

<論文>

ラテンアメリカの為替危機と累積債務問題

上野学園大学 小林 利郎

◆はじめに

1994年末にメキシコが突然外貨危機に襲われて以来、同様の混乱がテキーラ効果と呼ばれてラテンアメリカの他の国へ波及することが懸念されていた。確かにその時は一部のラテンアメリカの国で資本の流入が減少し、為替レート下落への圧力や株式市場の混乱等少なからぬ影響を受けたが、より深刻な危機の伝搬は防がれた。

それから三年後同様の為替危機が発生したのは今度はアジアの新興工業国であった。即ち、1997年7月タイ・バーツの下落を端緒とした通貨危機は東南アジア諸国から韓国にまで及んだ。中でも韓国とインドネシアの為替の下落、外貨準備の減少、株式市場の暴落は著しく、両国はIMFの援助を仰ぎながら、国内経済の強力な引き締めと自由化、構造改革を余儀なくされ、韓国では広範な不況と金融機関の整理、一部財閥の破綻にまでいたり、インドネシアでは、IMFのコンディショナリティーとして同様の引き締めの他政府と一部企業との不明朗な関係是正までが机上に乗せられた末、公共料金の引き上げを導火線として反政府運動が激化し、遂にスハルト政権が倒れるという深刻な事態となった。

ラテンアメリカではこのアジアの危機は97年末にはブラジルに不安を与え、同国は不況を顧みず国内金利を約二倍に引き上げる等諸対策を盛り込んだ総合防衛策（パコッテ）を講ぜざるをえなくなった（注1）。

この為替危機の原因をめぐって、アジアのケースでは市場経済の不徹底、金融システムの弱体、証券市場の底の浅さ、企業経営の不透明、同族資本経営等不明朗なアジア的構造が問題と指摘された。それに比してラテンアメリカではネオ・リベラリズムで近代化が進みアジアのような構造的な障害は少

ないと考えられている。しかしラテンアメリカでもアジアでも、経済構造問題に立ち入るまでもなく、為替危機は、経常収支の悪化が外貨の流入によって補填されて改善されないままの状態にある時、証券市場または為替市場に何らかの不安材料が生じて多額の国際資金が短期間に流出するのがその原因であるという点では本質的には同質である。マレーシアのマハティール首相はやや政治的に危機の原因をヘッジ・ファンドを初めとする国際資本の投機的動きに帰した。確かに遠因としてはファンダメンタルズに幾つかの問題を見いだすことができるが、近因は多分に国際金融側の動きにあると考えても良いのではないだろうか。このような為替危機はラテンアメリカの一部の国、特にブラジル、アルゼンチン、チリ、メキシコ等、エマージング・マーケットとして世界の投資家の関心を集めている国では何時でも再発する可能性を秘めている。

1982年ラテンアメリカの累積債務問題が表面化してから今日までにラテンアメリカ自体の経済体制も国際金融の態様も一変した。

第一に、それまでブラジル・モデルを典型とする政府主導のナショナリズムと統制色の強い開発政策は自由化国際化に転向しネオ・リベラリズムと呼ばれる市場経済に移行した。株式市場にも為替取引にも規制は少なくなり、政府の政策よりも市場の需給が支配するようになった。

第二に、商業銀行主体のユーロ・ダラー長期融資は影をひそめ、代わって市場で自由に流通する証券を媒体とする投融資が国際金融の主役となった。債権者は限られた数の国際的な商業銀行からあらゆる国の機関投資家または広範な個人投資家となり、さらに二次市場で証券を購入する投資家を考慮すれば、世界中の不特定多数の投資家に広がった。

第三に、これら変化の結果、債務国に問題が生じた場合は、債権銀行と債務国の間の債務のリスケジュールや削減交渉という債務問題ではなく、いきなり債務国の株式市場の暴落や為替相場の大幅下落という為替危機に突入するようになった。

したがってラテンアメリカの為替危機は債務危機の新ステージといえるのではないだろうか。ラテンアメリカ主要国は累積債務問題をブレイク提案方式で解決し、ネオ・リベラリズムの自由主義市場経済に移行して、再び成長路線に復帰したとされている。しかしメキシコの例や、アルゼンチンや

ブラジルが“テキーラ効果”に脅かされたりアジアの為替危機の余波を被るということは国際収支面からは累積債務問題が生じた1980年代と変わらぬ未成熟債務国としての脆弱性を克服していないからであるといえる。

ここでは主としてラテンアメリカの主要国であるアルゼンチン、ブラジル、チリおよびメキシコを念頭に、国際金融市場側の立場から、これらの諸点を考慮してみたい。

1. 国際金融の証券化

国際金融市場は1980年代までは各国が資本移動に何らかの規制を設けている中で所謂オフ・ショア・バンキングとして国際銀行による自由な資金の受け入れとその運用を利点としたユーロ・달러貸付が主流であった。しかし1990年代に入るとユーロ・달러貸付は国際金融の主役の座を証券売買に明け渡した。

特にラテンアメリカに対しては証券投資は完全に銀行金融にとって代わった(表1)。

<表1>ラテンアメリカおよびカリブの投資収支^(a) (年平均、単位:10億ドル)

	1983-90	1991-94	1995	1995 ^(b)	1996	1997 ^(c)
純資本流入	14.8	41.6	26.9	55.8	62.9	73.5
直接投資	5.5	14.0	25.0	25.0	35.4	44.0
証券投資	-0.1	29.4	4.5	4.5	30.0	n.a.
その他	-19.2	-1.4	1.9	30.8	3.6	n.a.
誤差脱漏	-1.9	-0.4	-4.5	14.5	-4.6	n.a.

(a) 誤差脱漏を含む総投資(資本)収支。

(b) 特別融資(その他の項目)を含む。

(c) 暫定数字。

(出所) CEPAL, *Estudio Economico de America Latina y el Caribe 1996-1997*, 1997.

Balance Preliminar de la Economia de America Latina y el Caribe, 1997.

その理由の一つは、1970年代にラテンアメリカに対するユーロ・ダラーのシンチケート・ローンに積極的に参加した主要国際銀行のほとんどがラテンアメリカに対する長期貸付に一転して消極的になったことである。1982年のメキシコ、アルゼンチン、ブラジルの破綻を端緒として、銀行経由の多額のユーロ・ダラー貸付が借入国の債務不履行によって回収不能に陥った。この累積債務問題は結局ブレディー提案に沿って解決されるが、解決策の内容が一方的に債権銀行に負担を負わせて債務国を救済するものであったため債権銀行は債権額の半分以上という莫大な損失をこうむった^(註2)。

さらにラテンアメリカにおけるユーロ・ダラー貸出は、主として主要国政府または国有企業等比較的信用度の高い借手を対象としていたために、最盛期は低マージンの薄利多売傾向が強く各銀行の貸出残高は大幅に積み上がった。これに対し国際決済銀行(BIS)は銀行の健全性維持のために貸出残高の膨張を戒めて「総資産の8%以上の自己資本維持」のルールを導入した。このため国際業務を行う銀行は債権額の縮小が必要となった。

これらの結果世界の有力銀行のラテンアメリカ業務は一気に縮小され、この地域を熟知し、ユーロ・ダラー貸付に従事した銀行幹部は1990年代にはほとんど責任をとって現役を退いた。以後国際銀行のラテンアメリカに対する信用供与は、開発融資や産業融資のための高額かつ長期の金融ではなくなり、商業銀行としての極めて伝統的な短期貸付である貿易金融と銀行間信用供与が業務の中心となった。

理由の第二は証券取引の活発化である。既に先進国では有力企業は銀行経由の間接金融から企業自ら株式を発行したり起債を行って資金を調達する直接金融が主流になりつつあった。さらにユーロ・ダラー貸付債権が流通証券取引のように売買されるセコンダリー・マーケットが発生していたが、ユーロ・ダラー金融の幕引きを演じたブレディー提案にもとづくラテンアメリカ累積債務の解決策が長期証券化であったことは、融資から証券への転換を象徴するものであった。

この背景に資金の出し手も取り手も相対的に銀行に対してより強くなったことがある。資金を運用する投資家として、一般企業も保険や巨大化した年金基金等の各種基金も、投資信託基金等を利用した個人投資家も急速に力を蓄えて自ら運用方法を選ぶようになった。一方、調達側も同様に成長し、

銀行の仲介を排除してより有利な資金源を求めて直接姿を現すようになったのである。

第三に、1990年代には世界的なグローバル化の進展によって各国証券取引や為替取引の規制緩和や国際化が進んで、運用する側も調達する側も国境を意識せずに最も有利な市場で資金取引を行うようになった。さらに商業銀行に代わってその役割を高めてきた証券会社や投資銀行もこの規制撤廃を利用して、資金と為替取引を組み合わせたあらゆる種類の運用調達技術を開発し、仲介業務の強化に努めたことも証券業務の進展に貢献した。

さらに第四の要因は投機的性格を持った「エマージング・マーケット」の売出しである。元々証券取引は銀行貸付と違って元本が保証されないという点で投機的性格を有している。そこへ世界的な運用利回りの低下から、証券界が危険はあるがより高率の利益を得る可能性もあって投資家に魅力ある市場として、為替金融取引の自由化で新たに投資対象となってきたアジアやラテンアメリカの新興工業国を売り込んだ。これが所謂エマージング・マーケットである（注3）。

II. 銀行金融と証券取引の相違点

さて、このような理由によって銀行金融に代わってラテンアメリカ諸国の資金調達の主流となった最近の証券取引の銀行金融との基本的相違点は以下の通りであろう。

第一に債権者のリスク判断の強気である。

銀行は融資に当たって自ら融資先の資金使途、約定された金利の支払い能力と元本の返済能力を分析し、必要によっては担保や保証をとる。この審査は一旦借り手が経営困難に陥った場合には自らが直接損害を被り自らの資産によって償却しなければならないので極めて慎重になる。一方証券投資の場合は証券会社（またはアメリカ式では投資銀行）も勿論投資先の企業の健全性と将来性を分析するが、投資リスクは証券会社の分析と将来の予測（例えば新株や債券発行の際幹事証券会社が作成するプロスペクトス、目論見書）に基づき投資を決断する投資家が負うことになる。売買手数料のみに関心があり、リスクは負わない証券会社の判断がより楽観的になりやすいこと

は容易に理解できる。

第二に、投資利益の投機的判断が潜在的に存在する。

銀行融資の場合は投機的判断は許されない。融資契約の約定金利と期間を前提として調達原価と期間両面で合致するように資金を手当てしているので、予定した利ざやを確保したらそれで目的を達する。しかし証券投資は期待利益の世界である。投資先が順調な経営を進めれば配当もあり、業績が向上すれば債券価格や株価は上昇する。多くの場合はキャピタル・ゲイン（値上がり益）の可能性に期待する。勿論投資先の企業が期待通りの業績を挙げられなければ配当も株の値上がりも望めないばかりか株価の下落で元本をも失う大幅な損失を被ることもあり得る。

第三の相違点は投資先に問題が生じた場合の対応である。

融資先の業態が悪化した時には、借り手が企業であれ国であれ、銀行と借り手は返済期限の延長等返済条件のリスケジュール交渉の余地がある。場合によっては追加の融資を行ってその企業の再建を助け、時間をかけても金利と元本の回収を図る。1982年以降のラテンアメリカの債務交渉では借り手の側も債権銀行から譲歩を引き出すために粘り強い条件交渉を行った。ブラジルは交渉の一手段として1987年にはモラトリアム宣言まで行った。このリスケジュール交渉が累積債務問題の債務交渉であり、ブレイディー提案もその一形態である。しかし証券の場合は投資を受け入れた企業と投資家との間に交渉の余地はない。投資先に何らかの懸念を抱かせる情報があれば、証券の保有者は可及的速やかにその証券を処分しようとする。その結果証券市場では株式や債券の売りが殺到して株価や債券価格が暴落し、証券の保有者が外国投資家の場合には売却代金を外貨で回収しようとするために外為市場では多額の外貨の需要が生じて自国通貨の暴落という為替危機に陥る。債務不履行からリスケジュール交渉という軟着陸の代わりに急激な為替危機が生ずる。

さらに第四の特徴として最近の証券取引が動員する資金量の巨大さがある。証券化では銀行貸付に無かった種々の取引形態が考案されて不特定多数の投資家から多額の資金を動員し、その資金を何倍かにして市場に影響を及ぼすことが可能になった。

その一つがヘッジ・ファンドである。これは百人程度のごく少数の優良資

産家を募って投資信託基金をつくり、この資金をもとに四倍ないし六倍の資金を調達して投資を実行する。ファンド・マネジャーはあらゆる金融技術や市場操作を駆使して収益の極大化をはかる。1997年第3四半期におけるこのようなヘッジ・ファンドの資金量は大体一千億ドルと推定されている。さらにヘッジ・ファンド以外の投資家が極めてプロフェッショナルで効率の良いヘッジ・ファンドの市場での動き方に注目していてそれに連れて行動する傾向があり、ヘッジ・ファンドの動きは何倍もの金額に増幅される。

この他に多くの年金基金、相互投資信託基金、保険会社、投資銀行、商業銀行等豊富な資金を有する機関投資家、個人投資家の資金を預かって運用する投資信託基金（例えば、ラテンアメリカ・ファンド、ブラジル・ファンド、メキシコ・ファンド等日本でも募集されているカントリー・ファンド）等がエマージング・マーケットでの利ざやの大きい投資機会を窺っている。その資金量は20兆ドルを越えると推測されている^(註4)。

これらの資金の国際的な動きに対応して為替市場での取引額も莫大な額にのぼる。今や為替市場を動かす取引の大きな部分が、かつて実需と呼ばれた輸出入取引によって生ずる為替の売買ではなく、国際資金取引となっており、そのあらゆる形態を総合すると世界の主要為替市場での取引額は一日に1兆ドルにも達することがあるとされている。

このような巨大な資金に対抗できる外貨準備を常備している国はない。

Ⅲ．ラテンアメリカの債務国としての体質

ラテンアメリカの主要国は1970年代から1980年代の初めにかけて多額の外貨借入を行い輸入代替の工業化による経済開発を推進していた。輸入代替の工業化は国内市場を指向していた上、外国からの輸入を極端に規制していたので、工業化は進展し経済成長は達成したが国内産業には輸出競争力はつかなかった。そのため借入た外資の返済と資本サービス支払いのため外貨は更に新規借入を行うことによって賄われた。新規借入が困難となった1982年以降は期日の到来する借入の返済と金利の支払いに窮して遂に債務不履行にいたった。これが世界の金融界を震撼させた累積債務問題であった。

債務問題は1990年前後にはほとんどの国で前述のようにブレディ提案で

解決し、現在ではラテンアメリカ諸国は完全に立ち直り再び成長路線に戻ったとされ、貿易相手国としてのみならず再び国際資本の有力な投資先として多額の直接投資や長短期融資、証券投資の受入国として脚光を浴びるようになってきている。

しかし実際にラテンアメリカは国際金融界がはやすとおり様変わりの改善を遂げたのであろうか。少なくとも国際経済面で見ると限り累積債務問題が顕在化した時の状況と本質的には大きな変化や進歩は果たしていないように見えるのである。

第一にラテンアメリカ主要国は依然として多額の外貨負債を負った累積債務国である。1997年における対外債務残高は表2で示すとおり債務危機発生（1982年）寸前の1980年の債務残高に比してアルゼンチンでは約四倍、ブラジルでは約三倍、チリでは二倍強、メキシコでは約三倍に増加している（表2）。

〈表2〉ラテンアメリカ主要国の総対外債務残高（単位：100万ドル）

	1980	1990	1993	1994	1995	1996	1997
アルゼンチン	27,162	62,233	70,600	79,455	89,719	99,077	108,000
ブラジル	64,000	123,439	145,726	148,295	159,300	178,100	188,200
チリ	11,207	18,576	19,665	21,768	21,736	22,979	26,900
メキシコ	50,700	106,743	130,524	139,818	165,837	160,000	156,000

（出所）CEPAL, *Estudio Economico de America Latina y el Caribe 1996-1997*, 1997.

Balance Preliminar de la Economia de America Latina y el Caribe 1997.

第二に、経常収支の赤字を賄うため、即ち直接投資の利潤の送金や融資の利子の対外支払いのためには新規の資本流入がなければならない構造はそのままである（表3）。

特に貿易収支の推移を見ると、輸出入とも順調に増加はしているが、グローバル化に沿った輸入の自由化と国内景気の回復によって、輸出よりも輸入の増加が著しく、ラテンアメリカ主要国の最近の貿易収支は総じて悪化している。必死に累積債務とインフレと闘いつつ輸出促進につとめてい

た 1990 年に比較して 1997 年の貿易収支はアルゼンチンで約 100 億ドル、ブラジルで約 200 億ドルもの悪化となっている（表 4）。

〈表 3〉ラテンアメリカ主要国 1997 年国際収支（単位：100 万ドル）

	アルゼンチン	ブラジル	チリ	メキシコ
経常収支	-9,800	-33,800	-3,200	-6,620
財サービス輸出	28,750	59,000	20,800	123,000
財サービス輸入	34,250	80,000	22,100	121,600
経常移転収支	300	2,200	600	5,080
所得収支	-4,600	-15,000	-2,500	-13,100
資本収支	11,300	25,800	7,400	15,620
総合収支	1,500	-8,000	4,200	9,000

* 数字は推定

(出所) CEPAL, *Balance Preliminar de la Economia de America Latina y el Caribe 1997*, Santiago de Chile, 1997.

〈表 4〉ラテンアメリカ主要国の貿易収支（単位：100 万ドル）

	1990	1995	1996	1997
アルゼンチン	8,628	2,238	1,649	-2,415
ブラジル	10,753	-3,352	-5,539	-10,000
チリ	1,273	1,480	-1,146	-1,100
メキシコ	-4,433	-2,690	-2,135	-1,320

(出所) CEPAL, *Balance Preliminar de la Economia de America Latina y el Caribe 1997*, Santiago de Chile, 1997.

この結果、流入した外国資本に対する金利と利潤の支払いの輸出に対する比率は、累積債務問題解決で低下したものが、最近では再び上昇傾向にある。即ち外資に対するサービスの支払いは自力の輸出促進のみでは次第に困難になってきている（表 5）。

＜表 5＞ラテンアメリカ主要国の金利支払額／輸出（％）

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
アルゼンチン	36.2	28.5	22.7	20.3	23.5	22.6	25.0
ブラジル	27.6	20.9	21.6	22.3	20.5	23.4	23.7
チリ	14.6	11.2	10.2	9.3	7.3	6.8	6.6
メキシコ	18.0	17.5	18.3	17.0	15.2	12.6	10.3
ペルー	36.7	37.3	36.4	34.5	34.1	25.5	20.1

(出所) CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe 1997*, Santiago de Chile, 1997.

債務危機の時、ペルーのアラン・ガルシア大統領は債務国は債務に対する利子を払い過ぎているとして、「金利の支払いは輸出の10%までとする」と言明し^(注5)、債権国や債権銀行との対決姿勢を強めた他のラテンアメリカの政治家や世論の支持を得たことが想起される。輸出の10%までが発展途上国の耐えられる金利支払い限度とすれば、ラテンアメリカの主要国はいまだに限度を超えた危険水準にあるといえるのである^(注6)。10%以上の支払いを拒否したペルー自体、減少したとはいえ輸出の20%もの金利支払いを行っている他、アルゼンチンとブラジルが輸出の20%を超える金利支払いを続けている。しかも使用通貨いかによるが現在は国際金利が概して低水準にある。1981年にドルのプライム・レートが一時到達した年率20%近い高水準はともかく、国際金利水準が現在よりも高くなることは十分あり得ることで、そうなった場合これら債務国の金利負担は一層重くなり、その支払いは容易ではない。債務国としては対外金利支払いを輸出の10%以内としたければ、輸出の促進と外貨の流入を抑制する政策が有るべきであろう。

さらに海外への利潤送金も、直接投資の増加にともなって上昇している。特に直接投資が活況を呈し、経済成長の回復に貢献しているアルゼンチン、ブラジルおよびチリの利潤送金の増加の傾向は顕著である。今後、アルゼンチンとブラジルにおいては公有企業の民営化によって参入した大型外国投資が果実を生むようになってくること及びブラジルの対外利潤送金規制（12%を超えると追徴税）の撤廃等があることからこの額はさらに増大してくると予想される（表6）。

〈表 6〉ラテンアメリカ主要国の利潤送金額／輸出（％）

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
アルゼンチン	5.6	7.8	10.7	9.7	7.3	7.5	8.3
ブラジル	3.0	2.1	4.5	4.7	7.5	7.0	10.3
チリ	5.8	7.2	6.4	7.3	4.7	7.7	8.8
メキシコ	4.8	4.2	4.1	5.1	4.0	3.9	4.0

（出所）CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe 1997*, Santiago de Chile, 1997.

このように見てくるとラテンアメリカの主要国は流入した外国資本のサービスを支払うだけでも輸出の30%から40%の外貨を充当しなければならず、借入元本の返済も含めれば、コンスタントに多額の外貨の流入を必要とする。これは累積債務問題の時の債務国の状態である。

ラテンアメリカの累積債務が問題化したのは1980年代に入ってユーロ・ダラー融資の流入ペースが落ち、新規融資による外貨調達よりも債務の経過利息の支払いおよび期日の到来した元本の返済のための外貨支払いの額が多くなったからであった。新規融資がとまった原因は、新規借入によって旧債の返済と利子の支払いを行うという雪だるま現象が始まっていたこと、国内経済が財政赤字と高インフレによって益々悪化していたこと等から返済能力に懸念が持たれはじめていたからであった。さらに外国融資停止を決定的にしたのはアルゼンチンのマルヴィナス戦争やメキシコのアルファ・グループの破綻であった。それはちょうどメキシコの為替危機の背景には継続していた経常収支の赤字があり、アメリカの金利上昇で短期資本の流入にブレーキがかかっていた時に、チアパスの騒乱や与党大統領候補の暗殺があったのに類似している。

IV. アジアの為替危機の要因とラテンアメリカ

ラテンアメリカが国際資本の関心を集め、直接投資と証券投資という形で

多額の外資の流入が続いていることが分かったが、では1997年7月以来アジア諸国で生じたようにこれら資金の急激な移動によって起こされる外貨危機の危険に晒されているのかどうか。

アジアのケースでは次の要素が危機を引き起こしたとされている^(注7)。

- (1) 東南アジアの新興工業国は中国、インドその他のより低コストの輸出国の台頭により次第に輸出競争力を失って行った。これにさらに日本円の下落が続きますます競争力がなくなった。その回復には大幅な為替切下げが必要と考えられていた。
- (2) 経常収支の赤字が継続していた。この解決には為替の切下げと財政支出の削減しかなかったが、資本収支の大幅黒字で問題は顕在化しなかった。
- (3) 経常収支の赤字はあったが、マクロ経済情勢は基本的には健全であった。しかし銀行システムに問題が潜んでいた。国内金融は流入する外貨資金で緩和し、国内銀行は信用を無秩序に拡大していた。これが株式や不動産の価格騰貴をもたらしバブル現象を呈していた。バブルがはじければ銀行システムは困難に直面する状態にあった。

ラテンアメリカ主要国においてこれらのウィーク・ポイントはどうだろうか。

- (1) 第一に為替レートを見てみよう。

現在ラテンアメリカ主要国には極めて特徴的な三つの種類の為替制度がある。

その第一はアルゼンチンのドラリゼーションつまり外貨本位制度である。これは1991年当時の経済大臣ドミンゴ・カバロによって採用されたのでカバロ計画と呼ばれた一連のインフレ抑制、為替安定政策の中で「通貨兌換法」によって定められたものである。この制度下では外貨準備高と通貨発行高を連動させることによって、金本位制度に類似した仕組みで為替レートの安定を確保している。このレートは採用した当時からやや自国通貨過大評価で固定されたと評されている。

その第二はブラジルのケースで管理された小幅バンド内のフロートに任せるペッグ制度である。これはアルゼンチンの法定化された制度のように硬直的ではないが、メキシコの制度のように市場の需給によって自由な変動に

任せるレートでもない。当局が政策的に極く狭い変動幅を定め、それを維持する介入を行う。レアル計画として1994年7月の発足時は1ドル1レアルとしてスタートしたが一時ドルに対し切り上げられたこともあり、レアル過大評価といわれてきた。最近ではドルに対しブラジル国内物価指数をやや超える切り下げでバンドを決めているが、そのレートで換算した国内物価は世界的に割高であり、依然としてレートのレアル過大評価感は否めない。

その第三はメキシコのフローティング・レート制度である。1994年末の為替危機で固定的な管理レートは放棄され、市場の需給に任せた自由レートとなっている。

さて、アルゼンチン、ブラジルともハイパー・インフレーション抑制のために自国通貨の信頼を回復する手段として米ドルと自国通貨を等価であるという形で新通貨を導入した。両国とも為替レートの維持をインフレ抑制のアンカーとしており、アルゼンチンは導入時のレートを死守しているし、ブラジルはバンドを僅かづつ上げてはいるがドルとの乖離は4年経過した今でも\$1:R 1.14程度と国民のレアルに対する信頼を失うような幅にはなっていない。

一方、アルゼンチン、ブラジル両国とも自国為替レートはドラリゼーション以降の物価上昇を反映しておらず、実質的には切上げになっており、そのため輸出に不利で輸入に有利と見られている。メキシコでも1994年末の危機でフローティング移行の際13.25%の切下げとその後の100%以上の下落があったがこれも実質的にはペソ割高と見られている(表7)。

その上、当局は国際取引のウエイトを勘案した複数通貨のバスケットを基準とするとしてはいるが、ラテンアメリカではドル・リンクの考え方が主流であるので、現在のようにドル独歩

<表7>ラテンアメリカ主要国の
実質為替レートの変化(年率)

	1995	1996	1997(a)
アルゼンチン	11.8	2.8	-2.5
ブラジル	-24.1	-8.2	-2.4
チリ	-3.3	-2.6	-5.8
メキシコ	48.9	-11.2	-13.3

(a) 暫定数字 (b) マイナスは切り上げ

(出所) CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe 1997*, Santiago de Chile, 1997.

高の状況下ではドル以外の通貨に対しては切上げとなっていると見て良いであろう。ましてやアジアの新興工業国通貨が昨年来の危機で大幅切下げとなっている現状ではアルゼンチン・ペソやブラジル・レアルは相対的に過大評価となっている（表8）。

<表8>1994年から1997年の先進国通貨の対米ドルレート下落率

	J¥	DM	FFr	Stg. L①	Ital. L	C. \$
1994年平均	102.2	1.62	5.55	1.53	1,612	1.37
1997年平均	121.0	1.73	5.84	1.64	1,703	1.38
下落率(%)	18.4	6.8	5.2	7.2②	5.6	0.7

①ポンド当たりドル ②切上げ

(出所) IMF, *World Economic Outlook*, Washington, 1998, p.170 より作成。

フローティング・レートをとっているメキシコ・ペソが実質切上げという結果になっていることは、適正な為替レートとは何かという問題を提起する。前述の実質レートが購買力平価の考え方によるとすれば、こちらは国際収支説または為替需給説に近い。市場での自国通貨の需要が外国通貨の需要より強い限り為替レートは上がる。問題は今日では輸出入取引による為替取引量に匹敵あるいは凌駕する額の資金取引あるいは先物を含むあらゆる種類の為替取引があって、これが市場の需給を左右する。為替市場の日々の自由な需供給のバランスに委ねるかぎりこの動きによって為替レートが決まる。貿易収支が赤字でも資金取引で黒字であれば為替相場は強くなって、輸出入の動きを価格効果で調整する機能は果たせない。

従ってラテンアメリカ主要国の為替レートが適正であるかどうか、為替危機の原因となり得る「過大評価」状態にあるかどうか判定を下すことは極めて難しい。ただ流入する資本が直接投資あるいは長期資金か、一時的な利益を追って素早く移動する短期資金か証券投資かによって支えられている「何時でも下落し得る評価」かどうかを判断しなければならないであろう。

(2)次に経常収支の赤字が継続しているという点ではどうであろうか(表9)。

〈表 9〉ラテンアメリカ主要国の経常収支（対 GDP%）

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
アルゼンチン	3.3	-0.2	-2.8	-3.1	-3.7	-1.5	-1.9	-3.8	-4.3
ブラジル	-0.9	-0.4	1.6	-0.1	-0.3	-2.5	-3.3	-4.2	-3.3
チリ	-1.8	0.3	-1.6	-4.5	-1.2	0.2	-4.1	-4.0	-5.1
メキシコ	-2.8	-4.7	-6.7	-5.8	-7.0	-0.5	-0.8	-1.8	-2.5

* 1998 年は推定。

（出所） IMF, *World Economic Outlook*, Washington, 1998, p.49.

明らかにこれらの国の経常収支赤字はほとんど恒常的であり、しかも輸出の不振と資本サービス支払いの増加により増加傾向にある。特にブラジルとアルゼンチンについては累積債務とインフレ問題を乗り切ったからの経済成長への回帰が、輸入代替の工業化の時と基本的には異ならず国内市場の活況によるところが大きく、輸出競争力の強化には繋がっていないといえる。輸出競争力不足の理由はこのことのほか前述の為替の過大評価や未だ近代化されていない複雑な公租公課やインフラの不十分を含めたコスト高が指摘されている。

（3）最後にラテンアメリカにも金融機関の健全性の問題がある。

為替危機と銀行システムの健全性とは必ずしも因果関係にあるとはいえない。しかし金融機関の不健全は海外の投資家の投資資金回収への不安を醸成し、短期資金や証券投資の引き上げに通じる可能性も秘めた非常にデリケートな問題である。

外国資本の大量流入は国内金融市場にバブル現象をもたらす。タイの場合、当局の大口投資促進の政策もあって、同国の産業投資に必要な資金以上の外国資本が流入したといわれている。これが銀行の安易な貸出増加につながり、結局株式や不動産の価格上昇を招いた。それが多くの銀行の内容を悪化させていったのは日本のバブルの場合と似ている。

ラテンアメリカ、特にアルゼンチンとブラジルでは実はハイパー・インフレーションというバブルを経験していた。それがドラスチックな政策の導入で一挙に収束した時、インフレを前提として成り立っていた企業の収益構造

は一変した。ラージ・ガバメントの手厚い補助金や優遇金利によって安易な経営を行ってきた国内資本企業はインフレ益を失った。借入金の実質的に高くなった金利のために企業の命とりとなり、膨張した組織は大幅なリストラを強いられた。失業が増加し、不況が蔓延し、債務不履行が横行した。影響は金融界に及び、銀行はインフレ益という収益の大宗を失った上、不良債権の激増で経営悪化に陥った。

ラテンアメリカ主要国では数年前から政府が多大な財政負担を負ってこのような苦境にある銀行システム救済の手段を講じている。メキシコでは為替危機の1994年末の為替大幅切下げにより外貨借入を有する企業の経営が困難となった結果、かかる企業を顧客とする銀行の資産内容が著しく悪化した。政府は銀行預金保護基金（FOBAPROA）により銀行に対する債権者、

預金者の債権保全を約すことによって問題のある銀行の信用を補完して、取り付け等の混乱は防いでいるが、不良債権の比率は極めて高い（表10）。

またブラジルでも資産内容が悪化したり資金調達が困難となった銀行に対し中央銀行が特別融資を与える銀行健全化計画（PROER）によって支援を行った。しかしサンパウロやリオデジャネイロの州立銀行は依然として問題を含んでいる他、伝統を誇るトップ・クラスの民間銀行（Banco Economico, Banco Nacional）が破綻する等銀行システムの再建は未だその途上にある。ブラジル政府はこれまで聖域であった国内金融業に外国銀行の進出を認め、吸収や買収を承認しているが未だ完全に問題を解決できていない（表11）。

このように見てくるとアジアの為替危機の引き金となった要因はラテンアメリカ主要国にも存在していることが分かる。

<表10>メキシコの銀行の不良債権（注）
（総貸出額に占める返済期限経過債権の比率、
単位：％）

	1995年末	1996年末
個人貸付	11.9	18.1
消費者金融	24.9	32.9
住宅金融	7.9	12.2
企業貸付	18.6	22.2
ノン・バンク向け貸付	10.4	26.9

（出所）Banco de Mexico, *Informe Anual 1996*, Mexico, D. F., 1997.

（注）返済期限経過債権がすべて不良債権となる訳ではない。

〈表 11〉金融機関の再建に要するコストと不良債権

	期間	財政コスト (GDP%)	不良債権 (総額比%)
アルゼンチン	1980-82	13-55	9
	1985		30
ブラジル	1994-96	4-10	9
チリ	1981-85	19-41	16
メキシコ	1994-95	12-15	11

(出所) IMF, *World Economic Outlook*, Washington, 1998, p.78.

◆むすび—国際資金移動の規制

現状ではエマージング・マーケットと呼ばれる国の為替証券市場が国際資金の巨額かつ急激な移動によって大混乱に陥る可能性は極めて大きい。ラテンアメリカ主要国もその例外ではない。

一旦為替危機が生ずると、その影響が当該国の国民経済を混乱させ、外国投資家に多大の損失をもたらす上、広い範囲の関係国に連鎖反応がおよぶ。そのため IMF や世界銀行等の国際機関や友好国政府機関、民間銀行等が緊急支援を行うことになる。1994年末のメキシコの場合はアメリカが中心となって組成した緊急支援は約 500 億ドルに上った。インドネシアのケースも IMF 日本等で 400 数十億ドルの支援が組成された。しかし国際金融支援の額には限界があり、1000 億ドルのヘッジ・ファンドや 20 兆ドルの国際資金の動きには十分対抗できるとは限らない。

またアジアの例で見ると、IMF は支援のコンディショナリティーとして為替レートの適正化、金利の引き上げ、財政や国際収支の健全化に留まらず、グローバル・スタンダードの市場経済の完全機能を要求し、国内の諸制度の改正を含めた構造改革を勧告する。

確かに市場メカニズムを生かした自由経済はもっとも効率的であり、世界の経済活動を拡大するシステムではあろう。しかし各国にはそれぞれ独自の機構制度や経済発展段階があり、経済社会倫理はグローバル・スタンダードを標榜する自由主義経済の長い伝統を有する国とは必ずしも一致するわけ

ではない。ラテンアメリカでは全般的にアジア諸国よりは経済の自由化は進展しているが、国によっては必ずしも先進国が期待するレベルの市場経済には達していない。ブラジルやチリでは自由化を進展させながらもまだ規制が生きている部分がある。

一方、為替危機は国際資金の受入れ国の経済金融制度がグローバル・スタンダードになっていないことから生ずる問題ではない。むしろグローバル・スタンダードになっていない市場をエマージング・マーケットとはやして、危険はあっても大きな利益が得られる可能性があるとして海外投資家が利益追求のために積極的に投資したことが原因なのである。この危険は本来投資家自身が負うべきものである。

しかし一旦為替危機が起きれば当該国は為替レートの大幅な下落、または為替レートを死守しようとするれば国内金利の引き上げをはじめとする引き締め等国内経済に深刻な影響を与える対策を採らざるを得なくなる。貪欲な国際資金の横行への対抗策として各国が自由化国際化に逆行する為替や資本移動の過度の規制に乗り出すことも世界経済の発展にとってマイナスである。IMFを中心とした国際金融界では為替危機予防のために一定の「警告指標」を定めようとの論議が行われている。問題は警告が発せられた時に、市場経済の原則に沿いつつも、どこまで為替や資金取引を規制するかということであろう。

ラテンアメリカの主要国は1980年代に深刻な累積債務問題に直面した。為替危機は未成熟債務国としてのラテンアメリカにとって、新しい形の債務危機ともいえる。世界の金融界を震撼させた債務問題から学びとったことは外国資金の借入には健全な秩序が必要であったということで、これを為替危機への教訓とすれば、一刻も早く自力で国内資本形成ができる環境を創り出すことと、それまで利用せざるを得ない外国資本を自由な市場のメカニズムを生かしながらいかに適正に導入するか各国独自のルールを作ることである。

その良い例としてブラジルとチリの規制がある。ブラジルでは短期資金に対してはIOF（金融取引税）の料率を高くして採算上不利になるようにしている。またチリでは外貨の流入時に預託金を徴収し、短期に資金を引き上げる場合にはこの預託金からペナルティーを支払わなくてはならない。共に投

資家に慎重な判断を求めることとなると同時に自国の金融情勢如何によって弾力的に運用できる規制である。

ラテンアメリカ主要国は為替危機の危険から自由ではない。しかし為替危機を債務危機の第二ステージとすれば、いかなる政策を採るべきかは債務問題の経験から、十分学びとっている筈である。 (1998年6月)

【注】

(1) 1997年10～11月のブラジルの防衛策

- ① 為替政策（小バンド制による微調整）の堅持を発表（11月3日）
- ② 金利の大幅引き上げ。TBC（中央銀行基準金利）月利1.58%から3.07%（年利20.7%から43.4%）へ（10月30日）
- ③ 財政収支改善のための緊急引き締め政策（パコッテ）発表（11月10日）
- ④ その他
 - メルコスール対外共通関税9000品目につき3%引き上げ
 - 外貨借入期間を3年から1年に短縮
 - 銀行の為替売り持ち限度の拡大
 - 自社株買い戻し制度拡大
 - 銀行自己資本率の引き上げ
 - 海外でのクレジット・カード使用に課税

(2) 1982年から1990年まで当時世界最大の累積債務国であったブラジルとのリスケジュール交渉に当たっていたBAC（Bank Advisory Committee）が代表した世界の銀行の数は約600行で、これは世界の国際業務を行う銀行をほとんど網羅していた。このことからラテンアメリカの累積債務問題には世界の主要銀行のほとんどがかかわっていたと見ることができる。

ブレディー提案に基づく解決策は、35%の債権の放棄と残りの65%の長期証券（債務国の国債）化であった。そのうち大多数の債権銀行が選択した所謂ブレディー債というのは利付債で期間30年であった。この債権の市場価格は協定締結直後約30～40%の割引となっていたので、

ただちに処分したとすれば元の債権額の 40% 程度しか回収できなかったことになる。

- (3) エマージング・マーケットの国または企業の発行する債券は国際的格付けでは概ね投機的との分類に入る。
- (4) IMF, *World Economic Outlook*, Washington, 1998, p.4.
- (5) 1985 年 7 月 28 日アラン・ガルシア大統領就任演説第 13 節。
- (6) 金利支払額の輸出比率 10% が妥当な基準であるかどうかは元本返済計画等他の諸条件にもよるのでいちがいにはいえないが、累積債務が問題化する以前は確かにほぼ 10% 内外で推移しており、当時各国は順調に経済成長を続け、国際金融界でも返済能力を問題とはしていなかった。例えば、アルゼンチンでは 1979 年までほぼ平均 10% で 1980 年から急増した。ブラジルでは 1974 年までは 10% 台で 1975 年から約 20% となった。メキシコでも 1973 年まで約 10% であった (IDB, *Latin America in Graphs*, New York, 1992)。
- (7) Montes, Manuel F., *The Currency Crisis in Southeast Asia*, Singapore, Institute of Southeast Asian Studies, 1998.

【参考文献】

- Agosin, Manuel R. & Ricardo Ffrench-Davis, *Managing Capital Inflows in Latin America*, New York, UNDP, 1996.
- Fried, Edward R. & Philip H. Trezise(Ed.) *Third World Debt-The Next Phase*, Washington, The Brookings Institution, 1989.
- Hausmann, Ricardo & Liliana Rojas-Suarez(Ed.) *Volatile Capital Flows-Taming Their Impact on Latin America*, Washington, IDB, 1996.
- IMF, *World Economic Outlook*, Washington, May 1998.
- キンドルバーガー、C.P., 長谷川聡哲訳『国際資本移動』多賀出版、1991.
- Montes, Manuel F., *The Currency Crisis in Southeast Asia*, Singapore, Institute of Southeast Asian Studies, 1998.