

# ラテンアメリカ諸国の通貨危機 - メキシコ、ブラジル、アルゼンチンのケース

西島章次

## 要約

ラテンアメリカにおいては、メキシコ、ブラジル、アルゼンチンで通貨危機が発生したが、なぜ通貨危機が発生し、国内経済にどのような影響を与えたのであろうか。それぞれの通貨危機発生メカニズムには、多くの共通点があり、同時に様々な相違点も存在する。本章では、まず通貨危機の一般的なメカニズムを概観し、次いで、ラテンアメリカ諸国の通貨危機を理解する枠組みとして、通貨危機の基本的な背景となった政策的な非整合性の問題を議論する。すなわち、固定相場制、自由な資本移動、金融政策の独立性の3つの条件を同時に追及していた問題である。ただし、ここで重要な相違点の一つとして考慮しなければならないことは、アルゼンチンがカレンシー・ボード制を採用していたことである。カレンシー・ボード制が金融政策の独立性を持たないと考えられることから、理論的には政策的な非整合性の問題を免れていたはずである。しかし、現実にはアルゼンチンでも通貨危機が生じたが、なぜであろうか。本章の後半では、各国の通貨危機に至る詳細なプロセスが議論される。

## 1. 経済自由化と通貨危機

グローバル化の進展の中、ラテンアメリカ諸国は1980年代後半から、ネオリベリズム（新経済自由主義）に基づく経済自由化を推し進めてきた。それまでの市場介入に基づく政府主導の政策運営から、市場メカニズムを重視する政策運営へと転換し、貿易自由化、資本市場自由化、民営化、規制緩和、金融市場改革などの様々な改革を実施してきた。1990年代には、メキシコ、ブラジル、アルゼンチンなどの諸国でインフレの抑制と成長率の回復を実現し、さらには国際金融市場のグローバル化とこれら諸国の対外資本市場の自由化と

あいまって、大量の海外資金が流入した。

しかし、こうした大量の海外資金流入は、かつて 1970 年代、1980 年代に銀行借入が主体となって生じた対外債務危機とは異なり、通貨危機という形での対外債務危機を生じさせるものであった。1994 年末のメキシコ、1999 年 1 月のブラジル、そして 2002 年 1 月のアルゼンチンと、最終的にはいずれの 3 国とも通貨危機を経験した。これらの諸国では、大量の資金が流出するとともに、通貨が暴落し、国内経済が混乱するなど、深刻な経済危機に直面した。

このようなラテンアメリカ諸国を直撃した通貨危機は、急激に進展する経済自由化のなかで生じた問題であり、今後のラテンアメリカ諸国のマクロ運営に新しい課題を突きつけている。現在では、通貨危機を経験したラテンアメリカ諸国の全てが変動相場制に移行していることから、今後は固定相場制の崩壊という形での通貨危機は生じないとしても、グローバリゼーションのものとしての国際金融市場の発達と海外資金への構造的な依存という体質を前提とする限り、依然として通貨の不安定化という危険から免れているわけではない。この意味でラテンアメリカ諸国にとって、通貨安定のためのマクロ経済運営は今後も重要な課題であり続けるといえる。

## 2 . 通貨危機のメカニズム

通貨危機とは、一般的に、対外収支や外貨準備などのマクロ・ファンダメンタルズの悪化が国内外の投資家の期待に影響し、資本逃避や通貨アタックを引き起こすことによって、固定相場制を維持できなくなり、通貨が暴落することである。通貨が暴落すれば、国内の金融システムに深刻な影響を与え銀行危機が生じたり、通貨の回復のために厳しい景気引き締め政策が採用されることによって経済的危機が生じる。また、為替レートの急激な下落によって高インフレが引き起こされる。1990 年代には、「エマージング・マーケット」と呼ばれる諸国で、資本自由化とともに株式や国債への証券投資、直接投資、銀行貸付などの形態で大量の外国資本が流入し、財政赤字や経常収支赤字を補填するこ

とによって良好な経済パフォーマンスを実現していたが、突然の資本の流出への転換によって、固定相場の放棄と通貨の暴落を招き、深刻な状況となった。

このような通貨危機を議論するにあたっては、まず、固定相場制の持続可能性に関わるさまざまなマクロ・ファンダメンタルズを考慮する必要がある。経常収支赤字や外貨準備の水準は、直接的に固定相場制の維持可能性に影響するが、為替レートの過大評価の程度、財政赤字・政府債務の規模、銀行システムの健全性、投資ブームの有無、対外債務における短期債務の比率なども重大な影響を与える。こうしたマクロ・ファンダメンタルズの悪化は、投資家に固定相場制の持続が困難となると判断させ、資本逃避もしくは投機的な通貨アタックへの誘因を与える。資本流出が深刻となり、外貨準備が枯渇していけば固定相場制の維持が困難となり、通貨危機の発生が不可避となる。したがって、通貨危機の発生には国内外の投資家の投機的な行動も重要な役割を果たしており、こうした投資家の予想形成や行動の理解も不可欠である。とくに投資家の予想は、単に経済的要因のみならず、政治的・社会的状況にも影響を受けるものであり、現実にもメキシコでは政治的混乱が通貨危機の発生の一つの契機であった。また、1997年のタイなどのアジア諸国で生じた通貨危機には、ヘッジファンドなどの投機的行動も重要な役割を担っており、こうした投資家の行動も重要である。

マクロ・ファンダメンタルズを重視する議論としてはクルーグマン（1979）が代表的であり、固定相場制を採用している国が財政赤字などのマクロ・ファンダメンタルズの問題によって通貨危機が発生するメカニズムを議論している。モデルは、外貨準備が枯渇する以前の状況であっても通貨危機が生じることを説明する点で興味深い。政策的インプリケーションとして、通貨危機を回避するためにはファンダメンタルズすなわち財政・金融政策の健全化が必要であることを示唆している。他方、投資家の行動に焦点を当てた議論としてオブストフェルド（1986）は、ファンダメンタルズが悪くなくとも投資家の期待によって、通貨アタックが仕掛けられ、固定相場の崩壊がもたらされる可能性を説明している。モデルは、投資家が投機アタックを仕掛けると、政府は為替切り下げを

余儀なくされるという意味で、通貨危機が「自己実現的」であることを説明している点で重要である。ただし、このモデルでは通貨アタックが生じるか生じないかは投資家の期待に依存し、それは偶発的なできごとに影響されるとされている。これらの他に、通貨危機の他国からのコンテージョン（伝播）を重視する理論や、銀行危機が通貨危機をもたらすとする理論、投資家の群集行動から説明しようとする議論などがある。

### 3．通貨危機と政策的非整合性

ところで、為替制度と通貨供給の関係を議論した国際マクロ経済学の有名な議論では、固定為替相場、金融政策の独立性、自由な資本移動の3つを同時に満たすことはできないとしている（固定相場制下での「マンデル・フレミング命題」）。例えば、固定相場の下、資本移動が自由であるとしよう。ここで金融政策を講じて通貨供給を拡大すれば、利子率が低下し海外へ資本が流出する。このとき、為替市場では、国内通貨売り・ドル買いが生じ、為替レートの切り下げ圧力が生じる。固定レートを維持するためには、政府は国内通貨を買い支えなければならない。しかし、こうした為替市場への介入は国内の貨幣供給の減少を意味し、切り下げ圧力がなくなるまで介入がなされれば、結局、当初の貨幣供給の増加は相殺され、金融政策は有効ではなくなる。この意味で金融政策は独立性を持たないことになる。

ところで、こうした状況下で、何らかの理由により激しい資本流出が生じ、為替レートが強い切り下げ圧力にさらされた場合、国内通貨の買い支えのための十分な外貨を保有しなければ切り下げ圧力に抗することができず、何らかの調整が必要となる。典型的には固定相場制の放棄であり、変動相場制への移行である。1990年代の資本自由化の下、大量にしかも敏速に資本が移動するような状況においては、こうした政策的非整合性の矛盾がより強まり、固定相場を維持することはいっそう困難となったといえる。

いうまでもなく、こうした矛盾を解消するためには、3つの条件のうちい

れかを放棄すればよい。中国やチリのように資本移動を規制すれば、固定相場制と金融政策の独立性を確保できる。金融政策の独立性を放棄する場合は、香港やアルゼンチンのカレンシー・ボード制やドル化政策に対応する。ただし、アルゼンチンのカレンシー・ボード制に関しては、後述されるように完全な形でのカレンシー・ボード制ではなく、結局は通貨危機を防ぐことはできなかった。最後は、固定相場制の放棄で、メキシコやブラジルは通貨危機まで3つの条件を同時に続けようとしていたが、通貨危機後は、通貨危機を経験したアジア諸国と同様に変動相場制に移行した。

では、メキシコ、ブラジルでは、なぜ、こうした明確な理論的矛盾が存在するにもかかわらず、通貨危機まで3つの条件を同時に追及していたのであろうか。また、国際マクロ経済学の基準を満たしていたと考えられるアルゼンチンで、なぜ通貨危機が発生したのであろうか。

#### インフレ抑制政策としての固定相場制

これらの諸国では、かつてハイパー・インフレともいえる高インフレが存在し、経済は著しく混乱していた。このため、メキシコでは1987年に、アルゼンチンでは1990年に、ブラジルでは1994年にインフレ抑制政策が導入され、ようやくにしてこれまでの高インフレを沈静化することになったが、いずれの国においても共通しているのが、基本的に固定為替レートを価格アンカーとしてインフレを抑制する政策であった。極めて高いインフレの下では、インフレ率に応じて価格を調整するインデクセーションが導入され、また、人々のインフレ期待も下方には硬直的であることから、インフレ率が慣性を持つインフレ・イナーシャと呼ばれる現象が一般的となっていた。こうした悪循環を断ち切るために、為替レートを安定化もしくは固定化して、価格の基準とすることが必要であった。典型的には、1991年4月にアルゼンチンで実施された固定為替制の極端な形であるカレンシー・ボード制、1994年7月のブラジルで実施されたレアル計画などである。メキシコの1987年12月に導入された所得政策においても為替レート政策は重要な役割を担っていた。

しかし、固定為替相場をインフレ抑制の要とする政策には、重大な問題があった。確かに為替レート・アンカーはインフレ率を急激に低下させたが、インフレ率をゼロとするわけではなく、実質為替レートが過大評価となり、経常収支の赤字を深刻化させることとなった。しかし、固定相場制が経済安定化政策の要として機能していることから、対外収支赤字が深刻化し、為替レートの切り下げが必要となったとしても、為替レートの切り下げはインフレ抑制政策の放棄とみなされるため、安易には切り下げできない状況であった。いうまでもなく、このような対外収支赤字は、海外からの資本流入でファイナンスされていた。

ところで、インフレ政策のために固定相場制を変更できない場合、対外不均衡を解消するためには、輸出競争力を改善させるか、国内経済を引き締めるしかない。競争力の改善に関しては、生産性を高めなければならないが、これには長い時間を必要とする。したがって、通貨危機の危険にさらされ、対外収支の改善が急務となった場合、国内経済の引き締めに頼らざるを得ない状況となる。例えばアルゼンチンでは、GDP 成長率が 1999 年から 2001 年にわたり連続でマイナスとなり、また、失業率も 2001 年には 17.4% に達するなど、極めて深刻な経済状況となった。しかし、こうした状態で固定相場制を継続することの限界は明らかで、固定相場制の放棄は時間の問題であったといえる。

### 経済自由化の核としての資本自由化

1980 年代後半からラテンアメリカ諸国では経済自由化が極めて速いスピードで広まっていったが、こうした流れのなかで資本自由化は欠くことのできない重要な要素であった。1980 年代に深刻な経済危機に直面した各国は、それまでの政府主導型の開発戦略の欠陥を認識せざるを得ず、IMF、世界銀行などの構造調整政策を受け入れ、ネオリベリズムに立脚した種々の経済自由化政策が実施されたが、とりわけ資本市場の自由化は経済成長率の回復に中心的な役割を担うものであった。このため資本自由化によって 1990 年代には海外からの資金流入が急増し、直接投資、証券投資、銀行借入などの形態での純資本流入

は、ラテンアメリカ全体で 1990 年の 200 億ドル強から 1998 年には 1400 億ドル台へと急増し、高い成長率を可能とした。

そもそもラテンアメリカ諸国の国内貯蓄率は、アジア諸国と比較してかなり低い。韓国、マレーシアなどの貯蓄率が 35%を超えているのに対し、ラテンアメリカの多くの諸国では 10%台に過ぎない。低い国内貯蓄は、成長に必要な投資をファイナンスできず、構造的に海外貯蓄に依存することになるため、資本流入を自由化し必要な資金を確保することが経済成長にとって必須の条件となる。同時に、こうした資本流入は別の観点からみれば、ラテンアメリカ諸国が慢性的に抱えている政府の財政赤字と経常収支赤字を補填するものであり、これらのマクロ的な不均衡を海外からの資本流入によって維持していたといえる。このため資本流入を規制することは、成長を犠牲にしなければならないことを意味していた。

しかし、大量の資本流入は、とくに短期的な資本流入や証券投資の形態の場合は、経済的な要因のみならず政治的な要因に対しても敏感に反応し、急激な資本流出が生じる傾向にある。また、政府の国債などへの海外からの投資は、政府債務が過度に累積した状況となれば市場にデフォルト懸念が生じ、急激な資本逃避が生じやすいという問題を有していた。さらに、経常収支赤字を上回るような大規模な資本流入がある場合には、為替レートの変動を自由にすれば為替レートのいっそうの増価をもたらし、経常収支赤字をさらに悪化させるという問題もあった。

### **金融政策の必要性**

資本自由化の下、必要な海外資金を流入させるためには、内外利子率格差を作り出し、海外より相対的に高い利子率を目当てとする海外からの投資を誘引しなければならない。この意味で、利子率政策における裁量の余地が必要である。また、国内経済の引き締めや景気刺激などのマクロ運営においても、通貨供給・利子率操作は不可欠で、とくに通貨危機のリスクに直面した場合には、国内の景気を引き締め、輸入を抑制することによって対外収支を改善する必要

があった。

さらに、政府債務の管理の観点から利子率政策の裁量の余地は必須であった。ラテンアメリカの多くの諸国では、深刻な貧困問題や所得分配の不平等性のために失業の社会的コストは大きい。このため、政治的・社会的安定を維持するために雇用・産出量の安定が重視され、政府投資や社会保障を通じる拡大政策が実施される傾向にあり、構造的な財政赤字が存在している。他方で、租税体系は一般的に不備であり、十分な税収を得ることは困難である。財政赤字が貨幣の発行でファイナンスされれば 1980 年代のようなインフレが生じるため、1990 年代においてはいずれの国も基本的に国債の発行で財政赤字がファイナンスされてきた。

しかし、財政赤字が存続する状況で国債の返済を行なうには、新たな国債の発行に頼らざるを得ず、これらの諸国では政府債務が巨額に累積し、政府債務の管理が重要な政策課題となっている。とくに政府債務が海外の投資家に保有されている場合、国債への信頼を維持することが資本逃避を防ぐためにきわめて重要となる。このため、国債の市中消化をスムーズに行うことと、利子変動制の国債の返済負担を軽減するためには、利子率の操作がきわめて重要であり、その裁量の確保は必須であった。

ただし、アルゼンチンではカレンシー・ボード制を導入したため、基本的には金融政策の独立性を確保することは困難であったと考えるべきである。しかし、後述のように、アルゼンチンのカレンシー・ボード制は完全なものではなく、金融政策に裁量の余地を残していた点に注意すべきである。とくに、政府債務の管理においては、アルゼンチンにあっても利子率操作は重要な手段であった。

いま一つの問題は、資本の流出が始まると、それを阻止するためには、高金利政策が必要となることである。内外利子率格差を拡大させれば、資本流入への誘引を高めることができるからである。したがって、通貨危機の危険に直面した場合、金融政策の独立性を確保する必要性がより高まるといえる。ただし、国内の銀行システムが脆弱であると、高金利政策は債務者の負担を高め、不良

債権を増大させることになり、銀行システムをいっそう不安定化させることから、通貨危機を防御する方法として高金利政策を使用できないという問題があることにも注意が必要である。

以上、通貨危機を考える枠組みとして国際マクロ経済学の基本的な考え方に依拠し、ラテンアメリカ諸国における通貨危機の背景を議論してきた。とくにメキシコ、ブラジルでは、1990年代の経済自由化のなかで、長期的には持続できないにもかかわらず、3つの条件を同時に追求せざるを得ない状況であり、そのことが必然的に通貨危機を招く結果となった。また、アルゼンチンではカレンシー・ボード制の導入によって国際マクロ経済学の基準は満たしていたはずであったが、カレンシー・ボード制自体の問題とそれを補完する政策の不備のために、通貨危機を招くことになった。以下では、これら3国の通貨危機へのプロセスを議論する。

#### 4. 各国における通貨危機へのプロセス

##### メキシコの通貨危機

メキシコは、1988年～94年のサリナス政権下で積極的に経済安定化と市場自由化を実施し、ネオリベリズムに基づく経済改革の「優等生」とみなされていた。この間、1993年にAPEC加盟、1994年にはNAFTA（北米自由貿易協定）への加盟、さらには同年にOECDに加盟するなど、エマージング・マーケットとして先進国から大きな注目を集めていた。輸出が急成長するとともに、海外からの多額の資本が流入し、高い経済成長率を実現してきた。しかし、1994年末～95年初頭にかけて通貨危機に見舞われ、短期資本流入に依存したエマージング・マーケットの脆弱さを露呈することとなった。

通貨危機発生直前の資本流入は、直接投資が傾向的に増加してきたものの、証券投資が急激に増大したことを特徴としていた。具体的には、テソボノス（ドル連動の短期国債）、セテス（短期ペソ建て国債）、アフスタボノス（インフ

レ調整付き国債)などの政府債と、株式市場への投資であった。表1に見られるように、1993年にはネットで143億ドルに達するこれら証券への投資があった。ちなみに1993年の直接投資は44億ドルであった。1993年までは利回りのよいセテスへの投資が主であったが、1994年に入ると為替レート切下げの思惑から為替リスクをもたないテソボノスへの転換が生じ、1994年末の金融危機発生時における外国人投資家保有証券残高は、テソボノスが170億ドル、セテスが50億ドル、株式が250から300億ドルなどであったとされている。しかし、この時期には為替バンド制に基づく為替レート調整が導入されていたものの、十分に過大評価を解消するものではなく、経常収支赤字がGDP比で6%~7%に達していた。このため、固定為替相場の維持可能性に対する市場の懸念が広まり、切り下げへの予想が高まっていたといえる。

表1 メキシコの主要経済指標

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
消費者物価インフレ率 <sup>a</sup> (%)	8	7.1	52	27.7	15.7	18.6	12.3	9	4.4	5.4
実質GDP成長率 <sup>a</sup> (%)	1.8	4.5	-6.2	5.4	6.8	5	3.7	6.8	-0.4	1.2
6大都市失業率 <sup>a</sup> (%)	3.4	3.7	6.2	5.5	3.7	3.2	2.5	2.2	2.5	2.8
財政赤字/GDP比 <sup>a</sup> (%)	0.7	-0.3	-0.2	-0.1	-0.6	-1.2	-1.1	-1.1	-0.7	-0.7
政府債務/GDP比 <sup>a</sup> (%)	19.5	31.7	36.8	26.5	21.6	23.6	21.9	20.7	20.1	22.8
経常収支/GDP比 <sup>b</sup> (%)	-6.1	-7.1	-0.6	-0.7	-1.8	-3.7	-2.9	-3.1	-2.8	-2.2
実質為替レート <sup>a</sup> (1991=100)	100.3	103	152.1	135.5	117.7	117.9	108.2	100	92.9	92.1
外貨準備高 <sup>b</sup> (10億ドル)	25.3	6.4	16.8	19.4	27.8	31.8	31.8	35.5	11.7	50.6
総対外債務残高 <sup>c</sup> (10億ドル)	131.7	140.2	166.6	157.5	148.7	159.9	167.3	158.5	158.3	na
長期債務残高 <sup>c</sup> (10億ドル)	90.7	97	113.5	114.4	111.8	125.2	138.7	139.5	140.3	na
短期債務残高 <sup>c</sup> (10億ドル)	36.3	39.3	37.3	29.8	27.7	26.3	24.1	18.9	18	na
長期債務純流入 <sup>c</sup> (10億ドル)	2.6	4.6	15.5	4.6	0.3	11.4	12.7	1	2.5	na
直接投資純流入 <sup>c</sup> (10億ドル)	4.4	11	9.5	9.2	12.8	11.9	12.5	14.2	24.7	na
証券投資純流入 <sup>c</sup> (10億ドル)	14.3	4.5	0.5	2.8	3.2	-0.7	3.8	0.4	0.2	na

注：2002年は予測値。

出所：(a)ECLAC, *Balance preliminar de las economias de America y el Caribe*, 2002.

(b)中央銀行。(c) World Bank, *Global Development Finance*, 2003.

いうまでもなく、こうした短期の証券投資は、為替レートの変動やカントリー・リスクに敏感である。とくに1994年には、年初からチアパス州での武装蜂起、3月の大統領候補コロシオ氏の暗殺などの政治不安が続き、第2四半期から急激に資本流入が低下し、またセテスからテソボノスへの急激なシフトが生

じた。この間、外貨準備は2月から6月までに130億ドルが失われたが、過大評価と貿易収支赤字の増大に対して為替レートの切下げなどの対策は実施されず、資金流入を促すために国債金利が引き上げられたに過ぎない。

こうした状況下で、1994年11月に米国の公定歩合が0.75%引き上げられたことを契機として、カントリー・リスクが高まりつつあるメキシコより、安全で利回りの高くなった米国の債券へと資金が環流し始め、外貨準備が激減する事態となった。このためメキシコ政府は、1994年12月20日に14%の為替レートの切下げを発表したが、ペソの切り下げ圧力は止まることを知らず、22日には完全変動相場制に移行することになった。変動相場制のもと、市場の切り下げ圧力によって、約1ヶ月後には65%のペソの急落となった。外貨準備は、1993年末の263億ドルから、1994年末には64億ドル、1995年1月末には35億ドルにまで低下することになった。メキシコの場合、このような急激な資本流出は、メキシコ国内外の投資家がマクロ・ファンダメンタルズの動向のみならず、政府債務に関する政策的な対応の誤りと政治的なできごとから、固定相場制が持続可能でないと判断した結果であるといえる。

ところで、こうした事態となり、国際金融界で最も危惧されたのが、テソボノスの償還の問題であった。危機発生時点で外国人投資家によって保有されていたテソボノスは170億ドルに達していたのに対し、外貨準備は35億ドルに過ぎなかった。メキシコ国債が返済不履行となれば、メキシコのみならず米国の金融界にも計り知れない影響をもたらすことになる。1995年1月から3月にかけてのテソボノスの償還予定額は103億ドルと見積もられており、国際的な金融支援は不可避であった。このため、米国政府、国際機関、日米欧の民間銀行から総計で500億ドルを超える緊急支援がなされることになった。

以上のような国際的な金融支援を受けるにあたり、通貨危機後のメキシコ経済は極めて厳しい財政・金融政策を強いられることとなった。このため、1995年の実質経済成長率はマイナス6.2%となった。また、通貨ペソの暴落のためにインフレ率は、1994年の7.1%から1995年の52%にまで上昇した。いかにメキシコが通貨危機後に深刻な経済状況に直面したかを物語っている。また、

メキシコの通貨危機を契機としてアルゼンチンなどへの中南米諸国への資本流入が急減したが、こうした影響は「テキーラ効果」と呼ばれ、中南米諸国に大きな影響を与えたことは特筆すべきである。

## ブラジルの通貨危機

1980年代、対外債務危機とハイパー・インフレによる深刻な経済困難にあったブラジルは、1994年に実施した「リアル計画」によって経済安定化を実現し、1990年代後半はインフレの抑制と成長率の回復に成功した。表2に見るように、1993年に2447%に達していたインフレ率は、1995年には22.4%にまで低下し、マクロ的安定化に成功した巨大なエマージング・マーケットとして大量の海外資本を誘引した。このため、長期借り入れ、直接投資、証券投資などの形態で1998年まで海外資金流入のブームが続いた。

表2 ブラジルの主要経済指標

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
消費者物価インフレ率 <sup>a</sup> (%)	2477	916.5	22.4	9.6	5.2	1.7	8.9	6	7.7	10.9
実質GDP成長率 <sup>a</sup> (%)	4.5	6.2	4.2	2.5	3.1	0.1	1	4	1.5	1.5
6大都市失業率 <sup>a</sup> (%)	5.4	5.1	4.6	5.4	5.7	7.6	7.6	7.1	6.2	7.3
財政赤字/GDP比 <sup>a</sup> (%)	-0.8	1.1	-4.9	-3.4	-4.3	-7.4	-3.4	-1.2	-1.4	-2.1
政府債務/GDP比 <sup>a</sup> (%)	32.6	30.1	30.6	33.3	34.4	41.7	48.7	48.8	52.6	56.5
経常収支/GDP比 <sup>b</sup> (%)	0	-0.2	-2.6	-3	-3.7	-4.3	-4.7	-4.1	-4.6	-1.7
実質為替レート <sup>a</sup> (1991=100)	82.4	82.5	73.4	69	68.1	71.4	107.6	100.6	119.1	125.4
外貨準備高 <sup>b</sup> (10億ドル)	31.7	38.5	49.7	58.3	50.8	42.6	34.8	32.5	35.7	37.7
総対外債務残高 <sup>c</sup> (10億ドル)	143.8	151.2	160.5	181.3	198	241	243.7	238.8	226.4	na
長期債務残高 <sup>c</sup> (10億ドル)	112.9	119.6	129.1	145.3	163.1	206.3	205.7	206.1	189.7	na
短期債務残高 <sup>c</sup> (10億ドル)	30.6	31.4	31.2	35.9	34.8	29.9	29.2	31	28.3	na
長期債務純流入 <sup>c</sup> (10億ドル)	8.4	2.1	9.2	15	14.8	26.1	-10.7	0.6	1	na
直接投資純流入 <sup>c</sup> (10億ドル)	1.3	3.1	4.9	11.2	19.7	31.9	28.6	32.8	22.6	na
証券投資純流入 <sup>c</sup> (10億ドル)	5.5	5.1	2.8	5.8	5.1	-1.8	2.6	3.1	2.5	na

注：2002年は予測値。

出所：表1に同じ。

しかし、リアル計画によっても完全にインフレが抑制されたわけではなく、為替レートの固定化は必然的に為替の過大評価をもたらし、実質為替レートは1995年から1998年にかけてかなりの過大評価となっていた。1995年3月には

為替バンド制が実施されたが過大評価を十分に改善するものではなかった。このため、経常収支赤字はこの間拡大の一途をたどることになった。また、1994年からのカルドーゾ政権の財政健全化は十分なものではなく、1998年には財政赤字の対GDP比は7.4%に達した。このような財政赤字は政府債務によってファイナンスされ、政府債務は傾向的に増大を続けた。以上のようなマクロ・ファンダメンタルズの動向は、ブラジルの固定相場制に対する市場の信頼を徐々に失わせるに十分なものであった。

ところで、1997年のアジア諸国の通貨危機、1998年のロシア危機からブラジルは断続的に通貨アタックに襲われ、1998年8月から9月の2ヶ月だけで一挙にネットで約250億ドルの資金が流出し、通貨危機の発生が懸念される事態となった。このためブラジル政府は、10月には大規模な財政安定化計画を発表し、さらに11月にはIMFを中心とする415億ドルの緊急融資を受け入れ、市場の懸念を払拭することに勤めた。しかし、ブラジルへの信頼は十分に回復することとはなかった。

従来IMFの経済調整策の基本メニューは、為替切り下げと財政緊縮政策の組み合わせであるが、通貨危機のリスクに直面したブラジルに対しては、インフレ抑制策の基本原則としての為替アンカー政策を放棄できないため、もっぱら財政緊縮と高金利政策に頼るものであった。しかし、厳しい景気後退の予想から、財政安定化計画に対しては国内には強い政治的圧力が存在した。財政安定化計画の多くの項目は国会での承認を必要としたが、反対勢力の存在のために、例えば公務員年金の改正案が1998年12月に下院で否決され、最も増税効果の大きいと考えられていた小切手税も審議がずれ込むなど、財政安定化計画の実施が難航した。こうした法案審議の過程は、ブラジル政府の通貨危機を防衛する政策能力に対して海外の投資家に強い疑念を抱かせるものであった。政府が固定相場制を万全の方法で堅持できないと市場が判断すれば、市場は固定相場の放棄を予想した投機によって利益を得ることが可能となる。このような投資行動によって、いっそう固定相場の維持が困難となり、通貨危機の発生が必然的なものとなったといえる。

1999年1月に入ると政府の信任をいっそう揺るがすできごとが続いた。1月6日にはミナス州知事が財源不足を理由に連邦政府に対する約150億ドルの債務について90日間の返済停止を宣言し、さらには中央銀行総裁の更迭などの混乱が続いた。このため、財政緊縮化に対する市場の不信感が増幅し、再び資金流出が激しくなった。政府は13日に新しい為替バンドを設定したが、資金流出を止めることはできず、ついに15日には中央銀行は為替介入を放棄し、変動相場制への移行となり、1994年以來の「レアル計画」に基づく為替政策は放棄されることになった。通貨は通貨危機直前の1ドル=1.2レアルから、1月29日には2レアルにまで切り下がることになった。

ブラジルにおける変動相場制への移行は、ある意味でレアル計画による為替アンカー政策がもたらす過大評価に対して、通貨危機という市場による強制的な調整であったと解釈できる。海外からの多額の資金流入によって対外不均衡を埋め合わせていたことは、いずれ必要となる為替の調整を引き伸ばしていたに過ぎない。リターンとリスクに敏感な資金移動がもたらす通貨アタックは、必要な調整をもたらす一つの過激なきっかけとみなすべきであろう。

### アルゼンチンの通貨危機

アルゼンチンは、1980年代に5000%に達するハイパー・インフレに苦しんでいたが、1991年からカレンシー・ボード制を導入し、1ドル=1ペソのドルペッグによってインフレは急速に沈静化した。カレンシー・ボード制に基づくドルペッグは、為替リスクを持たないと判断されることから、大量の海外資本が流入し、1990年代の高い経済成長率を可能としていた。カレンシー・ボードとは、一定の為替レートでドルなどの準備通貨と自国通貨の兌換を保証する通貨当局のことである。このため国内のマネタリー・ベース残高は準備通貨残高の範囲内に制約され、裁量的な金融政策は行えず、いわゆる金融政策の独立性を有しない。このため、政府は通貨の発行で財政赤字を補填できないことから、カレンシー・ボード制は政府に通貨発行における規律を与え、インフレ抑制策として有効であるとされる。

また、法律によって制定されるため、頻繁な政策変更を回避することや、為替レートの過度の変動を防ぐことから、固定為替レートの維持に対する「信頼獲得効果」を得ることができるとされている。さらに、法律などの制度的なアレンジもとで実施されるカレンシー・ボード制は、マクロ運営に対して政府が「タフ」な政策をとるシグナルとなるとの議論もなされている。さらに理論的には、カレンシー・ボード制は通貨アタックに対しても抵抗力があるとされる。資本が流出すれば外貨準備が低下し、外貨準備高に裏打ちされている国内貨幣供給が低下することによって利子率が上昇し、内外利子率格差を高めて再び資本流入を促進するメカニズムが内在するからである。1997年のアジア危機以後、ブラジルが通貨危機を免れなかったのに対し、アルゼンチンではブラジルと同時に通貨危機に直面することはなかったのは、カレンシー・ボード制を採用していたからであると考えられている。

表3 アルゼンチンの主要経済指標

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
消費者物価インフレ率 <sup>a</sup> (%)	7.4	3.9	1.6	0.1	0.3	0.7	-1.8	-0.7	-1.5	40.6
実質GDP成長率 <sup>a</sup> (%)	5.9	5.8	-2.9	5.5	8	3.8	-3.4	-0.8	-4.4	-11
6大都市失業率 <sup>a</sup> (%)	9.6	11.5	17.5	17.2	14.9	12.9	14.3	15.1	17.4	21
財政赤字/GDP比 <sup>a</sup> (%)	1.5	-0.3	-0.6	-2.1	-1.6	-1.5	-1.7	-2.5	-3.1	-1.4
政府債務/GDP比 <sup>a</sup> (%)	29.4	32.2	35.8	37.8	36.4	39	43.8	46.4	54.7	58.4
経常収支/GDP比 <sup>b</sup> (%)	-3.4	-4.3	-2	-2.5	-4.2	-4.9	-4.2	-3.1	-1.7	8.3
実質為替レート <sup>a</sup> (1991=100)	81	80.6	85.9	87.5	84.6	82.1	76	76.7	74.8	174.3
外貨準備高 <sup>b</sup> (10億ドル)	15.5	17.9	17.6	19.3	24.3	26.5	25.7	27.8	26.5	19.4
総対外債務残高 <sup>c</sup> (10億ドル)	64.7	75.1	98.8	111.4	128.4	141.5	145.3	145.9	136.7	na
長期債務残高 <sup>c</sup> (10億ドル)	52.5	63.7	71.3	81.6	90.6	105.2	111.4	112.5	102.7	na
短期債務残高 <sup>c</sup> (10億ドル)	8.7	7.2	21.4	23.5	32	31	29.4	28.3	20	na
長期債務純流入 <sup>c</sup> (10億ドル)	7.1	7.2	5.9	11.5	8.7	11.4	8.7	4.6	-5.9	na
直接投資純流入 <sup>c</sup> (10億ドル)	2.8	3.5	5.6	7	9.2	7.3	24	11.7	3.2	na
証券投資純流入 <sup>c</sup> (10億ドル)	5.5	1.2	1.1	1	1.4	-0.2	-10.8	-3.2	-0.1	na

注：2002年は予測値。

出所：表1に同じ。

しかし、アルゼンチンのカレンシー・ボード制には多くの問題点が存在した。

(1) アルゼンチンのカレンシー・ボード制は、外貨準備として3分の1を上限として外貨建て国債による保有が認められており、このため「準カレンシー・ボード制」と呼ぶべきものであった。常にドルとペソにスプレッドが存在して

いたことから判断されるように、アルゼンチンのカレンシー・ボード制は、ドル化のケースや純粋なカレンシー・ボード制と比較して、為替相場制に対する信頼は相対的に低かったと考えるべきである。

(2) カレンシー・ボード制はマクロ的なネガティブなショックに対し、為替レート切り下げで対処できないために、安定化と失業とのトレード・オフが深刻化する。このため、表3にみるように経済成長率は1999年から2001年までマイナス成長となり、失業率は2001年には17.4%にまで達した。

(3) カレンシー・ボード制といえども瞬時にしてインフレを抑制したわけではなく、為替レートの過大評価をもたらした。実質為替レートは74.8にまで過大評価となり、経常収支は1990年代を通じて赤字となっていた。

(4) また、カレンシー・ボード制は確かに通貨政策に規律をもたせるが、国債の発行などによる借り入れが可能であれば財政の規律を保証するものではなかった。アルゼンチンでは、とくに地方政府の財政赤字と社会保障（年金）制度の赤字が深刻であり、政府は国債発行、起債などを通じて国内・海外から資金調達し、こうした財政赤字を補填してきた。しかし、その結果として多額の政府債務（多くが対外債務）が累積し、市場にデフォルト懸念が広がったことが通貨危機を招くことになった。

(5) 最後に、国債への利子率に関しては金融政策の裁量の余地を残すものであり、完全に金融政策の独立性を放棄していたとはいえないものであった。

こうしたディレンマの中で、ロシア危機、ブラジル危機以降、海外資金流入が鈍化し始め、アルゼンチンの政府債務の返済が急速に困難となった。市場ではアルゼンチンの政府債務に対するデフォルト懸念が広まり、カントリー・リスク（JP Morgan, EMBI）は2000年末には1000台であったのが、翌年7月には2000台に達し、2001年末には8000台にまで上昇した。このため、アルゼンチン政府は、まず、2000年12月にIMFなどの国際機関と総額で397億ドルの緊急融資の合意を取り付けることとなった。しかし、その後もアルゼンチンへの信頼は回復せず、アルゼンチンのドル借入れのスプレッドが上昇を続ける状況であった。このため、アルゼンチン政府が混迷打開の切り札として2001年6

月に実施したのが、償還期間の長い債務への借り換えであった。総額 295 億ドルに達する、それまでの世界でも例を見ない巨額の借り換えであることから「メガ・スワップ」と呼ばれ、主としてアルゼンチンの地場銀行、年金基金、外資系銀行などが借り換えに応じたとされている。しかし、こうした借り換え政策はとりあえず当面のデフォルトを回避し、経済正常化への時間を購入することになったが、結局、政府債務の問題は単に先送りされただけであり、デフォルト懸念は払拭されず、カレンシー・ボード制への信頼は著しく損なわれることになった。

その後、2001 年末には銀行預金の引出制限、これに対する抗議行動や略奪事件の発生、大統領の交代劇を経て、2002 年 1 月 6 日の 40% の為替切り下げと二重為替制度の導入、さらには 2 月 11 日の変動相場制への移行と続き、1991 年からのカレンシー・ボード制は名実ともに崩壊したのである。結局、アルゼンチンの通貨危機は、アジア諸国で見られたような、バブルの終焉、金融システムの不健全性、過度の短期債務への依存、ヘッジファンドによる投機的アタックによるものではなく、カレンシー・ボード制の限界と財政規律の問題（その背後の政治問題）、そしてそれに基づく政府債務の返済困難化が直接的にカレンシー・ボード制の信頼を損なったことを原因とするものであった。

## 5 . 今後の課題

結局、メキシコ、ブラジル、アルゼンチンと、ラテンアメリカの主要国は全て通貨危機を経験することになった。しかし、それぞれ危機直前には基本的に固定為替制度を採用していたが、それぞれ異なる側面も有していた。メキシコ、ブラジルはバンド制に基づく固定相場制、アルゼンチンはカレンシー・ボード制による厳密な固定相場であった。しかし、最終的にはいずれの国も通貨危機を契機に変動相場へと移行することになった。通貨危機に見舞われなかったチリはエンカへと呼ばれる資本流入規制を実施していたが、1998 年 9 月に実質的に資本流入規制を取りやめ（強制預託比率を 0% に）、1999 年 9 月には変動相場

へと移行している。したがって、メキシコ、ブラジルのように、国際マクロ経済学の基本理論が教える、固定相場制、自由な資本移動、金融政策の独立性を同時に達成できないことを追求していた諸国も、この基準を満たすと考えられたアルゼンチン（カレンシー・ボード制によって金融政策の独立性を放棄していた）、チリ（資本流入規制を採用していた）も変動相場に移行することになった。

こうしたラテンアメリカ諸国の通貨危機は、アジア諸国のそれと比較して、いずれも財政赤字の存在と政府債務の累積、さらに、為替レートの過大評価を基本的な原因とするという特徴を有している。これら諸国の経験からは、グローバル化の下での急激な資本自由化には、それと整合的な政策の実施と制度的な整備が必要であることを示唆している。すなわち、財政規律の確保、過大評価を防ぐ（もしくはそれを相殺する国際競争力の改善を実現する）ための政策、金融市場の健全化などの制度的な整備である。今後は、変動相場のもと財政規律の回復とインフレーション・ターゲティング政策など適切なマクロ政策を実施することが要求されている。

#### 参考文献

- Krugman, Paul, "A model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11(3):311- 325, 1979.
- Obstfeld, Maurice, "Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises," *American Economic Review*, 76(1):72-81, 1986.
- アジア経済研究所『アジ研ワールド・トレンド』「特集/開発途上国の金融政策レジーム」2003年10月。
- 伊藤隆敏「アジア通貨危機の背景」『開発援助研究』5(4):102-129, 1999年。
- 高木信二他『通貨危機と資本逃避—アジア通貨危機の再検討』東洋経済新報社2003年。
- 西島章次「安定化・為替レートアンカー・クレディビリティ」『国民経済誌』: 173(3)、65-79 1996年。
- 西島章次「ラテンアメリカの金銀行システムの現状と課題」神戸大学経済経営研究所『経済経営研究年報』1998年。
- 西島章次・Eduardo Tonooka『90年代ブラジルのマクロ経済の研究』神戸大学経済経営研究所双書 No.57 2002年2月 232頁。
- 西島章次「アルゼンチンの通貨危機と今後の課題」『世界経済評論』Vol.46,

No.3,2002年3月。

西島章次「アルゼンチンのカレンシー・ボード制の挫折と通貨危機」三尾寿幸  
編『金融政策レジームと通貨危機』アジア経済研究所双書 2003年。