

ラテンアメリカ通貨危機の構造

(財) 国際通貨研究所

主任研究員 田口 奉 童

taguchi@iima.or.jp.

1. はじめに

1994年初めの中国とその終わりのメキシコ、97年夏のタイとそれに続くインドネシア、韓国などアジア諸国、98年のロシア、99年1月のブラジルと、通貨問題は次々に飛び火した。

こうした通貨危機頻発の原因と対処方法について、様々な分析や議論が行われている。通貨危機問題国（以下、問題国）の為替相場政策や財政、金融政策を中心とするマクロ経済政策のあり方¹、金融システムのあり方、外国資本自由化のあり方、国際金融機関の機能や対応のあり方など多方面に言及している。

本稿は去る10月24日（日）大阪産業大学で開催された国際経済学会全国大会において報告したもので、座長の神戸大学西島教授、討論者駿河台大学斎藤教授はじめ、上智大学水野教授、名古屋文理大学内藤教授、福岡国際大学栗原助教授、西南学院大学吾郷教授などのご意見やご示唆を頂き修正を加えた。また学会報告準備段階から東銀リサーチインターナショナル小林研究理事にはご指導頂いた。本紙を借りて感謝の意を表したい。ただし、本稿での誤解や誤謬はすべて筆者個人のものであることを申し添える。

また、本稿の骨子は、『国際金融』1999年12月15日：1037号に掲載された。

¹ 為替相場政策、金融政策、外国資本移動の3つが、同時に独立した自由を持ち得ないとするimpossible (irreconcilable) trinityの議論なども含む。

それらの危機勃発の要因をめぐる議論は、一つは、問題国のファンダメンタルズが原因とし、もう一つは、ファンダメンタルズは無関係ではないにせよ、自己実現的な市場行動に基づく投機が直接の原因とする、二つに大きく分類される。

世界銀行では、ラテンアメリカを含む途上国が抱える対外債務問題と外貨資金移動の実態を、**Global Development Finance**（以下、世銀GDF）に毎年まとめ報告している。世銀GDF99年版では、主として二つの基準（**debt indicators**）を使っている。一つは、外貨収入の源泉である輸出を基準として、元利払い＝デットサービスや対外債務の規模を比較するものである（以下、対輸出比率）。そしてもう一つは、所得の集合体である国民総生産（**GNP**）を基準として、デットサービスや対外債務の規模を比較するものである（以下、対GNP比率）（世銀GDF Analysis and Summary Tables Appendix 1 p.99）。

本稿ではまず世銀の対輸出比率と対GNP比率の伝統的な基準を使って対外債務残高などを概観し、同じく世銀の資金移動分析**Aggregate Net Resource Flows and Net Transfers**（以下、**Net Transfers**）を使って、資金移動を概観する。

筆者は、上記の問題国ファンダメンタルズ原因説に立脚しつつ、世銀の分析手法についての疑問を提示する。そして、どの問題国の通貨危機でも共通して直接的原因となっている外貨流動性不足の実態を把握するため、ラテンアメリカ主要国の外貨資金のキャッシュフローに対して、世銀とは異なる独自の分析基準を提案し、適用してみたい。この分析過程で、ラテンアメリカ主要問題国の「外貨キャッシュフローの逼迫」の実態を浮かび上げらせ、通貨危機との関係を考察する。

2. 対外債務と資金フロー分析の疑問

世銀GDFが掲載している数値をもとに途上国の対外債務残高と資金移動の状況を概観したい。

①対外債務残高の増加傾向に対する不安

98年末の途上国全体の対外債務残高（**Total Debt Stocks** 以下EDT）は、2兆4,651億ドルである。80年末（6,095億ドル）と比べると4倍に膨らんだ。また91年末（1兆5,613億ドル）から98年末までの7年間に約1.6倍（9,038億ドル）に、増加している（表1）。

表1の中で減少したのは、わずかに中東・北アフリカ諸国で、96年末と97年末だけである。つまり途上国の対外債務残高は、恒常的な増加傾向にあり、どこまで増え続けるのかとどまるところを知らず、不安を抱かざるを得ない。

表1 途上国の地域別対外債務残高

(単位 億ドル)

	1980年	1991年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
途上国全体	6,095	15,613	19,936	21,626	22,384	23,166	24,651
ラテンアメリカ諸国	2,573	4,924	5,926	6,479	6,692	7,037	7,358
東アジア太平洋岸諸国	941	3,221	4,847	5,598	6,070	6,546	6,978
ヨーロッパ・中央アジア諸国	755	2,397	3,265	3,528	3,727	3,906	4,354
中東・北アフリカ諸国	838	1,870	2,080	2,110	2,044	1,934	2,058

(出所：世銀Global Development Finance Country Table 1999)

(注) 主要な地域のみを計上しているため、地域の合計が途上国全体に合致しない。

対外債務残高を国別に見たものが表2である。上位7カ国では1994年以降何らかの通貨危機を経験しており、対外債務残高と通貨危機の間に相関関係の存在を感じさせる²⁾。

表2 世界の主要対外債務国（中長期のみ）

順位	国名	1997年末残高	順位	国名	1997年末残高
1	ブラジル	1,576億ドル	6	インドネシア	1,193億ドル
2	韓国	1,611	7	タイ	1,130
3	中国	1,551	8	アルゼンチン	1,010
4	メキシコ	1,408	9	インド	969
5	ロシア	1,180	10	トルコ	708

(出所：OECD External Debt Statistics 1998 Table A p.9)

(注) ・順位は短期を含む債務残高全額の多い順を示す。

・順位、国名、残高の太字は、ラテンアメリカ地域をさす。

②GNPと輸出による対外債務持続可能性分析の疑問

途上国全体のGNPは、91年の4兆3,831億ドルから98年の6兆6,009億ドルに、対外債務と近い1.5倍に成長している(表3)。従って、対外債務残高(EDT)と国民総生産(GNP)の比率を示すEDT/GNP(%)は、91年の35.6から、98年37.3と殆ど変わっていない(表4)。

表3 途上国全体とラテンアメリカのGNP

(単位 億ドル)

	1980年	1991年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
途上国全体	29,009	43,831	49,861	56,571	62,586	66,354	66,009
ラテンアメリカ	7,403	11,161	15,528	16,319	17,788	19,631	19,944

(出所：Global Development Finance, County Tableより作成)

他方、対外債務規模(EDT)を財およびサービスの輸出(XGS)と比較すると、輸出が91年の9,550億ドルから98年の1兆6,855億ドルへ約1.8倍拡大しており、既述の通り、

²⁾ 第8位のアルゼンチンでは1991年4月に始まった、現在の固定為替相場制(1ドル=1ペソ)の持続可能性に疑問が投げかけられていることは周知の事実である。

対外債務の規模が同時期1.5倍増加したので、EDT/XGS(%)は、163.5から146.2へ改善している(表4)。

デットサービスの対輸出比率は表4の通り、91年から95年までは改善し、それ以降は若干の悪化を示している。

表4 Debt Indicators (All developing countries, %)

	1980年	1991年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
EDT / GNP	21.0	35.6	40.0	38.2	35.8	34.9	37.3
EDT / XGS	85.3	163.5	161.2	142.7	133.4	129.0	146.2
TDS / XGS	13.1	17.0	16.1	16.0	16.6	17.0	17.6

(出所：Global Development Finance, All Developing Countries p.14より作成)

ここで世銀が債務持続可能性を測る基準としている、デットサービスを例にとると、これが増加していても、輸出がそれと同様にあるいはそれ以上に増加していれば、デットサービスの数値は同じか低下し債務状況の悪化は表れない。

輸出を輸入と比較すると、ラテンアメリカ諸国では、通常は輸出が伸びれば輸入も伸び、貿易収支は均衡ないし赤字となることが多い(表5)。つまり、輸出は外貨収入の源泉に違いないが現実には、輸出で得た外貨はまず経済活動に欠かせない輸入に充当され、最終的に対外債務の返済に回るべき外貨が残らない。

表5 ラテンアメリカの輸出入バランス

(単位 億ドル)

	1970	1980	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
輸 出 (XGS)	191	1,274	1,884	2,015	2,180	2,539	3,037	3,338	3,685	3,634
輸 入 (MGS)	227	1,585	2,109	2,407	2,675	3,082	3,221	3,746	4,375	4,563
貿 易 収 支	-38	-311	-225	-392	-495	-543	-184	-408	-690	-929

(出所：WB Global Development Finance 1999 p.26)

99年版世銀GDFによる分析では、デットサービスの対GNP比率が80%を超えるか、またはデットサービスの対輸出比率が220%を超えると「severely (heavilyともいう) in-debted、重債務国」に分類される³⁾。その重債務国の数値の3/5、つまり対GNP比率で48%、対輸出比率で132%を境界として、moderately indebted (中債務国)か、less indebted (軽債務国)かに2つに分かれ、全体では3分類される(表6)。ちなみに軽債務

³⁾ 寺西教授(1995 p.137)によると、1993年版World Debt Tableでは、重債務を定義する指標は現在の2つではなく、次の4つであった。第1は、対外債務残高の対GNP比が30%以上、第2は、対外債務残高の対輸出比率が165%以上、第3は、デットサービスの対輸出比率が18%以上、そして第4が、金利支払の対輸出比率が12%以上の4基準のうち3基準を満たしているものが、重債務国とされた。これらと現在の基準を比べると、項目もその数値も大幅に緩和されたことがわかる。

国は両方の数値が3/5を下回らなければならない。

しかしデットサービスの対GNP比率が80%を超えるか、もしくはデットサービスの対輸出比率が220%を超える国が重債務国となり、その3/5の分岐点で中債務、軽債務となるような判断基準の妥当性には、疑問がある。デットサービスが、GNPの48%未満かつ輸出の132%未満であれば軽債務国とする疑問はもっと強くなる。世銀のこれまでの基準見直し、現状是認に傾き、妥当性を失っているとの懸念すら抱かせる。

表6 Indebtedness Classification Criteria (Debt Sustainability Analysis)

	Less indebted	Moderately indebted	Severely Indebted
PV/GNP	Less than 48%	48% (3/5) ~	80%~
PV/XGS	Less than 132%	132% (3/5) ~	220%~
Latin America	Mexico,		Argentina, Brazil

(出所：Global Development Finance Analysis and Summary Tables p.99)

(注) PVはデットサービスの現在価値を示す。

③資金フロー分析の疑問

次に、途上国に対する資金流入（フロー）を見たい。

資金流入は、大まかに言えば、長・短期借入とその元利払として、流出入したものの系列（借入系列と呼ぶ）、長期借入だけを取り出し（注）、これに投資（直接、証券）を合わせたものの系列（総合系列と呼ぶ）とに2分類して捕捉している（図1）。数式で示すと次の通りとなる。図1とあわせ参照されたい。

[借入系列] Net transfers on debts (1) - (2) (= (3)) - (4) = (5)

[総合系列] Aggregate net transfers (3) + (6) (= (7)) - (8) = (9)

(注) 借入系列の(3)は短期借入を含むが、総合借入の(3)は短期借入を含まない中長期のみ。

図1 Aggregate net resource flows and net transfers (long - term) to developing countries



(出所：Global Development Finance Summary Tables p.xxi)

世銀GDFのSummary debt dataにより98年途上国向け資金流入を見てみたい。

図1のAggregate net resource flowsは、2,750億ドルで、その内訳はlong-term debt (=Net resource flows on debt) 829億ドル、FDI1,550億ドル、portfolio141億ドル、grants (=official) 230億ドルとなっている。

資金移動分析の2系列の最終尻推移を表7に集めてみた。資金流入は総合的にはネットでプラスになっているが年により大きく変動する。流入の主要項目は、90年代に入り借入れから、投資に変わっている。また世銀GDFのほかの分析から、民間資金が最近では80%を超えるようになっている。

表7 途上国向け資金流入推移

(単位 億ドル)

	1980年	1991年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
Net transfers on debt	622	-12	317	577	290	454	-165
Aggregate net transfers	263	500	1,375	4,506	1,960	2,219	1,454

(出所：Global Development Financeより作成)

上に見てきた世銀による資金移動の分析は、右のような特徴を細かく捉えているとは思われるが、次のような欠点もある。

第1に、中長期借入れの実行額がキャッシュフローの出発点になっていることである。これは借入れによる資金繰りを前提にしたものである。また短期借入れ金の動きを考慮していない。短期借入れについて現在はネット残高増減額のみを算入している(図1の(3)に借入系列の場合に加算する)が、短期資金の総残高シェアは20%程度と大きく、キャッシュフロー上無視し得ないと思われ、流入つまり借入実行と、流出つまり返済とを分離して把握すべきであろう。特に通貨危機の原因となる外資の急速な流出は短期資金移動であることを忘れてはならない。

第2に、このキャッシュフローは、借入系列(on debt)にしても総合系列(aggregate)にしても、ネットで流入したかあるいは流出したかを端的に示すが、どれだけの支出があり、どれだけの収入があるのかは一見してわかりにくい。とくにラテンアメリカ諸国のように、外貨資金依存度が高く趨勢的に流動性不足であるとき、収支状況を一層明確に把握することが求められる。

3. 外貨資金フロー測定基準モデル(TFN)の検討

既に指摘したように、対外債務残高の増加を分析する時、デットサービス・レシオは輸出が増加していれば、またGNPが増加していれば、対外債務に関する評価は悪くなら

ず、診断結果は、「特に異常なし」ということになる。しかし、輸出は有力な外貨収入の源泉の一つに過ぎず、外貨流出入の結果としての外貨余剰を意味していない。ましてやGNPは、経済規模の大きさをその国の通貨で表すもので、他国と比較するのに同じ物差しとして有益であるとしても、ある国の対外債務の持続可能性を評価する基準としては議論の余地があろう。

そこで、通貨危機の発端は共通して外貨流動性不足であることに着目して、外貨資金繰り（キャッシュフロー）に重点をおいた対外債務・資金移動の持続可能性の診断基準モデルを考えてみたい。ラテンアメリカ主要国では、外貨資金に対する依存度が高いという現状認識に立って、ある国が1年間にどれだけの外貨資金を必要としているか、「必要外貨資金」を算出し、それをどのように調達できるかを点検するものである。具体的数値は世銀GDF掲載のものを使用する。

筆者が考える必要外貨資金（Total Finance Needと呼ぶ。以下、TFN）は、ある国の1年間の、中長期借入金の期日到来元本返済額、短期および中長期借入金の利払い額、直接投資収益の対外送金額、1年以内に期日が到来する短期借入金の元本全額を合計したものである。

さらに経常収支の赤字があれば、上記の利払い額と直接投資収益の対外送金額とをダブルカウントしないようそれらの金額を控除した経常赤字額が、TFNに加算される。世銀GDFの中で項目1.SUMMARY DEBT DATAに記載されている用語で表現すると、次の数式となる。

$$\text{TFN} = (\text{Principal repayments}) + (\text{Interest payments:INT}) + (\text{Profit remittances on FDI}) \\ + (\text{Short-term debt}) + (\text{利息・配当金を除く経常収支赤字})$$

算出されたTFNを、どのようにしてファイナンスできるかを見ることによって、ある国の外貨資金フローの健全度（持続可能性）を診断出来ると考える。第1に、TFNを経常収支の黒字でファイナンス出来れば、当該期中にかつ自国保有の外貨により外貨債務の履行が完結するため、健全度は高いと考えられる。第2に、経常収支の黒字だけではファイナンス出来ないとしても外貨準備でカバー出来れば、過去の外貨蓄積を取り崩すものの自国によりファイナンス出来る訳で、健全性はある程度（まずまず）確保される。そして第3に、経常収支や外貨準備でカバーできないときは、自国内で外貨キャッシュフローギャップが生じることになり、外国からの資金流入に依存しなければならず健全性が損なわれ、不安定性が高まる（表8参照）。

表8 外貨資金フローの健全度

健全度	TFNのポジション	状況判断
①健全度高い	TFN<経常黒字	自国で、期間中にファイナンス可能
②健全度まずまず	TFN<経常黒字+外貨準備	自国だが、前期間の外貨蓄積に依存
③健全度低い	TFN>経常黒字+外貨準備	自国でのファイナンス不可能

(注) 経常収支が赤字のとき、左辺に赤字額を計上し、右辺の経常黒字はゼロとなる。

上記の考え方を、98年の途上国全体にあてはめてみたい。ちなみに、同年のPrincipal repaymentsは1,708億ドル、Interest payments (INT) は1,253億ドル、Profit remittances on FDIは353億ドル、Short-term debtは4,122億ドル、利息・配当金を除く経常収支は、677億ドルの黒字である。外貨準備は6,991億ドルであった。算式は次の通りとなる。

$$98\text{年途上国全体TFN} = 1,708 + 1,253 + 353 + 4,122 = 7,436\text{億ドル}$$

従って、TFNのポジションは、 $7,436 < 677 + 6,991 (=7,668)$ 億ドルとなり、過去の外貨蓄積の取り崩しはあるものの、僅かながら232億ドルのキャッシュフロー余剰が生じていたことになる。つまり、健全度は②「まずまず」となる。東アジア・太平洋岸諸国 (East Asia and Pacific) が97年大幅な経常赤字から僅かながら黒字に転換し、98年には910億ドルの大幅黒字を計上したことが原因とみられる。

次に、途上国全体の例と同様に、ラテンアメリカ全体をあてはめてみたい。利払いと利益配当金を除く経常赤字は259億ドルで、外貨準備合計は、1,651億ドルである。

$$98\text{年ラテンアメリカ全体TFN} = 776 + 454 + 155 + 1,271 + 259 = 2,915$$

98年ラテンアメリカ全体のTFNポジションは、 $\text{TFN} 2,915 > 1,651$ となり、1,264億ドルのキャッシュフローギャップが生じ、健全度は③「低い」ことを示している。

今度は、世銀GDF1999年版に掲載されているブラジルの97年数値を用いて診断することとする。因みに利払いと利益配当金を除く経常赤字は190億ドルで、外貨準備高は517億ドルである。

$$\text{ブラジルの1997年TFN} = 265 + 116 + 33 + 361 + 190 = 965$$

97年ブラジルのTFNポジションは、 $965 > 517$ で448億ドルのファイナンスギャップとなり、健全度は③「低い」結果となる。

次にアルゼンチンに適用する。因みに、利払いと利益配当金を除く経常赤字額は11億ドル、外貨準備は224億ドルである。

アルゼンチンの1997年TFN=125+74+16+180+11=406

97年アルゼンチンのTFNポジションは406>224で、差額182億ドルのファイナンスギャップがあり、健全度は③「低い」結果となり、外貨資金繰りが逼迫している状況にある。

最後にメキシコに適用する。因みに、利払いと利益配当金を除く経常黒字額は58億ドル、外貨準備は289億ドルである。

メキシコの1997年TFN=322+102+30+285=739

97年メキシコのTFNポジションは739>58+289、差額392億ドルと大きなファイナンスギャップがあり、健全度は③「低い」結果となり4、外貨資金繰りが逼迫している状況が浮き彫りとなる。

これらラテンアメリカの債務大国の例を見ると、多額のファイナンスギャップが発生しており、本稿で用いるTFNポジションによる診断では、キャッシュフローが逼迫している実態が一層明確に把握される。こうしたギャップがあることは、新たに外国からの資金を取り入れることによって、はじめて外貨債務の履行が可能となる状態、通俗的な表現を用いれば、「自転車操業の状態」にある実態が浮かび上がる。

4. TFNの評価

前述した外貨キャッシュフロー測定基準TFNを論評したい。

まず第1に、この測定基準は、精緻さの改善余地を残しているが、世銀GDFに掲載されている数値をそのまま使用可能で、並び替える程度の簡単な作業で結果を導ける利点がある。数値の報告国側にも、数値を使用する側にも新たな大きな負担を課すことはない。

第2に、外貨キャッシュフローに焦点をあてるTFNを使うと、恒常的に外貨資金に依存しているラテンアメリカなどの途上国の「外貨逼迫状況」がより現実味を帯び、通貨危機との相関関係がより鮮明に浮かび上がると考えられる。危機の原因分析や問題対処など早く次のステップに進むことが出来る。

第3に、債権者や投資家に重要不可欠な与信審査上の情報を提供する。債権者ないし投

4) 世銀のGDF1999では、メキシコはless indebted (軽債務国) に分類されている。因みにブラジル、アルゼンチンはseverely indebted (重債務国) に分類されている。

資家サイドでは、投融資の実行に先立ち、資金回収の確実度が検討されることは言うまでもない。そのとき、本稿で紹介するまでもなく、最初に外貨キャッシュフローに着目した与信審査が行われる。

第4に、TFNの考え方を問題国のマクロ経済政策運営の基本目標として導入したり、国際金融機関の監視基準に導入することにより、通貨危機を未然に防止する直接的かつ有効な手だてになると考えられる。通貨問題国がアカウンタビリティを果たし、定期的にTFNを公表していれば、偏った情報や憶測が起こす投資家のherding behaviorを抑制する効果が期待されよう。

また問題国側に課すコンデイショナリティももっぱら本基準に収斂せしめれば、財政、金融システム、財閥体制、クローニー主義など対処策の無限の広がり、国際金融機関と問題国側の無用の摩擦を防止することが可能となろう。

しかしTFNにも、流出サイドだけではなく流入サイドを同時に考慮しなければならないなど改善を要する側面がある。とくに流入サイドでは、最近ラテンアメリカ主要国向けに直接投資が安定的に流入していること、短期貿易金融の多くは期日が来ても書き換えられることが多いなど、実現の可能性の高いものは、TFNから差し引くことである。

ここで流出サイドと流入サイドの諸項目の実現性（実現の確率）を考えると、借入金の元利払は契約上の債務であり確率が高い。他方で、短期貿易金融の書き換えが多いとは言っても、カントリーリスクが高まる状態になると書き換えは円滑に進まないことは、アジア問題国の貿易金融資金の枯渇ぶりが雄弁に物語っている。したがって外貨資金不足基調のときは、まず外貨を必要とする実現性の高い流出項目を分離するなどきめ細かく管理することが債務管理の原点である。

5. 資金フローと為替ポジション

(1) ドルショートポジション

ラテンアメリカ主要国の外貨資金ポジションを、TFN基準を使って分析を行ったところ相当な外貨資金不足の状況が明かるみになった。こうした外貨資金不足は、1期間での、ある国の外貨資金の支払が受取に比べ過大になっていることである。これを別の面から見ると、外国為替不足を伴い、為替ポジションが、ミスマッチになっていることを示している。つまり、資金の量だけでなく、外国通貨ないし為替という質の、両面に及ぶ不足を意味している。

外貨は殆どが米ドル建てであるため、ラテンアメリカ主要国では、ドルのショートポジション（ドル売り持ち）になっているのである。企業財務では、為替リスクの回避を考え、先物などで為替ポジション調整を行い、通常オーバーオールポジションでスクウェアとする。

しかし、途上国の債務において公的な債務が占める割合が高いため、途上国全体で為替のポジションを調整することは、国家自らも為替市場で積極的に振舞うことになる。また、債務履行の期日が超長期となっているため、一般的な市場取引のなかでは消化出来ない。このように為替ポジション調整の具体策を講ずるには、次のような問題があり、結論的には不可能と言わざるを得ない。

第1に、たとえ変動為替相場制の下にあったとしても、政府が、ある時点の為替相場で先物予約を金融機関との間で行うことは、政府による先物為替相場への介入に匹敵するものである。ドルショートポジションを是正するためのドル買い（自国通貨売り）を大規模に行えば、自国通貨の下落に加担することに繋がり、金融政策上の悪影響も懸念される。

第2に、最近先進国では変動相場制が採用されていても相場の安定を目指して市場介入が行われることがある。それも国際的な協調が原則である。こうした動きは、ある国一国の為替ポジション調整と常に同じ動きではなく双方が対立することも十分考えられる。

結局先進国は勿論、途上国の対外債務から生ずる為替ポジションのミスマッチを解決する具体策はなく、せいぜい国または中央銀行・政府機関などが為替先物市場において、民間部門のカウンターパートとなって取引を行い、民間部門の為替ミスマッチの解消手段を提供するしかない⁵⁾。

(2) 経常収支改善の困難

先物予約の対応に限界があるとする、残された為替ポジション是正の方策は、第1に、外貨債権の増加を実現することによって比較的過大な債務とのバランスを取り戻すこと、つまり拡大均衡させること、第2に、外貨債務の削減をおこなうこと、つまり縮小均衡させること、第3に、債権債務の規模に増減無く同じではあるが、外貨債務が膨らんでいる時期はその一部を後の時期にずらして平準化を行い、国際市場からの外貨資金調達規模を安定化させること、により円滑な資金調達と債務の履行を維持することが考えられる。

⁵⁾ チリやブラジルではドルリンク債券を中央銀行が発行し、民間部門がその債券を購入し保有することにより、民間部門の為替リスクを公的部門が負担することが行われている。

第1の、外貨債権の増加は、輸出の振興、出稼ぎ労働者による郷里送金（経常移転収支）などに実質上限られており、またその増加の実現には時間がかかる。

ラテンアメリカ各国では希少な外国為替の獲得を目的に、輸入代替工業化政策から輸出指向型工業化に転換後、長い間にわたって輸出増強が叫ばれてきた。ラテンアメリカ全体の財とサービスの輸出額は、1998年3,634億ドルで、1980年（1,274億ドル）比約2.9倍また1991年（1,884億ドル）比1.9倍と輸出拡大の実績を上げてきたことは評価出来よう。

しかし、前掲表5でラテンアメリカ全体の財とサービスの輸出入バランスを年代別に示したが、貿易収支の黒字を計上した例がない。輸出は順調に増加しているが、輸入の増加は輸出の増加を上回っていることを示している。つまるところ輸出増加の最終目標であった外貨余剰の確保には及ばなかった。多くの専門家がラテンアメリカ諸国の工業化が輸入代替工業化から輸出指向型工業化へは、まだ脱皮出来ていないことを指摘する所以である。

対外債務持続能力を測定する時に、輸出金額（XGS）を使うことの限界がこの表から読み取れるのである。一方で、ラテンアメリカにとって輸出品の構成は大きな変化をもたらし、1次製品の占めるシェアは逡減し、工業製品のシェアが増加している。その工業製品の国産化率は高まってきているものの、まだ主要部品を外国からの輸入に依存していることが背景にあるからであろう。

他方で、ラテンアメリカ主要国の国内総支出を見ると消費が概ね全体の80%前後と高いことにも注目を要しよう。支出が次期の生産につながる投資ではなく、消費にウエイトが高く、その水準は先進工業国と比較してもより高い。

世界は貿易の発展をめざして自由化を進めている。WTOと先進国は、財の貿易自由化の最終段階に入っていることから、次にサービス貿易の自由化に関して本格的交渉が進められようとしている。ラテンアメリカなど発展途上国にとってサービス貿易では恒常的にマイナスであり、この交渉がまとまれば途上国の貿易・サービス収支が一層厳しくなることは避けられないであろう。貿易収支の赤字がサービス収支の赤字で拡張されて経常収支の赤字を拡大し、TFNの数値はさらに悪化することが予想される⁶。

他方、外貨資金の流出を伴う債務の削減は、輸入を減らす、対外支払い債務を先延ばしする、金利の軽減を求める、債務のbuy-backを行うなどが考えられる。ラテンアメリカ主要国では、国際資本市場での資金調達が有利に進められる時期を選んで、自国債務の長

⁶ 米国シアトルで開催されていたWTO閣僚会議は、米国、EU、日本、発展途上国の利害調整ができず、99年12月4日共同宣言の合意に至らないという衝撃的な結果で終了した。

期化・平準化、コスト低減、買戻しを目論んだLiability (debt) Managementを積極的に進めている。期日の長い長期の債券を新たに有利な条件で発行し、その調達した資金で期近に迫る、比較的成本の高い債務元本の一部を期日前に償還したり、債券を市場から買戻すなどを行っている。

しかし輸入の削減を直接政府が行うことは、世界的に貿易自由化が進展している状況下では殆ど不可能である。折角走り出した地域経済統合に亀裂を生じることにもなる。したがって、債務の削減と言っても市場取引の範囲では、数量的に有効な抜本的政策は見当たらない。

(3) ドルショートポジションと高金利

このように外貨債務が債権に比べ過大である、ドルショートポジションの是正は難しく金融政策に影響を与える。外国為替市場では、外貨資金ギャップを有する民間企業の外貨に対する需要が強く、自国通貨を借りてドルを買う行動が広く行われ、自国通貨借入需要が増大し金利が上昇、こうして自国通貨建て市場金利は、高止まり現象を示す。また、国内市場金利はこうした国際金融市場動向に敏感な外国為替市場を睨んだ、短期物中心のボラティルなマーケットとなり、企業の長期的投資資金の調達には適さない。国内産業振興のために安定した資金を供給する金融市場としての機能が果されない。

メキシコでは、94年末に変動相場制に移行した。変動相場制の下では、管理相場制とは違って政府は金利を高め維持する必要がなく、金利は下がると、多くの経済学者は、変動相場制を歓迎した。しかしその後メキシコのペソ市場金利は、徐々に低下はしたものの年率20%前後で下げ止まり、それ以上顕著な下落の気配がうかがえない。物価上昇率が政府目標通りに低下しないため金利を高め据え置いているとの見方は、妥当だと思われるが、その物価上昇の要因は、消費の堅調と並んでペソの対米ドル相場の低下であろう。とすると金利の高め維持は為替相場と無関係ではない。

ブラジルでは、99年1月管理相場制から変動相場制に変わった。レアル政策金利は、切下げ直後年率45%まで引き上げられ、レアル為替相場の安定的推移を見ながら徐々に20%弱まで引き下げられてきた。しかし引下げ幅は、最初の段階では大きくそして20%近辺では小幅となってきている。18%台がフロアとなると見る市場専門家が多いようである。インフレ率は、年率8%前後で推移している時に、また高金利が实体经济の回復にマイナス効果を生じると、経済界から金利引下げの要求が強いときに、金利が下がらないのである。加えて、高金利は国内債務の金利負担を膨張させることから早急に是正しな

ればならない事情もある。つまりリアル金利引下げ圧力は極めて高く、国内的には金利引下げは、win-win政策なのである。ところがメキシコの例のように、国内産業に対して懲罰的に高い金利水準から低下しない懸念がある。これがドルショートポジションの金融市場における反応なのである。

(4) ドル不足市場への政府の介入

アルゼンチンでは、91年4月からコンバーティビティプランが実施され、カレンシーボードによるドル固定相場制が維持されている。ペソ金利は、導入後のメキシコ・テキーラショック、ロシア危機、ブラジル危機などを契機に急上昇することがあった。しかしほぼ米国金利との格差は1~2%程度で推移しており、上述のメキシコ・ブラジルとは異なった現象が見られる。

そこで98年物価上昇率を見ると、ブラジル2%程度（99年8%程度）、アルゼンチン0%程度、メキシコ18%程度と開きはあるものの、アルゼンチンの低水準は注目を集める。

アルゼンチンの安定の背景は一体何であろうかを考えてみたい。ドル債務過大でドルショートポジションにあることは、既にTFNを適用して把握しているところであり、メキシコやブラジルと大同小異である。異なる点はアルゼンチンでは為替相場をドルにparで固定していることである。これは、アルゼンチン政府が、中央銀行を通じてアルゼンチンペソを等価で米ドルに交換することを法律で約束していることである。アルゼンチン国内においては、常にドル交換の強い需要が存在するにもかかわらず、ペソを借りてドルを購入する必要はない。なぜなら市場にドルの供給が少なく、需要がそれを上回っていることは周知の事実であるが、他方でドル価格は市場の需給を反映して上昇することはないからである。アルゼンチン政府が法律でペソからドルへの交換、それも法律でparでの交換を保証しているからである。

市場において特定の取引商品の供給不足で、需要一辺倒となっている時、果たして市場メカニズムだけにまかしておいて良いのであろうか。TFNによる診断結果でも明かな通りアルゼンチンにおけるドル不足は明白である。ドル不足現象は、一時的なものでなく恒常的なものである。アルゼンチンの「経済のドル化」が進展している現実を目の当たりにする時、アルゼンチンのドル不足は歴史的であること、アルゼンチン国民の意識の深層にまでドル選好が浸透していることが想起されなければならない。こうした歴史の長い、経済的社会的な幅の広く、底の深いドル不足となっているとき、「市場の見えざる手」にまかせ市場メカニズムによる自動調節機能に期待することは出来ないというのがアルゼンチン

が出した結論なのである。

アルゼンチン政府は、外国政府の通貨であるドルの供給を保証することは出来ない。可能なのは、価格を保証することである。こうした政府による積極的な介入があって初めて需給アンバランスの市場は、安定を回復することが可能となるのである。

(5) 構造的ドル不足市場の認識不足

ブラジルがドルペッグ制を放棄して変動相場制に移行したとき、多くの経済学者は「変動相場制にすれば金利は下がる」点を異口同音に強調したが、少なくともメキシコとアルゼンチン両国の例を見てもこの結論は実現していない。

アルゼンチンの例を論考したように、ラテンアメリカ主要債務国における外貨資金ポジションの構造的ドル不足の実態認識がなければならない。ドル不足が恒常的に続く市場においては、常にドルの価値は現地通貨対比増価し続ける。外的ショックがある度に、為替相場は現地通貨の下落懸念が市場に溢れ、現地通貨の金利は急騰することになる。構造的に需給が安定している市場ではないため、いささかでも外部のショックがあれば、ヴォラタイルな市場になってしまう。

結びに

途上国で頻発する通貨危機の引き金となるのは、繰り返しになるが、外貨流動性不足である。その実態を把握することがもっとも肝要であるが、これまでの伝統的な診断基準には、限界が感じられる。

本稿で紹介したTFNの考え方は決して画期的なものでも、斬新なものでもない。むしろ与信リスクを判断するときの初歩的なものにすぎない。しかしこうした当然公表されるべき基準が示されず、議論の対象にもならず、適切に取り扱われていないため、見直されるよう提言したい。

本稿の考え方は、問題国の外貨資金フローに照準をあて、通貨危機の構造と対応策の核心を投影しようとするものである。問題国、債権国(者)、国際金融機関が協力して、一層精緻で、頻度の高い、透明性ある基準が作られ、より広範に活用されるようになれば、通貨危機の頻発防止に役立つであろう。

【主要参考文献】

- 植田和男「アジア危機を経験して」『海外投資研究所報』98年5月号 日本輸出入銀行
1999年
- 田口奉童「ブラジル危機の正しい処方箋」『国際金融』第1020号 外国為替貿易研究
会1999年
- 田中五郎『発展途上国の債務危機』日本評論社 1998年
- 寺西重郎『経済開発と途上国債務』東京大学出版会 1995年
- 湯川摂子『ラテンアメリカ経済論』中央経済社 1999年
- Lora, E. "Crises: Why so deep, Why so frequent, What can be done? The Latin American
Experience" Conference paper IDB 1999
- Hanke, S "A Tale of Two Pesos:A Comparison of Currency Policies in Mexico and
Argentina" Heritage Foundation, 1999
- IMF *World Economic Outlook advance copy International Financial contagion* IMF
1999
- IMF *WP/99/17 "Large Capital Flows : A survey of the Causes, Consequences,
and Policy Responses"* IMF Institute 1999
- OECD *External Debt Statistics* OECD 1998
- Reisen, H. *Debt, Deficits and Exchange Rates* OECD 1994
- Hausmann, R. "Financial Turmoil and Choice of Exchange Policy" IDB Seminar Paris
1999
- Solomon, R. *Money on the Move* Princeton Univ.Press 1999
- World Bank *Global Development Finance* 1999 World Bank, 1999

©2000 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町1-3-2

電話：03-3245-6934(代)ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp/>