + RR_{DD}DD/(PY) + RR_{TD}TD/(PY) \\ &= f_{CU}(\hat{P}, i_{DD}, i_{TD}) + RR_{DD}f_{DD}(\hat{P}, i_{DD}, i_{TD}) \\ &\quad + RR_{TD}f_{TD}(\hat{P}, i_{DD}, i_{TD}) \quad \dots\dots(10) \end{aligned}$$

(10)式はインフレや金利, 金融部門規制の変化がベースマネー需要に及ぼす効果を導くために用いられる。そして(5)式と(10)式を組み合わせるとインフレや金融部門改革 (準備要求や預金金利などに影響を及ぼす) の財政的帰結を評価することができる。

財政赤字は(1)式で定式化されたように, 対外借入れ, 通貨発行, 公債発行の三つの方法によってファイナンスされるが, これらの方法により調達しようと予測される赤字額は, インフレ率, 経済成長率, 金利水準など当該国のマクロ経済変数の目標値がいかにかに設定されるかに依存する。調達可能赤字額 (financeable deficit) とは, インフレ率や経済成長率の現行の目標値と両立しうる範囲で調達できる財政赤字額を指し, 実際の財政赤字額がこの調達可能赤字額と等しいかぎりにおいて, 財政政策は他のマクロ経済政策と整合性を保って運営されているといえる。もし実際の財政赤字額が調達可能赤字額を上回っている場合, 両者の差額 (前者から後者を引く) は整合的財政政策運営のため必要とされる財政赤字削減額 (required deficit reduction: RDR) を意味する。

いま, 対外債務に対する財源基盤を R^* , 国内債務に対する財源基盤を国内

産出 (y) とするならば、財源基盤に対して債務を一定比率で維持することは、債務発行に以下のような制約条件を課する。

$$\dot{b} = nb, \quad \dot{b}^* - nfa^* = n_R (b^* - nfa^*) \quad \dots\dots(11)$$

ここでは n は y の成長率を、 n_R は R^* の成長率を表している。

債務発行におけるこれらの制約条件を(5)式に代入し、GNPのパーセント比で各変数を表すと、整合的財政政策のために必要とされる赤字削減額 (RDR) は以下のように表される。

$$RDR = \{ \tilde{d} + r\tilde{b} + (r^* + \tilde{e}) (\tilde{b}^* - n\tilde{f}a^*) \tilde{e} \} \\ - \{ n\tilde{b} + n_R (\tilde{b}^* - n\tilde{f}a^*) + n\tilde{m} + \tilde{P}\tilde{m} \} \quad \dots\dots(12)$$

各変数の上に付けられた \sim は、変数がGNPに占めるシェアとして表現されていることを示している。 RDR は実際の財政赤字(国内外に対する利払いを含む)から調達可能赤字 $\{ n\tilde{b} + n_R (\tilde{b}^* - n\tilde{f}a^*) + n\tilde{m} + \tilde{P}\tilde{m} \}$ を控除したものに等しい。 RDR に等しい額の財政赤字削減は他のマクロ経済目標(インフレ率、経済成長率および実質為替レート変化率など)と両立しうる財政政策を実現することになる。

第15表はメキシコにおける1988年の財政赤字を例に、他のマクロ経済変数の目標値にさまざまな仮設値を設定して各々の場合の RDR の値を導き出し、それをまとめたものである。88年の財政赤字 (operational deficit) は対GNP比4.4%であり、これに基づき RDR の値が求められている。算定に際し、利付き国内債務の発行は国内債務の実質価値を一定に保つ水準にまで抑えることが前提となっている。高金利が常態となっている状況下で、財政赤字ファイナンスに国内債務発行を安易に用いた場合、その利払い負担は実質経済成長率を即座に上回ってしまうからである。

第15表のケース(1)から(4)は一定の条件のもとで、インフレ率、対外借入れ、経済成長、為替レートに関する政策目標値を種々設定し、それに対応して財政赤字必要削減額がどのように変化するかを推計したものである。ケース(1)は実質為替レート一定、実質GDP成長率1.5%、経常収支赤字ゼロ、すなわち対外債務の純増ゼロ(外国借入れを行わない状況)を想定している。インフレ目

標値を高くするにつれて、財政赤字の必要削減額は低下している。インフレ目標値を15%としたとき、1988年の財政赤字のRDRは対GNP比4.4%必要となり、これは88年の全面的財政赤字解消を意味している。インフレ目標値を50%に引き上げたときでさえ、RDRは3.3%にも達しており、その場合の許容財政赤字は対GNP比1.1% (=4.4-3.3) となる。これは低成長率 ($n=1.5$) と大幅なインフレを容認しても、メキシコ政府はインフレタックス ($\hat{P}\bar{m}$) と通貨発行特権 ($n\bar{m}$) からの利益をそれほど享受できないという状況を反映している。

もちろん赤字ファイナンスの選択肢を対外借入れにまで広げると事情は大きく変わる。ケース(2)は対外債務の実質価値を一定とする場合と、対外債務のGDPに対する比率を一定とする場合を考慮した結果を表している。ケース(2)では少なくとも対外債務/GDP比率を一定に維持するのに十分なだけの対外借入れが得られるならば ($CAD=4.0\%$)、インフレ目標値15%の想定のもと、財政赤字は4% (=4.4-0.4) 程度可能である。一方対外債務の実質価値を一定とした場合には ($CAD=3.1\%$)、より大幅な財政赤字の削減 ($RDR=1.3\%$) を必要とする。

ケース(3)では、対外借入れを対外債務のGDPに対する比率を一定とする条件のもとで、財政赤字が経済成長に伴ってどの程度緩和されるかを示している。実質GDP成長率が4%達成されればRDRは0となる。

ケース(4)は為替政策にかかわる問題である。対外借入れにケース(3)と同様の条件を課したうえで、実質為替レートの切下げが財政赤字ファイナンスに及ぼす効果を表したものである。実質為替レートの切下げは、邦貨建ての対外債務残高を増大させることによるキャピタル・ロスが財政赤字ファイナンスの厳しい制約条件となる。為替切下げを行わない場合のRDRは対GDP比0.4%であるが、5%切下げでは3.0%、10%切下げでは5.7%にも達してしまう。以上、財政赤字削減の問題をインフレ率、経済成長率、為替政策、対外借入れ政策との関連からまとめ、主要マクロ経済変数の目標値と整合性をもつ財政政策（財政赤字の許容範囲）をみてきた。

第15表 財政赤字の必要削減額とマクロ経済変数の目標値
(対GDP比, %)

ケース(1) : 実質為替レート一定

: 経常収支赤字ゼロ ($CAD=0$)

: 実質GDP成長率1.5%

インフレ率 (f)	財政赤字の必要削減額 (RDR)
0	5.1
5	4.8
15	4.4
50	3.3

ケース(2) : 実質為替レート一定

: インフレ率15%

: 実質GDP成長率1.5%

対外借入れ (CAD)	財政赤字の必要削減額 (RDR)
0	4.4
3.1 ¹⁾	1.3
4.0 ²⁾	0.4

ケース(3) : 実質為替レート一定

: インフレ率15%

: 対外債務残高/GDPは一定

実質GDP成長率 (n)	財政赤字の必要削減額 (RDR)
0	2.8
1.5	0.4
4	0
5	-1.9

ケース(4) : インフレ率15%

: 実質GDP成長率1.5%

: 対外債務残高/GDPは一定

実質為替レート の切下げ率 (c)	財政赤字の必要削減額 (RDR)
0	0.4
5	3.0
10	5.7

(注) 1) 実質対外債務残高一定の場合。

2) 実質対外債務残高/GDP, 一定の場合。

c : 実質為替レートの低下率。

CAD : 経常収支赤字。

n : 実質GDP成長率。

β : インフレ率。

RDR : 1988年の財政赤字, 対GDP比4.4%に対して必要とされる財政赤字削減額。

B^* , B : 対外, 国内債務。

Y : GDP。

(出所) World Bank, *Mexico: Towards Growth, Structural Reform and Macroeconomic Stability in Mexico*, Mimeo. (December 6, 1988), Annex IV, "Mexico: Financial Sector Adjustment Loan," p. 3.

つぎに金利水準を考慮するとどうなるのだろうか。実質成長率1.5%, 名目対外債務残高一定, インフレ率15%, 実質金利30%の状況下(第15表)での財政的ギャップは対GDP比4.4%であった。このギャップが国内債務発行によりファイナンスされたならばどうなるであろうか。高金利下にあるメキシコでは, 国内債務に対する利率は実質成長率をはるかに上回り, このような調達手段は債務のGDP比率を急上昇させてしまうため, 近い将来により深刻な財政問題を引き起こすことを承知で現実の財政問題に対処していることになる。

第16表 国内債務の実質金利と均衡インフレ率

(%)

- 実質為替レート一定
- 経常収支赤字ゼロ ($CAD = 0$)
- 実質GDP成長率1.5%

国内債務の実質金利	均衡インフレ率
(R)	(β)
30	150
15	22
10	0

(出所) 第15表と同じ (p. 4)。

第16表はメキシコの国内債務に対する実質金利を種々想定し、そのときの均衡インフレ率（財政的調整を必要としないインフレ率）を推計したものである。ここでは対外債務の名目価値にはなんの変化も生じないことを仮定している。実質金利30%ではRDRが対GDP比4.4%であったが、その場合の均衡インフレ率150%とはインフレタックスを通じてRDR4.4%をカバーするために必要とされるインフレ率を示している。15%の金利水準では均衡インフレ率が22%にまで低下し、10%では0となっている。これはインフレの加速につれてインフレタックスからの追加的収入が低下することを意味している。金利の引下げが財政赤字にもインフレ抑制にも重要なポイントとなるのである。

おわりに

持続的なインフレ抑制政策と両立しうる財政政策の実施が、現在メキシコには求められている。財政赤字ファイナンスと整合性を保ちつつインフレ抑制が図られてはじめて、為替レートの固定というPSEにおける基本政策が維持可能となるからである。

財政赤字削減への努力は債務危機以降続けられており、利払いを除くプライマリーバランスに関するかぎり、1982年の対GDP比-7.6%から87年には+5.0%になり黒字となっている。これ以上大幅な収支見直しは、短期的にはかなり難しい状況である。財政赤字拡大の主因は利払い負担の増大、とくに国内債務に対する利払いである。財政赤字の三つの調達方法からみると、第1の通貨発行はインフレに直結し、また高水準のインフレを容認したときでさえインフレタックスからの追加収入はそれほど期待できないため、PSE下では最も避けられねばならない。第2の国内債務発行も高金利により財政赤字を雪だるま式で拡大させる原因となっている。したがって第3の対外借入れ、すなわち国際金融資本市場への復帰が検討されねばならない。

対外借入れの拡大が期待できない場合、経済成長は低位にとどまり財政基盤の拡大も望めず、ネットトランスファーがマイナスの状況下ではいずれ為替切下げは避けられない。国際金融資本市場への不十分なアクセスは、メキシコ経済の中期的成長の回復をさまたげるのみならず、PSE下での短期的マクロ経済の安定性をも損なうことになろう。

メキシコにおける長期的問題点は経済成長率の低さであり、投資水準の上昇が解決の鍵となる。公共投資の回復は財政赤字削減の状況では大きな期待はできない。民間投資の増大には海外直接投資の増加と金融部門の仲介機能の改善が必要である。金融部門改革はもちろんいっそうの構造改革と公共部門の資金調達における銀行システムへの依存を減らすことが含まれる。金融部門改革により金融仲介機能が改善され、追加的投資が獲得できたとしても、その投資資金が効率的に配分されないかぎり投資効率の上昇、経済成長はあまり期待できない。価格インセンティブによる効率的資源配分のため、貿易、農業、製造業、公共部門などの経済全般にわたる構造改革がいっそう進められねばならない。メキシコにとって対外借入れの拡大と国内構造改革の実践が急務なのである。

[注] _____

(1) Ramírez [1986], 62ページ。

(2) 当時の調査によれば、メキシコ国民はアメリカ国内の100万を超える銀行口座に140億ドルの預金とアメリカ不動産を300億ドル所有しており、国内の銀行にも120億ドルのドル預金を持っていることが判明した (Ramírez [1986], 55ページ)。

また二重為替レート制導入の1週間後にはメキシコ銀行システムはドル建て預金を国内通貨でのみ支払い可能とし、一時的に外国為替取引も停止した (Solís and Zedillo [1986], 275ページ)。

(3) その概要は①アメリカ政府による約30億ドルの融資、うち戦略備蓄用石油輸入代金前払い10億ドル、商品金融公社 (Commodity Credit Corporation) による穀物輸入金融10億ドル、そしてFRBによるブリッジローン (緊急つなぎ融資) が9億2500万ドルであった。②BISによる約10億ドルのブリッジローン、③主要貸し手国の政府系輸出金融機関より20億ドルの貸付け増加、④IMF融資

- (拡大信用供与39億ドル), などである (Sachs [1987], 18ページ)。
- (4) Zedillo [1986], 979ページ。
 - (5) Banamex [June 1988], 245ページ。
 - (6) Ramírez [1986], 56ページ
 - (7) Morgan Guaranty Trust [May 1984], 5ページ
 - (8) 佐久間 [1985], 15ページ。
 - (9) Ramírez [1986], 57ページ
 - (10) 詳細はMorgan Guaranty Trust [February 1986], 1~9ページ参照。
 - (11) Edwards [1988], Preusse [1988], Sachs [1987], [1988] など。
 - (12) 世銀など国際機関から27億ドル, アメリカ, 日本などからの公的融資16億ドル, 外国民間銀行からの融資60億ドル, IMFのスタンドバイ融資4億ドル, 計107億ドルで構造調整プログラムの進捗状況に応じて融資が実施される (細野 [1989], 18~19ページ)。
 - (13) データ計算方法の違いにより第4表の数字とはズレが生じている。
 - (14) Ros [1987], 84ページ。
 - (15) Dornbusch and Simonsen [1987], 16~21ページ。
 - (16) ショックプログラムの詳細については, Blejer and Cheasty [1988], 867~881ページを参照した。
 - (17) このためショックプログラムはヘテロドックスな経済調整政策と呼ばれることもある。
 - (18) 伝統的需要管理政策と区別されるのは即時的, そして相対的に急激な変化を期待しているからである。
 - (19) Banamex [April 1988], 149ページ
 - (20) Banamex [February 1988], 62~63, 70ページ。
 - (21) Dornbusch and Simonsen [1987], 68~69ページ。
 - (22) Banamex [December 1988], 528ページ。
 - (23) World Bank [1988], Vol.1, 41~46ページ参照。
 - (24) 『日本経済新聞』1989年4月12日付記事。
 - (25) ここでは, Anand and van Wijnbergen [1988] に基づき, World Bank [December 6, 1988] においてメキシコに即して展開されたモデルおよび実証データを用いている。
 - (26) $((b^* - nfa^*) e) = (\dot{b}^* - \dot{nfa}^*) e + \hat{e} (b^* - nfa^*) e$

〔参考文献〕

- Anand, R. and S. van Wijnbergen [1988], "Inflation, External Debt and Financial Sector Reform : A Quantitative Approach to Consistent Fiscal Policy with an Application to Turkey," *NBER Working Paper*, No.2731, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, October.
- Banamex (Banco Nacional de México), *Review of the Economic Situation of Mexico*, various issues.
- Blejer, Mario I. and Adrienne Cheasty [1988], "High Inflation, Heterodox Stabilization, and Fiscal Policy," *World Development*, Vol.16, No.8 (August), pp.867-881.
- Dornbusch, Rudiger and Mario Henrique Simonsen [1987], "Inflation Stabilization with Incomes Policy Supports : A Review of the Experience in Argentina, Brazil and Israel," *NBER Working Paper*, No.2153, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, February.
- Edwards, S. [1988], "Structural Adjustment Policies in Highly Indebted Countries," *NBER Working Paper*, No.2502, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, February.
- 細野昭雄 [1989] 「ラテンアメリカの開発戦略と構造調整政策の課題」(『海外投資研究所報』第15巻第3号, 3月, 日本輸出入銀行海外投資研究所), 1~32ページ。
- Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, various issues.
- Preusse, Heinz Gert [1988], "The Indirect Approach to Trade Liberalization : Dynamic Consideration on Liberalization-cum-Stabilization Policies in Latin America," *World Development*, Vol.16, No.8 (August), pp.883-897.
- Ramírez, Miguel 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.

- Ramírez, R. [1987], "Policy and Political Implication of Foreign Indebtedness in Mexico," *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, Vol.29, No.4 (Winter 1987-88), pp.147-155.
- Ros, Jaimes [1987], "Mexico from the Oil Boom to the Debt Crisis : an Analysis of Policy Responses to External Shocks, 1978-85," R.Thorp and L.Whitehead eds., *Latin American Debt and the Adjustment Crisis*, London, Macmillan Press, pp.68-116.
- Sachs, Jeffery D. [1987a], "Trade and Exchange Rate Policies in Growth-Oriented Adjustment Programs," V.Corbo, M.Goldstein and M.Khan eds., *Growth-Oriented Adjustment Programs*, IMF-World Bank.
- Sachs, Jeffery D. [1987b], "International Policy Coordination : The Case of the Developing Country Debt Crisis," *NBER Working Paper*, No.2287, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, June.
- Sachs, Jeffery D. [1988], "Conditionality, Debt Relief, and the Developing Country Debt Crisis," *NBER Working Paper*, No.2644, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, July.
- 佐久間潮 [1985] 「発展途上国の対外債務問題解決にあたって多年度一括リスクが果たす役割」 (『東京銀行月報』 4月号)。
- Solis, Leopoldo and Ernest Zedillo [1985], "The Foreign Debt of Mexico," G.W.Smith and J.T.Cuddington eds., *International Debt and the Developing Countries*, Washington, D.C., World Bank, pp.258-288.
- World Bank [1988], *Mexico : Towards Growth, Structural Reform and Macroeconomic Stability in Mexico*, (in two volumes), Mimeo. (December 6).
- Yanagihara, T. [1990], "Structural Adjustment in Mexico," Mimeo. (January).
- Zedillo, E. [1986], "Mexico's Recent Balance-of-Payments Experience and Prospects for Growth," *World Development*, Vol.14, No.8 (August), pp.963-991.