

90 年代ブラジルのマクロ経済の研究

西島章次・Eduardo K. Tonooka 著

**神戸大学
経済経営研究所
2001**

まえがき

かつて 1980 年代に對外債務問題とハイパー・インフレによって深刻な経済危機に陥ったブラジル経済は、90 年代に入ると一転して経済自由化政策とマクロ経済安定化政策を推し進め、80 年代とは大きく様変わりした。90 年代初頭まで引き続いたハイパー・インフレは、94 年の為替レートのアンカー政策に基づく「レアル計画」の実施によって沈静化した。また、90 年代のブラジルは、エマージング・マーケットとして世界から注目され、大量の海外資金流入によって高成長が維持されることになった。しかし、99 年には通貨危機に見舞われ変動相場制に移行するなど、再び大きな動揺も経験している。同様に、90 年代はネオリベラリズムに基づく政策改革への試みの 10 年でもあり、政策改革の功罪から、経済に新たなダイナミズムを享受したと同時に、様々な経済問題と課題を抱えた 10 年でもあった。本書はこうした多様な進展を見せた 90 年代のブラジル経済に関し、主としてマクロ経済問題に焦点を当てて議論したものである。限られた紙幅であるが、現実的観点からのみならず、学問的観点からも重要と考えられる主要な問題を取り上げたつもりである。

本書が企画されたのは、日本学術振興会外国人特別研究員制度によって 1999 年 3 月から 2001 年 3 月まで筆者の一人が神戸大学経済経営研究所に滞在し、共同研究を実施したことに端を発している。この意味で、まず、日本学術振興会と、最適な研究環境を提供された神戸大学経済経営研究所ならびにその所員の皆様に謝辞を呈したい。さらに、本書に収録された諸論文を作成する段階で、様々な支援を頂いた、Roberto Macedo, Peter Smith, Fernando H. Barbosa の各氏、小池洋一、堀坂浩太郎、浜口伸明、花田好二、三浦清司の各氏に心よりお礼を申し上げたい。また、普段よりラテンアメリカに関する知的刺激を与え続けて頂いている細野昭雄氏に感謝しなければならない。最後にこうした共著の形で出版の機会を与えて頂いた神戸大学経済経営研究所片山誠一所長にこの場

を借りて謝意を表するものである。いうまでもなく、本書は 90 年代ブラジルのマクロ経済問題を体系的に論述したわが国で唯一の書物であると自負しているが、問題の大きさ、多様さから、十分な分析がなされたとはいい難く、多くの課題が残されている。読者のご批判とご教示を賜れば幸いである。

本書は、これまでに筆者らが主として神戸大学経済経営研究所において発表してきた論文を加筆・修正し、再編集したものであり、各章と初出との関係は以下の通りである。

- 第 1 章：Eduardo K. Tonooka, “Evolução da economia brasileira na década de 1990,” mimeo.
- 第 2 章：西島章次「財政赤字・インフレ税・ハイパーインフレ」『国民経済雑誌』第 161 巻第 2 号，1990 年 2 月。同「ラテンアメリカのインフレ安定化政策－Orthodoxy vs.Heterodoxy－」『経済経営研究年報』第 39 号，1990 年。
- 第 3 章：西島章次「安定化・為替レートアンカー・クレディビリティ」『国民経済雑誌』第 173 巻第 3 号，1996 年 3 月。
- 第 4 章：西島章次・Eduardo K. Tonooka「ブラジルの通貨危機－Fundamentals vs. Self-fulfilling Attack」『経済経営研究年報』第 49 号，1999 年。
- 第 5 章：Eduardo K. Tonooka・西島章次「ブラジルのインフレーション・ターゲティング」『国民経済雑誌』第 182 巻第 6 号，2000 年 12 月。
- 第 6 章：西島章次「通貨危機と銀行システムの健全性－ラテンアメリカとアジアの比較」『経済経営研究年報』第 50 号，2000 年。
- 第 7 章：Eduardo K. Tonooka, “Evolução da dívida pública no Brasil na década de 90,” mimeo.
- 第 8 章：西島章次「ラテンアメリカの経済政策改革について」『国民経済雑誌』第 174 巻第 4 号，1996 年 10 月。同「ラテンアメリカにおける第 2 世代の政策改革－政府能力と制度能力の改善にむけて」『国民経済雑誌』第 179 巻第 4 号，1999 年 4 月。

2001 年 10 月 31 日

西島章次・Eduardo K. Tonooka

目 次

まえがき

第 1 章 1990 年代のブラジル経済の展望

1. はじめに
2. 経済実績
3. 通貨・利子率・為替レート
4. 政府財政
5. 対外部門

第 2 章 1990 年代前半のハイパー・インフレ

1. はじめに
2. インフレ加速要因
3. ハイパー・インフレ
4. ブラジルのヘテロドックス・タイプの安定化政策
5. おわりに

第 3 章 「レアル計画」による経済安定化

1. はじめに
2. 「カルドーゾ計画Ⅱ」による経済安定化
3. 為替レート・アンカーの理論分析
4. 「レアル計画」以後のマクロ政策
5. おわりに

第 4 章 ブラジルの通貨危機

1. はじめに
2. 理論モデル
3. ブラジルへの通貨アタックの推移と対応
4. レアル切り下げの通貨アタック・モデルによる解釈
5. おわりに

第 5 章 インフレーション・ターゲッティング政策

1. はじめに
2. 基本モデル
3. トランスミッション・メカニズム
4. ブラジルにおけるインフレーション・ターゲッティング
5. 若干のモデル分析
6. おわりに

第 6 章 通貨危機と銀行システムの健全性ーラテンアメリカとアジアの比較ー

1. はじめに
2. 通貨危機のメカニズム
3. 通貨危機諸国の比較
4. 銀行セクターの健全性
5. おわりに

第 7 章 1990 年代のブラジルにおける政府債務

1. はじめに
2. 1970 年代, 80 年代の政府債務の進展
3. 1990 年代の政府債務の進展
4. 政府債務の最適構成: Goldfajn モデル
5. 1990 年代の政府債務の構成: 実証的考察
6. おわりに

第 8 章 ブラジルの政策改革問題の基本視点

1. はじめに
2. ネオリベリズムの背景
3. 政策改革の持続可能性
4. 第 2 世代改革
5. 政府改革と制度構築
6. ラテンアメリカにおける新たな変化
7. おわりに

参考文献

第 1 章 1990 年代のブラジル経済の展望

1. はじめに

戦後のブラジル経済はいくつかの時代区分が可能であるが、それぞれの時代は象徴的な言葉で表現されることが多い。例えば、1950 年代、60 年代の「輸入代替」、60 年代から 70 年代にかけての「奇跡の成長」、80 年代の「失われた時代」などであり、このような表現を用いないブラジル経済の書物を見つけることは困難である。しかし、90 年代にはそうした象徴的な言葉は見当たらない。これは 90 年代が極めて変化に富んだ時代であったからである。

ブラジル経済の 1990 年代は、86 年 2 月に実施された「クルザード計画」以来のヘテロドックス・タイプの安定化政策のトラウマを引きずった形で始まった。例えば、90 年代の初めには、就任したばかりの大統領が民間の金融資産を 18 ヶ月間にわたり中央銀行に強制預託させるという政府債務のモラトリアムを実施している。ただし、この間に政府が経済の開放化と民営化を積極的に推し進めたことも特筆されなければならない。

1994 年には、新しい政権の下、「レアル計画」と呼ばれる安定化政策が実施され、ブラジルのインフレの特徴であるイナーシャが払拭されることになった。実に 40 数年ぶりにブラジルのインフレは 1 桁台にまで低下したのである。この政権の下では、経済成長戦略の実現可能性を高めるために金融市場の開放がなされ、ブラジルはエマージング・マーケットの旗手として知られるようになった。大量の外国資金が流入し、拡大を続ける経常収支赤字を補填した。しかしながら、アジア諸国、ロシアなどで通貨・金融危機が伝播するなか、エマージング・マーケットへの資金流入が先細り、海外の投資家に十分に開かれたブラジル経

済も必然的に通貨投機に晒されることになった。ついには 99 年 1 月に為替レートの切り下げとドル・ペッグ制度の放棄を余儀なくされ、ブラジルの通貨レアルは、変動相場の導入から 2000 年末までに 60% 近くの切り下げとなった。2001 年には、9 月までにさらに 40% の切り下げとなっている。こうしたコンテキストにおいて、過剰な為替レート切り下げのインフレへの影響と、為替レートにインデックスしている政府債務への影響が今日のブラジル経済におけるもっとも重要な研究課題となっている。

同様に、これまでの政府債務の推移、連邦政府・州政府・市政府間の債務移転交渉、さらに 1990 年代後半に連邦政府債務の急増をもたらした高利子政策とその持続可能性なども、現在のブラジル経済の主要なテーマである。

本章は、1990 年代におけるブラジルの主要なマクロ経済問題の概観であり、以下の諸章でなされる分析の理解を助けるために用意されたものである。経済活動実績、通貨・利子率・為替レート、政府財政、対外部門の 4 つのテーマに関し、できるだけ広範に 90 年代のブラジル経済の進展を描写するが、たんに事実の記述に留め、簡潔に主要なマクロ経済指標を掲載することを主眼としている。

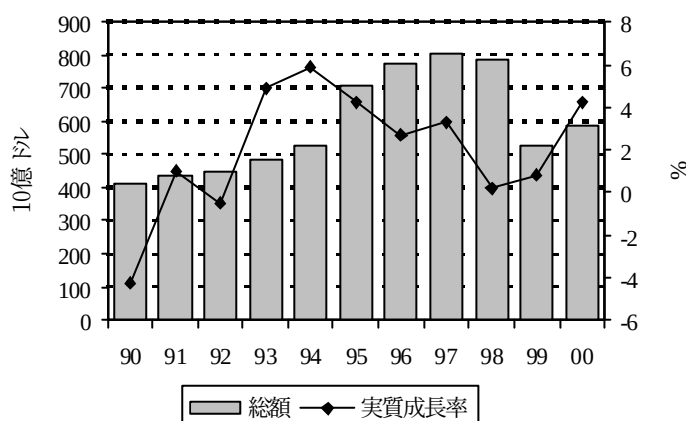
なお、本章ならびに本書全体において、基本的に 1990 年代とは、インフレを終息させた 94 年の「レアル計画」を境に、90 年代前半の低成長・高インフレの時期と、後半の高成長・低インフレの 2 つの時期に区分されるが、より詳しくは後半の時期は 99 年 1 月までの固定相場制とそれ以後の変動相場制の時期に区分するのが適切であると考えている。以下で明らかとされるが、ブラジルの 90 年代のマクロ指標はそれぞれの時代区分を強く反映して極めて異なる推移を示している。

2. 経済実績

2.1 経済成長

ブラジルでは、1990 年の「コロール計画」によって実施された安定化政策の失敗の後、深刻な経済停滞が生じた。ハイパー・インフレにより経済は著しく混乱し、90 年の実質 GDP 成長率はマイナス 4.3% となったが、その後は 92 年を例外として実質経済成長率は回復基調を示している。93 年～95 年、2000 年には成長率は年 4% を上回り、94 年には 5.9% の高率となった。実質 GDP 額は 97 年まで拡大を続け、8000 億ドルを超えたが、99 年の大幅な為替レート切り下げによってドル・タームの GDP は激減し、2000 年の GDP は 5880 億ドルとなっている（図 1）。

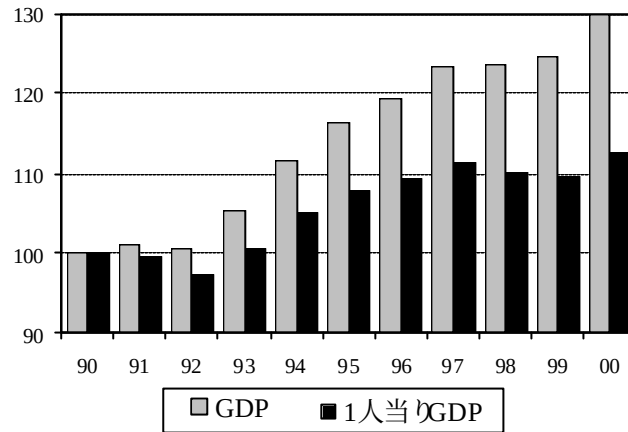
図 1 実質 GDP 額と実質成長率（10 億ドル，％）



出所：IBGE

1990 年代、ブラジルの人口は 1.4% で成長し、2200 万人の人口増加となり、2000 年の総人口は 1 億 6600 万人となった。この人口成長によって、90 年代後半が正の経済成長率であったにも関わらず一人当たり GDP の伸び率は比較的低い率で推移することになった（図 2）。

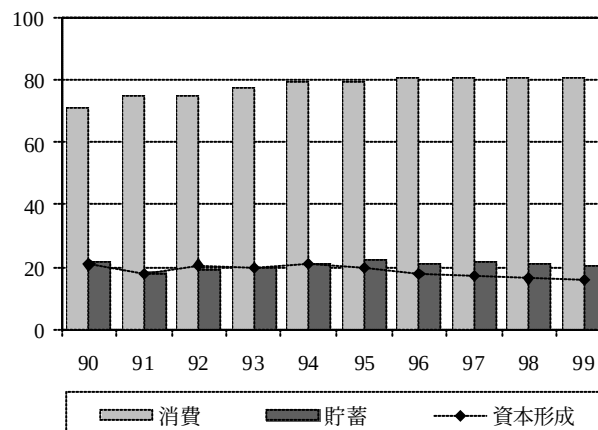
図2 GDPと1人当りGDP（1990 = 100）



出所：IBGE

ブラジル経済の1つの際立った特徴は、必要な投資をまかなうに十分な貯蓄を生み出せないことである。長年のインフレによって金融仲介機能が十分に発展していないことに加え、政府部門の貯蓄が少ないことが基本的な要因である。このため、1990年代には資本形成はGDPの20%を下回る水準が続き、90年代後半はさらに低下する傾向をみせている（図3）。

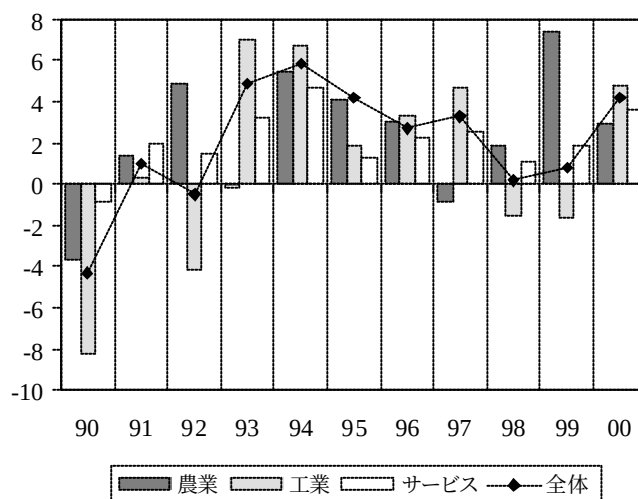
図3 消費、貯蓄、粗資本形成（GDP比率）



出所：IBGE

1990 年代の農業部門は目覚ましい発展を見せ、10 年間の実質成長率は 34.4% に達した。ついで、サービス業の 26.9%、工業部門の 22.8% の順となっている。農業部門は 93 年と 97 年を例外として高い成長率を記録している。工業部門は 90 年から 92 年まで不調であり、この間 12% も収縮している。以後は 97 年まで高い成長率を維持したが、再び 98 年、99 年にはマイナス成長となるなど不安定な動きを見せている。サービス業は 91 年から安定的に正の成長率を維持したが、平均としては 2.5% 以下と相対的にモデストなものであった。こうした各部門の成長率の相違を反映し、とくに 90 年代後半には多少の変動はあるものの、農業と工業部門のシェアが低下傾向を見せているのに対し、サービス部門は拡大傾向にある（図 4 参照）。

図 4 各部門の GDP 成長率の推移 (%)



出所：IBGE

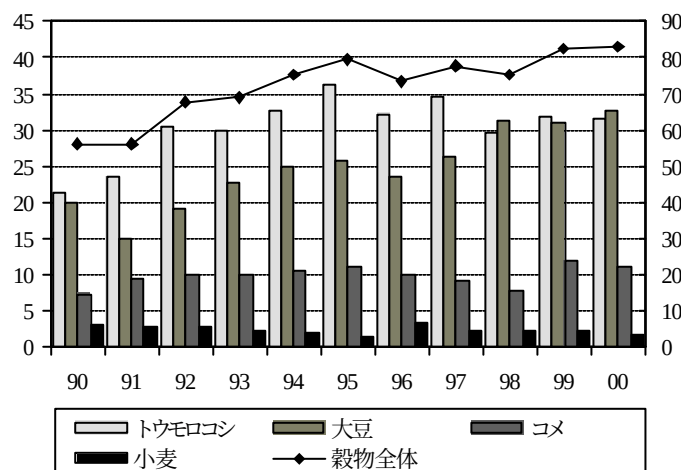
2.2 農業部門

ブラジルの穀物生産の総量が 8000 万トンを超えたのは 1990 年代に入ってからである。これは、とくにトウモロコシと大豆の生産拡大に牽引されたもので、

これらの 2 つの穀物で全体の 80% 近くを占めている。トウモロコシが主に飼料として国内市場向であるのに対し、大豆と大豆製品は海外市場向けであることが大きな特徴となっている。大豆製品の輸出額は、85 年に 49.7 億ドル、2000 年には 41.5 億ドルに達し、いまやコーヒーの輸出（同時期にそれぞれ 26.1 億ドル、17.6 億ドル）を抜いて最大の輸出作物となっている。

コメの生産は 1000 万トン台を維持しているが、国内需要をまかなうには不十分で、ウルグアイ、アルゼンチン、それに僅かであるがアジア諸国などから輸入している。小麦生産は消費に比して僅かで、主としてアルゼンチンからの輸入に頼っている。他の主要な農業生産物としては世界最大の輸出量を誇るコーヒーや、アルコールに転換される砂糖キビなどがあげられる。また、砂糖キビの輸出は 10 億ドルを超えている（図 5）。

図 5 主要農作物の生産推移 (100 万トン)

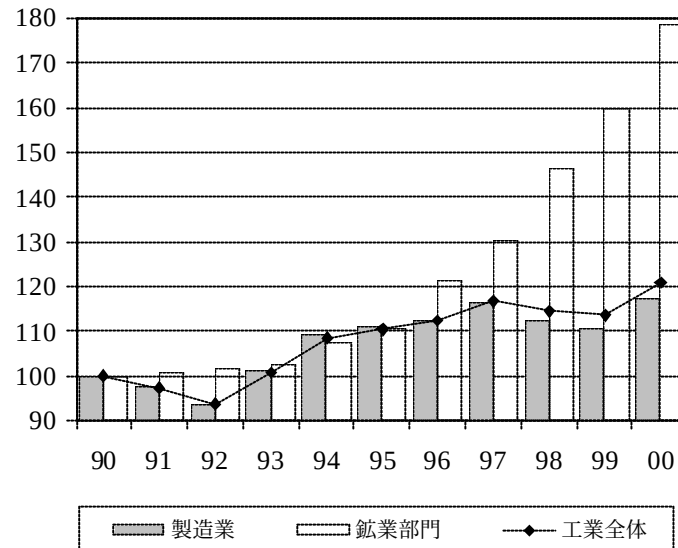


出所：IBGE

2.3 工業部門

1990 年代には工業部門は 20% 以上の成長を実現したが、とくに鉱業部門の拡大が目覚ましく、90 年代の後半の成長が著しい（図 6）。

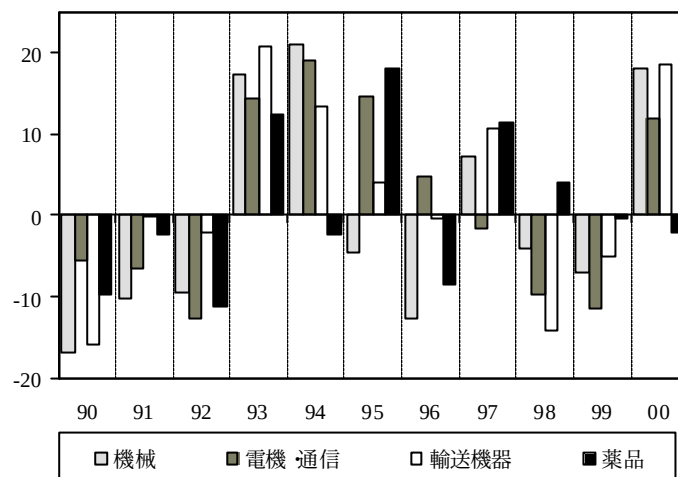
図6 工業部門の推移 (1990 = 100)



出所：IBGE

製造業のうち成長が著しいのは機械、電機、通信機器、輸送機器、製薬である（図7）。1980年代と90年代初めの停滞の後、とくに94年から95年にかけて高い成長率を見せている。これは、94年の「リアル計画」によるインフレ沈静化が個人の実質購買力を高めた影響によるものであり、実際、食品、飲料、建設資材なども高い成長率を示している。しかし、98年、99年はアジア諸国の通貨危機の影響から、電機、通信、自動車などがマイナス成長となった。このようにブラジルの製造業における1つの特徴として、産業ごとの相違はあるものの、基本的に経済全体の景気などに大きく左右され、激しい変動を繰り返すことが上げられる。

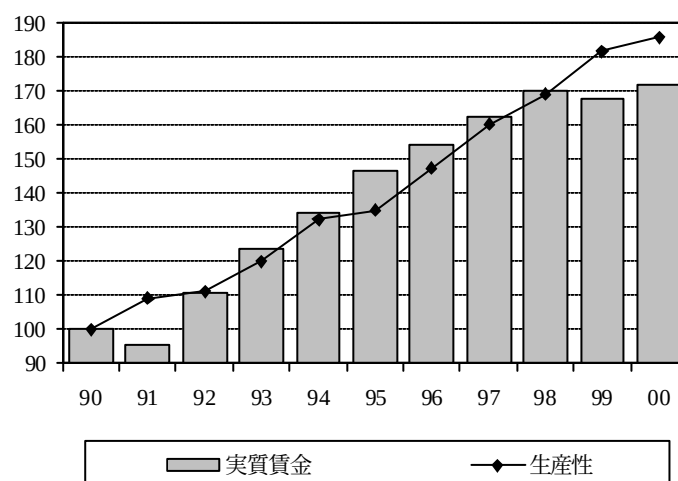
図7 製造業主要分野の実質成長率 (%)



出所：IBGE

サンパウロ州は全国の GDP の約 3 分の 1 を生み出しているが、1990 年代に生産性が急増しており、実質賃金も同様の動きを示している（図 8）。生産性の上昇は、主として 90 年代当初より始まった貿易自由化の結果であり、海外との競争が激化するなかで現地企業が経営と技術の近代化を進めたことによる。

図8 サンパウロ州工業部門の生産性と実質賃金の推移 (1990 = 100)

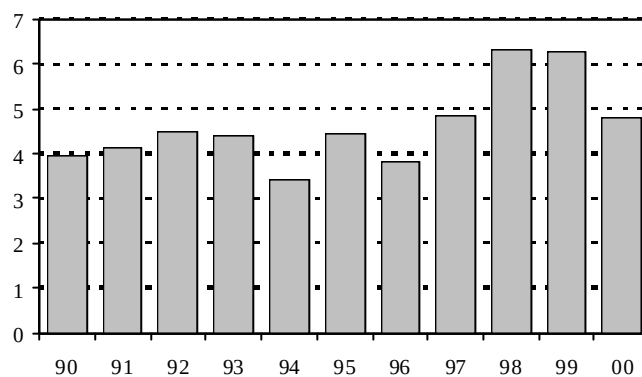


出所：Federação das Indústrias do Estado de São Paulo

2.4 雇用と所得

失業率は「レアル計画」が実施された 1994 年に最も低い 3.5%となったが、6%を超えた 98 年、99 年以外は 5%を超えることはなく、他の発展途上諸国と比較しても相対的に低い率を維持している（図 9）。

図 9 経済活動人口に占める失業率 (%)



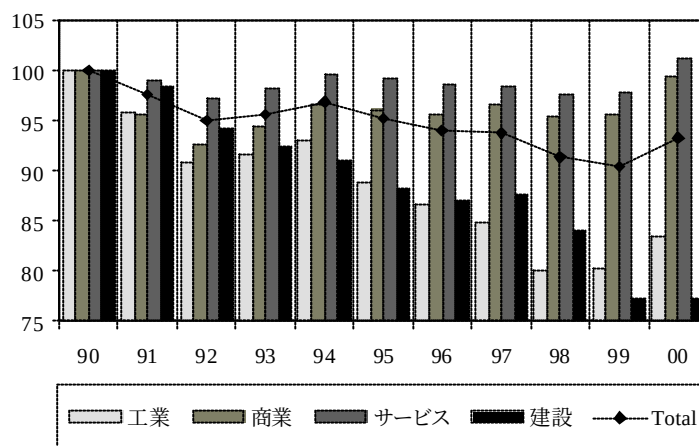
出所：IBGE

注：経済活動人口とは 15 才以上の人口を示す

しかし、フォーマルな雇用（労働法に基づく労働契約を有する雇用者）の水準でみると、1990 年から 2000 年の間に 7% 近く低下し、しかも分野別には大きな差異が存在する。工業部門、建設部門では大きく低下しているが、商業・サービスでは比較的安定している。工業部門の場合、雇用低下は生産性上昇と同時に生じており、90 年を 100 とすると 98 年には実に 80 前後にまで低下している。98 年は景気の悪化の影響もあるが、基本的に生産性の上昇と、いわゆる労働の柔軟化により、短期雇用への転換や外注化などの影響が傾向的な工業部門の雇用低下を説明する。建設部門での雇用低下も労働のインフォーマル化など建設部門での雇用形態の不安定性をその基本的な背景としているが、他方でブラジルの低い投資水準の影響も受けている。こうした雇用の不安定性は商業やサービス業でも見られ、この 10 年間にこれらの部門が拡大したにもかかわらず

雇用がその生産額に比して十分に増加しないことを説明している（図 10）。

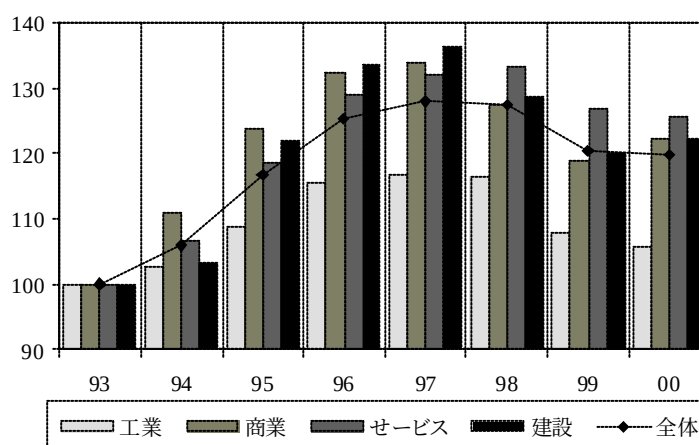
図 10 部門別の雇用水準 (Base 1990 = 100)



出所：IBGE

1994 年 7 月からの安定化政策の成功は、個人の実質給与水準に好ましい影響を与えたといえる（図 11）。2000 年には商業、サービス、建設部門は 93 年と比較して 20% を超える実質給与水準の増加を見せている。工業部門での実質

図 11 部門別の実質所得の推移 (1993 = 100)



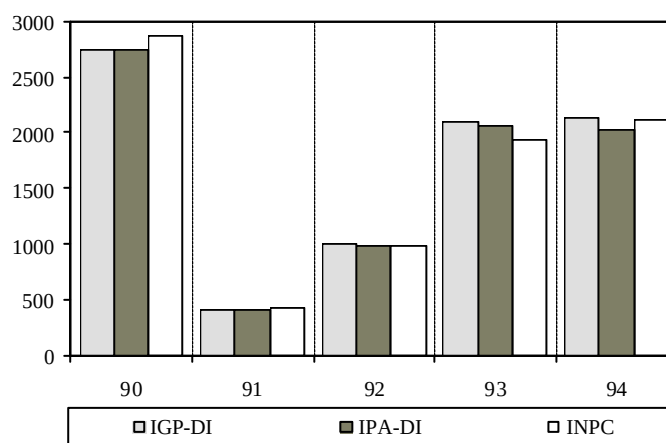
出所：IBGE

給与水準は、93年との比較で97年に17%増加した以降は低下し、2000年には93年との比較で5%の伸びに終わっている。

2.5 価格

1990年代におけるブラジル経済最大の成果は、いうまでもなく、長年のインフレを克服したことである。86年の「クルザード計画」に始まるヘテロドックス・タイプの経済安定化政策はその失敗を繰り返すうちにインフレを高進させ、90年には消費者物価指数でのインフレ率は2860%に達した（図12A）。このため、90年3月に再びヘテロドックス・タイプの安定化政策であるが、これまでの安定化政策のなかでももっとも大規模な「コロール計画」が実施され、インフレ率を一時的に低下させた。しかし、結局インフレを沈静化させることはできず、94年の「レアル計画」まで再び上昇を続けた。このため94年には2000%を超えるインフレとなった。しかし、「レアル計画」以後は急速にインフレ率が低下し、98年には4%となった（図12B）。

図 12A インフレ率： 1990-1994 (%)



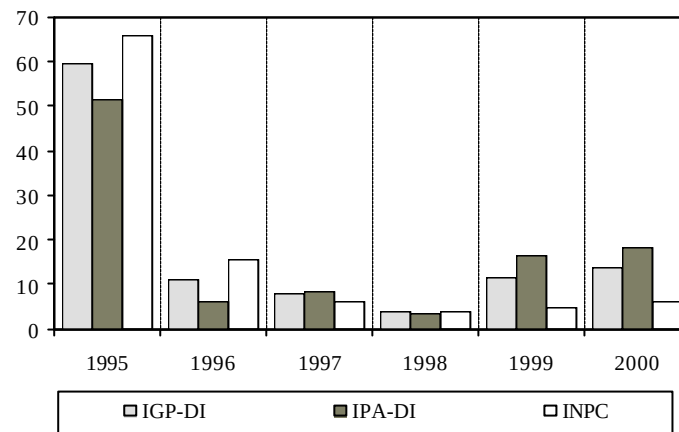
出所：FGV, IBGE

注：IGP-DI = 総合物価指数（国内供給）

IPA-DI = 卸売物価数（国内供給）

INPC = 消費者物価指数

図 12B インフレ率：1995-2000 (%)



出所：FGV, IBGE

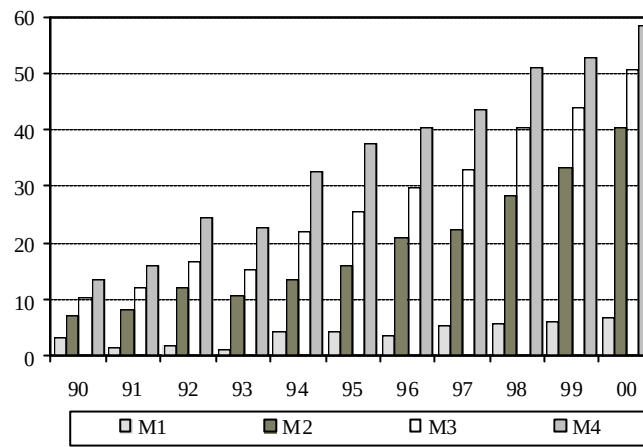
1999年1月の為替危機における大幅切り下げと変動為替相場への移行は輸入価格を通じたインフレ圧力をもたらし、とくに卸売物価は99年には16.5%の上昇となったが、消費者物価への切り下げの影響は軽微で、消費者物価のインフレ率は5%以下にとどまっている。自由化とともに輸入競争が激しくなっていたことが消費者物価への影響を押しとどめる要因となったといわれている。しかし、切り下げの影響は2000年には幾分強まり、卸売物価が18%、消費者物価が6%増となった。

3. 通貨・利子率・為替レート

3.1 貨幣供給

1990年代を通じ、いずれの定義による貨幣供給も対GDP比率で拡大を見せている（図13）。

図 13 GDP 比の貨幣供給残高(%)



出所：中央銀行

注： M1 = 民間保有現金+当座預金
M2 = M1+民間保有政府債券・金融投資ファンド
M3 = M2+貯蓄性預金
M4 = M3+定期性預金・民間債券など

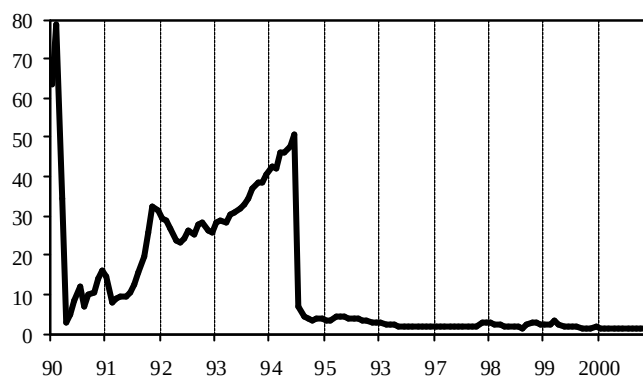
M1 は 1993 年には GDP 比で 1.3%に過ぎなかったが，94 年のインフレ抑制とともに以後徐々に拡大し，2000 年には 6.8%となっている。市場が保有する政府債券を含む M2 は最大の伸びを見せ，90 年代に約 5 倍の残高となった。M2 に貯蓄性預金を含めた M3 は，M2 の伸びのみならず貯蓄性預金の拡大によって 90 年の GDP 比 3.1%から，2000 年には 10.2%に達している。M3 に民間の債券を加えた M4 は同様に著しい拡大を見せており，GDP 比で 90 年の 3.5%から 2000 年の 8%となっている。

3.2 利子率

政府債券の収益率（オーバーナイト）に基づき計算され，経済の参考金利として利用されている SELIC 金利でみると，1994 年までの高インフレの時期には激しい変動をみせているが，94 年の「レアル計画」以後は月率表示で比較的安定した低い率を維持している（図 14A）。しかし，年率換算の率でみると，メキシコ，アジア，ロシア，ブラジルの通貨危機に対応して高い率となっており，

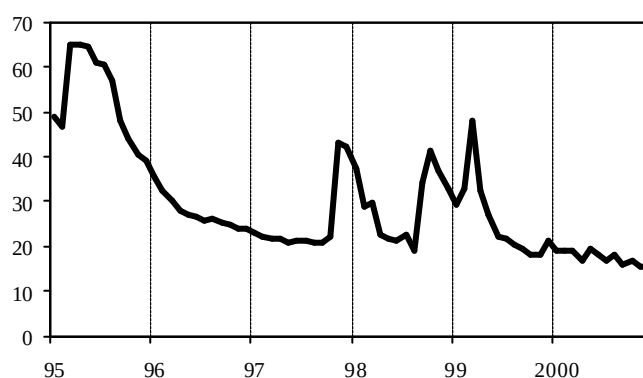
国内通貨防衛のための金融政策手段として使用されてことが理解される（14B）。

図 14A 利子率（SELIC）の推移(月率，%)



出所：中央銀行

図 14B 利子率（SELIC）の推移（年率，%）

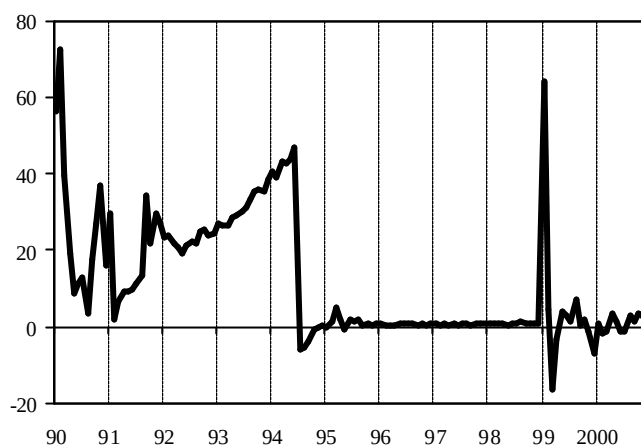


出所：中央銀行

3.3 為替レート

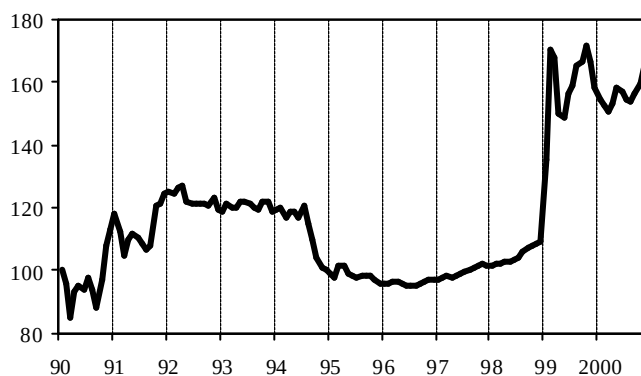
1990年代におけるブラジルの名目為替レートの進展は、やはりインフレの動向と密接な関係を示している。ただし、94年7月からのドル・ペッグ制が99年1月の通貨危機によって変動相場へと移行したため99年前半は激しい変動を示している（図15，16）。

図 15 名目為替レートの変化率 (%)



出所：中央銀行

図 16 実質為替レート (1990 年 1 月 = 100)



出所：中央銀行

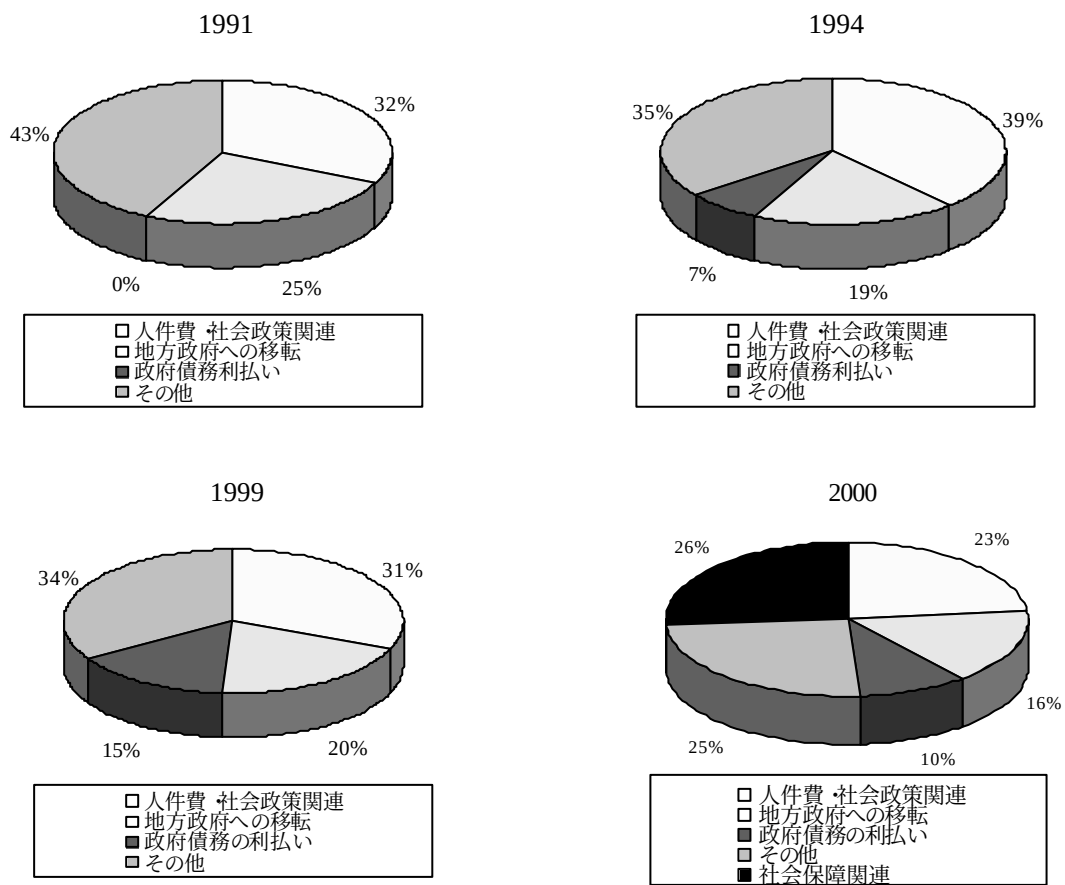
注：消費者物価指数 (INPC) で実質化

実質為替レートの推移は、「リアル計画」を境としてその水準に差があるものの、1999 年 1 月末までは基本的に実質レートが安定するように名目レートを調整していたといえる（クローリング・ペッグ制）。こうした為替レート政策は、94 年までの高インフレや、94 年以降の各国の通貨危機などがもたらす不確実性に対処することを目的としていた。ただし、94 年から 98 年末までは過大評価の傾向にあったが、99 年 1 月の通貨危機後のリアルはドルに対し急激に切り下げられ、2000 年 12 月には 90 年当初の約 60% の価値にまで低下した。

4. 政府財政

かつて財政支出は大きく 4 つのグループ（人件費・社会政策支出，州・市への移転，公的債務の利払い，その他）に分けられていたが，2000 年に社会保障関連支出が加えられた。このため連邦政府の支出は 99 年の 1637 億レアルから 2000 年には 2526 億レアルにジャンプしている。94 年から人件費・社会政策支出の比率が低下してきたのは，公務員給与が長期間にわたり十分に調整されなかったことと政府債務の利払い負担の急増による。しかし，2000 年には社会保障関連支出が政府支出に含められたことからその比率は低下した（図 17）。

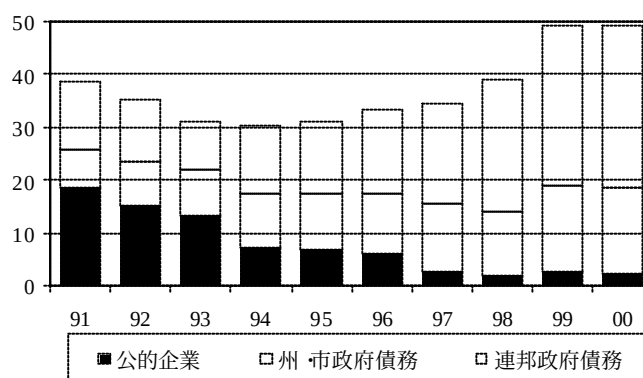
図 17 政府支出の構成（％）



出所：中央銀行

公的債務返済負担の増大は 1994 年以降の政府債務の増大と直接的に関連している（図 18）。とりわけ、連邦政府の債務は急激に拡大し、91 年の GDP 比 13% から 2000 年には 31% となっている。反対に、公的企業のシェアは急激に低下したが、これは民営化と民間への債務移転の結果である。一方、州・市政府債務もシェアを拡大させているが、このうちかなりの部分が連邦政府債務に転換されたことに注意が必要である。このことは連邦政府債務がこの期間に急増したことの 1 つの重要な要因となっている。

図 18 公的債務の構成（GDP 比，％）



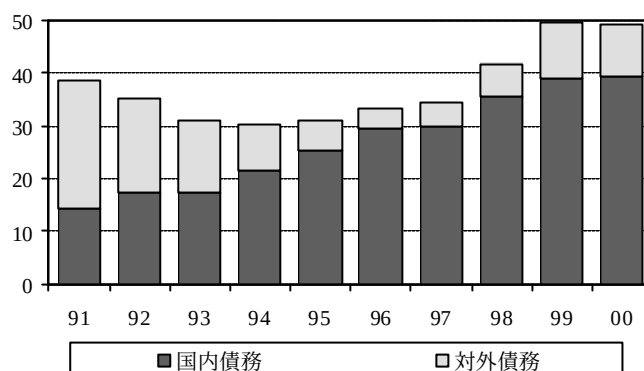
出所：中央銀行

1990 年代の初頭までは、公的債務のうち対外債務が 50% 以上を占めていたが、以後は国内債務が中心となり、95 年～97 年には極めて高い比率となった。この時期には対外準備が 500 億ドルを超えると同時に、対外債務は急激に低下している（図 19）。逆に国内債務は 90 年代後半に急拡大を見せ、純公的債務総額は 94 年の GDP 比 30% から 99 年、2000 年には 50% 近くとなった。

こうした国内債務の急増は、2001 年以後のブラジルのマクロ経済政策における中心的課題であり、たんにその残高の規模の問題のみならず、財政赤字や利払いなどのフローの問題としても重要であり、それがクリティカルな状況とな

れば、かつてインフレ安定化政策として実施されたヘテロドックス・タイプの解決策（コロール政権下で実施された債務政策）が適用される危惧を否めない。

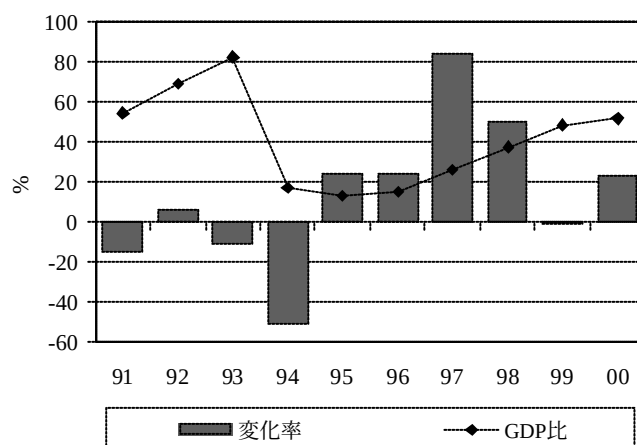
図 19 公的債務の構成（GDP 比，％）



出所：中央銀行

政府債務増大には、国庫による政府債券発行が中心的な役割を占めている（図 20）。特筆すべきは、1997 年から 98 年にかけての政府債券の急増であり、それだけで政府債務を GDP 比で 9% も押し上げたとされている。

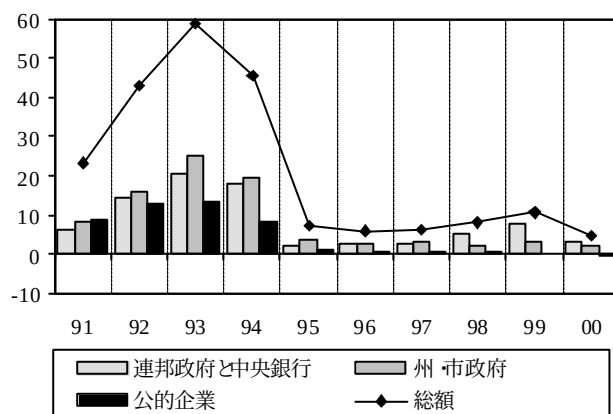
図 20 国庫発行の政府債券の変化率と GDP 比



出所：中央銀行

高いインフレが続いた 1994 年までは、財政赤字に関する統計はそれほど経済的意味を有してはいなかった。なぜなら、極めて高いインフレ率のために、財政赤字、GDP を正しく実質化するのが困難であり、財政赤字・GDP 比に大きな歪みが生じていたからである。しかし、インフレの終息とともに、財政赤字・GDP 比は正しく公的部門の財政状況を反映するようになっていく。このため 94 年以前と 95 年以後とでは数値に大きな差が存在している（図 21）。95 年以降でみると、90 年代末の 3 年間は、連邦政府の赤字が最大で、以下、州政府・市政府の赤字の順となっているが、連邦政府の財政赤字は、政府債務の利払い負担を除いたプライマリー赤字削減の努力をおこなっていなければいっそう深刻なものとなっていたことを強調しておく必要がある。また、公的企業の民営化の進展が財政赤字を大きく低下させたことも重要である。

図 21 公的部門財政赤字（GDP 比，％）



出所：中央銀行

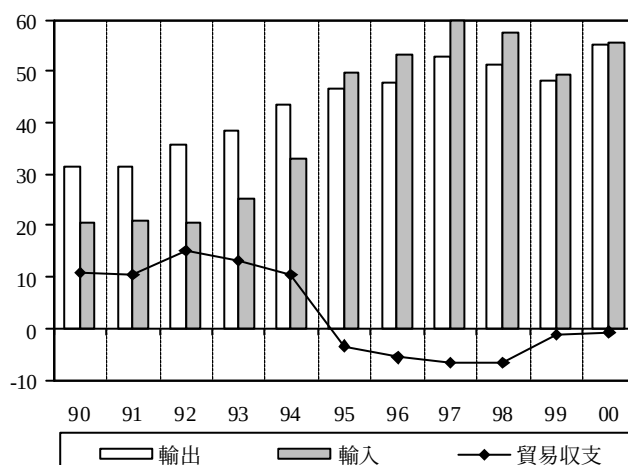
5. 対外部門

1990 年代のブラジルの対外収支は激しい変動を見せている（図 22）。「レアル計画」が実施された 94 年までは、貿易収支は黒字基調で、100 億ドルを超える

貿易黒字を実現していた。翌年からは赤字基調となり，95年から2000年の間に総額で234億ドルの赤字を計上している。主たる要因は，アンカー政策と資本流入に基づく為替レートの過大評価と，インフレ終息による経済活動の回復である。

1994年には輸入は300億ドルのレベルであったが，95年には500億ドル台となり，その基調は99年の切り下げまで継続した。一方，輸出は90年代初頭の300億ドル台から97年によりやうく500億ドル台となったに過ぎず，輸入の成長に比してその拡大のペースは遅いものであった。

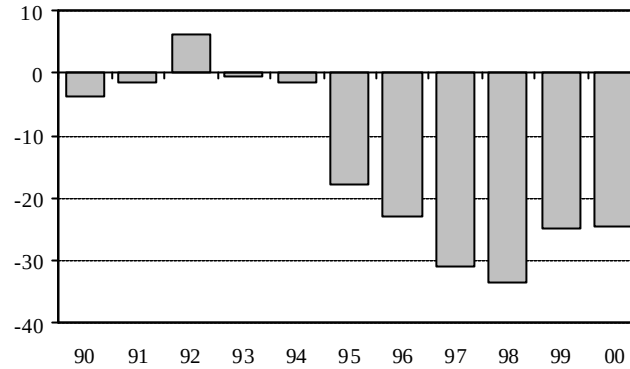
図 22 貿易収支の推移（10 億ドル）



出所：中央銀行

一方，経常収支は1992年を例外として赤字となっているが，90年代後半から大幅な拡大となったことに注意が必要である（図23）。前述の94年からの貿易収支の悪化に加え，サービス収支における債務の利払い，利潤・配当送金などが90年代の対外債務や直接投資の拡大を反映して急増したことがその背景となっている。

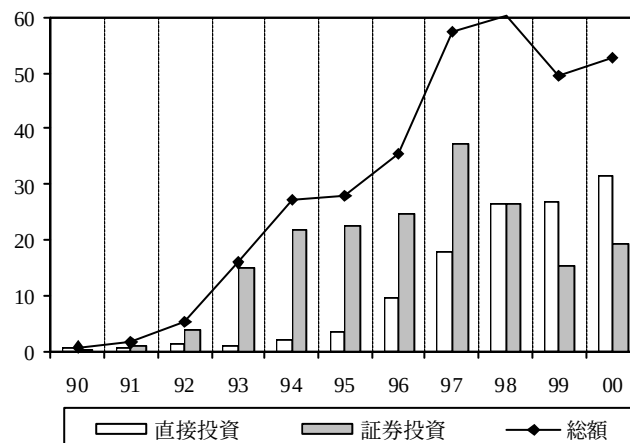
図 23 経常収支の推移（10 億ドル）



出所：中央銀行

経常収支赤字の反対側として，資本収支は基本的に黒字が維持されてきた。この意味で，直接投資，証券投資などの外国投資の形で 1990 年代を通じて海外資金を取り入れる能力を有していたといえる。97 年からのアジア諸国，ロシアの通貨危機，さらにブラジル自らの通貨危機の時期にあっても海外から多額の投資があったことは注目するに値する。

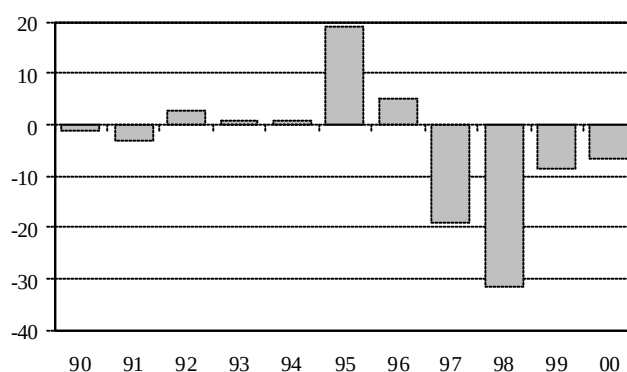
図 24 ブラジルへの海外投資（10 億ドル）



出所：中央銀行

とくに 1999 年から 2000 年にかけての純直接投資流入は、経常収支赤字を上回る規模であった。1990 年代のブラジルへの直接投資の特徴の 1 つは、91 年に始まった民営化がらみで直接投資が増加したことで、民営化は 2000 年 4 月までに製鉄、電力、化学、銀行、通信などの分野で 1022 億ドル（売却額+債務移転）に達し、こうした民営化のうち約 3 割程度が外資企業によるものとされている。いま 1 つは、経済自由化とメルコスールによる域内市場統合をにらみ、欧米企業が積極的に直接投資を展開した結果で、とくに従来の投資国に加え、スペインなどの欧州企業が多数投資したことが特徴となっている。97 年から 2000 年にかけての直接投資の流入額は 1000 億ドルを超えるものであり、この期間の純対外短期資本の流出額 650 億ドルを埋め合わせるに十分な額であった（図 25）。

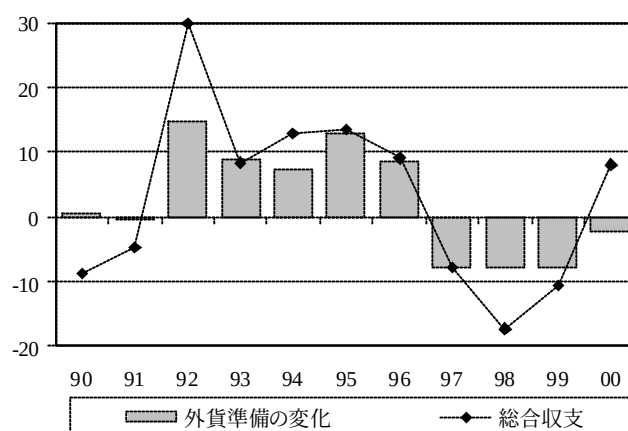
図 25 短期資本流入額（10 億ドル）



出所：中央銀行

1990 年代初頭の外貨準備の水準は、100 億ドル以下であったが、92 年以降は外貨準備を蓄積し始め、98 年 4 月には 746 億ドルのピークに達した。こうした高い外貨準備を維持する政策は、為替の切り下げ予想をコントロールし、レアルへの通貨アタックを阻止するために不可避であった。しかしながら、97 年からは各国の通貨危機の影響から資金が流出し、外貨準備は大きく減少している（図 26）。

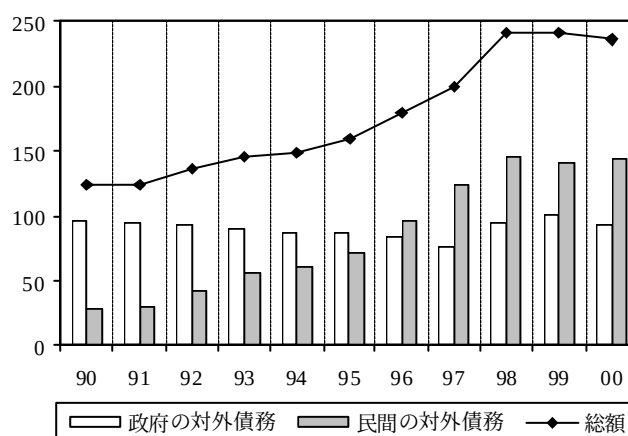
図 26 総合収支残高と外貨準備の変動（10 億ドル）



出所：中央銀行

ブラジルでは 1990 年代に 1000 億ドル以上の対外債務の増加が見られた。こうした対外債務増大の主要因は民間債務であり，政府債務はほぼ一定の水準を維持している（図 27）。

図 27 対外債務の推移（10 億ドル）



出所：中央銀行

第 2 章 1990 年代前半のハイパー・インフレ

1. はじめに

ブラジルでは、他のラテンアメリカと同様に 1950 年代から慢性的なインフレを経験してきた。とくに 80 年代に入ると著しいインフレの高進がみられ、94 年に「レアル計画」が実施されるまでハイパー・インフレが引き続いた。80 年代後半から 90 年代前半にかけてのインフレ高進は、80 年代の債務危機を背景とする階層間・グループ間の対立の激化によってマクロ政策が政治的圧力から隔離されず、85 年からの民主体制下でポピュリスト的政策が実施され、マクロ政策の整合性が失われたことが基本的な要因である。政府系企業の赤字と政府の債務返済負担にともなう財政赤字の増加、インデクゼーションがもたらすインフレのイナーシャ、安定化政策の失敗の繰り返しによる政府への信頼の低下によって、インフレ率は際限なく上昇を続けた。

以上のようなインフレの高進に対し様々な安定化政策が実施されてきた。1980 年代中頃までは対外債務政策とともに実施されたマネタリズムに基づくオーソドックス・タイプの安定化政策が基本であった。しかし、その結果は、インフレの継続と深刻なリセッションの発生であった。オーソドックスな安定化政策は、総需要の抑制が速やかな価格調整を伴うことを前提としているが、現実には価格の下方への調整は緩慢である。長期間にわたり高インフレを経験した国では、民間の安定化政策への信頼が欠如しており、インフレ期待の下方への調整は円滑ではない。かかる状況下ではマネタリズムの安定化政策が実施されたとしても、総需要抑制がインフレ率を低下させるには極めて長い時間を要する。この間の景気後退と失業の拡大が社会的コストを高め、社会的・政治

的安定が脅かされることになり、インフレ抑制策は貫徹されずストップ・アンド・ゴーを繰り返すのが常であった。

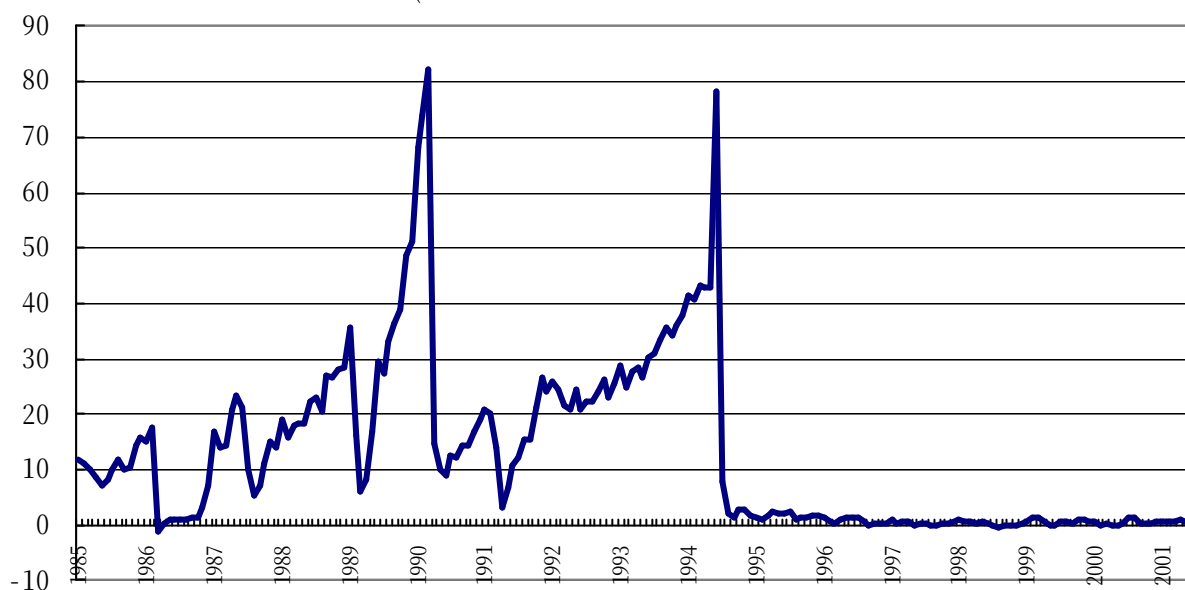
このため 1986 年には「クルザード計画」と呼ばれ、価格凍結や所得政策に基づくヘテロドックス・タイプの安定化政策が実施された。しかし、一時的にインフレを抑圧することは可能であったが、財政の健全化が伴わなかったため、結局はインフレを抑制することはできなかった。価格凍結によって強制的にインフレをコントロールしたとしても、財政赤字が存続する限りインフレ期待を鎮静化することはできず、経済にはこの財政赤字に対応するインフレ率を実現しようとするメカニズムが働き、時間とともに価格凍結が維持できなくなるからである。80 年代末になると、ヘテロドックス・タイプの安定化政策の実施と失敗を繰り返すうちに、政府に対する信頼がさらに失われ、ついにはハイパー・インフレが出現することとなった。ハイパー・インフレは、価格のシグナル機能を破壊し資源配分を歪めると同時に正常な経済活動を麻痺させ、未曾有の経済危機をもたらすことになった。インフレ率は 90 年 3 月には月率で 82.2% となり、90 年の年率は 2864% にまで達した。また、「リアル計画」直前の 94 年 6 月には 78.2% まで達した（図 1 参照）。

以下では、こうした 80 年代後半から 90 年代前半にかけてのハイパー・インフレについて議論するが、第 2 節ではハイパー・インフレにいたる前の高インフレの基本的要因について議論し、第 3 節でハイパー・インフレのメカニズムについて議論する。第 4 節ではブラジルのヘテロドックス・タイプの安定化政策の問題点を議論する。

2. インフレ加速の基本要因

ブラジルにおける 1980 年代後半からのインフレの加速の理由として、外生的な要因と内生的な要因が議論されなければならない。

図1 ブラジル月間インフレ率(NPC) (%)



注 86年2月にクルザー計画、87年6月にブレッセル計画、87年6月に夏計画、90年3月にコロール計画と4回のヘテロドックス・タイプの安定化政策を実施しているが、全て失敗に帰し、凍結解除とともにいつそうのインフレ高進をもたらしている。94年7月にはアンカー政策に基づくレアル計画が実施され、現在はインフレが終息している。

出所: *Conjuntura Economica*, 1985-2001各号。

2.1 イナーシャル・インフレと供給ショック

1970年代末より、さまざまな供給ショックが生じインフレの加速をもたらしたが、供給ショックが自動的に将来のインフレ率にトランスミットされるメカニズムとしてブラジルで着目されたのが、イナーシャル・インフレ（慣性インフレ）という議論である（Lopes [1985], Arida and Lara-Resende [1985], Bresser and Nakano [1987]）。インフレのイナーシャとは、慢性的なインフレの下で、所得分配が不平等で階級対立の激しい社会にあっては、各階級・各セクターが自らの実質所得を維持するために不断に価格引上げや賃上要求をおこなうこと、またインフレを中和する目的で広範に導入されているインデクセーションが、一般的に過去のインフレ率に基づき価格改定されることなどに起因する。したがって、今期のインフレ率が過去のインフレ率に影響されインフレが慣性を持つことを意味し、供給ショックによる価格上昇が次期の価格に自動的に転嫁され、ある意味でインフレの波及が保証されていることになる。イナーシャは、

以上の要因に加え、過去のインフレ率に基づいてインフレ期待の調整がなされる場合や価格改定にメニュー・コストが存在する場合にも生じ得る。いずれにせよ、イナーシャが持ち込まれれば、価格や賃金の調整スピードは遅れる（Chopra [1985]）。

1980年代に入り、ブラジルでは為替レート的大幅切り下げ、第二次石油ショックの影響、農業不振、賃金改定、補助金カットなどの供給ショックが続いた。このような供給ショックに対し、アコモデイティブな貨幣供給政策が自動的にすばやくなされれば、供給ショックは産出量ではなく、もっぱらインフレの上昇として現れる。ブラジルでの80年代のインフレ率の段階的なジャンプとその後の持続は、これらの連続的な供給ショックと需要側のアコモデーションとで説明できる。

これらの問題は、総供給・総需要の分析においては、総供給曲線の右下への調整が遅れることを意味し、このため供給ショックが続けばその影響が累積していくこととして表現される。また、イナーシャが存在すれば、需要抑制に基づくデイスインフレ政策はインフレ抑制に時間を必要とし、厳しい経済停滞を引き起こすことになる。

2.2 対外債務支払いと財政赤字

対外債務の支払いのためには貿易黒字の拡大が必要であり、そのためには実質為替レートの切り下げが不可避である。しかし、為替切り下げは政府財政を圧迫するという問題があった。例えば、1980年前半におけるブラジルの長期対外債務の約7割は政府など公的部門の債務であったが、政府は対外利払いのために民間よりドルを購入していた。このため、民間部門で貿易黒字を作りださせドルを供給させるためには、為替レートの切り下げが必要であった。しかし、この為替レートの切り下げは、政府部門のドル建債務が現地通貨で換算すれば増額することを意味し、この増額分は財政赤字の増加となる。このような財政

赤字の増加は、政府部門がドル購入のための特別の資金を持たないため、政府国債の発行と貨幣の発行で埋めることになる。ブラジルでは、かかる債務返済負担がもたらした財政赤字の拡大を、「外債から内債もしくは貨幣へのトランスファー問題」と呼んでいる（マセード [1990] ,西島 [1990a]）。

このような債務返済負担とインフレの関係は、1980年代後半のインフレ加速を説明する上で極めて重要であり、インフレ抑制のためには、たんにマクロ政策の改善にとどまらず、巨額に累積した債務問題自体の解決が伴わなければならないことを示唆していた。しかし、そのためには、政府主導でなされた対外債務依存の開発政策と、それがもたらした資源配分の偏向や非効率な生産構造の改善の問題にまで結局は行き着くことになる。こうした問題は、ブラジルの80年代におけるインフレの構造的要因の一つのであるといえる。

2.3 インデクセーション改定の短期化

ところで、インフレの加速については以上の外生的要因に加え、次の内生的な要因の議論が必要である。第1は、賃金などのインデクセーションにおける改定期間の短縮化である（Macedo [1983] , Simonsen [1983]）。インフレ率が高くなればなるほど、実質賃金の目減りを防ぐために賃金調整のスピードを速める要求が強くなる。ブラジルでは賃金インデクセーションの改定期間が、1980年代にはインフレの高進とともに1年、半年、3ヶ月、1ヶ月と短縮化していった。為替レートのインデクセーションも、過大評価を避けるために切り下げは極めて短いインターバルでなされるようになり、80年代の後半からは日々切り下げられている。いうまでもなく、預金金利、公共料金、国債、その他諸々の価格の改定期間も短縮化していく。これらの改定期間が短縮化され、その調整のスピードが速まることは、イナーシャが弱まるかわりに、より近い過去のインフレ率の影響が強まり、インフレの上昇期には賃金・インフレのスパイラルを強めてインフレを加速することとなる。このことは、総供給・総需要分析で

例えば、需要側のショックに対する総供給曲線の左上方への調整が速まることを意味し、長期均衡のより高いインフレ率により速く到達することを意味する。

インデクセーションの改定期間の短縮化は、制度的に確立しているインデクセーションの場合は政治的圧力を強めることによって実現されてきた。また、インフォーマルな形でのインデクセーションにおいては、取引の当事者間の交渉の場においてなされてきた。これらは、各主体にとってインフレによって被る実質的損失を避けるために必然的な要求であり、結果的にインフレの高進という犠牲を払うことになってもなお、実質賃金や実質所得を確保しようとする行動を反映しているといえる。

2.4 インフレ期待の調整

インフレ加速をもたらす第2の内在的要因は、インフレの高進とともにインフレ期待の調整スピードも速まることである。インフレ上昇局面においては、インフレ期待調整の遅れが実質資産や実質所得の損失をもたらすので、期待調整の改定期間が短期化する。インフレ期待の調整が速まれば、インデクセーションの場合と同様に、価格調整におけるイナーシャは低下し、インフレ・スパイラルが強まる。しかも、高インフレになればなるほどインフレ率自体の変動が大きくなり、正しいインフレ率の予測がより困難となるので、インフレを先取りした予想形成をおこない、実質的損失を回避する行動が一般的となる。マーク・アップに基づく企業の価格決定や、賃金決定のうち労使間での交渉で決定される部分でインフレを先取りした予想が支配的となると、インフレの加速は避けられない。

ところで、インフレ期待の調整に関し、もう一点注意しておかなければならないことは、その調整のスピードがインフレの上昇局面では速まるのに対し、下降局面では遅まる非対称性を有していることである（西島 [1988b]）。長年にわたり高インフレが継続し、政府が再三にわたり安定化政策を実施しても、そ

の都度失敗しストップ・アンド・ゴーを繰り返している場合、人々は経験から安定化政策が失敗することを熟知しており、容易に自らのインフレ期待を下方に修正することはまずあり得ないであろう。安定化政策の失敗が予想されるのであれば、インフレ期待を引き下げて自ら実質所得の損失を被ることはしないからである。したがって、新たな安定化政策によって需要抑制がもたらされ、現実インフレ率がいったんは低下したとしても、この安定化政策に対しクレディビリティを持たない場合、さらなるインフレ率の低下に対して人々は懐疑的であり、インフレ期待の下方への調整は硬直的となる。

インフレ期待調整の非対称性は、ブラジルのインフレを考える上で重要な意味を持っている。たとえば、総需要拡大政策が実施されたときには、総供給の調整が速く極めて短期間にインフレが高進するのに対し、総需要抑制政策が実施されても供給側の右下方への調整は緩慢で、リセッションを長期化させ、オーソドックス・タイプの経済安定化政策を挫折させる一因となるからである。

2.5 オリベラ・タンジ効果

いま一つのインフレ加速の内生的要因は、インフレの高進とともに財政赤字自体が拡大することである。すなわち、納税義務が発生した時点と、実際に納税される時点に時間的ラグが存在するため、インフレによって税収に実質的な目減りが生じるからである。ラテンアメリカではこのような現象はしばしばオリベラ・タンジ効果と呼ばれている（Olivera [1967] , Tanzi [1977]）。いうまでもなく、インフレ率が高ければ高いほどこの徴税ラグに基づく実質税収の減少は大きく、財政赤字も拡大する。この財政赤字の拡大は、貨幣供給の拡大とさらなるインフレ加速をもたらし、税収がいつそう減少するスパイラルを結果する。また、税収のみならず、公共料金など公的部門の収入も徴収に時間的ラグが存在すれば、その実質収入の減少は免れない。

一般的にクロニックなインフレのもとで、租税にもインデクセーションが適

用されていれば、税収の目減りはさほど大きくない。しかし、インフレが加速すればオリベラ・タンジ効果は無視できない規模となる。例えばブラジルにおいては、対 GDP 比の税収は、インフレ率が年率で 100% 前後であった 1981～83 年の期間では 25.16% であったのに対し、インフレが加速した 84～88 年の期間には 22.5% まで低下しており、インフレの高進とともにこのオリベラ・タンジ効果の影響を受けたとされている（マセード [1990]）。しかし、かかる現象はハイパー・インフレのときに顕著に出現する。ボリビアでは 80 年に対 GDP 比で 9.6% あった税収は 85 年には 1.3% にまで極端に減少している（Sachs [1986]）。したがって、高インフレからハイパー・インフレへの転換のプロセスには、このオリベラ・タンジ効果が一つの重要な役割を果たしていると考えられている。

ところで、ラテンアメリカの 1980 年代にみられたようなインフレ加速に関しては、明確な論争となっているとはいえないまでも、途上国のインフレにまつわる議論のなかで、財政赤字を重視する "fiscal view" と為替レートの切り下げを重視する "balance of payments view" の対立する立場が存在する（Montiel [1989]）。このような区別に従い、しかも単純化して捉えれば、民主化にともなう財政赤字の拡大やオリベラ・タンジ効果は前者の議論に、債務危機にともなう為替レートの切り下げは後者の議論に対応し、インナーシャル・インフレ、インデクセーション改定の短期化、インフレ期待の調整はそれぞれに共通する調整プロセスに関わる議論として考えることが可能である。しかし、かかる論争は主として定常状態に着目するものであり、とくに短期の分析においていくつかの留意が必要となる。とくに、賃金インデクセーションが存在する場合には必ずしも明確な区別が可能であるわけではない。

いずれにせよ、以上の 1980 年代におけるインフレ加速の議論は、86 年に実施されたいわゆる「クルザード計画」実施前夜の状況に対応している。しかし、80 年代後半のハイパー・インフレを説明するには、以上の諸問題に加えて、別の議論が必要である。すなわち、「クルザード計画」のようなヘテロドックス・

タイプの安定化政策の度重なる実施とその失敗がもたらす政府のクレディビリティの喪失、それに伴う最後の手段であるインフレ税によって財政赤字をファイナンスするシステムが崩壊する問題である。

3. ハイパー・インフレ

本節では、まずハイパー・インフレの一般的な特徴を議論し、その後、ブラジルのハイパー・インフレへのプロセスを検討する。ハイパー・インフレはクロニックな高インフレと異なるいくつかの特徴を有している。ここでハイパー・インフレのさまざまな特徴を議論しておく。

3.1 ハイパー・インフレの特徴

第1は、財政赤字がインフレ税（シーニョリッジ）のみによってファイナンスされる極めてマネタリーな現象であることである。大きな財政赤字が存在し、これをファイナンスする特別の財源をもたない場合、政府債務が中央銀行によって直接的に引き受けられ、貨幣供給の拡大によってインフレを加速することが最後に残された手段である。すなわち、インフレの加速と共に人々が保有する貨幣の実質価値が減価するので、インフレがあたかも一種の税金のように機能し、これによって財政赤字をファイナンスすることである。したがって、一般的に「インフレ税」と呼ばれている。

しかし、インフレの高進と同時に、貨幣保有による損失から逃れるために人々は実質貨幣保有を減少させるので、インフレ税の課税ベースが失われる。このため、政府は一定の財政赤字を維持するためには、いっそう加速的に貨幣を増発させてインフレ税を確保せざるを得ない。しかし、このような貨幣の増発はさらにインフレを加速し、いっそう課税ベースを減少させるため、際限なくこうしたプロセスが引き続き、遂にはハイパー・インフレが生じる。したがって、

ハイパー・インフレはインフレ税モデル（もしくはシーニョリッジ・モデル）で分析されるのが一般的であり，しかも単なる高インフレ均衡ではなく，ハイパー・インフレをインフレ率の累積的な一方的加速と捉え，不安定な発散過程として分析される（Bruno and Fischer [1987]）。

このようなインフレ税とインフレとの関係は，ボリビアのハイパー・インフレの時期に典型的に観察し得る。Kiguel and Liviatan [1988] によれば，シーニョリッジとしてマネタリー・ベースの増加分を名目 GDP で割ったもので代理すると，1981 年には 1.6%であったのがオリベラ・タンジ効果による実質税収の低下を補うように，シーニョリッジによる財政赤字補填が急激に上昇し，82 年には 12.2%，83 年に 10.0%，84 年に 15.9%に達し，逆に安定化政策が実施された 85 年には 8.8%に低下している。また，この間インフレの急激な上昇にもかかわらずシーニョリッジが高い水準で比較的安定していたことは，これらの水準がインフレ税で徴収できる最大の水準に対応しており，それを超える財政赤字をシーニョリッジでファイナンスしようとしたため，際限なく貨幣発行が続き，ハイパー・インフレがもたらされたことを示唆している。

第 2 は，ハイパー・インフレが経済のドル化（ドラライゼーション）と密接な関連を有していることである。ブラジルなどラテンアメリカの多くの諸国においては，インフレ・ヘッジのために人々はドル資産を保有することが一般的である。国内でドル保有が公認されている場合には，主としてドル預金かドル・インデックス付きの債券として保有される。ドル保有が禁止されている場合には，海外でのドル預金（資本逃避）もしくは自由（闇）為替市場でのドル現金の調達という形で保有される。また，高インフレが続き自国通貨価値が激しく下落すれば，通常取引における計算単位として実質的もしくは暗黙的にドルが利用されるに至る。かかる現象は実質的なドラライゼーションと呼ばれる。

ところで，ドラライゼーションが一般化した経済においては，なんらかの理由でインフレ期待が急激に高進するか，国内政情不安や国際収支危機のため為

替切り下げ予想が支配的となると、自国通貨への信任がいっそう失われ、自国通貨からドル資産へとポートフォリオのシフトが急激に生じる。このことは、実質貨幣残高の低下とインフレ税の課税ベースが著しく収縮することを意味し、ハイパー・インフレを不可避とする。ボリビアにおいてもアルゼンチンにおいても、ドル資産への急激なシフトがハイパー・インフレの直接的原因であった。したがって、ドラライゼーションはハイパー・インフレの欠くべからず一つの要因であるといえる。

第3は、ハイパー・インフレとなれば、インフレにおけるイナershアが消滅していくことである。人々は日々の経済活動においてインフレ予想や自らの価格決定をおこなわなければならないが、極めて高率のインフレのもとでは、実質的な損失を被らないために、適当なインフレ指標に基づいた遅れのないインフレ予想の調整や価格調整が要求される。一般的には、遅れがなく情報収集コストがかからないインフレ指標として、日々刻々に成立している自由為替市場の切り下げ率が唯一のインフレ指標となる。消費者物価指数などはデータの収集・整理など公表までに最低数カ月を必要とするため、もはやインフレ指標としては無意味である。したがって、ハイパー・インフレとなれば諸価格は為替レートに基づいて瞬時的に調整され、調整の遅れは極めて小さくなり、インフレにおけるイナershアは失われていく。

ところで、ここで興味ある問題は、すべての価格改定が瞬時的に自由為替市場のレートに基づいてなされれば、すべての価格が一つのインフレ指標に同調（シンクロナイズ）することを意味し、相対価格のばらつき、もしくは分散が小さくなる可能性である。一般的に、比較的低いインフレのもとでは、インフレ率が高くなるに従って、経済主体間における予想形成の相違や価格設定のタイミングの相違、メニュー・コストの存在、さらには市場支配力の相違や階級間対立における支配力・交渉力の相違などから、相対価格のばらつきが大きくなると考えられている（Parks [1978] , Blejer [1981] , Moura da Silva and Kadota

[1982])。しかし、インフレ率が極めて高くなると、調整の遅れがもたらすコストがメニュー改定のコストを上回り、また市場支配や階級間の争いで実質所得の損失をカバーすることはできなくなる。むしろ急速に加速するインフレ率自体に遅れないことが重要となってくる。このため、すべての主体にとって最も都合のよいインフレ指標となる為替レートにインフレ予想が収斂していき、予想形成における相違や価格改定のタイミングの相違は消滅し、相対価格のばらつきは失われていく。この意味で、「ハイパー・インフレは完全に伸縮的な価格、賃金システムと似ている」(Kiguel and Liviatan [1988], P.256) のかもしれない。

第4は、ハイパー・インフレが突然にしかも急激に終息することである。かつての両大戦間のドイツ、オーストリア、ハンガリー、ポーランドなどにおけるハイパー・インフレ終息の経験もそうであったし、ボリビアや後述されるブラジルのケースもそうであった。ドイツなどの経験に関し、Sargent [1982], Franco [1990] らは、財政レジームの激的な変化が、ハイパー・インフレの突然の終息をもたらしたとしている。すなわち、極めて厳格な財政均衡化をとまなうレジーム・チェンジが、人々の安定化政策に対する信頼を回復することを重視する立場である。しかし、Sachs [1986] はボリビアについて次の異なる解釈をしている。ハイパー・インフレにおいては、すべての価格の変化が為替レートの切り下げ率と同調しているため、為替レートの安定化によって、国内インフレ率が瞬時的に貿易財の世界インフレ率にリンクすることである。為替レートの安定化とは、公定レートと自由レートを一本化し、公定レートを自由レートの水準にまで切り下げた（1337%の切り下げ）ため、以後公定レートが実勢のレートを反映し安定化したことを意味する。したがって、このような為替レートの安定化は、一種のアンカーとしての役割を果たし、激的にハイパー・インフレが終息することになる。こうした解釈は、ブラジルの1994年の「レアル計画」が為替レートの固定化をノミナル・アンカーとしてインフレ抑制を図

ったケースにも適用可能なもので、この問題は次章で改めて議論する。

さらに、ハイパー・インフレにおいては安定化政策がクレディビリティを得られ易いという点に触れておこう (Kiguel and Liviatan [1988])。第 1 の理由は、ハイパー・インフレはシーニョリッジが原因であることが人々に明確に認識されているので、貨幣供給の拡大をストップする政策は妥当な政策として受け入れられ、安定化政策がよりクレディブルとなることである。第 2 の理由は、ハイパー・インフレはそれ自体がもたらす無視しえないコストが存在することから、長期的には持続しえないと判断され、安定化政策が受け入れられ易いという点である。逆に、クロニックなインフレにおいては、インデクセーションなどの実質面への影響をカバーする制度が一般化するため、ハイパー・インフレへの転化は防げるが、高インフレの持続を可能としてしまう。このような状況下では、インフレ抑制政策が引き延ばされる傾向にあることを人々は知っているので、経済安定化政策はクレディブルとならないであろう。

とにかく、ハイパー・インフレの下では、安定化政策がクレディブルとなり易い状況にあり、ドラスティックな制度的改革が実施され、為替レートの固定化がアンカーの役割を果たせば、クロニックな高インフレと異なり、ハイパー・インフレは突然に終焉することになる。

3.2 ハイパー・インフレのメカニズム

ブラジルではインフレ率は 1990 年 3 月に月率 82.2% を記録したが、ブラジルのハイパー・インフレへの過程における 1 つの重要な特徴は、図 1 に見るように、「クルザード計画」、「ブレッセル計画」、「夏計画」などヘテロドックス・タイプの安定化政策の繰り返しとその解除とともに、インフレ率がより高まっていることである。当時は、80 年代末に控える政権交替に際し、退陣間際のサルネイ政権が極めてポピュリスト的な政策を実施し財政赤字が拡大したこと、次期大統領についての思惑、そして新政権が実施するであろう経済政策に対する

不信感などもその基本的背景であったが、より直接的な説明として有効なのは、ヘテロドックス・タイプの安定化政策の実施とその失敗の繰り返しのなかで、人々の政府への信頼が低下し、国内通貨への信任が低下したことが重要である。こうした過程はインフレ税モデルで説明可能である。インフレ税モデルにおいては、ハイパー・インフレは累積的な不安定過程として表現され、財政赤字をインフレ税によってファイナンスするために貨幣供給を拡大しても、インフレ税の課税ベースの減少がそれを上回るため、いっそう加速的に貨幣供給を拡大しなければならない状況として表現される（Bruno [1989]，西島 [1990b]）。

財政赤字（ d ）は産出量（ Y ）に対し一定割合であり、もっぱらハイパワード・マネー（ M ）の発行でこれを補填するとすると、政府の予算制約式は、

$$(1) \quad \dot{M} / PY = d$$

となる。 $\cdot$ は時間に関する増分を表わし、 P は価格水準である。

実質貨幣需要（ m ）は、ケーガン・タイプのセミ・ロガリスミックな関数を仮定し、所得弾力性は1とする。

$$(2) \quad M / PY = m = \exp(-\alpha p^e)$$

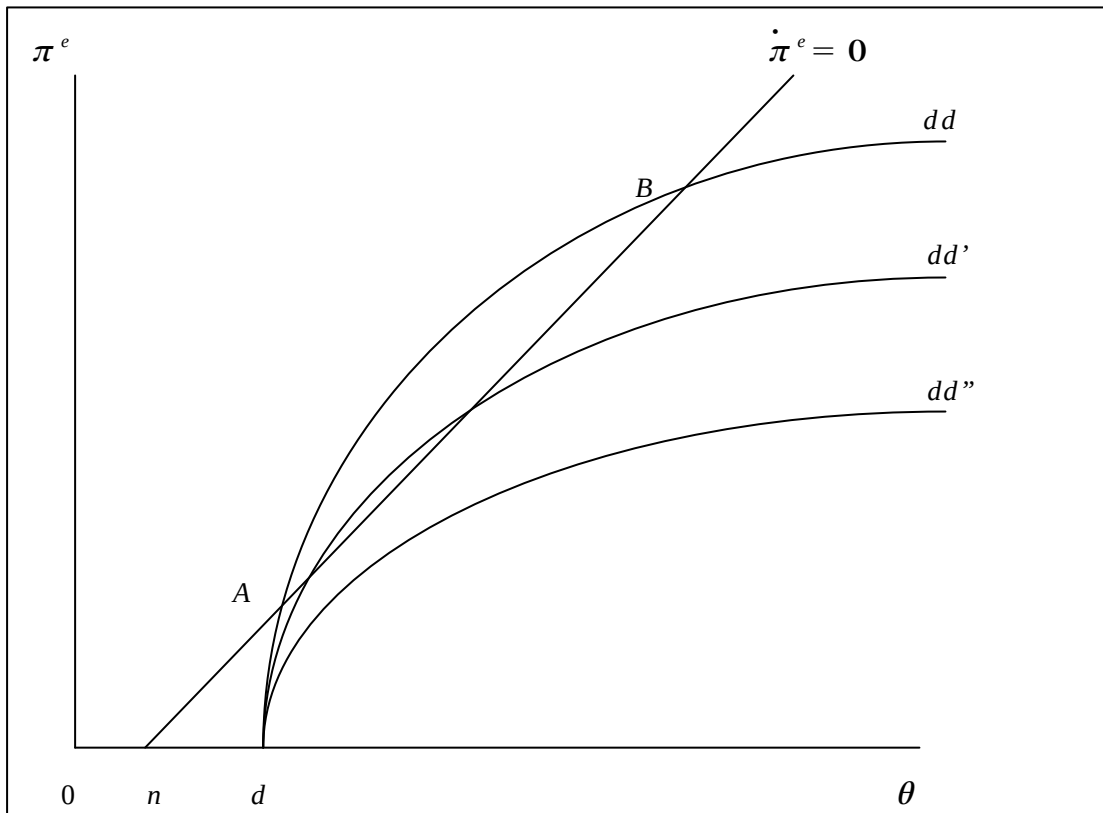
ここで、 π^e は、期待インフレ率である。実質貨幣需要は期待インフレ率が高まると低下するが、期待インフレ率が一定であってもその感応係数 α が高まれば低下する。ここで α は政府に対するクレディビリティの逆数を表現しているとする。クレディビリティが低まれば α の値は大きくなる。(1)，(2)式より、

$$(3) \quad d = \theta m = \theta \exp(-\alpha p^e)$$

を得る。 θ は貨幣の名目成長率である。(3)式は財政赤字がもっぱらシーニョリッジによってファイナンスされることを示している。

図2には、 π^e と θ の次元で政府予算制約式が dd 曲線として描かれており、財政赤字 d は横軸の切片として表わされている。 π^e と θ は正の関係にあるが、期待インフレ率が高くなるに従って、貨幣需要が低下するので、一定のシーニョリッジを確保するためには貨幣供給成長率が加速しなければならないことを

図 2



出所：筆者作成

示している。なお，経済は常にこの曲線上にある。

現実のインフレ率は，(2)式を全微分することによって求まる。

$$(4) \quad p = q - n + a\dot{p}^e$$

ここで， π は現実のインフレ率， n は産出成長率である。

ところで，定常状態では $\dot{p}^e = 0$ であるので，

$$(5) \quad p = p^e = q - n$$

が成立している。(5)式の関係は，図 2 では， n の切片をもった 45 度線として表現される。これより，図 2 では二つの定常解が存在するケースが描かれているが，一つは低いインフレ率 (A) に対応し，いま一つは高いインフレ率 (B) に対応している。定常状態で同額のシーニョリッジが異なるインフレ率のもとで得られている。財政赤字の拡大は， dd 曲線を右方へシフトさせる（図示されて

いない)。低インフレ均衡 A は dd 曲線上を上方に移動し、インフレ率が上昇するが、高インフレ均衡 B は下方へ移動し、インフレ率は低下する。財政赤字の拡大に対して、シーニョリッジを同額だけ増加させなければならないが、A 点の近くでは、貨幣需要の期待インフレ率弾力性が小さいため、貨幣供給の増加もしくはインフレ率の上昇によってシーニョリッジを拡大させることが可能であるが、B 点の近くでは弾力性が大きいために、逆にインフレ率を低下させなければシーニョリッジが増加しないからである。

ところで、どちらの均衡点が安定的となるかについては、動学的な調整過程に依存する。ここで、適応的期待

$$(6) \quad \dot{p}^e = l(p - p^e)$$

を仮定しよう。これに(4)式を代入すると、

$$(7) \quad \dot{p}^e = l(1 - al)^{-1}(q - n - p^e)$$

を得る。これより、図 2 における 45 度線と dd 曲線の位置関係で π^e の運動を知ることができる。期待調整が十分に遅い（ λ が十分小さい）場合、 $1 > al$ より、45 度線より下の領域（ $q - n > p^e$ ）では $\dot{p}^e > 0$ であり、上の領域（ $q - n < p^e$ ）では $\dot{p}^e < 0$ となるので、低インフレ均衡が安定的であることがわかる。しかし、逆に期待の調整が十分に速い場合、 $1 < al$ より 45 度線より下の領域（ $q - n < p^e$ ）では、 $\dot{p}^e < 0$ であり、上の領域（ $q - n > p^e$ ）では、 $\dot{p}^e > 0$ となり高インフレ均衡が安定となる。このことは、局所的な安定条件を求めることによって確かめられる。(7)式に(3)式を代入すると、

$$(8) \quad \dot{p}^e = l(1 - al)^{-1}(d \cdot \exp(ap^e) - n - p^e)$$

を得る。したがって、安定条件（ $\partial \dot{p}^e / \partial p^e < 0$ ）として、

$$\{1 - 1/(n + p)a\} / (1 - al) < 0$$

が求まる。 $1/(n + p)a$ は均衡点の近傍での dd 曲線の傾きである。このため、 dd 曲線の傾きと期待の調整速度 λ の大きさが安定性が決まる。 λ が十分小さい場合、低インフレ均衡では dd 曲線の傾きは 1 より大きく、安定条件が満たされる。

いうまでもなく、インフレ期待の調整が瞬時であると考えられる合理的期待の仮定のもとでは、高インフレ均衡が安定となる。

ここで、定常状態におけるシーニョリッジ (θ_m) とインフレ税 (π_m) の関係をみておくと、

$$q_m = (n+p)m$$

より、シーニョリッジにはインフレ税に依存しない部分 (nm) が含まれていることがわかる。定常状態のシーニョリッジの最大値は

$$q(=p+n)=1/a$$

が成立しているときに得られる。

ところで、ヘテロドックス・タイプの安定化政策の実施と失敗を繰り返すうちに安定化政策に対するクレディビリティが損なわれ α が上昇する。このため人々の実質貨幣需要はあっという間に低下し、同じ規模の財政赤字であってもそれをファイナンスするためのインフレ税を実現するためにより貨幣供給を拡大せざるを得なくなる。このことは図の上では dd 曲線の傾きが小さくなることで表現される。さらにクレディビリティが低下し、シーニョリッジが最大となる時点で財政赤字をファイナンスできなくなれば、定常解をもたず、体系は不安定となる。図2にみるように、低インフレ均衡が安定的な場合には、一方的なインフレ率の拡大、したがって、ハイパー・インフレとなる。いまや dd 曲線は常に45度線より下方にあり、決して期待インフレ率が現実のインフレ率に追い付かないことを示している。前述の「クルザード計画」などのヘテロドックス・タイプの安定化政策の価格凍結が解除されるたびにクレディビリティが低下し (dd 曲線の傾きが小さくなり A 点が上方に移動し)、インフレ率があっという間に高進したことは図2で確認できる。45度線と dd 曲線の接点 (シーニョリッジの最大点) を超えて dd 曲線の傾きが小さくなれば、以後はハイパー・インフレとなる。

3.3 ヘテロドックス・タイプの安定化政策の根拠

そもそもヘテロドックス・タイプの安定化政策が実施される理由は、オーソドックス・タイプよりその実質面に与えるコストは小さいことが期待されるからである（西島 [1993]）。法律に基づく価格凍結は瞬時にインフレを排除できる。デイスインフレの調整コストが低ければ、それだけ、政治的不安や社会問題を抱える政府、一般大衆にとっては、ヘテロドックス・タイプが受け入れられ易いといえる。長期間にわたる高インフレと、安定化政策の失敗が繰り返されてきた歴史的経緯のなかで、人々のインフレ期待は慢性的で下方に硬直的となっているが、このようなインフレ期待を急激かつ短期間に鎮静化させ、実物面のコストを伴わない形でインフレ抑制を実現するためには、レジーム・チェンジが必要であり、前述したように、両大戦間のヨーロッパ諸国のハイパー・インフレを分析したサージェントは、「インフレを収束させるには、テンポラリーな抑制的な財政・金融政策より、より以上のものが要求される。政策レジームの変更を要求するであろう」（Sargent [1986] , p.41）と述べている。この意味で、ヘテロドックス・タイプの安定化政策も、一種のショック療法で、総需要抑制と賃金、物価、為替レートの統制による所得政策を組み合わせることによって、人々にレジーム・チェンジであると確信させ、瞬時的なインフレ抑制を目的としている。

ここで安定化政策へのクレディビリティに関し、漸進的な安定化政策よりショック療法が有効となることを簡単なモデルで理論的に考えてみよう。モデルは、レピュテーション・モデル（Backus and Driffill [1985]）をクレディビリティの議論に援用したものである。いま安定化政策に、タフな安定化政策（ s ）と弱いもしくは穏やかな安定化政策（ w ）の、二つのタイプが存在するとする。それぞれの安定化政策においては、政府は自らの効用関数を最大とする目標インフレ率を持っている。タフな安定化政策の目標インフレ率を π^s 、弱いそれを π^w とすると、一般的には、

$$p^s < p^w$$

が成立する (Cukierman and Liviatan [1992])。

このようなインフレ率の成立に関し、民間は主観的確率をもっており、たとえば比較的高いインフレ率 π^w が実現するとする確率は、タフな安定化政策のもとで予想する場合より、弱い安定化政策のもとで予想する場合のほうが高いであろう。

$$\Pr [p^w | s] < \Pr [p^w | w]$$

逆に低いインフレ率、たとえば π^s であれば、強い安定化政策のもとで実現する確率の方が高いであろう。

一方、民間は現在の安定化政策がどちらのタイプであるのか見極めることができない状態にあり、Bayes' formula に従って、タフな安定化政策か弱いそれかの主観的確率を計算するものとする。いま、今期の現実のインフレ率が π^w で与えられたとすると、次期の安定化政策がタフであるとする主観的確率は、

$$\begin{aligned} a_{t+1} &= \frac{\Pr [p^w | s] \Pr [s]}{\Pr [p^w | s] \Pr [s] + \Pr [p^w | w] \Pr [w]} \\ &= \frac{a_t}{a_t + (1-a_t) \frac{\Pr [p^w | w]}{\Pr [p^w | s]}} < a_t \end{aligned}$$

で与えられる。したがって、比較的高い π^w のようなインフレ率が成立すると、次期にタフな安定化政策が実施されると予想する確率が低下（弱い安定化政策が実施されると予想する確率が増加）し、クレディビリティが低下することを示している。

ところで、民間のインフレ期待の形成を、

$$p_t^e = a_t p^s + (1-a_t) p^w$$

で与えると、クレディビリティの低下は a の低下で示されることから、より高いインフレ率である π^w の加重を高め、インフレ期待は増加する。

したがって、この議論でインフレ期待調整の遅れを解釈すれば、とくにグラジュアルな安定化政策が実施され、現実のインフレ率が除々にしか低下しない

場合、現実のインフレ率が

$$\Pr [p | s] < \Pr [p | w]$$

を成立させる範囲にあるかぎりクレディビリティは低下し続け、期待インフレ率は低下しない。上式の不等号を逆転させる限界的なインフレ率に到達する時間が長いほど、インフレ期待の下方への調整は遅れることになる。換言すれば、クレディビリティをもった安定化政策を実施するには、漸進的ではなくショック療法が必要であること示唆しているともいえる。

さらに別の観点から、所得政策などのヘテロドックス・タイプ安定化政策が有効である理由を議論することができる。高インフレ下の不完全な情報のもとで、非協力的な価格設定のゲームをおこなう経済主体に、所得政策が正しい価格シグナルを与え、政府がインフレ抑制のために確固たる政策スタンスをとると人々に確信させる場合である。Simonsen [1988] に従い、この所得政策をゲーム論的に解釈すれば以下のようなになる。いま、政府が需要抑制に基づくインフレ抑制政策を実施するとアナウンスしたとしよう。しかし、人々は実際に他の人々が低い価格設定をおこなったことを見ないかぎり、自ら進んで低い価格設定はおこなわず、慎重な「待ち」の態度をとるであろう。このため、需要抑制に基づく新しい均衡点に達するスピードは他の人々の行動に関する情報を得るスピードに依存する。この学習期間が長ければ長い程、高失業率が長引き、より多くの人々がこの安定化政策の失敗を確信するようになるであろう。この意味で、人々に新しい均衡への価格シグナルを与え、各人の行動をコーディネートするために、凍結、もしくは統制などの形で価格シグナルを与える所得政策を実施する必要があると考えられている。この価格シグナルが妥当なものであれば、人々のインフレ期待などの価格調整は新しい均衡価格へスムーズに収束していくことになる。かかる価格のコーディネーションに関し、Dornbusch [1991, p.29] は以下のように述べている。「財政の緊縮なくして安定化は始まらない。所得政策なくして安定化は成功しそうにない。所得政策は賃金や価格

の設定が完全に集中化されていないときには、価格設定をコーディネートする方法として必要である。種々の契約にインフレ期待がビルト・インされているため、調整が必要なのである」(傍点筆者)。

4. ブラジルのヘテロドックス・タイプの安定化政策

4.1 ヘテロドックス・タイプの安定化政策の問題点

ところで、ブラジルで実施されたヘテロドックス・タイプの安定化政策にはクレディビリティを喪失させる以下の問題点があった。

第1は、たとえ3桁の高インフレといえども「クルザード計画」が実施された時点では、ボリビアでみたようなハイパー・インフレではないので、各主体の価格調整はシンクロナイズしておらず、常に相対価格に不均衡が存在しており、これを特定の時点で全面的な価格凍結によって固定化してしまったことである。たとえば、Bresser and Nakano [1986] は、農産物供給などの供給ショックのために、価格凍結された時点がちょうど相対価格の分散が大きかった時期と対応していたことを実証しているが、この指摘は重要である。ブラジルでは、物不足やヤミ市場がいたるところで出現することとなったが、このことは所得政策が正しい価格シグナルではなく、分配上中立ではない恣意的な時点での価格凍結に対し、相対価格調整が故意に排除されている状況下であって、人々がなんとか実質所得を回復しようとする行動の一つの表現に他ならない。凍結期間が長引けば長引くほど、この相対価格の不均衡は拡大する。このような相対価格の不均衡は、いずれ所得政策が放棄されることを人々に確信させるにいたり、所得政策に対するクレディビリティは喪失していく。価格凍結の末期には、インフレ期待が鎮静化しないままに価格調整圧力が激化し、遂には価格統制の解除を余儀なくされる。そして、価格統制の解除とともに価格凍結の反動ともいえる新たなインフレのジャンプを結果する。

第2は、為替レートの固定化が過大評価をもたらしたため、切り下げ予想を不可避としたことである。確かに、ショック療法がとられた時期は、国際利子率の低下や、大幅な貿易黒字など対外的条件は良好であり、厳しい対外制約に縛られない形で安定化政策の実施を可能とした。しかし、為替レートの固定化は、統制しきれない価格上昇や実質的インフレの存在により、過大評価をもたらし、輸出競争力を著しく阻害した。このような過大評価は人々の切り下げ予想を支配的なものとし、自由為替市場のプレミアムを高騰させるが、これは安定化政策の非整合性に対する人々の認識の結果である。同時に、自由為替市場のプレミアムは、安定化政策の非整合性を最も具体的かつ明確に表現する指標であり、最も収集コストのかからないインフレ指標であるため、デモンストレーション効果をもって、人々の安定化政策に対するクレディビリティをいっそう喪失させていく点が重要である。

第3は、財政改革が伴わなかったことである。財政政策などの経済政策が所得政策と整合的な形で管理されなければ、人々のクレディビリティは失われる。ヘテロドックス・タイプの安定化政策が実施された時期とは、アルゼンチンでは1983年に、ブラジルでは85年に軍事政権から民主政権に移管された直後であり、軍事政権下で深刻化してきた諸々の社会的・経済的矛盾に対し、民主化とともに一般大衆からの要求が激しくなっていた時期であった。このため、政治的、社会的安定を維持するためには、社会保障などの社会的関連支出や公務員の削減に基づく財政改革は困難であったといえる。また、価格凍結に基づく公共料金の固定化が政府系企業や公的サービスの赤字を拡大したことも重要である。このため、諸価格と整合的でない財政・金融政策が実施され、財政赤字の拡大とともに安定化政策へのクレディビリティは喪失していった。

第4は、ヘテロドックス・タイプの安定化政策が連続的に何度も繰り返されたことである。このタイプの安定化政策は、ある意味で人々の予想を裏切り、ショックを与えないと成功しない。しかし、同じタイプの安定化政策が何度も

繰り返されると、人々は経験からその失敗を織り込んで行動するので、安定化政策はその効果を失う。にもかかわらず、インフレの高進に直面し、財政赤字の均衡化の条件をもたない政府は最も即時的で安価なインフレ抑制策として、ヘテロドックス・タイプの安定化政策を繰り返してきたのである。しかし、同じタイプの安定化政策が繰り返されるたびに、その安定化政策のクレディビリティは低下し、もはやヘテロドックス・タイプはショック政策たりえず、価格凍結解除のたびにインフレ率がいっそう高進したのである。このような現象の裏側には、クレディビリティの低下とともに現地通貨が見放され、ドルやその他の金融資産、不動産などへの逃避の加速があったことはいうまでもない。

4.2 94年までのハイパー・インフレ

ブラジルではインフレ率は1990年3月に月率82.2%を記録したが、当時のブラジル経済はヘテロドックス・タイプの安定化政策の失敗とインフレの急激な高進という点で、アルゼンチンと同様の経路を歩んでいた。図1に見るように、「クルザード計画」、「ブレッセル計画」、「夏計画」など、ヘテロドックス・タイプの安定化政策の繰り返しとともに、インフレ率がより高まっていた。また、政権交替に際し、退陣間際のサルネイ政権が極めてポピュリスト的な政策を実施し財政赤字が拡大したこと、次期大統領についての思惑、そして新政権が実施するであろう経済政策に対する不安感などもその背景にあった。

しかし、アルゼンチンとの相違点としてここで注意しなければならないことは、ブラジルにおいては、確かにドル、金などへの資本逃避は急増していたが、依然としてインフレ・ヘッジのための逃避先として国債が重要な役割を果たしていたという点である。したがって、このような国債を民間が保有し続け、国債の発行によって財政赤字がファイナンスされ得る限り、爆発的な貨幣供給の増発はないと考えられることである。このことは、これまでブラジルのインフレ率が徐々に高進してきたことでも窺える。ブラジルの国債はそれぞれの時期

に応じてさまざまなものが存在してきたが、そのほとんどがインデックス付で、インフレ・リスクをカバーするために人々はインフレ・ヘッジとしてそのポートフォリオを国債にシフトさせてきた。しかし、現実にはこれらの国債は「オーバーナイト」でしか保有されず、人々は購入した債券を翌日には売却し一夜の利鞘を稼ぐのが一般的であった。したがって、準通貨もしくはインデックス付の紙幣と呼べる性格のものであり、流動性は著しく高いものであった。

ところで、このような国債を市中に十分に保有させるためには、実質利子率を高め、誘導する必要がある。しかし、民間に国債を保有させるための高利子政策は、さらに国債の利払い負担を高め、いっそう財政赤字を拡大することに注意が必要である。もし実質利子率が経済成長率を上回るならば、GDP 当たりの国債残高比率が上昇し、国のソルベンシーが低下していく。利払いのためには財政黒字の創出が必要であるが、これが困難であることから、貨幣をプリントするか利払いのためにさらに国債を発行せざるを得ない。しかし、このような国債の累積を無限に続けることはできない。1989 年末には、公的部門保有の外債が 879 億ドルに対し、内債（国債）は 998 億ドルにまで累積していた。したがって、短期的には国債の発行によって貨幣供給を制限しインフレを抑えることができたとしても、長期的には経済が保有し得る国債の規模の限界に到達し、いずれ内債の支払い拒否（内債モラトリアム）が不可避となる。人々が内債のモラトリアムを予想するに至れば、国債からドル、不動産などへの逃避が生じ、財政赤字は貨幣プリントのみでファイナンスされることになりハイパー・インフレがもたらされる。このような状況は、Sargent and Wallace [1986] の「不愉快なマネタリストの算術」として知られる現象と対応している。すなわち、ブラジルは国債の発行により、近い将来の低いインフレ率を享受してきたが、遠い将来の高いインフレ率の脅威に晒されていたからである。

ところで、1990 年 3 月に誕生したコロール新政権では、政権が発足すると同時に「コロール計画」が実施された。この経済安定化政策は事前に予想されていた

ものよりも、はるかに広範囲で、ヘテロドックス・タイプの要素から経済自由化までを含む大規模なものであった。計画のなかで最も注目すべき点は、これまでのクルザード計画などと異なり、民間保有の預金や国債などの金融資産を強制的に中央銀行に預託させることにより、徹底した流動性のコントロールをおこなったことにある。それまで市中で流通していた1200億ドル相当の現金や債券が400億ドル程度にまで収縮したとされ、このような強制的な流動性の縮小はインフレ抑制の最も直接的な手段であり、価格凍結を補完する政策として効果的であった。しかも、国債の80%近くが中央銀行に凍結されたことは、いわば期限付の内債のモラトリウムを意味し、たんに流動性のコントロールだけではなく、少なくとも金融資産の凍結期間である18ヶ月間は内債の利払いから政府は解放されることを意味する。また、一時的であるにせよ、国債の凍結によって、これまで危惧されていた人々の国債から他資産へのシフトが事実上不可能となり、国債の放棄によるハイパー・インフレの出現に対して事前に手を打ったといえる。

しかし、「コロール計画」においても最大の問題は、財政改革が殆ど進展しなかったことであった。「コロール計画」のシナリオは、当初のドラスティックな安定化政策の実施によって、急激にインフレ率を低下させ、以後はこのショックによってインフレが安定している間に財政の健全化のための時間的余裕を与え、財政縮小に伴う社会的コストを小さくする形で経済安定化を実現するというものであった。しかし、このようなシナリオがうまく進展するためには、「コロール計画」のクレディビリティを持続させておくことが極めて重要な要件となる。確かに、「コロール計画」は、預金封鎖という極めて過激な政策を採用することによって、このたびの安定化政策がこれまでの安定化政策とは異なっており、政府が不退転の決意でインフレ抑制を実現しようとしているとの意思表示をおこない、このことが人々のインフレ期待に強く影響することをねらったものであったと解釈される。しかし、安定化政策とは、ショック自体よりも、ショック

後の政策運営のほうがはるかに重要である。ショックによりインフレが安定している間に、具体的な形で財政改革が実現しなければ、安定化政策に対するクレディビリティが低下していく。コロール計画も例外ではなく、時間の経過とともに信任は失われ、1991年に440%、92年には1100%近いインフレ率となり、インフレを抑制できないままに92年末にコロール政権はその幕を閉じたのである。

5. おわりに

ブラジルは不平等な所得分配や貧困問題などを抱え、階級間対立が激しい社会である。このため、深刻な失業やリセッションの社会的コストがインフレのコストを上回ることから、社会的・政治的安定を維持するために、経常的に放漫な財政政策が選択されてきた。また、歴史的、制度的背景をもつ構造的要因や、政府が積極的に経済に介入する開発政策がもたらしたさまざまな歪みが資源配分を誤らせてきた。そこでは、常に社会的要請と政治的圧力のもとで、非整合的なマクロ経済政策が実施され、ストップ・アンド・ゴーが繰り返されてきた。その帰結は、インフレなどの慢性的なマクロ不均衡であった。

長期間にわたるインフレは、人々にインフレ・マインドを定着させ、インフレ社会に適応するための行動パターンを一般化しまった。それは企業の価格決定や労働者の賃金決定に反映されているし、人々の換物行動やドルへの選好に現れている。しかも、これらの行動がさらにインフレを加速し、またインフレ抑制を困難としているのである。

一時しのぎのインフレ抑制ではなく、長期的に経済の安定化を実現するためには、結局、低いインフレ率と整合的なマクロ政策、とくにオーソドックス・タイプの安定化政策に基づく財政の健全化が不可欠である。財政の健全化なくして安定化政策へのクレディビリティは生まれない。しかし、財政の健全化は

経済の引き締めを意味し、リセッションと失業がもたらされ、また、必然的に社会グループ間での利害関係に変化をもたらすため、必ずや階級間の対立を激化する。階級間の対立の激化は、社会の不安定化によって政治的支持基盤を揺るがし、オーソドックス・タイプの安定化政策を危うくする。このため、社会的コストが小さいとみなされたヘテロドックス・タイプの安定化政策が実施されることになったのである。しかし、財政均衡の伴わないヘテロドックス・タイプの安定化政策は、いずれ破綻する運命にあった。ブラジルでは、この種の安定化政策が繰り返されたためにハイパー・インフレが不可避となり、ハイパー・インフレがもたらす経済的混乱によってすべての階級に大きな社会的コストがもたらされたのである。

結局、ブラジルのインフレとは、貧困と所得分配の不平等性を背景とする階級間対立と社会的・政治的不安定性の副産物であり、インフレが抑制される場合には安定化政策がもたらすコストを、インフレが継続する場合にはインフレがもたらすコストを被らなければならないのである。この意味で、インフレとは極めて貨幣的な現象であると同時に、その背後には極めて深刻な政治的・社会的問題が横たわっているといえる。

第3章 「レアル計画」による経済安定化

1. はじめに

1990年代のラテンアメリカ諸国は、かつての政府主導型の保護主義的開発戦略から「ネオリベリズム」に基づく開発戦略へと転換し、経済安定化と市場自由化を進めてきた。このため、90年代に入ると多くの国々でインフレ抑制と成長率の回復を実現してきた。しかしながら、ブラジルにおいては、このようなラテンアメリカの潮流から取り残されたかのように90年代に入っても高インフレが引き続きマクロ的不安定に直面していた。だが、94年に入り漸くにしてインフレを沈静化させたのがいわゆる「レアル計画」である。

ブラジルでは、1980年代の激しいインフレ高進に対し、86年の「クルザード計画」以来、次々とインフレ抑制政策を実施してきたが、いずれも結局は失敗に終わっていた。この間、インフレは抑制されるどころか、安定化政策の失敗が政府への信頼を一層喪失させ、インフレ率は急激に加速し、ハイパー・インフレとも呼べる状況となっていた。このため、インフレ率は92年に1,158%、93年に2,709%となり、とくに93年7月から94年6月末までの1年間には5,154%にも達していた。

このため、ブラジルでは1993年6月より、カルドーゾ蔵相のもと極めてオーソドックスな安定化政策である「緊急行動計画」（カルドーゾ計画Ⅰ）を発表し、財政赤字の削減に取り組んだが、議会での抵抗により承認されなかった項目も多く、インフレを抑制するには至らなかった。インフレ率はさらに上昇し、93年12月には月率で39%に達した。このため、ドラスティックなインフレ抑制策が必要となり、93年12月に「新経済安定化計画」（カルドーゾ計画Ⅱ）と呼

ばれる包括的な政策が実施されることとなった。とくに、94年7月1日からは、より直接的にインフレ抑制を果たす政策として「リアル計画」（リアルは新通貨の呼称）が実施され、以後ブラジルのインフレ率は著しく低下することになった。95年10月の時点で、過去12ヶ月の累積インフレ率は実に20%程度にまで低下した。

「リアル計画」ではこれまでの安定化政策の経験を生かし、様々な工夫がなされている。デイスインフレのプロセスを明確に3つの段階に分け民間に安定化政策を理解しやすい形で実施していること、これまでの諸計画と異なり価格・賃金凍結ではなくいわゆる為替レートを価格アンカーとすることなど、である。このため、これまでの数々の安定化政策に比べると、多くの点で優れていたといえる。しかし、「リアル計画」が長期的にインフレ抑制を維持できたかどうかについては、多く課題を抱えていたことも事実である。以下では、「リアル計画」に基づく安定化政策の概要を説明し、次いでとくに為替レート・アンカー政策の理論的解釈を行ない、その持続可能性について議論する。最後に、「リアル計画」以後のマクロ政策の特徴について議論する。

2. 「カルドローゾ計画Ⅱ」による経済安定化

1993年12月から実施された安定化政策は、当時の大蔵大臣であったカルドローゾ蔵相（現在の大統領）にちなみ「カルドローゾ計画Ⅱ」と呼ばれているが、以下の3つのステップで構成されている。

2.1 「カルドローゾ計画Ⅱ」の3つのステップ

(1) 第1ステップ：財政の均衡化

このステップに含まれるのは、①1994年度予算における220億ドルの支出削減、②緊急社会基金（FSE）の創設（連邦税収の15%を引き当てる）、③所得税

の引き上げ（現行 25%，15%の 2 段階に 35%の段階が新設）などである。過去に実施された安定化政策の経験から，財政の均衡化がインフレ抑制の前提条件であることを民間は周知しており，まず第 1 段階で財政の均衡化を実現し，人々の安定化政策への信頼を高めることを目的としている。

このなかでも，とくに緊急社会基金の創設は，ブラジルの最優先課題である貧困問題，教育，保健への支出を確保することによって，政治的・社会的安定を図ることと，インフレ抑制のための財政緊縮化とをうまく合致させる政策である。政府税収の 15%をプールして，これらの緊急課題への支出を確保するこの基金は，議会でのポピュリスト派勢力との綱引きの産物ともいえる。だが，大蔵大臣の許可がなければ支出できないことから，財政支出のコントロール手段としても機能する。

(2) 第 2 ステップ：新しい価格指数の採用

当時の通貨であるクルゼイロ・レアルでの価格表示と平行して，新しい価値単位である URV(実質価値単位)による価格表示を流布させるものであり，1994 年 3 月に実施された。URV は米ドル・レートにリンクし，常に $1\text{URV}=1\text{ドル}$ が維持される。したがって，URV とクルゼイロ・レアルの関係は日々改定される。

URV 表示のポイントは，為替レートと諸物価はほぼ等しい率で変動しているので，たとえインフレが存在しても URV 表示にすればほぼゼロ・インフレとなることである。すなわち，クルゼイロ・レアル表示では毎日のように価格は上昇するが，URV 表示ではほとんど変化しない。全ての価格タグには 2 つの価格が表示されることになる。URV の導入は，現実にはドル表示への転換に過ぎず，一見トリッキーではあるが，新しい価格表示への移行を円滑にすることをねらったものである。この意味で第 2 ステップは新通貨レアルに移行するまでのトレーニング期間であるといえる。また，新通貨に移行するまでに 4 ヶ月を置

いていることから、相対価格の歪みを是正するための期間であったといえる。

(3) 第3ステップ：新通貨レアルの導入

「レアル計画」と通称され、新指数 URV が経済全般に普及した時点で新通貨レアルを導入し、レアルによる価格表示に転換するもので、1994 年 7 月に実施された。1 レアル = 1URV = 1 ドルとし、旧通貨との交換比率は 1 レアル = 2,750 クルゼイロ・レアルであった。ゼロを 3 つ取るといった形の、過去に実施されてきたデノミとは異なる点に注意が必要である。

為替レートは 1 レアル = 1 ドルで基本的に維持されるが、これは為替レートを固定化することによって、インフレ率のアンカーとすることをねらったものである。この為替レートを維持するために、レアル発行の保証として外貨準備一部を当てることや、アルゼンチンのような外貨の自由交換性は認めないことなどの措置がとられている。このような、いわばドル・ペッグ政策によるインフレ抑制は、基本的にアルゼンチンのインフレ抑制を成功に導いた「カバージョ計画」を踏襲したものである。

ただし、為替レートは厳密な意味で固定化されたわけではない。第 1 に、中央銀行は、ドル売りに関しては 1 レアル = 1 ドルを適用するが、買いレートについては市場での変動を認めるという、いわば片務的な固定相場を採用している。これは、買いレートにも厳密に固定相場を適用すれば大量のドル買いによって国内通貨供給が急激に増大することを避けるためであった。第 2 に、買いレートの変動を認めるが、一定の幅 (band) においてであり、また、変動幅の中心レートは変更可能である。

2.2 「カルドーズ計画Ⅱ」の特徴

「カルドーズ計画Ⅱ」はいくつの特徴を有していた。

第 1 に、計画では財政赤字縮小を経てインフレ抑制のための直接的政策とい

う安定化のスケジュールが明確にされているが、これまでの「クルザード計画」などの失敗が繰り返されてきたのは、価格凍結のみに頼り財政均衡をおろそかにしてきたからであり、したがって「カルドーゾ計画Ⅱ」のような安定化の順序は人々に安定化政策の妥当性を納得させ、政策の信頼性をもたせるのに有効であった。

第2に、これまでの諸計画では、インフレ期待の鎮静化に対して価格・賃金の凍結が用いられたが、これは恣意的な時点で突然に実施されるため、相対価格の不均衡をも固定化するといった問題点があった。しかし、今回の計画では3ヶ月前よりほぼゼロ・インフレ率となる URV と現地通貨であるクルゼイロ・レアルによる表示とを平行的に実施したため、相対価格の調整を可能としながら、新通貨表示での価格の安定化を図った点がユニークであった。

第3に、安定化政策の最も重要な部分は、為替レートの固定化を価格のノミナル・アンカーとする点である。いうまでもなく、為替レート・アンカーは、インフレを急速に低下させると同時に、デysinフレの社会的コストを最小限に止めるために不可欠なものであった。ただし、為替レートの固定化を維持するためには十分な外貨の保有が条件となるが、ブラジルの外貨準備が1992年末の190億ドルから95年5月には410億ドルに達しかなり潤沢であったこと、債務交渉の進展によって94年4月15日に350億ドルの対外民間債務の削減が最終的に実施されたことなどの、客観的条件が整っていたことを挙げなければならない。

第4に、為替レートの固定化に基づく安定化には、貿易財部門の価格が世界価格と直接的にリンクし、一般物価水準を安定化させることが期待されるが、これには貿易財部門が十分に開放されていることが必要である。1994年時点のブラジルにおいては、必ずしも十分とはいえないが、コロール政権以来、輸入自由化がかなり進展していた。

第5に、インフレ率が十分に低下すると消費需要の急激な拡大が予想される

が、設備稼働率が依然として低く、生産能力に余力があった点に着目すべきである。ブラジルの GDP 実質成長率は、1990 年のマイナス 4.4%、91 年の 0.2%、92 年のマイナス 0.8%と長期的不況にあった。93 年は 4.1%、94 年は 5.7%とかなりの回復を見せているが、依然として稼働率は低く、94 年当時で 75%に過ぎないと推定されている。したがって、クルザード計画のときにみられたような、供給不足によるインフレ圧力は見込まれないと考えられたのである。

以上、「カルドーゾ計画Ⅱ」の概要と様々な特徴を議論してきたが、為替レート・アンカーはいかなるメカニズムでインフレ抑制を実現するのであろうか。

3. 為替レート・アンカーの理論分析

為替レート・アンカーについての簡単な理論的解釈は以下の通りである。為替レートを固定化すれば、十分に対外的に開放された小国であれば貿易財価格は世界価格に一致する。世界インフレ率は国内インフレ率より十分に低いはずであるから、少なくとも貿易財のインフレ率は世界インフレ率にまで低下する。一方、非貿易財に関しては、貿易財と非貿易財の相対価格の変化によって、非貿易財の超過供給が生じるため、非貿易財の価格が低下し始め、いずれ世界インフレ率と等しくなる。ただし、国内で世界インフレ率と整合的な総需要政策がとられていることが前提となる。

しかし、安定化における為替レート・アンカーの役割はこれだけではない。とくにブラジルのように貿易財部門の比率が低い経済にあっては、貿易財部門のインフレ抑制から出発するインフレ抑制政策は必ずしも有効でないかもしれないし、インフレ抑制までに時間がかかるであろう。むしろ、ブラジルのように長期間にわたり高いインフレを経験してきた国においては、インフレ・マインドが支配的となっており、インフレにともなう実質所得の損失を防ぐための様々な行動が支配的となっていることから、アンカーがこれらに直接的に影響

する役割が重要である。様々な行動とは、予想インフレ率を用いたアグレッシブな価格設定や、インフレ予想にブラックマーケットの為替切り下げ率を指標とすること、forward-looking なインデクセーションを導入することなどである。ラテンアメリカ諸国においては、これらの行動自体が、いっそうインフレ率を高めるか、インフレを継続させてきた。したがって、為替レート・アンカーは、民間が十分なクレディビリティを持つ限り、かかるインフレ期待や価格設定行動に直接的に働きかけ、インフレを瞬時に終息させると期待されるのである。このように急激にインフレが沈静化するケースは、ボリビアのハイパー・インフレの終息やポアンカレ・タイプの安定化政策（Sargent [1982]）に対応する。

しかし、為替レートをアンカーとする政策の長期的な持続可能性は、為替レートの固定化だけでは満たされない。世界インフレ率と整合的な貨幣供給政策、財政政策が実施されていなければ、為替レート・アンカーのクレディビリティはいずれ喪失する。非整合的なマクロ政策はインフレ期待や為替レート予想に反映され、固定化された為替レートと現実のインフレ率が乖離していく。したがって、実質為替レートの過大評価が生じ貿易収支の赤字が深刻となれば、いずれ為替レートの固定化は維持できなくなり、アンカー政策を放棄せざるを得なくなる。この意味で、アンカー政策の持続可能性を考慮するには、為替レート予想やインフレ期待のダイナミックスの分析が重要となる。

3.1 短期的効果

以下では、できるだけ単純なモデルで為替レート・アンカーのメカニズムを議論してみよう。本章のモデルは、貿易財と非貿易財モデルを用いて為替レート・アンカーの分析を行った Edwards [1993] を出発点とするが、Edwards のモデルでは合理的期待が仮定されているため、為替レート・アンカーが直接的にインフレ期待に影響することが分析可能であるものの、インフレ期待と為替レート予想の動学的調整過程を明示的に取り扱えない。このため、為替レート・

アンカーの短期的な役割と長期的な役割の区別がなされないモデルとなっている。また、アンカー政策の成否を握るクレディビリティの役割についても明確には議論されていない。以下では、これらの点を拡張して議論する。

貿易財価格は、小国仮定より世界価格にリンクしているが、非貿易財価格は需給均衡で決定されとする。単純化のために、実質為替レート・交易条件・資本流入・関税保護などの実質面の変化は陽表的には考慮されない。モデルは、政府が為替レートを固定化した直後を想定しており、為替レート・アンカーが民間の価格設定に直接的に影響することに着目する。すなわち、輸入業者は自らの為替レートの予想切り下げ率と輸入財の世界価格に基づいて事前に輸入財の価格設定を行うが¹、こうした価格設定行動に為替レート・アンカー政策が直接的に何らかの影響を与えると想定するものである。

例えば、民間がアンカー政策を全く信用していない場合は、価格設定に予想切り下げ率を 100%適用し、貿易財価格の上昇率は予想切り下げ率に等しくなる。逆に、完全に信用している場合は、予想切り下げ率はまったく考慮されず、貿易財価格上昇率は世界価格の上昇率に等しくなる。したがって、アンカー政策の短期的なクレディビリティとは、輸入財の価格設定行動において、どの程度予想切り下げ率にウエイトが置かれるかによって表現される。ただし、民間の為替レートの切り下げ予想は、後述されるように、例えば現実のインフレ率と為替レート切り下げ予想に乖離が存在する限り、その調整が続くと考えており、為替レート・アンカー政策のクレディビリティを為替レート予想への効果として表現するものではない。

ところで、長期的にアンカー政策が有効であるかどうかは、為替レートの予想切り下げ率が現実のインフレ率に一致する長期均衡値に到達するかどうかで判断され、この意味で予想為替レートの動学的調整過程が問題となる。以下で

¹ 事前に設定するという考え方については、Edwards [1993] の注 32 参照。

は、為替レート予想に関して2つのケースを議論するが、安定的な長期均衡値が存在しなければ、アンカー政策は持続可能ではない。なお、賃金は期待インフレ率に基づくインデクセーションによって決定されると仮定する。いうまでもなく期待インフレの調整が適応的になされるのなら、賃金インデクセーションは過去のインフレ率の影響（イナーシャ）を持ち込む。

モデルは以下の通りである。

$$(1) \quad p = \alpha p^T + (1-\alpha)p^N$$

$$(2) \quad p^T = f x^E + (1-f)p^*$$

$$(3) \quad N^D(P^N/P^T, Z) = N^S(W/P^N)$$

$$(4) \quad w = p^E + g(p - p^E)$$

ここで、 π ：国内インフレ率、 π^T ：貿易財インフレ率（国内価格表示）、 π^N ：非貿易財インフレ率、 x^E ：為替レート予想切り下げ率、 π^* ：世界インフレ率、 N^D ：非貿易財需要、 N^S ：非貿易財供給、 P^N/P^T ：貿易財・非貿易財相対価格、 Z ：総需要政策のインデックス、 W ：名目賃金、 w ：名目賃金上昇率、 π^E ：期待インフレ率である。

(1)式より、国内インフレ率は貿易財インフレ率と非貿易財インフレ率の加重平均で定義される。(2)式は、貿易財価格が現実の為替レートの上昇率ではなく、為替レートの予想切り下げ率と世界インフレ率の予想を用いて事前に設定されることを示している。ウェイト ϕ は、為替レートのアンカー政策をどれほど民間が信用しているかを示す（ ϕ が大きいほどアンカー政策を信用していない）。(3)式は、非貿易財の市場均衡条件である。非貿易財の需要は、相対価格（ P^N/P^T ）と総需要（ Z ）に依存し、総供給は非貿易財価格ではかった実質賃金に依存する。(3)式を変化率で表すと、

$$(5) \quad -\eta p^N + \eta p^T + \delta Z = -\varepsilon w + \varepsilon p^N$$

ここで、 η ：非貿易財需要の価格弾力性、 δ ：非貿易財需要の総需要弾力性、 ε ：非貿易財供給の実質賃金弾力性であり、それぞれ正值で定義されている。

z は総需要の成長率である。(4)式は、賃金インデクセーションのルールを示しており、現実のインフレ率に依存する部分と期待インフレ率に依存する部分からなる (Fischer [1983])。解釈としては、期待インフレ率によって決定される部分に、インフレ率の予測誤差 (現実のインフレ率と期待インフレ率の差) が追加されるルールである。いま、期待インフレ率が適応的期待形成に従うなら、過去のインフレ率の影響を受けることとなり、いわゆるイナーシャの部分を持つ。インデクセーションが完全であれば ($\gamma=1$) 賃金調整に遅れはなく、賃金の上昇率は現実のインフレ率に一致し、常に一定の実質賃金が維持される²。

(1)(2)(4)(5)式より、為替レートの予想切り下げ率、世界インフレ率、総需要成長率、期待インフレ率が所与の短期均衡における現実のインフレ率が求まる。

$$(6) \quad p = a_1 x^E + a_2 p^* + a_3 z + a_4 p^E$$

ここで、

$$a_1 = (ae+h)f / \{ae+h+(1-a)(1-g)e\}$$

$$a_2 = (ae+h)(1-f) / \{ae+h+(1-a)(1-g)e\}$$

$$a_3 = (1-a)d / \{ae+h+(1-a)(1-g)e\}$$

$$a_4 = (1-a)(1-g)e / \{ae+h+(1-a)(1-g)e\}$$

である。(6)式によって、為替レートをアンカーとする政策の意味を考えてみよう。いま、アンカーの役割を明確とするために、厳密な総需要の管理が実施され ($z=0$)、賃金インデクセーションがイナーシャをもたらし ($\gamma=1$) ケースを想定しよう。為替レートのアンカー政策の短期的効果とは、政府が為替レートを固定化することによって、民間の貿易財の価格設定に影響することを目指すものである。民間が、アンカー政策を完全に信用する場合は、貿易財の価

² Edwards [1993] では、1期前のインフレ率に依拠する賃金インデクセーションを考慮することによってイナーシャを導入している。ここでは適応的期待形成によってイナーシャを導入する。賃金インデクセーションについては、西島 [1993] を参照。また、Edwards が述べているように、ここでは賃金インデクセーションに限らず、社会に存在するその他諸々のインデクセーションを代表していると考えの方が適切であ

格設定において為替レートの予想切り下げ率のウェイトがゼロとなる ($\phi=0$) ことで表現される。逆に言えば、政府の固定レートを採用し、世界インフレ率のみで価格設定を行うことを意味する。このとき、 $a_1=0$, $a_2=1$, $a_4=0$ となり、 $z=0$ を考慮すれば、

$$(7) \quad p = p^*$$

が瞬時に成立し、国内インフレ率は世界インフレ率に収束する。これが、アンカー政策が急激にインフレを抑制することの一つの表現である。

しかし、以上のモデルは同時にアンカー政策が成功するためのいくつかの条件を示している。第 1 に、いかに民間が為替レートの固定化によるアンカー政策にクレディビリティを持つかが決定的に重要である。まったくクレディビリティを持たなければ ($\phi=1$)、国内インフレ率は世界インフレ率ではなく、民間の為替レートの予想切り下げ率にもっぱら依存する。第 2 に、総需要を十分にコントロールしなければ、国内インフレ率を世界インフレ率に一致させることはできない。また、アンカー政策へのクレディビリティを高めるためにも、アンカー政策の実施と同時に総需要のコントロールが不可欠であることに注意しておかなければならない。アンカーの導入と同時に、インフレ率が低まれば低まるほど、政策のクレディビリティが高まると考えられるからである。第 3 に、賃金などのインデクセーションが、過去のインフレ率の影響を受けるイナーシャを有している場合、為替レートのアンカーだけではインフレ抑制は不十分である。モデルでは、インデクセーションが完全であれば $a_4=0$ となりイナーシャの影響は無くなるが、現実のインプリケーションとしては、完全なインデクセーションは不可能であるので、アンカー政策と同時にイナーシャを持ち込むインデクセーションの廃止が必要となる。総需要の管理と同様に、インデクセーションの廃止を政府がどれだけコミットするかも、アンカーへのクレデ

ろう。

ィビリティを高めるために重要である。

3.2 長期的効果

ところで、為替レート・アンカーの長期的な有効性は、民間の為替レート予想が長期均衡値に収束するかどうかによって依存している。長期均衡が存在するとすれば、 $p = p^E = x^E$ より、

$$(8) \quad p = p^* + \{(1-a)d / (ae+h)(1-f)\}z$$

を得る。やはり、 $z=0$ ならば、国内インフレ率は世界インフレ率と一致する。また、(4)式のような定式化においては、長期的には賃金インデクセーションの程度はインフレ率に無関係となる。

ここで、長期均衡への動学的調整プロセスを検討してみよう。当然のことながら、どのような為替レート予想形成を仮定するかによって結論は異なる。以下では2つのタイプを仮定する。インフレ期待に関しては、適応的期待形成を仮定する。第1の為替レート予想形成は、インフレ期待と同様に適応的期待のケースである。ただし、現実の為替レートは固定化されているので、現実のインフレ率と予想為替レートの差に基づいて調整されるとする。それぞれの予想形成は、以下の通りである。

$$(9) \quad \dot{x}^E = r(p - x^E)$$

$$(10) \quad \dot{p}^E = l(p - p^E)$$

均衡点の近傍で線形近似し、 $\bar{x}^E$ 、 $\bar{p}^E$ を定常均衡値とすると以下の体系を得る。

$$(11) \quad \begin{bmatrix} \dot{x}^E \\ \dot{p}^E \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} r \left[\frac{(ae+m)f}{\Delta} - 1 \right] & r \frac{(1-a)(1-g)e}{\Delta} \\ l \frac{(ae+h)f}{\Delta} & l \left[\frac{(1-a)(1-g)e}{\Delta} - 1 \right] \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x^E - \bar{x}^E \\ p^E - \bar{p}^E \end{bmatrix}$$

ただし、 $\Delta = ae + h + (1-a)(1-g)e$

ヤコビアン各要素の符号は、 $b_{11} < 0$ 、 $b_{12} > 0$ 、 $b_{21} > 0$ 、 $b_{22} < 0$ である。ただし、

b_{11} が負となるためには,

$$f < 1 + \{(1-a)(1-g)e / (ae+h)\}$$

という条件が必要である。したがって、この条件が満たされるとき、トレースは負となる。一方、ディターミナントは,

$$(ae+h)(1-f) / \Delta$$

であり、 $1 > \phi$ であれば正である。したがって、 $1 > \phi$ である限り、体系は局所的に安定であり、図 1 のように長期均衡が存在する。

これより、 ϕ が為替レートのアンカーに対するクレディビリティを表すパラメータであることから、民間がアンカー政策を完全に信用するケース ($\phi=0$) であれば以上の条件が満たされ長期均衡が存在するが、アンカー政策を民間が完全には信用していないケース ($1 > \phi > 0$) であっても、長期的には為替レート予想が長期均衡に収束し、アンカー政策が効果的となることがわかる。もちろん、(8)式より明かなように、 z が正である限り、 ϕ が大きいほど長期均衡での国内インフレ率は高くなるという形でクレディビリティが影響する。

ところで、 $\phi=1$ のときはどのような動学的な調整となるであろうか。 $\phi=1$ のときは、ディターミナントがゼロとなるので $\dot{x}^E=0$ 、 $\dot{p}^E=0$ の曲線は平行か、重なるかである。 $\dot{x}^E=0$ 曲線は、 $p=x^E$ より、この関係を(6)式に代入すると、

$$(12) \quad p^E = x^E - \{d / (1-g)e\}z$$

を得る。一方、 $\dot{p}^E=0$ 曲線は、 $p=p^E$ より、

$$(13) \quad p^E = x^E + \{(1-a)d / (ae+h)\}z$$

を得る。したがって、それぞれの曲線位置関係は図 2 のようになる。体系は不安定で、インフレ期待、為替レート予想ともに無限に発散する。

一方、(12)(13)式より明かなように、 $z=0$ のときには両曲線は一致し、図 3 に示されるように安定解を持つ。ただし、解は一意には決定されず無数に存在し、初期値に依存するためいわゆる履歴効果を持つ。いずれにせよ、この場合には総需要が完全にコントロールされ、その成長率がゼロでなければならない。

図 1

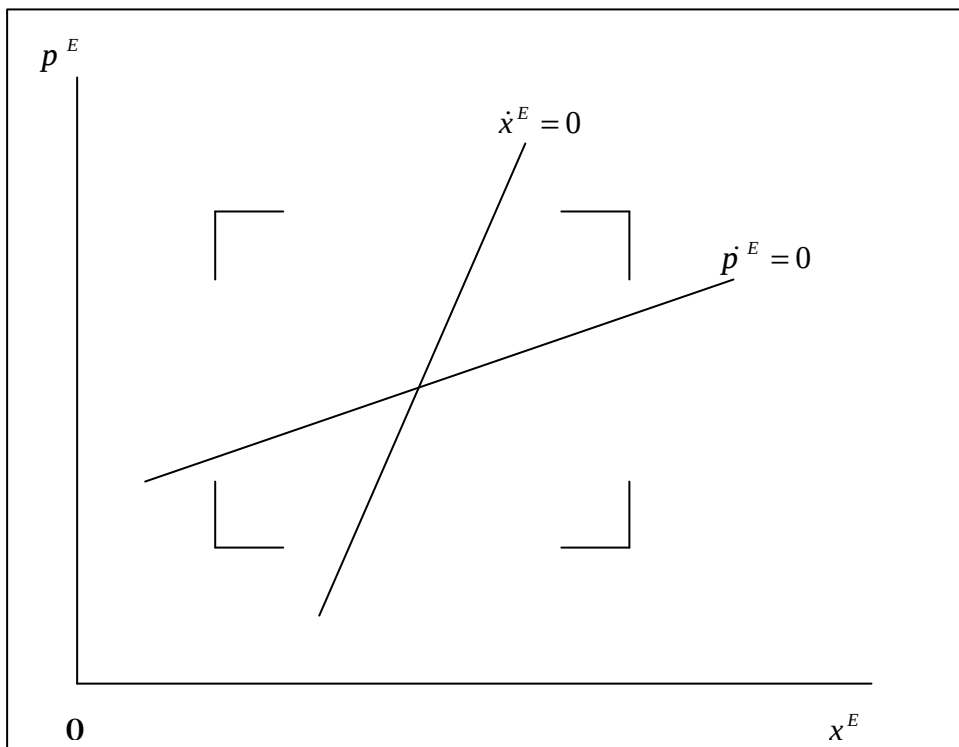
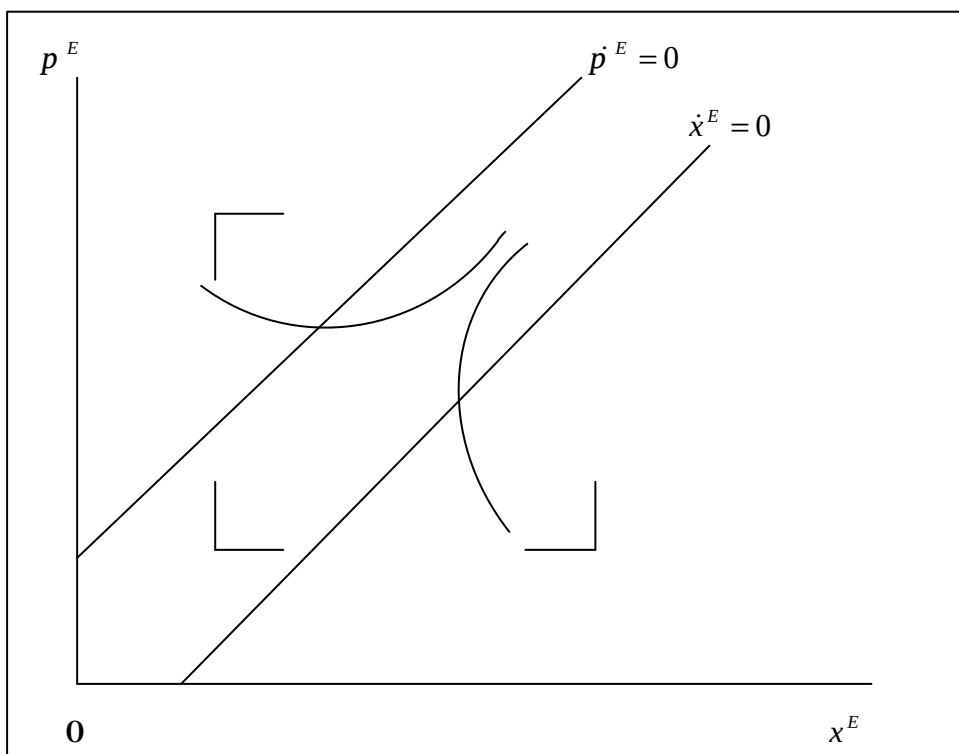
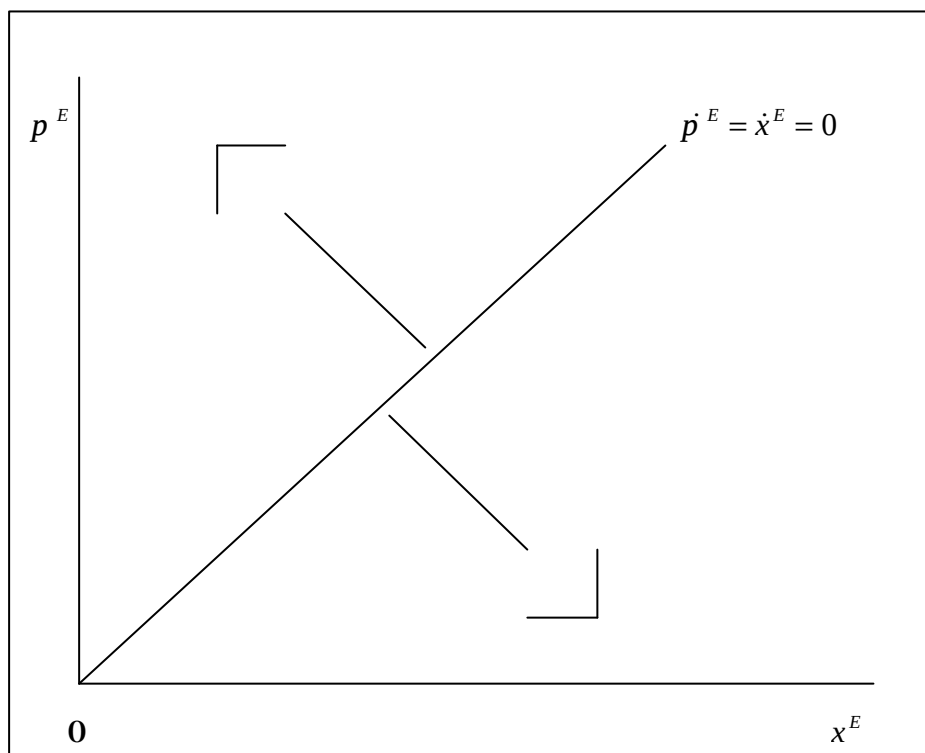


図 2



出所：筆者作成

図 3



出所：筆者作成

次に、第2の為替レート予想形成について検討しよう。現実には、為替レートの固定化が実施されても、瞬時にインフレ率がゼロとなることは期待できない。長期均衡に至るトランジションにおいては、 $z=0$ 、 $\gamma=1$ でない限り、国内インフレ率は世界インフレ率を上回り、現実の為替レートは過大評価となる。このため、貿易赤字が深刻となればアンカー政策の維持は困難となり、いずれアンカー政策を放棄せざるを得なくなる。 $z=0$ 、 $\gamma=1$ でないということは、アンカー政策が長期的に非整合的であることを意味し、貿易赤字が維持できなくなれば、アンカー政策の持続可能性は喪失し、いずれアンカー政策へのクレディビリティは失われる。以上の問題を反映させるために、以下の為替レート予想を仮定しよう。

$$(14) \quad \dot{x}^E = r(p - p^*)$$

すなわち、民間は現実のインフレ率と世界インフレ率との乖離（過大評価）の程度によってアンカー政策が非整合的であると判断し、この過大評価に応じて為替レート予想が調整されると仮定する。インフレ期待は前のモデルと同様に適応的期待形成を仮定する。

均衡値の近傍で線形近似し、ヤコビアンを求めると、

$$\begin{aligned} b_{11} &= (ae+h)f/\Delta > 0 \\ b_{12} &= (1-a)(1-g)e/\Delta > 0 \\ (15) \quad b_{21} &= (ae+h)f/\Delta > 0 \\ b_{22} &= -(ae+h)/\Delta < 0 \end{aligned}$$

$$\text{ただし, } \Delta = ae+h+(1-a)(1-g)e$$

となる。トレースとディターミナントはそれぞれ、

$$(16) \quad TRA. = -(ae+h)(1-f)/\Delta < 0, \quad \text{if } 1 > f$$

$$(17) \quad DET. = -(ae+h)f/\Delta < 0$$

であり、図4に示されるように、鞍点均衡となる。一般的に、民間のインフレ期待と為替レート予想をサドル・パスに政策的に乗せることはほとんど不可能であると考え、民間が(14)式で表現されるような為替レート予想を採用する限り、長期的には為替レートのアンカー政策は無効となるといえる。為替レートの固定化と整合的でない総需要政策が維持されれば、過大評価が生じ、アンカー政策を維持できなくなることは当然のことといえる。したがって、為替レートのアンカー政策の実施と同時に、総需要を完全にコントロールし、トランジションにおいて為替レートの過大評価をもたらさないことが必要となる。もしくは、民間のクレディビリティを高め、(14)式のような為替レート予想を採用させないことが要求される。

ところで、(14)式のような為替レート予想が採用される場合であっても、アンカーが完全に信用される（ $\phi=0$ ）ときは、動学的調整過程はどのようなようになるであろうか。(17)式より、ディターミナントはゼロとなり $\dot{x}^E=0$ 、 $p^E=0$ 曲線は

平行か、一致する。また、(15)式より $\phi=0$ ときは、明らかに両曲線とも傾きがゼロとなる。なお、 $z=0$ の場合には、図 5 のように両曲線は一致し、 π^E は世界インフレ π^* に等しくなるが、 x^E は履歴効果を持ち、解は無数に存在する。これより、現実のインフレ率と世界インフレ率との乖離に基づいて為替レート予想がなされるケースでは、アンカー政策が当初より完全に信頼される場合のみ、安定解を持つことが理解される。ただし、この場合、総需要成長率は体系の安定性に関係しない。

以上を要約すれば、以下の通りある。

- (1) 為替レートのアンカー政策が瞬時的にインフレ率を終息させるためには、アンカー政策が完全に信用されること、総需要が完全にコントロールされること、イナーシャをもたらすインデクセーションが廃止されることが、同時に満たされなければならない。
- (2) アンカー政策の長期的な有効性については、為替レート予想が現実のインフレ率との乖離に基づいてなされる場合であれば、アンカー政策がある程度の信用を得ている限り、最終的に為替レート予想は長期均衡値に収束し、有効となる。しかし、アンカー政策がまったく信用されなければ、インフレ・プロセスは無限に発散する。ただし、この場合、総需要が完全にコントロールされれば、長期均衡値が存在するが解は確定しない。
- (3) しかし、為替レート予想が現実のインフレ率と世界インフレ率との乖離、すなわち過大評価の程度に基づいてなされる場合、体系は鞍点均衡となり、一般的にはアンカー政策の長期的な持続可能性は存在しない。ただし、為替レート・アンカーが当初より完全に信用される場合のみ、アンカー政策は長期的な有効性を持つ。

図 4

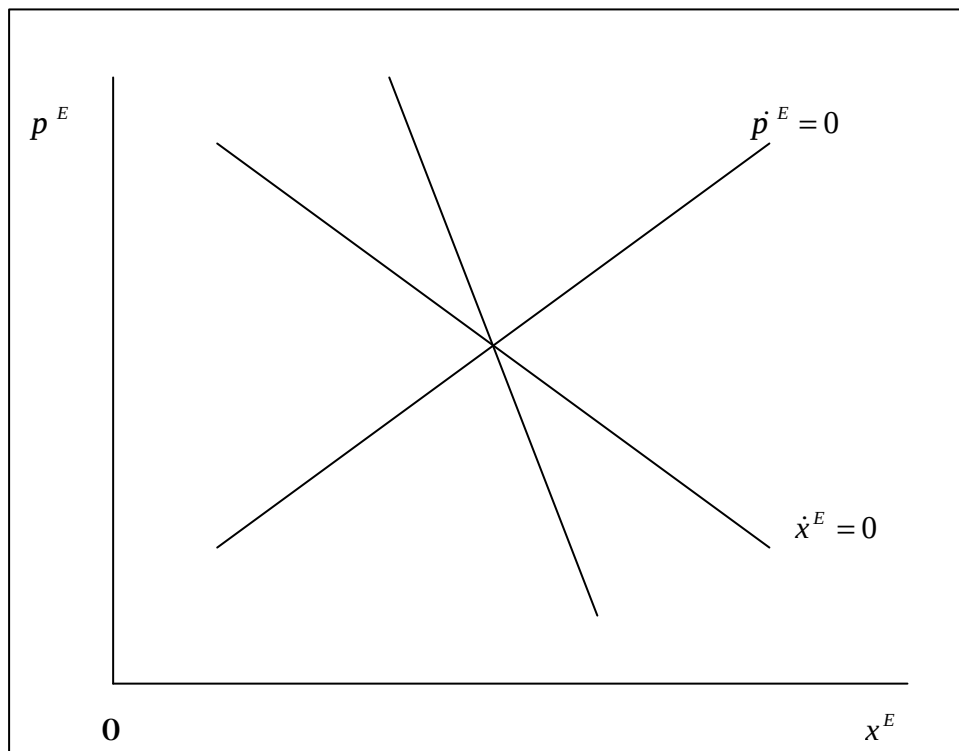
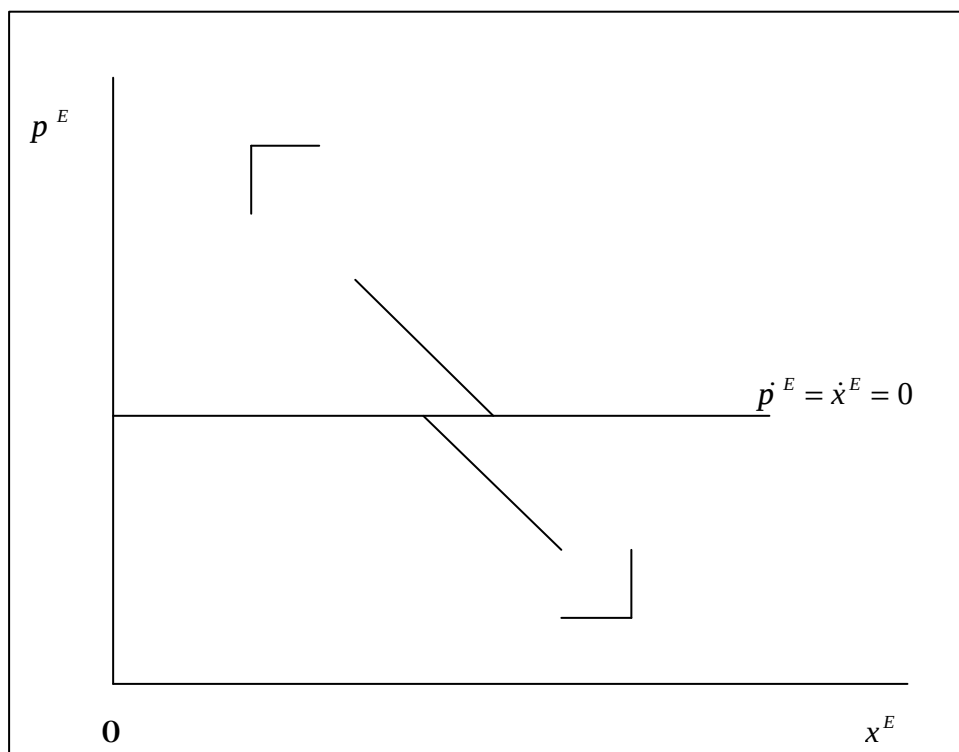


図 5



出所：筆者作成

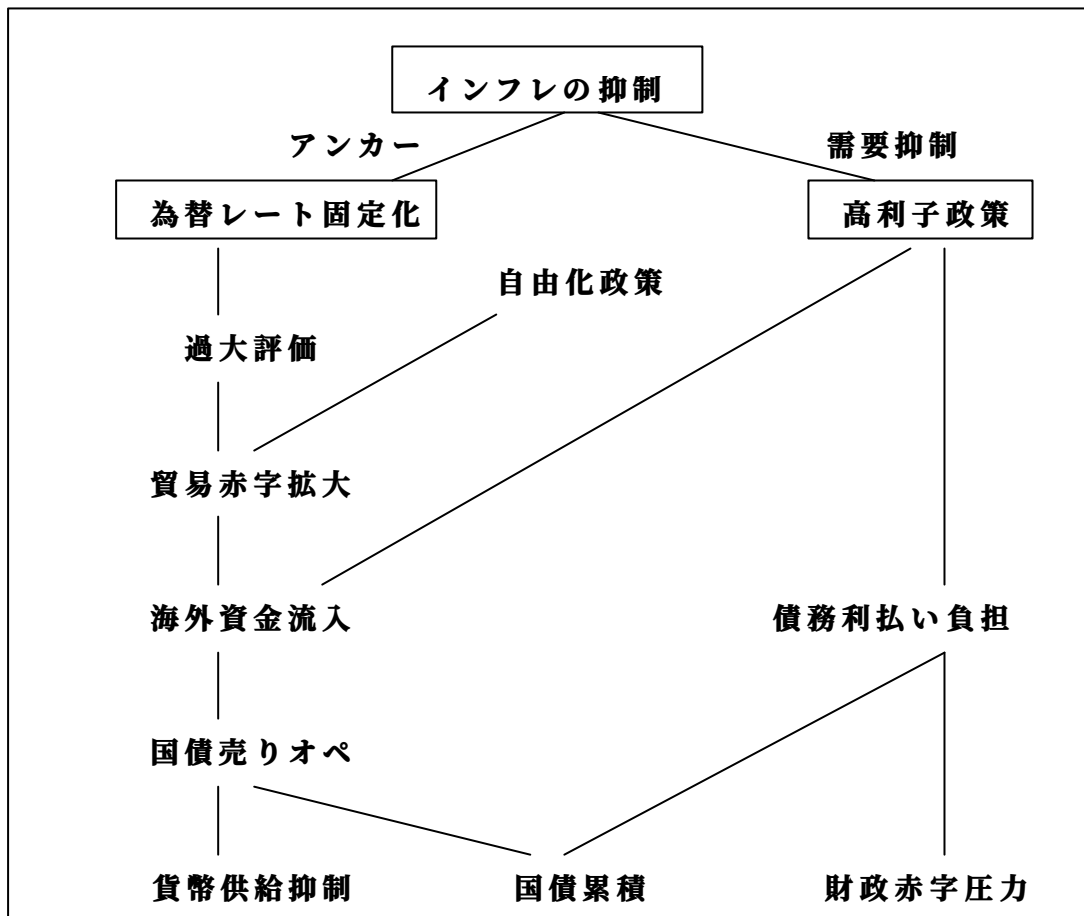
4. 「レアル計画」以後のマクロ政策

ところで、為替レートの固定化だけでは長期的なインフレ抑制は保証されない。賃金などのインデクセーションの制度が1995年7月の措置で廃止されたことから、総需要管理がインフレ抑制を継続するための残された課題となっていた。金融・財政政策などの総需要政策が世界インフレ率と整合的でなければ、いずれ固定化された為替レートと現実のインフレ率が乖離していき、実質為替レートの過大評価が生じる。過大評価が貿易赤字をもたらし、貿易赤字の持続が困難となれば、アンカー政策の維持も困難となる。このような事態となれば、アンカー政策への信頼が喪失していき、沈静化していたインフレ予想が再び高まり、安定化政策を挫折させることとなる。インフレ率が94年7月を境に急激に沈静化した後、どのような政策でアンカー政策への信頼性と需要抑制を維持しようとしていたのだろうか。以下では、99年1月の変動相場制移行までの安定化政策について議論する。

政策の基本は、為替アンカーの継続と高利子率政策であった。こうしたインフレ抑制の状況を示したのが第6図である。アンカー政策の継続自体が政府のインフレ抑制へのコミットメントを示し、高利子政策は需要抑制を通じて非貿易財の価格抑制に用いられていた。

しかし、ここで注意すべきは、アンカー政策と高利子政策の継続は、いくつかの制約条件のもとで可能となっていた点である。為替レートの固定化は、完全にゼロ・インフレを実現しない限り必然的に為替レートの過大評価をもたらす。総合物価指数でみると、1994年8月を100とすると96年末の時点で135前後であった。第1表は代表的な貿易財と非貿易財を取り上げ、それぞれの価格の推移を見たものであるが、貿易財価格が安定化政策の実施とともにほぼ瞬時にして1桁台までインフレ率が低下したのに対し、非貿易財価格は高いインフレ率を維持していたことが理解できる。もちろん、時間とともに非貿易財価

格図 6 インフレ抑制政策の現状と問題



出所：筆者作成

のインフレ率もかなりの程度に低下してきており，貿易財と非貿易財の相対価格の調整プロセスが始まっていると考えるべきであるが，この間に累積で 35% 程度の価格上昇があったことは否定できない。

一方，為替レートは 1996 年末には 1 ドル＝1.039 レアルであり，ほとんど変化していないことから，この期間に 30% 近い過大評価となっていたと考えるべきである³。この為替レートの過大評価は，輸出財部門に競争力改善の圧力をもたらし，現実にもリストラや生産性改善の誘因となっていたが，30% の過大評

³ Cardoso and Helwege [2000] は 1994 年～98 年に 31% の過大評価となったとしている。

価を相殺するに十分ではなかった。

表1 貿易財・非貿易財の相対価格の推移

	貿易財			非貿易財		
	家電製品	衣料	自動車	家賃	保健医療	教育
指数						
1994年8月	100	100	100	100	100	100
1994年12月	102.1	101.6	99.9	144.2	106.3	100.7
1995年12月	102.6	109.2	109.3	251.9	151.1	147.6
1996年12月	101.9	105.7	107.5	297.4	193.3	188.6
1997年12月	93.7	102.8	111.4	323.0	211.1	209.8
インフレ率(%)						
94年8月～12月	2.1	1.6	-0.01	44.2	6.3	0.7
95年	0.5	7.5	9.4	74.7	42.1	46.6
96年	-0.7	-3.2	-1.6	18.1	27.9	27.8
97年	-8.0	-2.7	3.6	8.6	9.2	11.2

注：ただし、貿易財は卸売り物価指数、非貿易財は消費者物価指数である。

出所：FGV, *Conjuntura Econômica*, Maio 1996, Maio 1997, Maio 1998: Índices Econômicos に掲載の指数：家電製品(39), 衣料(63), 自動車(43), 家賃(2A), 保健・医療(4A), 教育(5A)。

他方、輸入は貿易自由化ともあいまって急激に拡大し、黒字基調であった貿易収支は1995年以降赤字となった。94年は105億ドルの黒字であったが、95年に34億ドル、96年には56億ドル、97年に97億ドルの赤字となった。

こうした対外収支の赤字をファイナンスしたのが、海外資金流入である。いうまでもなく、高利子政策が内外利子率格差を作りだし、海外資金を誘因する重要な役割を担っていた。1993年に101億ドル、94年に143億ドルであった資本収支の黒字は、95年の298億ドル、96年の324億ドル、97年の256億ドルと急増した。したがって、十分な額の海外資金の流入が、為替レートの切り下げを伴わない貿易収支赤字の継続を可能とし、為替レート・アンカー政策を支えた重要な条件となっていたのである。また、別の観点から見れば、こうした資金を供給していた当時の国際金融情勢がブラジルのインフレ抑制を可能とし

ていたと解釈できる。

しかし、旺盛な海外資金流入はいくつかの問題点を持っていた。まず、海外資金流入が貨幣供給の拡大要因となったことである。不胎化政策をとらなければ巨額の海外資金流入は貨幣供給を増大させ、インフレ圧力となる。このため、この貨幣供給のコントロールには、国債の発行による流動性の吸収が必要となる。こうした国債の市場操作の結果、ブラジルでは 1995 年、96 年と国債残高が急激に累積し、対 GDP 比は 94 年の 11.2%、95 年の 15.3%、96 年の 21.8%、97 年の 28.6%と急増を続けた。90 年にコロール政権が金融資産の封鎖を強行し、実質的に国債の一方的清算をおこなった時点の国債残高が 11%であったことを考慮すると、極めて高い水準にまで累積したことを示している。

さらに問題を複雑としていたのは、高利子率政策が国債の利払い負担を高め、財政赤字の拡大圧力となった点である。「レアル計画」以降、利子率は低下傾向にあったが、インフレ率自体も低下傾向にあったため、実質利子率は依然として極めて高率が維持された。このため、国債利払い負担が国庫支出に占める割合を増加させ、財政赤字の大きな要因となった。利払い負担の GDP 比は、1991 年に 1.5%であったのに対し、95 年には 5.2%にまで上昇した。その後低下を見せたものの、98 年には 7.5%に達している。国債の利払いなどの返済を手当てするのは基本的に財政黒字であるが、プライマリー・ベースでの黒字は不十分であり、オペレーショナル・ベースでの財政赤字は 95 年に 4.9%、96 年に 3.8%、98 年には 7.5%となっている。結局、高利子政策のもと、国債の利払い負担が増加し、それを国債の更なる発行でまかなっている状態であった。このため、いっそうの財政の健全化が不可欠であったことはいうまでもない。

さらに、海外資金流入に関して考慮すべき問題は、債務危機当時の資金流入が主として民間銀行からの借款であったのに対し、1990 年代は証券投資（政府債券、株式など）と直接投資による資金流入が主体となっていたという大きな相違点である。直接投資の拡大は、ブラジルにとって歓迎すべきで、民営化へ

の株式投資や地域統合をにらんだ企業進出が、債務危機の時代とは異なるダイナミズムを経済に与えていたことは疑うべくもない。しかし、証券投資は、為替レートの変動、利子率の変動などの様々なリスクや、政治的要因に極めて敏感である点に注意しなければならない。以下の章で議論されるように、ブラジルでは、「レアル計画」以後のインフレ終息によって銀行自体の財務体質が大きく変動し、貸付先企業の経営状況が悪化し不良債権化することなど、金融システムが著しく不安定化した。こうした状況では、証券投資は利回りやリスクの変動に極めて敏感で、瞬時にして大量の資金移動が発生し通貨危機に直面するといったリスクに直面していた。証券投資は銀行貸し付けと異なり、債務者とリスケなどの交渉の余地は存在しないことに注意が必要である。ちなみに、94年に投資として流入した海外資金 273 億ドルのうち、79%がポートフォリオ投資、8.2%が直接投資であり、95年の 280 億ドルについてはそれぞれ 80.5%、11.7%、96年の 352 億ドルについては 70.2%と 27.3%であった。こうした状況は、ブラジルも 97年のアジア危機に端を発する通貨危機の波に晒され、いくらか大量の資本が流出するなど危機に直面することになった背景として重要である⁴。

以上より、「レアル計画」以後 1999 年 1 月までのインフレ抑制政策は、為替レートの固定化と高利子率政策が基本であったが、その反面で貿易赤字と財政赤字が拡大し、これを海外資金流入と国債発行でしのいでいたと要約できる。しかし、海外資金流入と国債累積に過度に依存することは通貨危機への条件を作り出すという意味で大きなリスクを背負うことになり、以下の第 4 章で議論されるように、為替レートの過大評価が持続する中でレアルに対する信任が崩れ、ついには 99 年 1 月に通貨危機が生じることになったのである。

⁴ ただし、ブラジルでは、1995年に生じた金融不安に対し、とくに銀行セクターの健全化政策を果敢に実施していたために、少なくとも 99年のブラジルの通貨危機が生じるまで、アジア諸国やロシアの通貨危機のコンテージョンを受けずに済んだといえ

5. おわりに

「レアル計画」の実施によって、ブラジルのインフレ率は急速に低下した。

「レアル計画」は 1986 年以來のいくつかの安定化政策の中で、もっとも長期間にわたり低いインフレ率を持続した点で評価すべきである。しかし、理論分析で見たように、為替レートをアンカーとする政策は、為替レート予想のあり方に大きく影響され、長期的な有効性は必ずしも保証されない。厳密な実証研究を経なければ、現実にはどのような為替レート予想が形成されているか不明であるが、これまでのブラジルの経験から判断すれば、為替レートの過大評価が深刻となれば、より過大評価自体を重視した為替レート予想が採用される可能性が高くなるであろう。為替レート予想の第 2 のケースの分析で議論したように、過大評価にもとづいて調整される為替レート予想形成となれば、そもそも理論的にはアンカー政策に基づく安定化政策の長期的持続は困難である。

ところで、モデルに従えば、当初からアンカー政策が完全に信用され、総需要が完全にコントロールされ、インデクゼーションが完全に廃止されない限り、国内インフレ率は世界インフレ率を上回り為替レートの過大評価は不可避である。したがって、できるだけこれらの条件を満たし、過大評価を深刻化させないことが、モデルの政策的インプリケーションとなる。この意味で総需要管理がもっとも重要であった。しかし、総需要管理に対しては、もっぱら高金利政策が当てられて来た。高金利政策の背景には、資本流入を確保し、為替レートの固定化を維持するために必要な外貨準備を確保するという理由が存在した。しかし、外資流入によって通貨供給量が急激に拡大する状況で高金利政策を続けるには、市中の資金を公債の発行で吸収せざるを得ず、政府債務が急激に累

る。詳しくは以下の第 4 章、第 6 章で議論される。

積していた。この政府債務の急激な拡大が、過大評価、貿易不均衡とならび、ブラジルへのクレディビリティを低下させ、90年代末の通貨危機の遠因となったのである。

いうまでもなく、政府債務の拡大を抑えるには基本的に財政の健全化が必要である。しかし、財政の健全化は困難であった（Sachs and Zini [1996]）。何故なら、重要な財政改革には憲法改正を前提としたものが多かったからである。例えば、中央政府から地方政府への移転支出・交付金の是正、公務員身分安定制度などや社会保障制度の見直し、年金需給資格の改正などである。議会では、左翼政党やナショナリズムに傾く政党の抵抗が強く、憲法改正は困難であった。

さらに、過大評価に対しては、それを相殺する国際競争力の改善が不可避であった。しかし、1990年以來の貿易自由化などを背景として生産性の上昇や経営効率の改善傾向が見られるものの、依然として「ブラジル・コスト」と呼ばれる非効率性が蔓延しており、国際競争力を改善するには長い時間を必要とする。問題は、為替レート・アンカー政策の実施によって人々のインフレ期待を静めている間に、財政の健全化、国際競争力の改善が実現しなければ、いずれアンカー政策への信頼が崩れ、アンカー政策を放棄せざるを得ない状況となることである。後述されるように、ブラジルの場合、99年1月に通貨危機を迎え、変動相場制への転換を余儀なくされたが、ある意味で通貨危機はブラジルのアンカー政策に基づくマクロ経済における強制的な調整であった。

第4章 ブラジルの通貨危機

1. はじめに

ブラジルでは1994年7月から「レアル計画」を実施し、実質的に為替レートをドル・ペッグする為替アンカー政策を採用することによって、それまでの高インフレを急速に沈静化した。また、90年代のブラジルは、それまでの政府主導の開発政策から市場メカニズムに立脚する政策へと劇的に転向し、輸入自由化、民営化、規制緩和など経済自由化を積極的に推し進めてきた。このため、経済成長は著しく回復し、おりしも「エマージング・マーケット」として脚光を浴び、ポートフォリオ投資、直接投資などの形態で多額の資金が流入していた。しかし、為替アンカー政策に依拠するインフレ抑制政策は、為替レートの過大評価を必然的に生じさせることから、94年以降の経常収支赤字は拡大傾向となり、それを流入する海外資金でファイナンスするという構造を強めることとなった。

しかし、よく知られているように、固定相場制、金融政策の独立性、対外資本自由化を同時に維持することは困難であり、ブラジルもドル・ペッグ制を採用している諸国を標的とする通貨アタックから免れることはできず、アジアの通貨危機直後の1997年10月～11月と、ロシア経済が破綻した直後の97年8月～10月にかけて激しい通貨アタックに見舞われ、多額の資金が流出するなど、経済は大きく動揺した。こうした経緯のなかで通貨危機を回避するために、98年末にはIMFを中心とする415億ドルに達する緊急融資を受けることとなったが、99年に入って再び資本流出が急増し、結局は「レアル計画」による為替アンカー政策を放棄し、変動相場制への移行を余儀なくされた。このため、通貨

危機がもたらすブラジル経済への深刻な景気後退やインフレの再燃、さらには近隣のラテンアメリカ諸国への contagion が危惧される事態となった。

ところで通貨危機を説明する主要理論として、ファンダメンタルズを重視する立場と投機主体の期待の変化を重視する立場（自己実現的アプローチ）があるが、ブラジルの通貨危機の発生はどのように説明すべきなのであろうか。本章はブラジルの通貨危機の発生メカニズムを明らかにすることを目的とするが、まず、第2節で通貨アタックの理論分析の簡単なサーベイをおこない、ついで第3節でブラジルにおける通貨アタックの現実認識をおこなう。第4節では以上に基づきブラジルの通貨アタックの理論的解釈を提示する。本章の結論は、ブラジルの通貨危機の発生には、ファンダメンタルズにおける要因と投資家の予想変化の両者が不可欠であったとするものである。

2. 理論モデル⁵

2.1 第1世代モデル

固定相場制を採用している諸国で国際収支危機が発生することはかなり以前から観察されているが、こうした現象をフォーマルに分析する理論モデルが構築されたのは比較的最近のことである。

Krugman [1979] は、外貨準備を使って為替レート（実質もしくは名目）の安定を維持しようとする政府の試みが、結局は民間主体（投資家）による投機的アタックをもたらすことを示している⁶。クルーグマンは小国の単純なモデルを用い、民間の行動が政府の非整合的な行動（為替の安定という目的と両立しない財政政策）を織り込んだ合理的な行動であることを明らかにしている。

⁵ 通貨危機に関するサーベイ論文としては、Flood and Marion [1998]、伊藤 [1999] が便利である。

⁶ Krugman [1979] と並び為替危機の先駆的研究としてしばしば引用されるのは、Flood

国内の貨幣市場の均衡は、次式で与えられる。

$$(1) \quad M/P = \exp(-a i)$$

ここで、 M は貨幣供給、 P は国内物価水準、 i は国内利子率である。貨幣供給は、国内の通貨当局の裁量下にあり、国内信用 D と外貨準備 R の合計として与えられる。

$$(2) \quad M = D + R$$

価格、利子率とも国際的裁定条件に従うとする。価格水準は購買力平価の原則で決定され、

$$(3) \quad P = EP^*$$

ここで、 E は名目為替レート（国内通貨建）、 P^* は外国の価格水準である。利子率はカバー無し利子裁定式より与えられる。

$$(4) \quad i = i^* + \hat{E}$$

i^* は外国の利子率、 $\hat{E}$ は予想名目為替レートの変化率であり、完全予見を仮定する。

ここで固定為替レートを仮定すると、 $E = \bar{E}$ より、 $\hat{E} = 0$ 、 $i = i^*$ となる。以上の(1)式～(4)式から若干の計算によって以下の式が求まる。

$$(5) \quad d + r - \bar{e} - p^* = -a i^*$$

以下、小文字は利子率 i^* を除き、対数表示である。所与の国際利子率と国際価格ならびに為替レートを考慮すると、国内信用が一定比率 m で拡大するならば対外準備は m の率で減少しなければならない。こうした条件のもとで、外貨準備はいずれ枯渇することになる。

図 1 は、固定相場制下 ($E = \bar{E}$) での貨幣供給、外貨準備、為替レートの動きを示している。時間とともに外貨準備が減少していけば、 t 時点で枯渇し、固定為替相場は放棄される。この時点以後は、為替レートは貨幣供給の増加率 m

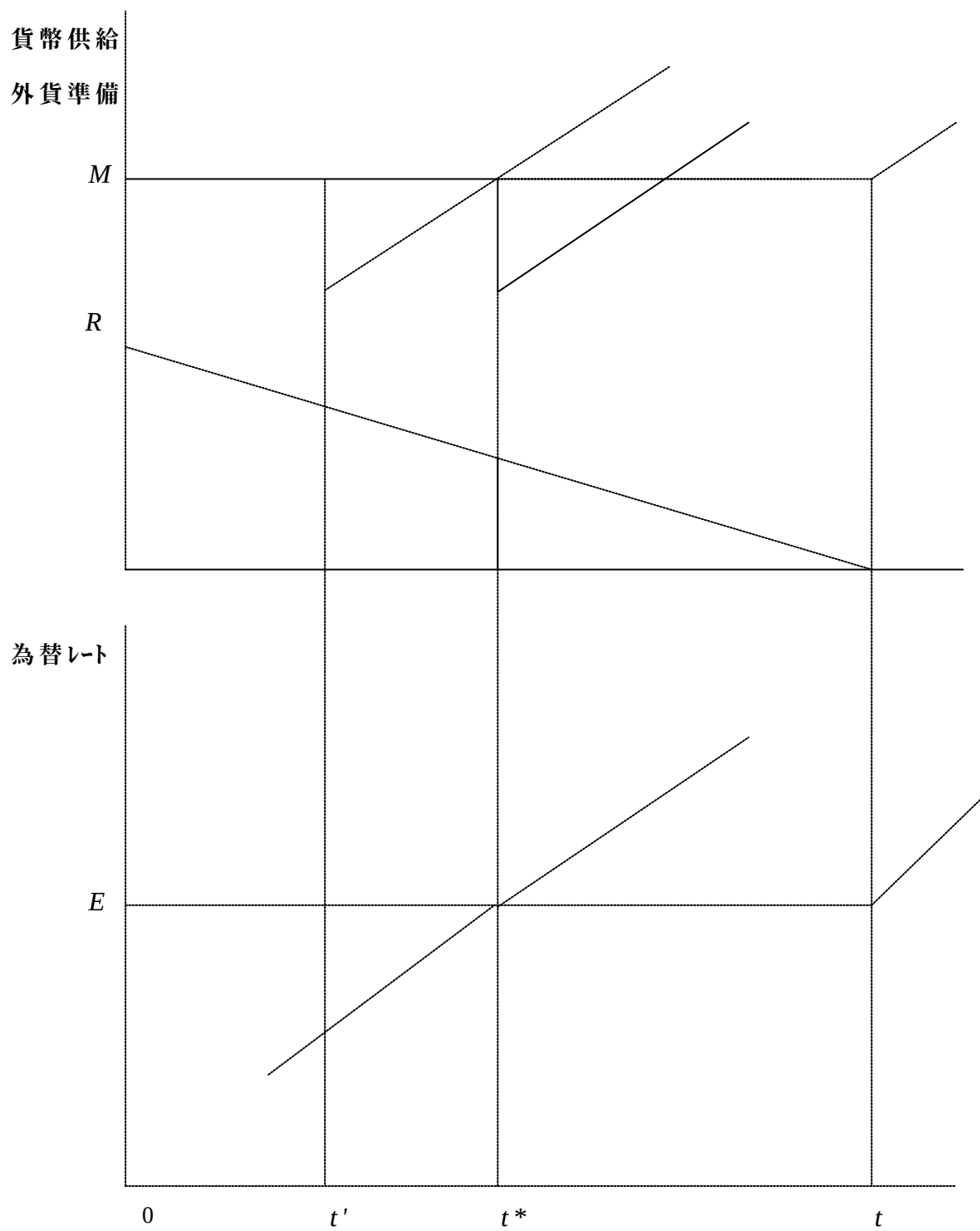
and Garber [1984] である。

と同率で切り下がることになる。しかし、 t 時点以前、例えば t^* の時点で、投機的に外貨を購入することで利益を得る可能性が存在する。なぜなら、 t^* 時点で投機によって外貨がゼロとなれば、政府は固定相場の放棄に追い込まれるからである。他方、外貨準備へのアタックは t^* 以前の時点、例えば t' の時点では生じない。このケースでは、投機アタックによる貨幣供給の減少が大きく、為替レートが変動可能となったとしても国内通貨の増価が生じ、外貨を購入しようとした人々に投機の損失を与えるからである⁷。したがって、通貨アタックは正確に t^* 時点で生じ、外貨準備の枯渇によって固定為替相場制は放棄される。投機がちょうど利益も損失も生じなくなるまで行われるため、 t^* 時点での変動相場の均衡レートは、ちょうど固定為替制のときのレート ($E = E^*$) と等しくなる。このとき、 t^* 時点で貨幣供給は投機のアタックと同額だけ減少し、貨幣需要は為替切り下げ予想から生じる利子率の上昇によって低下し、貨幣市場の均衡が保証されている。以後、貨幣供給は国内信用と同率で拡大する。(1)式から(5)式より若干の計算によって、外貨準備へのアタックの時点 t^* を正確に決定することができる。その時点は、初期の外貨準備が大きいほど、国内信用の成長率が小さいほど、遅くなる⁸。

⁷ 仮定より、通貨当局は為替増価を防ぐために貨幣供給を増やすことはできない。

⁸ 固定為替レート崩壊の正確なタイミングの決定は、モデルを線形化した Flood and Marion [1998] に見られる。

図 1



出所: Kenen [1996]

クルーグマンのモデルは、長期間にわたり財政赤字が維持される（上のケースでは貨幣の発行によってファイナンスされる）ことによって固定為替相場が崩壊することを明確にしたものであり、財政・金融政策などのファンダメンタルズの悪化がその基本的な要因であることに着目していること、また外貨準備が枯渇する以前に投機アタックが生じることを説明している点で極めて興味深いものである。なお、この結論は、とりわけ、不胎化の可能性を考慮した Flood, Garber and Kramer [1996] や、政府が市場から資金を調達するケースを扱った Buiter [1987] などで拡張されている⁹。

2.2 第2世代モデル

第1世代のモデルは唯一の均衡解を持ち、民間主体の行動（貨幣需要）と政府行動（民間信用の拡大）に線形の仮定をおき、完全予見を仮定すれば外貨準備へのアタックの正確なタイミングを決定する。

第2世代のモデルは、基本的に非線形の政府行動を前提し、複数均衡の可能性を扱っている。政府行動に非線形性が生じる理由として、政府が民間主体の行動の変更（例えばマーケットにおける期待の変化）に対して反応する場合や、経済政策目標に非整合性（例えば為替レートの安定と雇用水準）が存在する場合、政策の実施においていわゆる dynamic inconsistency が存在する場合などがある。第1のケースでは、民間主体による外貨準備アタックへの協調的行動によって為替切り下げの方向に政府行動が変化させられるという意味で、為替危機が「自己実現的 (self-fulfilling)」となり得る。この自己実現的な為替危機は、第1世代モデルでは持続不能な経済政策の結果として為替危機が生じると考え

⁹ Talvi [1997] は、1990年代のラテンアメリカ諸国において採用された様々な通貨の安定化計画で見られたような、財政赤字がないケースや外貨準備の枯渇がないケースで為替危機が発生するモデルを示している。もちろん、このモデルでは、財政赤字が存在すれば、必然的に通貨危機が発生し、為替相場の崩壊は時間の問題となることを示している。

られたのと対照的に、経済政策の整合性とは独立に生じ得るとする点で重要である。

Obstfeld [1996]¹⁰は、政府と民間2人のプレーヤーで構成される単純なゲームの枠組みで、複数均衡と自己実現的な危機の可能性を示している。それぞれの民間主体は国内通貨を n 単位保有し、政府は為替レート安定化のために売却できる R 単位の外貨を保有しているとする。こうした情報は共通の認識であり、民間主体は効果的な投機的アタックが国内通貨の切り下げをもたらし得ることを知っている。プレーヤーは自国通貨を保有し続けるか、それを売却して外貨を購入するかを選択をおこなう。自国通貨を保有する場合には、利得（ペイオフ）はゼロであり、外貨を購入する場合には取引額とは関係無く1単位の取引費用がかかるとする。ここで、固定相場が放棄されると為替減価が生じ為替差益が発生するとする。逆に、外貨購入後も固定相場が維持されると、取引費用分の損失となる。2人のプレーヤーが購入する外貨の合計が、外貨準備を下回る時には固定相場が維持されるが、上回る時には放棄されるとする。以下では、初期の外貨準備の水準に3つの異なるケースを想定し、1回限りのゲームの利得を考える。それぞれ図2の各セル内の左の数字が第1のプレーヤー、右の数字が第2のプレーヤーの利得である。

図2Aで示される第1のケースは、外貨準備が十分に積まれている場合である ($R > 2n$)。このケースでは、政府が保有する外貨の水準が為替レートを防衛するのに必要な額を上回っており、民間は投機アタックから利益を得ることはできない。したがって、唯一、ナッシュ均衡解が存在するのは（保有、保有）のセルで、2人のプレーヤーとも国内通貨を保有し、為替レートは維持される。

¹⁰ Obstfeld [1986] は、Diamond and Dybvig [1983] に典型的にみられる銀行の取り付けモデルの発想から、政府の行動に関する民間主体の自己実現的な期待から触発される為替危機のモデルを提示したが、それ以後、一連の自己実現的モデルが発表されている。例えば、Obstfeld [1995]、Sachs, Tornell and Velasco [1996a] が代表的である。

図 2B の状況は、外貨準備の額が十分に低いケース ($R \leq n$) である。このケースでは、それぞれのプレイヤーは単独で投機アタックに成功することができる。明らかに、利得は政府が保有する外貨の水準と、民間が保有する国内通貨の水準の大きさに依存する。オブストフェルドの例より、 $R=n=6$ であり、外貨準備が枯渇した後に政府が為替レートを 50% 切り下げるケースでは、(1 人の) 民間が保有する全ての国内通貨を売却するとすると、国内通貨ではかつて 2 単位の投機利益を得ることができる。ただし、相手を出し抜いて投機しようとしても、相手に瞬時の追従を許すため、ここでのゲームにおいてはこうした可能性は排除されている。2 人のプレイヤーが国内通貨を売却するケースでは、例えばそれぞれが 3 単位の外貨を購入するとすれば、1/2 単位の利益を得ることができる。したがって、唯一の均衡解は (売却, 売却) のセルで、両者とも自国通貨を売却する投機アタックが生じ、為替レートは切り下げられる¹¹。

図 2C に示される最後のケースは、外貨準備の水準が中間的な場合 ($2n > R > n$) である。民間は単独では投機アタックに成功しないが、両者が協調してアタックをかければ為替レートは切り下がる。 $R=10$ の場合、ただ 1 人のプレイヤーが投機をしかけるのであれば投機に失敗し、取引費用分の損失を被る。もし両者がともに投機をしかけ、それぞれ 5 単位ずつ売却するとすれば、それぞれ 3/2 単位の利益を得るため、通貨アタックのインセンティブが生じる。したがって、こうした調整ゲームにおいては 2 つのナッシュ解が存在し、(保有, 保有) か (売却, 売却) かで示され、(売却, 売却) のケースで為替危機が生じる。自己実現的な性格は、アタックがあれば為替相場が崩壊し、アタックがなければ維持されるということから生じる。

¹¹ オブストフェルド自身が認めているように、外貨準備の水準がマネタリー・ベースの額を上回っているとしても、固定為替レートの持続性を保証するものではない。Obstfeld [1995] と Sachs, Tornell and Velasco [1996b] は、公的債務残高が投機アタックの触発にとって重要な役割を果たす複数均衡のモデルを示している。

図 2

図 2A – 潤沢な外貨準備のケース

		プレイヤー 2	
		保有	売却
プレイヤー 1	保有	0, 0	0, -1
	売却	-1, 0	-1, -1

図 2B – 少ない外貨準備のケース

		プレイヤー 2	
		保有	売却
プレイヤー 1	保有	0, 0	0, 2
	売却	2, 0	1/2, 1/2

図 2C – 中間的ケース

		プレイヤー 2	
		保有	売却
プレイヤー 1	保有	0, 0	0, -1
	売却	-1, 0	3/2, 3/2

出所：Obstfeld [1996]

したがってこの3番目の状況では、投機アタック発生の1つの可能性が示され、民間主体が協調的な行動をとることによって投機アタックが現実のものとなる。多数の民間主体の「協調」メカニズムに関する特定化いかんによって、様々な第2世代モデルが存在する。ただし、このモデルでは完全予見のクルーグマン・モデルと異なりアタックのタイミングを特定化できない。どちらの解が成立するかは、プレイヤーの期待に依存し、通貨アタックが生じるか、生じないかは、ランダムなできごとに影響される。したがって、オブストフェルド・モデルにおいては、通貨アタックがファンダメンタルズとは無関係に発生することが説明可能である。しかし、図2の事例からも明らかなように、初期の外貨準備が多額であればあるほど通貨アタックの可能性が低くなることを示唆している。したがって、ファンダメンタルズが投資家の期待形成や協調行動に影響する可能性も重要な視点となることを示唆している。

Obstfeld [1995, 1997] や Sachs, Tornell and Velasco [1996a, 1996b] は、暗黙的にコーディネーションの問題を扱っている。他のモデルでは完全情報の仮定を外し、群集行動 (herding behavior) の可能性を議論している。こうしたモデルでは、主体は自らの決定をおこなわず、他の主体の決定に従う。群集行動仮説の一つのモデルは、Devenow and Welch [1996] に見られる。こうしたモデルでは、自己実現的な為替アタックが生じるかどうかは経済などの特定の状態に依存 (state-dependent) する。為替レートの安定性に加え、政府は他の政策目標 (経済活動水準、銀行システムの健全性、公的債務の管理、最適外貨水準など) に直面しており、こうした目標を達成するためにときには固定相場の放棄が要求される。為替制度を維持するためのコスト (他の経済政策目標の達成を犠牲にするコスト) が非常に高くなったと見なされるとき、投機アタックは十分に成功しやすい。なぜなら、為替レートの切り下げが政府にとっては望ましいと見なされるからである。民間がこうしたコストを十分に評価できると想定すれば、民間が協調的な行動をとると考えることができる。

Sachs, Tornell and Velasco [1996a] は、為替レートの切り下げ期待形成に影響するファンダメンタルズとして、外貨準備に加え銀行システムの状況を考慮している。銀行システムが不良債権の累積などによって脆弱化しているケースでは、通貨当局は為替平価を防御するために高利子率を維持することは困難である。高利子率が（景気停滞と返済負担の深刻化を通じて）いっそう銀行システムを不安定化させるからであり、このため高利子政策より為替切り下げが選好される。したがって、外貨準備、金融システムの健全性などのファンダメンタルズの状態が切り下げ期待に影響し、現実の切り下げ期待が国内利子率、世界利子率の水準によって設定される期待切り下げ率の限界を超える場合には外貨準備へのアタックが生じ、為替相場の放棄をもたらす¹²。以上のファンダメンタルズが人々の切り下げ期待に影響するケースでは、2つの均衡が可能である。①（投機なし、切り下げなし）、②（投機あり、切り下げあり）、である。2番目の均衡は、民間の投資家の切り下げ期待の結果として切り下げが発生する自己実現的な為替危機を表現している。

2.3 2つのモデルの総合化

実際、Flood and Marion [1998, p.31] が強調しているように、第2世代モデルの最大の貢献は、期待の変化を通じ、為替制度が経済状態などの変化に依存する（state-dependent）ことを明確にしたことである。経済状態とは、対外的なできごと（世界利子率の上昇、他国の為替切り下げ、一次産品価格の低下など）か、国内でのできごと（外貨水準の変化、財政赤字・公的債務の悪化、金融システムの不健全化、政治的状況など）に対応する¹³。

¹² リスクに対して中立的な投資家を想定すると、限界値 θ は、 $q = (r - r^*) / (1 + r)$ で与えられる。ここで、 r は国内利子率、 r^* は世界利子率である。換言すると、期待切り下げ率が内外利子率格差より小さい時には、投資家は国内通貨表示の証券を保有することになる。

¹³ 対外的な要因の変化によって引き起こされる経済状況の変化と、それが均衡為替

第 1 世代モデルでは経済状態は確定的であり、政府財政への制約を無視した政策が実施されること（悪いファンダメンタルズ）が為替危機の原因であり、為替危機の発生は単に時間の問題であった。第 2 世代モデルは、経済状態に関する民間の期待の変化によって発生する自己実現的な為替危機を描写しており、必ずしも悪いファンダメンタルズを必要としない。

しかし、民間は経済の状況を観察しながら為替制度の変更の可能性に関して期待を形成する。これに対し、政府は経済状態と民間の期待を考慮して、為替制度を維持するか放棄するかの決定を行う。したがって、悪いファンダメンタルズはいずれ投機アタックの原因となるが、良いファンダメンタルズは投機アタックを困難とする。しかしながら、ファンダメンタルズが良好か不良かの判断は民間の期待形成のなかでなされ、それは為替切り下げをもたらす投機アタックを誘発することもある。そうでないこともある。

したがって、第 2 世代モデルに国内経済のファンダメンタルズを反映する状態変数を導入することは、第 1 世代モデルと整合性を保つ有効なモデルとなり、金融もしくは財政政策の誤りの結果である為替政策の失敗を対外ショックやアド・ホックな民間期待の変化などのせいにする必要はなくなる。

以上の点に関し、Sachs, Tornell and Velasco [1996b] は政府債務の存在が為替アタックに影響する次のようなモデルを提示している。政府は以下で定義される損失関数

$$(6) \quad L = 0.5(ap_t^2 + x_t^2), \quad a > 0$$

を、経済状態を表す予算制約のもとで最小化するとする。

$$(7) \quad rB_t = x_t + q(p_t - p_t^e)$$

ここで、 π_t は為替切り下げ率、 x_t は政策変数としての政府収入、 r は国際利子率、 B_t は過去より受け継いだ政府純債務、 π_t^e は期待切り下げ率である。

レートに与える効果を分析したものは Masson [1998] を参照。

購買力平価の仮定のもとでは、インフレ率と名目切り下げ率が一致するので、(7)式右辺第2項はインフレ税として解釈可能である。政府が π_t^e を所与として損失関数を最小化する政府収入と為替レートは、以下で与えられる。

$$(8) \quad x_t = l(rB_t + qp_t^e)$$

$$qp_t^e = (1-l)(rB_t + qp_t^e)$$

$$\text{ただし, } l \equiv a/(a+q^2)$$

このとき、切り下げたときの政府の損失は、以下の式で与えられる。

$$(9) \quad L^d(B_t) = 0.5l(rB_t + qp_t^e)^2$$

いま、ここで民間主体の完全予見の仮定を追加すると、 $\pi_t^e = \pi_t$ より

$$(10) \quad qp_t^e = \{(1-l)/l\}rB_t$$

を得る。政府が固定為替相場を事前にコミットするとすると、 $\pi_t = 0$ より、

$$(11) \quad x_t = rB_t + qp_t^e$$

$$(12) \quad L^f(B_t) = 0.5(rB_t + qp_t^e)^2$$

を得る。 $L^f(B_t)$ は固定相場制下の政府の損失である。いま、為替切り下げが政府に固定的なコスト $c > 0$ ¹⁴をもたらすとし、切り下げ期待 π_t^e のもとで、政府は以下の条件にあれば切り下げを行う。

$$L^d(B_t, p_t^e) + c < L^f(B_t, p_t^e)$$

これは、以下の条件と同じである。

$$(13) \quad rB_t + qp_t^e > k$$

$$\text{ここで } k = (1-l)^{-0.5}(2c)^{0.5} > 0$$

民間が為替切り下げはないと予想する場合 ($\pi_t^e = 0$)、民間の行動は $rB_t \leq k$ のときのみ合理的である。もし、 $rB_t > k$ であれば、政府は民間の期待とは関係なく切り下げを選択するはずである。換言すれば、 $rB_t \leq k$ 、すなわち、政府債務の額で評価した政府の経済状態が良好であれば、為替レートの維持が実

¹⁴ ここで考慮されているコストとは、プライドを失うコスト、有権者の離反、公務員の失職などである。Sachs, Tornell and Velasco [1996a, p.270] 参照。

現可能であるばかりでなく、民間によっても予見され、投機アタックが成功する条件とはならない。

もし、民間が為替の切り下げを予想するなら、(10)式 $qp_t^e = \{(1-l)/l\}rB_t$ より、 $rB_t > lk$ のときのみ切り下げが生じる。逆の条件、 $rB_t \leq lk$ が成立しているときには、民間の期待とは関係なく政府は切り下げない。このケースもまた、経済状態が良好で投機アタックを成功させない状況を表現している。

結局、もし $rB_t \leq lk$ (良好な経済状態) であれば、切り下げ無しが唯一の均衡となり、もし $rB_t > lk$ (不良な経済状態) であれば切り下げが唯一の均衡となる。中間的な状態、 $lk < rB_t \leq k$ であれば、為替切り下げに関する民間の期待に依存し、2つの均衡が可能である(切り下げ無しか、切り下げ有り)。政府は、民間が為替の切り下げを予想しないときには切り下げをしないが、民間が切り下げを予想するなら政府にとって切り下げが有利となる。こうした中間的なケース($lk < rB_t \leq k$)で複数均衡の可能性が存在するのは、政府は為替レート維持のための有効な事前のコミットメント・メカニズムを持たないからであり、ひとたび切り下げ期待が支配的となれば、事後的には事前の約束を反故にしなければならないからである。

上のモデルは、為替制度に関する政府の約束が遵守されるかどうかを期待を通じて経済状態などの状況変化に従属させるという第2世代モデルの精神を有しており、複数均衡と自己実現的な危機の可能性を許している。さらに、経済状態をファンダメンタルズ(ここでは公的債務残高の大きさ)と結び付けることによって、持続的な為替安定化の維持にとって整合的な経済政策が重要であることを明確にしている。また、多少の拡張によって、モデルは状態変数としての経常収支赤字もしくは外貨準備水準が果たす役割を叙述することができる。反対に、モデルのダイナミックスを理解するのに基本的に重要である期待形成のプロセスについては明示的に取り扱っていない。こうした問題は、為替危機に関する今後の研究課題である。

3. ブラジルへの通貨アタックの推移と対応

3.1 通貨アタック直後の状況

ブラジルは、1994 年末のメキシコのペソ危機以降、何度か為替アタックに見舞われてきたが、98 年から 99 年にかけてのアタックは最も深刻であった。97 年のアジア危機の際には約 100 億ドルの資本逃避があったとされるが、98 年は 8 月から 9 月にかけて一挙に約 250 億ドルの純流出となった。資本流出の形態は、外国人投資家による株式、国債、*renda fixa* と呼ばれる確定利率付きファンドなどの売却、民間企業・民間銀行の海外借入の返済、外国で起債した社債などの買い戻し、多国籍企業の利益送金などであり、短期的性格の強いものである（付表 1 参照）。これにともない、サンパウロの株価指数（*Bovespa*）は、7 月の 11,000 台から 9 月には 5,000 台にまで暴落した。

外貨準備は 1998 年 4 月に 747 億ドルを記録した後、通貨アタックを受けた 8 月から急激に低下し、8 月、9 月にはそれぞれ 633 億ドル、458 億ドルとなった。以後、その低下のスピードは弱まったものの、99 年 1 月に再び激しい資本逃避が起こり、1 月末には 270 億ドル前後にまで低下した。

ブラジル政府は、こうした通貨アタックに対する緊急対策として 1998 年 9 月 8 日に 98 年度支出を 40 億ドル削減する緊縮財政政策を発表し、10 日には基準金利を年率で 49.75% に引き上げている。ただし、このような異常に高い金利は、資本流出に歯止めをかけることを目的とするものであるが、深刻な景気停滞と、巨額に累積した国債の支払い負担をいっそう増加させるという問題がある。このため、抜本的な財政緊縮化が不可避であったが、10 月初めに大統領選挙と州知事選挙などの総選挙を控えており、ようやくにして政府は選挙後の 10 月 28 日に今後 3 年間の大規模な財政安定化計画を発表することとなった。計画は多岐に渡り、政府支出削減から、年金制度改革・行政改革・財政安定化基金な

どの分野での構造改革，公務員年金負担の引上げ，小切手税（CPMF）の導入，社会保障税（COFINS），裁判供託金などの引上げによる増税，などである。99年度についてみれば，GDP の 3.08%に相当する財政収支の改善が目標とされ，極めて大規模な財政支出の縮小と税収の引上げを意図したものであった。

以上のような財政緊縮化は，貿易収支と財政赤字の2つの不均衡を解消し，ファンダメンタルズの改善を図り市場の信頼を回復するために不可欠であったばかりでなく，IMF から緊急融資の合意を取り付けるための前提条件でもあった。

3.2 IMF との緊急融資の合意

以上の状況のもと，9月に入ると，ブラジルがIMF に緊急支援を要請するのではないかとの観測が出てきた。しかし，そもそもブラジルはIMF との相性が悪く，1980年代の債務危機のときIMF と債務返済政策を合意したものの，結局87年にIMF と訣別し，債務不履行宣言をおこなった経緯がある。ブラジルではIMF（とその背後の米国）から拘束されることが政治的に支持されず，また，IMF との合意が条件とする緊縮政策が社会的に受け入れられないからである。

今回もIMF の救済を受け入れれば，財政の厳しい緊縮化を押し付けられる可能性が高く，また，もし救済の条件として為替切り下げが要求されれば，多額の対外債務を抱えている民間企業や銀行にとって自動的な債務返済負担増となり，ブラジルが国民に不人気なIMF の救済を求めるとは考えにくいとの観測も流れていた。

他方，ブラジルにおいては，アジア諸国の為替切り下げによる相対的な競争力の低下，一次産品価格の低迷という環境のなかで，さらに激しい通貨アタックが繰り返されれば通貨防衛が困難となり，経済危機とインフレ再燃という事態が避けられない状況に立たされていたことも事実であった。一方，先進国側においても，BIS 統計によると1998年6月段階での米国銀行のラテンアメリカ

諸国への融資残高が 641 億ドル、独・仏・英・スペインの 4 カ国で 1,200 億ドルに達するとされ、米国、ヨーロッパ諸国は IMF 救済を実現したいという事情もあったといえる。

こうして 1998 年 11 月 13 日にブラジル政府と IMF との間で緊急融資について合意が成立し、IMF、世銀などの国際機関、各国政府より緊急融資が実施されることとなった。およその合意内容は以下の通りである（付表 2 参照）。

①融資総額は総計 415 億ドルで、IMF よりブラジルの出資金の約 6 倍にあたる 180 億ドル、内 70%が SRF（補完的準備融資制度：97 年 12 月設立）、30%が伝統的システムであるスタンド・バイ・クレジットで融資される。世銀、米州開銀がそれぞれ 45 億ドルずつ融資し、さらに BIS、先進国政府などから 145 億ドルの追加援助がなされるとされる。

②上記の 415 億ドルの内、370 億ドルは合意後 12 ヶ月内に必要に応じ使用可能であり、90 億ドルは IMF によりプログラムが承認され次第即時使用可能となる。90 億ドルは、ブラジル政府の要請によりフローティング・トランシェと名付けられた新メカニズムにより、最初の 3 ヶ月のモニタリング前に使用可能であるとされている。

③ブラジル側の約束事項としては、財政のプライマリー収支（国債の利払いを除いた財政収支）を GDP 比で、99 年に 2.6%、2000 年に 2.8%、2001 年に 3%の黒字とすること、さらに財政再建計画の議会承認を実現し、マクロ安定、通貨安定、為替政策の維持、開放経済の継続が求められている。また、もっとも特筆すべき内容は為替レートを大幅に切り下げないとの条件が付けられており、為替レートのペッグによってインフレを抑制しているブラジルの特殊性を勘案したものと考えられる。

以上の緊急融資の内、1998 年 12 月 14 日には IMF より 47.9 億ドル、16 日に BIS より 41.5 億ドル、日本銀行より 3.9 億ドル、計 93.3 億ドルが引き出されている。なお、合意文書について付記すべきことは、ブラジル大蔵省が合意文章

のことを、従来のインテンション・レターという言葉ではなく、「経済政策覚え書き (memorando)」という表現を用いて公表していることである。こうした点にも、国内の政治的反発に考慮しなければならい状況が現れているといえる。ただし、IMF の文章ではインテンション・レターという従来の表現が採用されている¹⁵。

3.3 IMF 緊急融資の有効性

ところで、今回の IMF 緊急パッケージのもっとも重要な特徴は、為替レート切り下げをコンディショナリティーとして含めていないことである。従来からの IMF の経済調整策の基本メニューは、為替レート切り下げと財政緊縮政策の組み合わせであった。しかし、インフレ抑制策としてドル・ペッグに強く依存するブラジルにおいて為替レートを動かさないとすると、もっぱら財政緊縮のみに頼らなければならない。国内不均衡と対外不均衡という2つのマクロ不均衡の改善に対し、政策手段が一つ足りない状況である。為替レート切り下げが使えなければ、いっそう厳しい経済の引き締めが要求される。このため、1999 年に関して極めて厳しい景気後退が危惧されることとなった。

こうした状況に対し、保護、低金利、補助金を求める開発主義派からの要求が高まるのは必然的な結果であった。1998 年暮れには、サンパウロ工業連盟会長が統一労働者同盟を訪問、経済政策に対する抗議行動への共闘を呼びかけたが、ブラジルのこれまでの歴史のなかで前代未聞の出来事であった。

また、当然のことながら、IMF との合意がもたらす厳しい景気後退の予想は、財政安定化計画の審議に抵抗する政治勢力を強めることになる。そもそも、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、憲法改正を必要とする項目については議会で 5 分の 3 以上の賛成が必要であり、直ちに財政緊縮が開

¹⁵ ブラジル大蔵省：“Brasil-Memorando Técnico de Entendimentos”(1998 年 11 月 8 日)。

始されないという問題を抱えていた。選挙後の改選議員による審議は新政権が発足する 1999 年 1 月となるため、まずは改選前の議員によって審議されることになったが、改選前の勢力分布は連立与党が全議席の 3 分の 2 を上回っていたものの、必ずしも連立与党は一枚岩ではなく、法案によっては修正もしくは否決される可能性が高いものであった。

実際、公務員年金の改正案は 1998 年 12 月に下院で否決されてしまった。また、最も増税効果の大きい小切手税は 99 年 1 月にまで審議がずれ込むことになった。こうした法案審議の過程は、財政安定化計画が公約通り実施されるかどうかについて、海外の投資家に強い疑念を抱かせるものであり、99 年 1 月に入ってから投機アタックの 1 つの要因となったことは否定できない。

さらに 1 月 6 日には、ミナス州知事イタマル・フランコ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 日間のモラトリアムを宣言した。背景に、フランコ知事が 2002 年の大統領選挙出馬への強い意志があり、政治的スタンド・プレーという側面も見逃せないが、景気低迷による税収不足と財政緊縮政策への政治的反発という側面も否定できない。

ブラジルの州全体で中央政府に対して約 1000 億ドルの債務があり、1998 年に 24 州が中央政府と債務交渉をおこない、年利 6%（市場利子率は 20% 以上）で 30 年間にわたり返済することになっていた。ミナス州の場合、2 月 10 日に 1 億 800 万ドルの支払期限が到来することになっていた。こうしたミナス州知事の動きに対し、リオ、アクレ、アラゴアス、アマパ、マットグロッソ、リオグランデドスル各州の野党系の知事が同調する動きが見られた。しかし、現実にはミナス州知事に追従する知事はなかったものの、政府に批判的な知事たちは州の対中央政府債務について再交渉の圧力をかける事態となった。

こうした状況にあって、市場が、ミナス州知事の造反をブラジル政府に対する政治的圧力の増大と、財政緊縮化に支障を来すサインであると判断したのは当然のことであった。IMF とのコンディショナリティーが遵守できない事態

となれば、緊急融資は順調にディスバースされず、ブラジルは十分な外貨を維持できなくなる。そうすると、市場は再び通貨アタックを仕掛けるチャンスを見出すことになる。実際、1月6日のミナス知事による債務不履行宣言の後、市場の動揺が激しくなり、ついには変動相場制への移行を余儀なくされることとなった。

結局、IMFの緊急融資の合意はどのような機能を果たしたのであろうか。結果的にブラジルの通貨を防衛できなかったことは事実である。国内の政治的条件を考慮しないで、一律に経済緊縮というIMFの伝統的な処方箋を適用することが機能しないことの証左といえるかもしれない。それとも、IMFやブラジル政府は、いずれ変動相場制への移行は不可避であり、一時的な時間猶予を与えることが目的であったのかもしれない。いずれにせよ、一国の通貨危機を防衛するにあたり、IMFを中心とする緊急融資と経済調整というコンディショナリティーの組み合わせの有効性に大きな疑問符がつけられたことになり、アジア諸国での経験をも含めて、今後、新たな国際的な枠組みの構築が必要となることを示唆している。

ところで、皮肉にも、変動相場制への移行後に、それまで滞っていた財政安定化計画のいくつかの法案が議会を通過することとなった。変動相場への移行は、財政安定化計画に反対する政治勢力に対して一種のショック療法となったことは否定できない。例えば、税収効果として最も重要である小切手税法案は1月19日に上院で可決し、続いて20日には公務員社会保障負担の引上げを目指す法案が下院で可決した¹⁶。

IMFとの合意は、投機アタックの危機を阻止するのに必要な対外準備の強化（400億ドル近辺）を目指すものであるが、IMFのこれまでの慣行とは異なり、

¹⁶ 小切手税法案の下院での2回目の投票は3月18日で、この日に最終的に承認された。ただし、小切手税は6月17日より実施。連邦公務員の社会保障費支払いを引き上げる法案は1月26日の2回目の投票で可決されたが、9月末の裁判所での違憲判決

ブラジルはレアルの切り下げを要求されず、現行の固定為替制度を維持することとなった。IMF との合意は、緊急融資による対外準備の増加という効果に加え、メキシコ危機、アジア危機、ロシア危機の後、ブラジルが通貨危機の次の対象となるとの市場の期待を直接的に沈静化する役割が期待された。実際、1998 年 12 月の外貨準備の低下と 99 年 1 月初めに生じた比較的小額の為替の流出（約 1 億ドル）は、固定為替制度への不信よりも、外国企業の利潤送金、利子配当送金などのこの時期に特徴的な季節的要因によって十分に説明できる。

しかし、1 月に入り、中央銀行総裁グスタボ・フランコの更迭が市場で噂となった 1 月 12 日から再び爆発的な外貨の流出が始まり、固定為替相場の放棄となるが、結局、IMF との緊急融資の合意は市場の期待を沈静化するには十分ではなかったというべきである。しかし、IMF との合意は、変動相場となれば通貨防衛のためのドルを必要としなくなり、切り下げた瞬間から緊急融資の当初の理由が存在しなくなるが、切り下げ後のシナリオにおいては依然として重要であるかもしれない。国内経済調整が実現されるかどうかに関して、IMF との合意内容が国際投資家の信頼を維持するのに重要となるからである。

3.4 変動相場制への移行とその後の混乱

1999 年 1 月 6 日のミナス州知事のモラトリアム宣言と、中銀総裁グスタボ・フランコ解任の噂の中で市場の動揺は激しく、再び資金流出が激しくなった。外貨の純流出は 1 月 12 日だけで 12 億ドルに達した。この日の為替レートは 1 ドル = 1.2114 レアルで引け、市場が予想したように 1 ドル = 1.22 レアルの為替バンド制の上限（98 年 1 月に設定）の変更が公表された。さらに翌日には、新しい中銀総裁フランシスコ・ロペスの名前が公表されたが、問題は中銀総裁の交代が 95 年から実施されていた目標相場圏設定とミニ・バンド制に基づく為替

によって実施にはいたっていない。

政策の放棄と、さらには為替アンカー政策放棄のシグナルとなったことである。実際、13日に政府は新しい為替相場圏を1ドル=1.2~1.32レアルに改定し、ミニ・バンド制は廃止され、かつて年に1度の改定を行った目標圏の設定は3日毎の改定に変更された。

しかし、資金流出を止めることはできず、為替レートは瞬時にして目標圏の上限に達し（1日で10%の切り下げ）、純資本流出は僅か2日間で30億ドルに達した。12日から14日の間に、サンパウロ株式市場のインデックスである*Bovespa*は24%の急落、また国際市場でもっとも流動性の高いブラジルの対外債務である*C-Bond*は16%の下げとなった。このため、ついに15日にいたり中央銀行は為替介入を放棄し、事実上の変動相場制への移行となった。その日のうちにレアルは1.55を記録し、1.47で市場の取引を終えた。これを受けて、為替レートによる経済調整が可能となったとの判断によって株式市場は好感し、*Bovespa*、*C-Bond*は前日終値比でそれぞれ33%、15%の急反発となったが、結局6日から15日までにネットで約50億ドルが流出したと推定されている。

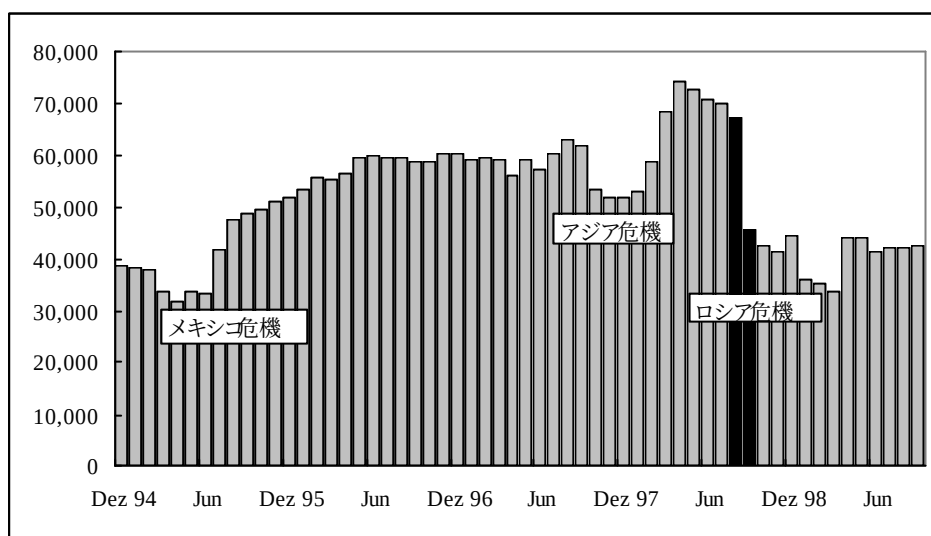
3.5 レアルの防衛

1994年12月のメキシコの通貨危機は、とくにブラジルへの海外資金流入にマイナスの影響を与え、ブラジルの為替政策に圧力をかけるものであった。ペソ危機時の12月には、ブラジルの外貨準備は388億ドルの水準(図3)にあり、為替レートは1ドル=0.85レアル近辺であった。しかし、市場の強い圧力によって、通貨当局は為替レート政策の変更を余儀なくされ、95年3月に目標相場圏の設定とミニ・バンド制による為替レートの変更を導入した。中央銀行は、明確に設定された為替レートの上限を守るために、利子率の引き上げ(図4)、3月の43億ドル近い外貨準備の売却、またこの月だけで為替レートを5%切り下げることによって、結果的に市場の期待を静め、為替相場を維持した(図5)。

為替レートの目標相場圏とミニ・バンド制の主たる指導者であり、為替政策

の責任者であったのは、1994年7月のレアル計画実施以来、中央銀行対外問題担当局長のグスタボ・フランコであった。彼は97年7月に中央銀行総裁に就任すると、国際的な通貨危機が続く中で、為替制度の維持の明確な意志を示し、ブラジルの為替レートの安定を守る中心人物であった¹⁷。

図3 外貨準備（100万ドル）

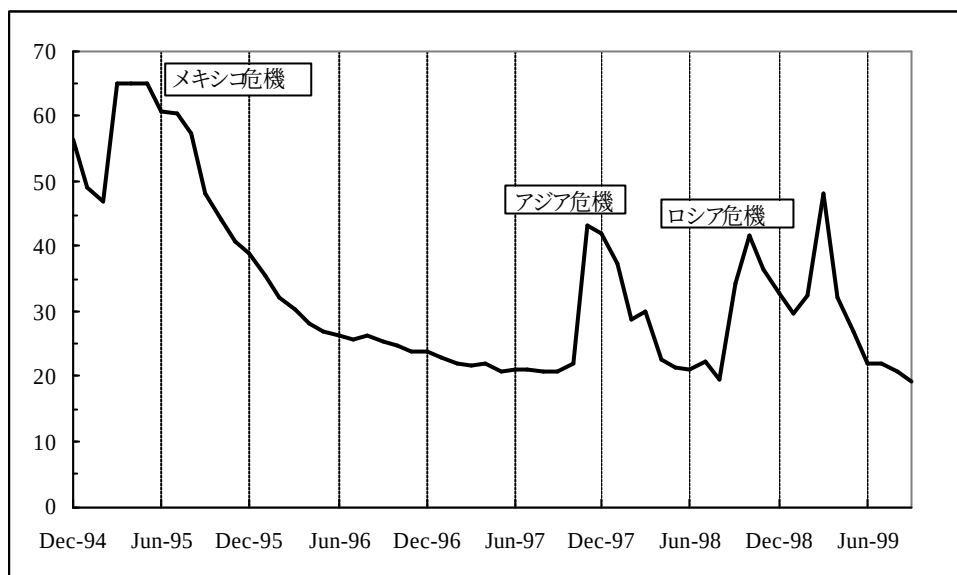


出所:ブラジル中央銀行, *Boletim do Banco Central*, 各号。

アジアの通貨危機は1997年10月にブラジルにも到達し、同月には再び80億ドルの外貨準備が失われたが（図3）、翌月には利子率を20%から40%へと引上げ（図4）、政府は断固として為替制度を維持する意志を示した。しかし、ブラジルの為替政策に対する厳しい試金石が、98年8月のルーブルの切り下げとロシアのモラトリアム宣言によって訪れることになった。8月、9月だけでブラジルは外貨準備を250億ドル近く喪失し（このうち90%が9月に失われた。図3参照）、他方で利子率は8月の20%から再び上昇し9月には35%、10月には40%の水準となった（図4）。

¹⁷ ブラジルの為替制度は実質為替レートの固定化を目的として、「管理された」名

図4 利子率（年率，％）



出所：ブラジル中央銀行，*Boletim do Banco Central*，各号。

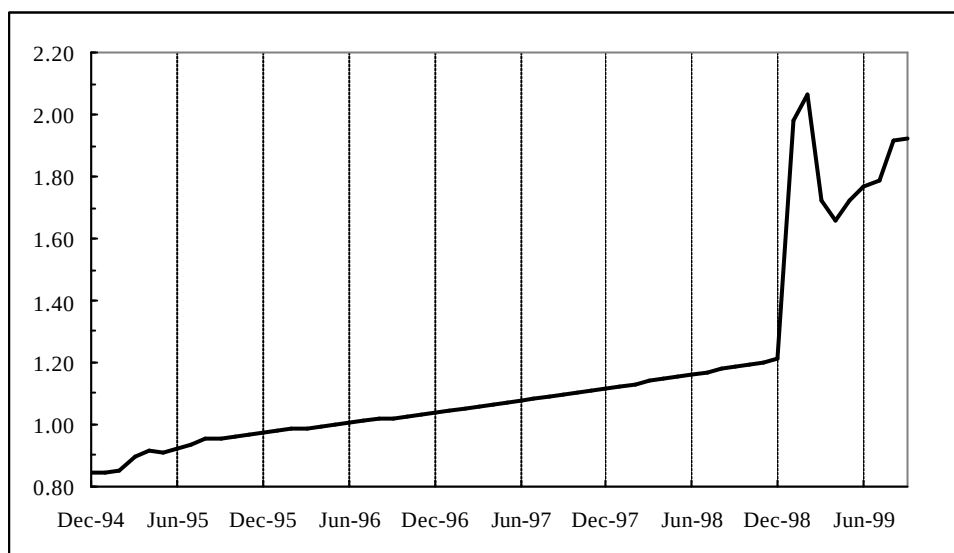
11月末となると，外貨準備はメキシコ危機以来最低水準の410億ドル近くなった。IMFの緊急融資の第1回ディスバースを含めても，外貨準備は12月には445億ドルであった（図3）。1月の最初の11日間は，外貨の純流出は9000万ドルから1億ドルの規模であった。しかし，1月12日だけで12億ドルが流出している。

週明け18日の変動相場制への移行後，続く19日には銀行への貸出金利（TBAN）の上限を36%から41%へ引き上げ，同時にこれまで市場の実勢にまかせていた短期金利に中央銀行が介入することになり，公定歩合に相当する基準金利（TBC）については29%から25%に引き下げている。こうした措置は，金利の上下幅を広げ，為替の変動に対して弾力的に金利を変更する余地を作るためと見られている。また，既に述べたように，19日には財政安定化計画の審

目為替レートの切り下げが前提とされていた。

議が始まり、小切手税法案が下院で可決、20日には公務員社会保障負担引上げ法案が下院で可決された。

図5 名目為替レート (R\$ / US\$)



出所：ブラジル中央銀行, *Boletim do Banco Central*, 各号。

しかし、基準金利は公式には 25% に設定されていたものの、実際には通貨当局は例えばオーバーナイト金利は 29% で運用し、2 月初めには 39% にまで徐々に引き上げられている。IMF によって擁護されていた高金利政策は、為替レートがボラティルに変動していた時期には必要悪と見なされていたが、その継続については政府内部ではコンセンサスではなかった。中銀総裁フランシスコ・ロペスにとれば、利子率の引き下げはできるだけ早く実施すべきものであったが、大蔵大臣ペドロ・マランにとればファンダメンタルズの状態は利子率引き下げの状況ではないとの判断であった。

こうした事態に対し、ブラジル政府は、銀行のドル売り持ちポジションを引上げる措置とともに、IMF のミッション・チームと新たな政策合意を 2 月 4 日に発表した。重要な点をあげれば、金融政策にインフレ目標を設定するフレー

ムワークの創設、利子率をインフレ抑制のためにフレキシブルに調整すること、金融システムのいっそうの強化、中央銀行の独立性強化などであり、具体的政策目標としてプライマリー黒字を3～3.5%に引上げること、インフレを10%以内に止めること、エネルギー・金融機関の民営化努力の拡大などである。また、2回目の緊急融資のデイスバース98億ドルはIMFによるモニターの後、4月に出ることとなった。

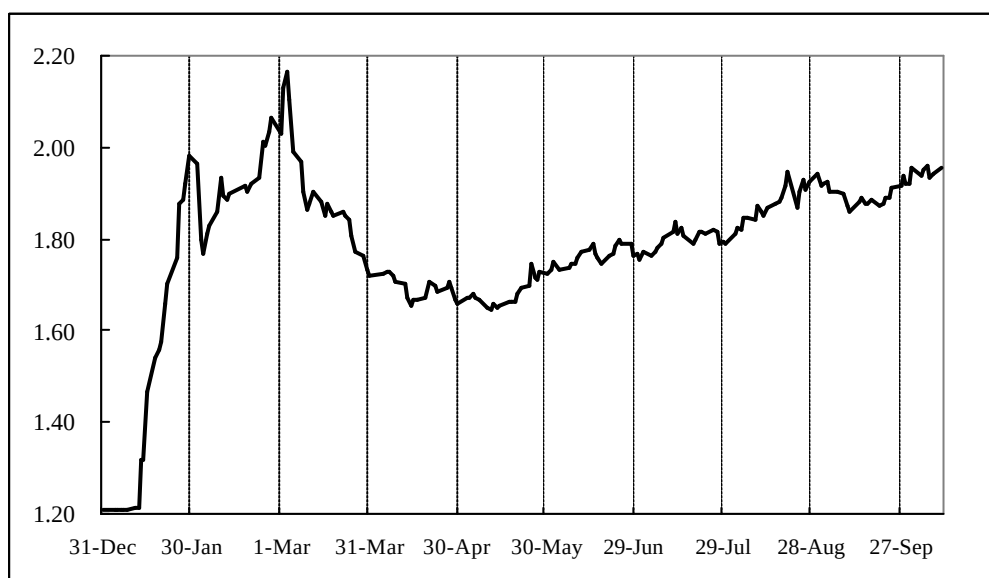
ところで、驚くべきことにブラジル政府は、2月2日に中銀総裁に就任して1ヶ月も経たないロペス氏を更迭し、1991年から92年にかけて中銀の局長であり、ジョージ・ソロス氏の右腕とされるアルミニオ・フラガ氏を中銀総裁に任命した。フラガ氏は、直前までソロス・ファンドの新興市場担当のマネージング・ディレクターであり、ロペス氏に欠けていた為替オペレーションのプロフェッショナルである。これまでレアルに対して投機アタックを仕掛けていた張本人が、いまやレアルを防御する総本山の中央銀行の総裁である。中央銀行総裁の解任劇に対し、市場は好感し、レアルは以後、1.9のレベルを維持することになった。解任されたロペス氏を中銀総裁に任命したのは大統領の決定であったが、IMF、国際金融市場、大蔵大臣ペドロ・マランからは不信感をもって見られていたとされる。このため、ロペス氏からフラガ氏への交代によって、経済チームは再び意志統一が可能となったのである。

こうした市場の好感は、グローバル化した世界経済にあっては、市場を動かすヘッジファンドを無視しては有効な経済政策が実施できないことから、ブラジルがヘッジファンドとの共生の道を探ろうとしているとの認識によるものである。しかし、フラガ氏といえども、緊縮政策と高金利政策で縛られたなかで、金融政策の微妙な舵取りを行ない、為替レートの安定化と政治的安定を実現するには多くの困難が待ち受けていたことには変わらない。

2月中、為替レートは1.77から2.06の間を変動し、3月3日にはピークの2.16に達した(図6)。こうした為替の変動は通貨当局に金利政策の変更を迫り、こ

れまでの金利変動幅の設定（25%から 41%）を取り止め、参考金利としてオーバーナイト金利（SELIC）が採用されることになった。5 日には金利は 45%にまで上昇したが、すぐに為替レートを 1.99 の水準にまで切上げ、以後、傾向的にレアルは増価することになった。3 月 8 日にはブラジル政府と IMF は 1998 年 12 月の合意を見直す新しい経済政策の覚え書きを取り交わしている（付表 3 参照）。4 月初めに、ブラジルは緊急融資の第 2 次分 98 億ドル（IMF から 49 億ドル、BIS から 45 億ドル、日本銀行から 4 億ドル）を引き出し、外貨準備は 440 億ドルまで積み増された。財政改革パッケージに関する議会での審議も進み、また為替レート連動の国債も順調に発行されたため、為替レートは 4 月中旬より 5 月末まで 1.65 から 1.70 の水準で安定した。同様に、4 月より金利も低下傾向を見せ、5 月末には 23.5%まで低下した。こうした国内的、対外的要因の落ち着きによって、6 月中旬にはブラジルは第 1 回目融資の一部 14 億ドルを返済している。6 月には、インフレ目標が定められ、99 年は 8%（2%の幅）とされた。7 月に入り、通貨当局は金利をさらに 19.5%にまで下げている。

図 6 1999 年の名目為替レート（R\$ / US\$）



出所：中央銀行（<http://www.bcb.gov.br/>）

3.6 切り下げ後のファンダメンタルズの推移

(1) インフレ

切り下げに伴う最大の脅威はインフレの再燃であった。レアル計画は、短期間に4桁から1桁にインフレを沈静化するために為替レートの切り下げを必要とした¹⁸。表1によれば、インフレ率はレアル計画が実施された1994年から急激に低下し、実施から3年後には1桁のレベルに落ち着いている。為替レートの減価は99年1月に始まり、2月末には累積の切り下げ率は42%となったが、

表1 インフレ率 (%)

	総合物価 IGP-DI	消費者物価 IPCA	生産者物価 IPA-DI
1993	2,103.4	540.8	2,065.4
1994	2,406.9	2,076.1	2,279.0
1995	67.5	64.6	58.8
1996	11.1	16.7	6.3
1997	7.9	6.9	8.1
1998	3.9	3.2	3.6
1999/01	1.15	0.70	1.58
02	4.44	1.05	6.99
03	1.98	1.10	2.84
04	0.03	0.56	-0.34
05	-0.34	0.30	-0.82
06	1.02	0.19	1.35
07	1.59	1.09	2.03
08	1.45	0.56	2.15
09	1.47	0.31	2.30
累積	13.46	6.01	19.68

出所：FGV, *Conjuntura Econômica*, 各号。

¹⁸ 為替アンカーに加え、財政アンカーと財・資本市場の自由化が実施された。財政アンカーは財政赤字のインフレ・ファイナンスの必要性を低減させるため、自由化は輸入に対して国内市場を開き、国内市場での競争を促進し、外国企業の参入(直接投資)

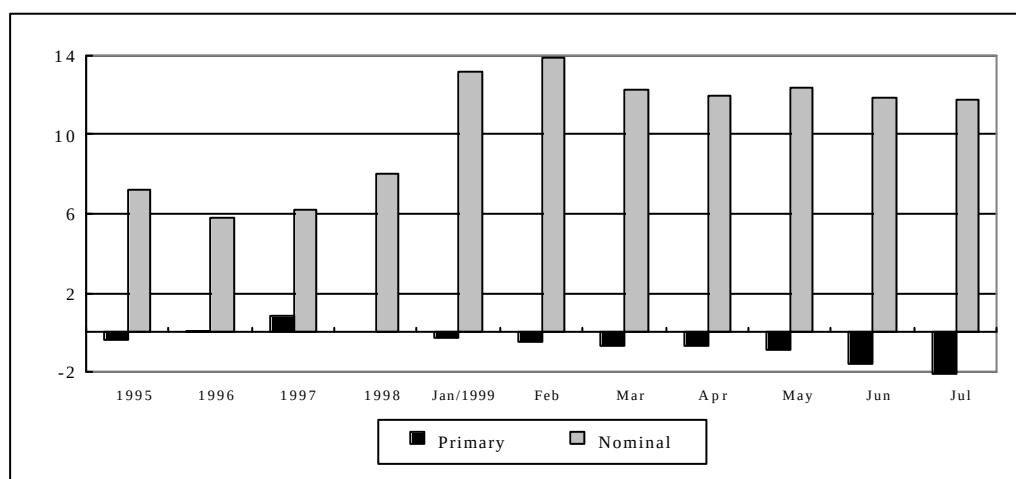
その後回復し、30%台を維持した。こうしたオーバー・シュートは、明らかに、切り下げ後の主体の期待インフレ率を反映している。しかし、切り下げのインフレへの影響は、2月、3月の生産者価格への影響はあったが、一般的に考えられていたより小さく4月には落ち着いている。

こうしたインフレ率の推移には、名目賃金率の大幅な低下、8%に達する完全失業率、高金利による消費水準の停滞をともなった経済の停滞も寄与している。また、季節要因、農産物の豊作なども低いインフレ率に影響している。

(2)財政赤字と公的債務

レアル計画以後の為替制度を前提とすると、海外資金を誘引し、対外収支を均衡させるために利子率は高水準に維持される必要があった。1997年のアジアの通貨危機、98年のロシア危機により、政府は利子率を引き下げることができず、図7が示すように、高金利政策は95年から98年の間に、GDPの6%から8%に相当する公的債務の利払い負担を高めることになった。

図7 財政赤字（過去12ヶ月累積，GDP比）



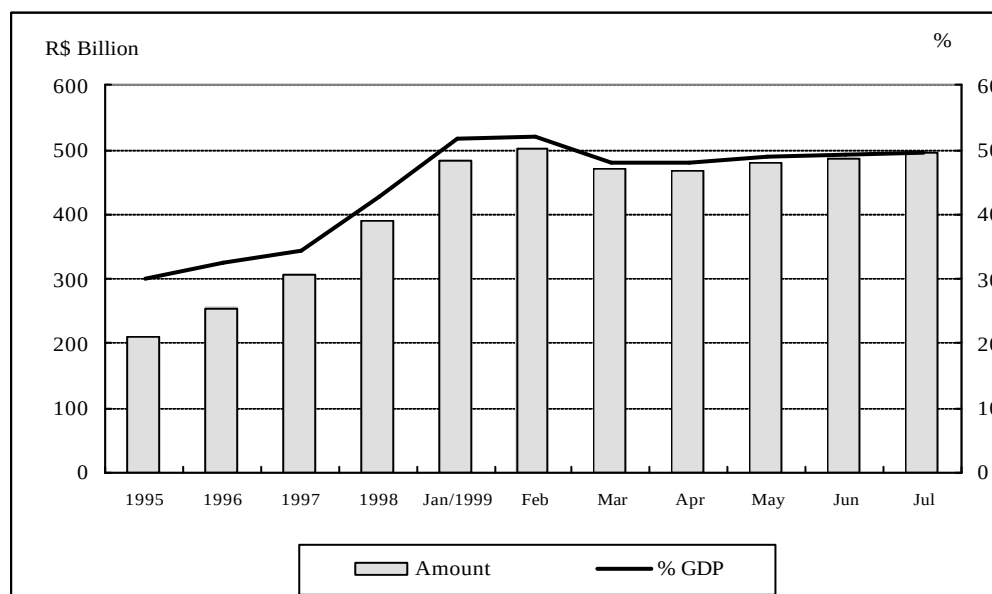
注：1. プライマリー収支は利払いを含まず。名目収支は利払いを含む。
2. マイナス符号は黒字を示す。

を容易にして経常収支の赤字を埋め合わせる必要があったからである。

出所：ブラジル中央銀行, *Notas para Imprensa*, 各号。

プライマリー収支で表現される非金融財政収支（公務員賃金支払い，社会保障，公共投資など）は既にほぼ均衡しているが，財政調整（レアル計画の第 2 のアンカー）は結局実施されずに終わり，公的債務ストックは年々増大する一方であった（図 8）。レアルの減価により，1998 年末には GDP の 8% であった財政赤字は，99 年 2 月には GDP の 14% にまでジャンプしたが，このことは為替減価がおよそ GDP の 6%（約 280 億ドル）のインパクトを持っていたといえる。公的債務残高は，同時期の 98 年末から 99 年 2 月にかけて GDP 比で 43% から 52% の上昇となり，約 540 億ドルの増加であった（図 8）¹⁹。

図 8 公的債務残高



出所：ブラジル中央銀行, *Notas para Imprensa*, 各号。

為替切り下げが財政に以上のようなインパクトを与えた理由は，国庫，中央

¹⁹ 以上の数字は，政府部門統合純債務(連邦，州，市，政府企業)に対応し，公的対外債務を含む。国内純公的債務は同時期に GDP 比で 36% から 39.5% に増大している

銀行が発行する国債の一部が、ドル・インデックスされているからである。1998年12月には、国債の4分の1が利子支払いに加え為替変動部分の支払い（約490億ドル）を行った。公的部門の純債務残高は、IMFがモニターする項目の1つであり、99年末には5045億ドルに制限されている²⁰。6月には、公的債務残高は4910億レアル（GDPの49.8%）となり、IMFが定めた6月の目標の5140億レアルを下回った。もう1つの財政目標は、99年末のプライマリー収支黒字302億レアル（GDPの3.1%）であるが、99年前半は累積黒字が136億レアルとなり、同時期の目標である136億レアルを上回っていた。

(3)貿易

為替減価によって期待される1つの効果は、輸出拡大、輸入低下による貿易収支の改善と、海外旅行減少によるサービス収支の改善である。図9に示されるように、輸出の実績ははるかに期待以下であった。切り下げ後6ヶ月を経ても、輸出（各月の過去12ヶ月分）は低下し続けており、切り下げへの反応が遅いことを示している。同様に、輸入も従来の低下傾向を維持しており、とくに切り下げによる輸入低下の追加的な効果は見られず、したがって切り下げ6ヶ月後の時点では貿易収支には期待されたような改善はみられなかった。

ブラジルの通貨切り下げは、近隣諸国に無視できない影響を与えている。とくにアルゼンチンは、兌換法によって一対一の厳密なドル・ペッグを採用しているため、これまで度々通貨アタックに晒されてきた²¹。このため、高金利政

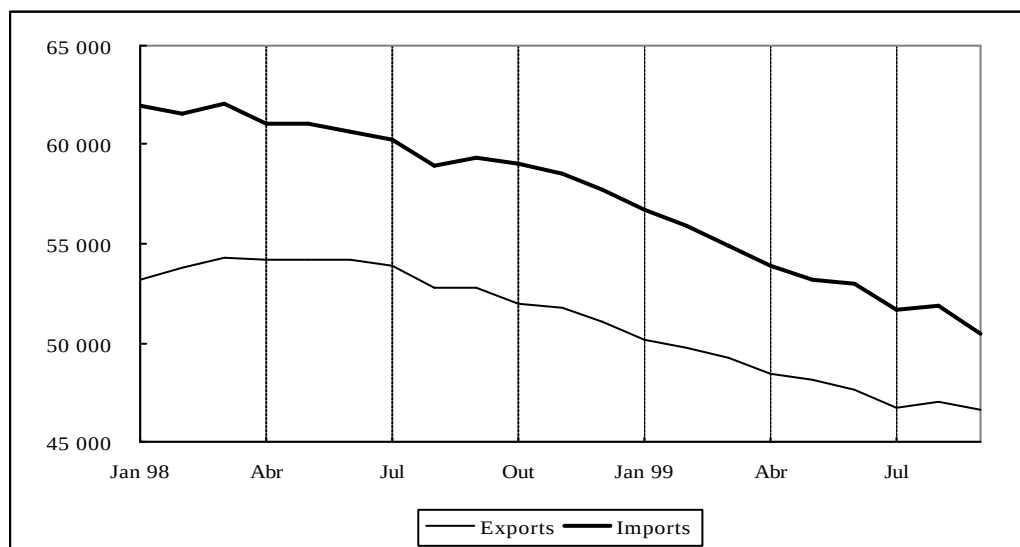
(約270億ドル)。

²⁰ インフレ率を8%とし、実質成長率を-0.5%とすると、1999年の公的債務の限界はGDP比で52%となる。

²¹ このため、1999年1月21日にはアルゼンチン中央銀行総裁が米国との通貨連合案(完全ドル化)を政府に提案していることが明らかになった。完全ドル化は通貨アタックのリスクを払拭するが、他方でアルゼンチンの金融政策は独立性を喪失し、シーニョリッジも放棄しなければならない。米国にもメリット、デメリットがあり、アルゼンチンの完全ドル化が実現するかどうかは明らかではないが、アルゼンチンの対応に着目しておく必要がある。西島〔1999a〕参照。

策と、厳しい国内需要抑制によって通貨防衛を図ってきたが、ブラジルの為替切り下げによって経済は一層深刻な事態となっている²²。とくにアルゼンチンは対ブラジル輸出が全輸出の約 3 分の 1 を占め、1995 年以降の対ブラジル貿易黒字は約 15 億ドル程度となっていたが、99 年前半は 3 億ドル程度に減少し、対ブラジル輸出比率も 25% 以下となっている。このため、アルゼンチンの企業、労働者はブラジル製品の輸入急増による失業の深刻化を懸念し、保護主義的な措置を導入するように政府に圧力をかけている。すでに、いくつかの貿易制限措置が実施され、一時は両国間の外交問題ともなり MERCOSUR の今後の進展が危惧される事態となったが、99 年後半にはアルゼンチンが貿易制限措置を撤回することで合意が成立した。

図 9 貿易収支（過去 12 ヶ月、100 万ドル）



出所：ブラジル中央銀行, *Boletim do Banco Central*, 各号。

²² アルゼンチン政府の推定によると、1999 年前半の GDP 成長率は前年同期比で -4.9% であった。

4. レアル切り下げの通貨アタックモデルによる解釈

第1節で示されたモデルは、通貨危機がたんに劣悪なファンダメンタルズだけで、また、たんに自己実現的な期待だけで生じるわけではないことを示している。民間主体の切り下げ期待はファンダメンタルズの状態や政府当局の行動に関する予想に依存して形成され、逆に、経済状態や当局の行動は民間の予想形成に依存する。Obstfeld [1994], Sachs, Tornell and Velasco [1996a] によると、以上の循環的な関係が複数均衡を発生させる。ブラジルのケースはこうした相互関係の事例として興味深い。

レアル計画のもとで導入された為替政策は、1995年3月より目標相場圏の設定（バンド制）を追加し、為替レートを国内名目価格のアンカーとしてインフレをコントロールすることが目指された。当初からこうした政策のマクロ均衡へのリスク、とくに対外均衡への問題は認識されていた。しかし、経済は生産性の改善が可能であり、また、政府が十分な財政改革を実現することが前提されており、この2つの目的が達成されるまでは、ブラジルは国際収支のファイナンスのために海外資金流入に依存するというシナリオであった。当然、今回のような深刻な国際的な通貨危機の伝播も重要であるが、99年1月の為替政策の崩壊を説明するには基本的に国内的要因の諸問題がより重要である。

Sachs, Tornell and Velasco [1996a] は、メキシコ金融危機の他のエマージング・マーケットへの影響を分析するに際し、(M2との比率において) 高い外貨準備を有する国は、メキシコ危機の影響が少なかったことを強調している²³。実際、アジアとロシアで通貨危機が生じたとき、ブラジルは600億ドル以上の外貨準備を有していた(図3)。しかし、1998年末には純外貨準備(IMFからの第1回緊急融資分は含めない)は、340億ドルであり、僅かにメキシコ危機

²³ メキシコ危機の影響は、為替切り下げの程度、外貨準備の喪失額で測られ、1994年11月から95年4月までの20のエマージング・マーケットを対象としている。

前夜の水準を下回る程度であった。

1999年初頭の主要な経済指標は、基本的にブラジル経済が脆弱な状況ではなかったことを示している。(a)経常収支赤字はGDP比でみて4.5%前後で、アジアの通貨危機を経験した国々よりも少なく、しかも経常収支の75%が直接投資によってカバーされていた。(b)公的債務残高はGDP比で40%であり、多くのOECD諸国より少ない(ただし、債務の償還期間は極めて短い)。(c)財政赤字はGDPの8%前後であったが、財政改革の諸手段が国会で審議中であった。(d)利子率はアジア危機直後に急騰し、その後低下していたが、依然として30%台を維持していた。(e)実質為替レートは15%から25%の増価であったが、年7.5%から8%の名目レートの切り下げによって徐々に是正されていた。さらにIMFとの合意は、93億ドルの外貨準備の増加と、ブラジルの為替政策の承認を意味していた。結局、いくつかのファンダメンタルズは持続不可能な状況へと向かいつつあったが(とくに財政状況)、1月初めの多くのファンダメンタルズ自体は民間主体が切り下げの方向に期待を収斂させるほどには深刻なものではなかった。

Sachs, Tornell and Velasco [1996b] のモデルでは、主体の期待に依存して2つの均衡の可能性が存在するため、モデルが非決定となることを論じている。

「非決定の状況では噂がとりわけ重要となり、出来事が急激な期待の変化をもたらす中心的要因となり得る」(p.266)。さらに、著者達は、メキシコ危機の場合は、メキシコ政府によって実現された15%の「管理された」切り下げが、期待の反転と外貨準備へのアタックを早め、為替相場の崩壊に導いたとしている。ブラジルの場合、切り下げ期待は中銀総裁のグスタボ・フランコの更迭に関する噂が投資家達の間で広まった1月12日に収斂したといえる。中銀総裁の解任劇は、為替政策が変更されるかもしれないという市場への明確なサインであり、現実にも切り下げが実施されることになった。

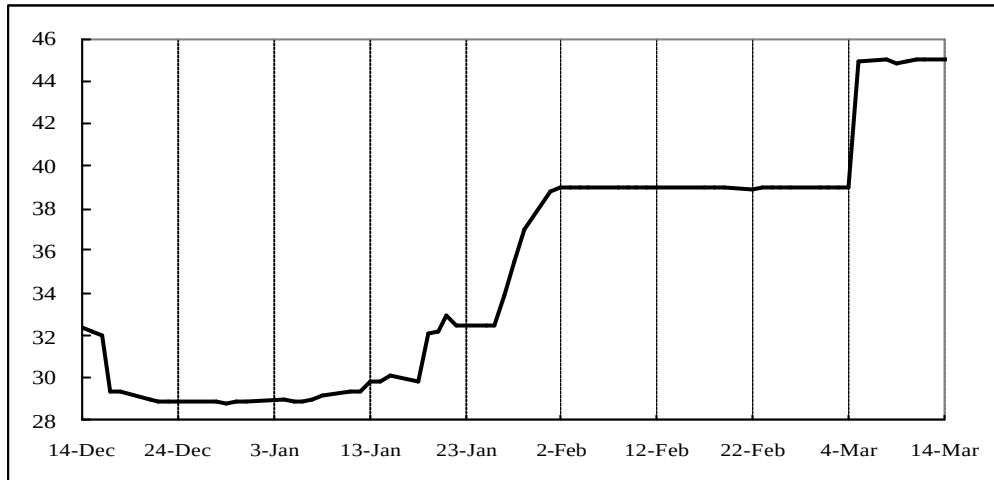
しかし、なぜ為替政策は放棄されたのであろうか。基本的に、固定為替相場

を維持するコストが政府によって極めて高いと判断されたからである。経常収支の赤字を埋め、通貨アタックへの防御に必要とされる高い外貨準備の水準を維持するために、海外資金を引きつけ国内に滞留させる必要があり、そのために高金利政策が実施された。しかし、連続する通貨危機によって、海外投資家のブラジルへのリスク判断は増大し、ブラジル政府は利子率を引き下げる余地を見出すことはできなかった。その結果、国内経済は景気後退と 8%に達する失業が必然となった。また、公的債務の利払い負担が徐々に高進し、1998 年には GDP の 8%に達した。さらに、国内政治においては、99 年 1 月はカルドーズ大統領の第 2 期政権がスタートしたが、前政権の「マクロ安定化至上主義」とは対照的に新政権は「開発主義」的性格をも帯びなければならないという政治的問題があった。

換言すれば、為替政策を維持するコストは切り下げのコストより大きいと政府が判断するに至ったといえる²⁴。こうした政府の判断は、固定為替相場の最大の擁護者であったフランコ中銀総裁の更迭に表れ、これをシグナルとして市場が固定相場の放棄を理解したといえる。通貨防衛放棄のいま 1 つのシグナルは、利子率が通貨アタックの期間中変更されず（防衛するなら引き上げられたはずである）、通貨アタックに対して政府が利子率の機動的な対応をしなかった事実に見出すことができる。利子率は固定為替相場へ移行した後にインフレ抑制の目的で引き上げられている（図 10）。したがって、ブラジルの通貨切り下げの引き金となった投機アタックは極めて自己実現的な性格を有していたといえる。

²⁴ Sachs, Tornell and Velasco [1996b] のモデルでいえば、こうした状況は、 $L^f(B_t, p_t^e) > L^d(B_t, p_t^e) + c$ で表現される。

図 10 銀行間レート（年率，％）



出所：ANDIMA

ところで，Sachs, Tornell and Velasco [1996b] は，一定の公的債務の水準のみで複数均衡が生じる事実を強調している。第 2 節の彼らのモデルによると，この公的債務の限界値は以下のように表現される。

$$k = (1 - l)^{-0.5} (2c)^{0.5}$$

ここで， $l \equiv a / (a + q^2)$ であり， a は政府の効用関数における為替レート切り下げへの加重であり， θ はインフレ税徴収能力を示し， c は為替切り下げのコストを示す。政府の効用関数は $L = 0.5(a p_t^2 + x_t^2)$ で表現され， π は切り下げ率， x は財政収入を表す。

θ が所与のもと， λ が大きいことは， a の値も大きいはずであり，政府が為替切り下げをより重視していることを示す。例えば $\theta = 1$ を仮定し，いま λ が 0.5 となるケースであれば a は 1 でなければならず，効用関数における 2 つのパラメータは政府にとって同様の重要性を持つ。 λ が 0.6 であれば a は 1.5 となる。表 2 は， λ が 0.5 から 0.65 の範囲をとり，切り下げのコスト (c) が様々な値をとるケースで，複数均衡をもたらす公的債務の上限と下限の数値例を示したものである。以下の c ， λk ， k などの数値は GDP 比率と解釈できる。

表2 公的債務の上限と下限の数値例

$\lambda = 0.5$

c	0.02	0.04	0.05	0.06	0.07	0.10
λk	0.14	0.20	0.22	0.24	0.26	0.32
k	0.28	0.40	0.45	0.49	0.53	0.63

$\lambda = 0.55$

c	0.02	0.04	0.05	0.06	0.07	0.10
λk	0.16	0.23	0.26	0.28	0.31	0.37
k	0.30	0.42	0.47	0.52	0.56	0.67

$\lambda = 0.6$

c	0.02	0.04	0.05	0.06	0.07	0.10
λk	0.19	0.27	0.30	0.33	0.35	0.42
k	0.32	0.45	0.50	0.55	0.59	0.71

$\lambda = 0.65$

c	0.02	0.04	0.05	0.06	0.07	0.10
λk	0.22	0.31	0.35	0.38	0.41	0.49
k	0.34	0.48	0.53	0.59	0.63	0.76

出所：筆者作成

1998年12月、公的債務の純総額はGDP比で42.6%であった。中長期の対外債務を除外すると31%となる。99年3月には、それぞれ48.2%と38.5%であった。政府が税収入より為替の切り下げを重視するとし($\lambda > 0.5$)、コスト c が切り下げの対外債務残高への予想されるインパクトを表し、例えばGDPの4%から7%（現時点では5.6%である）に相当すると仮定すると、通貨危機前夜の債務残高は上で考慮したいくつかのケースで、ちょうど複数均衡が発生する領域に入ることが理解される。いうまでもなく、以上の数値例はたんなる1つのエクササイズに過ぎないが、ブラジルの財政状況に着目する場合、ブラジルの通貨危機の発生には、財政赤字・政府債務というファンダメンタルズと投資家

の自己実現的な予想の変化のいずれもが重要であったことを示す1つの議論が可能となる。

5. おわりに

ブラジルの通貨危機へのプロセスは当然の帰結であった。レアル計画による為替アンカーが長期的に機能するためには総需要管理、財政緊縮化が前提条件である。それが満たされなければ、為替の過大評価が生じ、いずれ切り下げへの調整が不可避となる。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。為替アンカーによってインフレが抑制されている期間に、財政健全化と国際競争力の強化が実現しなければならないが、それが必ずしも十分なものではなかったことは、ブラジルは自己矛盾を抱えいずれ崩壊することが明白な政策を続けていたことを意味する。通貨アタックは、必要な調整をもたらす1つの過激なきっかけとみなすべきであろう。

しかし、アジア諸国との比較において明らかなように、ブラジルのファンダメンタルズは万全ではなかったがとくに劣悪であったわけではない。だが、アジア諸国、ロシアと通貨危機が続き、国際的な投機資金がエマージング・マーケットに対する信任を失うなかで、ブラジルに流入していた資金は消極的となり、またブラジル国内の投資家も一部は海外への資本逃避を始め、残りの投資家はそのタイミングを覗いていたといえる。この意味で、ブラジルの通貨危機直前は、公的債務残高の問題だけでなく、IMFとの緊急融資の合意があったとはいえ、外貨準備も通貨を防御するのに十分な額ではなく、複数均衡の領域に入っていたとみなすべきである。こうした状況下で、財政再建プログラム審議の否決、州債務のモラトリアム宣言などの政治的抵抗とそれが意味する財政再建への不確実性を背景に、中央銀行総裁の更迭が、政府が為替相場制を放棄する

とのシグナルとなり、市場の期待を急変させたといえる。期待の急激な変化によって（経済は複数均衡の一方から他方へと移動し）、まさに自己実現的に激しい資金流出が始まり、ブラジル政府は固定為替相場の放棄を余儀なくされ通貨危機が発生したと考えるべきである。

いうまでもなく、本章の議論は必ずしもブラジルの通貨危機の発生メカニズムとそのプロセスを十分に捉えているとはいえないが、ファンダメンタルズと自己実現的な理論的フレームのなかで、詳細な現実認識を踏まえた1つの試論であるといえる。今後は、両世代モデルを総合したより現実的な理論フレームや為替切り下げ期待の計量的分析によって再考することが課題である。

ところで、変動相場への移行後、景気後退やインフレ、金融システム不安、他国への contagion などが危惧されたが、ブラジルの場合、メキシコやアジア諸国と比較してその影響や切り下げのオーバー・シュートは軽微である。その原因として、外貨準備が枯渇する前に変動相場に移行したこと、金融システムの健全性が相対的に高かったこと、銀行貸出しブームではなかったこと、株式のバブルは在ったが不動産バブルではなかったこと、危機前にIMFとの金融融資を合意したことなど、様々な要因が考慮し得るが、こうした問題のいくつかは以下の章で分析される。

付表 1 資金流出入状況（百万ドル）

	1998 年					1998 年
	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	総計
(a) 経常取引	-1826	-4903	-5217	-2713	-3611	-33611
貿易赤字	-169	-1186	-1441	-1025	-507	-6591
輸出	3985	4537	4014	3702	3944	51120
輸入	4154	5723	5455	4727	4451	57711
サービス	-2004	-4176	-3679	-1953	-3570	-30393
利子	-541	-996	-2210	-772	-1737	-12096
配当・利益	-1409	-3111	-1469	-1181	-1833	-18298
移転収支	139	123	161	83	172	1886
(b) 資本勘定(1～4)	-563	-16923	1020	1704	6711	26454
(1) 投資勘定	190	-3640	2714	2611	1491	20861
外国人			3112	2170	1665	24267
直接投資	4566	2319	3800	1869	2683	26133
証券投資	-4139	-5776	-686	304	-1008	-1851
流入	1885	1317	1372	1975	1094	31830
流出	6024	7093	2058	1670	2102	33682
株式など(Anexo I～IV)	-1912	-1897	19	341	-947	-1645
ファンド(renda fixa)	-2597	-4084	-639	-81	-45	-3809
その他(Anexo V)	370	205	-66	44	-16	3603
ブラジル人			-397	441	-175	-3407
(2) 中長期借款・ファイナンス	3759	-341	2331	23	-427	26342
ファイナンス(公的機関より)	-249	-380	-331	-54	-945	4091
調達			2260	2020	1778	23789
償還			2591	2074	2722	19698
ローン(借入れ, 起債など)	4008	39	3359	181	908	27509
調達			5379	817	3164	41456
償還			2020	635	2256	13947
ブラジル人 (net)			-697	-104	-391	-5258
(3) 短資	-3004	-8924	-5420	-1679	-1791	-32394
(4) その他	-1508	-4018	1395	750	7438	11645
総計(a+b)	-2389	-21826	-4197	-1009	3100	-7157
外貨準備高	67333	45811	42385	41189	44556	44556

注： ファイナンス：国際機関，政府機関よりの借入れ，サプライヤー・ハイヤーズ・クレジット。
 ローン：民間部門の借り入れ，資金調達。この中には，Comunicado FIRCE No.10
 （民間企業の資金調達），CP，Bonus, Nota（国内企業・銀行が発行する社債），
 Res.63，Res.2483（銀行経由での資金調達）などが含まれる。

付表 1 続き

	1999 年							
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	総計
(a) 経常取引	-2309	-966	-1949	-2480	-1642	-2878	-1607	-13830
貿易赤字	-700	103	-223	36	312	-144	94	-525
輸出	2946	3267	3829	3705	4386	4313	4117	26563
輸入	3646	3164	4052	3669	4074	4457	4023	27088
サービス	-1543	-1414	-1972	-2696	-2091	-2979	-1872	-14567
利子	-696	-759	-1354	-1888	-1109	-1913	-925	-8644
配当・利益	-500	-341	-290	-345	-483	-338	-413	-2710
移転収支	97	270	235	171	142	177	171	1263
(b) 資本勘定 (1～4)	-5726	455	25	12944	1698	-53	2457	11764
(1)投資勘定	-1689	4857	4306	2687	2235	1706	4243	18345
外国人	-294	4749	3710	2077	2313	1663	4206	18424
直接投資	1007	4703	2014	1633	1406	2292	4094	17149
証券投資	-1606	47	1711	737	903	-629	112	1275
流入	1279	1161	2665	2221	2548	1592	1150	12616
流出	2885	1114	954	1484	1645	2221	1038	11341
株式など (Anexo I～IV)	-554	149	310	691	1000	21	67	1683
ファンド (renda fixa)	-1216	-258	1298	29	-167	-754	-30	-1098
その他 (Anexo V)	164	156	104	16	70	104	75	689
ブラジル人	-397	108	596	610	-79	43	37	-79
(2)中長期借款・ファイナンス	-2227	-5384	-4069	2639	1789	-1026	-1776	-10054
外国人	-2052	-5379	-3968	2657	1836	-1132	-1753	-9791
ファイナンス(公的機関より)	-531	-384	-430	-334	-392	-1412	-463	-3946
調達	1138	1115	2301	1328	1494	1239	1505	10120
償還	1667	1500	2731	1662	1887	2651	1969	14067
ローン(借入れ/起債など)	-1521	-4995	-3538	2991	2229	280	-1289	-5845
調達	1209	817	1117	4622	3137	2193	1493	14588
償還	2730	5812	4655	1631	908	1914	2783	20433
ブラジル人 (net)	-175	-5	-101	-17	-47	106	-23	-262
(3)短資	-1963	416	-778	-1114	-1382	1330	685	-2806
(4)その他	117	566	566	8732	-943	-2063	-696	6279
総計 (a+b)	-8138	-511	-1924	10464	56	-2863	850	-2066
外貨準備高	36136	35457	33848	44315	44310	41346	42156	42156

出所：ブラジル中央銀行，*Notas para Imprensa*，各号。

付表2 IMF との合意における主要数量目標

1. 財政目標（公的部門，プライマリー・ベース，GDP 比 %）

	1999	2000	2001
中央政府	1.8	2.0	2.3
州・市	0.4	0.5	0.5
政府系企業	0.4	0.3	0.2
合計	2.6	2.8	3.0

2. 通貨目標（国内信用，上限，100 万レアル）

1998 年 12 月（p）	-9,506
1999 年 3 月（p）	-7,376
1999 年 6 月（p）	-6,130
1999 年 9 月（i）	-12,644
1999 年 12 月（i）	-19,070

3. 対外目標（非金融公的部門対外債務，上限，100 万ドル）

1998 年 12 月（p）	87,765
1999 年 3 月（p）	91,215
1999 年 6 月（p）	93,235
1999 年 9 月（i）	94,610
1999 年 12 月（i）	97,675

4. その他指標

純対外準備：1999 年 12 月の時点で 200 億ドル

為替レート：1999 年末の時点で 1 ドル = 1,295 レアル（年間 7.5% の切り下げ）

（注）

- ・プライマリー・ベースとは，内債の利払いを含まない財政収支を意味する。
- ・国内信用の定義は，マネタリー・ベースとレアル建て純対外着準備との差。
- ・対外債務は IMF などとの合意によって供給される資金を含まず。
- ・（p）は IMF による新規貸付に必要なパフォーマンス基準。（i） 目標。

出所：ブラジル大蔵省，“Brasil-Memorando Técnico de Entendimentos”（1998 年 11 月 8 日），“Brasil-Memorando de Política Econômica”（1998 年 11 月 13 日）

付表3 1999年3月のIMFとの新合意の目標

1. 財政目標（公的部門，プライマリー・ベース，GDP比％）

	1999	2000	2001
中央政府	2.3	2.65	2.60
州・市	0.4	0.50	0.65
政府系企業	0.4	0.10	0.10
合計	3.1	3.25	3.35

（注）99年6月の時点の実際の値は合計GDPの2.9%であった。

2. 通貨目標（国内信用，上限，100万レアル）

1999年4月（p）	-7,152
1999年6月（p）	-42
1999年9月（i）	-176
1999年12月（i）	766

3. 対外目標（非金融公的部門対外債務，上限，100万ドル）

1999年3月（p）	87,966
1999年6月（p）	91,823
1999年9月（i）	92,482
1999年12月（i）	93,821

（注）6月の対外債務の推定値は830億ドル

4. その他の目標指標

- ・純対外準備：1999年12月の時点で247億ドル
- ・為替レート：1999年12月の時点で1ドル＝1.70レアル（7月に1.75レアルに改定）。
- ・消費者物価：.16.8%（7月に8%に改定）。
- ・GDP成長率：-3.5%から-4%（7月に-1%に改定）。
- ・貿易収支：110億ドルの黒字（7月に40億ドルに改定）。
- ・民営化収入：278億ドル（7月に132億ドルに改定）。
- ・公的部門純債務：1999年にGDPの49.3%，2001年に46.5%。

出所：ブラジル大蔵省：“Brasil-Memorando de Política Econômica”（1999年3月8日）

第5章 インフレーション・ターゲティング政策

1. はじめに

本章の目的は、通貨危機の後、1999年7月より実施されているブラジルの金融政策の基本的特質を明らかにすることにある。ブラジルでは、94年7月の「レアル計画」以後、為替レート・アンカーに基づくインフレ抑制政策を実施していたが、99年1月に発生した通貨危機によって変動相場制に移行し、改めてインフレ安定化のための金融政策の重要性が増大した。そこでの基本的なインフレ抑制策は、いわゆるインフレーション・ターゲティング政策で、変動相場制下にあっても当初予想された以上に良好なインフレ抑制を達成している。

第2節では、インフレーション・ターゲティング政策の基本的概念を簡単に検討し、第3節で金融政策がインフレに影響するいくつかの重要な経路について議論する。第4節では、ブラジルの通貨当局がインフレーション・ターゲティング政策を実施するにいたった経緯について、制度的な側面や金融政策の波及経路に関する中央銀行の見解に着目して議論する。第5節では、財政状況、為替リスクを考慮したインフレーション・ターゲティングのモデルを提示するが、こうした要因はブラジルなどの発展途上国のケースにおいて極めて重要であるにも拘わらず、これまで先進国を対象に分析されてきたインフレーション・ターゲティングの研究でほとんど無視されてきた要因である。

2. 基本モデル

インフレーション・ターゲティング政策に関する理論的背景やこの制度を導

入した諸国の経験に関する分析は、Blejer, Ize, Leone and Werlang [2000], Bernanke, Laubach, Mishkin and Posen [1999], Taylor [1999], Svensson [1999] など枚挙のいとまがない。インフレの目標値を設定するシステムとは、金融当局が短期利子率など金融政策の伝統的手段を用い、事前に設定されたインフレ指標の達成を明確な目標とするものである。Haldane [2000], Bernanke *et al.* [1999], Svensson [1997] などは、インフレの目標値を設定するシステムの利点として、(a) 金融政策のためのノミナルなアンカーと、インフレ期待への参考指標を設定することができる、(b) 通貨当局の透明性を高め、金融政策のパフォーマンスについてそのフォローと評価の可能性を高める、(c) 金融政策が長期的な効果を有しているということを明確に示すことができる、などを挙げている。

こうしたインフレ目標を設定するシステムの特徴は、名目産出量や何らかの貨幣変数などのマクロ変数に目標値を設定する他の金融政策と共通するところが多い。この意味で、インフレのコスト（生産効率、社会的公正、長期的成長へのコスト）を再認識するか、少なくとも、その存在を受け入れることが、インフレーション・ターゲティング政策を重視する前提条件となる²⁵。

インフレーション・ターゲティングとは、理論的には、通貨当局の目的が、インフレ率の目標値からの予想される乖離を異時点間にわたり最小化することであると考えることができ、例えば以下の損失関数で表現される。

$$(1) \quad \min E_t 0.5 \sum_{i=0}^{\infty} \delta^i (\pi_{t+i} - \pi^*)^2$$

ここで、 E_t は t 期の情報を基に形成される条件付期待、 δ は時間割引要素（ $0 < \delta < 1$ ）、 π_{t+i} は $t+i$ 期におけるインフレ率、 π^* は目標インフレ率である。通貨当局は、インフレの目標値のみならず、潜在産出量からの乖離の変動を最小化することや、為替レート、利子率の変動を最小化する目的を追加すること

²⁵ Barro [1996], Zee [1998] を参照。

ができる。このときの政府の目的関数は、以下のようになる。

$$(2) \quad \min E_t 0.5 \sum_{i=0}^{\infty} \delta^i [(\pi_{t+i} - \pi^*)^2 + \lambda(y_{t+i} - y^*)^2 + \mu(e_{t+i} - e_{t+i-1})^2 + \nu(r_{t+i} - r_{t+i-1})^2]$$

ここで、 β , μ , ν はそれぞれ産出量，為替レート，利子率への加重である。

Svensson [1997] は，通貨当局の問題を，将来のインフレ率 p_{t+i} ではなくその期待値 $E_t p_{t+i}$ を使って表現している。すなわち，通貨当局は目標値からの現実のインフレ率の乖離を観察するのではなく，目標値からの予想インフレ率の乖離に焦点を当て，予想インフレ率の変化に応じて政策を調整すると想定するものである。このような想定の下では，インフレーション・ターゲティング政策の実施には，通貨当局が適切なインフレ目標を設定するだけでなく，将来のインフレ率を正確に予想できる能力と，金融政策がインフレやその他のマクロ変数にどのように影響するかの理解について，かなりの程度に信頼できるものが要求される。

実際，通貨当局は将来のインフレを予想するマクロ・モデルを用いて政策決定をおこなっており，そこでは経済システムの運動と金融政策のインフレへのトランスミッション・メカニズムについての計算結果が反映されている。

最適な金融政策はその時々を経済状態に依存し，以下のように表現される。

$$(3) \quad \pi_{t+i} = \alpha(L)I_t + \beta(L)X_t + u_{t+i}$$

$$(4) \quad I_t = \gamma(L)X_t + \xi_t$$

ここで， I_t は金融政策手段のベクトル， X_t はインフレ決定要因のベクトル， $\alpha(L)$ ， $\beta(L)$ ， $\gamma(L)$ は時間のラグ構造を表しており， u_{t+i} と ξ_t は確率的ショックである。(4)式を(3)式に代入すると，インフレ率に関し以下の式を得る。

$$(5) \quad \pi_{t+i} = [\alpha(L)\gamma(L) + \beta(L)]X_t + \alpha(L)\xi_t + u_{t+i}$$

3. トランスミッション・メカニズム

利子率を通じる金融政策のインフレ率への影響は，基本的に3つの経路を通

じて波及する。総需要，総供給，為替レートである。利子率の変化は，総需要を変化させ，フィリップス・カーブを通じてインフレ率に影響する。一般的に，利子率は総需要に即時的には影響せず，タイム・ラグがある。さらに，総需要のインフレ率への影響にもタイム・ラグがあるとされており，このような関係は例えば以下で表現される。

$$(6) \quad y_{t+1} = \alpha y_t - \beta r_t + u_{t+1}$$

$$(7) \quad p_{t+1} = \pi_t + g y_t + j_{t+1}$$

ここで， y は産出水準（潜在産出量との乖離）， π はインフレ率， r は実質利子率， u ， j は確率的ショックである。

第2の経路は，総供給を通じるものである。利子率の変化は，総需要へのリアル効果を通じて賃金を含む様々な価格に影響を与えるが，さらにこれらの価格変化を通じて総供給に影響する。例えば，Batini & Haldane [1999] は以下のモデルを示している。

$$(8) \quad p_t = 0.5(w_t + w_{t-1})$$

$$(9) \quad w_t - p_t = \alpha(E_t w_{t+1} - E_t p_{t+1}) + (1-\alpha)(w_{t-1} - p_{t-1}) + \beta y_t + v_t$$

ここで， p は消費者物価水準， w は名目賃金， y は産出水準（潜在産出量からの乖離）， v は確率的ショックである。

(8)式は，消費者物価が2期間（今期と前期）の平均賃金コストにマーク・アップをかけた形で決定されることを示す。(9)式の実質賃金は，来期の予想実質賃金と前期の実質賃金の加重平均と，労働市場を通じる総需要の影響，確率的ショックによって決定される。以上より，総供給関数(10)式が求まるが²⁶，経済主体の消費者物価と賃金の予想の誤差が影響することが特徴である。

$$(10) \quad \pi_t = \alpha E_t \pi_{t+1} + (1-\alpha)\pi_{t-1} + \beta(y_t + y_{t-1}) + v_t + \alpha[(p_t - E_{t-1} p_t) - (w_t - E_{t-1} w_t)]$$

ところで，Ball [1999] のモデルではインフレ率に影響を与える為替レート

²⁶ 詳しくは Batini & Haldane [1999] を参照。

の変化に着目している。(11)式の総需要を通じる影響、(12)式の輸入財価格変化の影響、(13)式の利子率の影響である。

$$(11) \quad y_{t+1} = \alpha y_t - \beta r_t - \gamma e_t + v_{t+1}$$

$$(12) \quad p_{t+1} = \pi_t + \delta y_t - \varepsilon(e_t - e_{t-1}) + j_{t+1}$$

$$(13) \quad e_t = \zeta r_t + \chi_t$$

ここで、 y は産出水準（潜在産出量からの乖離）、 π はインフレ率、 r は利子率、 e は為替レート、 v , f , χ は確率的ショックである。

国内利子率と世界利子率の裁定条件は、為替レートが利子率の動きに調整されることを保証する。為替レートの変化は、輸入財の国内価格に影響し、インフレ率の計算に輸入財が含まれている限り、瞬時的にインフレに影響する。さらに、為替レート変化による輸入原材料、輸入中間財を通じる生産コストの上昇や輸入消費財を通じる生計費の上昇があれば、賃金を通じて産出量にも影響する。他方、価格には短期的に硬直的な部分があることを考慮すると、名目為替レートの変化は実質為替レートを変化させ、国内の財・サービスの価格と国際価格の相対価格に影響する。相対価格の変化は、国内で生産される財・サービスへの国内需要と海外需要を変化させ、インフレにも影響する。

4. ブラジルにおけるインフレーション・ターゲティング

インフレ目標を設定するシステムは、為替レートに代わる名目アンカーとして、1999年7月1日より、正式に制度化されたものである²⁷。94年7月にリアル計画が実施されてから、99年1月まで、ブラジル政府は管理された為替レート相場制（クローリング・ペッグ）で通貨の安定を維持し、外貨準備も高いレベルを維持していた。メキシコのパソ危機、アジアの通貨危機、ロシア危機と

²⁷ 1999年7月21日の大統領令3,088号で実施された。

続いたが、中央銀行は積極的な高金利政策と外貨準備を取り崩すことによって、為替レート政策を維持した。しかし、高金利政策は利払い負担によって政府債務を急増させたため、財政・税制・社会保障改革の遅れもあったことから、各地で通貨危機が発生するたびに、ブラジルの為替レート政策に関する通貨当局へのクレディビリティが侵食されることは避けられなかった。

1999年1月15日に通貨レアルは自由変動相場に移行し、レートは相場制変更前の1ドル=1.21レアルから、2月末には1ドル=2.06レアルにまで切り下がることになった。3月の始めには、為替レートがオーバーシュートしているとの認識の下、中央銀行は利子率の引上げをアナウンスすると同時に利子率決定の手続きを変更し、かつて利子率が金融政策委員会(Copom)²⁸でもっぱら決定されていたのを、中央銀行総裁が通貨政策審議会を経ずして事前の通告なしに利子率を変更することが可能となった²⁹。また、通貨当局は、利子率バンド制(TBC/TBAN)の廃止と基本金利(SELIC)への一本化を同時に発表した。

ブラジルで採用されているインフレーション・ターゲティング政策の基本的な特徴は以下の通りである³⁰。

- (1) インフレ目標値と許容幅は、大蔵省からの提案のもと、通貨審議会 CMN (*Conselho Monetário Nacional*) で決定される³¹。
- (2) インフレ目標値を実現するための必要な政策は中央銀行の管轄である。
- (3) 目標値の達成とは、1月から12月間の累積インフレ率が固定されている許容範囲内に収まることである。
- (4) 目標値を達成できない場合、中央銀行総裁は大蔵省への手紙を公開することが義務となり、目標を達成できなかった理由についての説明と、目標範

²⁸ 金融政策委員会は、中央銀行の総裁と局長から構成される。インフレーション・ターゲティング政策の実施前は、Copomの会議は約5週間ごとに開催されていた。

²⁹ ただし「下方バイアス」ルールを採用し、中央銀行総裁が利子率を引き上げる場合のみ、Copomのその他のメンバーと事前協議することを義務付けている。

³⁰ 前記大統領令、ならびにBCB [1999a] 参照。

圏内に戻す方策，その期間などが明記されていなければならない。中央銀行総裁への公式な制裁はない。

- (5) 採用されるインフレ・インデックスは，IBGE で算出され，特定の品目を除外することのない拡大版消費者物価指数（IPCA）が採用された。IBGE は計画予算運営省に属する機関で，全国 11 ヶ所における最低賃金の 40 倍までの所得層の家計について価格調査を行っている。
- (6) 免責条項はない。すなわち，一時的にでもインフレ目標が満たされない状況は認められていない。
- (7) 中央銀行は四半期ごとにインフレ・レポートを公表し，金融政策の結果と将来のインフレ動向について予測する。
- (8) 中央銀行は将来のインフレ予想値と推定の背後にある基本的な仮説を公開するが，推定のためのエコノメトリック・モデルについては明らかにしない。
- (9) ある年のインフレ目標は，1 年半前の 6 月 30 日までにアナウンスされなければならない。
- (10) 1999 年から 2002 年までのインフレ目標は，8%，6%，4%，3.5% で，許容範囲は上下 2% である。

ブラジルのインフレの歴史と通貨当局へのクレディビリティの低さのため，ブラジル政府は中央銀行に対し極めて厳格な措置をとっている。とくに，免責条項をもたないことや，除外品目のない全ての項目を含むインフレ指数を採用することなどである。以前よりインフレーション・ターゲティング政策を採用している，イギリス，カナダ，オーストラリア，ニュージーランドなどでは，特定の項目をインフレ指標より除外しているが，ブラジル政府がインフレ指標から除外する特定の項目を認めなかったのは，過去にインフレ指標から恣意的

³¹ 通貨審議会は，大蔵大臣，計画予算運営省大臣，中央銀行総裁からなる。

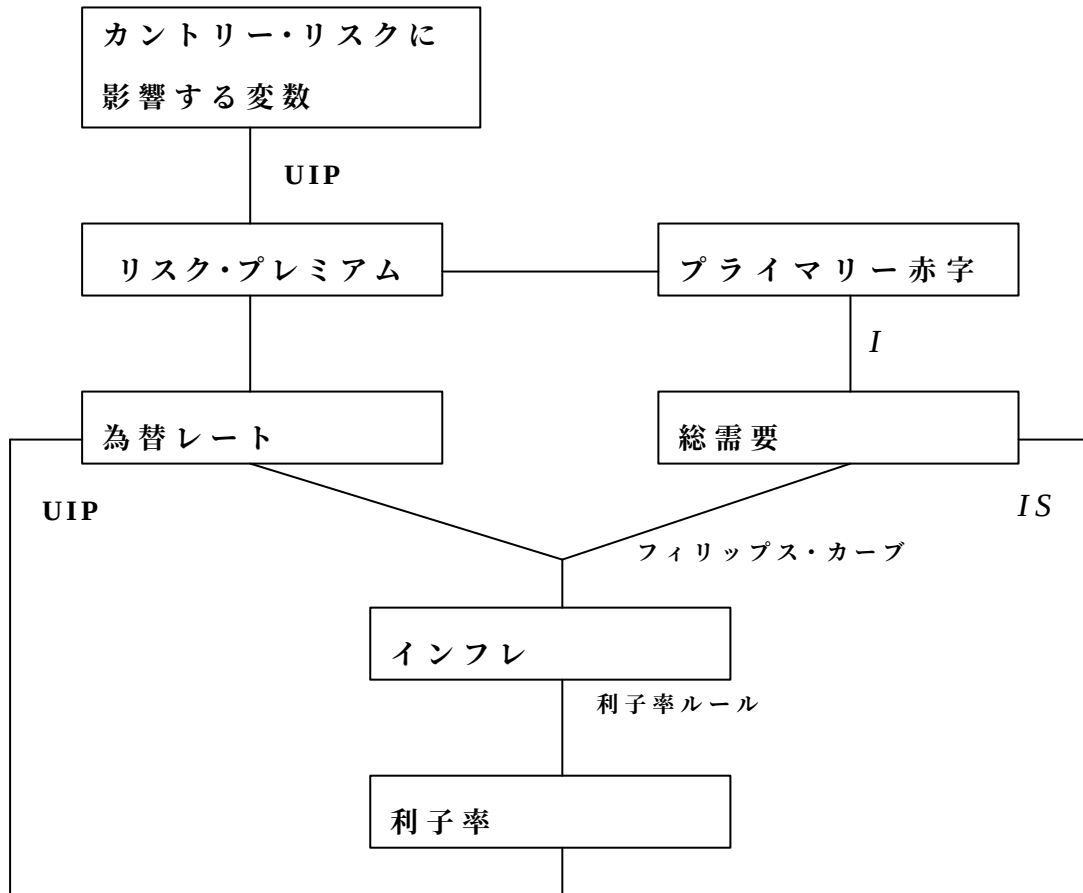
に特定の項目を削除することがあったため、新しい制度の採用にあたり、こうしたやり方がクレディビリティに悪影響を与えることが危惧されたからである。また、同様の理由から、既に使用されており民間に周知されているインフレ指標（IPC）に基づく新しい指標（IPCA）が採用された。ただし、広範なインフレを計る指標がコア・インフレのみを計る指標より不安定な動きを示すことから、インフレ目標には比較的広い許容範囲が設定された。

しかし、新しいインフレ抑制のシステムを考案するときには、上記の多くの技術的な要素が考慮されたが、政治的理由から生じるいくつかの問題によって通貨当局のクレディビリティを十分に形成することができなかった。例えば、目標が達成されないときに中央銀行総裁にいくつかの措置が義務付けられたが、中央銀行総裁や局長の更迭などのより厳しい制裁は設定されなかった。また、利子率を決定する金融政策委員会への政治的介入を避ける特別の法令は作られなかった。ただし、原則として、構成メンバーの変更と利子率決定のフォーミュラを変更することによって大統領は金融政策委員会を再編成できることになっている。

ブラジル中央銀行のインフレーション・ターゲティング政策の基本的な考え方は、以下のシェーマ図で知ることができる（BCB [2000a]）³²。

³² 次節の本稿のモデルとの差は、財政赤字（プライマリー赤字）が外生変数で、利子率の関数となっていないことである。

図 1



出所：BCB [2000a]

注： UIP：カバー無しの国際利子裁定条件，IS：IS 曲線

5. 若干のモデル分析

本節では、BCB [2000a], Ball [1999], Svensson [1997] の先行研究に基づき、最適な金融政策の決定に及ぼす財政変数の効果を導入するが、とくに、リスク・プレミアムと利子率裁定条件に影響を及ぼす公的債務の存在を重視する。ただし、モデルは多くのインフレーション・ターゲティングのモデルと同様に民間のインフレ率と為替レートに関する期待形成の役割を考慮しない。この点は、Lucas [1976] によって批判されているが、本稿のコンテキストにおいては期待形成のプロセスをモデルに含めても、基本的な結論が変化することはない。

モデルは以下に集約される。

$$(14) \quad y_t = a_y y_{t-1} - a_r r_{t-1} - a_e e_{t-1} + u_{1t} \quad 0 < a_y < 1, \quad a_r, a_e > 0$$

$$(15) \quad p_t = p_{t-1} + b_y y_{t-1} - b_e (e_{t-1} - e_{t-2}) + u_{2t} \quad b_y, b_e > 0$$

$$(16) \quad e_t = g_r r_t - g_x X_t + u_{3t} \quad g_r, g_x > 0$$

$$(17) \quad X_t = X_{t-1} + d_d d_t + u_{4t} \quad d_d > 0$$

$$(18) \quad d_t = e_r r_t + e_D D_{t-1} - e_y y_t + u_{5t} \quad e_r, e_D, e_y > 0$$

ここで、 y は実質産出量（潜在産出量からの乖離）の対数、 π はインフレ率の対数、 r は実質利子率 + 1 の対数、 e は実質為替レートの対数、 X はリスク・プレミアムの対数、 d は財政赤字の GDP 比 + 1 の対数、 D は政府債務の GDP 比率 + 1 の対数（ただし、 $D_t = D_{t-1} + d_t$ ）、 u_i は確率的ショックである。

(14)式は、総需要を表している。実質産出量（潜在産出量からの乖離）は実質利子率と実質為替レート（プラスの変化は増価を意味する）の負の関数であり、実質産出水準への効果に時間が必要であることを考慮して 1 期のラグが付いている。また、1 期ラグ付の実質産出量の導入は、調整のコストの存在を強調するためである。 u_{1t} は需要面における確率的ショックである。

(15)式は、Ball [1999] に従う総供給（フィリップス・カーブ）である。インフレ率の水準は、リアル面における調整ラグを反映した 1 期ラグ付きの実質産出水準と、輸入財価格の変化を通じる為替レートの変化に影響される。為替レートに 2 期ラグが付けられているのは、価格決定者がすぐには反応しないという仮説（Ball の付録参照）に基づく。(15)式には、インフレのイナーシャが自己回帰の形で表現されている。 u_{2t} は供給側のショックである。

(16)式は、為替レートと利子率の関係を示し、国内利子率の上昇は、その他の条件にして等しければ、資本流入を刺激し、為替レートの増価をもたらす。さらに、リスク・プレミアムの存在を認めれば、それは為替レートに切り下げの方向に影響する。世界利子率の変化、国際金融市場不安、その他のショックは u_{3t} で表現される。

(17)式は、ブラジルのケースにおいて重要と考えられる財政変数のリスク・プレミアムへの影響を捉えたものである。実際、1999 年 1 月に生じたブラジルの通貨危機の時には、第 4 章で議論されたように財政改革の遅れが将来のインフレの高進（したがって更なる為替レートの過大評価）と財政破綻の危惧を高め、リスク・プレミアムを急増させたことが通貨危機の重要な要因であった。 u_{4t} はリスク・プレミアムに影響するその他の要因である、外貨準備の変動、非財政的な国内変数などを示している。

非金融財政赤字（政府経常支出、政府投資、社会保障から租税収入を差し引いたもの）と金融財政赤字（政府債務利払い）のダイナミックスが異なることを考慮して、財政赤字のリスク・プレミアムへの効果は(18)式で区別している。ここでは、財政赤字の金融的部分の効果は、利子率と政府債務残高に依存し、非金融財政赤字は実質産出高に依存するとする。ブラジルの政府債務の利払いに関する表現は、第 7 章で詳述されるように、実際には債務が様々な償還期限の国債などの債券で構成されていることや、様々な収益形態（*pós-fixados* と呼ばれる債券で償還期限が到来して初めて収益が確定するタイプや、為替レート

にインデックスされているものなど)を持つことから、注意が必要である。しかし、本稿では、(18)式のような単純化した形で処理する。実質産出量の係数は、その成長が税収入を高めると考えられることから、負であると仮定する。確率変数 u_{5t} は(18)式に含まれていないその他の財政赤字に影響する変数、例えば、司法的措置に由来する特別な支出や、税制の変更、選挙などを代理している。

通貨当局の問題は、目標インフレ率と将来のインフレ率との予想される乖離を最小化する現在ならびに将来の利子率を決定することである。目的関数は以下のように表現される。

$$(19) \quad \min E_t 0.5 \sum_{i=0}^{\infty} q^i (p_{t+i} - p^*)^2$$

ここで、 E_t は t 期に利用可能な情報のもとでの条件付期待、 θ は時間割引率 ($0 < \theta < 1$)、 π^* は目標インフレ率である。(16)式、(17)式、(18)式より、以下を得る。

$$(20) \quad e_t = (g_r - g_x d_d e_r) r_t - g_x X_{t-1} - g_x d_d e_D D_{t-1} + g_x d_d e_y y_t - u_{7t}$$

(20)式を(14)式、(15)式に代入し、 π については1期先で表現すると、以下を得る。

$$(20) \quad y_t = (a_y - a_e g_x d_d e_y) y_{t-1} - [a_r + a_e (g_r - g_x d_d e_r)] r_{t-1} + a_e g_x X_{t-2} \\ + a_e g_x d_d e_D D_{t-2} + u_{1t} + a_e u_{7t-1}$$

$$(21) \quad p_{t+1} = p_t + (b_y - b_e g_x d_d e_y) y_t + b_e g_x d_d e_y y_{t-1} - b_e (g_r - g_x d_d e_r) r_t \\ + b_e (g_r - g_x d_d e_r) r_{t-1} + b_e g_x X_{t-1} - b_e g_x X_{t-2} + b_e g_x d_d e_D D_{t-1} - b_e g_x d_d e_D D_{t-2} \\ + u_{2t+1} + b_e u_{7t} - b_e u_{7t-1}$$

(21)式を(22)式に代入し以下を得る。

$$(23) \quad p_{t+1} = p_t + [(b_y - b_e g_x d_d e_y)(a_y - a_e g_x d_d e_y) + b_e g_x d_d e_y] y_{t-1} - b_e (g_r - g_x d_d e_r) r_t \\ - \{(b_y - b_e g_x d_d e_y)[a_r + a_e (g_r - g_x d_d e_r)] - b_e (g_r - g_x d_d e_r)\} r_{t-1} \\ + b_e g_x (X_{t-1} - X_{t-2}) + (b_y - b_e g_x d_d e_y) a_e g_x X_{t-2} + b_e g_x d_d e_D (D_{t-1} - D_{t-2}) \\ + (b_y - b_e g_x d_d e_y) a_e g_x d_d e_D D_{t-2} + u_{2t+1} + (b_y - b_e g_x d_d e_y) u_{1t} \\ + [(b_y - b_e g_x d_d e_y) a_e - b_e] u_{7t-1}$$

ところで、 t 期の利子率が $t+1$ 期のインフレ率に、 $t+1$ 期の利子率が $t+2$ 期

のインフレ率にという形で連続的に影響するため、通貨当局の異時点間の最小化問題は、period-by-period の最小化問題、すなわち 1 時点の最適解の連続として考えることができる (Svensson [1997], pp.1139-40)。したがって、1 時点の最小化問題は、

$$(24) \quad \min E_t 0.5q(p_{t+1}-p^*)^2$$

であり、(23)式を考慮し、 r_t について 1 階の条件を求めると、

$$\begin{aligned} \partial E_t[0.5q(p_{t+1}-p^*)^2]/\partial r_t &= E_t[q(p_{t+1}-p^*)\partial p_{t+1}/\partial r_t] \\ &= -qb_e(g_r - g_x d_d e_r)E_t(p_{t+1}-p^*)=0 \end{aligned}$$

となる。したがって、最適化政策のもとでは、

$$E_t p_{t+1} = p^*$$

すなわち、 t 期の情報のもとで形成される $t+1$ 期の期待インフレ率が目標インフレ率と等しくなるように t 期の利子率が決定されることを示している。(23)式より期待インフレ率を求め、それを目標インフレ率と等しくおくことによって、通貨当局の反応関数が求まる。

$$\begin{aligned} (25) \quad r_t &= 1/b_e(g_r - g_x d_d e_r)\{(p_t - p^*) + [(b_y - b_e g_x d_d e_y)(a_y - a_e g_x d_d e_y) + b_e g_x d_d e_y]y_{t-1} \\ &\quad - \{(b_y - b_e g_x d_d e_y)[a_r + a_e(g_r - g_x d_d e_r)] - b_e(g_r - g_x d_d e_r)\}r_{t-1} \\ &\quad + b_e g_x(X_{t-1} - X_{t-2}) + (b_y - b_e g_x d_d e_y)a_e g_x X_{t-2} + b_e g_x d_d e_D(D_{t-1} - D_{t-2}) \\ &\quad + (b_y - b_e g_x d_d e_y)a_e g_x d_d e_D D_{t-2}\} \end{aligned}$$

ここで、 $(g_r - g_x d_d e_r) > 0$ 、 $(a_y - a_e g_x d_d e_y) > 0$ の条件が満たされるとすると、利子率は、今期のインフレ率と目標インフレ率の差、ならびに、1 期前の実質産出水準にプラスに反応する。こうした結果は、いわゆるテイラー・ルールと似かよっている。しかし、Svensson [1997] が主張するように、利子率は今期のインフレ率に依存するが、これは通常のテイラー・ルールが示すように目標インフレ率に調整されるのではなく、今期のインフレ率が先決であることから、今期のインフレ率のインフレ予想への効果を通じて影響するものである。さらに、Svensson [1997] や Ball [1999] では考慮されなかった点として、最適な利子

率政策はリスク・プレミアムや政府債務の影響を受けており、これらが上昇するときには利子率は引き上げられなくてはならない。したがって、リスク・プレミアムや政府債務の存在は、最適な利子率政策を策定し実施する上での技術的困難さを意味するのみならず、インフレーション・ターゲティング政策の実施には厳格な財政改革が不可欠であることを示唆している。第7章では、ブラジルが政府債務の残高やその構成などに関し困難な問題を抱えていることを議論する。

6. おわりに

ブラジルでは、為替レートが価格アンカーとして機能するクローリング・ペッグ制の代わりとしてインフレーション・ターゲティング政策が実施された。しかし、これはリスクなインフレ抑制の試みであるといえるかもしれない。なぜなら、インフレーション・ターゲティング政策は依然として少数の先進国に限られたものであり、また、まだ実施してから極めて短期間しか経ておらず、これらのいずれの国もこれまで困難な状況に直面していないからである。

本章では、とくに発展途上国のコンテキストにおいて、深刻な公的債務が存在し、それがリスク・プレミアムに影響する場合、インフレーション・ターゲティング政策に影響を与えることを示した。しかも、リスク・プレミアムと政府債務はインフレーション・ターゲティング政策が直接的に影響を及ぼすことができない所与の条件であることから、通貨当局はいっそう複雑で困難な利子率政策が要求される。したがって、インフレーション・ターゲティング政策の成功は、財政均衡に関する政府の取り組み如何に依存していると結論づけることができる。

第 6 章 通貨危機と銀行システムの健全性

－ラテンアメリカとアジアの比較－

1. はじめに

1990 年代後半に、国際金融市場のグローバル化を背景に、94 年末のメキシコのペソ危機、97 年のアジア諸国の通貨危機、98 年のロシア危機、そして 99 年のブラジルの通貨危機と、通貨危機が多発した。しかし、通貨危機発生理由とその影響は、各国の国内的条件の相違を反映して様々であり、決して一様ではない。とくに、アジア諸国で発生した通貨危機が近隣諸国に深刻な影響を与え、連鎖的な通貨危機の伝播 (contagion) が生じたのに対し、99 年 1 月のブラジルの通貨危機はラテンアメリカ域内への伝播が危惧されたものの、当初の予想とは異なり、ブラジルの国内経済や近隣諸国への影響は軽微にとどまっている。

こうした通貨危機における形態や影響の相違は、いかなる理由に基づくのであろうか。各国のファンダメンタルズの相違や投資家が置かれていた国際金融情勢などの相違に基づくと考えられるが、本章はファンダメンタルズの中でも、各国間の相違をもたらした 1 つの重要な要因であると考えられる銀行システムの健全性に着目し、通貨危機との関連を議論することを目的とする。まず、第 2 節で通貨危機発生メカニズムについて理論的な検討を行ない、複数均衡のフレームでファンダメンタルズと投資家の期待変化の双方を考慮した形で通貨危機発生メカニズムを議論する。また、モデルのインプリケーションとして銀行システムの健全性と通貨危機の関連について検討する。第 3 節では、通貨危機が発生したメキシコ、タイ、インドネシア、韓国、ブラジルについて、各

国の通貨危機の共通点と相違点について議論する。さらに、アルゼンチン、チリを含めマクロ・ファンダメンタルズを比較する。第4節では、各国の銀行システムの健全性について議論するが、とくに財務状況についての比較を行う。また、通貨危機後のブラジルの銀行セクターにおける動向について議論する。

2. 通貨危機のメカニズム

2.1 通貨危機の理論

第4章で詳しく議論されたように、通貨危機もしくは通貨アタックを説明する議論に、基本的な立場として2つのタイプがある。第1世代モデルと呼ばれるマクロ・ファンダメンタルズを重視する立場と、第2世代モデルと呼ばれる投資家の期待変化を重視する「自己実現的 (self-fulfilling)」通貨危機モデルである。第1世代モデルは、財政・金融政策などのファンダメンタルズの悪化によって固定相場が維持できなくなり変動相場制への移行が不可避となる通貨危機のモデルを展開している。モデルは、外貨準備が枯渇する以前に投機アタックが生じることを説明する点において極めて興味深い。投資家は財政・金融政策などのファンダメンタルズの状況と、そのファンダメンタルズの状況に対応するシャドー為替レート（変動相場になった場合の為替レート）を正確に知っていることから、投機アタックをかけて利益を得るかどうかの判断が可能である。また、このように完全予見を前提すれば、モデルを線形で表示することによって、通貨アタックの時点が正確に予測可能となる。第1世代モデルはその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。

第2世代モデルは、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、付和雷同的にアタックが仕掛けられ、固定相場の崩壊がもたらされることを説明するものである。ある意味で、営業内容が悪くなくとも預金引出しによって

銀行が破綻する銀行取付けモデルと類似している。また、群集心理もしくは協調的行動で投資家が投機アタックを仕掛けると、為替切り下げの方向に政府行動が変化させられるという意味で、為替危機が「自己実現的」となり得ることを説明できる。しかも、第1世代モデルでは持続不能な経済政策の結果として為替危機が生じると考えられたのと対照的に、経済政策の整合性とは独立に生じ得るとする点で重要である。ただし、このモデルでは完全予見の第1世代モデルと異なりアタックのタイミングを特定化できない。どちらの解が成立するかは、複数均衡モデルであるため、投資家の期待に依存し、通貨アタックが生じるか生じないかは、ランダムなできごとに影響される。換言すれば、第2世代モデルにおいては、通貨アタックがファンダメンタルズとは無関係に発生することが説明可能である。

ところで、どちらのタイプの理論が現実をよりよく説明するかについては、一長一短であり、現実にはファンダメンタルズも投資家の期待の変化も通貨危機発生には不可欠である。以下では、銀行セクターの健全性と通貨危機との関係を明確に理解するために、極めて単純化した形で2つの理論の総合化を試みたモデルによって議論する。

2.2 通貨危機モデルの総合化

モデルは、ファンダメンタルズと投資家の期待変化の両者に着目して議論した Sachs, Tornell and Velasco [1996a] の考え方に基づく。彼らの論文では、ファンダメンタルズとして外貨準備の不足、為替の過大評価、銀行システムの健全性を重視すると同時に、資本流出が為替の切り下げ期待に依存することを考慮することによって複数均衡の可能性を議論している。彼らの論文ではとくに定性的なモデル分析はなされていないが、以下では彼らの論点を極めて単純な形でモデル化して、通貨危機発生のメカニズムを議論する。

サックスらは、民間（投資家）の行動ルールとして、投機アタックをかける

かどうかクリティカルな為替レートの予想切り下げ率が存在し、予想切り下げ率がある一定のレベルを超えると投機アタックを仕掛け（資本流出）、そのレベルに達しなければ投機アタックはなされないとしている。いうまでもなく、このクリティカルな予想切り下げ率のレベルはファンダメンタルズに依存し、ファンダメンタルズが悪ければ、投機アタックを決心する予想切り下げ率のレベルは低まる。例えば、銀行システムが不健全であれば、政府は固定相場を維持する政策（例えば高金利政策）を実施するのがより困難であるため、投資家が投機アタックを決心する予想レートが低まることになる。

他方、政府のルールにも、固定相場を放棄するクリティカルな状況が存在し、外貨準備との対比での資本流出の水準が問題となり、ある一定水準以上の資本流出があれば政府は固定相場の放棄を余儀なくされるとしている。いうまでもなく、こうしたクリティカルな水準は、外貨準備の水準のみならずファンダメンタルズの状況によって変化するものであり、ファンダメンタルズが悪ければ、より少ない資本流出の水準でも切り下げに追いやられる。民間は政府のルールを織込み、資本流出がクリティカルなレベルを超えると（固定相場の放棄を予想して）投機アタックを仕掛けることになる。

ここで、資本流出と予想為替切り下げ率の調整メカニズムを考えよう。いま、 D を為替レートの予想切り下げ率、 K を資本流出額、 $\dot{D}$ 、 $\dot{K}$ をそれぞれの変化分とすると、資本流出の調整は、

$$(1) \quad \dot{K} = \delta(D - D(K)), \quad D'(K) > 0, D''(K) > 0$$

で与えられる。 δ は調整係数である。ここで、 $D(K)$ はある与えられた K のもとで長期的（調整後）に成立する予想為替切り下げ率である。(1)式は、資本流出が現実の予想為替切り下げ率（ D ）と現在の資本流出額に対応する予想切り下げ率（ $D(K)$ ）の差に応じて調整されることを示している。すなわち、長期的（調整後）に成立するはずの予想切り下げ率（民間は知っている）から現実の切り下げ率が乖離すればするほど、固定為替相場が維持されなくなる可能性が高く

なると民間が判断することを意味し、それだけ資本流出が高まることを示している。

他方、予想為替切り下げ率の調整は、

$$(2) \quad \dot{D} = \lambda(K - K(D)), \quad K'(D) > 0, K''(D) < 0$$

で与えられる。 λ は調整係数である。ここで、 $K(D)$ はある与えられた D のもとで長期的（調整が終了した後）に成立する資本流出額で、上式は、現実の資本流出額（ K ）と現時点の予想切り下げ率に対応する資本流出額（ $K(D)$ ）の差に応じて為替レートの予想切り下げ率が調整されることを示している。すなわち、長期的に成立するはずの資本流出量より現実の資本流出量が多いほど、固定相場が維持されなくなると判断され、予想切り下げ率が高められる。

このような循環的な体系では、一般的に複数均衡の可能性を持つが、 δ 、 λ の符号が変化しない場合、固定相場が維持される低位の均衡点（A点）と投機アタックが生じる高位の均衡点（B点）は、一方が安定となれば他方は不安定となり、必ず通貨アタックが生じるか、必ず固定相場が維持されるかのどちらかのケースしか取り扱えない。しかも、いずれのケースが成立するかは、それぞれの曲率に応じて決定できない。

しかし、ここで上述のクリティカルな水準を導入すると、両点とも安定均衡となる複数均衡が生じる。すなわち、固定相場維持も投機アタックもいずれも生じる可能性があり、いずれが生じるかは「サンスポット」（政治的不安や噂などの偶発的な条件）による投資家の期待変化に依存し、投資家の群集心理、協調的行動、もしくは付和雷同的な行動によって通貨危機が出現する。

図1は、資本流出の調整においてクリティカルな予想切り下げ率（ D^* ）が存在するケースを描いている。モデルでは、 D^* を境として（1）式の資本流出の調整係数の符号が逆転することで表現される。

$$\text{If } D < D^* \rightarrow \delta < 0$$

$$\text{If } D^* < D \rightarrow \delta > 0$$

すなわち、 $D < D^*$ の場合には、現実の予想切り下げ率が長期的なそれを上回っても、まだクリティカルなレベルより低いために投資家は固定相場の維持を信じ、資本投機を行わないことを示している。逆に、 $D^* < D$ の場合には、前述の調整メカニズムの説明にあったように、現実の予想切り下げ率がクリティカルな水準を越えているため、投資家は強気となり、固定相場の放棄を予想し投機アタックを仕掛けることになる。

それぞれの調整式を均衡点の近傍で線形化し、安定性条件を調べると、

$$(3) \quad \begin{bmatrix} \dot{D} \\ \dot{K} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -\lambda K'(D) & \lambda \\ \delta & -\delta D'(K) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} D_0 - D \\ K_0 - K \end{bmatrix}$$

$$\text{Trace} = -\lambda K'(D) - \delta D'(K) < 0$$

$$\text{Determinant} = \lambda \delta (K'(D) D'(K) - 1)$$

である。 D_0, K_0 は定常均衡値である。図 1 のケースにおいては、 $D^* < D$ の領域にある B 点は、 $\lambda, \delta > 0, K'(D) > 1, D'(K) > 1$ より、 $\text{Trace} < 0, \text{Determinant} > 0$ であり、安定である。また $D < D^*$ の領域にある A 点では、 $\delta < 0, 1 > K'(D), 1 > D'(K)$ より $\text{Determinant} > 0$ であり³³、このとき λ の絶対値が十分に大きければ $\text{Trace} < 0$ が保証され、いずれの均衡点も安定となるケースが出現する。調整プロセスは矢印で示され、A 点では渦巻状に、B 点では単線的に均衡点に到達する。したがって、クリティカルな予想切り下げ率を導入することによっていずれの均衡点も安定となる複数均衡の可能性が出現する。

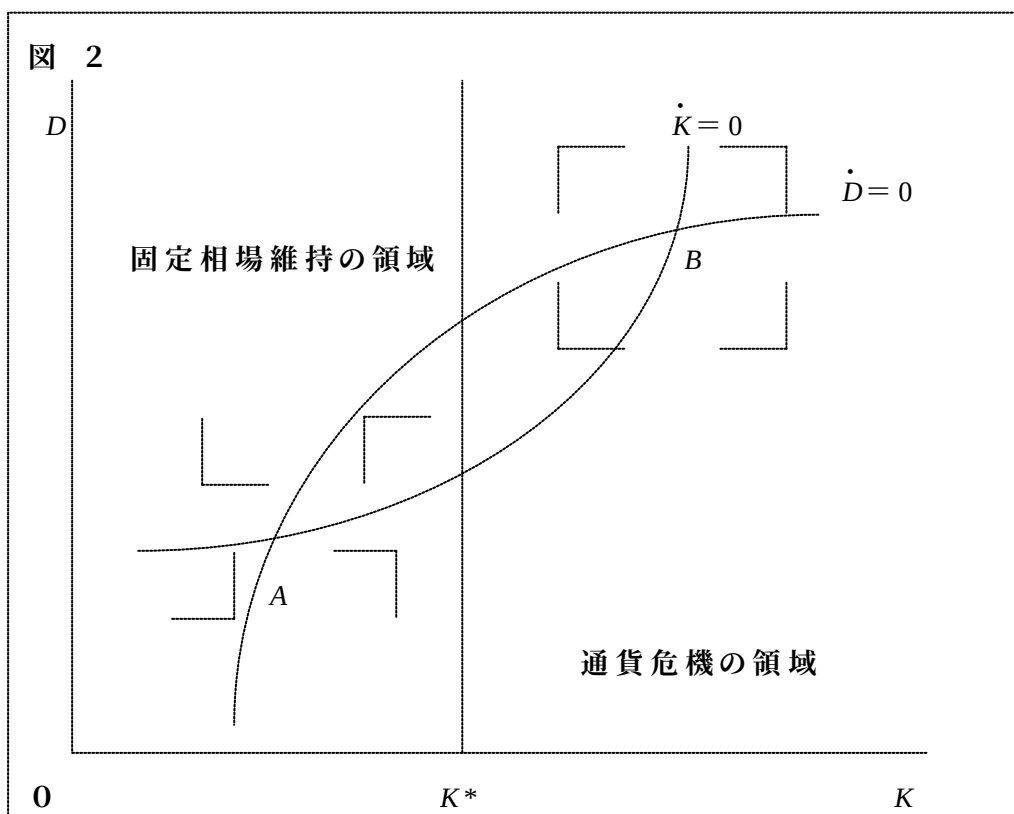
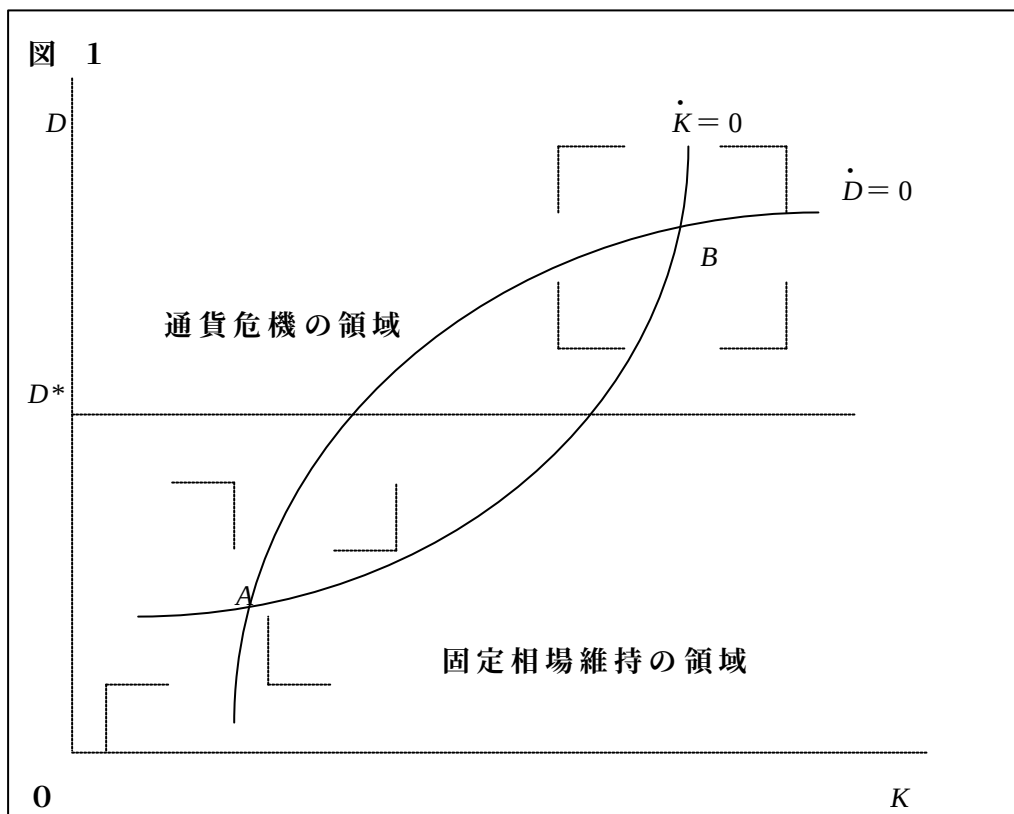
³³ B点では、 $\dot{K}=0$ の傾き >1 であり、 $\dot{D}=0$ の傾き <1 である。したがって、 $\dot{K}=0$ の傾きは $dD/dK=D'(K)$ より $D'(K)>1$ 、 $\dot{D}=0$ の傾きは $dD/dK=1/K'(D)$ より $K'(D)>1$ である。A点では、 $\dot{K}=0$ の傾き <1 であり、 $\dot{D}=0$ の傾き >1 である。したがって、 $\dot{K}=0$ の傾きは $dD/dK=D'(K)$ より $D'(K)<1$ 、 $\dot{D}=0$ の傾きは $dD/dK=1/K'(D)$ より $K'(D)<1$ である。

ところで、ここで問題とすべきは、このクリティカルな予想切り下げ率のレベルがファンダメンタルズに影響されることである。ファンダメンタルズが悪ければ、投資家が投機アタックを決心する D^* はより小さくなり（下方にシフト）、図から明らかなように、投機アタックが生じる領域が拡大することである。したがって、外貨準備の不足、為替の過大評価、銀行システムの不健全性などファンダメンタルズの悪化は、ある偶発的なできごと（初期条件）が通貨危機の領域に入る可能性を高め、投機アタックが発生しやすくなることを表現している。逆にファンダメンタルズが良好であれば、投機アタックの領域が狭まり、通貨危機の可能性が小さくなる。

他方、図2に示されるように、外貨準備との比較で論じた外貨流出のクリティカルな水準（ K^* ）を導入し、(2)式の調整係数 λ の符号がクリティカルな資本流出の水準に依存すると仮定することによって、まったく同様の議論が可能である。両均衡点が安定となるケースが出現し、通貨アタックが偶発的な条件に依存することを定式化できる³⁴。ここでも、 K^* はファンダメンタルズに影響され、ファンダメンタルズが悪ければ、より低い資本流出の水準（ K^* が左方にシフト）で政府に切り下げを決心させることになり、通貨危機の可能性を高めることが議論できる。

したがって、以上のモデルは、投機アタックを仕掛けるかどうか、政府が為替レートを切り下げるかどうかを決定するクリティカルな状況を導入することによって、また、こうしたクリティカルな状況がファンダメンタルズに依存すると想定することによって、第1世代モデルと第2世代モデルの極めて単純化した一つの総合化が可能となったといえる。本節の以下ではファンダメンタルズの一つの重要な要素である銀行部門の健全性が、通貨危機の発生とその後の経済パフォーマンスに如何に影響するかについて議論する。

³⁴ ただし、 D^* と K^* を同時に導入すると両均衡点が安定となることはない。



(出所) 筆者作成

2.3 銀行システムの重要性

以上より、一般的に、複数均衡が存在する状況でファンダメンタルズが悪化すれば、偶発的な条件の変化（政治的不安、他国の通貨危機、噂など）によって通貨危機が発生する可能性が高まることが説明できる。ここでファンダメンタルズとは、外貨準備の不足、為替の過大評価、銀行システムの不健全性、経常収支赤字、資本流入の規模、財政収支の状況、対外債務に占める短期債務の比率、などが重要である。

こうしたファンダメンタルズの中でも、銀行システムの不健全性は通貨危機の発生と、国内経済に与える影響において極めて重要である。以下の理由が考えられる。

第1の理由は、よく知られているように、銀行不安があれば、当該国へ投資をおこなっている海外の投資家や当該国の居住者は、安全な金融機関を求めて海外に資本逃避する傾向をもつことである。こうした資本逃避は外貨準備を低下させ、固定為替レートの維持を困難とする。とくに、投資家の群集的行動や協調的行動に「利得の外部性（payoff externality）」が認められる場合には、資本逃避が加速される³⁵。また、固定相場を維持するために、通貨当局が「最後の貸し手（lender of last resort）」として機能する場合、外貨購入のための資金が供給されるため、銀行不安が自国通貨の放棄や資本逃避をもたらしやすい。

第2は、適切なプルーデンス規制が整備されないまま国内的にも対外的にも金融市場が自由化されると、銀行部門・企業部門ともに過大な借り入れが行われる傾向があることである。とくに固定相場制を採用している場合、為替リスクが認識されなくなるため、銀行部門は海外から大量の資金を調達し、企業部門に対して急激な信用拡大を行う。企業部門も国内の銀行部門のみならず海外から直接的な資金調達を行う。こうした過剰な借り入れと信用拡大は、国内

³⁵ Devenow and Welch [1996] 参照。

経済に資産価格の高騰（バブル）が発生している場合に顕著となる。また、タイで見られたような積極的な外資取り入れ政策（1993 年の BIBF の開設）なども重要な役割を果たす。

当然、過剰な借り入れや、貸し付け競争による高リスクへの投資は不良債権の増加によって、銀行のバランス・シートを脆弱化させ、投資家（海外、国内）の信頼を低下させる。銀行や企業部門は新規の資金調達、借り換えが困難となり、投資家に近い将来の債務返済不履行を予想させるにいたる。このような予想が支配的となると、資本流出が始まる。したがって、銀行部門（同時にその背景である企業部門）がより脆弱であればあるほど、より低い為替レートの切り下げ予想、より少ない資本流出額であっても、債務返済不履行を予期した通貨危機が生じる可能性を高めることになる。

第 3 は、銀行部門が不健全であれば通貨の防衛に必要な政策の実施が困難となることである。資本逃避が始まれば、政府は利子率の引き上げや景気の抑制によって通貨の防衛を図ろうとするが、銀行部門が不健全であれば高利子率や景気後退は銀行の財務状況をいっそう悪化させ、銀行倒産などをもたらしかねない。政府がこうしたシナリオを政治的理由などで避けなければならないとすると、為替レートの切り下げが不可避となる。投資家がこのような政府の立場を理解しているのであれば、ここでも銀行部門が不健全であればあるほど投機アタックの可能性が高まることになる。とくに、中央銀行が銀行救済のために資金注入する場合、取り付け銀行の預金引き出しを可能とし、引き出された預金を外貨購入に向けられれば中央銀行は外貨を失うことになる³⁶。すなわち、外貨に変換し得る流動金融資産の外貨準備に対する比率が高いほど、外貨の枯渇は早いことになる。

ところで、ここで問題とすべきは、銀行システムの健全性に関わるプルーデ

³⁶ Chang and Velasco [1998] 。

ンス規制、信用秩序維持政策の問題である。とくにプルーデンス規制が未整備なままでの金融自由化との関連が重要である。金融自由化が実施されると、政策ディストーションが排除され、金融市場の競争が促進されるため、金融仲介による資金配分を改善することが期待される。また、銀行の立場から見れば、業務の多様化による収益機会の増加とリスク分散、範囲の経済性の拡大が可能となる。しかし、現実には情報の非対称性によって市場は不完全であり、金融機関のモラル・ハザード、逆選択を制限する制度的な枠組みが伴わない場合、かえって金融システムを不安定化させる。また、自由化がもたらす強い競争圧力の下、過剰な貸し出しがなされ、金融機関はよりリスクな投資や資金調達を求めリスクを高めることになる。ラテンアメリカの場合、こうした制度の整備は自由化のスピードに追いつかないものであり、多くの国で金融危機・金融不安を経験した³⁷。

金融自由化がもたらすと考えられる種々のリスクは以下の通りである。

- ①信用リスク：自由化は銀行間の競争を激化させ、ハイリスク・ハイリターンへの投資への選好を高め、結果として不良債権を増加させる。
- ②市場リスク：自由化が市場価格の変動を高め、金利、為替、債券価格がボラティルな動きを示す。
- ③流動性リスク：自由化が金融機関や企業の淘汰を促し、銀行や債務者の破綻によって資金繰りを困難とする。
- ④マネジメントリスク：自由化が経営能力（不十分なリスク審査能力、過度の予信拡大・業務拡大、内部規律の欠如など）の問題に基づくリスクを顕在化させる。

こうした、リスクに基づく金融システムの不安定化の典型例は、金融自由化が預金獲得競争と貸し出し競争を促し、金融機関に収益確保のためにモラル・

³⁷ 西島 [1998c] 参照。

ハザード的行動をとらせるケースである。その結果、ハイリスク・ハイリターンの投資が増大し、銀行の資産プロファイルを悪化させ不良債権が累積する。また、対外資本市場の自由化が金融自由化と同時進行する場合、金融投資のリターンも大きくなるが、リスクも大きくかつボラタイルとなる点が重要である。対外金融自由化がなされると、金融機関は国内信用のために積極的に外貨資金を取り入れ、外貨ポジションを高めることになるが、これは為替レートや世界利子率の変動にともなうリスクに晒されることを意味する。

ところで、通貨危機と金融危機の関係は相互関係にあり、通貨危機が銀行危機をもたらすことが、通貨危機後の経済パフォーマンスに大きく影響する。銀行部門や企業部門が外貨建て債務を有している場合、為替の切り下げは自国通貨建ての債務額を増幅し、不良債権や債務超過を引き起こすことになる。メキシコ、タイ、インドネシア、韓国などでは、不健全な銀行部門を有していたことが、通貨危機の一因となっただけでなく、通貨危機後の銀行危機につながり深刻な経済パフォーマンスをもたらしたことはいうまでもない。

3. 通貨危機諸国の比較

表1は、通貨危機を経験したメキシコ、タイ、インドネシア、韓国、ブラジルについて、それぞれの通貨危機の特徴をまとめたものであり、表2はさらにアルゼンチンとチリを加えた各国のマクロ・ファンダメンタルズを比較したものである³⁸。

通貨危機を経験した国々には、通貨危機の経緯やファンダメンタルズに共通する部分と相違する部分が見受けられるが、まず、共通する部分について議論する。

³⁸ 伊藤 [1999b] 参照。

表 1 通貨危機の特徴の各国比較

	メキシコ	タイ	インドネシア	韓国	ブラジル
通貨危機の時期	94 年 12 月～95 年 3 月	97 年 7 月～98 年 1 月	97 年 10 月～98 年 6 月	97 年 11 月～98 年 1 月	99 年 1 月～4 月
マクロ構造問題	経常収支赤字 脆弱な銀行システム	経常収支赤字と脆弱な金融システム（バブル）	脆弱な銀行システム	過剰投資 脆弱な銀行システム	過大評価 財政赤字
短期対外債務	テソボノス（短期国債）	銀行部門の借り入れ	企業部門の借入	銀行部門の借入れ	民間借入，外国人投資
外貨準備	固定相場維持のため切り下げ前に失う	固定相場維持のため先物ポジションで失う	失わず	銀行部門の債務返済のため貸し出し失う	早めの変動相場への移行により枯渇せず
危機のきっかけ	資本逃避	ヘッジファンドの投機	資本逃避と伝染効果	借換え拒否と伝染効果	資本逃避，伝染効果
切り下げ時の不安定要因	外貨準備高とテソボノス残高の情報不足。更に，その比較による債務不履行不安	中央銀行の通貨先物ポジションの残高と外貨準備の比較による不安感。銀行部門不良債権	企業の短期債務残高。産業政策と大統領の家族企業問題	短期債務高	財政赤字調整政策への不信感と，中銀総裁の更迭
政治リスク	大統領選挙（94 年 12 月）	連立政権の不安定性	大統領選挙（98 年 3 月）	大統領選挙	大統領選挙（98 年 10 月）
警告シグナル	セテスに代わりテソボノス残高の上昇	94 年 1 月依頼の株下落とバブルの破綻による金融機関の不良債権	特になし	特になし	ロシア危機後の資本逃避
金融自由化	80 年代後半。外貨預金への準備率などの廃止	90 年代に金融自由化。とくに 93 年の BIBF 開設	資本自由化されて久しい	規制残る	90 年代に金融自由化
IMF 支援プログラム	95 年 2 月 1 日	97 年 8 月 20 日	97 年 11 月 5 日 98 年 1 月 15 日追加	97 年 12 月 3 日 97 年 12 月 24 日追加	98 年 11 月 13 日
支援パッケージ	総額 \$ 516 億	総額 \$ 172 億	総額 \$ 400 億	総額 \$ 570 億	総額 \$ 415 億

出所：伊藤 [1999a] に筆者追加。

表2 各国ファンダメンタルズの比較

		経 常 収 支 /GDP 比 率 (%)	外 貨 準 備 (10 億 ドル)	実 質 為 レ 替 一	短 期 債 務 / 総 務 比 率 (%)	短 期 債 務 / 外 準 比 (%)	貸 出 /GDP 比 率 (%)	M2/ 外 貨 準 備 比 率 (%)
ブラジル	1994	-0.21	38.5	1.000	20.8	81.6	57.7	231.6
	1995	-2.62	51.5	0.730	19.2	59.2	36.6	221.1
	1996	-3.05	59.7	0.734	19.6	59.4	38.0	216.3
	1997	-3.79	51.7	0.729	17.4	66.6	40.0	245.7
	1998	-4.46	43.9	0.763	10.8	57.2	49.1	245.3
アルゼンチン	1994	-3.59	14.3	1.000	8.9	50.1	18.2	340.7
	1995	-0.99	14.3	0.968	10.8	71.1	18.2	288.0
	1996	-1.27	18.1	0.966	11.6	67.4	18.2	248.8
	1997	-2.91	22.3	0.961	14.6	80.6	19.5	308.8
	1998	-4.86	24.8	0.952	16.1	90.6	24.5	412.2
チリ	1994	-5.25	13.9	1.000	30.0	46.3	84.0	169.1
	1995	-3.96	14.1	0.875	32.0	49.3	97.2	206.0
	1996	-10.25	14.8	0.847	30.4	47.2	108.3	238.8
	1997	-10.55	17.3	0.810	37.2	57.3	118.7	286.7
	1998	-10.41	15.7	0.847	23.8	60.4	114.2	248.6
メキシコ	1994	-7.21	6.4	1.000	28.1	610.5	34.5	755.5
	1995	-0.49	17.0	1.409	22.4	218.8	28.1	312.9
	1996	-0.69	19.5	1.241	19.1	154.0	17.0	331.0
	1997	-2.14	28.9	1.072	19.1	98.8	28.7	275.9
	1998	-4.19	31.9	1.067	17.2	86.3	26.6	240.3
タイ	1994	-5.71	30.3	1.000	44.8	96.4	92.0	341.8
	1995	-8.23	36.9	0.928	49.5	111.3	99.5	330.7
	1996	-8.32	38.6	0.927	41.4	97.3	100.7	350.4
	1997	-2.03	26.9	1.627	37.2	129.5	132.7	485.2
	1998	12.63	29.5	1.127	24.3	76.9	133.0	366.6
インドネシア	1994	-1.64	13.3	1.000	18.1	146.1	50.6	357.5
	1995	-3.34	14.9	0.951	20.9	174.2	51.8	426.4
	1996	-3.46	19.4	0.917	25.0	166.2	54.2	377.5
	1997	-2.33	17.5	1.817	24.1	187.9	57.8	296.2
	1998	4.65	29.5	1.862	13.3	85.2	59.2	268.3
韓国	1994	-0.96	25.8	1.000	32.5	122.7	57.7	482.1
	1995	-1.74	32.8	0.938	54.3	142.1	56.6	453.2
	1996	-4.44	34.2	0.991	57.5	194.9	61.0	492.5
	1997	-1.72	20.4	1.915	39.3	262.8	69.4	576.5
	1998	12.8	52.1	1.213	20.2	54.0	79.0	343.9

出 所：IMF: *International Financial Statistics*, World Bank: *Global Development Finance*, 1999, BIS: ホームページ, 各国中央銀行ホームページ。

第 1 に、多くの場合、通貨危機直前の時点では事実上のドル・ペッグもしくは固定相場を採用していたことがあげられる。メキシコは為替バンド制を採用しており、タイ、韓国はバスケット制であるがドルの比重が 90% 以上であった。インドネシアはクローリング・ペッグでドルにリンク、ブラジルは為替バンド制を採用していた。ドル・ペッグはインフレの安定化に貢献するが、海外の投資家に為替リスクを認識させないため、直接投資のみならず大量の短期資金の流入につながる。

第 2 は、固定為替制が過大評価となる傾向を持っていたことである。過大評価は経常収支を悪化させるため、それを海外資金流入で補填する必要があったともいえる。しかし、過大評価が深刻となった場合、投資家に固定相場の持続性に対して疑問を抱かせるため、投機アタックへのインセンティブを与える。表 2 によると、1994 年を 1.0 とすると危機直前の 96 年にはタイで 0.927、インドネシアで 0.917、98 年のブラジルで 0.763 となっている。ただし、韓国では過大評価であったとはいえない³⁹。メキシコは、危機直前には 28.5% の過大評価であったとされる⁴⁰。

第 3 は、多くの国で通貨危機前に金融不安を経験していることである。メキシコでは金融自由化、民営化によって既に銀行部門は弱体であった。1988 年の金融自由化により貸し出しブームが生じ、国内信用の GDP 比は 94 年には 2 倍以上に拡大し、不良債権を累積していた。タイでは、96 年には資産バブルが崩壊しており、不動産、株価は暴落していた。バブルに荷担していた銀行のバランス・シートは悪化し、96 年には Bangkok Bank of Commerce が破綻している。続く 97 年には、ノン・バンクの 16 社が破綻した。しかも、こうした銀行やノン・バンクに政府は巨額の流動性支援をおこなっており、モラル・ハザードを

³⁹ ただし、表 2 は 1994 年を基点としているため、94 年以前から過大評価がある場合、数値は為替の過大評価を少なめに評価している可能性を否定できない。

⁴⁰ Sachs, Tornell and Velasco [1996a] 参照。

助長していた。インドネシアでは 88 年からの金融自由化によって多くの銀行が設立されたが、十分なプルーデンス規制を伴ったものではなく、不正融資、グループ貸付などにより不良債権問題が生じていた。銀行危機は既に潜在的に存在していたといえる。92 年には大手の民間銀行 Bank Summa の清算を経験している。ただし、ブラジルでの銀行部門は、99 年の通貨危機発生直前には公的金融機関を除き相対的に健全であったと考えてよい。

第 4 は、短期資金流入の急増である。メキシコではドル連動の短期国債テソボノスへの海外からのポートフォリオ投資という形で短期資金が流入していた。テソボノスの発行残高は 1994 年末の危機直前には 290 億ドルに達していたが、そのうち外国人投資家による保有は 170 億ドルに上っていた。テソボノスの償還は、95 年 1 月～3 月に 103 億ドルが予定されたのに対し、通貨危機後の 94 年末には外貨準備は 35 億ドルにすぎなかった。テソボノス以外にも、ペソ建て国債のセテスに 50 億ドル、株式投資に 250 億ドルなどの海外投資家の証券保有があったとされる。タイ、インドネシア、韓国に共通するのは、銀行からの短期対外債務である。とくに、タイ、韓国では総対外債務に占める短期債務の比率は、96 年にはそれぞれ 41.4%、57.5% と他国に比べ高い値となっている。また、タイ、インドネシアでは対外債務の GDP 比自体が 50% を超えており、タイ、韓国では対外借り入れが急増している。短期資本が多額に流入している場合、銀行がロールオーバーを拒否すればたちまちに外貨での返済が滞る事態となる。とくに、短期債務・外貨準備比が大きな場合、投資家の群集心理を煽り、急激な資本逃避が生じやすい。韓国、インドネシアでは短期債務・外貨準備比が 2 を超えており、韓国で 97 年 11 月、12 月に生じた事態はこうした状況を説明している。タイにおいては、オフショア市場（BIBF）を通じて多額の短期資金が流入し、95 年には短期債務・外貨準備比が 111.3% 水準に達し、短期債務の総債務に占める比率も 5 割に達している。ブラジルなどのラテンアメリカ諸国の場合、通貨危機発生の直前の 98 年時点では、アジア諸国と比して短期債務

の比率は相対的に小さいといえる。ブラジルの場合、98 年の短期債務比率は 10.8% 以下であった。

他方、通貨危機を経験した諸国において相違する点も多い。

第 1 は、経常収支赤字の程度である。表 2 によると、メキシコの 7.21% (1994 年)、タイの 8.32% (96 年) と比較的高い国と、韓国の 4.44% (96 年)、インドネシアの 3.46% (96 年)、ブラジルの 4.46% (98 年) と低い国もある。メキシコ、タイは明らかに持続不能な経常収支赤字であったと一般的に判断されている。韓国は経常収支赤字が拡大しつつあった点が重要である。対 GDP 比は 94 年の 0.96% から 96 年の 4.44% へと急増している。

第 2 は、通貨危機の時点での外貨準備水準の相違である。メキシコでは固定相場維持を図ったために 1994 年には 64 億ドル程度にまで低下し、タイは外貨準備を先物取引で失い、先物の売りポジションを控除すると 50 億ドル程度にまで低下したとされている。他方、インドネシア、ブラジルは通貨危機発生の時点で一定レベルの外貨水準を維持していた。

第 3 は、短期対外債務の内容における相違である。メキシコはドル・インデックス付きの短期国債（テソボノス）が主体で、タイ、韓国は短期の銀行借入れが主体であり、インドネシアは企業部門の銀行借入れが重要であった。また、短期債務の総債務比率は、危機直前にはメキシコで 28.1%、タイの 1995 年の 49.5%、96 年の 41.4%、韓国では 95 年に 54.3%、96 年に 57.5% に達していたのに対し、ブラジルでは通貨危機の直前の 98 年には 10.8% 程度と低い値であった。メキシコでは、テソボノスの償還問題を抱え、タイではヘッジファンドによる為替投機に晒されたが、韓国、インドネシアでは明確な為替投機はなかった。むしろ、インドネシアでは居住者（主として華僑）の資本逃避が重要であったとされている。韓国は短期借入れに対する外国銀行の借り換えの拒否が通貨危機のきっかけとなった。

第 4 に、ブームの有無に相違がある。メキシコでは消費ブームがあり、タイ

では資産価格のバブルがあった。インドネシアではバブルの兆候が見られるものの、明確なサインは見当たらない。韓国では財閥の過剰投資があったとされる。ブラジルでは株式投資の過熱はあったが、不動産ブームではなかった。

第5に、IMFとの緊急融資を合意した時点も異なる。メキシコ、タイでは外貨準備がほぼ枯渇した後になされたが、インドネシアでは外貨準備はまだ十分であり、その他のマクロ指標もとくに危機的な状況ではなかった。しかし、IMFとの合意内容をインドネシア政府が遵守しないとの観測が流れ、ルピアが下落し始めるとともにIMFのプログラムが大統領の家族企業の問題などにまで立ち入り、政治問題化するにしたがって事態をより深刻とした。韓国では、民間銀行が借り替えを拒否し始め外貨が急速に失われつつあった時点で合意がなされ、1997年の12月でも204億ドルの外貨水準にあった。ブラジルではロシア危機後の資本逃避が深刻となったが、依然として十分な外貨準備が存在する時点でIMFとの合意がなされた。しかし、結局、通貨危機を防ぐことはできなかった。

最後に、ファンダメンタルズでの大きな差異として、アジア諸国では全般的に財政黒字であったが、ブラジルではGDP比で、1995年から98年に-7.2%、-5.9%、-6.1%、-8.0%と財政赤字が継続しており、財政健全化への遅れが固定為替相場への信任を弱めていたことが重要である。

以上より、通貨危機には共通する部分と相違する部分が混在しているが、共通する部分におけるもっとも重要な要因として、銀行セクターの不健全性を考慮しなければならない。ただし、各国には相対的な意味において銀行セクターの不健全性に相違があったことに注意が必要である。ブラジルも通貨危機を免れることはできなかったが、少なくとも、通貨危機から金融危機・銀行危機へと発展せず、危機後の回復がもっとも円滑であったことの理由として、ブラジルの銀行セクターの相対的な健全性が重要であったと考えられている。また、ブラジルの通貨危機の後、アルゼンチン、チリ、メキシコでは一定の影響は見られたものの、アジア諸国に見られたような通貨危機の伝播は生じておらず、

これもラテンアメリカ諸国の銀行セクターの相対的な健全性をそのひとつの要因としみなしてよいであろう。

4. 銀行セクターの健全性

以下では、とくに銀行セクターの健全性に焦点をあて、ブラジルとその他のラテンアメリカ諸国、アジア諸国との比較を行う。

4.1 貸出ブームと流動資産・外貨準備比率

表 2 には、通貨危機に関する銀行セクターの健全性の指標として、貸出ブーム指標（貸出・GDP 比率）と流動資産・外貨準備比率（M2・外貨準備比率）が掲載されている。タイでは 1994 年から 97 年にかけて、92.0%から 132.7%へと明らかに銀行セクターの貸出・GDP 比率が急増している。韓国では 57.7%から 69.4%，インドネシアでは 50.6%から 57.8%へとタイほど顕著ではないが増加している。こうした貸出・GDP 比率の増加の背景には、貸出ブームがあり、その結果として多額の不良債権が累積され、銀行部門の健全性を低めていたと判断しても誤りではないであろう。他方、ラテンアメリカ諸国は全般的に貸出・GDP 比率は低いし、傾向的な増加もみられない。チリはラテンアメリカ諸国の中でも例外的に高いが、金融仲介度の高まりの反映であると判断すべきであろう。すくなくとも、ブラジル、アルゼンチン、メキシコではこの時期に貸出ブームは存在しなかったといえる。

流動資産・外貨準備比率は、通貨の切り下げが期待されるとき、国内の流動性の高い資産を有する主体はそれを外貨と交換し海外への逃避を図るため、こうした流動性（例えば M2）と外貨準備との比率は、危機への脆弱性の一つの指標となる。メキシコでは 1994 年に 755.5%と極めて高い値を示しているが、ペソ危機で急激に外貨を喪失したことを勘案すると、この指標は 94 年のメキシ

コでの通貨危機の状況とうまく対応している。その他のラテンアメリカ諸国では相対的に低いと同時に比較的安定した値をとっているのに対し、韓国では 97 年には 576.5%，タイで 485.2%と高い値となっている。ただしこの指標は金融仲介度を反映することや，中央銀行の貨幣供給政策にも依存することから必ずしも一般的な議論ができないことに注意を要する。

4.2 銀行セクターの財務状況

表 3 は，ラテンアメリカ諸国，アジア諸国，米国における 5 大銀行の財務関連指標を比較した Puga [1999] からの引用である。ブラジル，アルゼンチンでは，貸出・純資産比率（レベレージ比率）は他国に比して相対的に低い。この比率も，基本的には金融仲介の深化の程度を表わすものであるが，前出の貸出・GDP 比率と同様に短期的には景気の過熱や資産バブルによる貸出ブームの存在を示している。チリは基本的に貸出ブームではなかったが，高い金融仲介度を反映していると判断すべきである。メキシコでは，1988 年からの金融自由化後に生じた貸出ブームの影響が残り，その後徐々にその比率を低下させているものの依然として他のラテンアメリカ諸国に比して高い値となっている。他方，タイ，インドネシア，韓国では明らかに貸出・純資産比率は高く，これら諸国のほとんどの銀行で 10 倍を越えており，通貨危機の時点で過剰な銀行貸出があり，財務体質が弱体化していたことを示している。とくにタイの Bank of Ayudhya，インドネシアの Bank Negara，韓国の Chohung Bank などは際立って高い。

不良債権問題は，表 3 が対象とする 1997 年，98 年においては，ラテンアメリカ諸国はメキシコを除き相対的に軽微である。ブラジルでは公的銀行である Banco do Brasil（国立），Banespa（サンパウロ州立）は比較的の高い不良債権・貸出比率となっているが，民間銀行の 3 行は極めて低い値となっており，米国の諸銀行と比べても遜色ない。アルゼンチンも同様に Nación（国立），Provincia

de Buenos Aires（州立）などの公的銀行は高い値となっているが、民間銀行は良好である。チリの諸銀行も極めて低い値であるが、チリでは不良債権の定義が「返済期限を90日過ぎても返済されないその返済遅延部分のみ」となっており、過小評価されている可能性に注意が必要である。一方、メキシコでは公的な商業銀行は存在しないが、金融自由化後の貸出ブーム、94年の通貨危機、その後の高金利と景気停滞によって銀行システムが動揺し、健全化のための諸策が実施されたが、現在でも調整の過程にあり不良債権比率は外資系を除き依然として高い。皮肉にも、アルゼンチンではペソ危機の影響を受けて銀行不安となったが、その後かなり徹底した銀行の健全化政策を実施し、現在ではかなり健全な銀行セクターとなっている。ブラジルもペソ危機の影響と94年の「レアル計画」以後の銀行不安に対して銀行セクターの再編成が進み、97年、98年時点では銀行セクターは基本的に健全化されていたといえる（西島〔1998c〕）。

他方、アジア諸国では、香港を除き、タイ、インドネシア、韓国で高い不良債権比率となっている。とくにタイ、インドネシアでは、Krung Thai Bank（32.4%）、Bank International（33.6%）、Bank Bali（55.0%）などと異常に高いといえる。さらに不良債権への引き当て率についても、ラテンアメリカ諸国では100%を超える銀行が多く、とくにブラジルでは極めて高い比率となっている。アジア諸国では韓国を除き、引当率は不十分である。タイではほとんどの銀行が30%以下であり、インドネシアでは2行のデータしかないが30%以下である。さらにBISの要求する自己資本比率をみても、ラテンアメリカの諸銀行は8%以下の銀行は見当たらないが、アジア諸国の銀行は相対的に低い比率となっている。とくに、Bank Negara IndonesiaやKorea First Bankは際立って低いといえる。韓国では8%を超えている銀行はみあたらない。純資産利益率に関しても、ラテンアメリカ諸国とアジア諸国との間には明確な差が存在している。ラテンアメリカの多くの銀行が米国の銀行と同等のレベルにあるのに対し、インドネシア、タイの諸銀行の利益率は低い。ただし、韓国の銀行の場合、純

資産利益率ではなく純利益額が掲載されているが、アジア危機の影響とともに1998年に引当金を高めたことによる損失が大きかったとされている。

以上のようなラテンアメリカ諸国とアジア諸国における銀行セクターの財務上の相違は、通貨危機の伝播とその後の景気回復過程の相違を説明する一つの要因である。もちろん、アジア諸国でも通貨危機の後、国内の銀行部門の再建、再編成を進めている。インドネシアでは、1998年8月に3つの銀行を閉鎖し、同時に同国最大の民間銀行である Bank Central Asia などの国営化の措置を取っている。韓国では、Korea First Bank, Seoul Bank が国有化され、Commercial Bank of Korea が Hanil Bank を吸収合併し、公的資金を使って不良債権を処理するなどの措置を実施している。しかし、アジア諸国ではこうした銀行部門の再編成が開始されているが、相対的にはラテンアメリカ諸国の諸銀行に比べてその健全性は依然として劣っていると考えられる。

表 3 各国 5 大銀行の財務比較

	総資産 (百万 ドル)	総貸出 (百万 ドル)	総預金 (百万 ドル)	純資産 (百万 ドル)	貸出/純 資産比	不良債 権/貸出 比 率 (%)	引当金 比 率 (%)	自己資 本比率 (%)	純資産 利益率 (%)
ブラジル (98 年前期)									
Banco do Brasil	111.913	46.957	52.423	5.433	8.6	20.1	126.3	10.3	13.5
Bradesco	59.253	26.532	23.075	5.441	4.9	2.1	172.2	17.1	15.5
Itaú	45.165	16.571	16.028	4.066	4.1	0.9	506.2	19.8	17.3
Unibanco	27.002	14.012	5.988	2.754	5.1	1.7	301.2	14.0	17.6
Banespa	23.229	4.499	10.596	3.438	1.3	29.9	105.0	36.9	(43)
アルゼンチン (98 年前期)									
Nación Argentina	17.659	8.276	11.604	2.065	4.0	21.7	47.3		6.7
Rio de la Plata	14.182	4.900	4.262	953	5.1	3.3	106.5		12.6
Prov. de Bs. Aires	12.856	7.615	9.225	1.263	6.0	16.5	51.2		6.5
Galicia y Bs. Aires	11.425	6.441	6.449	1.089	5.9	5.2	70.9		10.5
Frances S.A.	11.235	4.888	5.012	748	6.5	2.2	98.5		11.5
チリ (97)									
Santiago	10.797	7.531	5.245	936	8.0	0.7	143.7		14.7
Del Estado	10.780	5.669	6.031	647	8.8	2.3	81.1		9.9
Santander	9.922	5.492	4.780	700	7.9	1.2	102.9	10.7	10.3
De Chile	7.646	5.109	4.136	771	6.6	0.8	208.6		21.1
Credito y Inversiones	6.019	3.386	3.367	310	10.9	0.9	114.8		22.0
メキシコ (97)									
Banamex	31.154	16.963	21.607	2.749	6.2	20.5	55.4	13.7	13.0
Bancomer	27.116	20.089	19.194	2.351	8.5	13.7	57.5	12.7	6.0
Serfin	17.930	12.220	12.928	1.002	12.2	10.8	61.1	11.3	8 (216)
Bital	9.181	6.302	6.457	748	8.4	14.9	53.7	12.6	(19)
Santander Mexicano	8.019	5.563	5.643	351	15.9	2.8	135.1	10.5	(16)
タイ (97 年)									
Bangkok Bank	31.281	22.818	21.029	2.292	10.0	29.7	18.9	13.0	4.1
Krung Thai Bank	19.200	15.253	14.989	1.221	12.5	32.4	25.9	7.7	(305)
Siam Com. Bank	15.839	12.367	12.831	921	13.4	19.9	16.3	9.1	7.7
Bank of Ayudhya	10.905	8.900	8.593	579	15.4	17.3	15.7	9.2	7.5
Bank of Asia	3.456	2.892	1.769	218	13.3	25.9	9.8	8.6	0.4

	総資産 (百万 ドル)	総貸出 (百万 ドル)	総預金 (百万 ドル)	純資産 (百万 ドル)	貸出/純 資産比	不良債 権/貸出 比 率 (%)	引当金 比 率 (%)	自己資 本比率 (%)	純資産 利益率 (%)
インドネシア (97 年)									
Bank Negara	9.758	7.036	5.095	375	18.7	10.5		6.0	4.7
Bank Interenational	5.031	3.357	2.897	521	6.4	33.6	4.0	11.7	9.6
Bank Lippo	2.640	2.075	2.282	204	10.2	10.0	27.4	10.4	12.4
Bank Bali	2.565	469	1.596			55.0		10.8	
Bank Panin	1.607	283	846			20-25		17.4	
韓国 (97.7~98.6)									
Korea Exchange Bank	41.881	27.999	26.031	1.408	11.9	7.8	100.0	6.8	(393)
Chohung Bank	37.394	24.950	26.413	1.242	20.1	10.4	100.0	6.5	(667)
Hanil Bank	36.349	24.810	24.825			7.0	100.0	6.9	(587)
Com. Bank of Korea	32.421	20.149	23.421			6.9	100.0	7.6	(398)
Korea First Bank	28.152	16.058	18.903			16.3	100.0	-2.7	(976)
香港 (98 年 6 月時点)									
HSBC Holding PLC	484.367	241.100	344.297	27.540	8.8	2.2	110.3	9.3	18.2
Hang Seng Bank	52.581	26.020	44.409	6.034	4.3	0.9		22.0	16.9
Bank of East Asia	17.216	11.097	12.411	1.805	6.1	1.3		15.3	10.5
Dao Heng Bank	15.829	8.360	12.878	1.433	5.8	0.6		17.9	15.3
Wing Lung Bank	6.607	3.738	5.236	778	4.8	4.8		14.3	12.7
米国 (98 年前期)									
Chase	366.995	165.076	207.091	22.610	7.3	0.7	2.2	11.9	17.0
Citicorp	330.751	186.084	215.982	21.717	8.6		3.3	11.7	20.9
Nations Bank	307.985	179.755	169.238	26.670	6.7		1.8		14.8
Bank America	263.885	163.104	178.094	20.039	8.1		2.2		18.0
Bank Boston	70.499	42.520	45.196	4.980	8.5		1.7		20.2

注：為替レートは以下の通りである。1.16 reais/US\$ (ブラジル) ; 1.00 pesos/US\$ (アルゼンチン) ; 439.81 pesos/US\$ (チリ) ; 8.055 pesos/US\$ (メキシコ) ; 1484.08 won/US\$ - 97.12.32, 1.397.77 won/US\$ - 98.6.30 (韓国) ; 7.744 HK\$/US\$ (香港) ; 4.909 rupiah/US\$ - 97.12.31, 8.669 rupiah/US\$ - 98.3.30, 14.621 rupiah/US\$ - 98.6.30 (インドネシア) ; 45.28 baht/US\$ - 97.12.31, 42.33 baht/US\$ - 98.6.30 (タイ)。

引当金比率：米国以外は引当金/不良債権比率，米国は引当金/総貸出比率。純利益率：括弧は純利益額（百万ドル），韓国の自己資本比率，アルゼンチンの引当金比率は 1997 年 12 月 31 日，Krung Thai Bank は 1998 年前半，Bank Negara Indonesia は 98 年 3 月 31 日のデータ。

出所：Puga [1999] 。

4.3 ブラジルにおける為替切り下げ後の銀行セクターの状況

ブラジルでは 1991 年以來、99 年の通貨危機までドル・タームでの利子率に内外格差を設定し、海外資金の取り入れの促進を図ってきた。このため、銀行は海外で資金を調達し、国内市場に資金提供してきた。銀行セクターの純対外債務は 98 年末には 527 億ドルに達していた。したがって、99 年初めの通貨危機の発生は、銀行セクターや企業部門にドル・タームでの借り入れの為替リスクをもたらすことが危惧され、ひいては銀行不安となることが懸念されていた。

しかし、基本的には、ブラジルの銀行セクターは為替の切り下げによって大きな損失は被っていないといえる。通貨危機がもたらす為替リスクに対して、先物市場でのヘッジや、政府ドル・インデックス付きの国債への投資などによって、ブラジルの銀行セクターは十分に対処していたといえる。また、1998 年夏のロシア危機以後、99 年初めの通貨危機発生までに十分な時間があり、通貨危機直前の 98 年後半にかなりの額の対外債務を返済していたこと（この間の多額の外貨流出を説明する）、債務の多くの部分が外資系銀行の保有であり、対外債務返済困難に対しは本店からの便宜を受けられる条件にあったことも重要である。

表 4 は、銀行タイプ別の対外債務を示している。ここで対外債務は、海外借り入れ、決議 63 号による資金取り入れ（企業へ再融資が義務づけられている）、海外から銀行への株式・証券投資などである。1998 年末には、銀行システム全体の対外債務は 599 億ドルであり、総合・商業銀行だけで 503 億ドルであった。このうち、28.7%が国内民間銀行の債務で、42.3%が外資系銀行の債務であった。外資系銀行の海外資金取り入れは、総資産比率で見ても高い。

ここで注目すべきは、ドル・インデックス付きの国債保有によるヘッジである。通貨危機直前の 1998 年末には民間保有のドル・インデックス付き国債残高は 680 億ドルで、国債残高全体の 21%に相当していた。680 億ドルのうち 655 億ドルが銀行保有であったと推定されている。こうした額は、銀行部門が保有す

表 4 銀行の対外債務：外貨勘定(10 億ドル)と銀行タイプ別シェア（％）

	94/6	94/12	95/6	95/12	96/6	96/12	97/6	97/12	98/6	98/12
対外負債	38.135	38.888	44.269	6.311	51.552	54.555	53.511	59.854	69.841	59.863
連邦銀行	19.0	23.1	20.5	12.9	11.7	12.1	13.6	14.1	12.7	15.2
州立銀行	5.6	5.7	5.7	5.3	4.7	4.3	4.5	0.7	0.3	0.3
民間銀行	40.9	43.1	44.8	46.1	44.3	47.3	44.4	39.1	35.6	28.7
外国銀行支店	11.1	7.2	7.2	10.0	10.6	8.7	8.8	10.0	12.1	11.3
外銀支配銀行	14.3	11.1	11.8	15.0	16.6	17.1	19.5	21.2	24.1	29.0
外銀参加銀行	9.1	9.9	10.1	10.7	12.1	10.5	9.1	15.0	15.3	15.4
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
対外資産	9.598	14.242	12.288	9.423	13.571	10.437	9.387	9.650	8.704	7.189
連邦銀行	37.7	37.3	34.1	13.1	6.4	11.2	22.3	23.8	25.4	34.2
州立銀行	8.7	7.9	9.3	13.4	10.1	12.7	15.3	1.1	0.5	0.1
民間銀行	36.4	34.5	37.9	49.2	57.5	48.0	37.5	52.8	47.9	29.2
外国銀行支店	3.6	4.7	4.2	6.2	8.5	9.9	3.0	3.8	2.5	5.7
外銀支配銀行	8.3	5.3	3.7	4.8	5.7	8.2	14.4	12.0	14.0	23.0
外銀参加銀行	5.3	10.2	10.7	13.4	11.9	10.0	7.5	6.6	9.6	7.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
対外純負債	28.537	24.646	31.981	36.888	37.980	44.118	44.125	50.205	61.136	52.673
連邦銀行	12.7	16.2	15.1	12.9	13.7	12.3	11.6	12.1	10.8	12.0
州立銀行	4.5	4.6	4.3	3.2	2.8	2.2	2.1	0.6	0.2	0.4
民間銀行	42.5	47.2	47.5	45.2	39.4	47.1	46.0	36.2	33.6	28.7
外国銀行支店	13.7	8.3	8.4	11.0	11.3	8.4	10.2	11.3	13.6	12.2
外銀支配銀行	16.3	13.9	14.9	17.6	20.6	19.4	20.7	23.1	25.7	30.0
外銀参加銀行	10.4	9.8	9.8	10.0	12.2	10.6	9.4	16.7	16.1	16.7
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出所：ブラジル中央銀行，SISBACEN。

るネットの対外債務の 527 億ドルを超過していたことも重要である。以上の意味で、ブラジルの銀行部門は為替リスクへの十分なヘッジを行っており、通貨危機に対し頑健であり、むしろドル・インデックス付きの国債保有によって、wind-fall profit を享受したといえる。表 5 に掲載されているように、通貨危機後の銀行セクターの収益率は、明らかに為替切り下げによって国債の含み益が増大し、収益率を高めたことを物語っている。この意味で、ブラジルの通貨危機はドル・インデックス付きの国債保有といった独自の理由で銀行システムが通貨危機によって弱体化するより、むしろ財務の改善をもたらした事情は着目しておくに値する。

表 5 レアル切り下げ後の収益率

	グループ 1		グループ 2		グループ 3		全体	
	1989	1999	1989	1999	1989	1999	1989	1999
純利益/純資産比率 (総額比率)	5.8	9.9	-15.6	17.1	-4.1	17.8	-0.3	13.3
純利益/純資産比率 (平均)	6.3	9.8	6.3	14.4	6.0	10.2	6.1	10.8

注：1999 年の値は 98 年第 1 半期と 99 年第 1 半期との比較。グループ分けは、サンプル 176 行の総資産の 1.5% 以上の総資産を有する銀行をグループ 1，0.15% から 1.5% の銀行をグループ 2，0.15% 以下の銀行をグループ 3 とする。
出所：FGV, *Conjuntura Econômica*, Dezembro, 1999, Vol.53, No.12.

5. おわりに

以上、通貨危機と銀行システムの健全性との関連について議論してきたが、いうまでもなく銀行システムの健全性のみで通貨危機の回避を保証するわけではない。現にブラジルでは 1999 年 1 月に通貨危機が生じている。しかし、銀行システムの健全性は通貨危機の回避とその後の回復過程に重要な役割を果たす。他のラテンアメリカ諸国であるアルゼンチン、チリなどもアジア諸国と比して相対的に銀行セクターは健全であり、ブラジルの通貨危機の伝播にはいたっていない。しかし、その理由として、銀行セクターの問題以外にそれぞれの諸国

の個別事情も議論しておく必要がある。

アルゼンチンは、1991年4月より準カレンシー・ボード制を実施している点が重要である。この制度のもとでは、外貨準備の増減に応じて国内通貨のマネタリー・ベースが増減させられる。したがって、資本の流出入によって国内貨幣供給量が変化し、これに伴い利子率が自動的に変動するので投機へのインセンティブを弱めるという特徴を有している。このため、一般的にカレンシー・ボード制は投機に対して強いという評価がなされている。よく知られているように、固定為替、資本自由化、金融政策の独立性は同時には実現できないため、これら3つの政策手段を同時に実施しようとするマクロ的な矛盾が生じ、カレンシー・ボード制を採用することは金融政策の独立性を放棄することに他ならない。しかし、アルゼンチンのコンテキストからは、通貨政策から政治的圧力を排除し、中央銀行の独立性と財政規律を制度的に強化したことの意味のほうが重要である。だが、アルゼンチンではメキシコ、ブラジルの通貨危機の後、かなりの程度に通貨アタックの対象とされていたことや、ドル化への議論が出てきたことから判断されるように、カレンシー・ボード制は必ずしも万全ではないといえる。カレンシー・ボード制を支えるマクロ・ファンダメンタルズのいっそうの健全化が必須であることを強調しなければならない。現に、2000年に入り、アルゼンチンでは再びデフォルトへの懸念が高まり、2000年12月にIMFなどからの緊急融資397億ドルの取り決めや、通貨バスケット制へ変更するなど、混乱が続いている（西島〔2001〕）。

チリの特筆すべき点は、資本流入規制(*encaje*)を実施してきたことである（資本の流出規制ではないことに注意）。1991年6月より短期資本の流入を規制する措置として導入され、対外借入、証券投資、金融投資を目的とする資金流入に対し、無利子で中央銀行に一定割合の預託を義務付けていた。預託率は、98年6月にそれまでの30%から10%に引き下げられ、98年9月に0%となっている。資本流入規制の根拠として、大量に資本流入がある場合、為替を自由化す

ると為替レートが増価し、いっそう経常収支赤字を高めることが危惧されることがある。また、金利差を求めて流入する投機資金に為替差益を与えることにもなる。チリの資本流入規制導入のきっかけも短期資本流入による通貨の増価を回避するためであった。資本流入規制の評価については定まてはいないが、概ね過度の短期資金流入の抑制と流入資金の長期化に一定の役割を果たしたとされている（ECLAC [1999] 参照）。こうした措置が機能するためには、マクロ・ファンダメンタルズ自体が良好であることが条件となるが、投資家の行動を抑制する方向に影響することも無視できない。チリは、銀行システム、マクロ・ファンダメンタルズが健全である上に、短資流入規制を実施してきたため、通貨危機の伝播の可能性はもっとも低かったといえる。

ところで、メキシコの銀行システムの健全性はアルゼンチン、ブラジル、チリなどに比べるともっとも弱体であるといえる。しかし、アジア危機以後の一連の通貨危機によって、株・債権・為替の下落や、金利の高騰、銀行収益率の低下などの影響を受けたものの、再び通貨危機が発生する条件にはなかったといえる。既に1994年に通貨危機を経験し、短期資本流入の比率が低下していたこと、アジア諸国との比較では銀行システムが相対的に健全であること、経常収支赤字や実質為替レートなどのマクロ・ファンダメンタルズが健全であったことなどの理由による。同時に、メキシコとアジア諸国との関係が希薄であること、経済的に大きく依存する米国経済が好調であったことなども重要であろう。

最後に追加しておかなければならないことは、以上のラテンアメリカ諸国はブラジルを含め、長期間にわたってインフレ経済であったために、非金融民間部門（企業部門）が基本的にアジア諸国のように多額の銀行借入れをおこなわない財務体質である点である。このことは、ラテンアメリカ諸国においてはアジア諸国と比して金融仲介度が低いこととも対応しているが、アジア諸国でみられたような企業部門の財務体質の脆弱性を背景とする通貨危機から金融危

機への連鎖は、ラテンアメリカ諸国においては生じ難い状況であったといえる。

いずれにせよ、通貨危機の発生とその伝播の要因として、銀行セクターの健全性が重要な役割を果たしており、通貨危機に関するアジア諸国とラテンアメリカ諸国における相違点として強調すべきである。

第 7 章 90 年代のブラジルにおける政府債務

1. はじめに

2000 年 12 月, ブラジルの政府純債務は総額 5630 億レアル(約 2880 億ドル), GDP 比 49.5%で, この額は 2000 年 11 月 28 日に IMF と合意した目標値 5680 億レアルをわずかに上回るものであった。総債務のうち, 63%が連邦政府と中央銀行, 33%が州・市, 残りの 4%が国営企業のものである。また, 全体の債務の 80%が国内純債務に対応し, 残りの 600 億ドル弱が対外純債務であった。2000 年には総利払い額は 875 億レアル, GDP の 8.1%に達し, 内 559 億レアルが中央政府(連邦政府・中央銀行・国営企業)の支払い分であった。もし 385 億レアル(GDP 比で 3.5%)の一次収支黒字(内, 中央政府の黒字は 306 億レアル)がなければ, 493 億レアル(GDP 比で 4.6%)の名目赤字はより大きくなっていたはずである。

2000 年 12 月には市中保有の連邦政府債券は 5160 億レアルに達した。このうち 85%が変動利子制の債券であり, これらには為替レートによって修正されるもの(全体の 22%), 総合物価指数で修正されるもの(6%)が含まれる。固定利子の債券は残りの 15%である。したがって, ブラジルの政府債務は, 為替レートとインフレ率, さらに利子率の動きに大きく依存しており, 債務構成の管理を困難としている。

Barro [1974] が政府債務と租税の等価定理を示して以来, 政府債務の構成の問題は重要視されなくなっていたが, 既に多くの人々が政府債務の構成の重要性を議論している。Barro [1997] 自身も, 政府支出と租税ベースに不確実性が存在する場合の政府債務の重要性を再認識している。さらに, Bohn[1988, 1990],

Dornbusch and Simonsen [1983], Dornbusch and Draghi [1990] などに収録されている論文で、伝統的政府債務、固定利子付きの債務（名目債務）、インデックス・ボンドなど、様々な形態の政府債務について議論がなされている。

本章の目的は、主として 1990 年代のブラジル政府債務（公的部門債務）の構成にまつわる問題を議論することにあるが、まず、最初の 2 つの節で過去 30 年間の政府債務の推移を跡付け、第 4 節では Goldfajn [2000] に基づくモデルによって政府債務の最適構成の決定について議論する。第 5 節ではモデルのインプリケーションについて検討し、第 6 節ではブラジルの政府債務に関するいくつかの問題点について議論する。

2. 1970 年代、80 年代の政府債務の進展

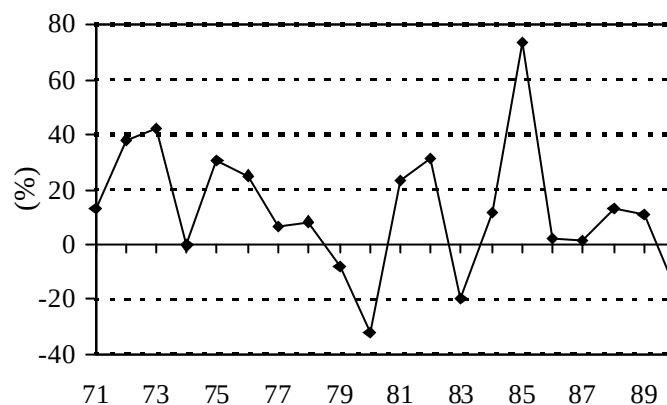
1964 年から 65 年の軍事政権下における経済改革の核心は、中央銀行の設立と政府債券市場の創設にあった。年率で 80% を超えるインフレにあって、政府は ORTN(Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional: 価値修正付国庫債券)を発行することになったが、これは保有者にとればインフレ・ヘッジとなるものであった⁴¹。

「ブラジルの奇跡」と呼ばれた 1970 年代後半から 80 年代前半にかけての時期に、政府債券への需要が財政赤字の補填必要額を十分に上回るようになると、政府は政府債券の発行によって民間資金を吸収し、必要な政府投資をファイナンスすることが可能となった。政府債務による公的部門投資のファイナンスは第 1 次石油ショックまで続き、以後は対外債務で補填されるにいたるが、それは 80 年代に多くのラテンアメリカ諸国が対外債務危機に陥るまで引き続いた。

⁴¹ ORTNには、ほぼインフレ率に匹敵する 3ヶ月ごと（後に月ごと）の修正条項が付けられていたが、1974年からは特定のインフレ・インデックスで修正されるようになった。

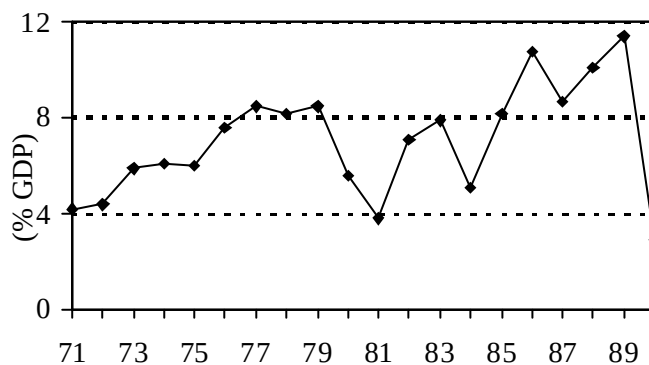
図 1 には，70 年代，80 年代の政府債務の実質成長率が示されている。

図 1 政府債務の実質成長率（1971 年～90 年）



出所：ANDIMA

図 2 民間保有の実質政府債券（1971 年～90 年）



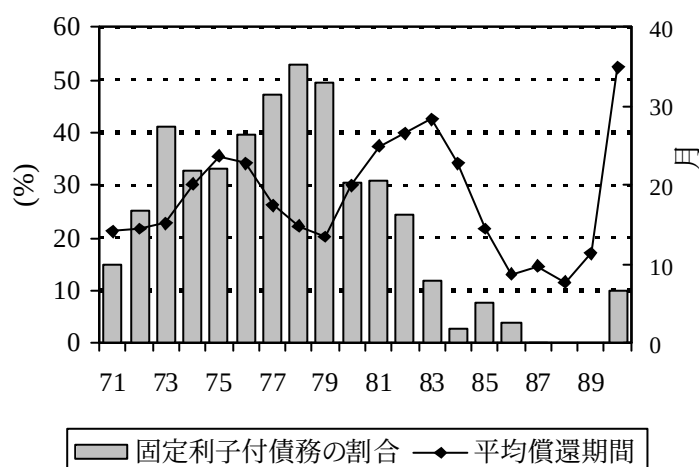
出所：中央銀行

1970 年代，政府債務の実質残高額は 5 倍に成長し，次の 10 年間も同様の傾向が続いた。このことは，図 2 でも確認され，政府債務の GDP 比は 71 年の 4% から 89 年の 12% にまで増加している。

図 3 は，1980 年代に民間保有の固定利子制の政府債務部分が急激に低下したこと，したがって変動利子制の政府債務が支配的となったことを示している。

同時に、政府債券の償還期間が短くなり、債務プロファイルが著しく悪化したことが理解される。固定利子制の債務がもっとも低い水準となった時期と償還期間がもっとも短くなった時期とは呼応していおり、ちょうどヘテロドックス・タイプの経済安定化政策（「クルザード計画」、「ブレッセル計画」、「夏計画」）が実施された時期で、価格凍結、インデクセーション・ルールの変更、対外債務モラトリアムが実施され、財政当局への信頼が著しく損なわれた時期であった。89年には、実際、全ての政府債務が日々の利子率で表面価格が調整されるようになった。この時期は、利子率、インフレ率ともにもっとも変動の激しい時期であった⁴²。

図3 民間保有の固定利子制政府債務の割合と平均償還期間



出所： ANDIMA

財政当局への信頼は1990年3月に最低のレベルに達し、新政権は国内債務のデフォルト政策を実施、民間が保有する金融資産を中央銀行に18月間強制預託

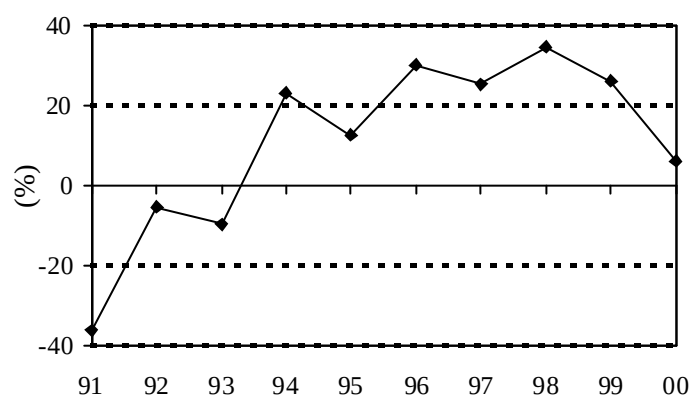
⁴² 1989年12月に、インフレ率は月率で49%（年率で1783%）に達した。1990年3月には、ブラジルの歴史上最も高い月率81%となった。

させた⁴³。

3. 1990年代の政府債務の進展

図4は、1990年代の初めに政府債務残高が急激に低下したことを示している。90年3月の「コロール計画」による政府債務の実質的デフォルトが、91年に政府債務残高がマイナス成長となったことに影響したことはいうまでもない。

図4 1991年～2000年の政府債務の実質成長率



出所：中央銀行

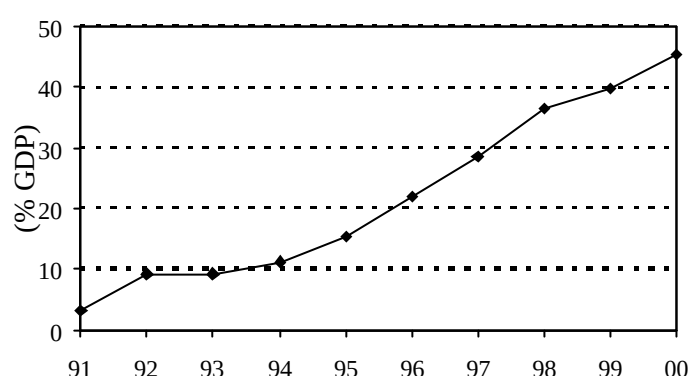
しかしながら、一般の予想とは反対に、1992年、93年に入ると経済主体は急速に政府債券市場に戻り、固定利子制の政府債券への需要が高まった。政府債券の40%が再び民間保有となり、これはGDPの10%に相当した。このことは図5で確認できる。

1992年～93年には民間保有の政府債務の構成は大きくは変化しなかったが、債務の償還期間は急激に縮小した。91年9月には政府によって強制預託されて

⁴³ 中央銀行に強制預託されたのは政府債務全体の68%に相当した。

いた金融資産が 12 ヶ月分割で漸次払い戻しが始まったが、92 年半ばからの政府債務の平均満期の縮小は、当時のコロール大統領の弾劾に伴う政治的不安定性と、その後の後継大統領イタマル・フランコによってもたらされた経済的不確実性を反映したものである。

図 5 1991 年～2000 年の民間保有の政府債務



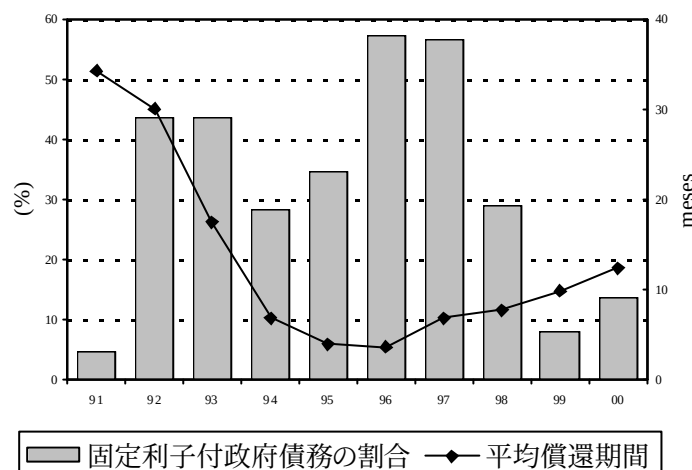
出所：中央銀行

後の 1995 年に大統領となるフェルナンド・エンリケ・カルドーズは大蔵大臣として、93 年より民間が保有する固定利子制の政府債務を低下させる政策を実施し、全体の 7% 程度の縮小を実現した。これは、94 年 7 月の「レアル計画」を実施するための布石で、新通貨レアルを導入したこの金融改革によって、94 年前半の平均インフレ率（月率）43% を、計画導入後には 2%（94 年 8 月から 12 月の月率平均）にまで低下させたことはよく知られている。

この金融改革の成功は、以後、債務の償還期間の長期化と政府債務の拡大自体を可能とした。図 6 は、民間保有の政府債務の半分以上が 1996 年～97 年には固定利子制の政府債券で構成されていたことを示している。また、満期構造も長期化していることを示している。ただし、97 年 10 月には、アジアの通貨危機の影響によって中央銀行は利子率を 20% 台から 40% 台（年率）にまで引き

上げることが余儀なくされている。

図6 固定利子付き政府債務の割合と平均償還期間（1991-2000）

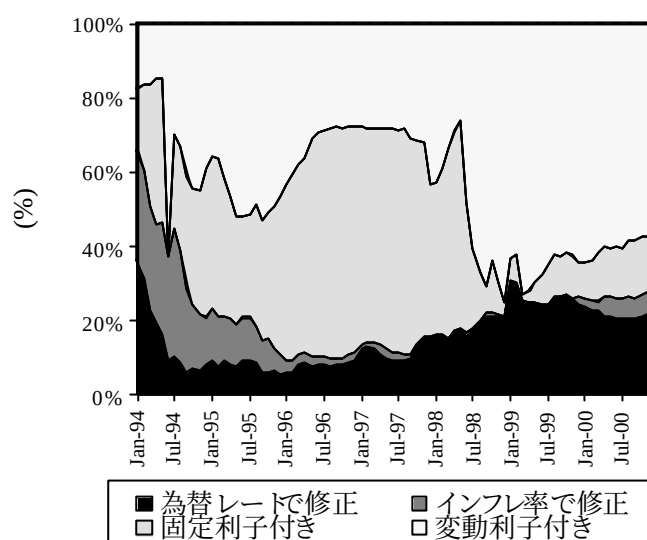


出所：中央銀行

償還期間の長期化はアジア危機後の数ヵ月間一時的に停止されたが、1998年に入ると再開された。しかし、ブラジル経済に深刻な影響を与えたロシア危機によって再び償還期間の長期化は中断された。97年末までは満期3ヶ月の固定利子付き債券を発行することができていたが、ロシア危機が始まる98年5月半ばからは、満期1ヶ月の固定利子付き債券のみが市場に受け入れられる状態となり、さらに6月～7月になると、ロシア危機の深刻化とブラジル経済の持続性への信頼の低下によって、固定利子付きの政府債券はほとんど市場から姿を消す状況となった。

図7によって確認されるが、民間保有の政府債務のうち、固定利子付きのものは1998年6月より低下し始め、99年3月には実質的にゼロとなっている。同時に、インデックス付き債券（為替レートで修正、インフレ率で修正、変動利子制など）の割合が増加していることを示している。

図7 インデックス付き政府債務の構成（1994-2000）



出所：中央銀行

注：変動利子制の債務には、いわゆる償還時点での利子率が適用される債券 (*pós-fixada*)が含まれる。

表1には、カルドーズ大統領の第1期にあたる1994年～98年の連邦政府の債務残高が比較されている。連邦債務の急増は印象的で、GDP比率で11.2%から35.4%にまで増加している。

表1 連邦政府債務残高の変化（1994-98）

	94年12月	98年12月	変化	変化率
残高 (100万リアル)	60,255	322,624	262,369	435.7%
GDP (100万リアル)	537,555	912,456	374,901	69.7%
残高/GDP (%)	11.2	35.4	24.1	216.1%

出所：Bevilaqua & Garcia [1999]

注：連邦政府と中央銀行の債務を含む。

Bevilaqua & Garcia [1999] は、会計上の恒等式を用い、連邦政府債務の増加の主要因を分析している。

(1) 純債務 = 負債 - 資産

$$(2) \quad \Delta \text{純債務} = \Delta (\text{負債}) - \Delta (\text{資産})$$

$$(3) \quad \Delta (\text{純債務}) = \text{一次財政赤字} + \text{利子支払い} + \text{調整項目}$$

$$(4) \quad \Delta (\text{負債}) = \Delta (\text{政府債券}) + \Delta (\text{不動産債務}) + \Delta (\text{対外債務})$$

$$(5) \quad \Delta (\text{資産}) = \Delta (\text{国内資産}) + \Delta (\text{対外資産})$$

これより、(3)、(4)、(5) 式を(2)式に代入し、 $\Delta (\text{政府債券})$ について解くと、

$$(6) \quad \Delta (\text{政府債券}) = \text{一次財政赤字} + \text{利払い} + \text{調整項目} + \Delta (\text{国内資産}) \\ + \Delta (\text{対外資産}) - \Delta (\text{不動産債務}) - \Delta (\text{対外債務})$$

を得る。表 2 は、(6)式に従い債務増加の諸要因を示しているが、1994 年 12 月～98 年 12 月の連邦政府債務の主たる増加要因が利払いと国内資産の増加にあることを示している。とくに、国内資産の増加に関しては、その増分の 61%(866 億レアル)が州債務・市債務を長期の満期と低い利回りで購入したことの結果であるが、それはこの時期に連邦政府との間でなされた州・市債務処理政策の一環によるものであった。

表 2 連邦政府債務の変化の要因構成 (1994-98) (100 万レアル)

	94 年 12 月	98 年 12 月	変化分	シェア
一次赤字 ¹			-9,589	-3.7%
利払い ¹			117,430	44.8%
調整項目 ^{1 2}			57,581	21.9%
国内資産	73,478	216,332	142,854	54.5%
対外資産 (外貨準備)	32,830	53,855	21,025	8.0%
不動産債務	46,618	86,164	-39,546	-15.1%
対外債務	65,271	92,657	-27,387	-10.4%
総計			262,368	100.0%

出所：Bevilaqua & Garcia [1999]

注：¹ 変化分とは 1995 年～98 年の累積変化分。

² は政府・州・市企業の民営化収入、旧債務の移転、債務純変動分を含む。

ここで注意が必要なのは、連邦政府債務の増加が、他のカテゴリーの債務(不

動産債務、対外債務）が増加していなければ、より一層大きくなっていたはずであることである。表 3 は、政府債務の増加要因に関して GDP 比率で示したものである。ここでは、政府債務の利払いが最も重要である。GDP 比に占める外貨準備の蓄積は低下し、総資産（国内・対外）の質の低下を示している。

表 3 GDP 比による政府債務増加の構成 (1994-98)

	94 年 12 月	98 年 12 月	変化分
一次赤字			-1.2
利払い			13.8
調整項目			11.4
国内資産	13.7	23.7	10.0
対外資産（外貨準備）	6.1	5.9	-0.2
非動産債務	8.7	9.4	0.8
対外債務	12.1	10.1	-2.0

出所：Bevilaqua & Garcia [1999]

注：表 2 と同じ。

4. 政府債務の最適構成：Goldfajn モデル

Goldfajn [2000] は 2 期間の政府債務モデルを提示しているが、そこではインフレ抑制を目的とする政府がインフレ率(π)と租税(τ)によってもたらされるディストーションの期待値を以下の目的関数に従って最小とする^{44 45}。

$$(1) \quad \text{Min } E \left[\frac{1}{2}(ap^2 + t^2) \right], \alpha > 0,$$

ここで政府は 3 つのタイプの債券を発行する。(a) 固定利子付きでその収益率は i , (b) インデックス付き債券で（収益率 r + 現実のインフレ率 π ）で修正, (c)

⁴⁴ インフレ抑制をコミットしない政府は次期に名目政府債務の実質額を低下させるためにインフレ率を引き上げる誘引を持つ。Goldfajn [2000] はこうしたケースの解も示している。

⁴⁵ Barro [1979] は、租税によるディストーションが存在するケースでは、長期の租税支払い額の変動を縮小させることが正当化されるとしている (*tax smoothing*)。

外国通貨表示で収益率は i^* (国際利子率) + 為替レート変化率 e , である。実質収益率はそれぞれ $(1+i)/(1+p)$, $(1+r)$, $(1+i^*)(1+e)/(1+p)$ となる。

政府債券の購入者はリスク中立的で、実質収益率 r + 期待インフレ率 π^e に等しい収益率を要求するとする。

$$(2) \quad (1+i) = (1+r)(1+p^e)$$

一方、カバー無し利子裁定条件が成立するとなると、国内利子率は国際利子率と期待為替レート変化率に等しくなる。

$$(3) \quad (1+i) = (1+i^*)(1+e^e)$$

さらに、政府が決定する外生変数である貨幣供給成長率 $\hat{m}$ がインフレ率を決定し、通貨の流通速度 v における偶然のショック（ホワイト・ノイズ）に影響されると仮定する。名目為替レートは内生的に決定される。

$$(4) \quad p = \hat{m} + n$$

合理的期待を仮定すると均衡では、

$$(5) \quad p^e = E(p) = \hat{m}$$

が成立する。第 1 期に政府は次期末に満期を迎える債務の水準と構成を決定する。第 2 期においては、所与の債務残高と債務構成のもと、最適な貨幣供給成長率を決定する。その後、ショックが実現し、財政を均衡させる租税が課せられる。政府の予算制約より、租税は政府支出 G と債務返済額の総計に等しくなければならない。

$$(6) \quad \tilde{t} = \tilde{G} + B \left\{ q \left(\frac{1+i}{1+\tilde{p}} \right) + (1-q-q^*)(1+r) + q^* \left[\frac{(1+\tilde{e})(1+i^*)}{1+\tilde{p}} \right] \right\}$$

ここで、 B は債務の水準、 q と q^* はそれぞれ固定利子制の債務と外貨表示の債務の比率である。 $(\sim)$ は第 2 期を表す。予算制約式を線形化して表現すると以下を得る (Goldfajn [2000, p.6])。

$$(6') \quad \tilde{t} = \tilde{G} + (1+r)B[1-q(\tilde{p}-p^e)-q^*(\tilde{q}-q^e)]$$

$$\text{ただし, } \tilde{q} = \tilde{p} - \tilde{e}, \quad q^e = p^e - e^e$$

これより、予期されないインフレ、予期されない実質為替レートの増加は債務返済額を低下させることが理解できる。

(5), (6') 式の制約のもとでの(1)式の最小化は以下の解を得る。

$$(7) \quad \hat{m}^* = 0$$

また、最適な債務比率は、

$$(8) \quad q = \frac{s_{gp} s_q^2 - s_{gq} s_{pq}}{B[s_{ps}^2 s_q^2 + (s_{pq})^2]}$$

$$(9) \quad q^* = \frac{s_{gq}}{Bs_q^2} - \frac{s_{pq} q}{Bs_q^2}$$

となり、ここで σ はそれぞれ添え字した変数の分散、もしくは共分散を表す⁴⁶。

政府は財政赤字を、通貨供給の増加によってはファイナンスしない。なぜならインフレは相対価格の変動による経済的コストをもたらすだけでなく、名目利子率の比例的な上昇をもたらすからである。

(8)式によれば、固定利子付き債務の比率は債務の総価値 B の上昇によって低下する。このことは、債務総額が上昇傾向にあるときインフレを通じてファイナンスしないという政府のコミットメントを強化する。また、固定利子付きの債務の比率は、政府支出とインフレの共分散 $\sigma_{g\pi}$ と正の相関を有し、インフレの分散 σ_π^2 と負の相関を有している。

もし、政府支出とインフレの共分散が正であれば、固定利子付きの債務は政府支出が増大するときには政府にとってヘッジとして機能する。なぜなら、同時に生じるインフレの増加は債務の実質価値を減じ、財政を均等化するために必要な税収の増加を減少させるからである。しかし、インフレの変動が極めて大きいときにはインデックス付きの債券を使用する誘引を与える。

(9)式は、外貨表示の債務の比率が、政府支出と実質為替レートの共分散 σ_{gq}

⁴⁶ 単純化のために $r = 0$ を仮定している。

と正の関係を有し、インフレと実質為替レートとの共分散 $\sigma_{\pi q}$ と負の関係にあることを示している。もし、政府支出と実質為替レートとの共分散が正であるなら、外貨表示の政府債券は、政府支出が増大するときには($q > 0$ が為替レートの増価を意味することを考慮すると)政府にとってヘッジとして機能する。さらに、インフレと実質為替レートの共分散が負であれば、外貨表示の政府債務の比率は固定利子付き債務と同率で増加しなければならない。したがって、共分散が負のケースでは、政府は為替レートの変動の財政収支への影響を減じするために外貨表示の債務の比率を低下させなければならないことになる。

インフレと実質為替レートの共分散が正であることは、価格の変動が完全には名目為替レートの変動に吸収されず、実質為替レートのボラティリティーを増加させることを意味しており、総債務における外貨表示の債務の比率を低下させる必要性を示唆している。最後に、実質為替レートの分散が増大すれば、実質債務額の変動を減じ、租税収入の変動を減少させるために、政府にとって外貨表示の債務比率を減少させることが望ましいことになる。

5. 1990年代の政府債務の構成：実証的考察

以上の理論的モデルから導き出される諸関係を用い、1991年1月～2000年12月の期間における月次データに基づき、ブラジルのインフレ率、実質為替レート、政府支出などを検証してみよう。

インフレ率はブラジル国土地理院 (IBGE) が作成している消費者物価指数 (INPC) を用いる。IBGE は政府機関で、インフレーション・ターゲッティング政策で用いられている拡大消費者物価指数 (IPCA) も作成している。実質為替レートは2つの指標を用いる。1つは実質有効為替レート (CER) で、リアルと15の重要な輸出相手国との名目為替レートをブラジルの製造業輸出の比率で加重して作られた為替レートを、INPCと15の貿易相手国の消費者物価指

数を加重平均した値との比率を用いて実質化される。いま一つは、ドル＝レアルのパリティー・レート（PAR）で、レアルとドルの名目レートから INPC と米国の消費者物価指数で割り引いて計算される。政府支出（GOV）は、連邦政府の総支出と INPC で実質化された連邦債務利払いの合計である⁴⁷。

表 4 は、インフレ率（INPC）と実質為替レート（CER, PAR）の標準偏差を全期間と 3 つに区分けした期間に関して示している。1991 年 1 月～94 年 6 月の期間は、「レアル計画」実施直前の時期に対応している。94 年 8 月から 98 年 12 月は、「レアル計画」からクローリング・ペッグを放棄した通貨危機までの期間に対応している。最後に、99 年 1 月から 2000 年 12 月は変動相場制が実施されている期間である^{48 49}。

表 4 インフレ率と実質為替レートの標準偏差

	91:01-00:12	91:01-94:06	94:08-98:12	99:01-00:12
INPC	13.58	10.08	0.82	0.44
CER	4.04	2.95	1.63	7.71
PAR	4.06	2.84	1.56	7.81

出所：筆者作成

表 4 の結果によると、消費者物価指数で測られたインフレ率のボラティリティーは 1990 年代を通じて低下する傾向にある。一方、実質為替レートは期間を通じてより不安定な動きを示している。実質為替レートのボラティリティーは

⁴⁷ データの出所：インフレ率は IBGE, 為替レートは IPEA, 政府支出は大蔵省である。IPCA に関しては 90 年代を通じてのデータは存在しない。

⁴⁸ 1994 年 7 月は、通貨改革実施直前の高インフレの影響を受けているため、分析期間に含まれていない。

98 年末までインフレ率と呼応して低下傾向にあったが、99 年 1 月の通貨危機とともに大幅に拡大している。

インフレ率のボラティリティーの低下は、固定利子付き政府債券（非インデックス付き）への需要を増加させる。図 7 は、1994 年 7 月より固定利子付き政府債券が 98 年半ばのロシア危機の出現まで傾向的に増大したことを示している。94 年 7 月には固定利子付き政府債券は実質的に存在していなかったが、8 月にはそのシェアは 25% となり、96 年 7 月には 62.4% にまで達している。アジア通貨危機の影響で、97 年 12 月にはいったん 41% にまで低下するが、98 年 3 月には再び 56% まで回復している。しかしそれ以後は、固定利子付き政府債務は急激に低下し、98 年 12 月には 3.5% にまで収縮した。為替制度の変更以降は、再び回復傾向となり、90 年代末には 15% 程度となっている。

1990 年代末の為替レートとインフレ率の動きは、固定利子付き政府債務と為替レートによる修正条項を持たない政府債券の増加を示唆する。しかし、図 7 によると、2000 年には固定利子付き政府債務のシェアの拡大がみられるものの、為替レート・インデックス付きの債券の低下もみられず、外貨制約が存在する場合に公的債務の管理が複雑となることを示唆している。

表 5 は、2 期ラグ VAR 推定の残差の分散、共分散マトリックスを用いて計算したインフレ率（INPC）、実質為替レート（CER, PAR）、政府支出（GOV）の相関を示している。インフレ率と政府支出の正の相関は、固定利子付き政府債券の増加を示唆しており、図 7 で確認されるように実際 1994 年 8 月～98 年 12 月の期間に増加している。いうまでもなく、固定利子付き政府債券の増加に対してはインフレの変動の低下も寄与している。実質為替レートと政府支出の負の関係を考慮すると、為替レート・インデックス付きの政府債券比率の低下が

⁴⁹ 「レアル計画」実施直後の数ヶ月の為替制度は実質的には変動相場であった。メキシコ危機のブラジルへのコンテージョンが強まるにつれ、1995 年の第 2 四半期から中央銀行は為替パン制を採用したが、それは実質的にいわゆるクローリング・ペッグに

予想され、第2の時期の94年8月～96年12月には10%を超えることはなく、98年8月まで20%以下を維持している。

第3の時期には、実質為替レートと政府支出のボラティリティーの増加と、それらの間にみられる正の相関の存在は、修正条項付きの政府債務の最適構成にとって逆の方向に作用していたといえる。

表5 インフレ率、実質為替レート、政府支出の間の相関係数

	91:01-00:12	91:01-94:06	94:08-98:12	99:01-00:12
INPC-GOV	-0.01	0.01	0.09	-0.01
CER-GOV	0.18	0.02	-0.14	0.40
PAR-GOV	0.21	0.01	-0.14	0.46
INPC-CER	0.17	0.09	0.20	0.00
INPC-PAR	0.15	0.02	0.43	0.01

出所：筆者作成

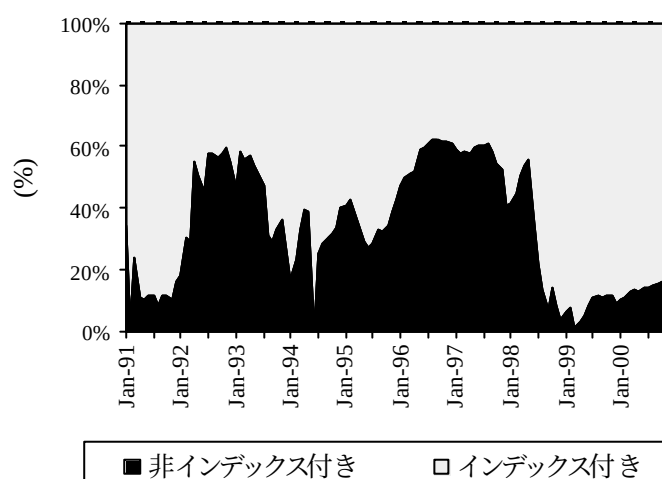
6. おわりに

政府債務の管理運営は、とくに債務の規模とその構成の特質（固定利子付き、変動利子付き、為替レートによる修正条項付き、インフレ率による修正条項付き）を考慮すると、ブラジル経済にとって極めて重要であるといえる。理論的には、インデックス付き政府債券の発行は、将来の政府の支出と税収に関し不確実性が存在する場合にヘッジとして機能し、租税の変動がもたらす社会的厚生へのディストーションを最小化する。しかし、政府支出がインフレ率や為替レートと相関関係を持つ場合、もしくはこれら変数のボラティリティーが増大する場合、政府は固定利子付きの政府債券もしくはインデックス条項の付かない政府債券を発行しなければならない。このことによって、政府支出のショッ

類似するものであった。

クに直面する場合に租税を変更させる必要性を減じることができるからである。他方、為替レートやインフレ率にインデックスする政府債券の発行は、市場に対して経済政策の責任を負うというシグナルを提供することを意味し、為替レートもしくは価格の安定性に関わる経済政策に対して信頼を与えることができる。図8は、1990年代におけるブラジルの政府債務の構成変化を表している。政府が非インデックス債券の比率を引き上げようとしていたことに注意しておこう。

図8 民間保有の政府債務の構成（1991-2000）



出所：中央銀行

インフレ再燃への危惧（レアル計画実施まで）とブラジル経済への国際的な金融・通貨危機の影響に関する不確実性（1994年のメキシコ危機に始まる）の存在は、非インデックス付きの債務比率が増加する傾向にある政府にとって、債務管理における主要な障害であった。他方、とくにロシア危機の後には、為替レートの変動がインデックス付き政府債務額を増大させるというもう1つの問題が深刻となり、外貨制約の下での政府債務の管理の問題をいっそう複雑とした。本章では、非インデックス付き政府債務とインデックス付き政府債務の間

に存在するトレード・オフ関係が、政府債務の管理とその最適構成の問題を複雑なものとする 것을議論した。実証的検証では、このトレード・オフ関係がブラジルの政府債務のケースで存在していたことを明らかとするとともに 90 年代に政府債務がどのように進展したかを検討した。

補論

ここでは、現在ブラジルで流通している主要な連邦政府債券を紹介する。

1. 国庫発行債券

1.1 NTN (*Nota do Tesouro Nacional*)

- ・目的：財政赤字の補填，国内流動債務の再ファイナンス，税収を見越した信用供与，対外債務の債券スワップのオペレーション，輸出信用オペレーション，その他法規で定められた特別の目的のために使用。
- ・タイプ：2000年6月の時点で20種類のNTNが市中に存在。
- ・償還期間：28日ものから30年満期まで多種。
- ・利回り：多種。固定利子制もしくは変動利子制。変動利子制の場合，為替レート・インフレ率・利子率（参考金利：TR，金融金利：TBF，長期金利：TJLP，オーバーナイト金利：SELIC）のいずれかの修正条項が付くものと、付かないものがある。

1.2 LTN (*Letra do Tesouro Nacional*)

- ・目的：財政赤字の補填，税収を見越した信用供与。
- ・償還期間：多種。最低は28日。
- ・利回り：固定利子制。

1.3 LFT (*Letra Financeira do Tesouro*)

- ・目的：財政赤字の補填，国内流動債務の再ファイナンス，税収を見越した信用供与，州・市・連邦区の債務引き受けのオペレーション。
- ・タイプ：2000年6月の時点で，3種が市中に流通。
- ・償還期間：多種。州・市・連邦区の債務引き受けのオペレーションに使用されているものは15年。
- ・利回り：多種。固定利子制でオーバーナイト金利（SELIC）による名目価値の承認条項が付くものとつかないもの。

2. 中央銀行発行債券

2.1 BBC (*Bônus do Banco Central*)

- ・ 目的：金融政策の手段。
- ・ タイプ：2000 年 6 月の時点で 2 種が市中に流通。
- ・ 償還期間：多種。最低で 28 日。
- ・ 利回り：固定利子制でオーバーナイト金利（SELIC）による名目価値の承認条項が付くものとつかないもの。

2.2 LBC (*Letra do Banco Central*)

- ・ 目的：金融政策手段，州債務引き受けのオペレーションに使用。
- ・ タイプ：2000 年 6 月の時点で 2 種が市中に流通。
- ・ 償還期間：多種。最高で 30 ヶ月。
- ・ 利回り：利払いなし。ただし，オーバーナイト金利（SELIC）による名目価値の承認条項が付く。

2.3 NBC (*Nota do Banco Central*)

- ・ 目的：金融政策手段。
- ・ タイプ：2000 年 6 月の時点で，3 種が市中で流通。
- ・ 償還期間：多種。最低で 3 ヶ月。
- ・ 利回り：オーバーナイト金利（SELIC）もしくは為替レートの変化による名目価値の承認条項が付いた固定金利。

第 8 章 ブラジルの政策改革問題の基本的視点

1. はじめに

1990 年代のラテンアメリカ諸国は、新経済自由主義（ネオリベリズム）と呼ばれる市場メカニズム重視の経済政策へと劇的な変化を遂げている。ブラジルの政策改革も 90 年より本格化し、90 年代にはマクロ的安定化を達成し、貿易自由化、民営化、規制緩和などの政策改革を予想以上のスピードで実現している。このような経済自由化は、これまでのブラジルの歴史の中でしばしば見受けられた自由主義と保護主義のサイクルの一局面ではなく、長期的に反転することのない趨勢的な傾向であると考えられている。

しかし、政府介入に依存した政策から市場メカニズムを目指す自由化政策へと、極端から極端へと振り子が振れた経済政策の転換には、様々な問題点が内包されていることを否めない。ブラジルの政策改革が一定の成果をあげつつあることは疑うべくもないが、依然としてそのプロセスにあることも事実であり、望ましい経済成果を長期的に実現できるかどうかは、2 つの問題に依存している。第 1 は政策改革の持続可能性に関わる問題である。こうした政策改革の持続可能性を議論するには、政策改革によって実施される改革項目や経済政策それ自体が整合性を有しているか、政策改革へのクレディビリティの問題、政策改革のデザインとシークエンスの問題、政策改革の政治経済学的インプリケーションなどの基本的視点が重要である。

第 2 の問題は、いわば第 2 世代の政策改革⁵⁰として政府と制度の市場補完的

⁵⁰ Naím [1995] 参照。

機能が問われ、それらの能力を改善する改革が求められている点である。既に政策改革は様々な効果を経済、社会に与えており、一方で経済成長が回復するとともに、他方で失業の増大、分配の悪化、金融不安、通貨危機などの問題が生じ、ネオリベリズムに立脚する政策改革のみで望ましい成果が得られないことが明らかとなりつつある。換言すれば、ブラジルという固有の条件のなかでの、経済コーディネーションに対して市場機構を補完する政府と制度の役割とはいかなるものか、また、そうした政府と制度の機能を高めるための政府改革（state reform）と制度改革・制度構築の課題とは何かが問われているといえる⁵¹。いうまでもなく、こうしたブラジルの政策改革における進展と課題は、1990年代のブラジルのマクロ経済を大きく規定するものであったし、今後の進展とも強く関わるものである。

本章は、ブラジルの政策改革の進展と課題を理解するための一般的議論の枠組みを提供するものであり、そのための基礎的研究として1990年代にラテンアメリカ諸国で実施されている政策改革の諸問題を分析するものである。第2節でネオリベリズムの背景について議論し、第3節では政策改革の持続性に関わる諸問題を検討する。第4節からはラテンアメリカ諸国の政府と制度の能力の問題に焦点を当てるが⁵²、まず第2世代改革の必要性を議論し、ついでラテンアメリカ諸国では政府と制度の能力が限定されたものであることを議論する。第5節では、行政システムの改善に焦点を当て、パフォーマンス基準に基づくインセンティブ導入の効果を単純なモデルで議論する。第6節では、現在のラテンアメリカにおいて、政府と制度の能力を改善する変化が生じつつあることについて言及する。

⁵¹ 残念ながら、これまでの政府と制度に関する研究においては、とくにラテンアメリカに焦点を当てたものは少ない。我国においては、小池・西島〔1997〕、細野〔1998〕、西島〔1998b〕が代表的である。

⁵² ラテンアメリカにおける政府と制度の役割についての理論的な検討は西島〔1998b〕を参照。

2. ネオリベリズムの背景

ネオリベリズムと呼ばれる経済政策の背景はオーソドックスな開発政策にあり、政策改革の推奨が主として IMF、世界銀行によってなされたため、その内容はしばしば「ワシントン・コンセンサス」と呼ばれている。Williamson[1994]によれば、「ワシントン・コンセンサス」の主要項目は、財政規律、公的支出配分の改善、税制改革、金融自由化、競争的なレートの設定、貿易自由化、直接投資の受入促進、民営化、規制緩和、にあるとされる。これらの諸項目は、マクロ経済安定化とミクロ的側面における構造調整に大別される。

マクロ経済安定化は、一般的な議論によれば、ミクロ的な側面での構造調整の前提条件であるとされている（Sachs [1987]）。マクロ的不安定性、とくにインフレは、価格の高進と変動をもたらすことによって、価格が市場の正しいシグナルとなることを妨げ、資源配分を誤らせるからである。さらに、金融仲介機能に障害が生じ長期の信用が低下すること、税収に時間的ラグが存在するためインフレによって税収の実質的価値が低下すること、輸入インフレや資本逃避を避けるために為替レートの切り下げを機動的に実施出来ないこと、またインフレ・ヘッジのために財テク投資が過大となり実物投資が阻害されること、などの問題がある。また、対外収支不均衡は、輸入制限、関税の引き上げなどを不可避とし、貿易自由化を後戻りさせるなどの問題を有している。したがって、理論的には、これらの弊害をもたらさないために、まずマクロ経済の安定化が実現されるべきという議論となり、安定化から自由化などの構造調整へというシーケンスが望ましいと示唆される。

ミクロ的な構造調整の目的は、財市場・資本市場の自由化、種々の保護政策の撤廃や規制緩和を実施することにより、政策的につくりだされた相対価格のディストーションを減少させることにある。とくに、以下の諸効果が期待され

る (Rodrik [1995])。

- ①自由化は資源配分の誤りによる静学的な非効率性を減少させる
- ②学習効果，技術変化を可能とし，経済成長を促進する
- ③自由化されたシステムは対外的ショックをうまく克服し得る
- ④資源配分を歪めるレントシーキングの余地を少なくする

また，政府・公的部門の縮小は構造調整にとって重要な改革項目であり，政府の直接的な市場介入を排除し，資源配分を改善することを目的としている。とくに，民営化は極めて重要な課題であり，政府系企業が支配的となっている重要な産業部門の生産効率を改善すること，政府系企業の赤字を補填することから生じる財政赤字を軽減すること，市場の競争化を促進することなどのために不可欠である。ラテンアメリカ諸国のように輸入代替期に多数の政府系企業を設立し，非競争的な市場構造を作り出してきた経済においては，民営化の持つ意味はとくに重要である。

ところで，既にネオリベリズムに基づく政策改革が多くの国々で実施され，1990年代の良好な経済パフォーマンスの基本的条件を作り出しているが，一つの興味ある特徴は，多くの諸国で極めて深刻な経済的危機の状況で政策改革が実施されている点である。しかも，このような時期に実施される政策改革は，ほとんどが経済安定化と構造調整の両者を含む包括的なものであった。では，なぜ経済危機の時期に包括的な改革が可能となるのであろうか。

一つの直感的な解釈として，Bresser Pereira 他 [1993, p.57] は，「アルゼンチン，ボリビア，ベネズエラ，ペルー，ブラジルのポピュリストの指導者たちが非ポピュリスト的な政策を採用した理由は，これらの国々の危機があまりに深刻で，ポピュリスト的政策に固執することが，調整がもたらすコストより大きくなったからである」と述べている。極めて深刻な経済危機にあったアルゼンチンでは，1990年にペロン党のメネム大統領が政権をとったが，ペロン党は典型的なポピュリスト政党であったため，新政権はポピュリスト的な政策を実

施するのではないかと危惧されていた。しかし、現実にはポピュリスト的政策から 180 度転換した経済自由化政策を採用した。同様に深刻な経済危機下で成立したペルーのフジモリ政権も、最貧層を支持母体とする政党であったが、現実には前ガルシア政権のポピュリスト的政策とは正反対の経済自由化政策を採用した。

しかし、これまで保護を受けていたグループは、改革によってその便益が失われることになれば改革に反対するはずである。何故かかるグループは改革に賛成することになるのであろうか。Alesina and Drazen [1991] は、改革のコストがグループ間でどのように配分されるかが確実でない場合、各グループは「待ちの戦略」を選択するという“war of attrition”（消耗戦）のモデルを用いて、改革が遅れることを説明している。このモデルからは、改革のコスト配分が不平等（政治的コアリションが弱い、もしくはポラライズトした社会）であるほど、また改革を引き伸ばすことから生じるコストが小さいほど、改革が遅れることが示唆される。しかし、経済が危機的状況となれば危機がもたらすコストがどのグループにも極めて深刻となりコスト配分が相対的に重要でなくなるため、改革に反対票を投じる“status quo”へのバイアス（Fernández and Rodrik [1991]）が弱くなること、また危機が深まるほど改革を遅らすことによるコストが大きくなること（Drazen and Grill [1990]）などの理由で、“war of attrition”への誘因が弱められ、危機には改革が可能となると議論される。

さらに、Rodrik [1996] は、改革が遅れる理由として、政治的なコスト・ベネフィット分析を用いて議論している。政策改革、とくに自由化は再分配のコストと効率性改善のベネフィットを有しているが、両者の比率（PCBR：再分配のコスト／効率性改善のベネフィット）が高いほど、改革は困難である。ところで、マクロ的危機にあれば全てのグループが不利益を被っているので、マクロ安定化を同時に実施すれば全てのグループに便益を与える。これに対し、安定化の分配上のコストは無視できることから、PCBR が低下し危機下での包括

的な改革が可能となるとしている。逆にいえば、PCBR が高いノーマルな状況では、グループ間でのコスト分配の問題から改革は困難となる。

いずれの理由によるにせよ、ラテンアメリカの多くの国が経済危機の最中に政策改革を開始している。このような状況下で、ラディカルで広範な政策改革が実施されれば、ラディカルな改革は過去を断ち切り、これまでの政府、経済政策とは異なることを民間に認識させるのに有効であるといえる。このため、少なくとも改革後しばらくは政策にクレディビリティを持たせることができるのである。

3. 政策改革の持続可能性

しかしながら、ネオリベラルな政策改革には、最終的に成果を生み出すまで改革が継続することを妨げる様々な問題点が存在している。以下、政策改革の持続可能性に関する5つの基本的な問題を検討しよう。

3.1 自由化と経済安定化との整合性の問題

既にみたように、経済安定化から自由化へというシークエンスが望ましいにもかかわらず、現実にはボリビア、ペルーのように自由化と経済安定化が同時に実施されるか、メキシコ、アルゼンチン、ブラジルに見受けられるように、マクロ的に不安定な時期に自由化が実施されるケースが多い。ただし、後者の3カ国については、自由化以前に様々なインフレ抑制策が実施されたが必ずしも成功するにはいたらず、結果的にインフレが沈静化する以前に自由化を実施せざるをえなかったと解釈すべきである。

ところで問題とすべきは、自由化と安定化の順番はどうであれ、それぞれが同時並行的に実施されている場合、自由化と安定化がどのように関わるかである。一般的に、貿易自由化は関税などの貿易障壁を低下させ、輸入価格を低下

させると同時に、輸入財産業の競争を促進させ、一般物価を低下させる要因となる。また、国内市場での規制の排除や競争促進政策は、独占企業の市場支配を弱めるため、インフレ抑制に有効である。この意味で、自由化は安定化と補完的である。しかし、自由化と安定化の関係は単純ではない。例えば、輸出入への課税が財政収入に大きな割合を占める場合、貿易自由化の実施によって関税収入や輸出税収入が低下すれば財政収入を低下させ、財政赤字を悪化させる要因となる。

しかし、貿易自由化と安定化との関係でいっそう重要な問題は、貿易自由化が為替レートの切り下げを要求することから生じる。自由化すれば輸入が拡大するのに対し、競争力が速やかには改善しないため輸出の拡大が遅れることから、貿易収支が悪化する。このため、為替レートの切り下げが不可欠となる。だが、為替レートの切り下げは、為替レートをアンカーとしてインフレ抑制に機能させている場合にはとくに問題となる。

第3章で見たように、アルゼンチンは1991年5月からの「カバロ計画」、ブラジルは94年7月からの「レアル計画」によって劇的にインフレを沈静化させている。いずれのインフレ抑制政策も、基本的に新通貨の導入とともに自国通貨を実質的にドル・レートに固定化させるもので、為替レートをアンカーとする安定化政策に他ならない⁵³。しかし、既に第3章で詳述されたように、為替レートをアンカーとする政策の長期的な持続可能性は、為替レートの固定化だけでは満たされない。世界インフレ率と整合的な貨幣供給政策、財政政策が実施されていなければ、固定化された為替レートと現実のインフレ率が乖離し、実質為替レートの過大評価が生じる。このため貿易収支赤字が生じ、それが深

⁵³ ノミナル・アンカーとして、貨幣供給成長率より為替レートが好まれるのは、①実質貨幣残高は眼に見えないが、為替レートであれば中央銀行が何をなすべきか正確に理解できる、②民間は中央銀行が安定化政策を続けているかどうか全ての時点で確認できる、③為替レートは直接的に輸入財価格に影響する、などの理由による。Corbo and Fischer [1995]。

刻となればいずれ為替レートの固定化は維持できなくなり、切り下げが必然となる。

だが、為替レートの切り下げは安定化の放棄とみなされ、安定化のクレディビリティを損ねる。このため、安定化の初期には為替レートの切り下げがなされず、過大評価が維持される。しかし、過大評価の為替レートを維持するためには、必然的に外国資金流入に頼らざるを得ない。第4章で詳しく議論されたように、大量の海外資金流入への依存と、貿易自由化の進展によって貿易赤字が拡大する状況での深刻な過大評価の継続は、通貨危機をもたらし、政策改革は深刻な危機に直面することとなる。

自由化と安定化の関係で考慮しなければならないもう一つの問題は、チリ、ペルーの経験みられたように、オーソドックス・タイプの安定化政策が実施される場合である。安定化政策による需要抑制と自由化政策がもたらす不況効果によって、とくに非貿易財産業、輸入競争財産業は深刻なダメージを受ける。そもそも資源配分において、産業間の資源移転は円滑ではなく、産業調整に時間を要する。このような経済にあって、安定化政策によって経済全体が引き締められ、また貿易自由化によって海外との競争に晒されれば、これらの産業は深刻な不況に陥る。しかも、不況が長引くことが多い。チリの場合、1973年の改革導入からの実質GDP成長率の推移は、73年は-5.6%、74年は1.0%、75年は-12.9%で、75年ようやく3.5%となった。ペルーの場合は、90年は-4.2%、91年は2.8%、92年は-2.4%、93年に6.5%であった（ECLAC データ）。

以上の議論とは逆に、自由化と安定化との関係において、マクロ的不安定が自由化を妨げる問題が存在することはいうまでもない。既に議論したように、インフレは価格シグナルを正しく機能させず、相対価格を歪める。また、低成長、高利子率が支配的な状況では、民間は改革に反応せず、改革がめざす資源配分を実現できない。したがって、安定化政策と自由化政策とは互いに様々な影響を有しており、現実的な政策対応の場面においては、両者の間にコンシス

テンシーが保たれることが要求される⁵⁴。すなわち、インフレ目標、貨幣供給成長率、為替レート切り下げ率、財政赤字の水準、経済成長率、国際競争力などの間の整合性を保つことが必要であり、かつ、これらの変数とそれぞれの分野における自由化などの構造調整のスピードやその程度との整合性が必要である。さらには、政治的安定性との整合性も重要であろう。

これらの整合性を考慮することによって、改革の順序やタイミング、さらには改革が漸進的であるべきか急進的であるべきかなどの問題が決定されるべきであろう。これらの問題は、以下で述べる改革のクレディビリティと改革デザインの問題と深く関わり、改革の持続性にとって極めて重要である。しかし、現実には、複雑な改革プロセスのなかで整合的な政策の組み合わせを見つけ出し、それを実施することは極めて困難であり、必ずしも政策間のコンシステンシーが保証されてきたとは限らないであろう。

3.2 政策改革のクレディビリティの問題

改革が持続するか否かは、改革自体に対する民間のクレディビリティに決定的に依存している。例えば、自由化の目的の一つは低生産性部門（多くの場合輸入代替部門）から高生産性部門（輸出財部門）への資本、労働の移動にある。かかる調整プロセスに対し、改革が一時的であると予想すれば調整コストを超える利潤を生み出さないと判断されるため、民間は改革に反応しないであろう。したがって、クレディビリティが欠如すれば、自由化に基づく調整へのインセンティブを弱め、生産の効率化を低下させると同時に、改革を持続させることを困難とする。しかも、最も重要な問題は、クレディビリティへの懷疑自体が民間投資などの自由化に対する反応を弱め、このこと自体が改革が成功する確

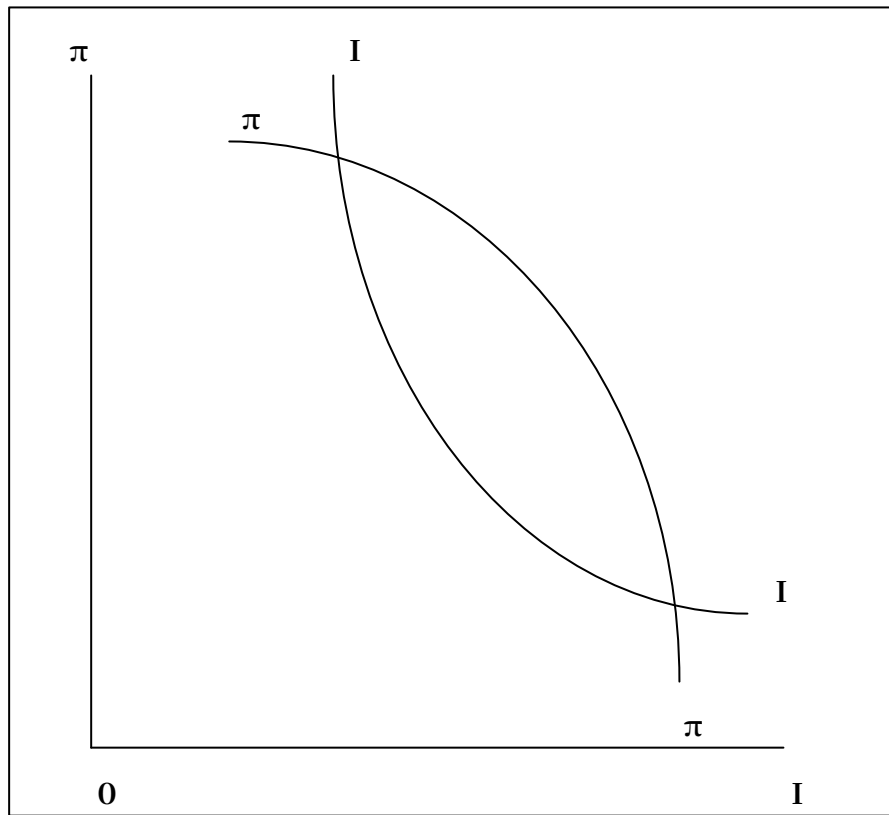
⁵⁴ チリは、1974年から政策改革を実施してきたが、この間、1970年代末から80年代初頭にかけての自由化の失敗を経ながらも、一貫した政策の継続が今日の良好な経済パフォーマンスを実現したといえる（西島〔1995〕）。

率を低め、さらにクレディビリティを弱める悪循環が存在することである。

Calvo [1989] は 2 期間モデルを用い、クレディビリティの欠如が次期には改革が中止されるという予想を支配的とさせることによって、異時点間での消費と投資の配分に影響する問題を分析している。すなわち、人々が自由化が一時的でいずれ挫折すると予想すれば、消費財（輸入財）価格が低い今期の消費に来期のそれより強い選好を持つため、今期には消費（輸入）が拡大し、投資が低下することになる。1970 年代後半のチリの自由化と 88 年のメキシコの自由化に典型的にみられたケースである（西島 [1990a]）。このような場合、貿易収支の赤字が拡大し、それをファイナンスするために海外資金に依存することになるが、もし海外資金が利用できない状況であれば、国内貯蓄の低下が投資をいっそう低め、改革が期待する資源配分を妨げることになる。また、Dornbusch [1988] は、貿易財部門と非貿易財部門間との投資の配分にクレディビリティが影響することを議論しており、自由化が挫折する確率が投資のコストとなるため、非貿易財部門から貿易財部門への資源の移転を弱めることを示している。

さらに、クレディビリティと投資の関係から、Rodrick [1992] は改革が成功するケースと失敗するケースの 2 つのケースを持ち得るモデルを示している。いま、投資水準（ I ）の決定を改革が挫折するという確率（ π ）の関数とする。図 1 の II 曲線は改革が挫折する確率が大なら投資はより小さくなることを示している。逆に、改革が挫折する確率の決定は投資のレベルの関数とする。 $\pi\pi$ 曲線は、投資のレベルが小さければ小さいほど改革が挫折する確率が高いことを示している。図 1 にみるように、モデルは 2 つの均衡点を持つケースが存在する。ロドリックは、どちらの均衡が実現されるかは不明であることから、少

図 1



出所：Rodrik [1992] , p.94.

なくとも改革が成功するかどうか不確実であるとしている⁵⁵。

⁵⁵ ただし、投資と改革が挫折する確率の調整過程をそれぞれ以下のように想定すれば、望ましくない均衡が実現する可能性が高いことを示すことが可能である。このとき、改革が失敗する均衡は安定的で、成功する均衡はサドル・パスとなる。いま、投資（ I ）と改革が失敗する確率（ π ）の調整プロセスをそれぞれ、ある与えられた π のもとで成立する I の水準より現実の投資が低ければ投資が拡大し、ある与えられた I のもとで成立する π の水準が現実のそれより低ければ改革が失敗する確率が高まると仮定する。

$$\dot{I} = I(\pi) - I$$

$$\dot{\pi} = \pi(I) - \pi$$

体系の安定性を調べるために、これらを線形近似し、 $\bar{I}$ 、 $\bar{\pi}$ を定常解であるとする

と、

$$\begin{bmatrix} -1 & \partial I / \partial \pi \\ \partial \pi / \partial I & -1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dI \\ d\pi \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{I} - I \\ \bar{\pi} - \pi \end{bmatrix}$$

を得る。トレースは負で、ディターミナントは、 $1 - (\partial I / \partial \pi \cdot \partial \pi / \partial I)$ であり、符号は

ところで、政策改革へのクレディビリティが喪失するのは、様々な理由に基づく。そもそも、かなりの経済危機からネオリベラルな経済政策が発効したことを考慮すると、政策は当初から大きな不確実性を抱えていたことを否めない。また、経済安定化とあいまって自由化の進展によって経済停滞が深刻となれば、改革が挫折するのではないかという予想が強まる。さらに、既に述べたように政策に非整合性が存在する問題も重要である。典型的には、インフレ抑制のためのアンカー政策がもたらす為替レートの過大評価が、自由化が要求する切り下げと矛盾し、過大評価が深刻となれば改革に対するクレディビリティが弱められていく場合である。しかし、この他にもいくつかの理由が存在する。

自由化は明らかなグループ間での分配効果を有しているが、この分配効果によって政治的対立が深刻化する状況となれば、民間はいずれ改革が政治的理由によって挫折すると予想するであろう。とくに、もともと政治的に不安定な背景があればクレディビリティを高めることは困難である。メキシコでは、1994年1月のNAFTA発足と同時にチアパス州で先住民組織「サパチスタ」の武装蜂起が生じ、またコロシオ制度的革命党（PRI）大統領候補の暗殺やPRI幹事長暗殺の事件などの政治的昏迷が続いており、94年から95年にかけての金融危機の背景となったことは否めない。また、民主体制の確立プロセスにあるラテンアメリカ諸国では、経済が不安定化する傾向にあることに注意しておかななくてはならない（Haggard and Kaufman [1995]）。

次に、政策がいわゆるダイナミック・インコンシステンシーを有する場合にも、深刻なクレディビリティの低下が生じる。民間が改革に反応した（投資をおこなった）後で、改革開始時点での政策が政策当局にとって最適ではなくな

両曲線の傾きに依存する。ところで、 $1/(\partial I/\partial p)$ は I 曲線の傾き、 $(\partial p/\partial I)$ は π 曲線の傾きであるので、ディターミナントが正で体系が安定となるのは I 曲線の傾きが π 曲線のそれより大きいときである。逆は、ディターミナントが負となるので体系は不安定（サドル・パス）となる。したがって、ロドリックのモデルのように、体系が2つの交点を持つ場合には、 π が大きく、 I が小さい均衡点、すなわ

り、改革が変更されるケースである⁵⁶。具体的な事例としては、自由化実施後に輸入競争産業などの苦境にある産業を救済する場合、改革で設定した財政支出のシーリングを破る場合、ひとたび引き下げた関税を再び引き上げる場合などである。この問題に関しては、1995年にブラジルは自動車、電気製品などの耐久消費財に対して輸入関税を20%から、32%、70%へと再び引き上げ、さらに自動車に対して輸入割当制を採用する⁵⁷などの措置が講じたが、このような措置は民間のクレディビリティを著しく損なうだけでなく、こうした保護主義への回帰はネオリベリズムとは相入れないものである。

結局、政策改革のクレディビリティを高めるためには、政策的整合性の維持、とくに適切な為替レートと財政規律の維持がなにより必要である。さらに、ダイナミック・インコンシステンシーの問題を避けるために政府の対外的、対内的レピュテーションを高め、より確実なコミットメント・メカニズムを作ることが必要である。経済閣僚の頻繁な交代や、汚職などの不正な取引によって政府のレピュテーションを低下させることは避けるべきである。また、ひとたび開始された政策は、初期にアナウンスされた予定通りに最後まで実施するなど、政府のコミットメントは厳格に守るべきである。この点に関し、NAFTAのような地域統合のフレームに参加することは、改革を後戻りさせないことを対外的に制約する（ロッキングイン効果）という意味で、有効であるかもしれない（Nishijima and Smith [1996]）。

3.3 政策改革のデザイン

ち改革が失敗する均衡点が安定的であることを示すことができる。

⁵⁶ ダイナミック・インコンシステンシーの問題の典型例として、最適なインフレ税と貨幣保有の問題に関して、Calvo [1978] は、ひとたび民間がインフレ期待を形成すると、通貨当局が貨幣供給を増加させることによって一括税（インフレ税）を課す誘因を持つことを議論している。

⁵⁷ 自動車の輸入割当に対しては、WTOからの警告を受けて同年10月に撤回しているものの、70%の関税率は維持されている。

ここで政策改革のデザインと呼ぶのは、改革の順序(sequence)・速さ(speed)・範囲(scope)に関わる問題である。改革を成功させるためには、それぞれの経済状況に応じて、これらの3つの“S”について最適なデザインを作成し、改革のフィージビリティを高めることが改革の持続性にとって決定的に重要である。しかし、これらの“S”については様々な議論があり、必ずしも共通認識が存在するわけではない。

まず、改革の順序に関しては、①安定化と自由化（構造調整）、②貿易自由化と金融自由化、③セクター間での順序が、主たる問題である。①については、既述のように安定化が自由化に先んじるべきであるという議論が一般的である。しかし、安定化と自由化は同時であるべきだという議論も存在する。資源配分を歪める政策による非効率性を引き伸ばすべきではないからである。また、Haggard and Webb [1993] は、自由化によって損失を被るグループに対しては、何らかのゲイン（安定化による）を与えることによって自由化を強化する可能性を示唆している。

②の貿易自由化と資本自由化との順序に関しては、Frenkel [1983] は、資本市場の調整スピードが速いため、財市場と資本市場が同時に自由化されると、財市場の価格が正常となる前に資本市場の調整がなされてしまい、資本市場を通じる資源の動員により財市場で歪みのある資源配分が助長されると議論している。また、McKinnon [1991] は、資本自由化は資本流入をもたらす過大評価を生むことの問題点を指摘している。資本市場が先に自由化されることの問題は、1980年代初頭のアルゼンチン、ウルグアイの自由化の失敗が典型例である。

しかし、金融自由化が先行することが望ましいともいえる。例えば、自由化による資源配分の改善には金融市場の役割が重要であるが、金融市場が脆弱な状況で自由化が実施されると、自由化によって多くの企業が営業不振に陥り、民間の不良債務が増大する。高利子率のもとで銀行がそれをファイナンスし続けるポンジ・ゲームが生じれば、1981年にチリで経験した金融危機が示すよう

に、改革は挫折するという予想が支配的となる。他方、インドネシアでは資本市場が先に自由化されたが、これは貿易自由化に成功した事例である。したがって、貿易自由化と資本自由化の順序の問題に関しても、現実の方が先行しており、一般的な理論的結論はないといえる。

同様に、セクター間の自由化の順序についても明確ではない。Edwards [1989] は、自由化によって除去すべきディストーションとして、関税、労働市場の歪み、非貿易財市場での租税、金融市場での歪みが主要なものであると述べているが、これらの歪みのセクター間、異時点間での相互作用に着目すると、一般的な結論は少ないとしている。

改革のスピードの問題は、急進主義（ショック療法）か漸進主義かで知られる問題である。この問題に対する経済学からの一つの回答は、漸進主義を支持している。経済に政策的ディストーションのみが存在するのであれば、瞬時に全ての政策的ディストーションを除去することが最適である。しかし、現実には全ての政策ディストーションを一度に排除できないし、様々な理由による市場の不完全性が存在するので、問題はセカンド・ベストの議論となり、これを実現するように漸進的に改革すべきであるという議論である（Edwards and Wijnbergen [1989]）。

しかし、政治経済的な観点を考慮すると議論は複雑となる。政策改革は各グループに異なる改革コストの配分を持つが、これに対し政治的抵抗がともなう場合、改革のデザインの決定を困難とする。政策改革が漸進主義に基づいて実施される場合、失業などのコストが少ないことから、改革への支持が形成されやすいであろう。たとえば、漸進的な改革においては資源配分の調整スピードを改革のそれにあわせることが可能で、民間部門の対応に時間的余裕を与えることができる。しかし、漸進的な改革は、損失を被るグループやセクターからの組織的抵抗、ロビイングに対しても時間的余裕と可能性を与えることになり、これが改革の妨げとなるという問題を有している。また、漸進主義の場合、あ

まりに長期間にわたり改革が引き続き、将来に改革が変更されると人々が予想すれば、クレディビリティは形成されない。逆に、急進主義の場合、失業などのコストが大きく、改革に対する支持は少ないであろう。しかし、反面において諸々の抵抗に対して時間的余裕を与えないために、クレディビリティの喪失という問題は少ないとも考えられる。また、急進主義の場合、パッケージとして改革が進められるので、民間にとっては改革の全体像の把握が可能で、クレディビリティを得られ易いかもしれない。

このような問題に対し、Haggard and Webb [1994,p.20-1] は、急進主義を擁護する政治的要因を以下のように要約している。①急速な改革は必ずしも高い政治的コストを伴うとは限らない。ハイパー・インフレが急激に終息するときには政治的支持が得られる、②政権交代直後（同時に改革が実施されることが多い）は、いわゆる「政治的蜜月」があり急激な改革であっても政治的支持を得ることができる、③改革を急激に推進すれば、現状に固執する利害グループの反対運動の遅れを利用できる、④多くのケースでは、政治的支持を失うのは、改革が速いからではなく、改革の遅れと非整合性、さらに引き続く改革のコストが理由である、⑤改革を速いペースで進めることによって、改革へのコミットメントを示すことができるのでクレディビリティを得られやすい、などである。

さらに、改革が導入されるスピードと民間部門が調整するスピードは区別しなければならないことから、投資や生産設備には経済的に最適な調整のスピードがあるので、改革の遅れと部分的な改革は好ましくない結果をもたらす（Murphy, Shleifer and Vishny [1992]）という議論もある。また、Haggard and Webb [1993,p.159] では、「危機の最中に政権を取った政府は、危機を前政権の責任とすることができる。改革が遅ければ遅いほど、調整コストが現政権のものとなれ、それだけ反対勢力の圧力を強める」ことから急速な改革を擁護している。

しかし、急激な改革には、調整コストのみならず、改革がスピード・ダウンしたり後戻りしたときに生じるダイナミック・インコンシステンシーの問題があり、クレディビリティを失いやすい。この意味で、漸進主義であればダイナミック・インコンシステンシーの問題が少ないという利点を有している。いずれにせよ、この問題も一般的な結論が存在するとはいえない。なお、Haggard and Webb [1994, p.20] 自身、「民営化と金融セクターの改革は、これらの政策調整を有効なものとするために補完的な制度的変化が必要なため、典型的には、ゆっくりとした経済的に最適なスピードがある」と述べている。

最後に、改革のスコープ（範囲）の問題について簡単に述べておこう。この問題は、改革のスピードの問題と強く関わっている。一つの考え方は、過去に何度も失敗を繰り返してきた状況下で、改革を民間に信用させるには、急進的な改革と同様に広範な改革が望ましいという議論である。パーシャルな安定化であるヘテロドックスタイプの安定化をとったブラジル、アルゼンチンではインフレ抑制を何度となく失敗してきたが、1990年以降の改革では包括的な改革を実施しており、民間にかかる改革が唯一の解決策であると認識させたといえる。また、政治経済学的には、複数の改革を同時に実施すれば、部分的で漸進的な改革では生まれない改革を支持する政治的コアリションを生み出すこと、改革のコストが政治的サポートを揺るがす前であれば広範な分野ですばやい改革が可能である（Douglas [1990]）ことから、広範な改革が支持されている。

しかし、改革が様々な分野で同時に行われているときには、急進主義は問題を持つかもしれない。改革のスコープが広く、急進的である場合には、ある部門の失敗が他の部門に波及する可能性が大きくなる。この意味で、急進主義は、多数の分野で改革が実施されている場合には、クレディビリティを失う可能性が高い。「クレディビリティが高まるのは、一般的にマグニチュードが大きく、しかしスコープが狭い改革の場合である」（Rodrik [1989, p.12]）。したがって、急進的な貿易自由化は、税制改革、金融自由化、と同時に試みられてはならな

いと述べている。

いずれにせよ、改革にコストが存在し、これに対して各セクターからの政治的抵抗が生じる場合には、政策改革の実施ならびに決定プロセスを困難なものとする。したがって、今後も貧困問題、分配問題、深刻な階級対立の中で、社会的コストをとまなう政策改革を推し進めるには、3つの“S”に関する適切な改革デザインを描き、政治的コアリションと社会的コストへの手当（敗者への補償）をおこない、政策改革と政治的・社会的安定のバランスを保つことが不可欠である

3.4 セクター間の対立

政策改革は、いかに経済全体として有益であっても、必ずや調整コストと再配分のインパクトを持っている。しかも、改革のコストが比較的すばやく現れるのに対し、改革の成果が現実のものとなるにはタイム・ラグが存在する。また、より重要な問題として、コストが均等に各セクター間に配分されないため、深刻なセクター間、階級間の対立を生み出すことである。とくにラテンアメリカ諸国は所得分配が不平等で、もともとセクター間、階級間の対立が激しい社会である。また、現在多くの諸国が民主的政治体制の確立期もしくは移行期にある。このような時期においては、経済が不安定化し、経済政策が deadlock に乗り上げる傾向にある（Haggard and Kaufman [1995]）。

政策改革がもたらす分配問題を議論する場合、古典的な資本・労働階級の対立のみならず、複層的な利害グループが考慮されなければならない。総需要の低下、失業の増大で、組織労働者は損失を被り、しばしば改革に反対するアクターとなる。未組織労働者は、総需要の低下、社会保障の悪化を被るが、一般的に政治的影響力は小さい。一方、企業・資本家階級が受ける改革の影響は、輸出産業か輸入競争産業かに依存する。関税などの保護政策が廃止されれば輸入競争産業は厳しい国際競争に直面し、生産の縮小、失業の増加というコスト

を被る。輸出産業は、輸出補助がなくなればダメージを受けるが、輸出税の廃止は有利である。また、輸入制限の廃止は輸出財への相対価格の上昇を意味し、輸出産業を有利とする。しかし、より重要なのは、自由化とともに実施される為替レートの切り下げであり、これは輸出産業に有利に、輸入競争産業と国内財産業に不利となる。都市の組織労働者は、大部分が非貿易財、輸入競争財産業に従事しているので、国内需要の抑制や自由化に反対する。また、都市部門の消費者にとって、輸入消費財が重要である場合、為替レートの切り下げは輸入財価格の上昇をもたらすため、実質賃金の低下を意味し、これに反対する。この他、政府系企業の民営化や行政機構の改革に対し、政府部門自体、とくに公務員がプレッシャー・グループとなる問題などが存在する。

このように、政策改革が各グループに異なるコスト配分をもたらし、政治的抵抗がともなう場合、改革の遂行をいっそう困難とする。改革への抵抗は、単にロービング、投票行動、ストライキのみならず、資本逃避、争乱、治安の悪化など、通常の政治的チャネル以外の方法にも訴える。政府は様々な権力、制度などを利用してこれらの反対勢力に対抗するが、長期的にはいかに反対勢力とのコアリッションを作り上げるかが重要となる。一つの方法は、改革を支持する勝者（winner）を作りだし、このような改革から利益を得る利害グループを拡大することによってコアリッションを強めることであるとされる（Nelson [1990]）。しかし、特定のセクター、グループを優遇することはネオリベラルな政策改革とは整合的ではない。したがって、勝者からの政治的支持を利用すると同時に、敗者のウェイトを小さくするか補償を行うことが要求される。

さらに、政策改革がセクター間対立の影響を受け、改革の遂行能力が低まることはいま一つの重要な問題をもたらす。すなわち、たとえ政策改革が可能であったとしても、以上のような政治的抵抗が存在し議会運営が困難な場合、政策改革において危惧されることは、改革が最も抵抗の少ない領域から着手される傾向を持っていることである。一般的に、資源配分のディストーションの大

きい領域における改革が高い経済合理性を有していると認められるが、かかる領域では既得権益も大きく、改革への抵抗は強硬であり、このため改革は実施され難いといえる。ラテンアメリカの民営化の一般的特徴として、民営化の必要性が高い公企業から優先的に民営化が実施されるのではなく、規模の小さい民営化が比較的容易な企業から実施される傾向を持ったことは、典型的な事例である。したがって、政治的理由から選択される改革は、必ずしも高い経済的合理性を有している保証はないのである。

いうまでもなく、政策改革がたんに政治的抵抗のみならず、分配問題を通じて政治的不安定性をもたらせば、いっそう政策改革を危うくする。とくに、最貧層や輸入競争に晒される農業部門への影響が大きければ、政治的、社会的不安定化に結びつく。メキシコの貧困地帯のとうもろこし生産農家への自由化の影響については議論が多い。政策改革が一定の成果をもたらし、それが人々に配分されるまでの時間が長ければ長いほど、また、政策改革の調整コストに社会が耐えられる時間が短ければ短いほど、事態は深刻である。したがって、今後も貧困問題、分配問題、深刻な階級対立の中で、社会的コストをとまなう政策改革を推し進めるには、政治的コアリションと社会的コストへの手当（敗者への補償）をおこない、政策改革と政治的・社会的安定のバランスを保つことが不可欠である。さもなくば、政治的・社会的不安定化が改革のパフォーマンスを低め⁵⁸、改革のパフォーマンスの悪化が一層不安定化をもたらすという悪循環に陥り、改革の持続性は失われる。

4. 第2世代改革

4.1 第2世代改革の必要性

⁵⁸ Cukierman, Edwards and Tabellini [1992] は、政治的不安定性とインフレ税の関係を実証し、政治的基盤の弱い政府はインフレ税に頼る傾向が存在するとしている。

1990年代の政策改革がラテンアメリカに成長率の回復など一定の成果を実現したのと同時に、急激で広範な経済自由化が各国に様々な影響を与え、社会的不安定性をもたらしていることも否めない。例えば、ベネズエラでは89年からのIMF、世銀の処方箋に従う性急な構造調整によって低所得層が窮乏化し、カラカスでの暴動や92年に2度にわたる軍部のクーデター未遂事件が発生するなど社会は騒然となった。メキシコでは94年にチアパス州で先住民組織による武装蜂起が生じたが、その背景にNAFTA加盟による市場自由化への反目があったことは否定できない。アルゼンチンでは、徹底した政策改革の実施により労働の柔軟化（flexibilization）が進み、とくにペソ危機後の95年、96年にかけて18%に達する失業率となり、労働争議が頻発する事態となっている。コロンビアでは経済的苦境のなかで左翼ゲリラ組織、右派武装集団、麻薬組織が絡み合った内戦が深刻化している。ペルーでは、フジモリ大統領の三選に際し、経済自由化の影響を最も強く受けている先住民層を支持母体とする対立候補の台頭に苦戦したことは記憶に新しい。

こうした問題の基本的要因は、経済自由化がむしろラテンアメリカ諸国の雇用と貧困問題を悪化させる傾向を持つことにある。ラテンアメリカ諸国における経済改革が雇用に与えた影響について Stallings and Peres[2000, p.44]は、「改革は、成長の加速と労働集約的生産技術へのシフトによって雇用を高める効果を持つと期待されていた。更に、未熟練労働への需要の拡大が賃金格差を低め、所得分配を改善すると予測されていた。しかし、こうしたことはまったく起こらなかった」と述べている。

とくに製造業の場合、貿易自由化が競争力改善のために生産性の改善を要求し資本・技術集約的な生産方法の採用が促進されることから、雇用機会を減少させる。CEPALのデータによると、1990年から97年の間に各国の製造業での雇用は絶対数においても著しく低下している。90年を100とすると、97年にはアルゼンチンで85.2、ブラジルで83.2、メキシコで84.4、ペルーで74.6となっ

ている。いうまでもなく、製造業から離れた労働者はサービス部門に雇用を求めることになるが、通信、銀行、一部商業などを除き、多くの雇用機会を提供するサービス部門はインフォーマル部門である。近代的なサービス部門がより高い技能を有する労働者を雇用し、より高い賃金を支払うのに対し、インフォーマルなサービス部門では低賃金のままであり、賃金格差が拡大する。Stallings and Peres [2000] では、こうした賃金格差の拡大が所得分配を悪化させる重要な要因となると考えられている。

表 1 は、主要国の都市部家計調査に基づく所得分配の 1990 年、94 年、97 年のジニ係数の変化を示している。7 年間で所得分配の改善を見せているのはメキシコのみである。もちろん、各年のマクロ経済情勢などの影響を免れないことや、7 年間で評価に耐える十分な期間ではないといえるが、少なくともこのデータを見る限りでは政策改革がこれらの国々で分配上の改善をもたらしたとはいえない。米州開発銀行でラテンアメリカの所得分配の研究を行っている Székely and Hilgert [1999, p.9] も「調査したラテンアメリカ 15 ヶ国で 90 年代に分配上の改善を示す国はない」としている。他方、Morley [2000] の計量的な研究によると、政策改革のうち輸入自由化、税制改革は分配を悪化させる有意な影響を持つが、資本市場の自由化、金融市場の自由化、民営化の効果はどちらともいえないとする結果を得ている。したがって、経済自由化の分配への影響に関しては今後の研究を待つ必要があるが、少なくともこれまでの研究によれば、経済自由化の追求が社会的公正を改善したとはいえないであろう。このため、経済自由化とともに社会的公正を改善する政策が必要であり、また、そのための政府と制度の能力が要求されるのである。以下では、政府と制度の問題について議論する。

表1 ラテンアメリカ主要国の所得分配ジニ係数の推移

	Argentina	Brazil	Chile	Colombia	Mexico	Venezuela	Peru
1990	0.423	0.528	0.471	0.450	0.424	0.378	0.429
1994	0.439	0.519	0.473	0.505	0.405	0.387	0.449
1997	0.439	0.538	0.473	0.477	0.392	0.425	0.448

出所：CEPAL, *Anexo estadístico: panorama social de América Latina 1998*。

注：ブラジルは93年，94年，96年，チリは90年，94年，96年，メキシコは89年，94年，97年である。ペルーはSzékely and Hilgert [1999] からの引用でジニ係数算出の方法は異なる。

4.2 政府能力

近年，新古典派経済学の途上国への適用性について様々な批判がなされてきており，市場の不完全性，政治経済学，制度的観点から開発経済学における新たなアプローチが台頭してきている。市場メカニズムの欠陥を批判するだけでなく，経済コーディネーションを担う市場メカニズムを補うための政府と制度の役割に新たな焦点を当てる議論である⁵⁹。こうした開発経済学における「パラダイムの転換」のなかで，経済自由化を進めるラテンアメリカにおいても市場機構を補完する新たな政府と制度の役割が模索されている。

しかし，政府の市場補完的な機能が正しく働くためには，適切な政府能力が備わっていることが前提条件となる。残念ながら，ラテンアメリカ諸国の政府能力に関しては，次のような認識が一般的である。「そもそもこの地域の国家は能力に乏しく腐敗し信頼感の薄いのが特徴で，都市化や人口増加にともない急増する社会サービスの要請に答えることができなかった。敢えて単純化すれば能力や効率の欠如に加え，少数の利害を公的な利害に優先させて，本来政府に課せられた公的サービスの社会への供給を怠り，あるいは福祉においても政府職員の福祉向上を優先させてきたのがラテンアメリカの国家の実態であった」

(Naím [1995], pp.13～6)。ラテンアメリカの政府には，政策の非整合性・非継続性・非効率性，肥大化した公的部門，官僚の腐敗，レントシーク，ネポテ

イズムなどのイメージが付きまといっている。こうしたラテンアメリカの政府と制度の能力が脆弱であることの理由は、基本的に、ラテンアメリカは極めて所得分配が不平等な社会であり、このことは以下の理由で政府、官僚機構のガバナンスを弱めるからである。

①分配が著しく不平等な社会では、各グループが自らの分け前を大きくするためにレントシーキングへのインセンティブが強い。同時にその反対側で官僚達もレントをシェアするために民間と共謀し、官僚組織の規律を失わせる。

②深刻な階級・グループ間の対立が存在し、それぞれのグループからのロビー活動や政治的圧力によって様々な形で経済政策がバイアスを受ける。

③政府は社会的安定のために、ポピュリスト政権に典型的に見られるように、常に再分配政策を迫られる。再分配政策は、財政赤字をもたらしマクロ的不安定を結果すると同時に、資源が蓄積に向けられないため成長を低める。

④地域的に所得格差が存在すれば中央政府と地方政府との間に対立が生じるが、地方政府がその財政赤字を中央政府に移転できる場合は、地方政府が安定化に協力しない状況が生じる（Alesina [1994]）。

では、ラテンアメリカで見られる政府・官僚組織の行動パターンや意思決定のメカニズムについて、どのようなアプローチから考えればよいのであろうか。Lin and Nugent [1995] に従えば、政府もしくは国家の行動、意思決定がどのようなになされるかについては、以下の理論的なアプローチがある。

第1は、国家とは公共の利益の代理人であり、共同行為の目的を達成するための手段とみなす立場である。各グループはそれぞれの利害を持ち、自らの利益を最大化するために各グループ間で競争を行うが、結果として政策が内生的に決定されるという議論である（公共選択理論）。

第2は、国家を特定の私的利益の代理人であるとみなす立場である。国家は、

⁵⁹ 開発経済学の新しい展開については、Lal and Myint [1996]，絵所 [1997] 参照。

支配的グループの法的・制度的・イデオロギー的ヘゲモニーを確保し、支配階級の所得を最大化するための道具である（マルクス主義的階級国家論）。

第3は、プリンシパル・エージェント・モデル（principal agent model）によるアプローチであり、国民（principal）は国家（agent）に公共サービスを委託すると考える。このとき、国家がリーガルな独占体であり一定の制約の下で政府自身の目的を最大化する問題や、国家の正当性を維持するための条件などの分析が可能となる。

いずれのアプローチもラテンアメリカ諸国の政治過程の特徴である、特定の階級、利益グループが政策決定に偏向を与え政府の能力を弱めるという問題に対して多くの示唆を与える可能性を有している。いずれに基づくとしても、ラテンアメリカの現実との対応を厳密に議論することは今後の課題である。以下では上記の課題に対する準備段階の議論として、政府の能力を規定する要因に関し、国家の政治体制・政治制度、官僚システムの質と能力の問題に焦点を当てて議論する。

(1) 政治体制と政治制度

政治体制のあり方は、政府の行動様式とその能力を規定する重要な要因である。ラテンアメリカにおける有名な事例として、1980年代までのラテンアメリカ諸国においてポピュリスト政権と軍事政権もしくは権威主義的政権の間で政権の交代劇がしばしば繰り返されてきたことがある。その背景はそれぞれの政治体制において政府がもっぱら政権支持グループの利益に偏向した政策を実施したため、いずれ経済的破綻がもたらされ、政治的支持が失われたことにあった（Dornbusch and Edwards [1991], 西島 [1993]）。典型的には都市の労働集約的非貿易財部門がポピュリスト政権を支持し、農村の大土地所有層を代表とする一次産品輸出部門が権威主義的政権を支持するという構図である。

ポピュリズム体制における基本的な経済政策は、手厚い保護のもとでの積極

的な輸入代替的工業化の推進と分配政策にあり、非貿易財産業と都市在住者の経済的欲求を満たすことによって、体制の政治的支持基盤を維持することを目的としていた。しかし、一般大衆の政治的支持を維持するための過度の保護政策と再分配政策は、国際収支問題やインフレの高進などをもたらし、その政策の継続が困難となる。このため、ポピュリスト政権の末期には、一般大衆の激化する要求に対し、いっそうの再分配政策が不可避となり、さらなる財政赤字の増大とインフレ高進がもたらされ、社会的・政治的混乱のうちに保守政権へと転換するのが一般的であった。

保守政権は、多くの場合、軍事政権という形態をとるものであったが、典型的な事例としては、ブラジル、アルゼンチン、チリ、ウルグアイ、ペルーなどの軍部官僚型権威主義体制と呼ばれる形態があげられる。こうした軍事政権は、まず急進的な大衆運動の抑圧とオーソドックス・タイプの安定化政策によって、ポピュリスト政権下の経済的矛盾を解消することから出発するが、基本的には軍事政権はエリート層や中間層、大土地所有者層を政治的基盤とし、労働者階級、低所得者層などの一般大衆の抑圧のもとでの開発政策を基盤とする。実質賃金の抑制と実質為替レートの切り下げによって、非貿易財部門に比して農業、製造業における輸出部門の優遇が図られ、また、外資や対外債務に積極的に依存した成長政策が実施された。しかし、軍事政権下にあっては、実質賃金や社会保障の抑制などによって一般大衆を抑圧しているだけに、高い成長率を実現している限りは政治的安定を保つことが可能であるが、1980年代の対外債務危機にみられたようにそれまでの高成長政策が破綻すると、一転して深刻な景気の停滞と失業に見舞われることとなり、各階級、各セクターの経済的・社会的不満と対立が高まり、多くの国でポピュリスト的性格を持った民主政権へと転換することになったのである。

以上の政権の交代劇は、ポピュリスト政権、軍事政権のいずれの政治体制のもとでも、特定の利益集団に偏向した政策が政府の政策運営能力を阻害したこ

とを背景としているが、1990年代のラテンアメリカのコンテキストにおいては、権威主義体制から民主主義体制への変化に着目しなければならない。ラテンアメリカにおいては、80年代に大部分の諸国が権威主義体制から民主主義体制へと移行したが、アジア諸国が基本的に権威主義体制の下で目覚ましい経済発展を遂げてただけに、そのインプリケーションが重要な問題であった。一般的に、権威主義体制がとられた韓国、台湾、チリにおいては、民主主義体制に比べて政府は官僚を政治的圧力から隔離すること、対立する政治勢力をコントロールすることが容易であること、整合的な経済政策の実施に優れていることなどから、開発国家として経済発展を実現し得たと考えられている。他方で、ラテンアメリカ諸国が民主体制に移管した直後に深刻なマクロ的不安定と経済危機に直面したことはよく知られている。

こうした問題に対し、開発の政治経済学とも呼べる議論では、利益集団の競争のあり方が政策のパフォーマンスを決定するうえで重要であり、こうした利益集団の対立はむしろ政治制度（政党制度、選挙制度）に依存すると考えている。例えば、政策改革のケースで議論した Haggard and Kaufman [1992] によると、権威主義体制、民主主義体制のいずれが政策改革に優れているかについてはアプリアリには議論できないとしている（pp.32～4）。権威主義体制は必ずしも不人気の調整プログラムを実施するに必要なオートノミーを保証するものではないし、民主的な選挙が必ずしも改革を妨げるものでもない。したがって、政策改革を妨げるのは政治体制の問題ではなく、むしろ制度化された政党システムを形成する能力があるか、国家と社会を結び付ける利益グループの利害を如何に反映させる能力があるかの問題であるとする。こうした能力をもたない権威主義国家では、民主体制への移行期において、政策干渉を強めると同時に官僚の政治的圧力からの隔離を弱め、民主化直後のアルゼンチン、ブラジル、ペルーにおいて見られたように、政策改革を妨げる政治的、経済的混乱をもたらすとしている（p.34）。この意味で、利益グループ間の分配をめぐる対立のな

かで、議会制度、政党制度、選挙制度などの政治制度が政策改革を実現する政府の能力と深く関わるという主張である。

(2) 官僚システムの質・能力

以上の政治制度と利益グループの利害対立に加え、政府能力の決定要因として極めて重要なのは官僚システムの質と能力である。官僚が裁量権をもち、様々な便益へのアクセスと情報を支配すれば、私的利益のために自らの地位を利用するインセンティブを持つ。ラテンアメリカ諸国においては、こうした腐敗は、関税や許認可のレベルから民営化、輸入割当、独占規制などのレベルにまで広範にみうけられるが、レントシーキングと汚職の蔓延は、政策決定を偏向させ、貴重な資源の浪費をもたらしてきた。さらに重要なのは、腐敗が民間による政府のクレディビリティを低下させることである。政策の非継続性、規制の予測不可能性、政治的不安定性（政権交代）、個人と財産に対する犯罪、司法執行への非信頼と並び、汚職は政府へのクレディビリティを低下させると同時にビジネス上の費用となるため生産活動や投資を阻害してきた。

前述のプリンシパル・エージェント・モデルによれば、官僚を含めた２段階のモデルによって以下の議論が可能である。第１段階で、principalである国民が国家を agent として雇う。第２段階では、国家が principal となって官僚を agent として雇い、法・秩序の実行、徴税、公共サービスの提供を委託するという枠組みである。ところで、官僚はそれ自体が合理的な主体であって、その利害は principal と一致するとは限らない。ときに、官僚は与えられた権限を自らの利益の最大化に用いる。社会階層間の格差の大きいラテンアメリカでは、高等教育を受け得る階層は高所得者層であり、一部の人々のみが高級官僚となり得る。こうした高級官僚はある意味で高所得者層の利益代表として行動するインセンティブを有する。また、与えられた権限をネポティズムを通じて身近な人々の利益となるように利用するインセンティブを有している。したがって、官僚の

不正を防ぐために監視・監督，報酬システムなどが必要となる。このようなシステムが機能しなければ，官僚の裁量的な行動が除去できず，結局，大土地所有者や資本家，その利益代表である政治家，さらには官僚の間で国家の支配力やレントがシェアされることになる。

官僚の機会主義的行動の一つの典型は汚職（corruption）であり，近年はこの汚職の研究が数多くなされている。世界銀行の1997年の『開発経済学年次コンファレンス』（World Bank [1997a]）や『世界開発報告 1997』（World Bank [1997b]）にも取上げられている。『世界開発報告 1997』によると，汚職は以下の要因に基づくとされる（p.163～4）。

- ①政策的歪み：需要と供給の間に人為的なギャップを生み出す政策は，機会主義的な仲介者に汚職のインセンティブをもたらす。
- ②法の予測可能性：逮捕され処罰される確率。司法制度自体の腐敗があれば法の予測可能性は低くなる。
- ③公務員の賃金水準：民間賃金と比較して低い場合は汚職のインセンティブが高くなる。
- ④実力主義（meritocracy）の程度：実力主義に基づく採用・昇進システムの程度が低いほど汚職の傾向が高い。

途上国でのこうした背景に起因する汚職は，様々な効果を通じて経済成果に影響する。まず，汚職は，企業の活動や設立に対して長期間にわたる賄賂を要求するため，企業活動を高コスト，不確実，リスクとする。また，適切性を欠き非効率的な公共財を提供することになる。こうした汚職や官僚制度の効率性と成長や投資の関係について多くの実証研究がなされている。Rodrik [1997]は，東アジアと日本について制度の質のインデックスを用いて回帰分析をおこない，官僚機構の質と成長・投資の関係を検討している。官僚制度の質がアジアの成功した国とそうでない国の相違を説明すること，初期所得と初期教育水準をコントロール変数とする成長率の回帰では残差が制度の質と強く相関する

として、成長における制度の重要性を検証している。さらに Alesina [1997] は、政治的変数（政治的不安定性など）と制度的変数を加えて実証を行ない、官僚制度の質、法の支配、汚職の効果が経済成長に対して有意であるとしている。

4.3 制度の能力

ラテンアメリカは、フォーマルな法制度と現実の主体の行動の間に深い乖離が存在するという特徴を植民地以来の伝統としてきた。Naím [1989] はベネズエラの制度的特徴を以下のように明快に捉えて記述している。「ベネズエラで仲間内のサポートやネットワークを形成する一つの要因は、司法システムの深刻な腐敗と非効率性にある。大多数の社会的目的の達成において、司法システムは現実的に機能していないといって決して過言ではない。抗争を解決するために、もしくは契約を実行させるために裁判所に出向くことは、遅れ、リスクなどのコストを意味する。あえて契約を結ぶのは、予想される儲けが、ベネズエラの正義の不透明さと不確実性を有する契約のリスクに十分優る時のみである。したがって、経済活動において司法システムを利用することの困難さが、今日ではいかなる経済にあっても複雑であるが日常となっている経済取引きをおこなうために、人々に超経済的、超法規的手段を使うことを強要するのである」（pp.510～11）。

司法などのフォーマルな制度のみならず、インフォーマルな制度もラテンアメリカ諸国では歴史的な経緯から規定される特質を有している。とくに、ここでは、大土地所有制などに起因する社会階層間の格差に着目したい。著しい階層間格差は、情報入手コストの支払い能力、教育上の問題、地理的問題などによる情報入手のアクセス能力と手段に差異をもたらし、情報が偏在することになる。とくに、情報源である公的権力へのアクセス能力の差が重要である。情報が偏在すれば、その情報上の優位性を利用する機会主義的行動や非道徳的行動が生じ、また情報を得るための賄賂などの不正行為が蔓延する。各経済主体

は、情報が偏在するために互いに信頼せず、協調しない。このため、不正な取引引きに対処するための取引引きコストが上昇する。

この点に関連し、ラテンアメリカ独自のクリオーリョ文化に言及しなければならない。ラテンアメリカの支配階級を構成したクリオーリョ達の文化とは、

「法律で禁止されているが、利発な方法で手に入れば賞賛され、良心や法律に従って行動する者を卑しむ無法の文化である。また生産の意欲をもち自らの労働で成功するものを見下し、レント・シーキングをよしとする世界である」

(遅野井 [1997], p.35)。脱税、ネポティズム、地下経済はクリオーリョ文化の典型的な現象である。いうまでもなく、クリオーリョ達のこのような機会主義的な行動を可能とするのは情報の偏在に他ならない。しかし、ラテンアメリカにおいては機会主義的行動を律する司法制度は十分に機能していない。このため、Engerman, Haber and Sokoloff [2000] は「極端に所得分配が不平等であれば、そこで発達する制度は、過度に政治的影響力を享受するエリート層に有利なものとなりがちである。人々の好機へのアクセスを制限することによって、長期間に渡りエリートのステータスを維持できる」(p.131)と述べている。このように、ラテンアメリカにおいては、情報の偏在や社会的規律の欠如のもとでフォーマル、インフォーマルいずれの制度機能も十分に構築されているとはいえない現状である。

こうした制度機能の未発達性は、制度的不安定性（不確実性）、政府介入の予測不可能性、契約の実行強制力の欠如などを通じて、制度に対するクレディビリティを低め、民間部門の生産・投資活動のインセンティブを阻害し、成長率の格差を生み出す。Mauro [1995] は、ラテンアメリカ諸国とアジア諸国の制度の効率性を、司法制度の効率性、官僚的形式主義（red tape）、汚職、政治的安定性、民族・言語の多様性などの指標を用いて検討しており、ラテンアメリカ諸国はアジア諸国と比較して、汚職では優るものの、司法制度の効率性、行政事務の煩雑性、政治的安定性で劣っているとしている。また、Borner, Brunetti

and Weder [1995] は同様の研究をおこない、制度の安定性を様々な基準を設定しそれを数値化することによって、アジア諸国、ラテンアメリカ諸国、アフリカ諸国の間で比較している。やはりここでもラテンアメリカ諸国はアジア諸国に比して、制度の不確実性が高いことが示されている。

5. 政府改革と制度構築

現在ラテンアメリカが取り組むべき第2世代の政策改革は、政府改革と制度構築を目指すものであるが、政府の機能強化の方法として代表的な Stiglitz [1996] の議論をみておこう。政府は巨大な組織であり、通常市場競争の圧力に晒されないが、民主的な政治体制のもとでは、政治的競争によって規律が働く。政府の機能が不備であれば政権の不支持という政治的な罰を受けることになり、良好なパフォーマンスを示せば政権の支持という報酬を得ることになる。しかし、政治的競争は不完全であり、したがっていかに公的部門にインセンティブを与えるが問題となる。また、政府の役割は環境変化にともなって変化するべきものであり、静学的ではない。スティグリッツは以上のような、政府の役割におけるインセンティブとダイナミックスを重視する立場から、政府機能を高める方策として以下の5点をあげている。

- ① 公的サービスのパフォーマンス基準の設定
- ② 適切なモニタリングと報酬システム
- ③ 競争範囲の拡大
- ④ 法人化と民営化
- ⑤ 規制政策の改善

スティグリッツの議論は、公的部門に競争を取り入れ、公的部門のインセンティブ・ストラクチャーを変革することによって効率性を高めることに焦点が当てられており、政府能力改善の基本原則であるといえる。こうした基本原則

に加え、世界銀行の1997年度の『世界開発報告1997年』では、スティグリッツの議論を敷衍し、さらに制度的側面における改革にも着目し、政府機能強化の方法を示している。

例えば、汚職を抑制するためのフォーマルな制度的な抑制メカニズムとして、①司法の独立性と有効性、②権力の分立、③外的メカニズムが重要であるとしている。司法の独立性とは、立法府、行政府からの独立性を意味し、政治的圧力、官僚からの圧力に屈しないことを意味し、司法の有効性とは判決の執行力と訴訟審理の効率性である。権力の分立とは法の絶えざる改正を抑制するための、司法・立法・行政の水平的分立と、中央政府・地方政府の垂直的分立を意味する。外的メカニズムとは、国外の裁判所を利用したり、国際協定によって制約させることを意味する。以上のようなチェック・アンド・バランスの構築が不可欠であるとしている（pp.156～9）。

『世界開発報告1997年』では、汚職撲滅のさらに具体的な政策として、以下を示している。まず、汚職慣行の機会を減少させる方策として、公務員の裁量権の削減とそれを実施する法の明確化、民間会社とのサービス契約、裁量の余地をなくすための規制の透明化、裁量を制約する市場スキームの導入、公開入札などの競争圧力の採用をあげている。同時に、モニタリング・メカニズムと懲罰メカニズムの強化に言及している（pp.166～71）。

以下では、行政システムの効率性改善のための報酬システムと懲罰システムの有効性を、単純なモデルを用いて脱税の事例で議論しよう。モデルは、徴税業務においてパフォーマンス基準を導入し、脱税を発見した税官吏に税収の増分に応じた報酬というインセンティブを与える効果と、納税者に対して脱税への罰則強化を分析するものである⁶⁰。

納税者と徴税官吏の2人のプレーヤーが存在し、納税者は所得の過少申告

⁶⁰ Mookherjee [1997] の基本的アイデアを、モデル化したものである。

(額)を、徴税官吏は脱税発見の努力(そのための支出)を戦略変数として、それぞれの期待所得を最大化するとする。いま、納税者の所得を y 、脱税のための過少申告額を e 、所得税率を t とすると、脱税が成功した場合の所得は

$$y - t(y - e)$$

となる。しかし、脱税が発覚した場合にはペナルティーが課せられる。追加的な税率 f が脱税額に応じて課せらせるとともに、懲罰的な一定の罰金 g が課せられるとする。このとき追徴額は

$$(t + f(e))e + g \quad (\text{ただし } f' > 0, f'' > 0)$$

となり、したがって脱税が発覚した時の所得は

$$y - ty - f(e)e - g$$

となる。いま、脱税が発見される確率を p ($0 \leq p \leq 1$) とすると、納税者の期待所得は、以下の(1)式として表現される。

$$(1) \quad U_1 = (1 - p)\{y - t(y - e)\} + p(y - ty - f(e)e - g)$$

一方、徴税官吏は一定の所得 w が保証されているが、徴税のパフォーマンス基準の導入により、脱税を発見し税収の増加をもたらした場合にはその額に応じた一定比率 r の報酬が与えられるとする。ただし、脱税を発見するための努力に応じて費用 b を支出しなくてはならないとする。報酬は、追徴された額に報酬率をかけた、

$$r\{(t + f(e))e + g\}$$

である。したがって、脱税を発見できなかった場合の徴税官吏の所得は

$$w - b$$

であるが、脱税を発見した場合の所得は、

$$w - b + r\{(t + f(e))e + g\}$$

となる。以上より、徴税官吏の期待所得は、

$$(2) \quad U_2 = (1 - p)(w - b) + p(w - b + r\{(t + f(e))e + g\})$$

で表される。

ここで、脱税を発見する確率 p が徴税官吏の努力 β の関数であると仮定し ($p = p(\beta)$), ただし, $p' > 0$, $p'' < 0$), (1)式, (2)式を整理すると, 納税者, 徴税官吏の期待所得は以下のように書き直される。

$$U_1 = y - t(y - e) - p(b)\{(t + f(e))e + g\}$$

$$U_2 = w - b + p(b)r\{(t + f(e))e + g\}$$

である。

いま, それぞれが相手の戦略変数である脱税額 e , 努力額 β を所与として, 自らの期待所得を最大化するとすると, それぞれの一階の条件は,

$$(3) \quad \partial U_1 / \partial e = t - \{(t + f(e)) + f'(e)e\}p(b) = 0$$

$$(4) \quad \partial U_2 / \partial b = -1 + r\{(t + f(e))e + g\}p'(b) = 0$$

となる。(3)式, (4)式より, ナッシュ均衡解

$$e = e(t, g, r), \quad b = b(t, g, r)$$

が求まる。なお, 二階の条件はいずれも負である。

ここで, ナッシュ均衡下での, 納税者への罰金 g と, 徴税官吏へのインセンティブである報酬率 r の引き上げの効果を見てみよう。(3)式, (4)式を g, r で微分して整理すると

$$\begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \partial b / \partial g & \partial b / \partial r \\ \partial e / \partial g & \partial e / \partial r \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 & 0 \\ b_{21} & b_{22} \end{bmatrix}$$

ここで,

$$a_{11} = -p'(b)(t + f(e) + f'(e)e) < 0$$

$$a_{12} = -p(b)(f''(e)e + 2f'(e)) < 0$$

$$a_{21} = r\{(t + f(e))e + g\}p''(b) < 0$$

$$a_{22} = rp'(b)(t + f(e) + f'(e)e) > 0$$

$$b_{21} = -rp'(b) < 0$$

$$b_{22} = -\{(t + f(e))e + g\}p'(b) < 0$$

$$D = a_{11}a_{22} - a_{12}a_{21} < 0$$

である。これより、

$$\partial e / \partial g < 0, \quad \partial e / \partial r < 0$$

$$\partial b / \partial g > 0, \quad \partial b / \partial r > 0$$

が求まる。すなわち、脱税への懲罰 g の引上げは、脱税発覚時のコストの増加と脱税が発見される確率の増加によって、納税者に対して脱税へのインセンティブを低下させる。同様に、報酬率 r の引上げは、徴税官吏の脱税検査へのインセンティブを高め、脱税発見により多くの努力を払わせる。また、納税者は脱税が成功する確率が低下することによって脱税への誘因を低下させる。いずれも、結果として税収が増加することになる。

以上、極めて単純なモデルであるが、納税者の規律を高めるシステムの導入や、逆に税官吏に対するパフォーマンス基準に基づくインセンティブの導入が、ラテンアメリカ諸国で蔓延している脱税を抑制し、税収の増加につながる事が理解される。

6. ラテンアメリカにおける新たな変化

ラテンアメリカの政府と制度能力の改善には、競争原理の導入と、適切なフォーマルな制度面での改革が要求されるといえる。しかし、ここで問題とすべきは、政府の改革やフォーマルな制度改革はいかなる誘因によって開始されるかである。政府の改革は、実は政府自身が行うべき問題であり、政府、官僚の改革へのインセンティブの研究は少ない。一般的に考えれば、改革によって政府を構成する主体（政治家、官僚、テクノクラート）にネガティブな分配効果が予想されれば、改革へのインセンティブは生じない。したがって、問題は、政府（官僚）が改革のコストを一部負担しなければならないにもかかわらず、いかにして自らの行動パターンを変革するインセンティブを有するのかという問題であり、また、制度の外部性とフリーライダー問題から民

間が設立することが困難な制度を、国家が適切にデザインし、創設するインセンティブを有しているかということである。

しかし、以下では、既にラテンアメリカにおいて、政府と制度の能力に変化を与える趨勢的な環境変化が生じていることを重視したい。すなわち、民主主義の定着のプロセスにあることと、既に第1段階の改革が実施されグローバルな競争圧力に晒されていることである⁶¹。民主主義と分権化の浸透は、一般大衆の政治的参加を促し、非合理的で特定の利益集団や階層のみの利益となる体制や政策を許さない政治的状况を作り出している。また、公的部門改革やチェック・アンド・バランス（立法府と行政府の分離、立法府の各委員会への分離、国レベルと地方レベルの分離）を確立する制度の改革が進みつつある。経済の世界経済との統合の深化は、グローバル・スタンダードの浸透とともに既存の経済システムの必然的な変革を迫っている。民間は政府の保護の代りに、公正な競争のルールを求めている。政府と官僚システムに対しては、より透明な行動ルールと制度を要求している。より透明なルールと制度のもとでは、企業が様々な共同行為を通じて取引コストを低減させる制度の形成が促される。また、市民社会はボランティア組織や NGO などの市民ネットワークの形成と集団行動によって発言力を高め、政府をモニタリングするメカニズムの発達を促す。旧来の官僚システムや政治的制度はその正当性（legitimacy）を失い、情報公開の圧力とともに情報の独占が困難となり、官僚の裁量的な行動の余地が失われていく。こうした変化のもとで、社会における規律付けが強化され、政治家、官僚にとっては、従来の機会主義的行動を最大限に利用したとしても、制裁によるコストがそれを上回り、機会主義的行動のインセンティブを放棄せざるを得なくなるのである。まさに、ラテンアメリカにおいては、かかる「法の支配」の強化による政府と制度の改革が始まろうとしているといえる。こうした変化

⁶¹ Berthlot [1997] , Bresser Pereira [1997] 参照。

の中で、政府と制度はそのクレディビリティとその機能の能力を高めることが可能となるのである。

かつてブラジルの連邦行政国家改革省の大臣を 1995 年から 98 年まで務めたブレッセル・ペレイラは改革省での経験について、改革のためのマスター・プラン（*Plano Diretor da Reforma do Aparelho do Estado*, 1995）の実施にあたり、いかに官僚組織より抵抗があり、どのような議会での妥協が必要であったかを述べている（Bresser Pereira [2000]）⁶²。しかし、同時に、ブレッセル・ペレイラは、様々な抵抗があったが、結局は、改革への強いリーダーの存在と、改革に対する国民の声が高まったこと、高級公務員のサポートが得られたことがマスター・プランの実施を可能としたとしている。

ラテンアメリカでは、グローバリゼーションとともに勝者と敗者が峻別されるに従い、女性、エスニックス、環境問題などが新たな問題として登場してきた。このため、政府が異なるグループ、異なる地域間で対立する利害を仲介する能力を持たなければ政府の正当性を主張できなくなっているといえる。こうした事情から、上記のブレッセル・ペレイラは、政府改革と民主化の進展は表裏一体であると主張している。この意味で、いわゆる委任型民主主義（*delegative democracy*）⁶³と呼ばれる大統領が絶大な行政権を行使する政治制度から脱却すべく、選挙制度、政党制度、政治献金規制、市民社会の政治参加の枠組みなど政治制度改革が要求される。

さらに、市場自由化の一つの重要な構成要素として実施されている、多様な地域統合が持つ政府能力改善の効果も重要である。周知のように 1990 年代に入り、ラテンアメリカ諸国は地域主義を急激に進展させてきている。NAFTA, MERCOSUR にとどまらず、既存の地域統合の活性化や、新たな 2 国間での FTA

⁶² マスター・プランが議会で承認されるために、公務員の終身雇用は破棄されたが、余剰公務員の解雇が、賃金支払いが総収入の 60% を超えるときのみ可能となるという妥協を必要とした。

などが多数形成されている。また、域内のみならず、EU などとの FTA も実現している。こうしたラテンアメリカにおける地域主義は、たんに国際貿易の視点のみならず、政策改革という視点からの議論が必要である⁶⁴。伝統的国際貿易論によれば、地域統合によって貿易創出効果・転換効果、交易条件改善効果、規模の経済効果、競争の激化などの利益が期待される。さらに、こうした効果を通じて所得が高まれば、投資自由化とあいまって、域内・域外からの直接投資の増加が見込まれる。しかし、Fernández [1997] によれば、こうした伝統的な効果のみならず、ダイナミック・インコンシステンシーの回避、シグナリング効果などの非伝統的な利益が存在する。このような非伝統的な地域統合の利益は、政策改革とのコンテキストにおいて重要な示唆を与えている。

一般的に、政策立案と実施能力が未熟な場合や、政府・官僚機構の規律が不十分な場合、また深刻な社会的・政治的圧力が存在する場合には、ダイナミック・インコンシステンシーの問題が生じやすい。このような場合、政策の変更を阻止するメカニズムが国内に存在することは望めないであろう。しかし、地域統合の枠組みに参加すれば、地域統合に制約されることによってダイナミック・インコンシステンシーの問題は回避されやすいと考えられる。地域統合の参加国は、合意事項に違反した場合、他の参加国からの制裁コストに直面するからである。したがって、地域統合がダイナミック・インコンシステンシー問題を避けるという機能は、政策に対する一種のコミットメント・メカニズムとして働くことを意味し、政府のクレディビリティを高めることが期待される。このようなメカニズムは、メキシコの NAFTA 加盟に関してしばしば議論されたいわゆる「ロッキング・イン効果 (locking-in effect)」に対応する。

地域統合の第 2 の非伝統的効果は、地域統合への加盟自体が政府の政策へのコミットメントを域内、域外に示すシグナルとして機能する可能性である。海

⁶³ O'Donnell [1994] 参照。

⁶⁴ 政策改革と地域統合の関係については西島 [1998] 参照。

外の投資家は地域統合で合意された条項に関心があるのではなく、現在政権にある政府がどのようなタイプ（保護主義的もしくは自由貿易主義）であるか、また現在実施されている政策改革がどの程度信頼し得るものであるかに関心がある。しかし、一般的に、海外の投資家と受け入れ国政府の間に情報の非対称性が存在し、投資家は以上の問題について正確な情報を持たず、多くの投資は望めないであろう。これまで、過去に幾度となく安定化政策や自由化政策の実施と失敗を繰り返してきた経緯、さらに国内の政治状況などを考えれば、現在の政策改革に対する政府のコミットメントがこれまでと本質的に異なるとみなされる必然性はない。こうした場合、地域統合に加盟すること自体が当該国のクレディビリティを高めるシグナルとなることが期待される。

ダイナミック・インコンシステンシーの回避、シグナリング効果などの非伝統的な地域統合の利益は、政府の行動やコミットメントに對外的に「籓（たが）」をはめることになり、政府の機能を補完すると期待される。こうした議論はいまだ理論的な段階で、今後さらに厳密な研究が必要であるが、ラテンアメリカ諸国の政府能力の問題に対して、地域統合という新しい視点からも検討する必要性があることを示唆している。

結局、市場メカニズムを補完する政府と制度の役割を考える時、ラテンアメリカのコンテキストで最大の制約が政府と制度の能力であったが、こうした能力を高める改革の必要性和処方箋については多くの議論がなされているにもかかわらず、その改革を実施する政府と官僚のインセンティブもしくはモチベーションについての議論は不明確であり、より詳しいインセンティブ構造の分析は今後の課題である。しかし、市場自由化と民主化への移行自体がそうした改革へのインセンティブを政府と官僚に与えつつあることに着目したい。

7. おわりに

ブラジルを含むラテンアメリカにおける政策改革を振り返るときに忘れてはならないことは、ドラスティックな政策改革をリードした重要なアクターが政府と民間企業部門であったことである。したがって、改革は一般大衆の積極的な総意もしくは合意のもとで実施されているわけではない。すなわち、政策改革でもっともダメージを受けると考えられるグループである労働者階級などは、1980年代の危機の時代に失業、ハイパー・インフレなどによって徹底的に疲弊し、もっとも改革を必要とするグループであったと同時に、改革に抵抗する組織力、体力を持ち得なかったグループであった。また、改革の方法が、ラテンアメリカの民主主義がたぶんに権威主義的性格を強めた状況下でなされたことも重要である。そこでは、説明責任や市民の政治参加よりも、効率性、安定性、選挙による政権がより重視され、実際の政治スタイルは極めて権威主義的であった。ブラジルの民主主義は成熟したそれではなく、そこでは政府と企業が緊密な関係を作ったが、労働者や市民は基本的に蚊帳の外に置かれていたことが重要である。

21世紀におけるブラジルのネオリベリズムが望ましい形で進展するためには、社会的公正と政策間の整合性を実現することが必要である。そのためには、市場メカニズムを補完する新たな政府と制度の役割が強化されなければならない。そして、こうした新たな政府と制度の役割を実現するために、第2世代の政策改革としての政府改革、制度改革が果たす役割は極めて大きい。さらに、考慮すべきは、こうした政府改革、制度改革を推進する諸力となるのが、市民社会の成長によるより広範な政治参加であり、民主主義の確立にあることである。21世紀のブラジルのマクロ経済のみならず経済全体の進展は、こうしたプロセスの成否に大きく依存しているといえる。

参考文献

- Agostin, M. and R. French-Davis, "Trade Liberalization in Latin America," *CEPAL Review* 30, August 1993.
- Alesina, A., "Political Models of Macroeconomic Policy and Fiscal Reforms," in Haggard, S., and S. Webb, (eds.), *Voting for Reform: Democracy, Political Liberalization, and Economic Adjustment*, Oxford University Press, 1994.
- Alesina, A., "The Political Economy of High and Low Growth," in World Bank, *Annual World Bank Conference on Development Economics: 1997*, 1997.
- Alesina, A. and A. Drazen, "Why Are Stabilization Delayed?" *American Economic Review*, Vol.81, No.5, December 1991.
- Arida, P., and A. Lara-Resende, "Inertial Inflation and Monetary Reform: Brazil," J. Williamson ed., *Inflation and Indexation*, Washington, Institute for International Economics, 1985.
- Banco Central do Brazil, *Supervisão Bancária no Brasil*, August 1998.
- Banco Central do Brasil, *Evolução do Sistema Financeiro Nacional*, Noviembre 1998.
- Banco Central do Brasil, *Relatório de Inflação*, Junho, 1999.
- Banco Central do Brasil, *Dívida líquida e necessidade de financiamento do setor público*. Brasília. 1999 .
- Banco Central do Brasil, *Sistem Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente: Comparações Internacionais e Vulnerabilidade a Crise Cambial*, Maio 1999.
- Banco Central do Brasil, "Issues in the Adoption of an Inflation Targeting Framework in Brazil", in M. I. Blejer, A. Ize, A. M. Leone, and S. Werlang (Eds.), *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, Washington, IMF, 2000a.
- Banco Central do Brasil, *Finanças públicas: sumário dos planos brasileiros de estabilização e glossário de instrumentos e normas relacionadas à política econômico-financeira*. Brasília, 2000a.
- Banco Central do Brasil, *Notas para Imprensa*, various issues.
- Banco Central do Brasil, *Boletim do Banco Central*, various issues.
- Backus, D., and J. Driffill, "Inflation and Reputation," *American Economic Review*, Vol.75, No.3, June 1985.
- Ball, L., "Policy rules for open economies", in J. Taylor (ed), *Monetary Policy*

- Rules*, NBER, Cambridge, 1999.
- Barro, R., "Inflation and Growth", *Review*, Vol.78, No3, Federal Reserve Bank of Saint Louis, Saint Louis, 1996.
- Barro, R., "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy*, Vol.82, pp.1095-1118, 1974.
- Barro, R., "On the Determinants of the Public Debt," *Journal of Political Economy*, Vol.87, pp.940-71, 1979.
- Barro, R., "Optimal Management of Indexed and Nominal Debt," *NBER Working Paper*, No.6197, 1997.
- Batini, N. and A. Haldane, "Forward-looking Rules for Monetary Policy," in J.B. Taylor (ed), *Monetary Policy Rules*, NBER, Cambridge, 1999.
- Bernanke, B., T. Laubach, F.S. Mishkin, and A.S. Posen, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton, Princeton UP, 1999.
- Berthelot, Y., "The Role of Institutions in Economic Development," in Székely and Sabot (eds.), *Development Strategy and Management of the Market Economy*, Vol.II, Oxford, Clarendon Press, p.213-230, 1997.
- Bevilaqua, A.S. and M.G.P. Garcia, "Debt Management in Brazil: Evolution of the Real Plan and Challenges Ahead," Rio de Janeiro, Pontifícia Universidade Católica, Departamento de Economia, Discussion Paper No.408, 1999.
- Bevilaqua, A.S. et al., *The Structure of the Public Sector Debt in Brazil*, Rio de Janeiro, Pontifícia Universidade Católica, Departamento de Economia, mimeo, 1999.
- Blejer, M., "The Dispersion of Relative Commodity Prices under Very Rapid Inflation," *Journal of Development Economics*, Vol.9, No.3, December 1981.
- Blejer, M.I., A. Ize, A.M. Leone, and S. Werlang (Eds.), *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, Washington, IMF, 2000.
- Bohn, H., "Why do We Have Nominal Government Debt?" *Journal of Monetary Economics*, Vol.21, pp.127-140, 1988.
- Bohn, H., "A Positive Theory of Foreign Currency Debt," *Journal of International Economics*, Vol.29, pp.273-292, 1990.
- Borner, S., Brunetti, A. and B. Weder, "Policy Reform and Institutional Uncertainty: The Case of Nicaragua," *Kyklos*, Vol.48, Fasc.1, 1995.
- Bresser Pereira, L. C., *State Reform in the 1990s: Logic and Control Mechanisms*, Caderno Mare (Ministério da Administração Federal e Reforma do Estado, Brasil), 1997.

- Bresser Pereira, L.C., "Reflexões sobre a Reforma Gerencial Brasileira de 1995," *Revista do Serviço Público*, 50(4), 2000.
- Bresser Pereira, L.C., and Y. Nakano, "Inflação inercial e choque heterodoxo no Brasil," J.M.Rego (ed.), *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*, Paz e Terra, 1986.
- Bresser Pereira, L.C., and Y. Nakano, *The Theory of Inertial Inflation: The Foundation of Economic Reform in Brazil and Argentina*, Boulder, Lynne Rienner Publisher, 1987.
- Bresser Pereira, L.C, Maravall, J, M, and A. Przeworski, *Economic Reforms in New Democracies: A Social Democratic Approach*, Cambridge Univ. Press, 1993.
- Bruno, M., "Econometrics and the Design of Economic Reform," *Econometrica*, Vol.57, No.2, March 1989.
- Bruno, M., and S. Fischer, "Seigniorage, Operating Rules and the High Inflation Trap," *NBER Working Paper*, No.2413, October 1987.
- Buiter, W., "Borrowing to Defend the Exchange Rate and the Timing and Magnitude of Speculative Attacks," *Journal of International Economics*, Vol.23, No.3/4, 1987.
- Calvo, G., "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy," *Econometrica*, Vol.46, No.6, November 1978.
- Calvo, G., "Incredible Reforms," in Calvo *et al.*, (eds.), *Debt, Stabilization & Development*, London, Blackwell, 1989.
- Cardoso, E. and A. Helwege, "Currency Crisis in the 1990s: The case of Brazil," paper presented at the NBER Conference on "Brazil in the 1997-1999 Financial Turmoil," April 14-15, 2000.
- Chan, R. and A. Velasco, "Financial Crisis in Emerging Market: A Canonical Model," *NBER Working Paper*, No.6606, 1998.
- Chopra, A., "The Speed of Adjustment of the Inflation Rate in Developing Countries: A Study of Inertia," *IMF Staff Papers*, Vol.32, No.4, December 1985.
- Colclough, C. and J. Manor, *States or Market? Neo-liberalism and the Development Policy Debate*, Oxford, Clarendon Press, 1991.
- Corbo, V., and S. Fischer, "Structural Adjustment, Stabilization and Policy Reform: Domestic and International Finance," in J. Behrman and T. N. Srinivasan, (eds.), *Handbook of Development Economics*, Volume IIIB, Elsevier, 1995.
- Cukierman, A., S. Edwards and G. Tabellini, "Seigniorage and Political

- Instability," *American Economic Review*, Vol.82, No.3, June 1992.
- Cukierman, A., and N. Liviatan, "The Dynamics of Optimal Gradual Stabilization," *The World Bank Economic Review*, Vol.6, No.3, September 1992.
- Devenow, A. and I. Welch, "Rational Herding in Financial Economics," *European Economic Review*, 40(3-5): 603-15, 1996.
- Diamond, D. and P. Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, 91: 401-419, 1983.
- Dornbusch, R., "Notes on Credibility and Stabilization," *NBER Working Papers*, No.2790, December 1988.
- Dornbusch, R., "Policies to Move from Stabilization to Growth," Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1990, Washington, D.C., World Bank, 1991a.
- Dornbusch, R. and M.H. Simonsen, *Inflation, Debt and Indexation*, Cambridge, MIT Press, 1983.
- Dornbusch, R. and M. Draghi, *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, Cambridge UP, 1990.
- Dornbusch, R. and S. Edwards, *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, Chicago, University of Chicago Press, 1991.
- Douglas, R., "The Politics of Successful Structural Reform," *Policy*, Vol.6, No.1, Autumn, 1990.
- Drazen, A. and V. Grill, "The Benefits of Crisis for Economic Reform," *NBER Working Paper*, No.3527, 1990.
- ECLAC, *Chilean Policy on Foreign Capital: A Focus on "Encaje"*, January 1999.
- Edwards, S., "On the Sequencing of Structural Reforms," *NBER Working Paper*, No.3138. October 1989.
- Edwards, S. and S. van Wijnbergen, "Disequilibrium and Structural Adjustment," in H.B. Chenery and T.N. Srinivasan, (eds.), *Handbook of Development Economics*, Vol.II, North-Holland, 1989.
- Edwards, S., "Exchange Rates, Inflation and Disinflation: Latin American Experiences," *NBER Working Paper*, No.4320, April 1993.
- Engerman, S. L., S. H. Haber and K. L. Sokoloff, "Inequality, Institution and Differential Paths of Growth among New World Economies," in C. Ménard (ed.), *Institutions, Contracts and Organizations: Perspectives from New Institutional Economics*, Edward Elgar, 2000.

- Fernández, R., "Returns to Regionalism: An Evaluation of Non-Traditional Gains from Trade," *NBER Working Paper*, No.5970, March 1997.
- Fernández, R. and D. Rodrik, "Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty," *American Economic Review*, Vol.81, No.5, Dec.1991.
- Fischer, Stanley, "Indexing and Inflation," *Journal of Monetary Economics*, Vol.12, No.4, November 1983.
- Flood, R. and P. Garber, "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples," *Journal of International Economics*, 17(1):1-13, 1984.
- Flood, R., P. Garber and C. Kramer, "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example," *Journal of International Economics*, 41(3/4): 223-234, 1996.
- Flood, R. and N. Marion, "Perspectives on the Recent Currency Crises Literature," *NBER Working Paper*, No.6380, 1998.
- Franco, G., "Fiscal Reforms and Stabilization: Four Hyperinflation Cases," *Economic Journal*, Vol.100, No.399, March 1990.
- Frenkel, J.A., "Remarks on the Southern Cone," *IMF Staff Papers*, Vol.30, No.1, March 1983.
- Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica*, various issues.
- Goldfajn, I. And A. de Paula, "Uma nota sobre a composição ótima da dívida pública: reflexões para o caso Brasileiro," Texto para discussão, No.411, Departamento de Economia PUC-Rio, Dezembro 1999.
- Goldfajn, I., "Public Debt Indexation and Denomination: The Case of Brazil," *International Journal of Finance and Economics*, Vol.5, No.1, February 2000.
- Haggard, S. and R. R. Kaufman, *The Politics of Economic Adjustment*, Princeton, Princeton University Press, 1992.
- Haggard, S., and S. Webb, "What Do We Know About the Political Economy of Economic Policy Reform," *World Bank Research Observer*, Vol.8, No.2, July 1993.
- Haggard, S., and S. Webb, "Introduction," in Haggard, S. and S. Webb, (eds.), *Voting for Reform: Democracy, Political Liberalization, and Economic Adjustment*, Oxford University Press, 1994.

- Haggard, S. and R. Kaufman, *The Political Economy of Democratic Transitions*, Princeton Univ. Press, 1995.
- Haldane, A., "Targeting Inflation: the UK in Retrospect," in M. Blejer, et al, (eds.), *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, Washington, IMF, 2000.
- Kenen, P., "Analyzing and Managing Exchange-Rate Crises," *Open Economies Review*, 7:469-492, supplement, 1996.
- Kiguel, M., and N. Liviatan, "Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America," *The World Bank Economic Review*, Vol.2, No.3, September 1988.
- Kruger, A.O., *Political Economy of Policy Reform in Developing Countries*, Cambridge, MIT Press, 1993.
- Krugman, P., "A model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11(3): 311- 325, 1979.
- Lal, D., and H. Myint, *The Political Economy of Poverty, Equity, and Growth: A Comparative Study*, Oxford Clarendon Press, 1996.
- Lin, J. Y. and L. B. Nugent, "Institutions and Economic Development," in J. Behrman and T. N. Srinivasan, (eds.), *Handbook of Development Economics*, Vol.IIIB, Elsevier, 1995.
- Lopes, F., "Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: Nota e conjecturas," *Revista de Economia Política*, Vol.5, No.1, janeiro 1985.
- Lucas, R., "Econometric Policy Evaluation: A Critique," in Brunner, K. and A. H. Meltzer (eds.), *The Phillips curve and labor markets*, Amsterdam, North-Holland, 1976.
- Macedo, R., "Wage Indexation and Inflation: The Recent Brazilian Experience," in R. Dornbusch and M. Simonsen (eds.), *Inflation, Debt, and Indexation*, Cambridge, MIT Press, 1983.
- Masson, P., "Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria," *IMF Working Paper*, 98/142, International Monetary Fund, 1998.
- Mauro, P. "Corruption and Growth," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.110, No.3, August 1995.
- McKinnon, R., *The Order of Liberalization*, Johns Hopkins University, 1991.

- Montiel, P.J., "Empirical Analysis of High-Inflation Episodes in Argentina, Brazil, and Israel," *IMF Staff Papers*, Vol.36, No.3, September 1989.
- Mookherjee, D., "Incentives and Performance in Public Organization," World Bank, *Annual World Bank Conference on Development Economics: 1997*, 1997.
- Morley, S., *El problema de la distribución del ingreso en América Latina*, ECLAC/Fondo de Cultura Económica, 2000.
- Moura da Silva, A., and D.K.Kadota, "Inflação e preços relativos: O caso brasileiro, 1970/1979," *Estudos Economicos*, Vol.12, No.1, abril 1982.
- Murphy, K.M., A. Shleifer, and R.W. Vishny, "The Transition to a Market Economy: Pitfalls of Partial Reform," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.107, No.3, August 1992.
- Murphy, K.M., A. Shleifer, and R.W. Vishny, "Why is Rent-Seeking So Costly to Growth?" *AEA Papers and Proceedings*, Vol.83, No.2, May 1993.
- Naím, M. et al., *Las Empresas Venezolanas y su Gerencia*, Caracas: Ediciones IESA, 1989.
- Naím, M., "Latin America's Journey to the Market: From Macroeconomic Shocks to Institutional Therapy," *International Center for Economic Growth Occasional Paper*, No.62, San Francisco, Institute for Contemporary Studies Press, 1995.
- Nelson, R. R., *Economic Crisis and Policy Choice: The Politics of Adjustment in the Third World*, Princeton, Princeton University Press, 1990.
- Nishijima, S. and P. Smith (eds.), *Cooperation or Rivalry?: Regional Integration in the Americas and the Pacific Rim*, Vestview Press, 1996.
- Nishijima, S. and E.K. Tonooka, "Crise cambial brasileira: fundamentos vs. ataque auto-realizável," *Kobe Economic & Business Review*, 1999.
- Obstfeld, M., "Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises," *American Economic Review*, 76(1):72-81, 1986.
- Obstfeld, M., "The Logic of Currency Crises," in Barry Eichengreen et al (eds.), *Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe*, London, Springer, 1995.
- Obstfeld, M., "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features," *European Economic Review*, 40(3-5): 1037-1047, 1996.
- Obstfeld, M., "Destabilizing Effects of Exchange-Rate Escape Clauses," *Journal of International Economics*, 43(1-2):61-77, 1997.

- O'Donnell, G., "Delegative Democracy," *Journal of Democracy*, 5(1), 1994.
- OESP, *O Estado de São Paulo*, São Paulo, various issues.
- Olivera, J., "Money, Prices and Fiscal Lags: A Note on the Dynamics of Inflation," *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, No.82, September 1967.
- Parks, R.W., "Inflation and Relative Price Variability," *Journal of Political Economy*, Vol.86, No.1, February 1978.
- Pinehiro, A.C. and B.R, Schneider, "The Fiscal Impact of Privatization in Latin America," *The Journal of Development Studies*, Vol.31, No.5, June 1995.
- Puga, F. P., "Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade à Crise Cambial," BNDES Textos para Discussão No.68, março de 1999.
- Rodrik, D., "Credibility of Trade Reform: A Policy Maker's Guide," *The World Economy*, Vol.12, No.1, March 1989.
- Rodrik, D., "The Limited Trade Policy Reform in Developing Countries," *Journal of Economic Perspective*, Vol.6, No.1, winter 1992.
- Rodrik, D., "Trade and Industrial Policy Reform," in J. Behrman and T. N. Srinivasan, (eds.), *Handbook of Development Economics*, Volume IIIB, Elsevier, 1995.
- Rodrik, D., "Understanding Economic Policy Reform," *Journal of Economic Literature*, Vol.34, No.1, March 1996.
- Rodrik, D., "TFPG Controversies, Institutions, and Economic Performance in East Asia," *NBER Working Paper*, No.5914, February 1997.
- Sachs, J., "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization," *NBER Working Paper*, No.2073, 1986.
- Sachs, J., "Trade and Exchange Rate Policies in Growth-Oriented Adjustment Program," in V. Corbo, M. Goldsten and M. Khan, (eds.), *Growth-Oriented Adjustment Program*, Washington, DC: IMF and World Bank, 1987.
- Sachs, J., A. Tornell and A. Velasco, "Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons from 1995," *Brooking Papers on Economic Activity*, 1:147-215, 1996a.
- Sachs, J., A. Tornell and A. Velasco, "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?" *Journal of International Economics*, 41(3-4):265-283, 1996b.

- Sachs, J. and A.Zini jr., "Brazilian Inflation and the "Plano Real"," *The World Economy*, Vol.19, No.1, January 1996.
- Sargent, T., "The End of Four Big Inflations," in R.Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, Chicago University Press, 1982.
- Sargent, T. and N. Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," in T. Sargent, *Rational Expectations and Inflation*, New York, Harper & Row, 1986.
- Simonsen, M.H., "Indexation: Current Theory and the Brazilian Experience," R. Dornbusch and M. Simonsen (eds.), *Inflation, Debt, and Indexation*, Cambridge, MIT Press, 1983.
- Simonsen, M.H., "Price Stabilization and Incomes Policies: Theory and Brazilian Case," M. Bruno, G. di Tella, R. Dornbusch and S. Fischer eds., *Inflation Stabilization*, Cambridge, MIT Press, 1988.
- Stallings, B. and W. Peres, *Summary of Growth, Employment, and Equity: The Impact of the Economic Reforms in Latin America and the Caribbean*, ECLAC, 2000.
- Stiglitz, J. E., "The Role of Government in Economic Development," in M. Bruno and B. Pleskovic (eds.), *Annual World Bank Conference on Development Economics*, 1996, Washington, D.C., 1996.
- Svensson, L., "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, 41:1111-1146, 1997.
- Svensson, L., "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", *Journal of Monetary Economics*, 43: 607-654, 1999.
- Székely, M. and M. Hilgert, "The 1990's in Latin America: Another Decade of Persistent Inequality," *IDB Working Paper*, No.410, 1999.
- Talvi, E., "Exchange Rate-based Stabilization with Endogenous Fiscal Response," *Journal of Development Economics*, 54(1):59-75, 1997.
- Tanzi, V., "Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue," *IMF Staff Papers*, Vol.24, No.1, March 1977.
- Taylor, J.B. (ed), *Monetary Policy Rules*, NBER, Cambridge, 1999.
- Tonooka, E.K., "Evolução da economia brasileira na década de 1990," Setembro 2001, mimeo.
- Tonooka, E.K., "Evolução da dívida pública no Brasil na década de 1990," Julho 2001, mimeo.
- Williamson, J., "In Search of Manual for Technopols," in J. Williamson, (ed.), *The*

- Political Economy of Policy Reform*, IIE, Washington, DC, 1994.
- World Bank, *Annual World Bank Conference on Development Economics: 1997*, 1997a.
- World Bank, *World Development Report 1997: The State in a Changing World*, World Bank, 1997b.
- Zee, H., "Welfare Cost of (Low) Inflation: A General Equilibrium Perspective", *IMF Working Paper*, WP98/111, IMF, 1998.
- 伊藤隆敏「アジア危機とIMF」『経済研究』Vol.50, No.1, 1999年1月(1999a)。
- 伊藤隆敏「アジア通貨危機の背景」OECF『開発援助研究』, 5(4):102-129, 1999年(1999b)。
- 絵所秀紀『開発の政治経済学』日本評論社, 1997年。
- エドアルド殿岡・西島章次「ブラジルのインフレーション・ターゲッティング」『国民経済雑誌』第182巻第6号, 2000年12月。
- 西島章次「ラテン・アメリカにおける非対称的インフレ期待形成」『国民経済雑誌』第157巻第4号, 1988年4月(1988b)。
- 西島章次編『ラテンアメリカのインフレーション』アジア経済研究所, 1990年(1990a)。
- 西島章次「ラテン・アメリカのインフレ安定化政策—Orthodoxy VS Heterodoxy—」『経済経営研究年報』第39号, 1990年(1990b)。
- 西島章次『現代ラテンアメリカ経済論—インフレーションと安定化政策』有斐閣, 1993年。
- 西島章次「チリにおける新経済自由主義の成果と課題」『国際問題』No.429, 1995年12月。
- 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』第173巻第3号, 1996年。
- 西島章次「NAFTAとメキシコ経済」浜口伸明編『ラテンアメリカの国際化と地域統合』, アジア経済研究所, 1998年(1998a)。
- 西島章次「ラテンアメリカにおける政府と制度の市場補完的役割」『海外投資研究所報』第24巻第10号, 1998年11/12月(1998b)。
- 西島章次「ラテンアメリカの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(1998c)。

西島章次「ドル化を目指すアルゼンチン」『世界週報』, 1999 年 7 月 27 日(1999a)。

西島章次・Eduardo Tonooka「ブラジルの通貨危機－Fundamentals vs. Self-fulfilling Attack－」神戸大学経済経営研究所『経済経営研究年報』, 1999 年(1999b)。

西島章次「アルゼンチンのデフォルト危機は回避されるか」『世界週報』, 2001 年 7 月 10 日

遅野井茂雄「新自由主義下の国家・社会関係－制度構築の課題」小池・西島編著『市場と政府－ラテンアメリカの新たな開発枠組み』アジア経済研究所, 1997 年。

小池洋一・西島章次編著『市場と政府－ラテンアメリカの新たな開発枠組み』アジア経済研究所, 1997 年。

細野昭雄「ラテンアメリカの経済発展－特徴と課題－」『海外投資研究所報』第 24 巻第 2 号, 1998 年

ロベルト・マセード「ブラジルのマクロ経済問題とバイタリティー」西島章次編著『ラテンアメリカのインフレーション』アジア経済研究所, 1990 年。