

チリの金融行政とマクロ経済運営 —新興市場の通貨危機再発予防策への示唆—

福岡国際大学 栗原 昌子

はじめに

1998年9月IMFが発行した *International Capital Markets Developments, Prospects, and Key Policy Issues* (主要参考文献参照)では、チリの金融監督庁による金融機関に対する規制・監督の質の高さは新興市場地域中随一で、同国の銀行システムは中南米で最も健全性が高い、との評価を与えている。

また、対アジア輸出依存度が約30%と高いにもかかわらず、アジア危機発生直後、チリは通貨アタックの標的にはならなかった。これは、過去10余年にわたる的確な金融行政とそれに基づく堅固な金融システム、節度あるマクロ経済運営に裏打ちされた市場の信認の高さを反映したものとみられる。これにあいまってアジア危機後、新興市場の通貨危機再発予防策が摸索されるなかでチリが91年に導入したエンカヘ(Encaje)とよばれる短期資金流入規制が為替投機予防のために有効ではないかという議論が高まった。

チリで堅固な金融システムが構築される契機となったのは、80年代初めに経験した対外債務危機であった。一般に80年代の中南米の債務危機はソブリン(主権)危機と呼ばれるように債務全体に占める公的債務(政府・政府系企業の負う債務もしくは政府保証付き民間債務)の割合が圧倒的に高かったが、ことチリに関しては、少なくとも危機発生当初は民間債務、それも銀行・ノンバンクを通じる借入れの割合が大きかったため対外債務危機は金融システム危機でもあった。また、危機を招いた国内要因として①脆弱な金融システム、②拙速な資本自由化、③名目為替相場の固定化に伴う実質相場の増価、など政策面での失敗が指摘できる。このように80年代のチリの対外債務危機は、民間債務が主体であったことや危機発生の経緯など97年のアジア通貨・金融危機と共有する部分が多い。

本稿では金融制度をはじめとするチリの経済システムを抜本的に見直す契機となった80年代初めの経済危機発生の経緯を辿り、危機の克服と金融システムの

再構築、90年代の金融行政とマクロ経済運営、さらにそうした文脈のなかでのエンカへの導入とその効果を検討する。

I. 80年代初めの金融・対外債務危機発生経緯

1973年に発足したピノチェト軍事政権はシカゴ学派のテクノクラートを登用、それまでのアジェンデ社会主義政権による国家主導型統制経済を自由開放政策へ転換した。価格の自由化(73～74)、貿易自由化(74～79)、為替相場の一本化(73)、国営企業の民営化(74～76)、財政改革(74～75)、資本取引の自由化(79～82)などとともに銀行民営化、金利自由化、預金準備率引下げ、信用の量的・質的規制撤廃、外国金融機関への市場開放、など金融自由化措置を一気に進めた(75～76)。この結果、金融機関数は74年の19(地場銀行18、外銀1)から81年には約3倍の60(地場銀行26、外銀19、ノンバンク15)となった。

また、79年にはインフレ対策として為替相場をクローリング・ペッグ制から固定相場制に改めたが、これが82～83年に経済危機を招く最大の要因となった。固定相場の下で資本自由化が進められたことから内外金利差を狙った大量の資金が流入、それが国内需要の増加と非貿易財の価格上昇を招いた。これに賃金のインフレ100%後追い調整があいまって慣性インフレがいわば制度化され、固定相場制はインフレ抑制に有効とはならなかった。また、外資流入の増加を背景に対外債務残高は79年の56億ドルから81年には156億ドル(対GDP比48%)に急増した。さらにペソ高により輸出産業や輸入と競合する産業では経営破綻が相次ぎ、年間倒産件数は77～81年の平均277件から82年には822件となった。

一方、金融自由化を進める際に金融機関に対するプルーデンスル(健全経営)規制など金融システム安定のために十分な制度面での整備が伴わなかった。例えば、金融監督庁(La Superintendencia de Bancos y Instituciones Financieras)は、81年まで銀行の個別債権についてリスク分類を行うことによって各銀行の資産構成を評価することはせず、ただ債権が延滞債権か否かを把握するに過ぎなかった。そのため系列企業への融資に偏った銀行の放漫な与信体制が放置された。これに国内金利の急上昇と不況、外国信用の収縮が加わり、借入企業の返済難、銀行の不良債権の急増を通じて82年には国内金融危機を招いた。

こうした経済政策の失敗に追討ちをかけたのが、第二次石油危機に起因する①原油価格の急騰、銅価格の下落に伴う交易条件の悪化、②国際金利の上昇、③世界同時不況、などの外生要因であった。輸出の約50%を占める銅価格の急落をう

けて 81 年の貿易収支赤字が拡大、加えて急増した対外債務の大半が変動利付き債務であったため、金利負担が急増、経常収支赤字も拡大した。82 年 6 月には貿易赤字の拡大に歯止めをかけるためペソを切下げた後、変動相場制に移行したが、9 月にはクローリング・ペッグ制に復帰した。その間ペソは急落、それがドル建て債務の負担増を招いた。81 年末の対外債務残高は 173 億ドル(対 GDP 比 71%)、債務総額に占める民間債務比率は 61%、また、Debt Service Ratio (元本返済 + 金利支払い / 財・サービス輸出) は 96% に達した。中央銀行は 82 年末までにペソの買支えのため外貨準備の 30% に当たる 12 億ドルを取崩す一方、資本逃避に歯止めをかけるため、為替資本取引規制を布いた。このように国際収支が悪化するなかで、82 年のメキシコの対外債務に係るモラトリアムを契機に銀行融資を中心とする外資の流入が急減、チリ政府は必要資金の手当てが不可能となり同年 9 月に IMF に対して資金援助を要請するに至った。

Ⅱ．金融破綻処理と金融システムの再構築

危機発生直後の 1983 年、チリの商業銀行の不良債権および問題債権は自己資本の 3.5 倍に達していた。中央銀行は金融危機が顕在化するまでは自由化された国内金融市場および資本移動に対する介入を最小限にとどめていたが、危機を契機にその役割は一変し、87 年まで金融システムにおけるプレゼンスを急速に高めていった。即ち、中銀は企業の大型倒産および金融システム全体の破綻を回避するため、様々なスキームを通じて最後の貸し手の役割を果たした。1983 年 1 月には破綻した 2 銀行、1 ノンバンクを清算するとともに 5 銀行への国家介入（事実上の国有化、84 年解除）を実施した。また、翌 84 年には①非銀行民間部門の外貨建て債務に対する優遇為替相場の適用、②同ドル建て債務のペソ建て債務へのスワップ、③銀行部門の保有する不良債権の中銀による肩代わり、④民間銀行対外債務に対する政府保証、など一連の民間債務救済措置を講じた。85 年までに中銀から民間金融機関に供与された信用は商業銀行全体の預金量（外貨・ペソ合計）を 17% 上回り、同じく自己資本の 4 倍に達した。1983～85 年に国庫は中銀の資本増強のため中銀に対し 60 億ドルの国債を提供しなければならなかった。金融システムの破綻処理に伴う中銀の損失は 85 年の GDP の約 40% に及んだとされている。

チリ政府は金融システム救済の一環として民間金融機関の負う対外債務に対して保証を行ったことから債務残高に占める民間債務比率が低減する一方、公的債

務比率が高まった。1982 年末に 39%であった公債比率は 83 年以降徐々に上昇、87 年には 87%となった。この結果、チリの対外債務問題はソブリン問題と化した。

Ⅲ. IMF・世銀管理下の構造調整と経済安定化政策

危機発生直後、チリ政府は何よりも経済政策に対する信認の回復に重点を置いた。83～84 年の関税率の段階的引上げ（10%→20%→35%）をはじめ、それまで急速に進めた自由化政策の一部をいったん後退させる一方、マクロ経済運営については財政刺激策は導入せず、オーソドックスな総需要管理政策をとった。

また既述のとおり、1983～84 年に IMF からスタンバイ融資および輸出変動補償融資（Compensatory Fund Facility, CFF）、1985～87 年には拡大融資制度（Extended Fund Facility, EFF）に基づく融資、1985～88 年に世界銀行から構造調整融資（Structural Adjustment Lending, SAL）を受けた。そのため 83 年以降は、融資条件として IMF、世銀と合意した経済プログラムに沿った経済安定化政策および構造調整政策を実施した。同計画ではチリの債務残高が経済規模に比して大きいことや、中南米を中心とする途上国向け資金フローの先細りという国際資本市場の潮流をも勘案して、債務の削減、国際競争力の向上、投資と債務返済充当資金を確保するための消費の削減と国内貯蓄の増強などに重点が置かれた。

世銀の SAL では、①輸出振興（輸出の多様化、鉱産物輸出の増強、非伝統産品輸出業者に対する政府支援の改善等）②公的融資（公共貯蓄の増強、公共部門の管理および投資効率の改善、民間貯蓄に対する政府のインセンティブの強化）③金融システム再建（民間企業に対する貯蓄インセンティブの強化、金融システムの資本増強、債務者に対する無差別補助金の停止）などの構造調整が課題とされた。後述する金融システムの再建はこのプログラムと整合的に進められた。

Ⅳ. ビッヒ蔵相による経済安定化への基盤整備

1985 年 2 月、シカゴ学派よりもプラグマティックとされているハーバード学派のエルナン・ビッヒが蔵相に就任した。彼は、長期的にはシカゴ学派と同じく自由開放モデルを指向するものの、短期的には IMF プログラムに整合する総需要管理政策を採用した。すなわち投資と輸出の促進ならびに公共支出と民間消費の抑制を通じて安定成長とインフレ抑制を目指した。財政政策に関しては、減税を行

しつつ公共投資を拡大する一方、社会政策関連支出を大幅に削減するとともに公共部門の賃金抑制を図った。併せて金融政策では高金利政策を柱とする引締めスタンスをとった。また、輸出促進と輸入代替の双方に資するような貿易政策を採用、クローリング・ペッグ制と大幅切り下げを併用する為替制度を導入するとともに85年2月から88年1月までに関税率の段階的引下げを実施した(35%→30%→20%→15%)。

1985年5月には他国に先がけて対外債務の削減と直接投資の促進を同時に狙った債務の株式化(Debt Equity Conversion, DEC)を法制化した。このスキームを利用してチリは92年までに合計113億ドルの対外債務削減に成功した。

以上述べた緊急措置や構造調整が奏功し、1986年以降チリ経済は輸出主導型の高成長軌道に乗り、86～89年までの平均実質GDP成長率は7.2%を記録した。

V. 民政移管後の1990年代の経済運営

1990年に16年間に及ぶ軍政に終止符が打たれ民主的な選挙によってエイルウィン政権(1990～94)が発足した。同政権とそれに続くフレイ前政権(1994～00)は、いずれも軍政時代の市場原理に即した開放経済を経営運営の基本路線として継承した。しかし、軍政下では経済安定化政策や構造調整を実施する際に教育、医療、住宅など社会政策関連支出が大幅に削減され、中低所得者層を中心に国民の生活水準の向上が不十分であったとの認識にたつて社会福祉政策の拡充に配慮がなされた。

以下では、1990年代の金融行政とマクロ経済運営を検討する。

1. 新中銀法の公布と金融行政

1983年以降、チリ中央銀行は金融システムの破綻処理に追われ、本来の金融調節機能を発揮することは事実上不可能であった。その後84年8月に輸出競争力の維持と金融政策の遂行を両立させるために為替のワイダーバンド制が導入され、これを契機に中銀の通貨総量および金利調節機能はある程度回復したといえる。

1989年12月には中央銀行に広範な自治権を付与した新中央銀行法(**La Ley Orgánica del Banco Central de Chile**)が公布され、これに伴い的確な金融政策を遂行するための基盤が整備された。中銀の役割は通貨の安定性の維持(インフレに伴う通貨減価の防止)、国内決済システムの維持(最後の貸し手機能)、対外決済システムの維持(国際収支危機の防止)とされ、金融政策の最終目標として物価の安定を掲げ、併せて健全な国内金融システムを維持するとともに国際収支

危機を回避することを目指している。操作目標としてインターバンク金利を採用、主要調節手段としては、①入札方式により中銀発行債券を売買する公開市場操作、②市中金融機関に対するクレジット・ライン（融資枠）の設定、③流動性規制がある。インフレ率については漸進的・持続的引下げを通じて先進国レベルに抑制することを目指し、同レベルである 1～3%を若干上回る 2～4%を中期目標に定め、毎年翌年の数値目標を設定している。また、80 年代に對外債務危機に至る過程で経常収支赤字拡大に留意しなかったことの反省に立って、総支出の伸びを潜在成長率に抑えるため、経常収支赤字についても対 GDP 比 4～5%の範囲に収めることを目標としている。

金融監督行政は大蔵省傘下の金融監督庁（Superintendencia de Bancos y Instituciones Financieras, SBIF）が担当している。80 年代初めの金融危機の経験を踏まえ、80 年代後半以降 SBIF の金融監督機能は大幅に強化された。金融機関に対し、準備預金、厳格なリスク基準に基づく資産分類とその報告、ディスクロージャーの義務などが相次いで導入された。また、貸倒れ引当金水準については定期的な見直しを義務付けている。

1997 年 10 月には新銀行法が公布され、銀行の国内・国際業務範囲の大幅な拡大と収益性の回復を促進する基盤が整備された。これに伴い、チリの銀行は海外子会社・支店の設立、外国金融機関の株式取得、外国企業ならびにチリ企業の在外拠点向け直接融資が可能となった（ただし、融資限度は銀行の資本・準備金の 70%、また、融資相手先はチリが金融相互監督協定を交わしている国に所在する企業に限定）。業務隔壁も撤去され、銀行によるブローカレッジ、証券引受け、資産運用、保険などの業務への参入も可能となった。さらにファクタリング、証券管理、金融コンサルティング、証券管理などの国内での周辺業務も認められることとなった。新銀行法にはこうした規制緩和と同時にプルーデンシャル規制への十分な配慮がなされている。例えば貿易信用を例外として国内での外貨建て融資を禁止、外貨ポジションを資本・準備金の 20%までに制限、通貨・満期別融資残高構成に制限を設け、また債務残高を自己資本の 17～20 倍の範囲に収めることを義務づけている。自己資本規制に関しては B I S（国際決済銀行）の改定バーゼル・アコード（リスク・ウェイト方式による自己資本比率規制）に準じる 8%以上の達成義務を課し、また、各銀行の支払い能力、管理能力を勘案した新たな銀行の格付け方式など、国際基準に即した監督・規制内容を採用している。

2. 為替管理

1990 年 4 月に新外国為替管理法が公布され、為替取引については従来の「原則禁止」から「原則自由」となった。

(1) 為替相場制度

新外為法の下で輸出促進に寄与する競争力のある現実的な為替相場の維持が図られた。1992 年以降、為替市場は銀行・両替商で構成する公式市場と証券会社で構成する非公式市場の二本建てとし、中央銀行は公式市場のみに介入することとなった。中銀は毎月、前月の内外インフレ格差を勘案して向こう 1 か月の対米ドル公示相場を発表する形でクロージング・ペッグ制を導入した。これは主要貿易・資本取引相手国に配慮した 3 通貨で構成するバスケット(ドル 50%、マルク 30%、円 20%) をベースに算出され、毎日発表される公示 (Acuerdo) 相場を中心に一定の変動幅で実勢相場が形成されるよう中央銀行が介入する仕組みであった。97 年にバスケットの構成はドル 80%、マルク 15%、円 5 % とドルの比率が高められた。中銀は 98 年 6 月、ペソの安定を図るため実勢相場の変動幅をそれまでの上下各 12.5% (合計 25%) から、上 2.0%、下 3.5% (同 5.5%) に縮小し、9 月には上下とも 3.5% (同 7%)、12 月には上下各 5 % (同 10%) に拡大した。99 年には上下各 8 % (同 16%) で開始し、年末目標の各 13% まで徐々に拡大するスケジュールであったが、99 年 9 月には景気の低迷、インフレ懸念の後退を背景に 15 年ぶりに変動相場制に復帰した。この変更に伴い金融政策の自由度は高まった。このように為替相場に関してチリ中央銀行は、輸出競争力の維持に最重点を置きつつも状況変化に対して臨機応変に調整を加える柔軟な対応を続けてきた。

(2) 資本自由化政策

チリでは 1982 年に資本取引規制を導入したが、90 年代に入ると資本の自由化を選択的、漸進的に進めた。すなわち、長期資本の自由化を短期資本の自由化に先行させ、とりわけ直接投資に対する規制を可能な限り早期に進めた。こうしたスタンスは拙速な自由化が小国開放経済のマクロ運営に及ぼす悪影響や 80 年代の金融危機から得た苦い経験に配慮したものといえよう。

以下では、1990 年代の資本取引規制の推移を辿ってみたい (第 1、2 表)。

まず、資本流出規制は 90 年代を通じて緩和された。1991~92 年の早い段階で対外直接投資規制が撤廃され、続いて対外銀行融資が段階的に自由化された。92 年以降、機関投資家の対外投資範囲も段階的に拡大された。その結果、95 年以降残存規制は 3 年から 1 年に短縮された対内直接投資の償還に対する最低滞留期間

第1表 1990年代チリの資本流入規制

年	対中銀無利子強制預託制度 (Encaje)		格付け要件	最低金額および満期
	適用対象	預託率		
1991年	貿易金融を除くすべての新規信用 (6月) 借り替えに 対象拡大 (7月)	流入資金に対して無利子の対中銀預託金 (20%、融資の建値通貨でないし中銀に対する割引料の支払い (Libor で割引いた約束手形) (6月)		海外での起債制限 海外でのADR発行制限
1992年	商業銀行の外貨預金に対象拡大 (1月)	流入資金に対し預託金 (30%) ないし割引料 (Libor+2.5%) (5月、8月) 割引料率引上げ (Libor+4.5%) (10月)	事業会社 (A) 海外起債 (5月) 転換社債発行 (10月) ADR発行 (A-)	起債 最低金額50百万ドル ADR発行 最低金額50百万ドル 銀行の外貨保有額 上限引上げ
1993年			居住者による 海外起債はチリ国債 格付け以上を要する	
1994年			起債 事業会社 (BBB+) 銀行 (BBB) ADR (BBB-)	起債 最低金額25百万ドル 最低満期4年 ADR発行 最低金額25百万ドル 優先株同 10百万ドル
1995年	流通市場における ADRに対象拡大 (6月) 旧債務に代る新規 借入れは適用除外 (12月)	預託する場合の通貨 を米ドルのみとする		
1996年	借り替えに対する 預託期間を1年に限定 (5月) 投機的直接投資に拡大 2億ドル以下の預金を 適用除外 (12月)			
1997年	1億ドル以下の預金を 適用除外			
1998年		10% (6月) 0% (9月)	起債 銀行 (A/B) 事業会社 (BB) ADR発行 事業会社 (BB-) 銀行 (BBB-)	起債 最低金額0 (6月) ADR発行 最低金額0 (6月)

(注) この他、対内直接投資に関して百万ドルの最低金額要件がある

(出所) IMF:WP/99/52 A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s

第2表 1990年代チリの資本流出規制

	最短滞留 期間	年金基金関連	民間銀行関連	対外FDI	ミューチュアル・ファンド その他
1991年	5年 (FICES) 3年 (その他)		外国資産への投資 上限を外貨預金残高 の25%とする(貿易 金融も含む) (2月) 上記上限を40%に 引上げ (4月)	対外FDI 関連手続き の簡素化	
1992年		外国資産の保有率 上限を総資産の 1.5%とする (1月)	外国資産への投資 上限を外貨預金残高 の80%に引上げ (3月)		
1994年		外国資産の保有率 上限を総資産の 6%に引上げ (11月)	外国銀行向け投資は 自己資本・準備金の 20%まで リスクウェイト資産 は総株式の10倍まで		保険会社に対する対外 投資を投資資金の10% まで、また、BBB+格 のミューチュアル・ ファンドであれば同30 %まで
1995年	1年 (その他) (8月)	外国資産の保有率 上限を総資産の 9%に引上げ (5月)			
1996年		外国資産の保有率 上限を総資産の 12%に引上げ (4月)			
1998年			外国銀行向け投資 上限を1カ国につき 資本の40%まで、 資本全体の70%まで とする		ミューチュアル・ファンド に対する外国投資 規制の撤廃

(注) FICE:外国資本投資ファンド(チリの金融資産に投資されるクローズドエンド型の外国向け投資信託)

(出所) 第1表に同じ

(1年)のみとなったが、2000年5月にはこれも撤廃された。この他、商業銀行、年金基金およびミューチュアル・ファンドに対する海外金融資産の保有範囲(資産総額に占める海外資産の上限比率、債券・株式発行に係る最低格付けおよび満期要件)が設定されているが、これらはプルーデンシャル規制といえるものである。資本流出規制が撤廃されたことにより外国投資家の対チリ投資に対するコストが軽減され、資本流入自由化の促進に繋がったことは重要である。

次に資本流入規制に目を転じる。流入規制のうちチリ企業が海外市場で債券や株式、ADR(米国預託証券)を発行する際に要件となる格付け、満期および金額規制については90年代を通じて徐々に緩和された。債券に係る一定の格付け要件は段階的に撤廃されたが、4年の最短満期と一定の格付け要件(ダブルB以上)は残っている。ADRについては格付け要件(同)は残存する一方、最低金額は撤

廃された。これらの規制は国際資本市場で債券や株式を発行したチリ企業が債務不履行に陥った場合に他の企業や国全体の信用にまで悪影響が及ぶこと、つまりチリのカントリーリスク上昇を予防するためのブルーデンシャル規制である。

さらに流入規制の柱となるエンカへについて、導入の目的、経緯、規制内容など少し詳細にみてみたい。

既述のように、1979年以降実施された資本移動の自由化は金融システムの改革がなされないまま、持続不可能な固定相場の下で進められたため82年の対外債務・金融危機に繋がった。そのため金融当局は、90年代初めに資本自由化を進める際にはとりわけ①金融政策の独立性の維持、②実質為替相場の過度の上昇回避、③投機的な短期債務の累増抑制、に配慮した。チリでは財政政策が支出に及ぼす影響力は小さいとみられていたため、金融政策が安定化のための主要な政策手段となった。短期資本移動規制は、資本の突然の逆流に伴う実質為替相場の乱高下をもたらす実体経済への潜在的調整コストを抑えるものと期待された。

エンカへ導入の契機となったのは、90年代初めチリのカントリーリスクが低減し、外国投資家の対チリ投資に対する期待収益率が高まったことを背景に大量の外資が流入し始めたことである。その際当局は、国内均衡を維持するための高金利政策と対外均衡を維持するためのペソの増価回避という金融政策上のジレンマに陥ったが、結局、高金利を維持しつつペソの上昇を相殺ないし緩和すべく短期資本の流入規制に踏切った。

中銀外為規則の有事規制として1991年6月に公布されたエンカへ制度は、①外貨建て対外借入、②預金、③純投資（有価証券、動産、不動産など）、④財・サービスの生産に無関係な投機を目的とする出資金、などあらゆる目的で流入する外国資本に対して、一定割合を一定期間、中央銀行に無利子で強制預託させるという一種のトービン税である。これは、内外の短期金利差を実質的に縮小させることによって裁定取引による資本流入を抑制し、①マクロ経済安定に対する潜在的な影響を緩和する、②金融政策の有効性を高める、③銀行および機関投資家に対してブルーデンシャル規制を課す、ことを目的としている。規制導入当初、エンカへの適用対象は貿易金融を除くあらゆる外国信用で、預託率は20%、預託期間は融資期間に応じて90日から最高1年であった。その後、92年5月に預託率を20%から30%に引上げ、10月には6ヶ月以内に満期が到来するものを除くすべての外国信用を適用対象とし、預託期間も融資期間に係らず一律1年とした。また、95年6月には制度の実効性を高めるためエンカへの対象範囲を既発ADRなど投機性のあるすべての取引まで拡大した。しかしながら、97年7月のアジア通貨危

機を契機に外資流入が減少したことに対応して 98 年 6 月に預託率を 30%から 10%に引下げ、8 月には A D R を適用対象から除外し、9 月には預託率を 0 %とした。この結果、有事規制として導入されたエンカへの機能は現在事実上、停止している。チリ当局としては状況の変化、即ち外資の流入が再び急拡大する局面があれば、預託率の引上げによって制度復活の可能性があることも示唆しているが、その場合のタイミングや預託率の決定に際しては慎重な配慮が望まれる。

エンカへの短期資金流入規制については計量モデルを用いたいくつかの研究結果があるが、その有効性を明確に支持するものはない。例えば I M F の Working Paper WP/99/52（主要参考文献参照）では、①エンカへによって国内金利を高水準に維持することができた、②エンカへが流入資金の規模を縮小させ、短期資金から長期資金へ満期構成をシフトさせる効果についての論証は相対的に弱い、③エンカへの実質為替相場水準への影響についての論証はない、とされている。

ちなみにチリ中銀発表の国際収支表（第 3 表）によれば、制度が導入された 91 年の短資流入額が前年比約 4 分の 1 に減少、また同じく中銀の投資資金フロー統計では、A D R に適用範囲が拡大された 95 年に同関連資金の流入額が同じく約 4 分の 1 に減少している。また、対外債務残高（第 5 表）については 91 年、規制が強化された 95 年と翌 96 年に短期債務が減少していることからエンカへが満期構成のシフトにある程度有効であったと考えられる。しかしその反面、それらの統計はその効果が持続性を欠いていることも示唆している。

VI. アジア通貨危機後のチリ経済

1997 年 7 月のタイ・バーツへの為替投機を端緒とするアジア通貨・金融危機発生後、チリでは 97 年末から 98 年初めにかけて交易条件の悪化、ペソの下落、短期金利の上昇、外貨準備の減少といった危機の間接的影響を受けたものの、通貨アタックの標的にはならなかった。この背景には、アジア危機発生国や他の中南米主要国に比べてチリの対外債務規模が相対的に小さく、また短期債務比率が低く、中央銀行の外貨準備も潤沢であったこと（第 4、5 表）を背景とする市場の信認の高さを反映したものであったといえよう。金融システムについては、冒頭に述べたとおり中南米地域で最も健全性が高い。ただし、1998 年にはアジア危機の間接的影響から銀行システムの収益は減少、同年の不良債権比率は前年の 1 %

第3表 チリの国際収支

(単位：百万米ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994
I 経常収支	-484.8	-98.6	-958.2	-2,553.4	-1,585.3
II 資本収支	533.8	-291.4	587.8	2,565.7	2,142.5
A 資本（外準を除く）	2,902.2	946.2	3,086.2	3,143.3	5,336.8
1. 外国投資	1,014.5	885.4	995.7	1,329.8	2,580.4
a 直接投資	653.7	696.8	537.5	600.0	1,672.3
対内投資	661.2	822.1	935.3	1,034.2	2,583.0
対外投資	-7.5	-125.3	-397.8	-434.2	-90.7
b 証券投資	360.8	188.6	458.2	729.8	908.1
2. その他資本	1,887.7	60.8	2,090.5	1,813.5	2,756.4
中長期資本	679.4	-291.2	204.1	522.0	1,325.3
短期資本	1,208.3	352.0	1,886.4	1,291.5	1,431.1
B 外貨準備増減	-2,368.4	-1,237.6	-2,498.4	-577.6	-3,194.3
III 誤差脱漏	-49.9	390.0	370.4	-12.3	-557.2
総 合 収 支	2,368.4	1,237.6	2,498.4	577.6	3,194.3
	1995	1996	1997	1998	1999
I 経常収支	-1,345.1	-3,511.6	-3,728.2	-4,143.8	-78.1
II 資本収支	1,217.5	4,161.3	4,172.0	5,320.0	-80.2
A 資本（外準を除く）	2,278.3	5,342.1	7,381.0	3,253.9	-763.5
1. 外国投資	2,240.5	4,545.0	5,717.6	1,012.3	4,496.1
a 直接投資	2,204.6	3,445.4	3,352.6	1,841.6	4,365.8
対内投資	2,956.1	4,633.1	5,219.1	4,638.3	9,220.8
対外投資	-751.5	-1,187.7	-1,866.4	-2,796.7	-4,855.0
b 証券投資	35.8	1,099.6	2,364.9	-829.3	130.3
2. その他資本	37.8	797.2	1,663.4	2,241.6	-5,259.6
中長期資本	-251.5	504.1	3,247.3	3,312.5	65.0
短期資本	289.3	293.1	-1,583.8	-1,070.8	-5,324.6
B 外貨準備増減	-1,060.8	-1,180.8	-3,209.0	2,066.1	683.3
III 誤差脱漏	127.6	-649.7	-443.8	-1,176.2	158.3
総 合 収 支	1,060.8	1,180.8	3,209.0	-2,066.1	-683.3

(出所) Banco Central de Chile: Indicadores Económicos

第4表 チリの主要経済指標

	1990-97	1997	1998	1999
実質GDP成長率(%)	7.7	7.6	3.4	-1.1
消費者物価上昇率(%)	12.6	6.1	5.1	2.3
経常収支（百万米ドル）	-1,860	-4,057	-4144	-78
総固定資本形成（対GDP比率、%）	27.6	25.5	25.2	21.2
国内総貯蓄（対GDP比率、%）	21.9	21.6	20.3	20.9
外貨準備高（各年末、百万ドル）	11,544	17,841	15,992	14,710

(出所) Banco Central de Chile: Indicadores Económicos

から 1.5%に悪化したにもかかわらず、銀行システム全体の貸倒れ引当率は 147%に高まり、自己資本比率は B I S 規制の 8%を上回る 12.5%に達した。

金融システムの健全さは、代表的格付け機関 Standard & Poor's のチリ長期国債に対する格付けが 1992 年 8 月に初めて中南米諸国で最高の B B B を取得した後、93 年 12 月に B B B + に格上げされ 95 年に 7 月には A - に再格上げとなりアジア通貨危機後も現在に至るまでその地位に変化がない、という事実によっても支持されている。

1990 年以降 99 年までのマクロ経済実績をみると、90～97 年までの期間に実質 G D P は年平均 7.7%の高率を記録、その間 G D P 規模は実質でおよそ倍化した。これには主力輸出品の銅や非伝統産品輸出の好調と直接投資が大きく寄与した。ただ、1998、99 年についてはアジア危機後の交易条件の大幅な悪化に伴うペソの急落を回避するため 98 年上期に金利が段階的に上げられた結果、国内流動性の収縮と生産活動の悪化を招き通年の実質 G D P 成長率は前年の 7.6%から 3.4%に鈍化、99 年は 1983 年以来初めて 1.1%のマイナス成長を経験した（第 4 表）。

第5表 チリの対外債務残高
(各年末、単位：百万ドル)

年	総 額	中長期	短期 債務 比率%	中銀の対 IMF債務
1988	17,638	14,722	2,916 (16.5)	1,322
1989	16,252	12,535	3,717 (22.9)	1,268
1990	17,425	13,079	4,346 (24.9)	1,151
1991	16,364	13,062	3,302 (20.2)	955
1992	18,242	13,609	4,633 (25.4)	722
1993	19,186	14,332	4,854 (25.3)	479
1994	21,478	16,027	5,451 (25.4)	290
1995	21,736	16,563	5,173 (23.8)	290
1996	22,979	18,527	4,452 (19.4)	0
1997	26,701	23,107	3,594 (13.5)	0
1998	31,691	27,518	4,173 (13.2)	0
1999	34,167	30,222	3,945 (11.5)	0

(出所) Banco Central de Chile: Indicadores Económicos

しかも高成長持続期間にはインフレの継続的な低下が伴った。現行中銀法のもと中銀は毎年インフレ目標値を設定し、インフレの漸進的、継続的低下に努めてきたが、この政策が奏功しインフレ率は 90 年の 27%から 99 年には 3.3%まで収束し、前出の中期目標 2～4%が達成された。また、財政収支も 90～98 年の期間、対 G D P 比平均 1.7%の黒字と極めて健全で同期間政府貯蓄は同平均 4.6%とな

っている。経常収支赤字も同期間、年間目標である対GDP比4～5%に概ね収まる範囲で推移している。

これまで述べてきたようにチリでは1980年代初めの未曾有の危機を契機として早期に経済システムの再構築を実現、その後10余年にわたって一貫した節度ある財政・金融政策を運営、そして外性ショックなどの状況変化に対しては機敏かつ柔軟な調整を行ってきた。これらが奏功し、持続的安定成長、低インフレ、高貯蓄率、管理可能な経常収支赤字など健全なマクロ経済実績が定着している。また、これにあいまってプルーデンスル規制に配慮した的確な金融行政により金融システムも極めて堅固である。新興市場への流入資金の大部分が銀行経由であることを考慮すれば、金融システムの健全性があったからこそエンカヘという短期資金流入規制がある程度有効に機能したものと考えられる。

むすびにかえて

1997年にアジア通貨危機が発生して以降、98年のロシア、99年初めのブラジルと新興市場地域へ危機が連鎖する過程を経て、国際金融界では危機の再発予防のための条件整備が緊急課題となり、これについては99年6月のケルンサミット開催の際のG7蔵相からの国際金融アーキテクチャーの強化に関する提案を踏まえて以下のような共通認識が形成されたものとみられる。

新興市場の通貨危機再発予防のためには、国際通貨システムにおいて中心的な役割を果たすIMFなどの国際機関、ヘッジファンドを含む機関投資家など資金供給者が所在する先進諸国、資金需要者である新興市場諸国という各当事者に対してそれぞれ課題がある。そのうち新興市場各国レベルでは、①維持可能な為替相場政策、節度ある財政政策など健全なマクロ経済運営、②対外債務については、規模、通貨建て・期間別・資金別構成比率などの債務管理を厳格に行うこと、③資本の自由化については、選択的、漸進的に適切な順序で(well-sequenced)行うこと、などが課題とされている。また、金融システム整備・強化の過程では暫定措置として市場ベースの資本移動規制の導入は正当化される、とされている。

こうした共通認識が形成される過程で80年代半ば以降のチリの実績は示唆に富むものであったといえよう。

(注) 本稿は二名の匿名のレフェリーによる査読をうけ、加筆・修正した。

[主要参考文献]

中尾武彦「ヘッジファンドと国際金融市場」、大蔵省広報誌『ファイナンス』, 1999
S・フィッシャー, C・マサド他『IMF 資本自由化論争』、 岩本武和＝監訳, 岩波書店, 1999

Camdessus, Michel, “Latin America in a Globalized Economy: The Chilean Response,” IMF, 1999.

Corbo, Vittorio, and Hernandez, Leonardo “Private Capital Inflows and the Role of Economic Fundamentals,” Documentos de Trabajo 45, Banco Central de Chile, 1998.

Magendzo, Igal W. “La Política Monetaria en Chile en la Década de los Noventa: Objetivos, Herramientas e Indicadores,” Serie de Estudios Económicos No.41, Banco Central de Chile, 1997.

Meller, Patricio, *Adjustment and Equity in Chile*, OECD, 1992.

Nadal-De Simone, Francisco and Sorsa, Pritta “A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s,” IMF Working Paper WP/99/52.

Stallings, Barbara “Politics and Economic Crisis : A Comparative Study of Chile, Peru, and Colombia” , Nelson, Joan M., *Economic Crisis and Policy Choice The Politics of Adjustment IN The Third World*, Princeton University Press, 1990.

“The Central Bank of Chile and The Economy”, Banco Central de Chile, 1998.

International Capital Markets Developments, Prospects, and Key Policy Issues, IMF World Economic and Financial Surveys, 1998.

“Política Monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión” , Banco Central de Chile, 2000.