アルゼンチン経済危機とIMF

——カレンシーボード制の功罪——

毛　利　良　一

要　旨

新自由主義路線による経済改革と「カレンシーボード」制の採用によって，アルゼンチンは，1990年代には，インフレの収束と物価の安定および高度経済成長を謳歌する「ラテンアメリカの優等生」となり，テキラ危機，アジア危機の伝染も最小限の影響で食い止めた。しかしアジア危機後の交易条件の悪化，とりわけアルゼンチン輸出主力国際市況商品の価格下落，99年1月のブラジル・レアルの切下げと米ドルの高騰，国際資本移動の流入停止から流出への変化，金利スプレッドの拡大，2001年に始まるアメリカおよび世界経済の景気後退のなかで，アルゼンチン危機は深刻な局面を迎えた。

1999年からは4年連続マイナス成長となり，経済競争力の低下，財政赤字の拡大，金融システム脆弱性の表面化のなかで，2001年末には対外債務不履行，銀行預金の凍結に追い込まれた。首都は街頭抗議行動や騒乱・略奪で荒れ，アルゼンチンの経済・社会・政治危機は深刻化した。2002年初頭，アルゼンチンは兌換制とカレンシーボードを廃止し，フロート制に移行，ペソは3分の1以下に減価した。またドル建て預金・貸付の非対称的なペソ化が行われ，多くの企業や銀行が為替差損をこうむった。不況とインフレの同時進行が再来し，失業率は22％と過去最悪を記録した。壮大な実験は終わったのである。

小論では，以下の点に注目しながら，アルゼンチン経済危機の原因と展開を考察する。

① 1991年に制定された「兌換法」「カレンシーボード」の仕組みと功罪。

② 経常収支赤字の背景，ファイナンス，債務危機管理。

③ IMFが重視する財政赤字の要因分析。

④ 1998年にエマージング市場第2位と評価された銀行健全性規制システムにもかかわらず，01年末に銀行預金凍結という事態に追い込まれた理由。

⑤ IMFの対アルゼンチン金融支援の評価。

目　次

はじめに
Ⅰ．アルゼンチンのカレンシーボード制
Ⅱ．経常収支赤字と対外債務の増大
Ⅲ．財政赤字の増大とその原因
Ⅳ．銀行システムの脆弱性
Ⅴ．危機の展開と対策
Ⅵ．アルゼンチン経済危機とIMF
結びにかえて
参考文献

はじめに

世界でも有数の農業生産力を背景に20世紀初頭にはヨーロッパ並みの豊かさを享受したアルゼンチンは，輸入代替工業化の失敗，国家コーポラティズムや軍政の長期化により衰退傾向をたどり，対外債務返済危機に陥った1980年代には1人当たりGDPがマイナスの「失われた10年」，1989－90年にはそれにとどめを刺すハイパーインフレを経験した。しかし1990年代前半には，ブレイディ債務削減構想による支援，および「ワシントン・コンセンサス」にそった新自由主義路線の採用によって，インフレの収束と物価の安定および高度経済成長を謳歌する「ラテンアメリカの優等生」となった。また95年に「テキーラ危機」の影響を受けたが，これを乗り切ったアルゼンチンは，銀行システムの健全性と監督の強化によって，97年アジア危機，98年ロシア危機とブラジル危機の伝染にも耐え抜いた。この経済的成功を支えたのは，社会契約の礎としての「兌換法」の制定による「カレンシーボード」の導入であるとされた（毛利良一［2001］第4章，参照）。

1998年秋のIMF・世界銀行合同年次総会では，米クリントン大統領と並んで特別演説の栄誉に輝いたメネム大統領は，アルゼンチン経済の市場主義による「経済的奇跡の勝利」を誇らしげに宣言し（Menem［1998］），信認向上により国際市場での資金調達を拡大した。

しかしアジア危機後の交易条件の悪化，とりわけアルゼンチン輸出主力国際市況商品の価格下落，1999年1月のブラジル・レアルの切下げと米ドルの高騰，国際資本移動の流入停止から流出への変化，金利スプレッドの拡大，2001年に始まるアメリカおよび世界経済の景気後退のなかで，アルゼンチン危機は深刻な局面を迎えた。1999年からは4年連続マイナス成長となり，経済競争力の低下，財政赤字の拡大，金融システム脆弱性の表面化のなかで，2001年末には対外債務不履行，銀行預金の凍結に追い込まれた。首都は街頭抗議行動や騒乱・略奪で荒れた。また暫定大統領も含めれば2週間に5人の大統領が交代した。アルゼンチンの経済・社会・政治危機は深刻化した。2002年初頭，アルゼンチンは兌換制とカレンシーボードを廃止し，フロート制に移行，ペソは3分の1以下に減価した。またドル建て預金・貸付の非対称的なペソ化が行われ，多くの企業や銀行が為替差損をこうむった。スタグフレーション，すなわち不況とインフレの同時進行が再来した。失業率は22％と過去最悪を記録し，また貧困線以下人口の急増でゴミ屑をあさったり食べ物や金品を乞う人びとが街に増えた。壮大な実験は終わったのである。

小論では，以下の点に注目しながら，アルゼンチン経済危機の原因と展開を考察する。

① 1991年に制定された「兌換法」とそれに

もとづく「カレンシーボード」は，どのような仕組みで動いたか。2002年1月に放棄されるまでに演じた功罪は何か。

② アルゼンチンの経常収支赤字の背景に何があるか，そのファイナンス，債務危機管理はどのように行われたか。

③ IMFがアルゼンチン危機の根本要因とする財政赤字の原因は何か。

④ 健全性規制を強化し，1998年にエマージング市場第2位と評価された銀行システムが，2001年末に銀行預金凍結という事態に追い込まれたのはどのようにしてか。

⑤ IMFの対アルゼンチン金融支援は長期にわたり継続的である。カレンシーボード導入当初に懐疑的見解を表明していたIMFは，やがてアルゼンチン賛美に変わり，危機深化とともに支援に慎重となった。IMFの金融支援策をどのように評価すべきか。

Ⅰ．アルゼンチンのカレンシーボード制

まずカレンシーボードについて，その創設，仕組み，背景，ねらいから，見ていくことにしよう。カレンシーボードの典拠法は，1991年3月20日に公布，4月1日に実施された全文わずか14条の短い法律23928号（兌換法）である。骨子は以下の通りである。

① 1ドルあたり1ペソの公定平価を法律で制定し，完全な兌換制を維持する

② 中央銀行による外貨売却を保証する

③ マネタリーベースの外貨準備による100％裏づけ

④ 価値修正制度（インデクセーション）の廃止

⑤ 国内での外貨建て契約では外貨による支払いを要求できる

⑥ 中央銀行の政府や銀行への国内信用貸し出しは原則として認めず，中央銀行の最後の貸し手機能を禁止する（小林晋一郎［1999］，白井早由里［2000］）。

この制度の最大の難点は，景気が悪化したとき政府は独自の金融政策を取れないこと，離脱コストが高いことである。だがアルゼンチンには半世紀にわたる財政赤字，中央銀行による通貨増発，インフレ，為替切下げの悪循環があり，さらにラテンアメリカに共通するネポティズム，政治の経済への介入，腐敗体質の歴史的構造があった。財政赤字を中銀が通貨増発でファイナンスする道を閉ざし，通貨・為替政策への政治家の介入を排して信認される通貨をつくるため，不退転の安定化政策としてカレンシーボード制が導入されたのである。

カレンシーボード制導入に関連して留意すべき第1点は，為替相場は「市場の見えざる手」に任せず固定したけれど，市場重視の経済構造改革と結合していたことである。1989年に政権についたペロニストのカルロス・サウル・メネム大統領は，同年アメリカが打出したブレイディ構想による対外債務の削減，および「ワシントン・コンセンサス」に沿って，市場重視の構造改革を次々と実行に移した。まず①貿易自由化が行われた。関税引下げを主とした輸入の自由化や，90年代央にはブラジル経済の安定とメルコスル発足による対ブラジル貿易の拡大が企図された。②金融システム改革では，92年に中央銀行法が改定され，95年のメキシコ危機後には，健全性規制・検査監督体制が整備され，

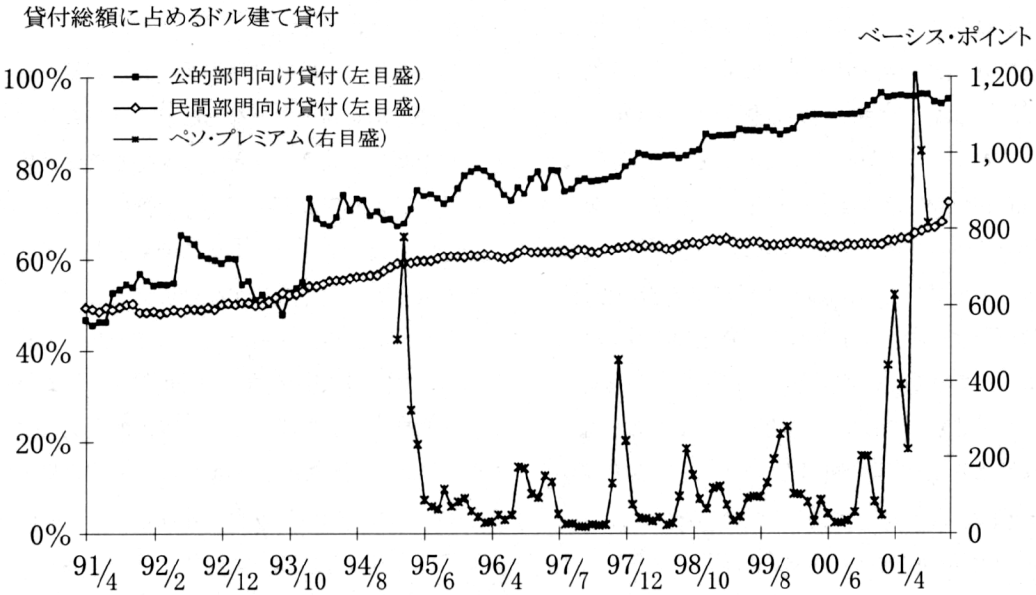
欧米銀行の参入自由化が進行した。③資本移動の自由化も大幅に拡大された。89年11月の新外資法により外資自由化が進み，内外資差別の撤廃，資本・利潤の海外送金の自由化，事前の承認やformalityの廃止がなされた。居住者が国内外に外貨預金を持つ自由，地場での外貨借入も自由となった。④国営企業の民営化は，89年8月国家改革法によって進められた。民営化に聖域は置かれず，石油・資源会社も対象となり，郵便事業や水道など公共性の高い事業もコンセッション（民間委託）の形で民営化された（小林晋一郎［2000］）。

第2にカレンシーボードは，アルゼンチンにおける金融深化と「事実上のドル化」を推進したことである。金融深化では，1991年から2000年にかけて，GDPに対する預金の比率は10％以下から25％へ，GDPに対する信用は13％から30％水準へ増大した（Torre＝Yeyati＝Schmukler［2003］）。「ドル化」に関しては，ドルとペソのレートは1対1の固定相場であるが，流通するペソは中銀における国際準備ドルの裏づけが必要である。カレンシーボード創設者のカバロ経済相は，兌換制が2つの通貨を競争させ，国民にペソとドルとの選択を可能にするので，2通貨制は政府に対する最も強力な規律チェックとなっていると述べ（Cavallo［1995］），またカレンシーボードを永久に持続させようとしていたわけではなく，通貨安定→生産性向上→ペソ強化→フロート移行を想定していた（同［1999］）。しかし2つの通貨の自由な選択の結果，国民はドル建て預金を選好した。預金種類別に見ると，カレンシーボード制が導入された1991年4月から10年後の2001年4月にかけて，定期預金は60％から80％へ，貯蓄性預金は10％から40％へドル比率が増大した。要求払い預金は20％から10％以下へ逆に下落した。市中の経済取引ではペソが使われることも多く通貨代替は進まなかったが，価値保蔵手段としてのドルへの移行は確実に進んだわけである。次に貸付を図表1で見ると，1991年に公共セクター向け，民間セクター向けともドル建て貸付の占める割合は50％の水準にあったが，2001年には公共セクター向けで90％，民間セクター向けでも60％へと増大している（Torre＝Yeyati＝Schmukler［2003］）。

第3にカレンシーボードの功罪である。まず光の側面では，テキーラ危機乗り切りまでは，物価安定と海外資本の流入増大にともなう経済成長によって，大きな成功をおさめた。まずインフレが収束した。1989－90年の3177％から1994－95年の3.8％へ劇的に下落して，通貨への信認が回復したかに見えた。GDP成長率は，1991－94年に7.5％を記録し，1995年には景気後退があったが97年までの3年間5.9％で持ちこたえた。また財政収支は，1980年代には平均してGDPの5％に達する財政赤字を記録していたが，1991－94年には0.3％に低下した。この時期に付加価値税の導入や国営企業の民営化収入によって歳入が増加したためである。そしてカレンシーボード制は，中央銀行の政府向け融資を原則的に禁じたため，財政赤字ファイナンスは公債に依存することとなり，透明性向上に寄与した。「社会契約の中軸」として神聖化されていったカレンシーボード制に異論を唱えることは，アルゼンチンではタブーとなり，以下に示すマクロ・ファンダメンタルズが悪化しても，経済改革論議で真正面から取り上げられることは少なかった。

カレンシーボードの影の顕在化は問題ごとに時期が異なる。GDP成長率がマイナスに落込

図表1　ドル建て貸付とペソ・プレミアム



(注) ペソ・プレミアムは銀行間1カ月もの預金金利におけるペソとドルの差異(月間平均値)。
公的・民間部門向け貸付は月末値。
〔原資料〕アルゼンチン中央銀行
〔出所〕Torre＝Yeyati＝Schmukler［2003］

んだのは1999年から2001年にかけてであったが，雇用面では早くから問題が生じた。失業率はラテンアメリカの「失われた10年」と言われた1980年代には4％と低かったが，GDP成長率の高かった90年代前半において増大し，94年には11.5％，95年には17.5％に達し，「雇用なき成長」であった。98年には12.9％に低下したものの，2002年にはまた20％を超えた。また財政では，歳入不足，利払いの増加，社会保障関連赤字の拡大による財政赤字が，アルゼンチン危機の重要な要因となる。1991年に公債残高は870億ドル(GDP比40％)であったが，2001年には1,450億ドル(53％)へ増大した。さらに国際面では，貿易収支は1991年こそ黒字だったが，92年以降は99年までほとんど赤字であり，経常収支も91年に対GDP比1.7％の黒字を記録した以外は赤字で，94年には4.3％，98年には5％にも増大し，外国資本の流入に依存する体質ができあがってしまった（Carrera［2002］)。

次に危機の様相を要因別に見ることにしよう。

Ⅱ．経常収支赤字と対外債務の増大

最初に1990年代アルゼンチンの対外経済関係を見ておこう。

まず貿易である。主要輸出品を見ると，アルゼンチンが農業・牧畜大国から脱皮できていないことがわかる。穀物，油糧種子，水産物，生鮮果実などの一次産品輸出は，1990年の33億ドルから2000年に54億ドルへと増加したが，輸出シェアでは27％から20％へ低下した。食肉，油脂，食品残滓，皮革製品などの農畜産加工品も同期間に47億ドルから92億ドルへ増加したが，シェアでは37％から30％へ低下した。しかし両

部門でアルゼンチン輸出の半分以上を占める。増加傾向にあるのが輸送機器や家電など工業製品であるが，中間財・部品は輸入に依存しており，また輸出総額に占める割合は30%強にしかすぎず，アジア新興工業地域の比ではない。また原油や炭化水素など燃料・エネルギーの輸出が1990年の9%から2000年に19%へ増大している。アルゼンチン輸出品の多くは国際市況の影響を受けやすく，また欧米の農業保護政策如何によっては輸出が増大しない脆弱な構造といえよう。他方，資本財，中間財，消費財など輸入はほとんどの年に輸出を上回り，貿易赤字が常態となった（http://www.mecon.gov.ar/download/infoeco/annex5.xls）。1ドル＝1ペソのペソ高政策は，富裕層・中間層が外国輸入品を購入することを支え，貿易赤字体質を継続させたのである。

次に外国直接投資が果たしている役割を見ておこう。アルゼンチンでは内外資本が差別されないため，外国直接投資に関する公式の政府統計がないが，1992－2001年合計で外国直接投資は787億ドルに達し，そのうち13.4%が民営化企業の引き受けであった。決して小さな額ではない。投資国ではアメリカが常に筆頭であったが1999年2位に落ち，替わってスペインがトップに立った。1992－2000年通算でもシェア39.2%を占めて米の25.3%を引き離した。また産業別投資では，①製造業では，まず食料・飲料・タバコ，つづいて化学，さらに自動車および同部品へ投資が行われた，②サービス産業では，まず電力へ参入し，1995年半ば以降に通信，金融，商業部門へも投資が増大した。金融部門は，メキシコ危機以降誘致が積極化したが，スペイン系BBVAなどが躍進し，クレジットカードや年金基金に手を広げた。商業・流通ではM＆Aによる欧米大手スーパーが席捲することになった。

1990年代後半には，民族系民間企業数が減少し，売上高も頭打ちとなるなか，外資系企業のみが企業数・売り上げとも1人勝ちをおさめていく。いまや自動車・同部品，紙パルプ，工学機器・写真，タバコ，プラスティック，ガラスの6業種は多国籍企業が完全に支配し，さらに売上高で50%以上を占めている業種が，石油・ガス，電子電気，化学・石油化学，ゴム，食料・飲料の5業種を数える。多国籍企業のプレゼンスのまったくない業種は，皮革，木材・木工品，印刷・出版，鉄鋼，非鉄金属の伝統的産業のみとなっている。アルゼンチン産業の「外国化」「脱民俗化」である（堀坂浩太郎［2002］）。

ここで重要なことは，製造業に進出した外資は輸出の大半を担っているものの輸出加工基地として進出したわけではなく，サービス産業でと同様にアルゼンチン国内市場での売上げ拡大をめざしたことである。隣国ブラジルは，国内市場規模，労働市場の柔軟性において，外資誘致競争でアルゼンチンにたいして優位に立つ。「ワシントン・コンセンサス」（毛利［2001］第4章）にそった新自由主義を政策基調とする政府は，外資がアルゼンチンの輸出競争力強化に貢献するよう仕向ける政策をとることもなかった。直接投資が一巡すると利益配当送金が増大し，国際収支の悪化要因となる。アセアン諸国や中国が外資依存輸出工業化を国家政策として行ったのとは対照的な姿がここにある。またアルゼンチンは教育水準の高いわりにパソコン，インターネットの普及率が低いとされる。国内のIT産業が脆弱で，電子・通信機器生産がほとんど行われていないことが要因のひとつである。

図表2　アルゼンチンの対外債務統計　（単位　100万ドル，%）

	1980	1990	1995	1998	1999	2000
対外債務残高	27,157	62,232	98,802	141,549	145,294	146,172
長期債務	16,774	48,676	71,316	105,151	111,401	112,801
公的・公的保証債務	10,181	46,876	55,250	77,285	84,082	86,599
IMFからの借入	0	3,083	6,131	5,442	4,478	5,056
短期債務	10,383	10,473	21,355	30,956	29,415	28,315
対外借入　フロー	4,708	1,587	11,333	25,289	23,322	21,121
元利返済総額	4,182	6,158	8,889	21,486	25,681	27,345
IMFへの返済・手数料	0	975	759	921	1,021	1,475
外国直接投資　ネット	678	1,836	5,610	7,292	23,984	11,665
証券・株式　流入	0	13	211	50	404	450
財・サービスの輸出	11,202	16,654	29,336	37,215	33,869	38,842
財・サービスの輸入	15,999	13,100	35,055	52,196	46,261	47,601
国際準備	9,297	6,222	15,979	24,856	26,350	25,152
経常収支	−4,774	4,552	−5,210	−14,626	−12,039	−8,970
債務残高／財・サービス輸出（%）	242	374	337	380	429	381
元利返済／財・サービス輸出（%）	37	37	30	58	76	71

〔出所〕World Bank［2002］, *Global Development Finance:* Vol. II, p. 72. より作成

つぎにアルゼンチンの経常収支を見ると，貿易収支の赤字に加えて，輸送・旅行・その他などサービス収支の赤字，直接投資利潤や貸付利子など投資収益収支の赤字が加わる。これらの項目は1992年以降，一貫して赤字である。それに対し労働者送金など移転収支は大した金額ではないが黒字を保っている。経常収支赤字は1992年57億ドルであったが，94年，97－99年には100億ドルを超えた。1992－2001年の間の10年間の類計額は895億ドルに達する。

これを埋めたのが，資本収支の黒字である。銀行部門の対外借入，中央政府・地方政府の国際債の発行や借入，外国直接投資など民間企業部門投融資などである。銀行部門は借入と返済が入り混じっており，危機が激化した2001年には116億ドルの流入超となった。政府部門は2000年まで毎年数十億ドルから100億ドルの対外債務を追加した。民間企業部門でもメキシコ危機が伝染した1995年を除いて流入超があった。こうした資本収支の黒字が2000年にいたるまで経常収支赤字額を上回ったため，外貨準備は95年を除いて，アルゼンチン危機が厳しい局面を迎えた2000年になるまで増え続け，アルゼンチン国際競争力の弱さを隠蔽したのである。

直接投資を除いて，資本収支の黒字は，アルゼンチンの対外債務（図表2）を増大させる。1982年にメキシコ債務返済危機が世界に広がる前，80年に271億ドルであった対外債務残高は90年には622億ドルに増大していた。それが90年代にも増大を続け，98年には1,400億ドルを突破する。97－98年に通貨・金融危機が襲ったアジア諸国に比べ，長期債務および公的・公的保証債務の比率が高く，証券や株式投資の金額が小さく，短期債務の割合も低いことが特徴である。とはいえ，短期債務残高は98年以降300億ドルの水準にある。IMFからの借入残高も90年には30億ドルであったが，95年には倍増し，以後あまり減っていない。98年には元利返済総額は200億ドルを超え，2000年には273億ドルにも達した。その結果20%を超えると警戒ラ

インと言われるデットサービス・レーシオ（財・サービス輸出に対する元利返済の比率）は1998年に58%，2000年には71%にも達したのである。債務返済危機が顕現化するのは時間の問題となった。

Ⅲ．財政赤字の増大とその原因

優等生と賞賛されていた頃には問題とされなかった財政赤字が，アルゼンチン経済危機の根底にあるとして，近年厳しく指摘されるようになった。IMFのアルゼンチン支援ミッション責任者シンは，危機の根源は財政政策の失敗，財政赤字の拡大と徴税能力の欠如，中央政府・州政府の税収配分協定の不備と財政規律の欠如にあると指摘する（Singh［2002］）。また筆頭副専務理事クルーガーも，アルゼンチンで何が悪かったかを自問して，IMFはしばしば財政政策が厳しすぎると批判されるが，アルゼンチンでは逆で，もっと強力に行動を促すべきであったと言い，連邦政府職員と民間セクターとの賃金格差の解消，全雇用に占める公的セクター雇用の削減を問題にする(Krueger［2002］)。アルゼンチンの連邦・州の財政関係については，歴史的に州知事の力が強く，連邦政府は州政府と税収配分協定にもとづき，税収の一定割合を州政府に移転することが義務付けられている（2001年の中央政府歳出にしめる地方交付金のシェアは23.4%）が，歳出面では州政府の歳出削減を強制する権限を持たず，また州政府は独自の起債権限を有していることが，放漫財政につながったというのが通説である。だがIMFがほとんど触れない金利支払いと社会保障制度改革の要因も重要である。

図表3は，1991－2001年のアルゼンチン中央政府と州政府の統合財政収支の数字である。まず歳入では，経済成長を背景に94年までは順調に増大した。メキシコ危機が伝染した95年には落ち込みが見られ，その後98年をピークに99年以降は景気低迷を背景にして低調である。税収はGDP比16～18%とあまり変化がない。社会保障関係は94年の改革後，歳入が低下傾向となった。また民営化収入では国営企業の売却は基本的に92－95年で終わり，99年に数字が突出しているのはブエノスアイレス州の大型案件が例外的にあったからである。民営化収入があった時期に財政健全化改革が進まなかったところに，アルゼンチン危機のひとつの原因がある。

次に歳出の数字を見よう。1993－2001年を通じて，利払いを除く歳出の対GDP比は22.9～25.1%のなかで推移しており，大きな増加があったわけではない。増加が顕著なのは利払いであって，1993年1.4%から96年2.1%，2001年には4.8%へと増大を続けている。アルゼンチンは，310億ドルの対外債務を対象に1992年6月にブレイディ型民間債務削減協定を結び35%の削減を得たが，193億ドルのブレイディ型国債は当初金利4%，後で逓増し7年目より6%に固定するタイプのものであった。慢性的な経常収支赤字ファイナンスのための対外借入の利払いがこれに追加された。利払いを除いたプライマリー収支の対GDP比は－1.5～＋1.5%の幅の中で推移している。2001年3月経済相に復帰したカバロは就任直後，金融取引税を，2001年夏には赤字ゼロ政策を導入したが，収支を改善するよりは，景気悪化に拍車をかけることになった。

利払い水準について，カレンシーボード制をとるアルゼンチンでは金融政策が存在せず，国内金利は米ドル金利にリスク・プレミアムを上

図表3　アルゼンチンの財政収支，1991－2001年　（単位　100万ペソ）

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
歳入	**33,557**	**48,946**	**58,074**	**62,109**	**60,007**	**60,363**	**67,841**	**70,957**	**68,908**	**70,270**	**63,219**
税	22,760	33,811	38,091	41,703	40,206	42,978	49,250	52,013	49,675	51,519	46,928
社会保障	7,757	10,733	14,060	14,759	13,705	11,956	12,202	11,990	10,892	10,684	9,639
その他	3,040	4,402	5,923	5,647	6,096	5,430	6,389	6,954	8,341	8,067	6,652
民営化収入		1,781	523	733	1,171	375	22	96	2,579	145	60
利払いを除く歳出	**34,377**	**45,917**	**54,630**	**61,969**	**61,150**	**63,418**	**67,053**	**69,414**	**71,041**	**69,017**	**67,282**
賃金	13,390	17,606	20,792	22,838	22,920	22,725	24,157	24,912	26,587	26,958	26,710
年金	9,070	12,653	13,136	15,191	15,628	16,844	17,199	17,481	17,436	17,431	16,630
その他	11,917	15,658	20,702	23,940	22,602	23,849	25,697	27,022	27,018	24,628	23,942
社会保障－年金	－1,313	－1920	－924	－732	－1,923	－4,888	－4,997	－5,491	－6,544	－6,747	－6991
プライマリー収支	**－820**	**3,029**	**3,444**	**140**	**－1,143**	**－3,055**	**788**	**1,543**	**－2,133**	**1,253**	**－4,063**
利払い	5,011	3,944	3,407	4,040	4,807	5,613	6,843	7,858	9,655	11,528	13,024
総合収支	**－5,831**	**－915**	**37**	**－3,900**	**－5,950**	**－8,668**	**－6,055**	**－6,315**	**－11,788**	**－10,275**	**－17,087**

（対GDP比，%）

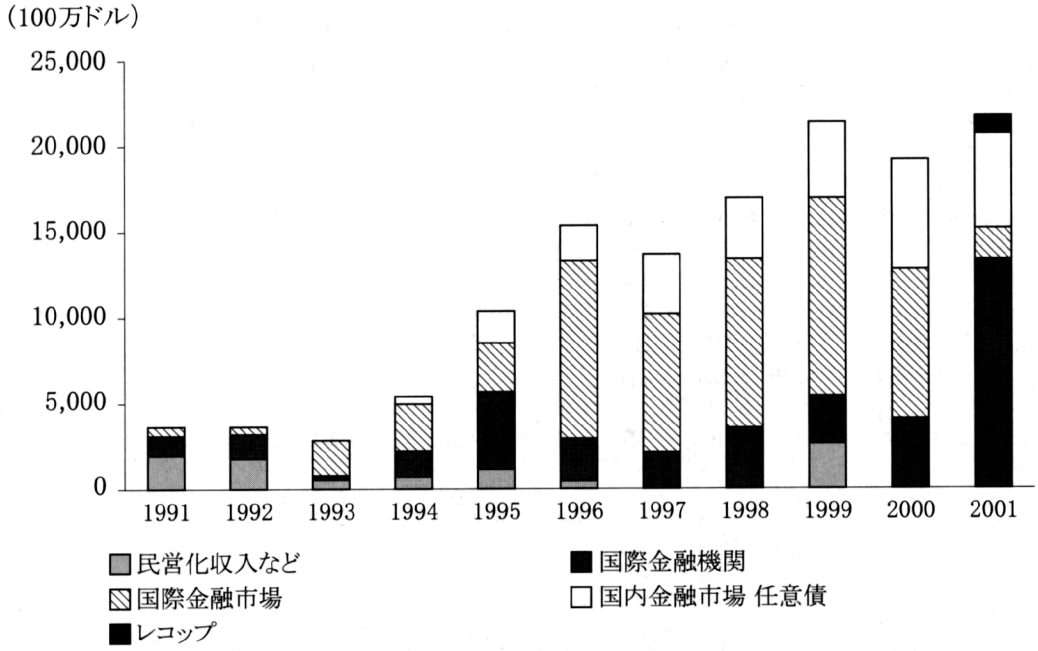
歳入	**20.1**	**23.4**	**24.6**	**24.1**	**23.2**	**22.2**	**23.2**	**23.7**	**24.3**	**24.7**	**23.5**
税	13.6	16.2	16.1	16.2	15.6	15.8	16.8	17.4	17.5	18.1	17.5
社会保障	4.6	5.1	5.9	5.7	5.3	4.4	4.2	4.0	3.8	3.7	3.6
その他	1.8	2.1	2.5	2.2	2.4	2.0	2.2	2.3	2.9	2.8	2.5
利払を除く支出	**20.6**	**21.9**	**23.1**	**24.1**	**23.7**	**23.3**	**22.9**	**23.2**	**25.1**	**24.2**	**25.0**
賃金	8.0	8.4	8.8	8.9	8.9	8.3	8.2	8.3	9.4	9.5	9.9
年金	5.4	6.0	5.6	5.9	6.0	6.2	5.9	5.8	6.2	6.1	6.2
その他	7.1	7.5	8.8	9.3	8.7	8.8	8.8	9.0	9.5	8.6	8.9
社会保障－年金	－0.8	－0.9	0.3	－0.2	－0.7	－1.8	－1.7	－1.8	－2.4	－2.4	－2.6
プライマリー収支	**－0.5**	**1.4**	**1.5**	**0.1**	**－0.4**	**－1.1**	**0.3**	**0.5**	**－0.8**	**0.4**	**－1.5**
利払い	3.0	1.9	1.4	1.6	1.9	2.1	2.3	2.6	3.4	4.0	4.8
総合収支	**－3.5**	**－0.4**	**0.0**	**－1.5**	**－2.3**	**－3.2**	**－2.1**	**－2.1**	**－4.2**	**－3.6**	**－6.4**
参考											
GDP成長率	10.5	10.3	5.7	5.8	－2.8	5.5	8.1	3.8	－3.4	－0.5	－4.5
物価デフレーター	137.5	13.7	6.9	2.8	3.2	－0.1	－0.5	－1.7	－1.9	1.0	－1.1

〔原資料〕Ministry of Economy; and Fund staff estimates.
〔出所〕Krueger〔2002〕

乗せした金利となることに留意する必要がある。前掲図表1からプレミアムがメキシコ危機時に大幅に上昇し，アジア危機時にも小規模ながら高まったことが読み取れる。550ベーシスポイント高だと11%，1000ベーシスポイント高というのは15%の金利に相当するという。2001年の金融危機激化の折には，スプレッドは1300～1600にも達したから，変動金利債や新規借入にかかる債務者の金利負担は深刻なものとなった。アメリカの格付会社や欧米の投資家によるカントリーリスク評価に翻弄されるエマージング市場の脆弱性は，金融政策不在でいっそう深刻度を増したのである。

もう1点，図表3で注目をひくのが歳入欄の社会保障と支出欄の年金との差額である。1994年の社会保障改革後に赤字が拡大し，99年以降は対GDP比2.4%を超えている。社会保障掛け金歳入は93年GDP比5.6%から2000年3.8%に減少する一方で，民間年金基金管理会社の資産は2000年末に203億ドルに増大したが，同時

図表4　連邦政府の財政赤字ファイナンス



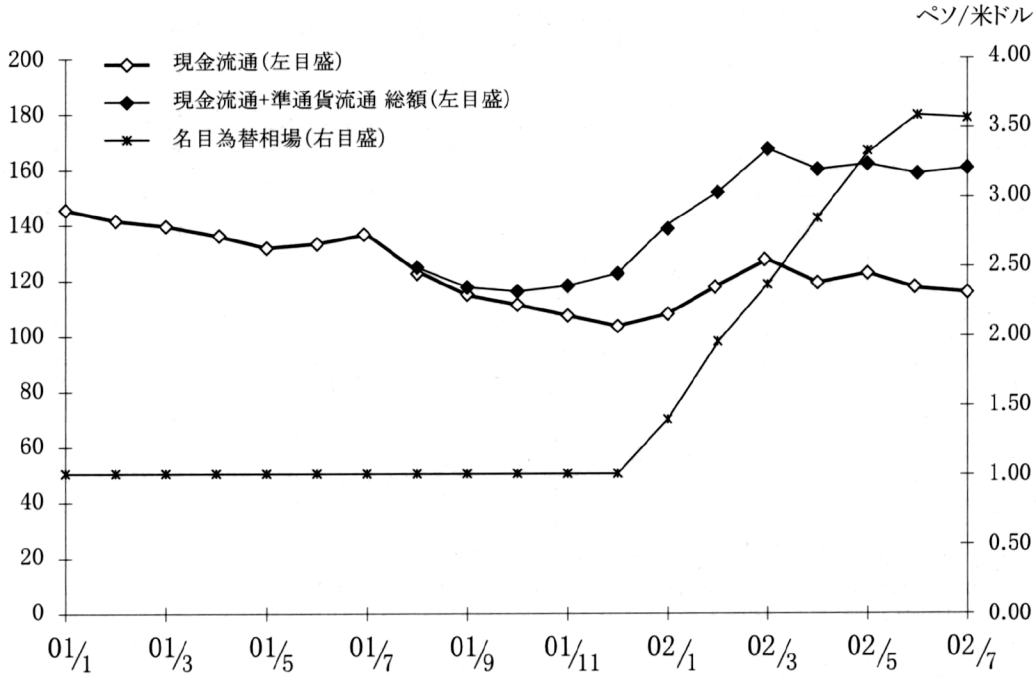
〔原資料〕アルゼンチン中央銀行
〔出所〕Torre＝Yeyati＝Schmukler［2003］

に国庫からの社会保障費支払いは5. 1%から6. 1%に増加をみた。社会保障費を除くプライマリー黒字は1995年1. 3%から2000年3. 3%に増加しているが，その分，他の部門の支出が抑制されているのである。

社会保障制度改革がなぜ財政赤字を増大させたのか。ピノチェト軍政下で導入されたチリの年金民営化は，人口構成の変化や職種の変更への適応，年金運営の効率化，民間の資本市場形成への貢献などが謳われ，国家年金システムから民営のそれへ完全に切り替わった。問題も多々あるものの世界的推奨モデルとなった。それに対しアルゼンチンでは，1994年に対立していた主張を妥協させた混合形式の新年金制度が発足した。個人は賦課方式の国家年金制度または民間の積立方式を選択できる。賦課方式の国家年金制度を選択したものは，共通基礎年金と補償年金に上乗せして追加年金を受給する。他方，民間の積立方式を選択したものは，年金基金運用会社（AFJP）に登録して運用益を得ることができ，さらに共通基礎年金と補償年金を受け取ることができる。アルゼンチンでは97年3月時点で総加入者812万人中，公的賦課方式選択者が約30%，混合方式選択者が68%となっている。この結果，民間年金基金への払い込みが増え国庫の社会保障関連歳入が減少したけれど，国家年金制度を選択した国民には賦課方式にもとづき年金が支給されているため国庫支出が減少しない，という問題が生じているのである（宇佐美耕一［1997］）。他国の優れたモデルを導入しても，社会条件や統治能力が違うとうまく機能しない見本である。

つぎに政府の財政赤字ファイナンスがどのように行われてきたか。図表4で見よう。連邦政府の赤字は90年代前半までは50億ドル以下に抑えられていたが，95年に100億ドルの規模に達

図表5　現金と準通貨の流通



(注) 準通貨はレコップ（連邦）とパタコン（ブエノスアイレス州）のみの数字。消費者物価指数に対する割合。月間平均。
〔原資料〕アルゼンチン中央銀行
〔出所〕Torre＝Yeyati＝Schmukler［2003］

し，99年以降は国際機関からの引締め圧力にもかかわらず200億ドルの域に達した。赤字ファイナンスの方法は，はじめは国営企業の民営化収入，次に国際金融機関からの借入，そして国際金融市場での調達に依存するようになった。95年からは国債および銀行借入など国内市場からの調達が増えた。公的債務残高は94年末803億ドルから01年1,440億ドルへ増大した。近年のそれは不況による税収の落ち込みが原因であるが，96－98年の好況期に150億ドルも増加しているのは財政規律の欠如を物語る。

対外債務不履行の懸念から国際市場での調達が困難になった2001年には，公務員の給与支払いや年金の支給のため，債券の形をとった準通貨レコップ(Lecop)による調達が始まる（図表5）。またブエノスアイレス州政府は1997年と99年には大口の民営化収入を得たが，99年以降調達が増大して国際債，国内債に依存するようになり，2001年にはやはり準通貨パタコン（Patacones）を登場させる。ブエノスアイレス市や他の州政府も準通貨を発行するようになり，2001年12月には全国で発行総額26億6,600万ペソ（流通ペソ総額の26.2%）を占め，2002年3月には51億3,400万ペソ（同37.5%）にも達した。この準通貨は近代国家の通貨制度としては疑問視されるが，外貨準備の減少にともなうマネーサプライ減少という条件のもと，財政問題および景気対策の苦肉の選択であった。

Ⅳ. 銀行システムの脆弱性

図表6に見るように，世銀が開発したCAMELOT評価基準（後述）において，1998年，エマージング市場ではチリに次ぎ，香港と

図表6　エマージング市場における銀行規制水準の国際比較（1998）

	総得点	自己資本	債権分類	外銀参加	流動性	営業環境	透明性
シンガポール	16	1	6	2	5	1	1
アルゼンチン	21	1	4	3	4	7	2
香港	21	3	9	1	2	2	4
チリ	25	5	1	4	8	5	2
ブラジル	30	7	3	4	3	8	5
ペルー	35	5	2	6	1	11	10
マレーシア	41	5	9	8	8	3	8
コロンビア	44	3	4	11	6	10	10
韓国	45	7	9	10	11	3	5
フィリピン	47	4	6	7	7	11	12
タイ	52	7	12	12	8	6	7
インドネシア	52	7	8	9	12	8	8

（注）自己資本～透明性の数字は順位；総得点は6項目の順位を合計した数値。
〔原資料〕World Bank, 1998, "Argentina: Financial Sector Review"; Report 17864-AR, p. 54
〔出所〕Calomiris and Powell［2001］

同率2位にランクされた。その2年後に銀行預金の流出が始まり，銀行システムが崩壊する事態に至ると誰が予想しただろうか。

1995年にメキシコ危機はアルゼンチンに波及した。兌換法およびカレンシーボード制で固定相場を維持しようとしても，ファンダメンタルズが弱ければ，国際通貨投機は容赦なく攻撃をかける。アルゼンチン政府はカレンシーボードの原則にとどまるわけにはいかず，ペソ防衛のため外為市場に介入したため外貨準備が減少した。景気後退にともなう財政支出増加の必要性と銀行部門の深刻な流動性不足に対処するうえで，中央銀行の最後の貸手機能が制約を受けているため，IMFから24億ドル，世銀と米州開発銀行からそれぞれ13億ドルの融資を受けてベースマネーの増加を図った。また危機に晒された4か月間に銀行預金の18%が流出したが，外国銀行との間で76億ドルにのぼる銀行救済のための信用ラインを設置していたため，何とか危機の深化を免れたのである（白井［2000］）。

これを教訓として，外国銀行の招致による銀行システムの整理統合，健全性規制および監督の強化を中心とする金融セクター改革が推進された。前者から見ると，経営体力上問題を抱えている公営銀行が半分に整理され，94年の32から98年には16行となった。97－98年に，新政策レジームが「十分試される」のを待っていたかのように外銀進出が本格化し，外銀支店数は急増して預金を着実に獲得した。全銀行資産に占める外国銀行のシェアは94年の15%から98年55%，2000年には73%と増大した。2001年の銀行資産で見ると，上位8銀行中7は外銀で，スペインのSantander，BBVA（Banco Bilabao de Vizcaya），アメリカのFleet Boston，Citibank，イギリスのHSBCが5大外銀にランクされ，全銀行資産の3分の1を占めた。評判の高い外銀は，流動性，支払い危機にさいして，準備率の変動以外に政策手段を持たない中央銀

図表7　アルゼンチン銀行システムの指標　（単位　%）

	1997	1998	1999	2000
純資産／総資産	12.1	11.4	10.7	10.5
自己資本／リスク加重資産	18.1	17.6	18.6	21.2
不良債権／総資産	10.1	9.1	10.5	11.6
準備金／総資産	6.2	5.5	6.1	7.3
準備金／不良債権	60.9	60.4	58.4	63.3
中銀外貨建て国際準備／総預金	43.0	39.6	40.9	38.7
準備金算入前の資本収益率	22.6	10.6	8.4	7.8
準備金算入後の資本収益率	7.4	−2.2	−6.7	−9.4
準備金算入後の資産収益率	1.0	−0.3	−0.8	−1.0
レバレッジ比率（not in%）	6.1	7.3	7.7	8.3

〔原資料〕アルゼンチン中央銀行
〔出所〕Torre＝Yeyati＝Schmukler［2003］

行に替わって，クッションの役割を果たすと期待された。しかし外銀は地場の中小企業への融資には冷淡だという批判，またカントリーリスクに対しては対応能力に欠けたという評価の方が，危機後の後知恵として適切というべきであろう。

後者の金融システム健全化規制の強化では，アルゼンチンの努力は賞賛に値する。世銀のCAMELOT評価を見よう。図表7が示すように，Cは自己資本比率規制で，1997年に18％，2000年には20％を超えている。Aは貸倒引当金で，総資産に対する準備は6％前後を維持している。Mは経営力を示し外銀参加で測定，Lは流動性準備，Oは業務環境（所有権・債権者の権利・執行力），Tは国際格付け機関による透明性である。これらは先進国が国際決済銀行(BIS)による銀行健全性コア諸原則に準拠するものであり，自己資本比率は日本の銀行などと比べてもはるかに高く，逆に不良債権比率は低く，また不良債権に対する引当金の準備も厚いことが見て取れる(Torre＝Yeyati＝Schmukler［2003］)。規制が厳しすぎて収益率が上がらないとの批判が出るほどであった（Calomiris＝Powell［2001］)。

こうした改革にもかかわらず，アルゼンチンで銀行預金凍結を含む金融危機が発生したのはなぜか。まず第1に，銀行健全性指標は平均値であって個々の銀行に当てはまるわけではないし，銀行の収益率は悪化が明白で，準備金算入後の資本収益率は1998年にマイナスに転落し，悪化が続いている。また不良債権比率も増大し，さらに対政府部門債権が急増した（O'Connell［2002］)。この背景には，カレンシーボード制のもとで，アルゼンチンは対外ショック調整メカニズムを喪失して対外競争力が低下し，99年以降の景気後退で失業率の上昇，価格デフレ，非貿易セクターの支払能力低下が発生していたことがある。

第2に，銀行は表面上健全性規制を守っていたが，リスクフリーの扱いとなっていた政府証券の銀行資産に占める割合が高まり，政府の支払能力に対する懸念が高まると銀行預金の流出を招くことになった。銀行資産に占める公的部門の割合は1994年では10％程だったが，95－

2000年には15%に高まり，2001年5月に20%，12月には24%に上昇していた（Torre＝Yeyati＝Schmukler［2003］）。またカレンシーボード制には財政規律を課する力はなく，国債・州債による準通貨の発行を許したことはすでに述べた。財政問題の金融問題へのスピルオーバーである。

第3に，脆弱性はドル化経済からも生じた。ペソ所得者がドル建て債務を持っていれば，為替相場の変動に対して脆弱となる。また銀行の貸付通貨にかかわらず，債務者の返済能力がデフレ的調整の結果低下してくると不良債権に転化する。銀行の資産・負債のバランスシートで通貨ミスマッチを冒していなくても，多くの借り手がミスマッチを冒している現実がアルゼンチンにはあった。金融のドル化，とくに債務のドル化にともなう通貨の不均衡は，名目切下げ時に銀行セクターに打撃を与えるが，カレンシーボード崩壊前に，景気後退が銀行債務者に，銀行収益に打撃を与え始めていた（Torre＝Yeyati＝Schmukler［2003］）。

第4に外銀はアルゼンチンにとって安全弁とならなかった。外銀のビヘイビアは，貸付の波動性が高い，国際信用枠削減が早い，危機下で流動性追加の意思・能力に欠ける，地場経済との関係を継続し国内マクロ問題の解決支援の姿勢に乏しい，と評価されるものであった（Mondino［2002］）。

アルゼンチンでは「事実上のドル化」が進展していたし，99年にはメネム大統領がアメリカ主導グローバリゼーションに国の将来を委ねる形で「法制上のドル化」政策推進を提案し，IMFや米議会でも議論が行われた（毛利［2001］第4章）。だがアルゼンチンの場合「ドル化」の要件を満たしているのであろうか。これには否定的な意見が多い。ロウビニは次の点を指摘する。①アルゼンチンの景気循環はアメリカと連動していない。1999－2000年に米の成長が加速し連邦準備制度が金融引き締めを行ったとき，アルゼンチンは不況だった。②ドル化はドルに連動することを意味し，対ユーロや円でドル高が進めば，アルゼンチンの競争力は低下する。中南米諸国は柔軟な為替相場制をとってドルに対して減価してきた。③労働市場が非弾力的であり名目賃金が短期には下がらないので，失業増大と不況で対応するしかなくなる。④自由かつ規制のない移民は認められておらず，米ア間労働力移動は限られている。⑤ドル化によってGDPの0.5%に相当する通貨発行益（外貨準備運用益）が失われる（Roubini［2001］）。

V．危機の展開と対策

アルゼンチン政府筋には，危機の接近に対して，楽観論が蔓延していた。1998年秋IMF・世銀総会におけるメネム大統領の演説，経済省首席顧問兼財務次官のキギュエルが99年7月に書いたペーパー（Kiguel［1999］），米コロンビア大学教授カロミリスとアルゼンチン中央銀行首席エコノミストのパウエルの2001年4月発表ペーパー（Calomiris＝Powell［2001］）などは脳天気な見解を述べている。最後のものは，95年のテキーラ危機と97年10月－99年2月の2つの危機を比較して，預金増加率では前者－18%対後者19%，外貨準備増加率で－30%対14%，金利上昇12.1%対7.9%の数字を挙げ，90年代末アルゼンチン経済の堅調さを強調していた。

しかし99年10月に登場したデラルア政権は傍

観していたわけではない。IMFに後押しされるように，労働市場改革や財政均衡法に取り組んだ。2000年5月に議会を通過した労働市場改革案は，①賃金交渉を従来の産業別から企業別に変更し，産業別組合の政治力低下を促す，②企業が新規雇用する場合の試用期間を従来の3ヵ月から最長1年に延長してその間は解雇を認め，パートタイマーの雇用増を通じて賃金水準の引下げを図る，③企業に課している雇用税を軽減する（寺谷惇［2000］），といういわゆる「労働市場の柔軟化」をねらったものであった。

経済再建のための切り札として非常大権を付与されて経済相に帰り咲いたカバロは，就任直後の2001年3月から4月にかけて，兌換制廃止によるペソ切下げではなく，①中央と地方の財政支出削減，税制改革，②競争力強化計画，③兌換システムにドルに加えてユーロを導入するバスケット・ペッグ，を提案した。このうち金融取引税新設と歳出削減は不況に追い討ちをかけ，むしろ経済再生を阻むことになった。また「競争力強化プラン」は，業界部門ごとに企業組合，労働組合，州政府，中央政府を当事者として協定を締結し，協定参加企業で所定の登録を行った企業は税制の恩典などの便益を受ける，というものである（小林晋一郎［2002］）。

またユーロを含めた拡大兌換法（2001年6月22日付け法律第25445号）は，ペソと米ドルの兌換比率を1ペソ＝1米ドルから，米ドル50％とユーロ50％の単純平均の比率とし，1ユーロが1米ドルとなった翌日より施行する，というものである。拡大兌換法が施行されるまでの間，外国貿易のための一時的制度として，1米ドルから，1米ドルとロンドン銀行市場での米ドル建ての1ユーロの単純平均を差し引いた数字に相当する収斂係数を創設し，輸入の抑制を図り，輸出補助金を与えることにした（輸出優遇為替レート）（小林［2002］，野村総研『エマージング経済』01年7月）。

バスケット・ペッグに加え，事実上の二重為替レートにより，兌換法に変質を加える「異端の経済政策」の採用も功を奏さず，債務返済に必要な資金調達の危機が迫ると，カバロは債務スワップに乗り出す。アルゼンチン政府債（外国人保有80億ドルを含む額面300億ドル）を2006年以降25年間の支払い増額（660億ドル）の犠牲の下に，2001～05年の元利払いを軽減（約120億ドル）するスワップを5月末に実施した。IMFはスワップを歓迎するとの短いコメントを出した。また意見対立のあった中銀総裁ポー（Pedro Pou）を更迭し，金融市場での信認低下を招いた（野村総研『エマージング経済』01年12月）。

7月第1週に，ブエノスアイレス州など地方政府は30億ドルを必要としたが市場で調達できず，翌週政府は180日物財務省ノートを年利16％で売り出した。デフォルト懸念が生じて銀行預金の流出が強まり，7月には53億ペソ，8月にも21億ペソの流出を記録した。カバロはIMFに駆け込み，IMFとの交渉で新規融資80億ドルを得た。

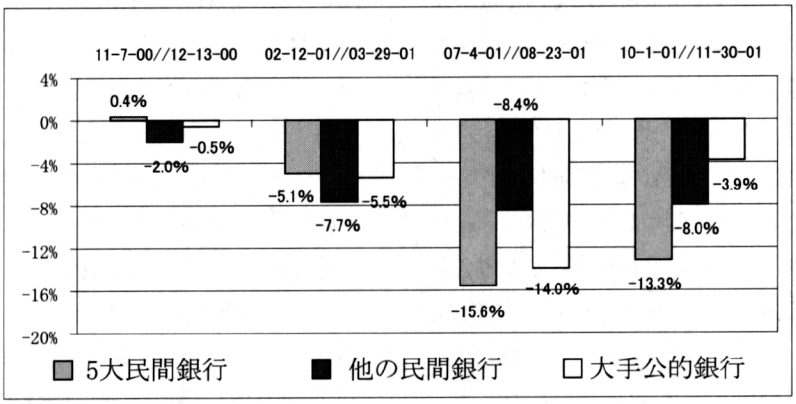
アルゼンチン銀行システムからの預金流出は，図表8が示すように，2000年秋に始まっていた。銀行の規模および外銀か国内銀行かを視野に入れて考えると，4つの時期区分とその特徴は次のように整理される。

第1期　2000年11月7日－12月13日　国内銀行および中小銀行は外銀よりも多くの預金を喪失　質への逃避が始まった

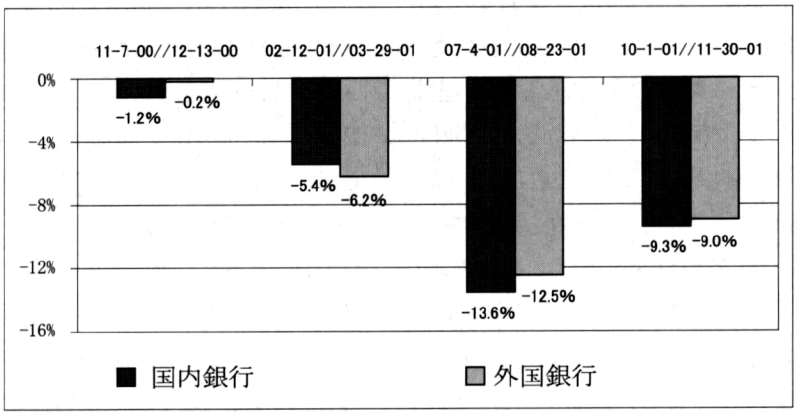
第2期　2001年2月12日－3月29日　預金流出

図表8　銀行預金の流出

a）銀行規模別



b）所有者別



〔出所〕Burdisso＝Sabban＝D'Amato［2002］

増大　規模別では第1期と類似していたが，外銀からの流出が国内銀行を上回り，危機深化

第3期　2001年7月4日－8月23日　銀行預金の13%が流出　大銀行に被害

第4期　2001年10月3日－11月30日　9.1%が流出し，やはり大銀行が最大13.3%の落ち込み　（Burdisso＝Sabban＝D'Amato［2002］）。

1年余で旧ドル価値の6分の1へと預金が減少し，それ以上の預金流出に耐えられなくなった政府は，12月1日，銀行預金（普通預金・当座預金）の週あたり250ペソを上限とする現金引出制限の引き出し規制を発表した。首都で略奪・暴動が発生し多くの死傷者も出た。12月，アルゼンチンは経済危機から政治・社会危機に転化した。「ドゥアルデに導かれ，アルフォシンに支援された“議会政府”が，軍部ではなく暴動を武器に使った組織的クーデター」（Cavallo［2002］）と非難したカバロ経済相は辞意表明し，12月20日に急進党デラルア大統領はペロン党に政権移譲することを発表した。後任ロドリゲス・サー大統領も就任したその日に辞任するなど混乱が続いた。

12月24日，1,550億ドルに上る史上最大級の対外債務デフォルト宣言が出され，2002年1月2日，元ブエノスアイレス州知事ドゥアルデが大統領に就任した。1月6日，新政権によって，カレンシーボード制の放棄，公式相場と市場相場からなる二重為替制度を導入が発表された。銀行預金引出制限については，2月以降，部分的緩和や任意による定期預金の国債転換などを経て，12月には全面解除に至った。

また2月3日に発表された次のような経済のペソ化政策は経済混乱に拍車をかけた。

① 預金者保護を目的としてドル建て預金は全額1ドル＝1.4ペソの比率でペソ建てに転換

② 融資については，債務者保護のために1ドル＝1ペソの比率でペソ建てに転換

③ 銀行部門で発生する損失補填のために95億ドルのドル建て国債を発行する（繁岡・並木［2002］）。

これにより，銀行部門はほぼ資本金に相当する150億ペソの為替差損を被ることになった。またペソ下落により損失をこうむった預金者が訴えた裁判において，メネムが大統領時代に任命した判事が多い最高裁は，サンルイス州において違憲判決を下した。他の州においても同様の判決が出ると予想され，政府の賠償額が100億ドルに上るとの見方もある（野村総研『エマージング経済』2003年4月）。司法府，立法府，行政府の間に対立があり，この問題はこれからも係争がつづくであろう。

また経済のペソ化にともなって，国内向けガス，電力などエネルギー料金もドル建てからペソ建てへ切り替えられたが，ドゥアルデ政権は公共料金の値上げを禁止しており，採算割れに追い込まれる企業も増えている。

Ⅵ. アルゼンチン経済危機とIMF

アルゼンチンとIMFの関わりは長期にわたって緊密である。89年のメネム政権発足以来，IMFはワシントン・コンセンサスに沿った新自由主義路線による経済改革を支援してきた。アルゼンチンはしばしば融資にともなう財政目標値を達成できなかったが，IMFは外部要因にともなう税収減に理解を示し，信用供与を中断することはなかった。図表9によれば，

図表9　アルゼンチンに対するIMFの金融支援，1984－2003/4

（単位　100万SDR）

年	融資実行	元本返済	金利・手数料支払い
2003	973	913	128
2002	0	574	523
2001	8,168	928	327
2000	1,588	970	148
1999	0	602	144
1998	0	484	194
1997	321	348	201
1996	548	297	186
1995	1,559	319	181
1994	612	290	142
1993	1,155	275	147
1992	585	638	127
1991	292	724	174
1990	322	514	204
1989	184	558	216
1988	399	382	180
1987	970	494	150
1986	473	337	156
1985	985	0	118
1984	0	0	86

〔出所〕IMF

1985－90年の6年間で33億SDR（約47億ドル），91－97年の7年間で51億SDR（約71億ドル）の融資が，毎年供与された。98年，99年にはアルゼンチンは融資を求めなかった。2000年と2001年には97億SDR（約135億ドル）が融資された。しかしカレンシーボード制が破綻した後の02年には，金融支援は実行されなかった。支援残高は150億ドル，通常は300％までだがクォータの520％にのぼっている。ただしすべてスタンドバイ融資であり，構造調整融資ではない。アジア諸国やロシアでは，IMFの得意領域ではない構造改革に深く関わったが，アルゼンチン向け政策コンディショナリティは，財政，金融，為替政策など，IMFの伝統的政策領域であった。

アルゼンチン中央銀行や大学エコノミストのグループはIMFの支援について，2002年11月，次の討論課題を提起している。①順調時にカレンシーボードを是認し，危機時に支援から手を引き，IMFはどの程度，危機の展開にサイクル同調的役割を演じたのか，②国際金融市場にマイナスの影響を与えたことと関連して，IMFの警告と支援停止のタイミングをどう考えるべきか，③IMFの立場は財政調整に偏っているか，そうだとすれば危機の展開にどれだけの役割を演じたか，④IMFが新興市場国危機に対するスタンスを変えたのはアメリカの変化のせいか。⑤IMFは従来の他の危機国支援とアルゼンチン支援において，スタンスが一貫しているか(Yeyati＝Blejer＝Henke［2002］)。

アルゼンチンの専門家が提起する論争課題に，筆者は明確な回答をもたない。ここでは，IMFのカレンシーボードとドル化への姿勢，経済危機進行時におけるコンディショナリティ，危機支援におけるIMFの姿勢について検討するにとどめる。

まずカレンシーボードとドル化に対するIMFの姿勢である。アルゼンチンの兌換法とそれにもとづくカレンシーボード制については，導入当初，IMFでは中南米部門の要職にあったムッサを含めて懐疑論があった。しかし1995年のテキーラ危機乗り切り後は，アルゼンチンがペッグを維持することに継続的に支援するようになった（Mussa［2002］)。

IMFは加盟国の為替相場制度について，1970年代以降，変動相場制，固定相場制，通貨バスケットリンクなどから，それぞれの国に適合する制度を選択する自由を容認している。先進国では政治・経済統合に向かったEUは別としてフロート制採用国が多いのに対し，発展途上国では，物価安定政策のアンカーとして，また外資導入政策を推進するために，為替相場の安定は死活的に重要だとして，旧宗主国通貨へのリンクや事実上のドルペッグなど固定相場制を採用してきた国が多い。アジア諸国やブラジルは政府の為替相場政策としての選択であったが，アルゼンチンでは「兌換法」という法律でドル・リンクを法定し，政策変更には法律改正が必要としたところに特徴があった。しかしマンデル・モデルによれば，独自の金融政策，自由な国際資本移動，為替相場の安定の3者は同時には鼎立しない。97年アジア危機の勃発で棚上げされたが，秋の香港総会でIMFは資本取引自由化を協定を改正で加盟国に義務付けることを提案しようと準備していた。IMFの優先順位は資本取引自由化にあり，これは米欧日先進国の大手金融機関の利害と一致する。金融政策での自主権や，為替相場の安定の課題は二の次となる。

アルゼンチンは独自の金融政策を放棄し，自

由な国際資本移動と固定相場制を維持しようとした。固定相場制が成功するのは，競争力があって輸入を上回る輸出所得が対外債務の返済を可能にする時のみである。アルゼンチンはもっと早く，97－99年に切下げを行うべきであった。それをしなかったのは，①インフレ再燃を恐れた，②アルゼンチンの家計も企業も大量のドル建て債務を保有しており，切下げは企業倒産と個人破産を招く，③時間がたてば巨額の経常赤字を抱える米ドルは下落するとの期待があった，からである（Feldstein［2002］）。しかし現実は，アルゼンチンは輸出競争力を向上できず経常収支が恒常的に赤字であり，対外借入に依存して外貨準備を維持し，それをベースマネーとしてマネーサプライを提供しており，景気悪化局面で有効な政策を何ら採ることができなかった。また90年代後半のアメリカは，強いドルと株価上昇によって，経常収支赤字を資本流入で補いつつ「ニューエコノミー」を演出する経済政策を採用し，連動するアルゼンチン・ペソは貿易取引の多いブラジルやヨーロッパ諸国の通貨に対して過大評価となっていた。国際資本移動の自由にともなう明暗があるが，IMFは問題の先送りを続けたのである。

またIMFはドル化を黙認という形で支持してきた。アルゼンチンに限らず，自国通貨の信認が低いため，事実上のドル化あるいは「逃避としてのドル化」が進行している途上国や移行経済諸国は少なくない。日常的な商取引よりは，当初はタンス預金で，そして認可されるようになれば銀行預金として，価値保蔵手段としてドル利用が増大する。このドルには，アメリカの経常収支赤字で海外に流れたドルが資産決済をされることなく滞留しているものが多く含まれている。偽札対策や地下犯罪組織のマネーロンダリング対策を別とすれば，アメリカが進行に歯止めをかけようとした形跡はない。アメリカ国外でのドル保有は，アメリカにとってマイナス面は少なく，シーニョリッジとしてのプラス面が多いからである。ただしアメリカは事実上のドル化には好意的であっても，自国通貨を廃棄して「政策としての，法制的なドル化」に踏み込む国に対しては，連邦準備制度理事会（FRB）が「最後の貸し手」としての責任を負わないことが条件になる。アルゼンチンの金融システムは，ドル化の進行とペソの過大評価によって脆弱化したが，IMFはこれを放置した。

アルゼンチンのマクロ政策に対してIMFの姿勢はどうだったか。1990年代におけるアルゼンチンのマクロ経済実績では，インフレーションは沈静化したが，貿易赤字および経常収支赤字が拡大し，成長期でも失業率は上昇し，99年以降にはマイナス成長に陥った。IMFは，輸出振興のためのペソ切下げを，失業率引下げのための雇用対策を，景気浮揚のための政策を，これまでアルゼンチン政府に勧告したことがあっただろうか。否である。IMFの政策コンディショナリティの中心は，常に市場原理の徹底と財政政策の改善であった。景気後退期でもそれは変わらなかった。

アルゼンチン危機深化局面におけるIMFの支援について簡単に見ておこう。国際金融アーキテクチャ強化をめぐる議論（毛利［2002］参照）の中でIMFは融資に慎重となっていたが，2000年3月，IMF理事会は3年間でデラルア政権の財政赤字削減努力や労働市場改革を評価して72億ドルの融資を承認し，また11月には国際機関とスペインによる総額206億ドルの支援パッケージを発表した。また2001年5月に

は融資額を67億ドルから134億ドルへ引き上げると発表し，9月には63億ドルの融資を実行した。2002年には融資は行われなかった。

ムッサは2001年夏の融資承諾について，政府のデフォルト回避努力が成功する見込みがないことが明白になった時点での融資は誤りだ，と批判的である（Mussa［2002］）。またIMF機能の絞込みを主張するメルツアー教授も議会証言で，統一性と一貫性を持った計画がない限り，追加支援でアルゼンチン問題を解決できない（Meltzer［2002］）と述べている。こうしたなか，米ブッシュ政権オニール財務長官（当事）の姿勢も際立っていた。2001年夏にカバロ経済相が危機回避に奔走しているとき，「アルゼンチンは昔から問題児で過去何度もトラブルを繰り返している」と突き放し，アルゼンチン経済が瓦解した2002年1月にもIMFによる救済融資はモラルハザードにつながると発言した。2002年8月に周辺国の危機波及に対応すべく，南米3カ国を訪問したさい，ウルグアイに15億ドル，ブラジルに300億ドルの支援を表明したが，アルゼンチンには自助努力を行う国にのみ支援を行うとの姿勢を示した。

2003年1月に総額68億ドルの金融支援が決まるまでに，長い時間を必要とした。IMFやアメリカが柔軟姿勢に転じたのは，対イラク武力行使を前にして，2003年1月ブラジルでルラ左派新政権がスタートし，ベネズエラでゼネストが長期化してチャベス大統領の退陣要求に発展するなど中南米に緊張が走る中で，アルゼンチン危機が中南米に伝染しないよう「危機封じ込めの保険」をかけたのだ，と評されている。

また自発性か押付かをめぐる「政策オーナーシップ」について，ムッサが「アルゼンチンでは問題にならなかった。よかれ悪しかれ，すべての主要な政策はアルゼンチン政府が立案して行った」（Mussa［2002］）と主張している。アルゼンチン政府はIMFコンディショナリティに含まれていた破産法の国際ハーモナイゼーションを実施し，資本流出抑制をねらってつくられた経済破壊法を撤廃したが，自発的とは言いがたく，これも今後の検討課題となろう。

結びにかえて

1990年代の金融グローバリゼーションの背景には，東西冷戦の終結，IT革命と金融革命があった。金融革命の萌芽は，金ドル交換停止の翌1972年5月，アメリカの商品先物取引の中心であったシカゴ・マーカンタイル取引所で通貨の先物取引が開始され，続いて債券や金利，株価指数など様々な金融商品の先物取引が展開されたことに見出せる。やがてオプション，スワップが追加され，デリバティブ（金融派生商品）市場が拡大していく。国際通貨危機を逆手にとってアメリカはマネー革命を準備し，リードしたのである。アメリカは自国の金融革命による利益を拡大するため，自国の金融自由化だけでなく，世界中を金融の自由化・国際化に巻き込んで行く。銀行融資など間接金融中心の国には，証券市場の拡大を進め，アメリカ基準の採用を勧告する。途上国や移行経済諸国をエマージング市場ともてはやし，国際投機資本がひと暴れしては荒稼ぎをするカジノに変えていった。また90年代に国際マネーフローの「新帝国循環」が形成され，アメリカの経常収支はドル高を背景にした米国債投資や株式市場への資本流入で埋められた。右肩上がりの資産価格高騰に沸き立つアメリカの銀行や投資ファンドはその収益の一部を，アジア，中南米，ロシ

ア・東欧などエマージング・マーケット（新興市場）に還流した。

アルゼンチンはそうしたアメリカ主導グローバリゼーションにおける，市場原理主義的経済改革，金融市場改革の優等生であった。しかしグローバリゼーションに自国経済を委ねるには，政策の整合性が欠如していたといわざるを得ない。①市場主義的経済改革と法定の割高な固定為替相場の組み合わせは，アルゼンチン産業の輸出競争力を弱めて経常収支赤字を継続させた。②カレンシーボード制に伴う独自金融政策の放棄は，景気対策を不可能にして失業の増大を放置することになった。③民営化収入に胡坐をかいて財政規律を確立できず，また中途半端な年金民営化は財政危機を深刻化させた。④経常収支赤字，財政赤字をファイナンスするための借入は利払いを増大させ，また借換は雪だるま式に債務を膨張させた。⑤カントリーリスク評価の悪化は通貨プレミアムを上昇させて金利上昇と債務返済負担の増大をもたらした。⑥銀行の健全化規制を強化しても，債務のドル化の進行と政府部門向け債権の不良化は，銀行部門の脆弱性を招いた。⑦そしてIMFは長期にわたって金融支援を続けながら，必要な政策措置を先送りにして危機を深刻化させたのである。

参考文献

堀坂浩太郎［2002］，「アルゼンチン――壮大な実験のなかでの飽くなき投資」堀坂浩太郎・細野昭雄・古田島秀輔編『ラテンアメリカ多国籍企業論』日本評論社。

小林晋一郎［1999］，「アルゼンチンの為替政策と国際資本移動」（財務省委託調査）『中南米各国における為替政策と国際資本移動の比較研究』財団法人国際金融情報センター。

――――［2001］，「アルゼンチンの改革と成果」『中南米における90年代の構造改革の成果と課題』国際金融情報センター。

――――［2002］，「アルゼンチンの競争力」中南米研究会『中南米の経済改革と競争力』国際金融情報センター。

毛利良一［2001］，『グローバリゼーションとIMF・世界銀行』大月書店。

――――［2002］，「国際金融アーキテクチャ強化とIMF・世界銀行の改革」日本国際経済学会編『国際経済』第53号。

野村総合研究所『エマージング経済』各号。

みずほ総合研究所［2002］，『金融・財政危機が続くアルゼンチン経済』10月3日。

白井早由里［2000］，『カレンシーボードの経済学 香港にみるドル連動制の再考』日本評論社。

繁岡毅・並木富士男［2002］，「信用度評価：アルゼンチン，ブラジル，ウルグアイ――高まるブラジルの政治・財政リスク」『カントリーリスク No. 2002-7』野村総研。

寺谷淳［2000］，「アルゼンチン 21世紀に向けての新政権の課題」『カントリーリスク No. 2000-6』野村総研。

宇佐美耕一［1997］，「柔軟化と社会保障制度改革：アルゼンチンの事例」小池洋一・西島章次編『市場と政府：ラテンアメリカの新たの開発枠組』アジア経済研究所。

Burdisso, Tamara, Veronica Cohen Sabban and Laura D'Amato［2002］, "The Argentine Banking and Exchange Rate Crisis of 2001: Can We Learn Something New from Financial Crises?" at http://www.depco.econo.unlp.edu.ar/semi/semi160802.pdf.

Calomiris, Charles W, and Andrew Powell［2001］, "The Argentine Financial System under the Currency Board," April, at http://www.bcra.gov.ar/pdfs/eve.pdf.

Carrera, Jorge［2002］, "Hard Peg and Monetary

Unions: Main Lessons from the Argentine Experience", April 5, Presentation at Fordham University, London, http://150.108.69.10/public/m-union/abstracts/Carrerapaper.pdf.

Cavallo, Domingo F. [1995], "Argentina's Miracle? From Hyperinflation to Sustained Growth," Annual World Bank Conference on Development Economies, http://www.cavallo.com.ar/

——— [1999], "The Quality of Money," University of Paris 1-Pantheon Sorbonne-Paris, http://www.cavallo.com.ar/

——— [2002], "Argentineean Tragedy," (NBER).

Feldstein, Martin [2002], "Lessons from Argentina," (NBER).

Hausmann, Ricardo, Andres Velasco [2002], "Hard Money's Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis" (NBER).

Kiguel, Miguel A. [1999], "The Argentine Currency Board," CEMA Working Papers No. 152, at http://www.cema.edu.ar/publications/download/documents/152.pdf.

Krueger, Anne [2002], "Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina," (NBER) July 17.

Meltzer, Allan H. [2002], "Argentina and the IMF", Testimony before the Committee on Financial Structure, US House of Representatives, March 5.

Menem, Carlos Saul [1998], "Statement to the 1998 Joint Annual Meetings of the Boards of Governors of the International Monetary Fund and the World Bank Group," October 6 −8.

Mussa, Michael [2002], *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy,* Institute for International Economics.

O'Connell, Arturo [2002], "The Recent Crisis of The Argentine Economy: Some Elements and Background." http://www.networkideas.org/featart/oct2002/Argentine_Economy.pdf.

Perry, Guillermo, Luis Serven, World Bank [2002], "The Anatomy of a Multiple Crisis: Why was Argentina Special and What can we Learn from it," (NBER)

Singh, Anoop [2002], "Introductory Remarks on the Role of the IMF Mission in Argentina", April 10, IMF.

Roubini, Nouriel [2001], "Should Argentina Dollarize of Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction," http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/

Torre＝Yeyati＝Schmukler [2003], (Augusto de la Torre, Eduardo Levy Yeyati, Sergio Schmukler), "Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board," http://www.worldbank.org/research/bios/schmuklerpdfs/economia/011503.pdf.

Yeyati＝Blejer＝Henke [2002], (Eduardo Levy-Yeyati, Mario Blejer, Alejandro Henke), "The Argentina Crisis: Issues for Discussion" (NBER).

◆2002年７月17日，NBER（全米経済研究所）はアルゼンチン危機に関するコンフェレンスを開催した。上記で，（NBER）と付記のある文献は，http://www.nber.org/~confer/2002/argentina02/argentina_bg.html でアクセスできる。

〔付記〕2003年１月にブエノスアイレスで少くない著名エコノミストから聞き取りを行う機会を得た。高井正夫 JICA アルゼンチン事務所長をはじめ，ご協力いただいた方々に謝意を表します。

（日本福祉大学経済学部教授）