

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

信認回復の著しい中南米経済とリスク要因

～リアル相場の大幅上伸で懸念されるブラジルの「オランダ病」リスク～

(財) 国際通貨研究所

上席研究員 松井謙一郎

matsui@iima.or.jp

(要旨)

1. 本年 4、5 月に格付機関が相次いでブラジルを投資適格に格上げした。近年の経済成長の持続、対外債務負担の減少、財政赤字の削減等の政策努力が評価された結果である。中南米全体としても、2000 年代初頭の地域経済の混乱収束後、インフレを抑制しながら経済成長が持続し、経常収支の黒字化など地域全体のファンダメンタルズの改善が著しい。中南米経済の対外的な脆弱性は短期的・中期的に概ね低下したと言える。
2. 一方、今後のリスク要因として、主要国の高金利や株価上昇を背景に海外からの資金流入が急激に増加している点が挙げられる。この結果、地域の主要国で自国通貨相場の上昇圧力や、通貨相場上昇を抑制するための為替介入による国内のマネーサプライ増加、インフレ圧力の強まり等のマイナス面が目立ってきている。こうした状況に対して、アルゼンチンでは政府の実質上の価格統制によるインフレ抑制、コロンビアでは資本流入をもたらす資金取引に対するコスト負担など、様々な政策対応が行われている。こうした政策からは、相応の効果がみられる一方で、市場メカニズムを歪めることによる問題も表面化し始めており、全般的に政策運営の環境は次第に困難さを増してきている。
3. また、国際商品市場での価格高騰ブームを背景に、鉱物資源の大きな埋蔵量を持ち、穀物生産大国である「資源大国」ブラジル経済には、海外から投資

資金の流入が増え、リアル相場と株式相場の上昇が著しい。政府は為替介入でリアル相場の上昇を抑制すると同時に国内金利を引き上げ、インフレを抑制しながら経済成長を持続させる調整に努めている。しかしながら、内需の拡大とリアル相場高で経常収支は再び赤字に転じ、赤字幅を拡大させ始めた。短期的、中期的なリスクは小さいと思われるが、長期的には「資源大国ブーム」から「オランダ病」に転じるリスクが考えられる。先般ブラジル政府はSWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）設立構想を発表した。しかしながら、この政府の構想を巡っては、ファンドの設立の資金源・資金の使用目的をめぐって国内で反対意見も強く、今後の方向性は見えていない。意見対立の背景には同国経済の長期的な安定性に関する見解の対立があると言えよう。

(本文)

1. 中南米地域のマクロ経済の概況

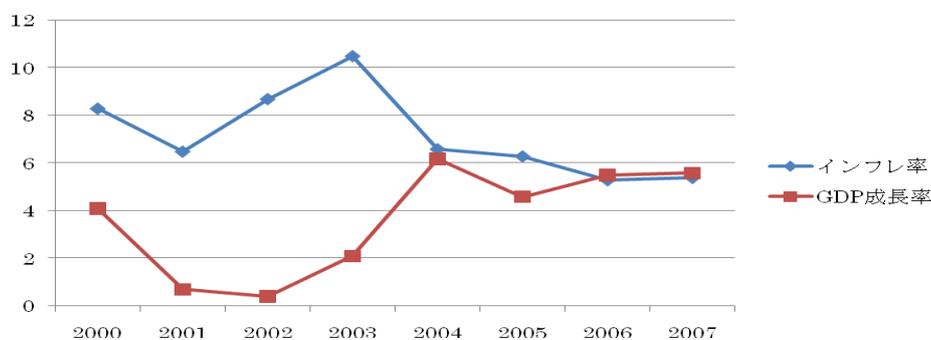
地域全体と主要国における近年のマクロ経済の状況は、以下の通りである。

(1) マクロ指標の改善

2001～03年の3年間はアルゼンチンの債務危機、ブラジルの大統領選挙の結果への不安の高まり等、地域全体のセンチメントが低迷し、成長率は大きく落ち込んだ。しかし2004年以降は持ち直して、地域全体での成長率は5%程度の水準を維持する一方で、インフレ率も6%を切る水準で推移しており、地域全体のマクロ指標は改善して安定的に推移している(図1)。

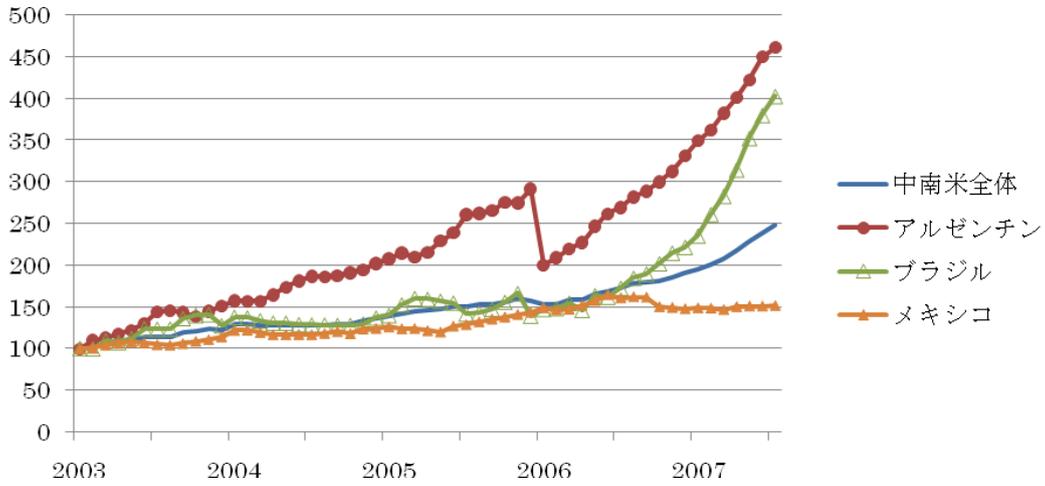
外貨準備高は、2003年初から2007年末までの5年間に、地域全体で約2.5倍に増加し、特にアルゼンチン、ブラジルの伸びが4倍以上となっており、目立っている(図2)。この結果、ブラジル(2005年12月末)、アルゼンチン(2006年1月初)がIMFからの借入の一括前倒し返済を行った。

図1 地域全体の成長率とインフレ率の推移



(出所) IMF の World Economic Outlook (2008年4月)のデータより作成

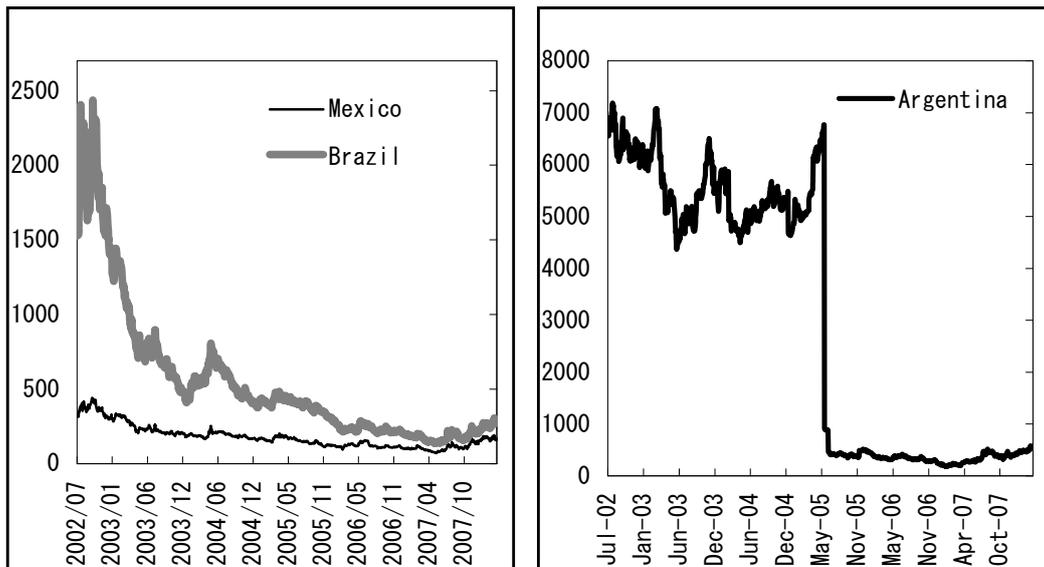
図 2 外貨準備高の増加(2003 年初を 100 とした指数)



(出所) IMF の World Economic Outlook (2007 年 10 月)のデータより作成

投資家の信用度を示すソブリン・スプレッド（米国債との各国債とのスプレッド）は、2001 年～02 年のアルゼンチン通貨・金融危機と地域経済の不安定期に高止まりしたが、その後は低下傾向を辿った。アルゼンチンのスプレッドが 05 年に劇的に縮小したのは「債務再編」で元本の債務削減を伴う政府債務の返済負担の大幅な軽減が実現したためである。ただし、昨年（2007 年）の米国でのサブプライム危機の表面化後はスプレッドの若干の上昇傾向が見られる。（図 3）。

図 3 ソブリン・スプレッドの推移



(出所) JP Morgan Chase EMBI ソブリン・スプレッドのデータより作成

また、本年 4、5 月に主要格付機関がブラジルの格付を相次いで投資適格に格上げした。評価の改善の背景には、2003 年以降のルーラ政権下で経済成長が持続していることに加えて、対外債務関連指標でも大幅に改善が見られる（表 1）等、対外的な脆弱性が減少していることが評価の改善につながったと見られている。

表 1 ブラジルの対外債務関連指標

(以下の指標の単位は全て%)	2003	2004	2005	2006	2007				2008
					3月	6月	9月	12月	3月
債務元利返済/輸出	72.5	53.7	55.8	41.3	41.8	35.7	36.1	32.3	26.5
債務元利返済/GDP	9.6	7.8	7.5	5.3	5.3	4.5	4.4	3.9	3.3
対外総債務/GDP	38.8	30.3	19.2	16.1	16.2	16.1	15.7	14.7	15.0
公的対外債務/対外総債務	63.1	65.7	59.2	51.7	48.5	45.7	44.6	44.5	42.6
外貨準備高/対外総債務	22.9	26.3	31.7	49.7	60.2	76.9	83.4	93.3	96.8

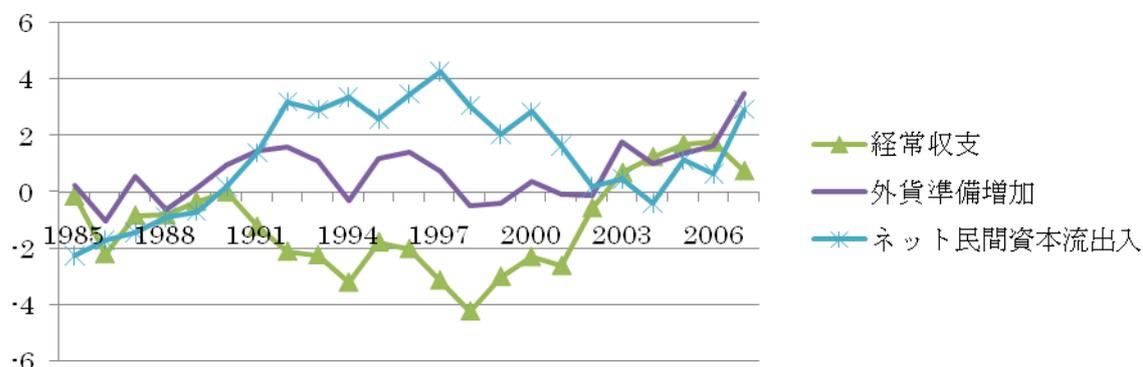
(出所) ブラジル中央銀行のデータより作成

(2) 近年の同地域を巡る資金フロー

中南米主要国への資金流入が顕著に増加している。2000 年代初頭の地域経済の混乱が収束して、経済が正常化する過程で経常収支の黒字幅が増加したが、加えて近年は資金流入が急激に増加している。経済成長の持続、インフレ抑制、経常収支の黒字の定着等の地域全体のファンダメンタルズの改善を背景にした内外の信認回復がこの資金流入の急増の要因として指摘できる。

経常収支は 1990 年代から 2000 年代初頭までは慢性的に赤字であったが、世界全般の好景気の持続や資源・食料価格の高騰もあり、経常収支は 2003 年以降黒字となった。また民間資本の動きは 90 年代の大規模流入のブーム後、2000 年代初頭の危機・不安定期に流入が細り、04 年にはネット流出に転じた。しかし、その後はネットで流入増加となっている。この結果、地域全体の外貨準備高は増加している（図 4、プラスは資金流入）。

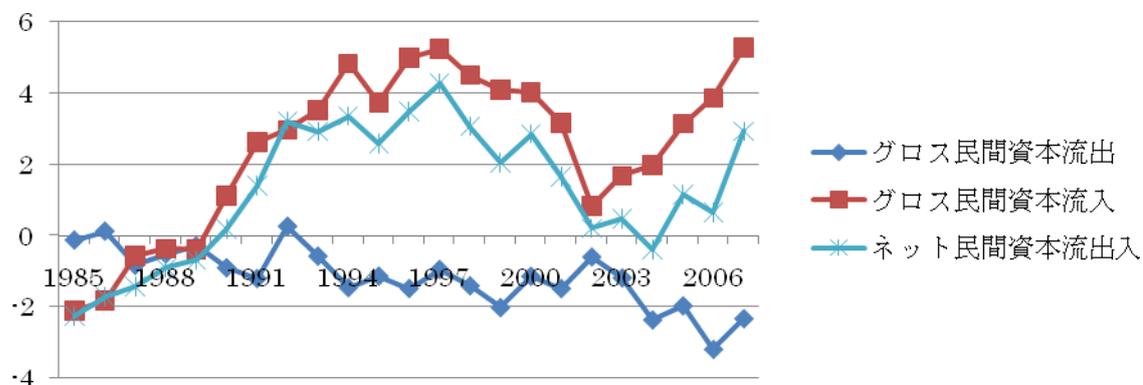
図 4 地域の経常収支と資本流入の状況 (縦軸は地域の GDP に対する比率)



(出所) IMF の World Economic Outlook (2008 年 4 月)のデータより作成

世界的な資金余剰と新興国市場への資本フローの増加のトレンドの中で 2005 年以降、グロスベースで流入・流出とも拡大している (図 5)。

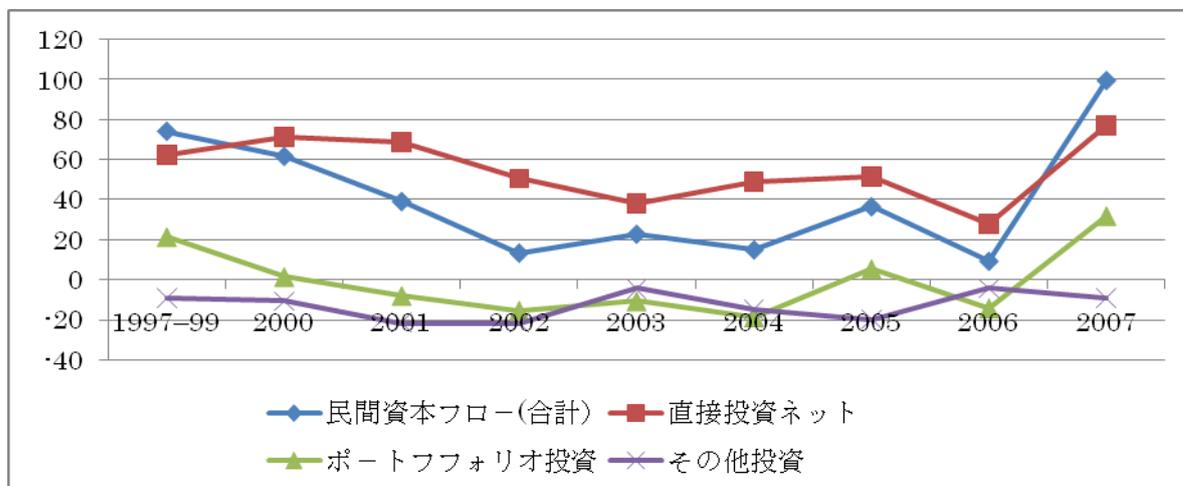
図 5 地域の資本の流出入 (グロスベース、プラスは資金流入) (縦軸は地域の GDP に対する比率)



(出所) IMF の World Economic Outlook (2008 年 4 月)のデータより作成

また民間資本流入の内訳では直接投資が最大の比重を占めているが、07 年からは証券ポートフォリオ投資資金も大きな流入超に転じている。(図 6)

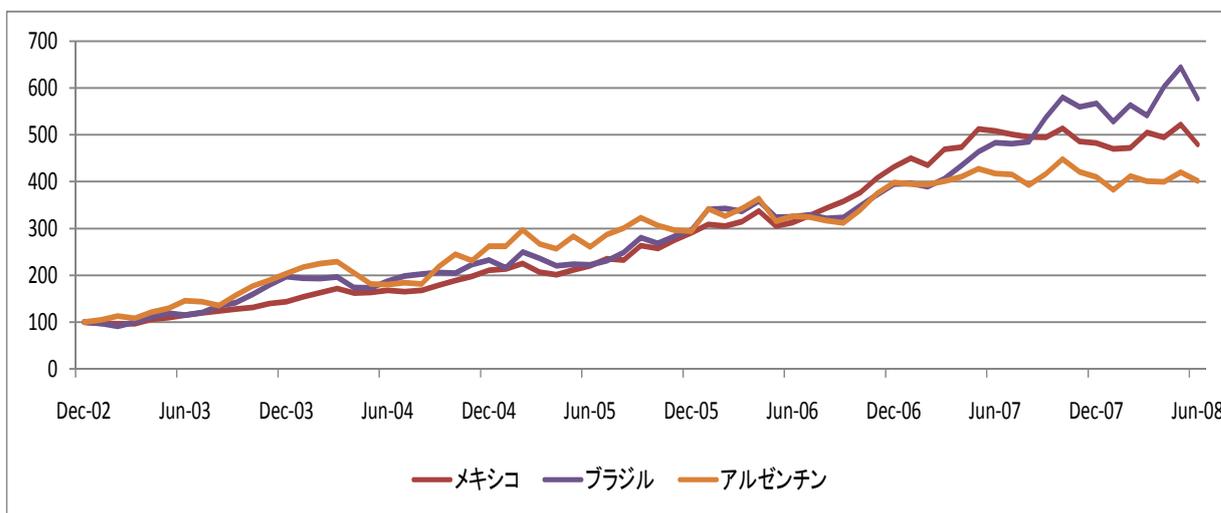
図 6 ネット資本流入の内訳 (縦軸の単位は 10 億ドル)



(出所) IMF の World Economic Outlook (2008 年 4 月)のデータより作成

こうした海外からの投資資金にも支えられ、各国の主要株価指数は、2002 年末からブラジルが約 6 倍弱、メキシコが 5 倍弱、アルゼンチンが 4 倍に上伸した。(図 7)

図 7 株価指数(2002 年末を 100 とした指数)



(出所) Bloomberg のデータより作成

以上の通り、経済成長の持続、経常収支黒字により、対外的なバランスの改善で中南米地域の経済的な脆弱性は大いに減じている。しかしながら一方で、急激な資金流入の増大が、自国通貨相場の上昇圧力を強め、通貨高を抑制するた

めの為替市場介入の結果、マネーサプライ増加やインフレ圧力の上昇などマイナス面も目立ってきている。次に資金流入に対する域内3か国（ブラジル、アルゼンチン、コロンビア）での政策対応を個別に見てみよう。

2. 資金流入増加に対する域内主要国での政策対応の状況

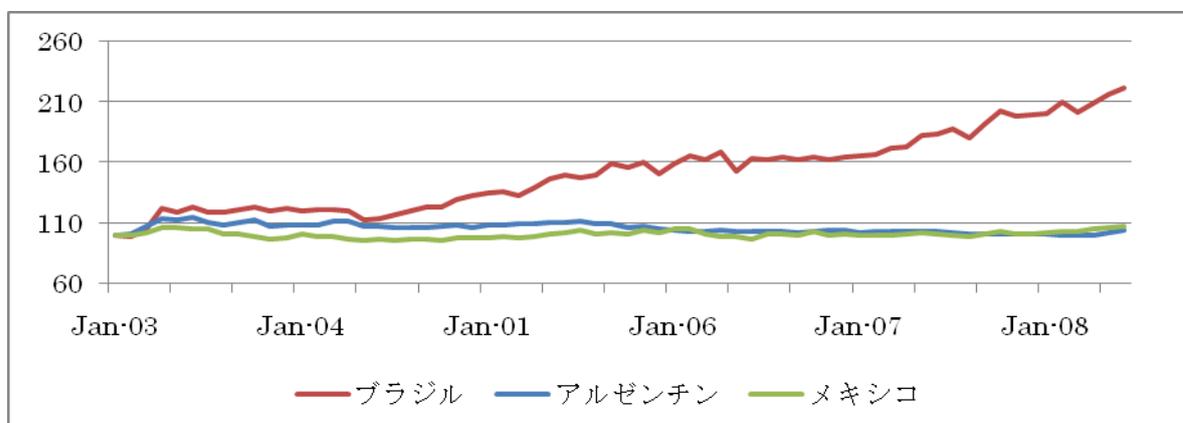
ブラジル、アルゼンチン、コロンビア3か国共にファンダメンタルズの改善、景気回復の持続と企業収益の改善、相対的高金利などを背景に海外からの資金流入が続いている点で共通している。国内の景気・インフレ対策は金利政策を中心に対応する一方、資本流入の増加がもたらす問題には、為替介入と不胎化、並びに各種の規制変更を中心に対応してきた。

国別に見ると、ブラジルでは対外投資規制の緩和、アルゼンチンでは政府の実質上の価格統制によるインフレ抑制、コロンビアでは資本流入取引に対するコスト負担など、異なる政策対応が行われている。これらの政策はある程度の効果をあげた一方で、一部の政策は市場メカニズムを歪めているなどの批判が出ている。以下、各国別に概観する。

(1) ブラジル

対ドルの各国通貨相場はメキシコとアルゼンチンが総じて安定しているのは対照的にブラジル・レアルの上昇が著しく、03年末比で2倍上に上伸している（図8）。このためブラジルではレアルの急激な上昇がもたらす輸出競争力の低下を抑制するために、為替市場でのドル買い介入も大規模に行われた。介入によるマネーサプライの増加抑制のためには通常不胎化政策が取られるが（政府による国債売却）、ブラジルでは国内債の残高抑制が目標となっているため、不胎化政策には限界がある。

図8 対米ドル通貨相場の推移(2003年初を100とした指数)

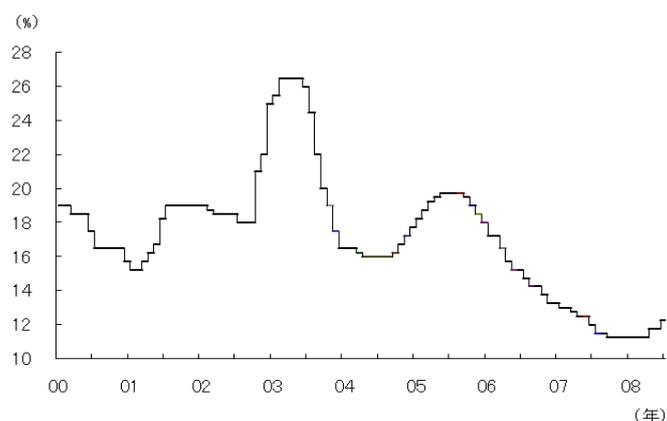


(出所) IMF の IFS、各国の中銀データより作成

国際商品市場での価格高騰ブームを背景に、鉱物資源の大きな埋蔵量を持ち、穀物生産大国である「資源大国」ブラジルには、海外から投資資金の流入が増え、リアル相場と株式相場が顕著な上昇トレンドを辿っている。とりわけ資本流入の要因として、同国の金利水準が中南米地域で最も高い（本年 6 月末現時点での政策金利は 12.25%）ことが指摘される。政策金利調整は、同国のインフレターゲット政策の枠組みの中心をなすもので、金利調整がインフレ率調整の手段となっている。

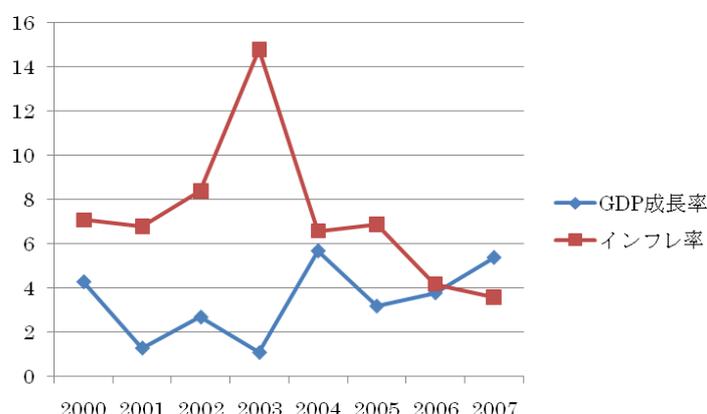
同国では2005年前半までの金融引締めの影響で2005年後半に入りインフレが沈静化に向かうと同時に、成長が減速したこともあり、2005年9月に中銀は政策金利の引き下げに転じた。これ以降、金融緩和政策を継続して、2007年9月までに累計で8.5%の金利引き下げを行った（19.75%→11.25%）。しかしながら、2007年に入ってから堅調な成長を続ける中でインフレ圧力が再燃、07年10月に中銀は約2年間続けてきた政策金利の連続引下げ策停止を発表。更にインフレ圧力が一段と高まってきたことから、08年4月及び6月に政策金利の引き上げが行われた（図9）。このように同国の金融政策は、成長率とインフレ率のバランスをとりながら、金利政策が運営されてきた（図10）。

図9 ブラジルの政策金利の推移



(出所) ブラジル中銀のデータより作成

図 10 ブラジルの GDP 成長率とインフレ率の推移

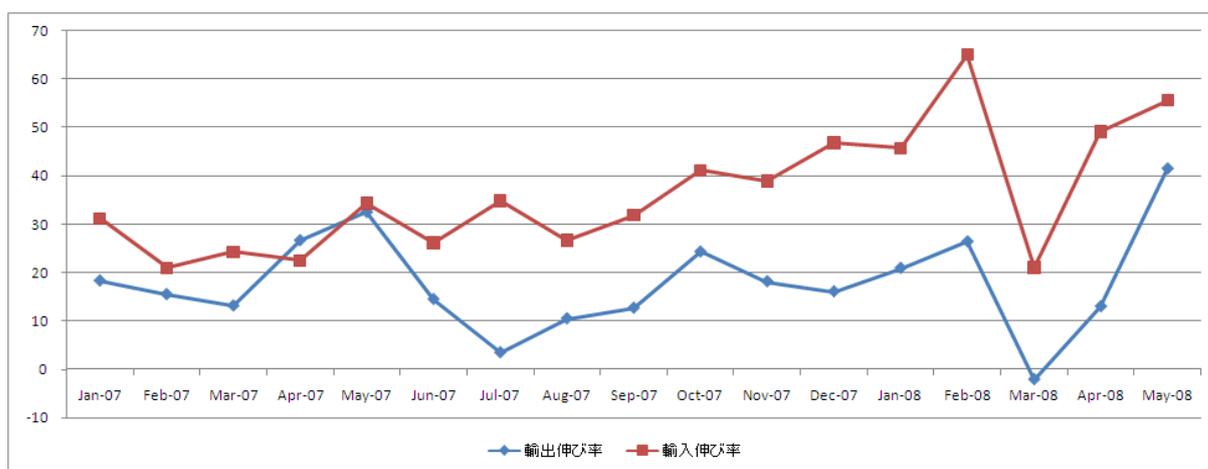


(出所) IMF の World Economic Outlook (2008 年 4 月)のデータより作成

一方、海外からの資本流入の増加と為替相場の上昇に対しては、投資信託の対外投資規制の緩和によって居住者の対外投資を促進することで資金流入の圧力を緩和する措置が取られている。現時点では国内景気は好調であり、景気に多少のブレーキをかけつつインフレを抑制するという現在の局面では、金利引き上げにより政策運営は総じてうまく行われている。

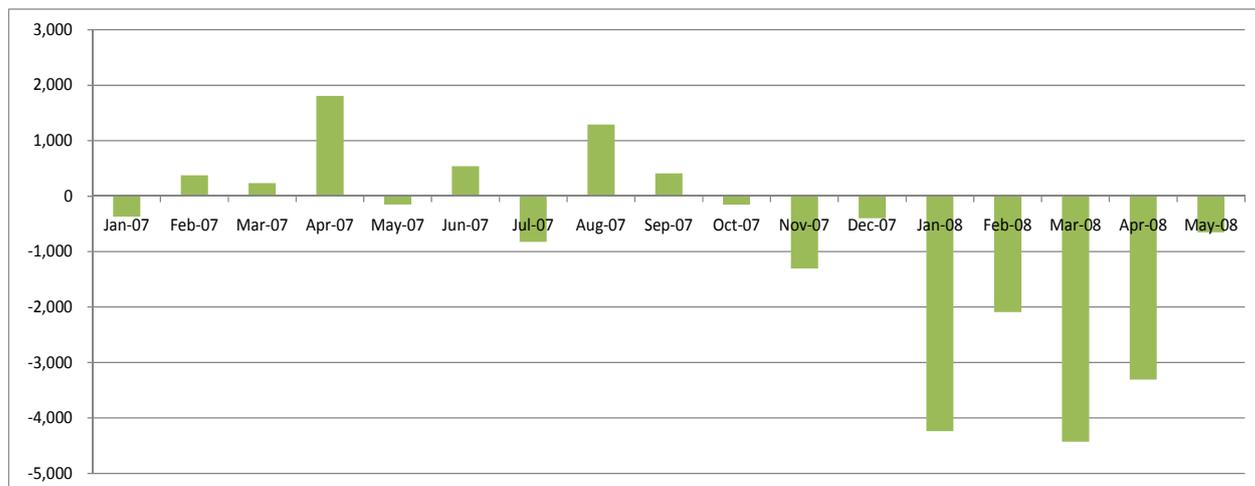
しかしながら、対外収支面では、既に見た通りの 03 年以降の顕著なレアル相場の上昇と国内の好調な消費を背景に、輸入が輸出を大きく上回るペースで増加し、03 年から 06 年まで黒字となった経常収支は 07 年末頃から一転して赤字幅を拡大している。(図 11、図 12)。

図 11 ブラジルの輸出入の伸び率の推移(2007 年以降の月次ベース)



(出所) ブラジル中銀のデータより作成

図 12 ブラジルの経常収支の推移（2007 年以降の月次ベース）（単位は百万ドル）



（出所）ブラジル中銀のデータより作成

また、財政収支面では、プライマリー収支ベース（金利支払い前）は安定した黒字を維持しているが、金利支払い後のベースでは依然としてマイナスであり、総公的債務の GDP に占める割合も減少はしていない。（表 2）

表 2 ブラジルの財政関連の指標（単位は全て%）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
総公的債務/GDP	64.9	64.9	70.4	65.4	67.4	65.5
政府財政収支（ノミナル）	▲ 3.6	▲ 4.6	▲ 5.1	▲ 2.7	▲ 3.3	▲ 2.3
政府財政収支（プライマリー）	3.7	4.1	4.3	4.7	4.8	4.3

（出所）ブラジル中銀のデータより作成

ブラジルでは従来からエタノールの利用で注目されてきたが、これに加えて近年新油田の発見等で原油輸出国へ転じたこともあり、「資源大国」としてブラジル投資人気はますます高まっている感がある。しかし近年のリアル相場高のトレンドが今後継続する場合、為替レートの過大評価により資源国の輸出産業の価格競争力が削がれることで産業の成長が抑制される「オランダ病」を懸念すべき局面へ移行する可能性があるかもしれない。

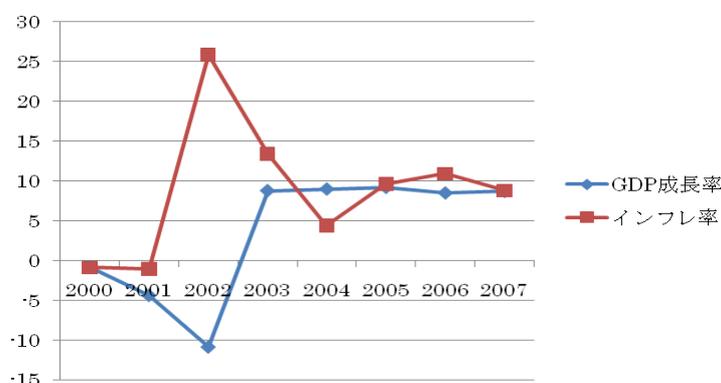
オランダ病：1970 年代末～80 年代前半のオランダの危機的経済状況に対する呼称である。この時期のオランダでは、第 1 次石油危機後、天然ガス輸出収入の増大があり、これを原資に高いレベルの社会福祉制度が構築された。しかしながら、天然ガスの輸出増加によるギルダー相場の上昇が、

輸出産業、輸入競争産業の成長を抑制、同時に高い水準にセットされた財政支出により財政赤字が急拡大する状況に陥った。

(2) アルゼンチン

同国は金融危機を脱した 2003 年以降、堅調な内需を中心に 9%前後の高成長を継続した。為替レートは継続的に介入が行われる事で安定的に保たれ、不胎化政策も取られてきた。ただし、労働コストの上昇、エネルギー供給の制約など生産面でのボトルネックを主因にインフレ圧力も 10%近く、相対的に高い水準にある (図 13)。

図 13 アルゼンチンの GDP 成長率とインフレ率の推移



(出所) IMF の World Economic Outlook (2008 年 4 月)のデータより作成

2006 年 1 月の IMF への融資全額返済以降、政府は国内の主要な生産部門と協約を交わして半ば強制的な形での価格引き上げの抑制を求めるなど市場メカニズムによらない形でインフレ抑制を行ってきた。この措置の効果もあってインフレ率は 10%程度の水準に抑えられてきたものの、価格メカニズムを歪める政策として企業からの不満も強く出ていた。2007 年末に発足したフェルナンデス政権は、現在まで前キルチネル大統領の路線を概ね踏襲してきている。しかしながら、食料・燃料価格の世界的な上昇の中でインフレ圧力が国全体で更に高まっている中、今までのような価格統制によるインフレ抑制は次第に難しくなっている。

具体的には、食糧を輸出から国内の供給に回して国内でのインフレ圧力の高まりと食糧不足を緩和するという目的のために、政府は本年 3 月に大豆等の穀物への輸出税引き上げを決定した。これに対して、農作物の輸出に携わる中小零細農家を中心となって農産物運送の交通妨害を始めるなど、農業関係者の抗議運動が激化している。また 4 月にはルストウ経済生産相が就任からわずか 4 か

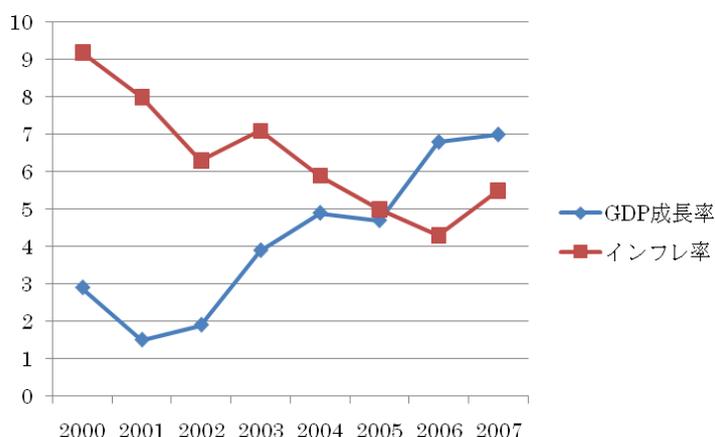
月で辞任した。これは政権内の経済政策の不一致が原因と見られている。

2003 年以降、政府は債務再編による債務返済負担軽減、通貨金融危機によるペソ相場の大幅な水準調整（下落）、インフレ抑制などを背景に景気回復の持続を実現した。大幅な元本削減を伴う債務再編や企業統制によるインフレ抑制といった同国政府の強権的な手法には根強い批判もあるが、高い成長率の持続を背景に債務危機によって大きく喪失した内外の信認を回復してきた。しかしながら最近では政策運営へのマイナス材料も相次いでおり、今後政策運営は次第に困難さを増すものと見られている。

(3) コロンビア

コロンビアは 2003 年以降堅調な経済成長を続けている。政策金利が中南米ではブラジルに次いで高い水準であること（現在の政策金利は 9.75%）、国内治安も改善していることを背景に、海外からの資金流入が増加した。このような状況で景気の維持とインフレ抑制のバランスを取りながら（図 14）、金利調整の運営を行ってきた。

図 14 コロンビアの GDP 成長率とインフレ率の推移



（出所）IMF の World Economic Outlook (Apr 2008)のデータより作成

コロンビアでは急激な資本流入への対応として取引へのコスト負担措置を取った。2007年5月より、中央銀行は海外からの短期資金流入に対して総額の40%を中央銀行に強制預託することを義務付けた。本年5月には、海外からの流入資金が最低2年間国内にとどめることを義務付けた他、流入資金の中銀への預託比率を40%から50%に引き上げるなど、資本流入規制を更に強化する措置が取られた。

資本取引に対して直接コストを賦課して資本移動を規制する方法としては、ト

ービン税の構想が古くから知られている。また中南米における過去の事例としてはチリの「エンカヘ」が知られている。チリでは1991年に短期資金の流入による通貨高に対応するため、1991年に外貨借入に対して20%の強制預託を求め、エンカヘを導入した。しかしながら、1990年代後半になると資金流入圧力は減少し、一転してチリへの資金導入促進のため2001年に同制度は廃止された。

また最近ではタイが2006年末に資本規制を導入した事例がある。タイではチリのエンカヘの事例も参考に検討を重ね、外資流入規制を導入したと言われる。しかしながら、株式市場への影響が大きく、直ぐに撤回を余儀なくされた。

コロンビアでは、1990年代(1993年から1998年まで)にも短期資本の流入に対してコスト負担する政策を取ってきた経験がある。しかしながら他国での過去の事例が示すように、急激に資金が流出する潜在的なリスクも抱えており、こうした規制策で資金移動の管理を持続できるか不透明と言うべきであろう。

3. ブラジルにおける SWF 設立構想を巡る議論

最近の外貨準備高の急速な積み上げを背景に、先般ブラジル政府はソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)設立構想を発表した。しかしながら、この政府の構想を巡っては、ファンドの設立の是非、目的、資金源をめぐって国内で反対意見を含めて多くの議論を呼ぶ事となった。意見対立の背景には同国経済の長期的な安定性に関する見解の対立があると言えよう。

(1) 中南米における SWF

これまで1980年代後半に設けられたチリの銅のファンド FCC(Copper Compensation Fund)、1990年代半ばに設けられたコロンビアの石油 FAEP(Oil Saving and Stabilization Fund)等、SWFに相当する組織が設立された事例は古くから見られる。しかしながら、これらは主として一次産品の価格変動に備えるための価格安定化基金(Stabilization Fund)として位置付けられた。一方で、現在の関心の対象となっている各国のSWFは、組織としての独立性が高いこと、投資対象が国内の資産ではなく海外の資産が中心であるなどの点で価格安定化基金とは異なる。

中南米地域においては、現在以下の表にある5つのSWFが存在する(表3)が、他地域のSWFと比較すると規模も小さく、影響力も限定されていると言える。

表 3 中南米の SWF の概要

国	名称	設立年	規模 (単位は10億ドル)
チリ	Economic and Stabilization Fund	2006	10
メキシコ	Oil Income Stabilization Fund	2000	3
ベネズエラ	National Development Fund	2005	15
ベネズエラ	Macroeconomic Stabilization Fund	1998	1
トリニダード・トバゴ	Heritage and Stabilization Fund	2007	1

(出所) “A Scoreboard for Sovereign Wealth Fund”(Edwin M. Truman, Peterson Institute for International Economics, Oct 19, 2007)の表 1 より作成

(2) ブラジルにおける SWF 創設をめぐる議論

このような中で近年の内外の信認の回復が著しく外貨準備高を急速に積み上げていたブラジルの動向に関心が集まった。ブラジルに SWF を創設する構想は昨年秋頃に構想として浮上していたものの、政府が設立構想を発表したのは本年 5 月になってからである。発表の段階では資金源・目的が明確にされていなかったことから、そのあり方を巡って様々な議論が起こった。

中東やアジアを始めとして多くの国では経常収支の黒字で蓄積した外貨の運用の多様化として SWF が位置付けられ、ブラジル政府も当初は外貨準備高の一部を使うことを念頭に置いていた。同国財界でも、積み上がった外貨をブラジル企業の海外進出や海外投資の支援のために充当すべきと言う意見が強かったと言う。

一方で、中銀は SWF の資金源として、将来的に大量の資本流出が起きた時の備えのために外貨準備を使わずに財政余剰のみを充てるという保守的なスタンスを保持した。具体的には、政府が設定した財政上のプライマリー収支の目標を上回って蓄積された余剰資金（国内通貨）で主としてドル買い・リアル売りの市場介入を行い、こうして生じる外貨（ドル）は SWF の資金源に充てることを想定している。現在、リアル高が続く中で、財政の余剰資金を為替の介入資金として使い、それで得た外貨は将来のためにファンドで運用しておくという考え方である。財政の余剰資金を歳出に回さずに外貨に転じてプールすることで、国内のインフレ圧力の緩和につながるという効果もある。

当初の政府の構想では外貨準備高の一部を使うことも想定されていたが、政府は中銀に譲歩し、とりあえずは財政余剰資金を資金源とすることで SWF 設立に係る政府案はまとまった。他方で、ブラジルでは現在新しい油田の発掘が進み

石油輸出国に転じつつあり、将来の石油収入もファンドの資金源として見込まれることとなっている。ただし、政府案は7月初めに議会で提出されたが、このSWF創設が政府案通りに具体化するかは現時点では未だ不透明である。

(3) 長期的な安定性を巡る意見の相違

ブラジル経済への内外の信認は大きく改善しているが、一方で将来的に資金フローが急変した場合や資源価格が下落した場合の脆弱性も残っている。ブラジルでSWFの資金源・目的をめぐって政府、中銀、財界等の中で考え方の対立が見られたこと、将来の経済の安定性の見方についての相違を反映していると言えるだろう。

既に見たように内需拡大とリアル高で経常収支は急速に赤字に転じた。海外からの投資マネーの流入増加はリアル相場と株価など資産価格の上昇をもたらしている。しかしながら、高騰する資源価格の大幅反落、投資マネーの巻き戻しなどが起こった場合には、ソブリン・スプレッドの急騰などを伴い経済全体が再び不安定化するリスクも残っている。そうした事態も視野に入れた場合、外貨準備、政府の対外資産をどのような形態と規模で保有すべきかについて、中銀を含めた政策当局の間にコンセンサスの形成が難しいことを象徴していると言えようか。

以上

Copyright 2008 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：03-3235-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

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