

# 資本移動と新興市場(エマージング・マーケット)

—メキシコ危機の教訓—

伊藤 隆 敏

## 1. 1990年代の新興市場への資本移動——概観

1990年代にはいり、途上国への民間資本移動が活発化した。1990年には、約400億ドルの資金が途上国へ流入していたと推定されるが、1996年までに、これが2,400億ドル近くまで、約6倍に拡大したと推定されている<sup>1)</sup>(IMF(1996, 5頁), 世界銀行(1997, 9-10頁), IIF(1996, A-3頁))。この間、公的資金移動額は、ほとんど変わらないか、微減していたので、1990年代の途上国(特に優良途上国)への資本流入では民間資本が主役である。民間資本移動は、直接投資、株式や債権の購入に向かうポートフォリオ投資、それに銀行貸出など金融取引に大別されるが、1992-93年は、主にラテン・アメリカ向けのポートフォリオ投資が多く、1994年以降は、アジア向けの直接投資が増加している。より詳細な数字は、表1にまとめたとおりである。

1990年代に新興市場への資本移動が急増した背景には、6つの要因が考えられる。第一に、1982年のラテン・アメリカ諸国に始まる累積債務問題は、1980年代後半の債務削減などを経て、1990年までに解決をみていた。第二に、1990年代にはいり、多くの途上国で経済成長率が高まり、成長期待が高まった。第三に、1991-93年にかけて、アメリカを含む先進国の金利が低下して、高い運用利回りを求める資金が途上国の証券や銀行預金にむかった。第四に、先進国、とくにアメリカで、投資信託(mutual fund)を中心として、成長の期待される途上国へポートフォリオ投資として資金供給が活発化した。第五に、アジアでは、日本とアメリカ、

さらに先行した新興工業国(韓国, 台湾, 香港, シンガポール)を中心とする国から、工場立地や部品供給基地として、アジアの新興国への直接投資が伸びた。第六に、途上国で資本移動規制の大幅緩和に踏み切るところが多かった。

しかし、1994年12月20日、メキシコがそれまで実質的に米ドルにペッグしていた通貨の約15%切り下げを行うと、短期資本が一斉にメキシコから流出して、2日間のうちに、為替のフロートを余儀なくされ、さらに、1週間のうちに、50%の下落となった。1995年1月に入っても、

表1. 発展途上国と体制移行国への民間資金フロー  
単位, 10億米ドル

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
全地域						
全資金タイプ計	57.1	150.9	133.7	180.2	163.6	211.2
直接投資	18.6	30.8	35.8	54.9	66.9	83.0
ポートフォリオ	18.3	37.7	46.3	92.3	53.3	42.9
他	20.1	82.4	51.7	33.0	43.3	85.2
1. アジア						
全資金タイプ計	25.6	47.9	30.8	69.9	81.9	105.9
直接投資	9.4	14.3	14.4	32.7	41.9	52.4
ポートフォリオ	-0.9	2.9	9.8	23.8	16.0	18.5
他	17.0	30.6	6.6	13.5	23.9	35.0
2. ラテン・アメリカ						
全資金タイプ計	17.3	24.0	54.7	64.2	48.5	48.9
直接投資	6.6	11.2	12.8	13.9	17.7	17.1
ポートフォリオ	17.4	11.4	17.8	51.6	17.4	10.0
他	-6.6	1.5	24.0	-1.2	13.4	21.8
3. その他地域						
全資金タイプ計	2.7	81.9	44.7	38.9	22.0	26.7
直接投資	2.6	2.9	4.4	2.3	1.7	2.1
ポートフォリオ	1.8	22.6	19.5	14.2	16.9	8.4
他	-1.9	56.4	20.9	22.3	3.3	16.0
4. 体制移行国						
全資金タイプ計	11.6	-2.9	3.5	7.2	11.2	29.7
直接投資	0.0	2.4	4.2	6.0	5.6	11.4
ポートフォリオ	0.0	0.8	-0.8	2.7	3.0	6.0
他	11.6	-6.1	0.2	-1.6	2.7	12.4

注) 他のタイプの資金フローには、短期・長期の貿易クレジット、貸付、預金などを含む。

出所) IMF, *International Capital Market*, 1996年9月刊, 86頁。

メキシコの金融市場で混乱は続き、株価の暴落、金利の高騰がおこった。さらに、1月中旬には、資本の流出圧力や資本・金融市場の混乱は、アルゼンチンやブラジルなど他のラテン・アメリカ諸国、一部アジア諸国へも広がった。事態を重く見たアメリカは、IMFと協力して、メキシコ金融支援パッケージをつくり、投資家の不安を収拾した。アメリカとIMFの支援パッケージは巨額(約500億ドル)にのぼり、その迅速な対応とともに異例のものとなった。

このような支援パッケージが実施されたにも関わらず、財政引締めなどから1995年メキシコのGDPはマイナス成長となり、通貨危機・金融不安の対価は高いものとなった。しかし、他の途上国への資本移動は第2四半期以降回復、1995年通年の、途上国への資本移動額は1994年を上回るものとなった。量的な面からだけ言えば、メキシコの問題は短期的に解決することが出来たといえる。しかし、大量の資本が流入、流出をすることに伴う途上国の政策運営の難しさは、投資家・途上国政府の双方に認識された。

1994-95年のメキシコの通貨危機は、1982年に発生し解決に数年かかったメキシコおよびラテン・アメリカの債務危機を想起させる。しかし、今回のメキシコの通貨・流動性危機は、共通点は多いものの、いくつかの面で、1980年代の累積債務危機とは、異なっている。第一に、1980年代の債務は、銀行からのシンジケート・ローンが中心であったが、1990年代の債務は、国債や株式を中心とする証券が中心であった。第二に、1980年代の債務は明らかに長期的に返済不可能となるような累積債務が問題となったが、1994-95年の問題は、流動性の欠如から信用不安に発展するという問題が、中心的な課題であった。この背後には、流入・流出の動きの速い国際資本が資本移動の大きな比重をしめるようになったという事情がある。第三に、他の国への通貨・金融不安の伝播効果も速く、政策当局の機敏な対応が求められるようになった。

今回のメキシコの危機は、これからも、他の国で繰り返される可能性のある新しいタイプの危機であったといえる。多少の皮肉を込めて、

メキシコの危機を21世紀型の国際金融危機の最初のケースである、という人もいる。この意味で、これからも他の途上国で(あるいはメキシコで再び)資本の流出入による通貨危機、金融危機が再発しないとも限らない。1997年7月に発生した投機的資本移動に起因するといわれる東南アジア通貨(バーツ、フィリピン・ペソ、インドネシア・ルピーなど)の切り下げは、メキシコ型危機が再発する可能性を持っていることを認識させるに十分な出来事であった。今後の国際金融の問題点を考える上で、メキシコの危機の正しい理解と、その教訓を学ぶことは重要である。とくに、途上国が動きの速い資本移動の環境のなかで、どのような政策を取るべきか、日米の先進国、IMFのような国際機関がどのようなアドバイスをしていくかが、今後の大きな課題である。この課題に対して、本稿の以下の節は、部分的ながらも解答を与えようとするものである。

## 2. メキシコ危機の分析

### 2.1 メキシコ経済、1990-94年

メキシコの通貨危機にいたる過程と、直接の引き金、さらに危機への対処については、これまでに、International Monetary Fund(1995)、Calvo, Goldstein, and Hochreiter(1996)など、数多くの文献がある。これは、メキシコ危機のインパクトがいかに大きく、学問的にも、政策的にも難しい問題を提起していたかを物語っている。

メキシコは、1980年代後半から経済改革をすすめ、財政の再建、インフレの抑制などにある程度の成果を上げてきた。表2に主要なマクロ変数をまとめてある。1987-88年、100%を超えたインフレも、1989年の改革で、30%以下に抑制することができ、さらに、1993年には1桁のインフレ率を実現した。また、累積債務問題に一応の区切りをつけた1990年からは、新たな投資機会を狙い資本流入が続いた。メキシコは、1993年には、GDP比8%にもほのぼの経常収支赤字を資本流入でまかなっていた。しかし、1993年から1994年にかけて、成長率も上向きとなり、NAFTAの承認・発効により、より高

い成長が予想されるようになっていた。

為替レートは、事実上米ドルに対してペッグしており、インフレ率格差に応じてスライド制をとってはいたものの、1994年央までに、均衡レートよりも切りあがっていると発言する学者も多くなっていた。(Dornbusch and Werner (1994)が典型的。これに対して、切りあがっていたとは言えないという政策当局者、Buirra (1996)もいる。) 実際には、アメリカの生産者物価指数、メキシコの卸売り物価指数で調整したペソの対ドル実質為替レートでみると、図1からわかるように、1994年初めには、1987年に比べて約2倍の価値となり、1991年に比べても約15%から20%の切り上げになっていた。(より詳細な、為替レートのスライド制、上限、下限の変化については、Liederman and Thorne (1996, 13頁, Figure 4)参照。)

メキシコへの資本流入は1993年には約300億ドルにのぼり、ラテン・アメリカ全体への資本流入の約半分を占めていた。(1990-96年の資本流入額では、メキシコは中国について世界二位である。世界銀行(1997)参照)メキシコにこれだけの資本流入が入ってきた背景には、第一章であげた要因のほかに、メキシコが経済改革(財政赤字抑制、民営化、自由化)に成功、インフレを抑制したこと(Aspe(1993))、また、NAFTAに参加したこともあげられる。アメリカへの輸出基地になるのではないかという楽観的な予測があり、経常収支赤字は、将来の成長につながる投資財を輸入する一時的な現象と

して、正常な状況であるとも解説されていた。

1994年にはいると、アメリカの金利が急上昇したことを受けて、途上国への資本流入は、1993年と同じレベルか微減となった。資本流入の「増加」を前提としていた途上国では、金利上昇などの景気抑制要因がきいてきた。1994年、メキシコでは上述の途上国全体への資本移動の特徴のほかに、特殊な要因で、資本の流入が抑制されるような事態が生じていた。この年の後半に予定されていた大統領選挙にむけて選挙運動が繰り広げられる中、与党の大統領候補、コロシオが3月23日に暗殺された。資本流入が鈍る、あるいは逆に流出していたということは、2つの指標で確認することができる。一つは、外貨準備が2月の29億ドルをピークとして、4月に18億ドルと激減していること、もう一つは、セテスに変わってテソボノスがメキシコ国債の中心になってきたことである。セテスは、ペソ建ての国債であり、テソボノスは事実上米ドル建ての短期国債である<sup>2)</sup>。1994年1月には、セテス9対テソボノス1という割合の発行残高であったものが、6月には半々、切り下げ直前にはセテス2対テソボノス8と完全に逆転していた。(Goldstein and Calvo(1996, p. 237, Figure2)参照。)

セテスが売れなくなりテソボノスに発行がシフトしていくというのは、投資家にとって為替リスクが高まった証拠である。逆に、発行体である政府からみると、当面の利払い費を節約す

図1. メキシコの実質為替レート(WPIベース)  
 ペソ×アメリカ卸売物価÷メキシコ卸売物価、  
 1987年1月=100

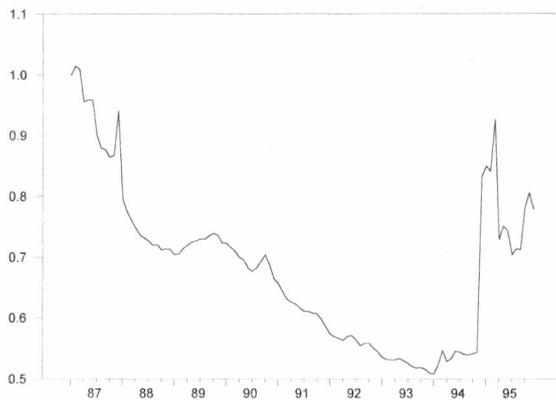


表2. メキシコの主要マクロ変数

単位 %	経常収支・GDP 比率	インフレ率 (CPI)	成長率
1986	-1.3	87.3	-3.6
1987	2.7	130.8	1.8
1988	-1.4	114.3	1.3
1989	-2.8	20.1	3.3
1990	-3.0	26.6	4.5
1991	-5.1	22.7	3.6
1992	-7.4	15.5	2.7
1993	-6.4	9.7	0.7
1994	-7.7	6.9	3.5
1995	-0.3	35.0	-6.9

出所) IMF, IFS データ。

る一方、みずからの手を縛るにより、固定為替制へのコミットメントの強さをアピールするという意味があった。換言すると、セテスを嫌ってテソボノスへとシフトしたことは、投資家の期待形成のなかで、為替切り下げの主観的確率が高まったと考えられる。このような切り下げリスクを反映したリスク・プレミアムを反映するセテスの金利が高くなり、これを嫌って政府は、金利の低いテソボノスの発行を選択したのである。為替リスクのない事実上米ドル建てのテソボノスが米国債よりも高い金利をつけていたことは、政治リスクを含む債務不履行(デフォルト)リスクであると考えられる。

1994年夏は、170億ドル前後の外貨準備は安定的に推移していたが、秋にはいると、与党幹事長の暗殺や、経済成長率の低迷などから、再び流出圧力が高まることになる。また、この間大統領選挙のため、さまざまな形で(たとえば、メキシコの開発銀行経由の銀行信用の「ばらまき」で)、金融・財政政策の緩和があった。

秋にはいると、政治スキャンダル(大統領の弟のコロシオ暗殺関与疑惑)もあり、資本流出が再燃した。大統領選挙の結果、与党の大勝に終わるが、それも信託を高めるよりは、新政権がまず切り下げを含む経済政策を断行するのではないかという、逆効果を生んだ。12月に入ると、資本流出が加速して、12月20日に切り下げるときには、外貨準備は、50億ドル足らずであった。図2にメキシコの外貨準備の時系列を描いているが、2月から12月にかけて、外貨準備を250億ドルも失ったことがわかる。

## 2.2 通貨危機の発生とその影響

12月20日に切り下げのあと、資本流出が更に激化、為替レートの更なる切り下げ圧力となり、十分ではない外貨準備のもとでは、フロートに移行せざるを得なかった。事実上ドル建てのテソボノスの残高が外貨準備を上回っていたことから、金融市場では、テソボノスの償還に対して不安感が発生した。その結果、金利高騰、株式価格の暴落が起こった。

1月にはいっても、メキシコの債券の売り圧力が収まらないばかりか、通貨不安が、他の国

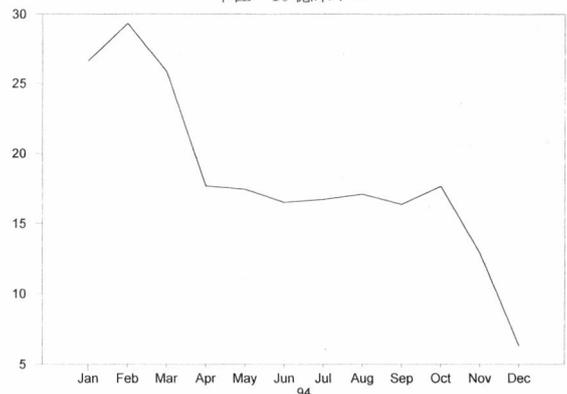
へも波及する様相を見せた。1月12日、13日には、ラテンアメリカではアルゼンチン、ブラジル、アジアでは、香港、タイ、フィリピン、マレーシア、インドネシアなどで、広範な通貨不安が生じた。投機的な資金は、メキシコの次はどこだ、と売りの対象を探していたといわれる。このようなメキシコの金融不安、他の国への通貨不安の波及(「テキーラ効果」と呼ばれた)を見て、アメリカがメキシコ支援に乗り出す。1月12-13日に、アメリカ財務省がメキシコ支援のための400億ドルの資金貸付を計画する。この支援検討が報じられることにより、メキシコ情勢はいったん小康状態入る。しかし、議会からの反対により、計画に悲観的な観測に傾いていく過程で、メキシコの不安感が再び上昇する。このあと、アメリカ単独支援は、あきらめて、アメリカ・IMFを中心とする支援パッケージへと、政策の中心が移っていった。アメリカは議会の承認なしに支出できる為替安定化資金から200億ドルの支出を計画、しかも、その返済を原油の輸出代金で担保するという、議会対策も行う。一方、IMFは、178億ドル、G10や他の国から100億ドルなど、総額500億ドルの支援パッケージが作られたのが、1月31日であった。これにより、危機対応の山は越えた。

## 2.3 問題提起

このような、状況をいま振り返ると、次のような問題が提起される。

- (a) メキシコの通貨切り下げは、事前に回避することはできなかったのか。

図2. 1994年のメキシコ外貨準備(金を除く)の変化  
単位=10億米ドル



(b) なぜ経常収支改善のために当然と考えられる切り下げが失敗したのか、切り下げのあとなぜ急激な資本流出がおきたのか。

(c) 切り下げの後の資本流出のなかで、危機の收拾の方法は適切だったのか、メキシコ支援パッケージは最善の策だったか。

#### 2.4 切り下げ防止は可能だったか

12月19日の時点で、外貨準備の残高は50億ドル前後であり、切り下げは不可避であったことは既に述べた。したがって、切り下げを回避するのであれば、1994年の春から夏に、つまり、外貨準備が十分あった時期に、何らかの有効な政策転換が必要であったといえる。政策転換としては、早めの財政・金融政策の変更などが考えられる。

とくに、通貨切り下げを回避するためには、経常収支の赤字に対応する資本流入が投資にまわり、究極的には成長につながらなくてはいけない。しかし、大きな資本流入のあった、1991年から1994年にかけてのメキシコ経済では、資本流入が、金融緩和につながったものの、投資ブームというよりは、消費ブームにつながった。成長率も1992-93年には、2%台から0%台へと低下、1994年には3%成長になったものの、投資や成長にはNAFTA効果も期待されていたほどはあらわれなかった。これに対して、貿易の自由化によって、輸入は大きく伸長、消費ブームにつながった。通貨切り下げを避けるためには、資本流入ブームの1993年に消費抑制のためのなんらかの施策が必要であったといえよう。

では、まだ、外貨準備が十分あった時期、つまり1993年か、1994年の春から夏にかけての時点で、通貨切り下げは可能であったのであろうか。まず、1993年は、まだ資本が大きく流入している時期であり、通貨を一定に保つため介入することにより外貨準備が積みあがっていたので、切り下げは現実的ではなかった。また、通貨切り下げをするためには、2つの政治的制約が大きかったと思われる。第一に大統領選挙を控えて、経済政策の失敗を認めるように受け取られかねない切り下げはできなかった。第二に、NAFTA発効直後に切り下げを行うこと

は、アメリカ国内のNAFTA反対派の息を吹きかえらせることになり、NAFTA推進派にとって政治的ダメージになるおそれがあったことである。さらに、銀行部門が脆弱であったため、金利を高くして緊縮経済政策をとることが出来なかったといわれている。

では、通貨切り下げが不可能であるならば、通貨を支えるような財政・金融政策が可能であったかどうかを考えてみよう。資本流入がこれまでのように入ってこないことが明らかになった(セテスからテソボノスへのシフト、為替レートがバンドのなかで切り上げ上限の天井付近から切り下げ下限の床近くへ変化)1994年夏以降、より緊縮的な財政・金融政策をとるべきであったことは明らかであろう。また、それと平行して銀行部門の監督を強化して、貸付先審査の状況、対外債務の構成などを厳しく行うことが必要であった。金融政策の指標であるM2の成長率だけをみると、1994年夏の時期の金融政策は中立的でありこそすれ、緩和傾向にあったとはいえない。しかし、M2にはあらわれない、信用供与という形で、金融の緩和が進んでいたともいわれている。

メキシコの当時の政策担当者は、危機にいたる資本流出は、暗殺などの特殊要因や、アメリカの金利高騰、外国人による資本移動など、メキシコの政策範囲を超えた要因によると強調しがちである。しかし、外的要因だけを強調するのは不適切である。いろいろな外的攪乱が起こるかもしれないということは計算に入れた上で、十分な「余裕」をもって経済運営を行わなくてはいけないからである。

また、切り下げにいたる直前の数週間に、100億ドル程度の最後の資本流出がおこるが、この資本流出が、メキシコの居住者の資本逃避か、非居住者による資本引き上げかが、論点になることもある。これは、居住者の資本逃避が主であったといわれている。その状況証拠は、市場関係者のインタビュー(IMF(1995))、切り下げ直前まで、アメリカの機関投資家はメキシコ「買い」の勧めを出しており、切り下げの後慌てて大量の国債売りにまわったことや、ニューヨ

ーク上場のメキシコ株からなる投資信託取引価格と根源的な株価格による理論値との乖離が、切り下げ前に逆転、理論値が取引価格を下回るようになること(Frankel and Schmukler (1996))が、あげられる。これは、メキシコの居住者が、ニューヨークの投資家たちよりも、より悲観的になっていたことを意味している。

## 2.5 なぜ切り下げは失敗したか

通常の経済理論によれば、経常赤字が大きく、外貨準備が減少傾向にあるとき、正しい経済政策のパッケージには、必ず為替切り下げが含まれるであろう。メキシコの場合にも、何人かの経済学者がペソの過大評価を指摘していた。では、なぜ、この正しい政策を取った直後にパニックが起きたのであろうか。

第一の理由は、切り下げが遅れたために、外貨準備がわずかで、切り下げ幅15%が十分かどうか、投資家が不安になったこと。テソボノスの大量償還が控えていることに市場参加者が注目して、メキシコ政府は短期的な「流動性」に欠ける、と市場参加者が判断したこと。第二に、切り下げとともに、総合経済対策を発表すべきところ、これがなかったため、投資家が不安になったこと。第三に、固定為替制(正確にはスライド制)により、経済安定化に成功したので、為替政策が、経済政策信認の要になっていたこと。第四に、短期国債の投資信託のファンド・マネージャーが、安全であるはずの国債でデフォルトの可能性が出たことを嫌気して、一斉に損切りのための売却をおこなったこと。第五に、民間の金融・非金融部門の両方に、ドル建ての債務があり、これが切り下げで債務超過となり、直接、間接に銀行部門のバランス・シートに悪影響をあたえたのである。

以下、この五点について敷衍する。

第一の点についていうと、「追い込まれた」切り下げは、更に事態を混乱させる可能性があるということである。外貨準備が十分でないときには、切り下げの後でも固定相場を維持することは難しく、フロートにせざるを得ない。事態をより深刻にしたのは、なんとといってもテソボノスの残高が外貨準備をはるかに上回っていた

という点である。単純に計算して、メキシコ政府は短期の国債を償還する外貨準備がないというのは大きな不安材料となった。つまり、通貨切り下げによる中長期的な成長余力の回復よりも、外貨準備残高が明らかになったとたんに、短期的な流動性の不安が表面化したのである。なお、1994年春以降の外貨準備減少は、切り下げ(12月20日)までは、公表されておらず市場関係者は事前に流動性の問題があることを知る立場になかった。この、大きなタイムラグが、その後問題となり、IMFによる迅速な情報公開のためのスタンダード決定へとつながっていった。また、流動性の危機の収束のためには、IMFによる支援がひとつの重要な要素となる。国際収支ギャップに対する貸付というIMF本来の機能が期待されるわけである。

第二の点は、12月20日には、切り下げだけが発表され、経済政策の見直しの発表がなかったことである。翌日になって財政政策の引き締めなどを含む改革策がうちだされたが、いかにも後でとってつけたという印象を与えた。

第三の点は、固定為替制度による経済安定化政策の限界を示すものである。インフレ率が高く政策の信認が低くなっているような国、たとえばメキシコやアルゼンチンなどで、名目為替レートを先進国通貨(多くの場合米ドル)にペッグすることにより、経済安定化に成功してきた。為替レートを一定にするという誰にでも分かり易い目標を掲げることで政府の行動に規律を強制すると同時に、経済状態(たとえば将来のインフレ率)に関する民間の期待を一気に変えることが目的である。このような、いわゆるノミナル・アンカーが経済安定化(とくにインフレの鎮静)に効果があることは十分にわかっている。しかし、安定化の後に、二つの問題があることも知られており、これがメキシコ危機で顕在化したのである。第一の問題は、いくら急速に安定化するといっても、2年くらいにインフレ率が100%を超えるような水準から20%程度に低下する程度であり、先進国のような一桁のインフレ率にはならない。この間実質為替レートは切り上がり、輸出産業が競争力を失っていく。

それは経常収支の赤字につながっていく。第二の問題は、経済安定化した後でも、固定為替レートが政府の政策の信認の柱でありつづける限り、固定為替レートからの解放が難しい状態が続くことである。固定為替レートからの「退出」(exit policy)が問題であるということは認識されているものの、その解答は理論的にもわかっていない。退出に成功した国(イスラエル、ポーランド)もあるが、今回のメキシコのように固定為替レートの維持が困難になり、為替レート制度の変更が金融市場や実体経済の混乱につながるケースも多い。

第四の点は、アメリカの投資信託(ミューチュアル・ファンド)の投資行動である。そのファンドの設立時に定義されている性格により行動はかなり異なる。株や債券の割合、投資対象証券の危険度の割合、投資先の国の限定など、応募者募集の契約書の中でかなり細かく規定されている。メキシコ危機の直後にメキシコの債券を投資対象からはずした(つまり市場で売りにまわった)のは、短期国債(セテスやテソボノス)をポートフォリオに組みこんでいた、低リスク・低利回りをうたっていたミューチュアル・ファンドであった。一方、新興市場(エマージング・マーケット)、あるいはより地域限定の株に投資信託する、高リスク・高利回りを標榜するファンドからは、メキシコ株の売りはそれほどでなかったといわれている。最後の点に関して、もう一つ付け加えると、バランス・シート公表の12月31日の期末日が間近に迫っていたため、投資家にメキシコ国債保有を知られたくないファンド・マネージャーが売り急いだともいわれている。

途上国にとって、株に入る資本流入は、短期国債に入る資本流入より、「逃げ足」は遅いといえよう。いくつかの国(マレーシア、コロンビア、ブラジルなど)で、資本流入が巨額になる際に、短期国債の外国人(非居住者)保有に特別な税をかけるとか、保有禁止にするという政策がとられたことがある。

固定為替制度の下で、国内とベッグしている先進国のインフレ率に差が残れば、短期国債の

国内外の利子率に差が生じる。この利鞘をねらった投資がおこるのは当然だからである。一方、安定化政策の途上にある国にとっては、インフレ率が完全に収束するまえに、資本流入が巨額になることは、景気過熱を招いて、安定化失敗を意味することが多い。

とくに短期国債(さらに短期の銀行預金)を中心とした資本流入規制は、流入から流出へと変化することの混乱を事前に防ぐということを目的としているが、このような資本流入規制のなかったメキシコでの切り下げ後の混乱をみると、資本流入規制が正当化されるように思われる。(このような資本流入局面における資本規制については、IMF(1995, 第V章), Dooley(1996)を参照。)

第五の点は、通貨危機と銀行危機がお互いに関連しているという、一般的な認識の高まりの傍証になるという点である。(Goldstein and Turner(1996), Kaminsky and Reinhart(1996)など参照。)銀行部門の危機は、IMFの研究によると、1990年代だけをみても、IMFのメンバー国の約3分の2の国で起こっているほど普遍的にみられる。非銀行部門の倒産も銀行の不良債権の増加につながるが多い。民間銀行部門は、決済システムをもち、金融のシステムリスクに大きな影響をもつので、大銀行をつぶすわけにはいかない(too big to fail)のは、先進国も途上国もおなじである。したがって、民間部門の外貨建て債務が大きければ大きいほど、銀行救済を通じた財政支出につながる可能性が高くなるのである。実際に、メキシコの場合も通貨危機の後、銀行部門の救済のため、多くの財政資金が使われることとなった。

## 2.6 IMF・先進国の危機対応は適切だったか

メキシコの切り下げから通貨危機に発展したあと、アメリカの支援表明から、IMFと先進国を中心とする支援パッケージに結実するまでの間の対応は、最善であったかどうかの問題もある。IMFの本来的な機能は、加盟国の国際収支ギャップへの支援であるから、1994-95年のメキシコのようなケースは、融資の対象になるはずである。しかし、IMFが切り下げ直後に

メキシコ支援に乗り出すのには、いくつかの問題があった。通貨切り下げから危機の発生まで、わずか数日であり、IMFの現地調査(ミッション)から融資条件(コンディショナリティー)の交渉、理事会での承認の通常の手続きはまったく間に合わない。

このように、逃げ足の速い、巨額の資本移動により引き起こされる危機は、これまでのような徐々に起きてくる国際収支ギャップから生じる問題とは、性格が違うことが明らかになった。時間的余裕も、必要な資金の規模も、これまでのIMFの想定外であったといえる。しかも、メキシコの経済状態については、通貨の切り下げが起きるまで、IMFのモニターも年一回の通常審査(4条協議)しか行われておらず、それも、1994年初めに行われたものであった。

メキシコへの支援が遅れたとの批判とは反対に、一月中旬のアメリカの支援表明については、発表が早すぎたとの批判もある。もう少し、市場がどのように対応するのかを見極めてもよかったという意見である。具体的には、借り換えが危ぶまれたメキシコ国債(テソボノス)の所有者が、自発的に借り換えに、応じるかどうかの見極めが難しかった。一方、危機の波及を避けるためには、早期の計画の発表は必要であったとの判断も説得力がある。ただ、結果的には、当初の計画が頓挫して、市場の不安を増幅した事になった。

IMFのメキシコへの対応は、その融資額と、決定に至る過程が、異例であった。まず、融資額は、通常その国の出資額(Quota)の100%と決められており、いろいろな例外規定をあわせても、300%が限度となっている。メキシコの場合、300%で78億ドルである。しかし、支援パッケージでは、この78億ドルのほかに100億ドルの拠出をG10以外の国からIMFの責任で募ることになっていた。しかし、実際には、拠出金の募金は実現せず、IMFがこの100億ドルも融資をおこなった。

また、メキシコへの融資の決定については、これが異例のスピードで決められている。通常、IMFからの融資プログラム策定には、調査ミ

ッションの派遣、融資の条件の交渉、融資プログラムの理事会での承認(提案から承認まで3週間の検討期間を置く)という手続きを踏み、検討から速くても3カ月程度かかるものである<sup>3)</sup>。それが、メキシコの場合には、これが実質的に数日、肝心な条件については、24時間で理事会が決断する必要があったといわれている。コンディショナリティーの交渉も終わっていなかったはずである。これは、事態がそれほど切迫していて、危機を止めなければ、メキシコの経済への悪影響がより深刻になるばかりではなく、他の国(特に、アルゼンチン、ブラジル)への危機の波及が心配される状況にあったため、いかにアメリカやIMFが事態を重くみていたかがわかる。

このような異例づくめの対応から、IMFや先進国には、大きな宿題が残ったといえる。メキシコ型危機が将来繰り返された場合、よりよく対応するためには、IMFはどのような整備を行わなくてはいけないのかが、議論され、その一部がこれまでに実現している。まず、急激な資本流出に対応するためには、多くの資金を迅速にその国に対して融資を行う必要がある。これまでの枠組みのなかで、資金額を増大するには、IMFの増資(Quota Increase)が必要だが、これはIMFから提案され議論されているものの、実現していない。緊急融資基金を創設するというような構想があるが、これも実現していない。既存の枠組みでは、G10を中心とした国が拠出する資金をIMFが借入れて融資に使う制度(GAB、一般借入協定)がある。実際に、これもメキシコ危機で使われたのだが、資金量をふやすために、G10以外の比較的裕福な途上国も巻き込んだ資金を作ろうという動きも起きた。これは、GABの構成メンバーの拡大には、G10の一部の国は反対したといわれ、あらたに、GABと平行のNAB(新借入協定)を創設することで、合意、実現した。これには、アジアからの参加国もある。

また、そもそもの危機が起きないように、市場に十分情報を開示させる、またその開示があることで政策運営を慎重にさせようという考え方から、迅速な情報開示へのコミットメントを

求めた。IMFのホームページのなかに、どの国がどのような情報を定期的に公表しているかの一覧を載せることで合意、実現した。

流動性の危機に陥った国に対し、安易に緊急融資をおこなうということは、国の経済運営にモラル・ハザードを生じさせるという批判はありうる。また、政策の変更、経済改革の条件の交渉の前に融資することにも、IMFスタッフの抵抗が強い。しかし、問題の国から、他の国への波及効果が心配されるときには、まず、危機を止めることが重要であると考えるのが主流である。また、緊急融資のための条件の議論もつめずに大型融資をおこなうことについては、理事会の抵抗も大きいと予想される(通常の3週間の検討期間には必要ではないにしても、少なくとも数日は必要かもしれない)。

### 3. 資本移動と通貨危機の理論

#### 3.1 資本流入に対処する経済政策

第1節で概観したように、1990年代前半は、新興市場国(emerging market)への資本流入が急増した時期である。資本の流入が急増した国では、さまざまな政策的対応がとられたが、最善の政策について、明確な答えが示されたわけではなかった。また、メキシコの経験は、資本流入時に対応を誤ると、資本流出時に大きな混乱を招くということが示された。本節では、いくつかの政策的対応メニューとその効果、問題点を検討する。

経済規模(GDP)比で5%を超えるような資本流入があると、マクロ経済運営に支障を生じる場合があるということがわかってきた。途上国の経済改革が進み、マクロ指標が改善、金融資本市場の開放が進むと、先進国の直接投資やポートフォリオ投資が向かうようになってくる。表1で示したように、1990年代にはラテンアメリカやアジアの途上国のうち経済パフォーマンスの良い国に先進国から資本流入が急増したため、このような資本流入に対処するマクロ政策の役割について検討がすすんだ。(Khan and Reinhart(1995), IMF(1995, 80-108頁), に詳しい。)

資本流入には、いくつものタイプがあるが、経済改革の結果、政治・経済が安定して、経済成長の可能性が増加すると、先進国に比べて低い賃金を魅力と感じる直接投資が入ってくるかもしれない。また、経済成長の持続は、この国の企業の株価を長期的には高騰させると期待されるので、長期的な高リターンを求めて投資資金が株式市場に流入するかもしれない。さらに、生産性の向上により高度経済成長が実現すると、これからの途上国の通貨も長期的には切り上がると期待される。すると、長期的な投資は、為替差益も期待できる。以上は、長期的な投資動機の理由であるが、これに対して短期的な金利差に着目した投資動機も考えられる。たとえば、途上国では、高いインフレ率や豊富な投資機会を反映して先進国より高い金利がついている場合が多い。しかし、経済改革以前は、この高めの金利は、債務不履行(デフォルト)リスクを反映していたり、将来の為替切り下げリスクを反映する場合が多い。ところが、経済改革の進行とともに、このようなデフォルトリスクの低下、為替リスクの縮小に伴い、先進国の投資家がこの途上国の金利を魅力的と見るようになる。

これは、特に、途上国が固定為替制あるいはそれに準ずるシステム——たとえば、通貨バスケット制を採用しながらも通貨のウエイトが一つの通貨に偏っている場合や、スライド制ながらインフレ格差に比べて不十分な場合など——を採用している場合には、為替リスクなしに高金利をうることを目的とする、金利裁定取引の対象になってくる。短期(たとえば6カ月以内)には為替切り下げの確率は非常に低いとみれば、短期国債や銀行預金で、高い金利を稼ごうという先進国投資家、あるいはミューチュアル・ファンドが現れても不思議ではない。

経済規模に比して巨額の資本の流入が、ある途上国に対して起きたとしよう。このときに、途上国が外為市場で何ら介入を行わなければ通貨は切り上がる。そして輸出産業にとって少なくとも一時的な打撃となるであろう。また、資本の流入が続けば輸出産業は、中長期的に衰退、経常収支の赤字が恒常化して、やがて対外債務

の維持可能性の問題が生じてくる。さらに、資本の流出入により通貨が乱高下する可能性があり、安定的貿易関係の維持からも好ましくない。この国の輸出産業が十分に競争的で、しかも急速に生産性向上を行うことによって、為替切り上げを吸収することができる時のみ、不介入の政策が勧められる。

では、巨額の資本流入に対して外為市場で介入することによって為替レートへの影響を緩和もしくは遮断する場合を考えよう。この場合、もし介入を不胎化(sterilization)しなければ、介入により資本流入を吸収するという事は、中央銀行の外貨準備を増大させ国内通貨の供給を増やすことになる。外国投資家が国内資産を購入し、その資産を売却した居住者は、国内の流動性を入手する。したがって、マクロ政策の観点からは、金融緩和を行うことに等しい。金利は下がるので、ポートフォリオ投資は減少する。しかし、もし資本流入がおきる直前の時点で経済が好況であれば——またそのようなときに資本流入は起きがちなのだが——、資本流入に対して不胎化されない介入をすると、国内の景気を過熱させ、マクロ経済状態を悪化させる。国内が資本流入以前に不況にある場合や、景気拡大にともなって貨幣需要が拡大するときのみ、この不胎化されない介入政策が、勧められる。

つぎに、不胎化(された)介入を考えよう。外国投資家が、途上国の債券を良い投資機会と判断して、この購入に向かう場合を考えよう。これは、債券購入資金のため通貨を手に入れようとして、通貨を切り上げ圧力となる。中央銀行の不胎化介入は、外貨と交換に国内通貨の供給を行う一方、国内市場で国内債券を売却、国内通貨を吸収する。売却された国内債券に見合う外国からの需要が生じていれば、丁度、中央銀行が、外貨と引き換えに国内債券を外国投資家に対して売却したのと同じで、国内のマクロ状態には、影響を与えずに済むことがわかる。国内通貨(マネタリーベース)は、不変に保たれるため、インフレ懸念はない。一方金利も、他の条件が変わらなければ、一定に保たれる。従って、もし金利差を求めて資本が流入しているの

であれば、不胎化介入では、その魅力の元を断ちきることは出来ない。

また、不胎化介入は、むしろ資本流入をより大きくするという意味で、事態を悪化させることがある。たとえば、最初の資本流入が直接投資や株購入に向かう長期資本の流入であったとしよう。この場合でも、為替には切り上がり圧力がかかる。これに対して、為替の切り上げを嫌って不胎化介入を行うと、国内債券(国債)を中央銀行が購入するために、短期金利が上昇することになる。すると、この高くなった短期金利を投資機会とみる投資家が現れる。この場合には、もともとの長期資金の投資家に加えて、不胎化介入のため、短期資金の投資家まで、この国に資本を流入させるようになるため、資本流入額はむしろ増加する。このように、不胎化介入では、資本流入を防ぐことができないばかりか、むしろ激化することもある。

このように、外為市場では、介入してもしなくても、完全に資本流入に対して対抗することが出来ないことがわかった。では、本来は国内向けであるようなマクロ政策のなかで、何か有効な政策があるだろうか。もし、資本流入に直面して、不胎化されない介入を行い景気が過熱気味になったときには、緊縮財政政策(政府支出の減少および国債発行の減少)をとる良い機会である。財政支出減少は景気抑制効果がある一方で、国債発行の減少は、金利を低下させて、ポートフォリオ投資による短期資金流入を抑制、さらに民間の投資機会を増やす(クラウドディング・アウトの逆)ので一石二鳥である。つまり資本流入がある時は、緊縮財政をとる絶好のチャンスなのである。実際に、タイでは、1988-91年にかけて、緊縮財政がとられた。

緊縮財政政策と同様の効果があるのは、民間貯蓄インセンティブを高めるような政策(たとえば強制貯蓄の要素がある強制年金払い込み料率を高める、税優遇の貯蓄商品の拡大など)である。景気が過熱気味になる場合に、貯蓄の増大(つまり消費の抑制)はやはり景気抑制効果があるので適切である。また、貯蓄増大は、金利を低下させて、資本流入抑制に働くのも緊縮財政

の場合と同様である。見方をかえると、緊縮財政政策も貯蓄奨励も IS バランスを変えることにより、経常収支赤字幅の縮小に貢献する。

しかし、緊縮財政も貯蓄奨励も限界がある。資本流入が巨額に上るときには、完全にそれだけで対抗することはできないかもしれない。このようなとき、すくなくとも緊急避難的に資本移動規制を採用することを検討しても良いかもしれない。まず、資本の流出が始まってからの資本流出防止のための資本規制は、抜け道が多く効果が薄い。既に国に投資された資本の流出を禁止することは、投資機会に対する透明性に欠ける政策として投資家の信頼を失うおそれがある。

これに対して、資本流入に対する規制には、いくつかの方法がある。まず、途上国にとって、長期資本を短期資本よりも好ましいと考える立場に立つと、短期国債の保有に対して源泉徴収税を課すとか、居住者による短期の銀行預金に対しては、準備率を高くすることによって実質的に利回りを低くさせるような政策が考えられる。とくに、準備率規制は、銀行部門を通じての景気の過熱を防ぐ意味で効果があると考えられる。源泉徴収税は、マレーシア、チリ、コロンビアなどで実施された。準備率規制の強化は、1980年代後半から1990年代にかけて、コスタリカ、マレーシア、スリランカ、コロンビアでおこなわれている。逆に、メキシコ、アルゼンチンでは、資本流入が増大する中で、資本移動規制を撤廃、さらに銀行預金の準備率規制も廃止した。

資本規制が有効に機能するかどうかは、規制当局の行政監督能力・徴税能力や、民間金融機関の規制を遂行する意欲などにかかっている。銀行部門以外の方法で資金を持ち出す方法が多い場合には、抜け道が発生することも考えられる。したがって、資本規制は、永久に効果を持つというよりも一時的な効果を持つにすぎないと考えるのが自然である。

このほかに、資本流入に有効な政策には、銀行部門の監督強化、および政府部門の預金の預け先変更が考えられる。まず、銀行部門の監督強化では、景気過熱状態で、不動産部門などリスクの高いセクターへの貸出を慎重に行うよう

な指導・規制や、預金保険制度のモラル・ハザードを最小にするような方策が考えられる。とくに、銀行部門の脆弱制が通貨危機に結びつく可能性が高いことを念頭に置くとき、銀行部門への監督強化は資本流入局面で重要である。また、政府預金(あるいは年金基金)を民間銀行から中央銀行に預けかえるのも国内信用の縮小を意味するので、景気過熱局面では効果的である。預金準備率引上げと同様の効果を持つ。

以上をまとめると、資本が流入する局面では、いくつかのマクロ政策的対策があるが、どれも長所と短所がある。したがって、いろいろな政策を少しずつ試しながら「副作用」を最小にする必要がある。資本規制には、ある程度の効果が期待できる。また、もし資本規制をまだ撤廃していない途上国の場合には、この撤廃には慎重であることが必要である。国内の金融・資本市場が十分に整備され、銀行部門が頑強なバランス・シートをつくるまでは、内外資本取引の自由化は、かえって国内の歪みを増大させ、資本流出の変動にマクロ経済が振り回される可能性を増大させる。

### 3.2 サステナビリティ

メキシコの流動性危機はここまで見てきたように、基本的には、経常収支赤字=資本流入の規模が長期的には維持可能ではない——つまり「サステナビリティ」がない——と市場が判断したと考えることもできる。また、固定為替制度のもとで、投機により外貨準備が取り崩されることによる通貨危機と見ることもできよう。このような、考え方については、これまでいろいろな理論的な文献がある。

サステナビリティについては、1980年代半ばのドル高により、アメリカの経常収支赤字が拡大した際、ドル高が長期的には維持可能ではないという論文を Krugman(1985)が発表、その後のドル急落を予見したものと話題となった。最近のメキシコ危機に際して、サステナビリティの議論が再び脚光を浴び、Milesi-Ferretti and Razin(1996 a, b)が発表されている。また、Krugman(1979)が、外貨準備のレベルがある一定のレベルに減少すると、一

気に投機によりゼロまで売られ、切り下げに追い込まれるような理論モデルを構築している。詳しいモデルの展開は上述の理論モデルに譲り、ここでは、このような文献にあるモデルの基本的な考え方が、メキシコ危機の理解に役に立つかどうかを検討する。

まず、記号を次のように定義する。経常収支の赤字を  $CA(t)$ 、GDP を  $Y(t)$ 、対外債務を  $D(t)$ 、貿易収支を  $B(t)$ 、そして利子率を  $r(t)$  とする。

$$\begin{aligned} CA(t) &= B(t) + r(t)D(t-1) \\ &= D(t) - D(t-1) \end{aligned}$$

である。ここで GDP の成長率を  $g(t)$ 、債務・GDP 比率 ( $D/Y$ ) を  $d(t)$ 、そして貿易収支赤字・GDP 比率を  $b(t)$  であらわすと、

$$D(t) - D(t-1) = B(t) + r(t)D(t-1)$$

が、次のように書きかえられる。

$$d(t) - \{(1+r(t))/(1+g(t))\}d(t-1) = b(t)$$

ここで、 $r$ 、 $g$ 、 $b$  を一定と仮定すると、 $d$  が収束する条件は、 $g > r$  であり、収束した先の均衡債務・GDP 比率は、

$$d^* = b(1+g)/(g-r)$$

である。つまり、成長率が実質利子率を上回れば、初期値がどのような値でも、債務・GDP 比率は有限の値に収束する。メキシコの場合も成長率がなかなか上昇しないために、市場が、資本流入が長期的に維持可能ではない、と判断を下したと考えることも出来る。しかし、この簡単な説明にはいくつかの問題がある。第一に  $g$  と  $r$  の差が非常に小さければ、収束先の  $d$  は非常に大きな値をとる。現実的には、あまりにも高い  $d$  は、以下に考えるように、パラメーターの少しの変化でも維持可能性に問題が生じかねないので、維持可能ではなくなる可能性がある。第二に、 $g$  と  $r$  の差が小さければ、 $g$  の少しの下落、 $r$  の少しの上昇によっても、これまで維持可能と思われていた国が突然、維持不可能な領域に転落することがありうる。 $r$  の上昇が一時的で、 $d$  の値が低ければ、維持可能性についての懐疑的な期待は出ないかもしれない。しかし、 $d$  が高く、 $g$  が低いときには問題が生じることがあろう。1994年2月以降の米国の

長期金利の上昇が投資家のポートフォリオ判断の結果メキシコを含む新興市場への資本流入を減少させたが、これを受け入れ国の側から見ると、維持可能性の条件が疑われるようになったと考えることができよう。

一方、上述の簡単な計算では、為替レートの問題が考えられていない。実際には実質為替レートの切り下げは、貿易収支赤字、 $b$  を減少させ、成長率、 $g$  を上昇させるであろうから、均衡  $d$  は減少、長期的な維持可能性が向上する。したがって、為替レートの切り下げが、資本流入国にとっては、重要な政策となる。逆にメキシコの場合には、名目為替レートを米ドルにペッグしたため、実質為替レートが切り上がったことは第1節、第2節で説明したとおりである。つまり、維持可能性がこの面からも脅かされたことになる。

さらに、 $r$  はもっぱらこの資本勘定を自由化した途上国についてはグローバル・マーケット (実質的にはアメリカ市場) で与えられたものとして考えられるが、もし債務比率が高まり、 $g$  と  $r$  の差が小さくなると、少しのパラメーターの変化でも維持可能性がなくなる可能性が高まる。このことを投資家は念頭に置き、 $d$  のレベルに応じて、この国の債務に対してはリスク・プレミアムを要求するようになるかもしれない。あるレベル以上の  $d$  の値は、 $r$  を上昇させるとすると、長期的な維持可能性の条件は、 $g > r$  ではなく、 $g > r + \alpha$  で、 $\alpha$  が、このリスク・プレミアムによる  $r$  の上昇要因といえる。

以上、長期的な維持可能性を論じてきたが、短期的には、海外からの借入れにより投資を拡大して、成長率をあげ債務から成長により脱却する可能性もある。短期的には  $b > 0$  だが、これが投資を引上げ、 $g$  を上昇させる。そして、中期的には  $b$  をゼロに戻し、 $d$  の上昇を抑えるというシナリオである。これは、資本流入が消費ブームではなく、投資ブームになること、生産が資本の増大に十分大きく反応するという条件付きで、可能性として示すことができる。メキシコの場合は、 $b$  の増大が、消費拡大につながり、成長率上昇に結びつかなかったことから、このシナリオが実現しなかったのである。

以上、簡単なモデルから、サステナビリティの考え方を紹介して、メキシコ危機への意義を説明したが、詳しい理論的な検討は別の機会に譲らざるを得ない。

#### 4. 再発防止のために

##### 4.1 再発防止の課題

1994-95年のメキシコの通貨危機は、国際金融の理論および実践にいくつもの課題を提起した。メキシコ型の流動性危機を予防するためには、二つの異なる段階における対策が考えられる。まず第一段階は、通貨切り下げなど危機のきっかけに至らないような対策である。この中には、まず、途上国の節度をもった経済政策と銀行システムの監視の強化があげられる。国内金融・資本市場の整備に応じた資本自由化の速度の選択も重要である。とくに、資本流入が大規模に上る場合の対策は、資本が流出に向っても大丈夫なシステムを維持することが大切であるという意味で重要である。資本流入が大きく、経常収支の赤字幅が大きい国に対しては、たとえ経済状態(成長率、インフレ率)が良くても、IMFは頻繁に経済審査を行う必要がある。また、途上国の頻繁に行われる経済情報の開示も投資家の行動が急激に変化しないために重要である。さらに、危機の早期警報シグナルのモデル開発も重要である。

第二段階では、通貨切り下げをしたり、一時的に危機になりかけた場合に、いかに先進国やIMFが、危機の拡大を未然に収拾することができるか、という問題であり、そのための事前の準備とシナリオが重要である。たとえば、実際に通貨切り下げに追い込まれたような場合にどのようにして、その影響を最小限に止めるかという問題である。危機が深刻化しないというのは、危機のきっかけとなる国(ここではメキシコ)の状態が悪化しない、ということと同時に危機が他の国に波及しないということも意味している。ここでは、重要なのは、危機の収拾ということと同時にいかにして、モラル・ハザードを防ぎ、将来の危機の発生の可能性を高めないようにするかということである。危機の収

拾だけならば、大規模な支援プログラムを組みさえすればよい。それならば、その資金の調達のため、IMFの増資や、IMFが先進国中央銀行から緊急借入れできるようにすることが望ましい。GABやメキシコ危機の後に作られた、NABが後者にあたる。さらに、具体化しなかったものの、為替安定化のための新たな基金の計画もこの流れに沿ったものである。しかし、支援だけでは、貸し手(債権を保有する非居住者および投機を行った投資家)、借り手(政府)、が十分に教訓を得ず、また別の国で流動性危機を引き起こすことになりかねない。そこで、現在の流動性の危機を防ぐと同時に、次の危機が起きないようにするような政策が重要なのである。この点について後に貸し手責任論、借り手責任論として主にモラル・ハザードを防ぐ観点から論じることとする。

##### 4.2 危機の未然の防止

メキシコ型の通貨危機・流動性危機を未然に防ぐための基本は、第一段階の対策である。その中でも、第一に資本流入をうまく制御することが重要であろう。巨額の資本流入に対して無策でいると、第3節で述べたような困難を引き起こす。第二には、金融・資本市場を頑強なものにすることがあげられる。特に銀行システムを健全に保つことは、通貨危機の確率を低め、通貨切り下げを余儀なくされた場合にそれが、経済全般に悪影響を持たないために重要である。第三に、通貨危機が起きる確率が高くなった時には間髪を入れず、対策をたてることが重要である。この点に関して「早期警戒シグナル」は何かという一群の研究がある。(たとえば、Frankel and Rose(1996), Eichengreen and Rose(1996), Goldstein(1996)などがある。)大きな為替レートの変更(切り下げ)を余儀なくされる国は、どのような特徴があるかという研究で、経常収支赤字の大きさ、銀行部門の債務の内容(短期、外貨建ての債務の割合)などが、切り下げ確率に影響することが示されている。また、資本流入にしろめる直接投資比率が高いほど切り下げ確率は低くなるという結果も出ている。

##### 4.3 危機の拡大の防止

危機の兆候が生じたあとにおこなわれるのが、第二段階の防戦ラインである。危機の兆候には資本流出や投機筋の通貨売りによる外貨準備減少または通貨の大幅下落、株価の下落や金利の高騰などがある。そこで、その危機の拡大を防ぎつつ、貸し込んだ投資家や借りすぎた政府が、相応の負担をする方法を見つけるのが、ここでの課題である。おもに、IMF や先進国政府が、当該国と交渉することになる。IMF からの融資は、伝統的なマクロ経済政策についての条件(コンディショナリティー)付きの融資が焦点となる。問題は、メキシコのように、国際資本市場からの借入れをすすめた新興市場の国(emerging markets)は、これまでのIMFのルールに従った(出資額に応じた——約3倍までが限度)融資額決定では、規模が小さすぎるといふ点である。後述のように、メキシコの場合も例外的に、融資額は通常のルールを超えたものとなった。これからの危機でも、IMFの通常のルールが適用されない場合が多く出てくるかもしれない。一方、メキシコの危機回避のための施策が最善の物であったかどうかは、証明されているわけではない。いくつかの論点が考えられるので、これを以下に紹介する。

#### 4.4 メキシコ支援措置——借り手責任論

メキシコの支援・救済措置では、実際はどのような効果があり、どのような問題点があったのであろうか。IMFとアメリカ政府による救済パッケージは、メキシコ政府を救済(bail out)したものであるとの見解がある。マクロ政策の失敗が、通貨危機を招いたのであり、このような政策の失敗にIMFや他の国の資金を提供をするのは適当ではないとの見解である。しかし、この批判は3つの点であたっていない。第一に、IMF及びアメリカの援助は、メキシコ政府の「流動性の危機」回避のための協力であり、メキシコの「債務の削減」というような救済ではない。貸付を行う(用意がある)と表明することで、金利が低下して、債務のロール・オーバーのコストが低下することはあっても、債務額を削減するというものではなかった。第二に、1995年1月には、ラテン・アメリカやアジ

アの新市場国へ、メキシコ危機の波及が心配された。為替レートに切り下げ圧力がかけられ、株価が下落する国が相次いだ。この波及効果(contagion effect)を防止することが重要な課題となった。第三に、メキシコ経済は、IMFやアメリカの支援にもかかわらず、1995年には、GDPが7%も下落するという不況に陥った。さらに、銀行部門に深刻な不良債権問題が起き政府の援助も必要になった。アメリカやIMFからの融資を返済するために、緊縮財政を採用することが必要になり、メキシコ政府に対しては、十分に、市場の「制裁」が働いたといえる。アメリカ、IMFのメキシコ支援措置が、これからのエマージング・マーケットの国の政府に対して、モラル・ハザードを助長しているとはいえない。このうち、第一と第二の理由は、まさに、このような状況を解決するためにIMFが存在するのであり、メキシコ支援をおこなった事は当然であるといえる。

IMFとアメリカの支援策が結果的に投資家を「救済」したとの批判もありうる。IMFやアメリカの支援パッケージが発表されなければ、1995年第1四半期に償還を迎えるメキシコ政府による国債借り換えは、かなり難しい状況にあった。借り換えが出来なければ、国債の利払い・償還拒否(デフォルト)も有り得たであろう。つまり、IMFやアメリカの措置は、潜在的な損から投資家を救済するものであったといえる。もちろん、投資家の救済と、メキシコ政府の救済は、必ずしも明確に分別はできないが、将来の危機に対するモラル・ハザードの意味からは、メキシコ政府のほうが教訓をえているものの、投資家は必ずしも貸し手責任の教訓を得ていない、と考えてもおかしくない。

#### 4.5 貸し手責任論

では、貸し手責任はあるのだろうか。メキシコ危機が深刻になったのは、切り下げのあと、テソボノスやセテスなどのメキシコ政府の国債の売り圧力と資金移動による通貨暴落であった。メキシコの1月の状況で、債務不履行、あるいは、強制的借り換えを強要することは出来たであろうか。メキシコの切り下げ後の通貨危機の大き

な要因が、テソボノスの償還への不安であっただけに、政府国債をデフォルトすることが、ひとつの可能性ではあった。とくに、経済学的には、メキシコのように、本質的に対米ドル固定為替制度(正確にはインフレ率格差に連動するようなあらかじめ発表されている率で減価するようなスライド制)である国の国債は、本来アメリカ国債の金利と同じ(あるいはインフレ分を差し引いた実質金利の意味で同じ)でなくてはいけない。これは、金利裁定条件である。しかし、メキシコ(をはじめ多くの米ドル連動の為替制度を持つ途上国で)金利は米ドル金利よりも高くなっている。この金利差(スプレッド)は、国債のデフォルト・リスクあるいは送金規制などが導入されるリスク、さらに為替の切り下げリスクなどを含んでいると考えられる。ところが、メキシコのテソボノスの場合は実質的に米ドル建てであるから、為替リスクはなく、投資家は、主にデフォルト・リスクを認識しつつ高い金利を要求していたと思われる。また、1995年の春から夏にかけて、セテスから、テソボノスへ発行がシフトしたのも、メキシコ政府が、為替リスクを含むセテスのスプレッドが高くなりすぎたため、テソボノスの発行を増やしたと考えられる。それならば、投資家はすでに、12月の為替切り下げの半年以上前から、為替リスクが高くなったことを認識していたともいえる。また、テソボノスの金利と米国債の金利のスプレッドは、安定的ではあったものの、常に200から300ベース・ポイントあったので、デフォルト・リスクも市場では読み込まれていたといえる。つまり、為替の切り下げやデフォルト・リスクは織り込まれていたわけで、もしそのような事態がおきたとしても、必ずしも「晴天の霹靂」ではないはずである。高い金利(リスク・プレミアム)を享受している投資家に、国家危急の場合には、応分の負担を求めるのは、当然である、という考えは十分、経済学的な根拠があるといえる。

しかし、単に債務危機に陥った国の政府債務(sovereign debt)をデフォルトすることは、主に法律面から、いろいろな問題をはらんでいる。第一に、政府債務をデフォルトしている

国に対して、IMFの融資を含む支援プログラムは策定することはできない。第二に、政府債務が1990年代のメキシコのように国債(bond)の形態を取っている場合には、1980年代の債務危機の場合の銀行シンジケート・ローンの場合よりも、債務繰り延べ(リスク)がより難しい。これは、債権者が不特定多数にのぼることが多く、債権者集会を持つことすら難しいこと。さらに、例えばメキシコ政府がデフォルトした場合、アメリカ合衆国の債権者ひとりひとりがアメリカ国内にあるメキシコ(政府)資産に対して差し押さえ請求をする可能性がある。(できるかどうかは、国際的な破産処理の方法が確定してないので、難しい問題で、裁判所の判断による。)通常の貿易業務、金融市場に大きな混乱が起きる可能性がある。

もし将来に同様の危機が発生した場合の対処の方法について、貸し手責任を問う意見も出てきた。これについては学界からも、政治の世界からも関心がよせられている。

まず、経済学者からは、Eichengreen and Portes(1995)が議論を集約している。基本的な問題提起および主張は次のとおりである。まず第一に、途上国への資本移動は、さまざまな要因で市場の失敗が起きており、完全に効率的な市場とはいえない、という認識から出発する。資本移動が急激におこると、通貨や金融資産価格が急落、自己実現的期待形成(self-fulfilling expectation)が生じる可能性がある。成長率の下落は、将来の国債の通貨の急落が資本の流出を招き、資本の流出は、金利を高めて生産活動を抑制、成長期待の下落につながる、また不況がさらに財政を圧迫、これがさらに通貨の下落を招くわけである。Eichengreen and Portesは、債務のデフォルトをIMF勧告で行えるよう提案している。

また、1995年6月ハリファックスでおこなわれたG7首脳会議(サミット)では、国際的な流動性危機の解決に関する複雑な問題の検討を先進10カ国蔵相会議に諮問している。これを受けて、1996年5月のG10(先進10カ国、蔵相・中央銀行総裁会議)が報告書(Group of Ten

(1996), を提出している。この報告書のなかで、公的債務(sovereign debt)の返却が難しくなるような状況での、いろいろな対策にふれているが、そのひとつの可能性として、政府債務の一時的支払停止の可能性に言及している。言い回しは非常に慎重で、「すべての契約の本質的原則は、その契約内容と条件が、期限どおりに完全に履行されるということである。」としながらも、「ある稀なケースにおいては、債務支払いが一時停止することが、危機解決のプロセスの一部となるかもしれないということ」(paragraph 83)を認識すると述べている。その理由は、危機回避の対策を立てるための時間を稼ぐためであるとしている。さらに、「債券や他の債権を例外扱いすることはもはや出来ないかもしれない、なぜならば、それらが重要になってきたからである。」(paragraph 86)と述べている。この報告書では、明示的には言及していないものの、メキシコのテソポノスのケースを念頭に置いているのは明らかである。

#### 4.6 東南アジアの通貨危機

1997年7月2日、メキシコ危機以来何回か、投機の対象になってきたタイのパーツが、通貨の実質的な切り下げを(管理フロー制に移行)をおこなった。ただちに15%程度切り下がった。さらに、7月中旬、周辺のフィリピン、マレーシア、インドネシアで、通貨の実質的な切り下げが行われた。周辺への波及効果は、メキシコの場合と同様、地理的周辺国に起きている。貿易構造や通貨体制の類似性から、投機筋の標的をされた面も否めない。このようなことから、メキシコ型通貨危機が、これからも繰り返し起こり得ることを実証した形となった。

タイは、1995-96年に経常収支赤字が対GDP比8%にのぼり、メキシコの切り下げ直前の水準に達していたので、しばしば通貨の売り圧力がかかってきた。(直近だけでも1997年2月、3月、5月に投機的圧力があつた。)今年に入って輸出成長率が対前年比ゼロになり、経済成長率も鈍化したため、ついに切り下げになったといえる。

タイの場合もメキシコ同様、通貨が実質的に

切り上がってきたといえる。過大評価の通貨がGDP比8%の経常収支赤字を引き起こしたのも、同じである。

メキシコの場合は、テソポノスという公的債務が通貨切り下げの結果、債務を拡大、危機を広げた。一方、タイには民間銀行部門の外貨建て債務が多く、不動産市場の暴落によって起きた不良債権問題とあいまって金融不安が生じている。むしろ、メキシコの場合には、通貨不安が国内の銀行部門の不安の引き金になったが、タイの場合には不動産部門を中心とする国内金融セクター(銀行およびファイナンス会社)の不良債権問題が通貨不安につながっていった。

メキシコの場合とタイの場合の顕著な違いは、メキシコの通貨切り下げが、ほとんど予期されていなかったのに対し、タイの通貨切り下げは、実際の切り下げの前1年間、度重なる投機売りがあつたため、マーケットでは切り下げがほとんど時間の問題と思われるようになっていた。つまり、タイの通貨切り下げでは、市場関係者に驚きはなく、パニック的な売りにはつながらなかったことである。

以上、メキシコとタイの簡単な比較をおこなったが、東南アジアの通貨危機が通貨の15-20%の切り下げで収拾に向かうのか、潜在成長率に変わりはないのか、など慎重な検討が必要な課題が多い。いずれにしても、東南アジアの通貨不安とそのメキシコとの詳細な比較は、別稿に譲らなくてはならない。

#### 4.7 終わりに

本稿では、1994年12月、通貨切り下げをきっかけに起きたメキシコの通貨危機の分析を通じて巨額の資本流入・流出により引き起こされる新興市場の通貨・流動性危機の課題を論じた。メキシコの例を引きながら、資本流入時の適切なマクロ政策と、資本流出のきざしが見えたあとの適切な対応策を詳細に検討した。メキシコ危機は、IMFに大きな課題を残すこととなった。資本移動に対する考え方、新興市場の流動性危機に対する支援の仕方などで、新たな取り組み方が要請されている。

(一橋大学経済研究所)

## 注

1) IMF(1996, 5頁)では, 1990年の途上国への民間資本流入を435億ドル, 1995年の民間資金流入を1,937億ドルと推定している。さらに, 体制移行国への資本流入も加えると1990年には571億ドル, 1995年には2,112億ドルにのぼっていた。IMF(1996, 86頁)。IIF(1996, A-3頁)では, 途上国への資本流入を1995年には2,077億ドル, 1996年には2,248億ドル, と推定, 予想している。世界銀行(1997, 9-10頁)は, 途上国への資本流入は, 1990年には500億ドル以下, 1996年には2,400億ドルを超えたと推定している。

2) テソボノスは, 正確にはペソ表示で, 元利ペソで支払うが, 利子率が為替レートに連動しており, 投資家は為替リスクを負わない。切り下げは, テソボノスに起因する政府債務を増大させるか, もし海外投資家が償還を受けてすぐにドル換金して資本を引き揚げるならば外貨準備を減少させる。

3) 理事会は, IMF本部で毎週3回行われている意思決定機関。各国から出資比率に応じた投票権を持つ理事が出席する。単独で理事を持つ国が8カ国, それ以外の国は, 何カ国かまとまって理事一人を出している。

## 参考文献

- Aspe, Pedro(1993)*Economic Transformation the Mexican Way*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Buira, Ariel(1996)"Reflections on the Mexican Crisis of 1994," in Calvo, G., M. Goldstein, and E. Hochreiter(eds.)*Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis*, Institute for International Economics, pp. 307-320.
- Dooley, Michael(1996)"Capital Controls and Emerging Markets," *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 1, No. 3, pp. 197-206.
- Dornbusch, Rudigar and A. Werner(1994)"Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1994, pp. 253-297.
- Eichengreen, Barry and Portes, Richard(1995)*Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, London: Center for Economic Policy Research.
- Eichengreen, Barry and Andrew Rose(1996)"Contagious Currency Crises: Channels of Transmission," presented in NBER 7th Annual East Asian Seminar on Economics, June; and to appear in T. Ito and A. O. Krueger(eds.)*Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries: Theory, Practice, and Policy Issues*, 1997.
- Frankel, A. Jeffrey and Sergio L. Schmukler(1996)"Country Fund Discounts, Asymmetric Information and the Mexican Crisis of 1994: Did Local Residents Turn Pessimistic Before International Investors?" *NBER working paper* 5714, August.
- Frankel, Jeffrey A. and Andrew K. Rose(1996)"Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators," *NBER working paper* 5437, January.
- Goldstein, Morris(1996)"Presumptive Indicators/ Early Warning Signals of Vulnerability to Financial Crises in Emerging-Market Economies," Institute for International Economics, photocopy, January.
- Goldstein, Morris and Guillermo A. Calvo,(1996)"What Role for the Official Sector?" in Calvo, G. M. Goldstein and E. Hochreiter(eds.), *Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis*, Institute for International Economics, pp. 233-282.
- Goldstein, Morris and Philip Turner(1996)"Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options," Bank for International Settlements, BIS Economic Papers, No. 46.
- Group of Ten(1996)"The Resolution of Sovereign Liquidity Crises," photocopy.
- International Monetary Fund(1995)*International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund(1996)*International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart(1996)"The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *Board of Governors of the Federal Reserve System*, photocopy.
- Khan, Mohsin S. and Carmen M. Reinhart(1995)"Macroeconomic Management in APEC Economies: The Response to Capital Inflows," in M. S. Khan and C. M. Reinhart(eds.), *Capital Flows in the APEC Region*, IMF Occasional Paper, No. 122, pp. 15-30.
- Krugman, Paul(1979)"A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 11, No. 3, pp. 311-325.
- Krugman, Paul(1985)"Is the Strong Dollar Sustainable?" in Federal Reserve Bank of Kansas City, *The U. S. Dollar-Recent Developments, Outlook, and Policy Options*, chapter 5: pp. 103-155.
- Liederman, Leonardo and Alfredo E. Thorne(1996)"The 1994 Mexican Crisis and Its Aftermath: What Are the Main Lessons?" in Calvo, G., M. Goldstein and E. Hochreiter(eds.), *Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis*, Washington DC. Institute for International Economics, pp. 1-43.
- Milesi-Ferretti, G. M. and A. Razin(1996a)*Current-Account Sustainability*, Princeton Studies in International Finance, No. 81, October 1996.
- Milesi-Ferretti, G. M. and A. Razin(1996b)"Persistent Current Account Deficits: A Warning Signal?" *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 1, No. 3, pp. 161-182.