

## 論文

# 国際収支からみたメキシコ、 アルゼンチンの21世紀型金融危機

——途上国発の金融危機はいつ克服されるのか——

鎌田 信男

はじめに

## 1. メキシコ金融危機の概要

- (1) メキシコ金融危機の発生
- (2) 国際収支からみたメキシコ金融危機
- (3) メキシコに流入した外国資本の特徴
- (4) 外資流出とメキシコ金融危機

## 2. アルゼンチン金融危機の概要

- (1) アルゼンチン金融危機の発生
- (2) 90年代の国際収支構造
- (3) アルゼンチンに流入した外国資本の特徴

## 3. 途上国金融危機発生のメカニズム

## 4. 進展する金融市場開放の中での途上国危機再発のリスク

### 要 旨

94年末、メキシコで金融危機が発生した。カムドシュIMF専務理事(当時)は、この危機は貿易収支や経常収支不均衡に起因する80年代の債務危機とは様相が異なるタイプのものであり、「21世紀の最初の金融危機」と表現した<sup>1)</sup>。ここから「21世紀型金融危機」という言葉が生まれたのだが、実際メキシコ金融危機が収束した後も、途上国が震源となる「21世紀型金融危機」は、世界各地で続発することになる。

最初の「21世紀型金融危機」であるメキシコ金融危機と最近発生したアルゼンチン危機、これら2つの事例を取り上げ検討し、94年から

最近に至るまで続発した「21世紀型金融危機」の発生メカニズムを概観する。

アルゼンチン危機の際にも、メキシコ危機の際にも、発生直前に金融市場の積極的開放の中で、「証券投資」資金中心に国外からの民間資金の巨額な流入が観測された。これら民間短期資金は、途上国の経済が不安定化するや一斉に流出し、その国に金融危機を引き起こすことになる。本稿の目的は、途上国、国際金融界の安易な金融市場開放姿勢を指摘しつつ、なお進展する金融グローバル化が内包するリスクに対し警鐘を鳴らすことである。

### はじめに——90年代以降多発した21世紀型金融危機——

90年代、金融のグローバル化が世界規模で急激に進展したが、一方で途上国発の金融危機が続発するようになった。94年末にメキシコで外資が急激に流出した。これによるペソ急落とメキシコ金融市場の混乱は、同国経済のみならず世界の金融市場に衝撃を与えた。

次いで、97年7月には、タイを発生源として東アジア全域でアジア金融危機が猛威をふるった。この時、巨額の資本が東アジアから流出し、アジアの為替市場、金融市場が混乱に陥り、日本をはじめ先進各国の金融・経済にも少なからぬ影響を及ぼした。98年8月には、ロシア政府がルーブルの大幅切り下げと国債償還の停止を発表したことがきっかけとなり、ロシア危機が発生した。この危機では、米国有力金融機関も痛手を被った。クオインタム・ファンド(Quantum Group of Fund)、タイガー・マネジメント(Tiger Management of Fund)、バンカース・トラスト(Bunkers Trust)、ソロモン・スミス・バーニー(Salomon Smith Barney)、LTCM(Long Term Capital Management)など有力金融機関が巨額損失を計上したのである。

さらに、99年1月にはブラジルの州政府が債務返済停止を発表。これがきっかけで資本が国外に流出し、リアルが大暴落するブラジル危機が発生し

た。また、2001年1月には、外資流出でトルコ・リラが暴落するトルコ危機が発生。IMFや国際機関が緊急措置を講じる事件が発生した。その後2001年12月に、アルゼンチン政府が、外資流出に耐え切れず、政府債務の返済停止を発表。アルゼンチン危機が表面化した。

一連の金融危機に共通するパターンは、「途上国に大量の民間短期資金が流入し、その後一斉に資金が流出する」というものだ。当該途上国の外貨は払底し、金融市場、そして経済活動も大混乱に陥る。混乱は、その国のみでは収まらず、近隣諸国の金融・経済にも混乱を及ぼす。この点を念頭に置きつつ、以下でメキシコ金融危機と、アルゼンチン金融危機を例に取りあげ、90年代から最近に至るまで続発した「21世紀型金融危機」のメカニズムを概観し、次いでなお進展するグローバル化の中で、現在の国際金融システムが内包するリスクを指摘する。

## 1. メキシコ金融危機の概要

### (1) メキシコ金融危機の発生

メキシコでは、94年第3四半期から外貨の流出が顕著になってきた。これは、94年に入ってのテロなどによる社会不安の深刻化<sup>2)</sup>がきっかけとなっている。94年に政権に就いたばかりの制度的改革党(RPI)のセディョ新大統領<sup>3)</sup>は、94年12月20日、加速する外貨減少の中で14%のペソ切り下げを実施し、さらに同月22日には、ペソ・ドルの管理通貨制度から、完全変動相場制に移行することを発表した。

変動相場制移行後、メキシコから流出する外貨は一段と加速し、公的外貨準備は、94年11月末の129億ドルから95年1月末には44億ドルまで減少している(1990年以来最低水準)。このため、95年1月には、外貨準備の減少から償還間近の170億ドルもの非居住者所有の国債(TESOBONOS)返済が不確かな状況となっていた<sup>4)</sup>。一方、為替動向を見ると、94年11月末に3.45ペソ/ドルだった相場は、同年12月末に5.33ペソ、翌95年3月末には6.8ペソと、4カ月間で97%の急落状態だった。通貨の暴落は、国内

表1 メキシコ危機前後期の主要経済指標

	81-90年	91年	92年	93年	94年		95年		96年		97年	
					上半期	下半期	上半期	下半期	上半期	下半期	上半期	下半期
実質GDP成長率 (前年比%)	1.9(注1)	4.2	3.6	2.0	4.0	4.9	-4.9	-7.5	3.2	7.1	1.7	7.1
製造業生産指数 (前年比%)	1.8(注1)	3.8	2.7	-1.9	2.7	5.4	-3.9	-5.7	8.5	13.4	9.3	9.6
消費者物価指数 (前年比%)	64.9(注1)	22.7	15.6	9.8	7.1	7.6	24.4	45.2	40.5	29.3	23.3	18.2
公的外貨準備 (各期末値、億ドル)	60.6(注2)	177.3	189.4	251.1	165.1	62.8	100.7	168.5	164.7	194.3	237.7	278.8
金利(各期末値、 銀行間レート%)	61.46(注3)	19.8	23.5	14.0	18.4	19.9	65.1	50.5	32.3	30.3	22.4	20.6
ペソ相場 (各期末値、対ドル)	1.02(注2)	3.07	3.12	3.11	3.39	5.33	6.31	7.64	7.61	7.85	7.96	7.95
対外債務残高 (各期末値、億ドル)	1044(90年値)	1441	1123	1316	1340		1666		1578		1497	

(注1) 期間内の年率換算変化率 (2) 期間内の単純平均値 (3) 82-90年期間の単純平均値

(注2) 対外債務残高は、World Bank Global Development Finance 各号、その他はIMF International Financial Statistics CD-R Dec. 2003より作成

金融市場を混乱させた。銀行間短期金利は、94年12月の20%台から、95年3月には90%近くまで急騰した。メキシコの金融混乱は、当時の国際機関投資家の不安心理をあおり、中南米、アジア諸国などの金融、株式市場をも混乱させた。株式市場を例にとると、メキシコの株価指数は、94年11月から95年3月にかけて29%下落したが、同期間、ブラジル市場では36%、アルゼンチン市場では39%下落した。またシンガポールでも6%の下落が見られた<sup>5)</sup>。いわゆるテキーラ・ショックは国際規模で拡散したのである。

メキシコの金融危機対処のため、95年2月、米国はFRB内の為替安定基金から200億ドルの信用供与を実施した。同時にIMFは拡大信用供与ファシリティーで120.7億ドルの資金供与を実施。BIS(100億ドル)やカナダ政府(3億ドル)も短期融資を実施している<sup>6)</sup>。

財政・金融引き締め効果から95年のメキシコの国内需要は大幅に減退し、経済成長率も-6%を記録したが、国外からの金融支援が奏効し深刻な外貨不足が一段落、危機も96年に入りやっと鎮静化した。

## (2) 国際収支からみたメキシコ金融危機

「21世紀型金融危機」では、危機発生の数年前から資本収支の大幅黒字が観察される。そして、同収支は金融危機発生と共に大幅赤字に転じることになる。以下では、表2を用いメキシコ危機発生前後の同国の資本収支の変化を観察してみよう。同表でみる通り、91年から94年にかけて、メキシコの資本収支の黒字幅が急激に拡大した。資本収支黒字額は、81年から90年にかけて年平均29億ドル（GDP比1.6%）だったが、91年から93年にかけては、289億ドル（GDP比8%台）まで増加した。年末に危機が発生した94年においても158億ドル、GDP比で4%近い黒字を記録したのである。90年代に入り、急激に国外から資金が流入してきた背景を要約すると、大きく以下2点が指摘される。①90年代に急増した経常収支の赤字、②メキシコへの証券投資に関わる環境変化、である。

### 1) 90年代に急増した経常収支の赤字

81-90年のメキシコの経常収支は、年平均で24億ドル（GDP比で1.3%）の赤字にとどまっていたが、91-94年の年平均赤字幅は、231億ドル（同6.4%）へ急増した。この時期、メキシコでは、輸出の伸びを上回って輸入が大きく増加した<sup>7)</sup>。このことが、90年代に入ってから経常収支赤字急増の主因と言える。輸出に対して輸入の伸びが目立った背景として、以下2点を指摘しよう。

①内需拡大（輸入増加要因として）……82年に政権に就いたデ・ラ・マドリ大統領は、80年代の債務危機に対処すべく86年7月、IMF、世銀、米州開銀と融資受入で合意したが、その際、国際社会に対しメキシコ経済の自由化を約束した。86年8月にガットに加盟し、87年11月には米国との間で後の北米自由貿易協定（North American Free Trade Agreement、以下NAFTA）につながる自由貿易協定を結んだ。サリナス政権は、前政権の開放政策を踏襲、一層推進させた。石油以外の輸出産業の確立、外資導入、技術移転を政策の基本に掲げ、経済の活性化を図ったのである。89年5月に

は、外資法の新施行規則を公布した。これは、外資のメキシコ企業への49%以上の出資を原則禁止していた従来の外資法（「73年外資法」）を大幅に緩和させる措置で、これにより、外資のメキシコ企業への出資比率について特定産業を除き100%まで可能とさせた<sup>8)</sup>。ガットに加盟し、米国との間で自由貿易協定を結び、さらに外資政策を転換させたメキシコへの直接投資は増加し始めた。92年8月に、メキシコ政府が米国、カナダとNAFTA創設で合意（94年1月に3カ国間の国際協定として正式発効）したことも、（NAFTA域外諸国を含め）海外からの直接投資を後押しした<sup>9)</sup>。外資による設備投資、生産、雇用の拡大<sup>10)</sup>は、メキシコ産業を活性化させ、このことが、90年代前半の輸入需要の高まりにつながったのである。

②輸入規制の緩和（輸入増加要因として）……86年7月、IMF、世銀、米国は債務削減の見かえりにメキシコ政府に貿易自由化、外国投資の導入、民営化、財政の均衡化促進などを盛り込んだ自由化促進政策を約束させた。これに従い、サリナス政権は、急速な輸入規制緩和策を講じた。この結果、輸入許可必要品目の輸入額の輸入総額に占める割合を見ると、85年の92.2%から、90年には19.9%まで低下。また関税率の単純平均は、同期間、23.5%から13.1%へ低下している<sup>11)</sup>。内需が拡大しているメキシコでの急激な輸入規制の緩和は、輸入量の拡大を促したのである。

### 2) 国外からのメキシコ証券投資に関わる環境変化

表2で投資収支の動きをみると、とりわけ証券投資収支の黒字額が急増している。80年代は、平均して毎年証券投資収支は赤字だったのだが、91年に121億ドルの黒字に転じ、その後も増加した。債務危機後の長い経済停滞の末、サリナス政権は経済自由化による経済活性化の手段を選択し、この結果、資金需要が一挙に強まった。しかし、投資に対して国内貯蓄は過度に不足していた。そこで、官民ともに、外資取り入れに走ったのである。以下では、証券投資資金流入に関し、メキシコ側の環境変化を整理してみよう。

①国際債市場からの資金調達再開……メキシコは、89年7月に西側債

表2 81年から2002年までのメキシコの国際収支

(億ドル)	81-90 年平均	91年	92年	93年	94年 (危機発生)	95年	96-2000 年平均	2001年	2002年
経常収支	-24.1	-148.9	-244.4	-234.0	-296.6	-15.8	-117.1	-180.9	-140.2
(対GDP比%)	-1.3	-5.1	-7.3	-5.8	-7.0	-0.5	-2.6	-2.9	-2.2
資本収支	29.3	251.4	270.4	337.6	157.9	-104.9	163.8	252.8	222.1
(対GDP比%)	1.6	8.7	8.1	8.4	3.7	-3.7	3.7	4.1	3.5
資本収支内訳									
①投資収支	29.3	251.4	270.4	337.6	157.9	-104.9	163.8	252.8	222.1
直接投資	21.3	47.4	43.9	43.9	109.7	95.3	126.1	218.0	136.5
証券投資	-6.5	121.4	192.1	283.6	74.2	-103.8	39.5	77.4	4.1
(株式)	2.5	63.3	47.8	107.2	40.8	5.2	19.1	1.5	-1.0
(債券)	-9.0	58.1	144.2	176.4	33.3	-109.0	20.3	75.9	5.1
その他投資	14.6	82.6	34.4	10.2	-26.0	-96.4	-1.8	-42.6	81.5
(通貨当局)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.9	-2.9	0.0	0.0
(一般政府)	46.7	-14.5	-58.7	-11.4	-23.9	-34.1	-15.0	-6.0	3.2
(銀行部門)	22.3	67.5	16.5	19.4	19.1	-68.1	-4.3	-94.1	43.6
(その他部門)	-54.5	29.7	76.6	2.1	-21.3	13.7	20.5	57.5	34.7
②その他資本収支	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
誤差脱漏	-19.9	-22.8	-8.5	-31.3	-33.2	-42.5	13.9	1.3	-8.3
(対GDP比%)	-1.1	-0.8	-0.3	-0.8	-0.8	-1.5	0.3	0.0	-0.1
総合収支	-14.7	79.7	17.5	72.3	-172.0	-163.1	60.6	73.1	73.6
(対GDP比%)	-0.8	2.7	0.5	1.8	-4.1	-5.7	1.4	1.2	1.2

(出所) IMF International Financial Statistics Jan 2004 CD-R より作成

表3 メキシコにおける国内貯蓄、投資の対GDP比 (%)

	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99
貯蓄	20.3	20.3	18.7	16.6	15.1	14.8	19.3	22.5	24	20.5	20.6
投資	17.2	17.9	18.7	19.6	18.6	19.4	16.2	17.9	19.5	20.9	21.2
国内貯蓄過不足	3.1	2.4	0.0	-3.0	-3.5	-4.6	3.1	4.6	4.5	-0.4	-0.6

(出所) OECD Historical Statistics 1970-2000

権銀行団と債務危機後の処理に関する合意を成立させた。90年2月にブレディプランの適用を受け、商業銀行への債務、利払いの軽減、新規借款などを受け、ブラジルを上回る債務軽減措置を受けることになった<sup>12)</sup>。ブレディ構想の適用は、国際社会での信認を回復させ、債務危機により80年代

に停止していた海外からの資金調達の再開を可能にした。早速、メキシコの政府、民間企業は、国際資本市場での資金調達を再開した。メキシコの国際債発行額（グロスベース）は、90年から94年にかけて計306億ドル（年平均61億ドル）に上った。国際債市場での資金調達は、メキシコの重要調達手段となり、金融危機後も活発な調達が行われている。95年から2002年にかけての調達額は、グロスベースでの数字ではあるが年平均98億ドルと高い水準を維持している<sup>13)</sup>。

②メキシコ企業のADR発行……ADRとは、アメリカ証券市場で発行される外国企業の預託証券のことで、現株は保管銀行が管理し、アメリカの預託機関により、その代替として発行された証券を言う。アメリカ証券取引委員会（SEC）は、90年4月に、SEC規則の改定を実施<sup>14)</sup>、これにより私募債発行が簡素化されることになったが、このことが資金不足のメキシコ企業のADRによる資金調達を刺激したわけである。ちなみに、ADR発行が本格化した1991年には、電話会社TELMEXが2回に渡り23.5億ドルを調達するなど、13社がADRによる資金調達を行なった<sup>15)</sup>。

③メキシコ当局による外資流入促進策……メキシコでは、伝統的に居住者、非居住者による、内外間の資金移動への規制は緩やかだった。米国と長い国境線で隣接し、為替管理を行うことが難しかったことが実情といわれている<sup>16)</sup>。ただ、非居住者によるメキシコへの直接投資や証券投資に関しては、様々な規制が残されていた。この状況に対し、サリナス政権は、1989年11月に証券取引法の改正を実施した。メキシコ株は、居住者のみが投資できるA株と、非居住者も投資可能なB株に分けられ、非居住者によるメキシコ株投資は厳しく規制されていた。この改正により、非居住者はNAFINSA（メキシコ産業金融公社）が管理する投資信託を通じて、A株への投資が可能となった<sup>17)</sup>。

政府発行証券への非居住者による投資の解禁も、89年から90年12月にかけて段階的に進められた。CETES、BONDES、AJUSTABONOS、TESOBONOSへの投資を非居住者に開放したわけである<sup>18)</sup>。

表4 非居住者のメキシコ国債保有残高 (額面基準、億ドル)

億ドル	CETES	BONDES	TESOBONOS	AJUSTABONOS	非居住者保有国債合計
91年末(注1)	30	7	3	15	55
92年末	92	120	2	36	142
93年末	154	80	13	44	219
94年末	25	0	174	5	205
95年末	28	1	2	3	34
96年末	30	3	0	0	34
97年末	30	3	0	0	33
98年末	22	2	0	0	24
99年3月末	20	6	0	2	27

(注1) 91年は、ペソ建て公表値をIMF公表為替レートをを用いドル建てに換算した数値。その他は、ドル建て公表値。

(出所) Banco de Mexico, The Mexican Economy 1996 & 1999

表5 非居住者のメキシコ株式保有形態 (市場価格基準、億ドル)

	ADR	直接購入	ニュートラル・ファンド	メキシコ・ファンド(注1)	株式保有合計額
89年末	4	1	0.4	3	8
90年末	21	14	7	3	45
91年末	137	30	13	5	186
92年末	212	51	18	6	287
93年末	340	129	64	14	546
94年末	212	81	143	8	344
95年末	152	59	26	8	245
96年末	151	114	35	9	310
97年末	231	195	49	13	490
98年末	186	110	29	0	326

(注1) クローズド・エンド型のニューヨーク上場のメキシコ株式専門投資信託

(出所) Banco de Mexico, The Mexican Economy 1996 & 1999

④投資環境の改善……表1で見ると通り、90年代に入りメキシコの成長率は、大きく高まり、インフレ率は80年代と比べ沈静化してきていた。さらに、ペソの対ドル相場は、為替管理の下で90年から93年にかけて3.1ペソ/ドル前後で比較的安定した推移となっていた<sup>19)</sup>。経済の改善は、投資市場

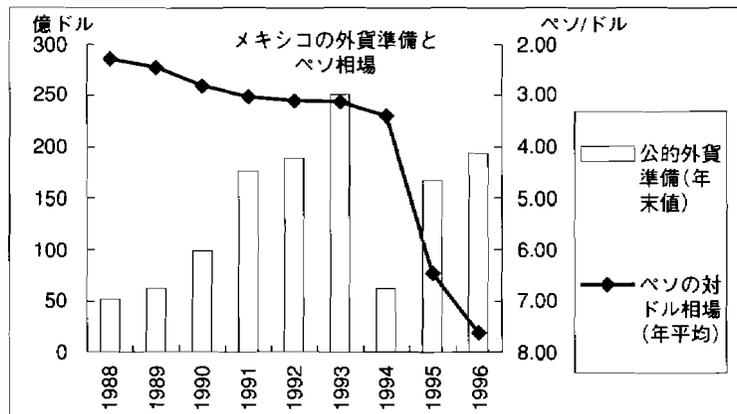
として信頼性を高めた<sup>20)</sup>。一方メキシコの金利は、例えば財務省利回りでは91-93年に15~20%と高水準だった。こうした点は、エマージング市場として、欧米機関投資家の関心を高めることになった。

⑤民営化企業への株式投資資金流入……89年5月の外資法改正では、外国人の直接投資が緩和され多くの産業で100%保有の直接投資が可能になった。この結果、90年代に入り活発化した民営化での株式の市場放出において、資産運用目的の欧米機関投資家など外国人にメキシコ株式投資の機会を増やすことになった。サリナス政権下、電話公社TELMEX(90年12月に民営化のための国際入札実施)、銀行18行(91年6月に銀行民営化開始)など大規模組織の民営化が進められたが、民営化の方法は、極めて多様化しており、経営権委譲を目的とした株式売却のみならず一般投資家への市場売却のケースも少なくなかったのである<sup>21)</sup>。外資法改正は、直接投資の資金流入促進と共に証券投資による外資流入を拡大させたのである<sup>22)</sup>。

メキシコ側の積極的な投資流入のための施策は、外資流入を促した。資本収支の91-93年の3年間の黒字額合計は859.4億ドル、81年から90年にかけての黒字額合計の2.9倍に達したのである。当該3年間の資本収支黒字額は同期間の経常収支赤字額合計627.3億ドルを大きく上回り、誤差脱漏も考慮に入れた総合収支も3年間合計で169.5億ドルに達した。年平均で見ると、この期間の総合収支黒字は56.5億ドルで、当時のGDP(当該期間の平均名目GDPは3427億ドル)の1.6%に相当する。ちなみに、金融危機が発生した94年の上半期さえも、資本収支黒字が148.8億ドルで経常収支赤字142.6億ドルを上回って海外から資金が流入していた。メキシコに、大量の余剰資金が流入した時期であった。

国外からの大量な資金流入の結果、メキシコの公的外貨準備は急増する。サリナス政権が発足した88年に僅か53億ドル(年末値)だったが、危機発生の前年93年には史上最高の251億ドル(年末値)を記録した。表1に見ると通り、90年代に入ってからメキシコの物価上昇率は、沈静化しつつあったが、それでも欧米諸国と比較すると高水準であり、このことはペソの不安

図1 メキシコの外貨準備とペソ相場



要因となっていた。これに対し、ペソ相場の管理のため当局が慎重な政策をとっていたことに加え、90年代に入り危機に至るまでの期間の国外からの大量の資金流入に支援され、ペソ相場は比較的安定的に推移した。

### (3) メキシコに流入した外国資本の特徴

ここで、メキシコ危機発生以前の資本収支黒字の構成を見ておこう。91年から93年にかけての年平均の資本収支黒字額 286.5 億ドルのうち、「証券投資」の黒字額は、199.0 億ドル（黒字額全体の 69.5%）。「直接投資」の黒字額は同 45.1 億ドル（同 15.7%）。「その他投資」の黒字額が 42.4 億ドル（14.8%）。「その他投資」の内訳をみると「銀行部門」、「その他部門」の収支合計（両収支とも基本的に民間の運用資金を意味する）は、70.6 億ドルの黒字だったが、「通貨当局」、「一般政府」の収支合計（双方、リスクに余り左右されない長期の安定資金）は逆に 28.2 億ドルの赤字だった。94年については、資本収支黒字額、157.9 億ドルのうち、「直接投資」の寄与が 109.7 億ドル（69.5%）と高かったが、「証券投資」の黒字も依然半分近い 74.2 億ドル（47.0%）を占めていた（「その他投資」は、26.0 億ドルの赤字）<sup>23)</sup>。

こうしてみると、90年代に入り、メキシコ危機が発生するまで、資本収支黒字の太宗が「証券投資」の黒字だったことが理解される。さらに、「その他投資」のうちの「銀行部門」、「その他部門」を含めた黒字は、91年から93年にかけての資本収支黒字のうちの 94%を占めていた。

「直接投資」や、「通貨当局」、「一般政府」を通じて流入した資金は、投資先のリスクの高まりに対しても簡単には流動しない資金である。言わば安定資金といえることができる。しかし、ポートフォリオ運用や民間貸付を目的に流入した資金は、流動性が高く、一度投資先にリスクが高まれば逃げ足早く流出する資金である。資金の受け手にとっては、不安定な資金と呼ぶことができよう。この不安定な資金が、金融危機直前のメキシコに充満していたのである。

### (4) 外資流出とメキシコ金融危機

証券投資中心に増加していた資本収支黒字も、94年第2四半期から急減しはじめ、94年第4四半期には黒字から赤字に転じてしまう。流入した流動性の高い資金が逆流に転じ、危機が発生したのである。

危機発生時に至るまで、経常収支赤字は急増し続けた。経常赤字の拡大は、対外債務残高の拡大を促す。さらに、海外投資家のポートフォリオの運用で、経常赤字額を上回る額の外資が流入した。このため、対外債務は一段と拡大する。世界銀行の統計によるとメキシコの対外債務残高は、93年末に 1316 億ドル（当該年の対名目 GDP 比 32%）、94年末に 1400 億ドル（同 33%）と、債務危機発生時の状況（80年末で 573 億ドル、GDP 比 29%）を大きく上回っていた。ペソ相場が割高であり、調整の必要ありという声が高まったのもこの時期である<sup>24)</sup>。こうしたマクロ経済の不均衡の中で、メキシコでの社会不安の増幅がきっかけとなり、メキシコからこれまで流入し続けたポートフォリオ資金の流出が顕著となったのである。

経常収支問題への懸念が投資家の中で強まってきていた秋に、資金の流入は止まり、流出に転じた。94年12月前半に、パニック的な資金流出があっ

たが、同年12月20日の、為替レートの切下げがメキシコへの不安をさらに増幅させた。切下げ直後から2日間で40億ドルの外貨が流出したのである<sup>25)</sup>。94年11月末に129億ドルあった外貨準備は、95年1月末時点で、44億ドルまで減少していた。

## 2. アルゼンチン金融危機の概要

### (1) アルゼンチン金融危機の発生

メキシコ危機発生から7年後の2001年12月下旬アルゼンチン政府による公的債務の返済延期宣言で、危機は表面化した。

アルゼンチンでは、2001年に入り外貨流出と外貨準備の減少が目立ち始めた。IMFは、12.6億ドルの融資を検討していたが、財政政策への不満から、同年12月5日、融資見送りを決定した。融資をあてにしていたアルゼンチン政府は、同23日、公的債務(2001年末に1321億ドル)の返済延期を宣言した。債務不履行の情報は、国際金融界を揺さぶり、外国資本の流出は加速し、外貨準備は一段と減少したのである。表6に見るとおり、2001年上半期には210億ドルあった外貨準備が、2002年1月には90億ドル台まで減少していた。

2002年1月3日、2800万ドル相当のイタリア・リラ建て国債の元利返済不履行を発表。同6日に、ドルバグ制と兌換法の廃止を政府は発表し、二重為替制度を導入した。同2月3日に完全変動相場制への移行を発表し、同4日から1週間外国為替市場は閉鎖した。市場再開後、変動相場制下のアルゼンチン・ペソは暴落状態に入ったのである。

アルゼンチン危機発生より11年前の1991年3月、アルゼンチン・メネム政権<sup>26)</sup>は、「兌換法」を成立させ、この法律に基づいて同年4月から「カレンシーボード制」を導入している。同システムでは、自国通貨を米ドルに固定させた上で(1ペソ=1ドル)、ベースマネーでみた通貨供給量を外貨準備資産と同じか、それ以下に抑えておく。つまり、通貨供給量を外貨準備で裏打ちさせるという方法である。なお、ここでベースマネーとは、「流通

表6 アルゼンチンの経済指標

	81-90年	91-97年	98年	99年	2000年	2001年		2002年		2003年	
						上半期	下半期	上半期	下半期	上半期	下半期
実質GDP成長率 (前年比%)	▲1.1 (注1)	6.0	3.8	-3.5	-0.8	-1.1	-7.7	-14.8	-6.8	6.6 (注4)	9.8 (注4)
消費者物価指数 (前年比%)	437.6 (注1)	5.9	0.9	-1.2	-0.9	-0.8	-1.3	13.7	37.9	24.2	4.6 (7月-11月)
公的外貨準備 (各期末値、億ドル)	25.2 (注2)	141.2	247.5	262.5	251.5	210.8	128.2	96.5	104.9	121.8	135.1 (11月)
金利 (各期末値、銀行間レート%)	1108698 (注3)	17.5	6.8	7	8.15	10.6	50.4	67.9	10.7	4.8	1.6 (11月)
ペソ相場 (各期末値、対ドル)	0.05 (注2)	0.99	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	3.25	3.51	2.8	2.94 (11月)
対外債務残高 (各期末値、億ドル)	622 (90年)	1287 (97年)	1415	1479	1459	1367		N. A.		N. A.	

(注1) 期間内の年率換算変化率 (2) 期間内の単純平均値 (3) 82-90年期間内の単純平均値(注4) データ出所、国際金融情報センターホームページ。2004年下半期は第3四半期の数字。

(注2) 対外債務残高は、World Bank Global Development Finance 各号、その他はIMF International Financial Statistics CD-R Dec. 2003内のデータより作成

通貨量」と「中央銀行の対金融機関レポ・負債からレポ資産を控除した額(=ネット・レポポジション)」の合計額をさす。外貨流出で、もはや固定相場(1ペソ=1ドル)を維持できなくなっていたわけである。変動相場移行後の2002年2月末には、2.10ペソ/ドルとなり、2002年6月末に3.75ペソ/ドルとペソ相場下落が続いた。

外貨の流出や国内金利の急騰は、アルゼンチンの正常な経済運営に支障をもたらした。生産財などの輸入に歯止めがかかり、企業活動が落ち込んだ。さらに失業問題の深刻化、2001年4月の銀行預金口座からの預金引出制限措置などが、消費を低迷させ、経済混乱を深刻化させた。

表6に見る通り、2003年に入り、同国経済は回復の動きを見せはじめ、実質成長率はプラスに転じ、消費者物価価格も安定化してきた。さらに2003年9月にIMFも長い交渉の末、やっとアルゼンチンに対し本格的金融支援(125.5億ドル規模)を決定した。しかし、同国の外貨不足はなお続いている。2003年9月に、政府は国外民間債務者に対し、880億ドルの債務元本の75%の削減を求めた。これに対し、国外債権者は強い不満を示して

おり、債務交渉はなお難航している。アルゼンチン金融危機に端を発した国際金融界の混乱は、発生から2年を経過した2004年3月時点でも、なお解決に至っていないのである。

## (2) 90年代の国際収支構造

国際収支を観察すると、アルゼンチンの場合も、メキシコ危機と同様、危機発生数年前から経常収支赤字拡大とその赤字の補填額を大きく上回る過剰な外国資金の流入という現象が観察される。表7は、80年代から2002年にかけてのアルゼンチンの国際収支の推移を示す。1980年代をみると、70年

表7 80年代以降のアルゼンチンの国際収支

(億ドル)	81-90年 平均	91-97年 平均	98年	99年	00年	01年	02年 (危機発生)	03年 (注1)
経常収支	-18.4	-71.2	-145.3	-119.7	-89.4	-39.8	95.9	48.7
(対GDP比%)	-1.6	-2.9	-4.9	-4.2	-3.2	-1.5	9.4	2.5
資本収支	-15.2	104.6	190.1	144.9	78.2	-149.7	-234.2	-77.1
(対GDP比%)	-1.4	4.2	6.4	5.1	2.8	-5.6	-22.9	-4.0
資本収支内訳								
①投資収支	-15.2	104.3	189.4	144.1	77.2	-150.7	-234.6	-84.1
直接投資	7.1	36.3	49.7	222.6	95.2	20.1	14.2	-6.5
証券投資	-2.4	97.8	87.9	-67.8	-25.8	-94.7	-61.0	-40.6
(株式)	0.0	12.0	-10.5	-106.1	-46.8	-10.1	-0.9	0.5
(債券)	-2.4	85.8	98.4	38.2	21.0	-84.6	-60.2	-41.1
その他投資	-19.9	-29.7	51.8	-10.6	7.8	-76.0	-187.7	-37.0
(通貨当局)	-4.2	-5.5	-0.1	-0.1	-0.2	11.3	-3.4	-4.0
(一般政府)	4.4	-13.1	20.3	-3.9	13.6	15.2	-20.2	-0.7
(銀行)	1.6	-1.7	12.3	21.3	-14.5	21.9	0.5	-6.2
(その他部門)	-21.6	-9.4	19.2	-27.9	8.9	-124.3	-164.6	-26.2
②その他資本収支	0.0	0.3	0.7	0.9	1.1	1.0	0.4	7.0
誤差脱漏	-1.1	-10.8	-3.9	-5.2	-0.6	-24.6	-15.5	-5.8
(対GDP比%)	-0.1	-0.4	-0.1	-0.2	0.0	-0.9	-1.5	-0.3
総合収支	-34.7	22.6	40.9	20.1	-11.8	-214.1	-153.8	-41.1
(対GDP比%)	-3.1	0.9	1.4	0.7	-0.4	-8.0	-15.0	-2.1

(注1) 2003年は、上半期の数字。

(出所) IMF International Financial Statistics CD-R Jan. 2004

代後半からの貿易自由化策、第2次オイルショック後の輸入価格高騰などから、80年代の経常収支は、赤字体質に転じている<sup>27)</sup>。一方、80年から81年にかけての大手銀行の連鎖的破綻、81年のフォークランド紛争、82年のメキシコの債務不履行問題などから、アルゼンチンで資本流出が発生、経常収支赤字補填の外資借入も出来ない状態に陥り、資本収支も赤字が続いていた。82年からは、IMFとの借入交渉を余儀なくされ、83年1月には、34億ドルのIMF融資、83年7月には14億ドルの政府間借り入れ、また同8月には、返済猶予・新規融資の形で、西側銀行から総額283億ドルの支援を受けることになった<sup>28)</sup>。表7に見る通り、80年代は経常収支、資本収支、さらには誤差脱漏も赤字の時代だった。総合収支の赤字幅は、GDP比で3%にも達する状態だった。

90年代に入り、同国の国際収支構造は大きく変化した。自由経済を標榜するメネム政権は、95年1月から、ブラジル、パラグアイ、ウルグアイとともに関税同盟、メルコスール (Mercosur) を発足させる。これに先立ち91年から半年毎に上記3カ国と共に順次関税引下げを実施した。89年年央で39%の平均関税率は、93年末時点で10%まで下げられていた。また、輸入事前許可制の撤廃など非関税障壁の排除も行われるようになった。これらは、同国の工業品輸入増加を促した。加えて、89年のメネム政権の自由化措置による経済の活性化から消費財輸入も増加した。このため、経常収支の赤字幅は、91-97年の期間で年平均GDPの3%近い71億ドルを記録した。80年代と比べ大きく拡大したのである。

経常収支の大幅赤字は、海外からの資本借入を促したが、90年代に入り、経常収支赤字を補填する以上の大量の外資流入が起きた。資本収支は、91年から97年にかけて年平均でGDP比約4%、100億ドルを越す大幅な黒字を記録するに至ったのである。アルゼンチンにおいても、国外からの流入した余剰資金を総合収支黒字額でみると、91年から99年にかけてGDP比で毎年1%前後に相当するものになっていた。

外資流入がこの時期加速した主因として、メネム政権がとった外資流入促

表8 アルゼンチンにおける国内粗貯蓄、粗投資の対GDP比 (%)

	90	91	92	93	94	95	96	97	98
貯蓄	14.4	13.7	14.5	14.9	16.3	16.1	16.4	17.6	17.2
投資	11.9	14.1	17.1	18.7	20.8	18.0	18.8	22.0	22.5
国内貯蓄過不足	2.5	-0.4	-2.6	-3.8	-4.5	-1.9	-2.4	-4.4	-5.3

(出所) ECLAC Economic Survey of Latin America and the Caribbean 1998-1999

進策が指摘される。89年7月に発足したメネム政権は、広範な経済開放策を打ち出した。とりわけ資本移動の自由化に積極的姿勢を示す。89年9月に緊急経済法を制定。同法には、外国資本の内国民待遇を明確に示している。さらに、89年11月には、外資進出にあたっての事前承認取得義務を撤廃。さらに、89年12月には、短期資本を含む資本取引の全面自由化を打ち出している。メキシコ同様、投資に対し貯蓄が大きく下回る状態にあった。アルゼンチンにおいて、資本取引の全面自由化は、同国居住者の資金調達意欲を掻き立てたのである。

### (3) アルゼンチンに流入した外国資本の特徴

90年代にアルゼンチンに流入した資金の性格もメキシコ危機直前に流入した資金のそれと酷似したものだ。91年から97年にかけてのアルゼンチンの資本収支黒字の構造をみると、資本収支黒字額は年平均104.6億ドル。内訳を見ると、「その他投資」が、年平均29.7億ドルの赤字だったが、「直接投資」と「証券投資」が黒字を計上していた。特に、「証券投資」による黒字のシェアが圧倒的に高く、年平均で97.8億ドル、資本収支黒字額の93%を占めている。98年も資本収支黒字額(190.1億ドル)のうち、半分近い87.9億ドルが「証券投資」の黒字である。

アルゼンチンの場合、「証券投資」の黒字の大半は債券市場を通じての資金に支えられていた。91-97年の年平均「証券投資」黒字額は、98億ドル。そのうち86億ドルが、債券投資資金の流入である<sup>29)</sup>。

アルゼンチンは、92年4月に西側銀行団との間で、ブレディプランに基づく債務削減案の基本合意を行い、同年12月にブレディプランの正式調印

表9 アルゼンチンの国際債の発行額(グロスベース)

年	億ドル(%)	年	億ドル
90	0.2(0.8)	97	146.6(28.2)
91	8.0(11.0)	98	156.2(39.5)
92	15.7(12.5)	99	141.8(36.6)
93	63.1(21.9)	2000	130.3(36.6)
94	53.2(29.2)	2001	15.0(4.5)
95	63.5(27.2)	2002	0(0)
96	140.7(30.0)		

(注) 括弧内は、中南米18カ国の国際債グロス発行額におけるアルゼンチンの占める割合。

(出所) ECLAC Preliminary Overview of Economy of Latin America and the Caribbean 96 &amp; 2002

を行った。そして、93年4月に、民間銀行団に対する債務の一部削減、債務の債券化が実施されている<sup>30)</sup>。この動きの中で、アルゼンチン政府は、9年間停止していたユーロ債市場での資金調達を91年から本格的に開始する。特に、政府が債券発行をはじめた93年から国際債の発行額は急増していく。財政赤字は、91-98年にかけての政府財政赤字額はGDP比0.9%に達しており、政府赤字の補填のため国際債市場は好都合な調達先となった。

90年代のアルゼンチン経済の好調を反映し、アルゼンチンの国際債への人気も高く、表9に示すとおり、90年代後半には、同国の債券発行額は毎年140億ドルから150億ドル、中南米最大の国際債発行国となっていた。国際債市場を通して流入した資金がアルゼンチンの「証券投資」黒字を拡大させることに大きな役割を果たしていたのである。

### 3. 途上国金融危機発生メカニズム

ポートフォリオ運用を中心に流入した資金は、リスクに対し極めて逃げ足が速い。新規投資は手控えられ、非居住者の金融資産は流出に転じる。長期債に投資された資金も、運用先のリスク次第で投資家は短期で売却する。

危機発生前のメキシコ、アルゼンチンに共通した点は、景気回復の一方で拡大し続けた経常収支の赤字である。この結果、対外債務残高は、危機発生

前に異様に拡大していた。対外債務残高の大きさは、80年代の債務危機発生時を遙かに上回る勢いだった。ちなみに、世界銀行データによると、アルゼンチンの債務残高は、1980年末に272億ドルだったが、90年末で622億ドル、2000年末には、1459億ドルにのぼっている。メキシコでは94年3月のコロシオ大統領候補暗殺など社会不安が、アルゼンチンでは景気後退が資本流出の直接のきっかけとなっている。しかし、異常に不均衡化した対外バランスこそ、債務危機を経験した投資家の最も懸念した点だったのである<sup>31)</sup>。

ここで、「21世紀型金融危機」のメカニズムを整理してみよう。(1)景気拡大と経常収支赤字の拡大 →(2)途上国の自由化政策と急激な民間資本の流入 →(3)対外債務残高の急増 →(4)投資家の信認崩壊 →(5)資本の国外流出 →(6)外貨枯渇と経済混乱。以上が、メキシコ、アルゼンチンを含め、90年代以降発生した大方の途上国発の金融危機に共通した発生図式といえよう。

メキシコ危機発生時から、過剰な民間短期資本の流入は、金融リスクを伴う点が指摘されていた。しかしながら、メキシコ危機発生以降も、メキシコ及び多くの途上国で金融市場の開放政策が打ち出された。なぜ、途上国で金融市場開放の見直しが行なわれなかったのだろうか。この点に関しては、以下2つの点が指摘される。

第1は、途上国自体の資本不足である。成長を求める途上国は、強い資金需要に対応しなければならない。銀行制度が未整備状態で国内貯蓄に限界があれば<sup>32)</sup>、海外の貯蓄に依存せざるを得ない。そこで、資金導入のネックとなる金融市場の規制を排除し、市場の自由化を自ら進めざるを得ない理由があった。

第2は、途上国へ急速な市場開放を迫る外部からの改革圧力だ。途上国側の試行錯誤的市場開放に米国や国際機関は急速な市場開放を求めた。特に、米国、IMFからの市場開放要求は途上国には強力なインパクトとなっている。

80年代の途上国の債務整理に米国は、精力的に対応したが、その際、途上国側に強く求めたのは、金融市場の開放である。以来一貫して米国は、中南米、アジアなど途上国に対し金融市場の開放を求め続けた<sup>33)</sup>。

成長力を持つ途上国は、投資市場として魅力的である。それだけではない。金融ノウハウを持たない途上国は、米国金融産業が営業展開を行う格好の新種先となる。だからこそ米国は途上国に迫り続ける。この結果が、途上国の金融市場開放を促進させる要因である。

#### 4. 進展する金融市場開放の中での途上国危機再発のリスク

ここで、「21世紀型金融危機」の最初の発生国、メキシコに再度目を転じてみよう。この国でも、金融危機発生以降、金融市場の対外開放の見直しが行なわれることはなかった。それどころか、金融市場の開放は、危機発生前よりも一段と進展させている。

表2により、メキシコ危機発生以降2002年までの国際収支の動きを見てみよう。経常収支赤字額危機前の水準ほどではないものの、GDP比でみた赤字幅は90年代後半以降、毎年2%以上と依然高水準である。

メキシコの場合、工業品は輸入全体の中の大半の部分(2002年実績で95%)を占めている。本来輸入代替産業の育成は不可欠な筈だったが、直接投資促進策が、国内部品メーカーの成長に歯止をかけたのである。国際競争の中で、政府は部品輸入を受け入れざるを得なくなり、工業部品の海外依存度が高まっているのである。ちなみに、自動車産業では、60%以上と規定されていた国産化率が、83年以降、自由化の中で引き下げられ89年に36%となり、2004年には規定が撤廃された<sup>34)</sup>。この状況に加え、NAFTA発足は、関税引き下げを通じ、国外からの輸入を一層促す要因となっている<sup>35)</sup>。経済の体質が輸入を受け入れやすいものになっているのだ。実際、輸入の所得弾性値を試算すると、メキシコは、86年から2001年にかけて3.1003と、相対的に高い数値である(表10)。NAFTA諸国の中では、とりわけ高い数値だ。NAFTA加盟国は、今後とも相互間の取引自由化を推

表10 NAFTA加盟国の輸入の所得弾性値(注1)(推計期間は注2参照)

	輸入の所得弾性値(b)	R <sup>2</sup>
メキシコ	3.1003	0.9923
米国	1.9869	0.9873
カナダ	2.6030	0.9766

(注1) 国民所得が1%増加する際、輸入が何%増加するかを意味する数値。ちなみに、1986-2002の期間、同様の推計で日本が2.4769、90年代のアジア危機の震源地となったタイが1.6310、韓国が1.6181。メキシコはこれらの数値を大きく上回るものになっている。

(注2) 推計期間はメキシコが86-2001の期間。その他は1986-2002の期間。年ベースでの推計。輸入デフレーターはIMF輸入価格データを使用。推計式は以下を使用。所得弾性値はbの数値。

$\text{Log}(\text{実質財輸入}) = a + b \times \text{Log}(\text{実質GDP}) + c \times \text{Log}(\text{輸入デフレーター} / \text{生産者物価})$

(出所) IMF International Financial Statistics CD-R(Jan. 2004)のデータを使用。

進していくことになるが、メキシコは経済成長率が高まれば高まるほど、輸入増加が高まり、さらなる経常収支の悪化をもたらす体質になっている。

メキシコ経済は、実質GDP成長率でみると2001年にマイナス0.2%と低迷したが、2002年にプラス0.7%、2003年に政府速報で同1.3%と景気回復過程を辿っている。海外からの直接投資の関心は強く、外資主導の経済成長に向かう可能性は高い。ちなみに、OECDは2003年12月時点で、94年の成長率を3.6%、2005年を4.8%と予想している<sup>36)</sup>。ただ、メキシコの体質からすると、経済拡大が続く以上、経常収支の赤字は一層拡大する可能性がある。

さらに表2で資本収支の動きをみると、金融危機以降同収支黒字の中味として、直接投資のウェイトが高まっている。しかし、97年-2002年の期間をみると、「証券投資」、「銀行部門」、「その他部門」など非居住者によるメキシコ国内でのポートフォリオ運用や貸付運用を示す資金(即ち、短期の民間資金)の黒字額は、年平均72億ドルに達している。メキシコの経済回復が軌道に乗り、資金需要が今後拡大していけば、証券投資資金など流動性の高い非直接投資資金流入が一段と増えていくことが予想される<sup>37)</sup>。経常収支赤字拡大と、危機前のような大量の短期民間資金流入が発生し、その結果債務残高が膨らみ<sup>38)</sup>、カントリーリスクが増幅の中で金融危機が発生するという過去の構図が、再発する懸念を払拭できないのである。

表11 外資による主なメキシコ金融機関への資本参加

		資本参加比率 (%)	投資金額 (100万ドル)
Citibank(米国)			
1998	Banco Confia	100	199
2000	Afore Garante	51	179
2000	Afore Garante	9	33
2001	BANACCI	100	12500
Banco Santander Central Hispano(スペイン)			
2000	Banco Santander Mexicano	16	76
2002	Grupo Financiero Bital	13.3	85
2002	Grupo Financiero Bital	4.7	-
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria(スペイン)			
1992	BBVA-Probursa	10	71
1993	BBVA-Probursa	10	53
1995	BBVA-Probursa	47.9	350
2000	Grupo Financiero Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Bancomer	32.2	1850
2001	Grupo Financiero Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Bancomer	9	548
2002	Grupo Financiero Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Bancomer	3	216
Scotiabank(カナダ)			
2000	Grupo Financiero Scotia Inveriat	45	40
Bank of America(米国)			
2003	Grupo Financiero Santander Serfin	24.9	1600

(出所) ECLAC Foreign Investment in Latin America and Caribbean, 2002及び新聞報道

表12 メキシコ商業銀行内での主要外資銀行の占める割合 (%)

	総資産	融資残高	預金残高	総資本金
Citibank(米)	25.5	25.0	25.7	31.5
Banco Santander Central Hispano(スペイン)	14.6	14.5	14.5	9.8
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria(スペイン)	25.9	13.7	14.1	12.9
Scotiabank(カナダ)	2.7	0.6	0.3	3.6
Fleet Boston(米)	0.8	0.2	0.9	0.5
HSBC(英)	0.3	0.1	0.3	0.5
その他	20.1	1.7	2.5	4.7
外資シェア合計	90.0	55.8	58.4	63.5

(出所) ECLA Foreign Investment in Latin America and Caribbean, 2002 p 148

さらに、メキシコ政府の国内金融機関への市場参入開放措置の影響もメキシコ金融情勢にとっての懸念材料である。危機発生直前の94年1月のNAFTA発効で、メキシコ政府は、NAFTA加盟国に対しては国内に全額出資の銀行子会社の保有を認めたが、1995年2月には、金融法を改正し、NAFTA非加盟国に対しても、条件付きながら100%までのメキシコ国内の銀行参入を可能としたのである<sup>39)</sup>。93年12月の外資法改正時も、金融分野に関しては厳しい規制を残していたため、この開放措置は諸外国からも注目を集めた。また、99年1月の外資法改正では、全ての外資に対しメキシコ国内銀行への資本参加を完全自由化させた<sup>40)</sup>。

メキシコ金融市場における市場開放の推進は、メキシコ金融機関への資本参加のための国外からの直接投資を加速させた。2001年Citigroupが、資産規模でメキシコ第二位の商業銀行であるBANAMEXを125億ドルを投じて買収した。2002年には、Bank of AmericaがSERFIN金融グループの株式を24.9%買収することで合意し、2003年に払込を実施した。

こうした動きの中で、メキシコ金融機関の外資参加比率は他に例を見ないほど高まった。メキシコの商業銀行の資産合計における外国銀行のシェアは、94年末で僅か1%だったが、99年末19%、2000年末24%、そして2001年末には90%へと、他の途上国を大きく上回る水準へ、急激に上昇している<sup>41)</sup>。

途上国の金融部門への先進諸国による直接投資が、途上国の商業銀行の資本強化に資することは事実である。しかし、外資系金融機関が途上国に持ち込むのは、現地金融機関の経営権買収のための資金だけではない。外資金融機関として営業開始後は、本国ないしその他海外から、途上国に向け大量の資金を借り入れの形で流入させ、途上国でのポートフォリオ運用や事業向け貸付を行うのである。メキシコの外資金融機関の例をみると、その融資先は、産業、政府系融資、インターバンクなどホールセール対応に偏っている。1998年時点の統計では、外資銀行のローン全体の1.9%が消費者向け、4.5%がモーゲージ向け、残る93.6%がホールセール向け（対産業、対政府機

関、対銀行業務)である<sup>42)</sup>。流入した外資はメキシコ産業活動に深く関わっている。しかし、浸透した外資が、何らかのきっかけで資金撤退をはじめれば、同国の産業活動は深刻な影響を受けることになる。

金融グローバル化の名の下に、米国、IMFをはじめとした西側諸国による途上国に向けての金融市場開放要求は、今後とも続こう。途上国側も、外部からの強い圧力、また国内での強い資金需要をうけて、金融市場の開放の方向を辿り続けることになろう。しかし、ポートフォリオ投資市場であれ、金融機関への直接投資であれ、経済規模が小さく、金融システムが整っていない途上国での性急な金融市場開放は、21世紀型金融危機の再発につながる可能性があることを、留意しなければならない。

カムドシュ元IMF専務理事が、メキシコ危機を21世紀の最初の金融危機と指摘した点は前述の通りである。同じ講演の中で、メキシコ危機の教訓はIMFによる国際通貨制度の効果的なサーベイランスとIMFによる適切な金融支援こそが金融危機に有効であると、指摘する<sup>43)</sup>。この指摘は、言葉を変えると、21世紀型金融危機克服の手段は、IMFが途上国へのサーベイランスを強化させ、適切な金融支援体制を構築すること、とも表現される。

しかし、メキシコ危機発生後のIMFの支援体制整備も、その後の途上国危機克服には至らなかった点は、周知の通りである。危機に直面した途上国に資金援助を行うことで、将来の危機発生を阻止することはできない。メキシコ危機発生から10年経過した今、途上国における金融市場開放が、大きなリスクを孕んでいることを、途上国側及び国際金融界全体が十分認知し、金融グローバル化の拙速なプログラムを再考する時期にあるといえそうである。

#### 注

- 1) 「21世紀の最初の金融危機」という表現は、以下の文章に見られる。"Mexico's crisis has been described as the first financial crisis of the 21st century, mean-

- ing the first major financial crisis to hit an emerging market economy in the new world of globalized financial markets." Camdessus M. (1995) より。
- 2) 94年1月に、メキシコ南部でゲリラ組織 (EZLN) による先住系民族の生活向上を求め武装蜂起が発生、また同組織による誘拐事件も続発した。さらに、94年3月に、サリナス大統領の後継に指名されたコロシオ大統領候補が、また同9月にマシエウ党幹事長が暗殺された。
  - 3) 同大統領は、1994年から6年間政権を担当、2000年12月に国民行動党 (PAN) のデセンテ・フォックス現大統領に政権の座を譲った。制度的改革党は、1929年以来2000年まで71年間政権を握り続けた。なお、80年代以降、セディジョ大統領までの政権は、82年から88年までがデ・ラ・マドリ大統領、88年から94年までがサリナス大統領が政権を担った。
  - 4) この他に、メキシコ銀行の短期預金150億ドルも、95年中に返済期日を控えていた (田中五郎 (1998) p296 参照)。
  - 5) IMF, International Financial Statistics の為替データより計算。
  - 6) 国際金融情報センター (2002) 参照。
  - 7) 政府統計局データによると、90年から94年の間に、実質ベースで、輸出が1.4倍の伸びに対し、輸入の伸びは1.7倍だった (データ, INEGL, Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos 1997)。
  - 8) 規制が残ったのは、石油関連、通信、金融など。ちなみに、金融については、銀行に対して30%まで、保険会社、リース会社、ノンバンク、投資信託会社等に対しては49%までの出資制限が外資に課された。
  - 9) 累積ベースでみた直接投資受入額は、サリナス政権が出発した88年末に、241億ドルだったが、94年末には815億ドルへと6年間で3.4倍に増えていた (データ, Nacional Financiera, La Economía Mexicana en Cifras 1995)。
  - 10) メキシコの失業率は、80年代前半に4%を超えていたが、90年から92年にかけては2%台まで低下していた (データ, INEGL, Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos 1997)。
  - 11) 国際金融情報センター編 (2001) p42。
  - 12) ブレディー構想に基づくメキシコの債務削減および利払い軽減の合計額は、ブラジルの106.2億ドル、アルゼンチンの93.4億ドルに対し、メキシコでは165.6億ドルにのぼった。細野昭雄 (1996) p.15 表6 参照。
  - 13) ECLAC (1996&2002) 参照。
  - 14) 規則144aの導入で、従来2年以上の私募証券の保有が義務付けられていた

- が、証券を総額1億ドル以上保有する機関投資家については、保有期間2年に満たなくとも転売可能とした。栗原晶子 (1992) p38 参照。
- 15) 栗原晶子 (1992) p48 参照。
  - 16) 細野昭雄・恒川恵市 (1986) p95 参照。
  - 17) ただし、この投資信託 (ニュートラル・ファンドと呼ばれる) を通しては、非居住者投資家は、議決権を持つことができない。
  - 18) CETES は、28日、91日、182日、364日ものの最も流動性が高い短期割引政府証券。米国のTBに相当し公開市場操作の対象証券である。BONDES は、満期1~2年の中期債。AJUSTABONOS は、利回りが消費者物価に連動させた中期国債。TESOBONOS は、外貨約款により投資家の同債購入時のドル相場が、償還時に適用される短期国債で、事実上のドル建債券といえる。なお、メキシコ株式、メキシコ国債の非居住者の保有状況に関しては表4、表5を参照。
  - 19) メキシコ政府は、82年から自由レート (金融取引に適用) と統制レート (経常取引に適用) からなる二重為替相場制度を導入していた。資本取引による為替変動が実物貿易取引に深刻な影響を及ぼすことを回避させるためだ。91年11月から自由レートと統制レートは一本化され、さらにペソ相場はドルに対し大きく下落しないように通貨当局の管理下に置かれていた。
  - 20) 例えば、92年12月にはメキシコのペソ建て国債が、S&Pの格付けで、AAを取得している (小林、小池、渡辺、栗原、神谷 [1994] p.48 参照)。
  - 21) 大胆な民営化政策で、1988年から93年にかけて、国営企業数は、412社から213社へ半減している。栗原晶子 (1992) p.43 参照。
  - 22) IMFの国際収支マニュアルによると、非居住者の株式投取得において、経営参加の意図を持って10%以上の普通株、議決権が取得された場合直接投資に計上され、それに該当しない場合は、証券投資に計上される。IMF (1993) p86-p90。
  - 23) 本稿における国際収支統計はすべてIMFベースに基づいている。なお、IMFの国際収支マニュアルによると、「その他投資」は、取引主体別に4分類される。「通貨当局」は、各国の中央銀行ないしは同等の機能を持つ公的部門の取引が該当。「一般政府」は、中央・地方行政機関、社会保障基金、政府企業の取引、「銀行部門」には、中央銀行を除く全ての預金受入銀行、短期CD発行金融機関、貯蓄機関、信用金庫、郵貯を含む金融機関の取引が対象となる。「その他部門」には、非金融機関、保険会社、年金基金、ノンバンク金融機関、非営利民間団体、個人などの取引が含まれる。IMF (1993) 参照。

- 24) アジア経済研究所 (1995) p22 参照.
- 25) アジア経済研究所 (1995) p29 参照.
- 26) メネム大統領は、89年7月から99年12月まで2期にわたり政権を維持。その後デラルア政権が成立するが、デラルア大統領は、2001年12月に、金融危機の混乱の中で辞任する。その後、現在のキルチネル政権が発足する2003年5月まで3つの政権が短期間に交替している(2001年12月20日~同23日の期間がプエルタ政権、同30日までロドリゲス・サー政権、2002年1月から2003年5月までドゥアルデ政権)。
- 27) もともと、資源輸出国のアルゼンチンの経常収支は、戦後70年代まではほぼ均衡状態にあった。ちなみに、71年から80年の年平均経常収支は、2.7億ドルの黒字。データ、IMF International Financial Statistics, Yearbook (1992)。
- 28) この数字には、IMFや世銀など国際機関からの融資、及び2国間融資は含まれない。国外民間銀行団からの融資のみの集計値である。国際金融情報センター、(2002) 参照。
- 29) とはいえ、91-97年の期間、株式市場にも年平均12億ドルの資金が流入してきていた。YPF(石油)、アルゼンチン・テレフォニカ、テレコム社(通信)などが90年代に入りADR、GDRの発行を活発に行なった。また91年に国家証券委員会の役割強化、証券会社の手数料自由化、先物取引導入で、海外からの株式市場への関心が高まった点も留意しておきたい。
- 30) 国際金融情報センター (1994) p61 参照。
- 31) このため、例えばメキシコ危機のケースでは、94年に入り、同国財務省も中央銀行も公的準備の債務状況を公表しなくなってしまった。Marichal C. (1997) 参照。
- 32) アルゼンチンを例にとると、銀行口座を持つ割合は、国民の僅か2割程度という指摘もある。Dobson W. and Jacquet P. (1998) p136 参照。
- 33) 例えば、89年3月のブレトン・ウッズ委員会で当時のブレディ財務長官は、途上国債務支援を柱とするブレディプランを発表する。その際、支援実施の条件として、海外からの投資自由化を経済計画に盛り込むことを途上国側に課している。田中五郎 (1998) p42-p46 参照。
- 34) 香川勉・岩見元子 (2003) p11 参照。
- 35) メキシコの輸入の6割強を占める米国製品の対する関税率は93年の10%から2002年1月に、0.5%まで低下している。浦田秀次郎 (2002) p84 参照。
- 36) OECD (2003) 参照。

- 37) IMF基準の2003年以降の国際収支統計は未発表だが、例えば、メキシコ居住者による国際債市場での債券グロス発行額は、2002年の49億ドルから、2003年には1-9月のみで金融危機前の水準の67億ドルに達している。ECLAC (2003) p152。
- 38) 世界銀行統計によるメキシコの対外債務残高は、2001年末に1583億ドルで、これは、金融危機が発生した94年の1400億ドルを上回る数字である。
- 39) 金融危機により国内金融機関が深刻な不良債権問題に直面したことが、金融法改正実施の背景である。なお、NAFTA非加盟国の銀行に対しては、出資先銀行の資産規模により出資上の制限は残された。日本貿易振興会 (1996) p.375 参照。
- 40) ただ、子会社の新規設立で進出する場合は、国家間の取極めのない国の銀行に対しては規制が残された。また、保険会社、リース、ノンバンク、投資信託会社など、非銀行部門への49%出資比率規制もそのまま残された(日本貿易振興会 [2002] p.386 参照)。
- 41) ECLA (2002) p108 参照。
- 42) Dages B., Goldberg L., Kinney D. (2000) p25 参照。
- 43) Camdessus M. (1995) 参照。

#### 参考文献

- Banco de Mexico (1994, 1995, 1998) 『The Mexican Economy』
- Camdessus Michel (1995) 『Drawing Lessons from the Mexican Crisis: Preventing and Resolving Financial Crises—the Role of the IMF』 Speech at the 25th Washington Conference of the Council of the Americas on " Staying the Course: Forging a Free Trade Area in the Americas" Washington, D.C., May 22, 1995  
http://www.imf.org/external/np/sec/mds/1995/mds9508.htm
- Dages B.G., Goldberg L., Kinney D. (2000) 『Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets : Lessons From Mexico and Argentina』 『FRBNY Economic Policy Review』 Sept.
- Dobson Wendy and Jacquet Pierre (1998) 『Financial Services Liberalization in the WTO』 Institute For International Economics
- ECLAC (2002) 『Foreign Investment in Latin America and the Caribbean, 2002』
- ECLAC (1996, 2002, 2003) 『Preliminary Overview of the Economy of Latin America and the Caribbean』

- IMF (1993) Balance of Payments Manual (5th edition)
- IMF International Financial Statistics CD-ROM (各号)
- Kahler Miles (1998) 『Capital Flows and Financial Crises』 Manchester University Press
- Marichal Carlos (1997) 『The Vicious Cycles of Mexican Debt』 『NACLA Report on the Americas』 Vol31 Nov/Dec
- OECD (2003) Economic Outlook No.74 Dec.
- Stephany Griffith-Jones (1998) 『Global Capital Flows: should they be regulated?』 Macmillan
- World Bank, World Development Finance (各号)
- Ziya Onis, 『Argentine Crisis, IMF and the Limits of Neoliberal Globalization』 Working Paper Series, Koc University-Department of International Relations, Oct. 2002 (download paper from the SSRN Electronic Paper Collection)
- アジア経済研究所編 (1995) 『メキシコ通貨危機とアジアへの教訓』 アジア経済研究所
- 細野昭雄 (1996) 『ラテンアメリカ地域と国際資本移動』 『海外投資研究所報』 (日本輸出入銀行) 11月号
- 細野昭雄 (1996) 『ラテンアメリカ地域と国際資本移動』 『海外投資研究所報』 11月号
- 細野昭雄・恒川恵市 (1986) 『ラテンアメリカ危機の構図』 有斐閣選書
- 香川勉・岩見元子 (2003) 『中南米の自動車産業』 『海外投融資』 11月号
- 小林晋一郎, 小池一平, 渡辺裕, 栗原晶子, 神谷恵子 (1994) 『再浮上する中南米経済』 『東銀経済四季報』 春号
- 国際金融情報センター編 (2002) 『資料: 82年以降の累積債務国に対する金融支援措置一覧表 (2001年7月現在)』
- 国際金融情報センター編 (2001) 『中南米における90年代における構造改革と課題』
- 国際金融情報センター編 (1997) 『中南米各国の金融資本市場の現状と今後の展望』
- 国際金融情報センター編 (1994) 『途上国への資金流入の現状と援助のあり方』
- 桑原小百合 (1999) 『2つの通貨危機 メキシコ94-95vs ブラジル99』 『ラテンアメリカ論集』 (ラテンアメリカ政経学会) 通号33
- 栗原晶子 (1992) 『中南米向け資金フローの変化とその背景』 『東京銀行月報』

- 10月号
- 日本貿易振興会 (1996, 2002) 『ジェトロ白書-世界と日本の海外直接投資』
- 西島章次 (1998) 『NAFTAとメキシコ経済』, アジア経済研究所編 『ラテンアメリカの国際化と地域統合』 内の掲載論文
- 棟近みどり (1995) 『メキシコの金融自由化と財政ファイナンス』 伊東和久編 『発展途上国の金融改革と国際化』 (アジア経済研究所) 内の論文
- 田中五郎 (1998) 『発展途上国の債務危機』 日本評論社
- 田島陽一 (2000) 『メキシコ通貨危機』, 上川孝夫, 新岡智, 増田正人編 『通貨危機の政治経済学-21世紀システムの展望』 日本経済評論社 (2000) 内の掲載論文
- 浦田秀次郎編著 (2002) 『自由貿易協定 FTA ガイドブック』 日本貿易振興会

(かまた・のぶお/現代経営学部教授)