

ポスト資源ブーム時代のラテンアメリカ経済

桑原 小百合

はじめに

一次産品価格の高騰、いわゆるコモディティー・スーパーサイクル（2003年頃からの約10年間）の終息にともない、ラテンアメリカ諸国は転換期を迎えた。ラテンアメリカの実質GDP成長率（以下、成長率）は2015～2016年、33年ぶりに2年連続のマイナスを記録し、その後の回復は緩慢になると予想されている。経済停滞の長期化を回避するための政策提言や取組みは、すでに国際機関や専門家、各国政策当局から数多く出されており、関係機関の実施能力、政策・改革の実効性が試される段階に来ている。

本稿では、世界経済の現況を確認したうえで、そのラテンアメリカへの影響と各国の政策対応を整理し、政策課題について検討する。経済規模、データ入手可能性、一次産品部門の重要性にканがみ、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー⁽¹⁾を中心に論ずることとする。

1 金融危機後の世界経済

2008～2009年の世界金融危機を境にラテンアメリカを取り巻く経済環境は激変した。主要先進国の非伝統的な金融緩和政策はグローバルな金融システムの崩壊を防いだが、財政出動をはじめとする経済回復への努力にもかかわらず、潜在

成長率と実際の成長率（実質GDP成長率、以下同）は低下し、デフレ懸念は払拭されていない。このような状況をラガルド国際通貨基金（IMF）専務理事（Christine Lagarde）は「新たな凡庸（new mediocre）」と呼び、そのリスクに警鐘を鳴らした。しかし、先進国における「趨勢的な成長の停滞（secular stagnation）」[Summers 2016; IMF 2014a, 18-19]の要因はいまだ解明されておらず、有効な処方箋はできていない。

危機の震源であった米国は先進国のなかでは回復が早く、連邦準備制度理事会（FRB）は2014年1月に量的緩和の規模縮小（テーパリング）を開始し、10月で量的緩和策を終了した。さらに、2015年12月には危機後初の利上げを実施し、金融政策の正常化を進めている。ただし、金融市場の動揺の頻発や世界経済の回復の遅れから、そのスピードは当初見通しより遅れている。一方、欧州中銀と日銀はマイナス金利の導入に踏み込むなど、緩和スタンスを強めている。先進国グループ内の金融政策の方向性の相違と先行き不透明感は、金融市場のボラティリティー（変動率）を高める一因となっている。

新興・途上国に目を転ずると、危機後、主要先進国が金融緩和策への依存を高めた結果発生した国際金融市場の過剰流動性を背景に、高収益を求める投資資金は、一次産品、新興国資産、先進国企業の高利回り債といったリスク資産に向かい、

これらの資産価格は高騰した。その結果、多くの新興国が今や資産バブルと与信・投資ブームの反動に直面している。一部の新興・途上国の脆弱性が高まるなか、国際金融市場を通じてショックが他の新興国や先進国に波及するようになった。とくに世界第2位の経済大国（ドル建て名目GDP）、最大の貿易国（貿易額）となった中国の影響が大きくなっている。世界の金融システムにおける重要性も高まった。国際金融面では、中国政府は人民元のSDR（特別引き出し権。IMFが加盟国に配分する国際準備資産）通貨バスケットの構成通貨採用をめざし、金融・国際資本移動の自由化を漸進的に進めてきた。この結果、中国は直接投資、証券投資、その他投資に関しても主要な国となりつつある⁽²⁾。IMF [2016]は、中国の純粋な金融ショックの波及は今のところ限定的だが、今後中国の国際的な金融統合が進むにつれ、中国経済の動向が世界の金融市場に及ぼす影響は強まると予測している。

以上のような国際経済・金融情勢を踏まえ、第2節では一次産品価格のラテンアメリカ経済への影響、第3節では国際資本フローのラテンアメリカ経済への影響を分析する。

2 一次産品価格とラテンアメリカ経済

(1) 成長率

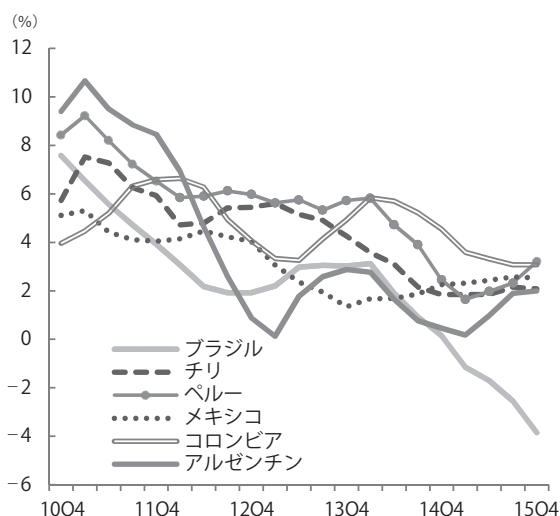
2016年のラテンアメリカの成長率は、前年に続きマイナスとなる見通しで、2年連続のマイナス成長は累積債務危機に陥った1982～1983年以来的のこととなる。地域全体のGDP（名目ドル建て）の35%を占めるブラジル経済の落ち込みが主因で、他の国ではブラジルのマイナスを補うほどに力強い成長が見込まれない。景気の下振れ（図1）を受けて2016年の予想成長率は総じて低下し

ている。中期的な成長率見通しも下方修正されてきており、IMF [2016]は、地域全体の成長率が2003～2013年（年平均）の4%から2016～2021年には1.9%へ低下すると予測している。

成長率低下の共通の要因は、一次産品価格の下落を主因とする交易条件の悪化である[IMF 2014b, 49-56]。一次産品価格指数は2011年をピークに下落傾向をたどり、2014年下期からエネルギーを中心に下げ足を速めた。2015年の一次産品価格指数は、近年のピークであった2011年の水準を42%下回った。とくに原油価格の下落は大きく、ピークの2012年からの下落率は52%となった。これにともないラテンアメリカ主要国の交易条件指数は2012年以来下落を続けた（図2）。

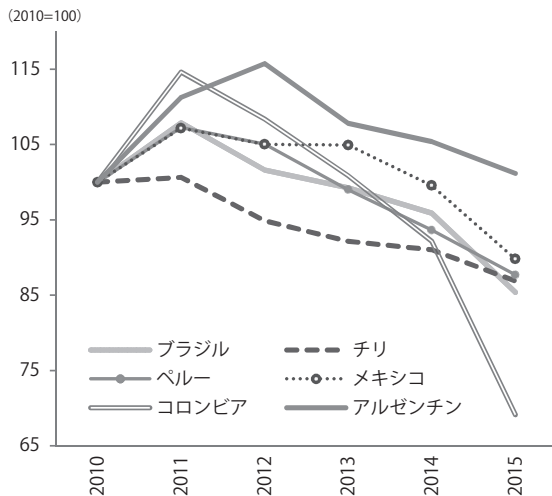
交易条件の悪化は、おもに民間投資を通じて成長率へ影響を及ぼしている⁽³⁾。一次産品価格の下落により企業のキャッシュフローが減少するとともに、将来の収益見通しも悪化し、投資が抑制されるためである。一次産品価格が持続的に下落すると、一次産品部門からの需要が減る部門の投

図1 実質GDP成長率（前年同期比、4半期移動平均）



（出所）各国統計。

図2 交易条件指数



(出所) CEPAL, CEPALSTAT, 各国統計。

資も縮小し、その結果、潜在成長率と実際の成長率がともに低下すると考えられる。ラテンアメリカのなかでは、チリとペルーで、銅価格と民間投資、成長率の相関性が高い。この2カ国では、2000年代半ば以降の銅価格上昇を受けて、大規模鉱山の新規開発プロジェクトや拡張プロジェクトが開始された。しかし、近年の銅価格の下落と鉱山開発プロジェクトサイクルの一巡から、鉱業投資の伸び(実質、前年比)は2014年、2015年に大幅なマイナスとなった(ペルーでは2014年-9.9%、2015年-9.8%)。

ラテンアメリカ諸国の近年の投資低迷の背景には、制度変更(チリの税制改革、メキシコの財政改革等)や政治イベントといった各国の国内事情もある。政治イベントの例としては、コロンビアの2011年の統一地方選挙、メキシコの2012年の大統領選挙が挙げられる。選挙や政権交代の前後は先行きの政策の不確実性が強いいため、民間投資の手控えや予算執行の遅れが生じやすい。ブラジルでは、国営石油会社を舞台とする同国史上

最大の汚職事件と大統領の弾劾問題に起因する内政の混迷が、経済に大きく影を落としている。政治危機と国内外経済の不確実性が相まって、2014年以降、民間投資は落ち込んでいる。

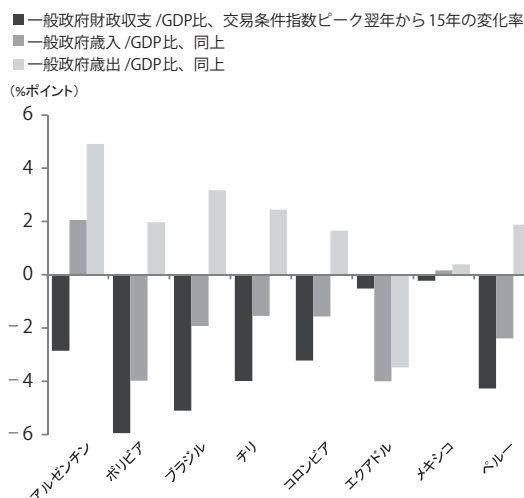
一次産品価格の下落は、企業業績の悪化にともなう労働市場の軟化、通貨安やインフレによる消費者心理の冷え込みをもたらし、個人消費をも抑制している。純輸出は、資本財輸入の落ち込みなどにより、成長率に対してプラス寄与に転じている国が多いが、内需の鈍化を補うほどではない。

(2) 財政収支

財政収入の一次産品価格変動に対する感応度は、一次産品部門の種類と規模、オーナーシップ構成、税制等に左右される。ラテンアメリカでしばしばみられるように、一次産品部門が国営企業で支配されている場合、国に税、ロイヤルティーのほか配当が支払われるため、感応度が高くなる。なかでも、石油・ガス、鉱物の輸出国で⁽⁴⁾、一次産品関連収入の重要性が高く、その価格変動への感応度が高い。財政収入は、一次産品部門との直接的なリンクのほか、当該部門とその他の部門の相互関係、財政ルール、為替レートの柔軟性などにも影響を受けると考えられている[IMF 2015c, 52]。

ラテンアメリカ諸国の財政状況(一般政府、GDP比)を交易条件指数のピークの翌年と2015年で比較すると(図3)、総じて、一次産品価格の下落と景気減速を背景に歳入が減った一方、景気対策の実施等から歳出は増加し、収支は悪化している。収支悪化の度合いはブラジルとボリビアが大きい。ブラジルでは、一次産品価格の影響は小さく、景気減速にともなう税収の落ち込みと、社会支出や利払いの拡大による歳出の増加が財政赤字を急拡大させた。一方、エクアドルでは歳入

図3 交易条件指数と財政指標



(出所) IMF *Fiscal Monitor*, October 2015.

(注) 交易条件指数のピーク年は、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルーが2011年、その他は2012年

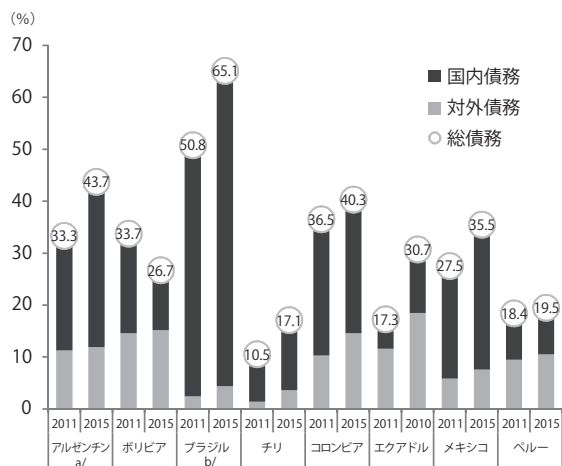
と歳出がともに大きく減少したため、小幅な収支悪化にとどまっている。

財政収支の悪化を反映し、政府債務は拡大している。国連ラテンアメリカ・カリブ経済委員会 (Comisión Económica para América Latina y el Caribe: CEPAL) によると、政府債務のGDP比率はラテンアメリカ19カ国平均で2002～2003年の58%から2008～2011年には29%程度へ低下したが、その後緩やかに上昇し、2015年は35%弱となった。コモディティー・スーパーサイクル前の水準を下回っているとはいえ、各国通貨の主要国通貨に対する減価もあって、とくに対外債務GDP比が大きく上昇している [CEPAL 2016]。国別では、ブラジルの政府債務が急増しており (図4)、その持続可能性に懸念がもたれている。

(3) 経常収支

一次産品価格の変動がその純輸出国の経常収支

図4 中央政府債務/GDP比



(出所) CEPALSTAT より作成。

(注) a/ 公的部門 b/ 一般政府

に及ぼす影響は、財政への影響と同様、各国の貿易構造等により多様である。輸出価格の大幅な下落は直ちに貿易収支を悪化させるが、時とともに貿易収支は改善に向かうと考えられる。これは、柔軟な為替相場制度のもとでは支出転換効果および所得効果により、固定的な為替相場制度のもとではおもに所得効果が寄与するためである。なお、支出転換効果とは、通貨下落によって、国内需要が、割高になった輸入品から割安になった国内品に代替されることにより、輸入が減少し、輸出需要は逆に高まること、また所得効果とは、国民所得の減少にともない輸入が減退することである。サービス収支は、貿易や所得の減少により輸送や旅行等サービス支払が受取以上に減少することで、また、第一次所得収支は、外資系企業の利益・配当の支払いが受取以上に減少することで、それぞれ改善すると考えられる。

ラテンアメリカ主要国の経常収支の調整はきわめて緩やかで、比較的高水準の赤字 (以下、GDP比) が続いてきた。コロンビアでは、内需が

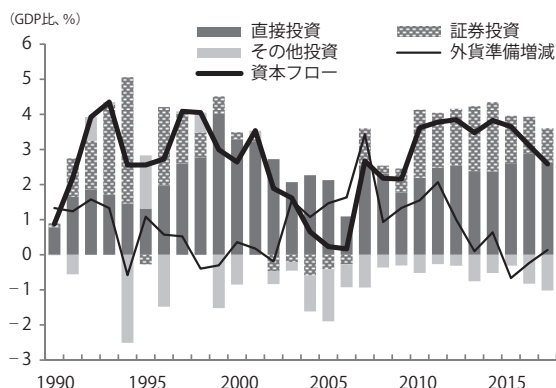
底堅く推移してきたことや、2014年下期以降、輸出の5割強を占める原油の価格が大幅に下落したこと、経常赤字は6%まで高まった。ペルーの経常赤字は2013年以降4%前後で高止まっている。ブラジルの経常赤字は、内需の冷え込みの割には高水準であったが、2015年上期の4.5%程度をピークに縮小する兆しをみせている。チリの経常赤字は、2013年上半期の4.2%から、2015年上半期には1.0%へと大きく縮小した。鉱業セクターを中心とする投資の落ち込みから資本財輸入が減少したことに加え、原油をほとんど産出しないため、原油価格の下落が輸入の減少と貿易収支の改善に寄与した。工業製品が輸出の約9割を占めるメキシコの経常収支は、一次産品価格変動の影響が比較的小さく、赤字は2013年以降2%前後で安定している。

3 国際資本フローとラテンアメリカ経済

(1) ラテンアメリカへの資本フロー

ラテンアメリカへの資本フロー（直接投資、証券投資、その他投資合計額のGDP比）は、2007年の2.7%から、2008～2009年には世界金融危機の影響を受けて2.2%へと鈍化したが、2010年には回復し、2015年まで3.7%程度前後で推移した（図5）。この間の直接投資は2.5%程度と底堅く、証券投資（おもに債券）投資は拡大した。証券投資は、テーパー・タントラム⁽⁵⁾の際に流出する局面があったものの、2013年通年では前年を上回り、2014年も拡大した。しかし、2015年には、8月の人民元ショック等の影響を受けて各国とも証券投資の流入が大幅に減少したほか、一部の国では直接投資も減少した。もっとも、1980～1990年代にみられたような多額の資本流出と、それに関連した金融危機や債務危機の兆候はこれまでのところみ

図5 中南米への資本フロー



（出所）IMF *World Economic Outlook Database*, April 2016 より作成。2014 年以降は見込み。

（注）非居住者による国内資産の購入（対内投資）から居住者による国外資産の購入（対外投資）を差し引いたネット資本フロー。プラスは流入超、マイナスは流出超を示す。外貨準備増減はプラスが増加、マイナスは減少を示す。

れない。コモディティ・スーパーサイクルの間、ラテンアメリカ諸国が、金融システムの安定を目的とした金融監督体制・プルーデンス規制の整備、資産と負債の通貨ミスマッチ（外貨建て負債額が外貨建て資産額を上回る状態）の抑制、外貨準備の積み増し⁽⁶⁾、財政政策の枠組み強化等を進め、外的ショックに対する耐性が増したことが背景にあると考えられる。

(2) 政府、銀行セクターのリスク

国外への大規模・急激な資金流出は、外貨建て負債を抱える政府や企業の債務不履行リスクを高める。そのリスクを経済主体別にみると、政府については、各国政府が借入先を国内にシフトさせてきたこと、国内発行の自国通貨建て国債への非居住者による投資が拡大したことから、外貨建て債務の比率は低下してきた。新興国全体で、非居住者による自国通貨建て国債の保有高は2014年末に6000億ドル相当（外貨建ても含めると約3兆ド

ル)と、2007年末から約3倍に増加したとみられている。とくに、主要先進国の金利が歴史的な低水準まで低下した2010～2012年に急増した。この背景には、新興国の信用力の改善のほか、世界の投資家が資産運用のベンチマーク(基準、参考)としている指数⁽⁷⁾に新興国通貨建て国債が組み入れられたことがある[Arslanalp and Tsuda 2015]。なお、非居住者が一斉にこれらの国債を売却すれば、国内金利の急騰や通貨の急落につながるリスクがあることに留意が必要である。外貨建て国債については、メキシコ政府が100年債まで発行するなど償還期間が長期化しているため、借り換えリスクは低下している。

銀行セクターについては、総じて、資金調達をおもに国内預金で行っており、国際金融市場への依存度は低い。また、プルーデンス規制により自己資本比率や不良債権比率、流動性比率、外貨ポジションは適切な水準に維持されている。ブラジルとメキシコの監督当局は、銀行規制の国際的統一基準であるバーゼルIIIの導入を2019年までに完了する予定であり、アルゼンチン、コロンビアもバーゼルIIIの導入に取り組んでいる。

(3) 民間企業のリスク

民間企業については、外貨建て債務の急増にともない、通貨ミスマッチによるバランスシートの悪化⁽⁸⁾および外貨繰りのひっ迫といった、1997年のアジア通貨危機や先の世界金融危機でみられたような事態を懸念する声が多い⁽⁹⁾。ラテンアメリカの企業部門の財務データや外貨建て資産・負債に関する包括的な情報は入手困難であるが、各国中銀の金融安定性報告書等によると、通貨ミスマッチのリスクは総じてコントロールされている模様である。

ブラジルの2015年12月時点で企業の総債務残高に占める対外債務の比率は35.8%、外貨建て

債務のGDP比率は22.7%であった[BCB 2015, 27-29]。このうち7.8%はナチュラル・ヘッジされている⁽¹⁰⁾輸出企業の債務、3.3%は国内金融市場で為替ヘッジを行っている債務、2.5%は海外親会社からの借り入れ、5.0%は海外資産を保有する企業の債務であった。外貨建て債務の約82%は何らかの為替ヘッジを行っていたことになる。

チリでは、ペソの減価によりバランスシートが影響を受ける可能性がある企業の比率(総資産ベース、公的企業および鉱山会社を除く)は、2009～2012年に10～20%であったが、2013年以降は10%程度で安定している[Bcch 2015, 23-25]。

コロンビア中銀は、コロンビア・ペソが対ドルで2015年半ば時点から4割減価した場合、資本の毀損^{きそん}が30%超に達する企業は428社であり、これらの企業への銀行貸出の合計は、国内銀行の民間企業への総貸出の3.2%にとどまるため、通貨下落によるシステミックなリスクは抑えられているとしている[Banrep 2015, 27-29]。

メキシコ中銀によると、民間企業債務の過半は外貨建てであるが、長期・固定金利のものが多。また、2014年後半以降の急速なペソ安を受け、企業は債務の資本化や外貨建てからペソ建てへの転換、海外資産の売却、投資プロジェクトの延期等に努め、為替変動リスクを抑えている。ただし、一部の企業は利益拡大の見込みがないまま対外債務を増やしており、今後一段と通貨安が進んだ場合の財務への影響が懸念されている[Banxico 2015, 50-54]。

ペルーでは金融システムのドル化率が高く、政府・中銀は脱ドル化を進めてきた。ペルー中銀によると、企業向け信用のドル建て比率は2013年6月の54.4%から2015年9月には38.5%へと低下した。2013年から2015年までのソルの減価にともなう損失から多くの企業の収益は低下してい

るが、収入に占めるドル建ての比率が高い一部の企業のなかには、財務状況が改善したものもある[BCRP 2015, 34-45]。

以上のように、国際資本フローに関するリスクはおおむねコントロールされてきたようだが、2015年には、外貨準備というバッファは減り(図5)、資本流入は鈍化した。国際収支危機の発生が危ぶまれている国もある。ラテンアメリカ諸国が政策枠組みをより改善するための課題は依然として多い。

4 政策対応

(1) 財政政策

財政政策については、ラテンアメリカ諸国は、2008～2009年の世界的な金融危機の際には財政出動を含む景気対策を打ち出し、危機の影響から早期に回復することができた。しかし、その後財政再建が十分に進まないまま資源ブームが終息し財政状況は悪化、緊縮政策をとらざるを得なくなっている。歳出の効率化に取り組んだり、ソブリンウェルスファンド(政府が出資・運営する投資ファンド)の活用による歳入補てんを打ち出したりする国もあるが、2015～2016年の予算規模を縮小(歳出削減)する国が多く、短期的に実行可能な策として、国営企業や政府の投資が削減され、景気を下振れさせる要因となっている。とくにボリビア、ブラジル、エクアドル、パナマでは、2015年に資本支出が大きく削減された[CEPAL 2016, 18-19]。チリ、ペルーは、公共投資拡大を柱とする景気対策を打ち出したものの、2016年の予算では規模を縮小させている。メキシコは2015年、2016年と2年連続でGDP比0.7%の歳出削減計画(うち半分は国営石油Pemex分)を発表した。しかし、2015年は計画どおりに実施されな

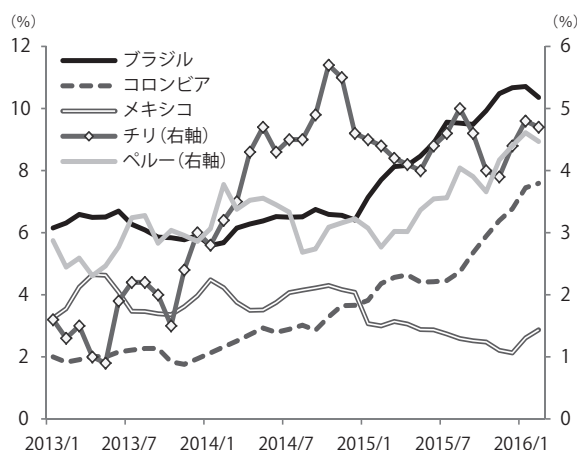
かった。官僚主義や歳出の非効率性、政治的合意が原因とされる。コロンビアも2015年にGDP比0.7%の予算凍結(うち0.4%は投資)を計画した。

こうした状況が続くことは、財政運営上、持続可能性に問題があると考えられる。歳出面では、支出の費用対効果や公平性に配慮した配分の見直し、公共投資や行政サービスの民間委託など、歳入面では国営企業の株式放出、長期的に歳入水準を引き上げるための税制改革等が必要である。CEPALは、景気循環抑制的な財政政策を強化し、その効果を永続させるための「第二世代の財政ルール」を提案している[CEPAL 2016, 25-26]。1990年代末から2000年代初めにかけての財政危機の教訓から、大半の国は財政ルールに基づく政策運営を行うようになっているが、一次産品価格の低迷が長期化、あるいはさらに悪化することが確実な状況下では、財政ルールを根本的に変える必要が出てくる。ルールに基づく財政政策と裁量的な財政政策を適切に組み合わせることや、財政再建の対象から乗数効果(景気浮揚への影響)の大きい道路建設等の投資を外すこと、およびそのための特定財源の確保、プライマリー経常支出の伸びの抑制、景気循環を緩和するための基金創設といった案が出されている。

(2) 金融政策

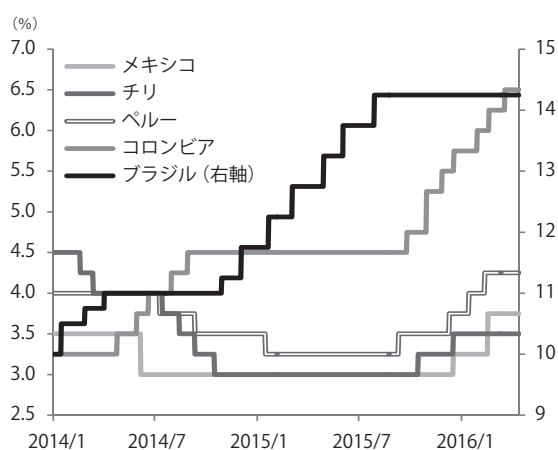
金融政策も景気循環増幅的になっている。他の新興経済地域では、デイスインフレ(インフレ率の低下)や景気減速に対応して、利下げする国が多いが、ラテンアメリカ諸国は、通貨下落が一因で総じてインフレが加速し(図6)、利上げに転じている(図7)。インフレターゲットを採用しているブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルーのうち、消費者物価指数上昇率が目標圏内に収まっているのはメキシコのみである。メキシ

図6 消費者物価指数上昇率（前年同月比）



（出所）各国統計。

図7 政策金利



（出所）各国中銀。

コではインフレのリスクは後退しているが、メキシコ中銀は急激なペソ安が金融市場の混乱を招くことへの懸念から、米国に追随して2015年12月に利上げし、2016年3月には単独で大幅な利上げを実施した。ラテンアメリカ主要国の中銀が、継続的な利下げへと方向転換する余地は小さい。

チマーク指数に連動する投資家の存在感が高い国は、財政・金融面の健全性を確保していくことはいうまでもなく、外貨準備を多めに積み上げる必要がある。

（3）国際資本フローへの対応

マクロ政策面の新たな課題としては、国際資本フローにおける投資信託の拡大が、証券投資を通じた新興国間の伝播経路の重要性を高めてきていることへの対応が挙げられる。米国の金融調査会社EPFRによると、投資信託を通じた新興・途上国の資本フローは、2015年に大幅な流出超となった。ラテンアメリカのなかで、流出額が大きかったのはブラジルとメキシコである¹¹⁾。投資信託のなかでも、ベンチマークとなっている指数に連動して売買するファンドは、投資対象国の財政・金融面の健全性や成長力よりも、国際金融情勢に応じた群集行動をとる傾向が強いといわれ、投資先の外貨流動性リスクを高めている¹²⁾。ベン

5 インフラ投資、地域統合、経済多様化

ラテンアメリカ地域が潜在成長率、成長力を高めるための課題として従来から指摘されてきたことは、サプライサイドのボトルネックを緩和し、生産性の伸びを促進することに的を絞った政策・改革の推進である。具体的には、インフラ（とくに輸送・物流インフラ）の整備、各種規制の緩和を通じたビジネス環境の改善、地域統合の推進、グローバル・バリュー・チェーン（GVC）¹³⁾への参入促進、人的開発の促進、企業への投資資金供給を拡大するための金融改革などが挙げられている。

とくに、短期的に実現可能性が高く、効果が期待できるのはインフラ投資である。ラテンアメリカ諸国のインフラの質がアフリカと並び低いことは、世界経済フォーラムなどの競争力調査で

明らかにされている。多くの研究者が、ラテンアメリカ地域の成長率を高めるにはGDP比5%以上のインフラ投資が必要であることを示しているが、実際の比率は、ラテンアメリカ主要5カ国の過去35年の年平均が2.7%、16カ国の2008～2013年の年平均が3.7%であった[IDB 2016]。財政資金が制約されるなかでは、質の高いインフラ・プロジェクトを策定し、民間資金を呼び込んでいかねばならないだろう。

もう一つ重要なのは、経済統合の推進（広域FTAへの参加、二国間FTAの拡大等）とグローバル・バリュー・チェーンへの参加を通じた輸出の拡大および国際競争力の強化である。新興・途上国は、FTAを拡大し多国籍企業を誘致して、企業のグローバル・バリュー・チェーンへの参加を促すことにより、産業の多様化と発展を実現することができる。ラテンアメリカ諸国の経済統合のレベル、企業のグローバル・バリュー・チェーンへの参加度はアジアに比べ非常に低い水準にとどまっている^[4]。

ロドリゲスとウォン[IMF 2015b]は、ラテンアメリカ地域の低成長（一人当たり実質GDPの低迷）の要因を、経済の多様性と複雑性の低さ（輸出の少数品目への集中、輸出品の非高度化）にあることを示した^[5]。多様性と複雑性が高いほど、外的ショックに対する耐性は強まって輸出収入が安定し、知識・技術が高度化して生産性が向上すると考えられる。経済の多様化・高度化には、本節の冒頭で述べたような改革を着実に進めることが求められている。

おわりに

本稿では、おもに2014年以降の交易条件ショックと国際資本フローの変調がラテンアメリカに及ぼしてきた影響を概観し、これらのショックへの

政策対応について考察した。

外的ショックの成長率へのインパクトは、世界的な金融危機のそれを上回り、1980年代の累積債務危機に匹敵する。しかし、世界的な金融危機の際とは逆に、ラテンアメリカ諸国の政策当局は財政・金融政策の引き締めを余儀なくされている。景気への悪影響を抑えつつ、財政・政府債務の持続可能性を確保していくには、歳出・歳入両面での改革の実施が必要である。

国際資本フローに関するリスクは、外貨準備の増しや政府および民間部門の為替リスク管理の強化等により、おおむねコントロールされてきた。ただし、投資信託を通じた新興国投資のおもな受入れ国は、投資家心理の急変による外貨流出リスクにさらされていることから、強固な経済ファンダメンタルズを維持し、外貨準備を多めに積み上げていくことが望ましい。国際金融市場の動揺は今後も頻発する可能性が高いため、その他の国の政策当局も、国際資本フローを注視し、外貨流動性リスク、為替リスクの管理に努めていくべきであろう。

長期的な問題は、中国経済の投資・輸出中心から消費中心への構造転換にともなう成長率低下に、ラテンアメリカ諸国がいかに対応していくか、である。従来から指摘されてきたように、潜在成長率を高めるための政策・改革を推進し、経済を多様化・高度化していくことが課題である。

サイクルである以上、いずれ一次産品価格が高騰するときに再来するのかもしれないが、それまで長期経済停滞により、この10年あまりの経済社会発展が無に帰することがあってはならない。やるべきことは明確であり、着実な実行が求められている。

（本稿は2016年4月15日時点で入手可能な統計、情報をもとに執筆した。また、本稿における意見は、筆

者個人のものであり、所属する団体を代表するものではない)

注

- (1) 6カ国の名目GDPは、2014年のラテンアメリカのGDPの約85%。
- (2) 中国の実質GDP成長率(年平均)は、2006～2011年の11.0%から2012～2014年には7.6%へ低下した。中国政府は、世界金融危機後の大規模な景気対策により生じた不動産・株式市場のバブル、企業の過剰設備・過剰債務の処理に追われるなかで、経済のソフトランディングと持続可能な成長の実現に向けた構造転換、すなわち、生産要素の大量投入に依存した高度成長から、産業の高度化や生産性の向上、消費主導による持続可能な安定成長への移行を模索している。その結果としての需要減退は一次産品、とくにハード・コモディティー(エネルギー、基礎金属等)の価格下落をもたらした。また、原油、銅等は他の金融商品の相場との関連性も高めている。たとえば、2015年8月、中国人民銀行が人民元の実質的な切り下げを実施したことが金融市場を揺るがした。この際、ヘッジファンド等によるドル買い・原油売り・株売りをセットにする動きが強まったといわれる。2016年1～2月にも、人民元の下落と、世界的な株価、原油およびその他の一次産品価格の下落が同時進行した。
- (3) 新興国・地域のなかでは、ラテンアメリカのほかCIS諸国(バルト三国を除く旧ソ連構成国)で、一次産品輸出価格と民間投資の連動性がとくに強い[IMF 2015a, 55-65]。
- (4) 石油・ガス関連の財政収入GDP比(2005～13年)は、ボリビアとエクアドルでは約10%、コロンビアでは5%に達している。金属生産国ではこれよりやや低く、チリでは5%程度、ペルーでは2%程度。
- (5) 2013年5月にバーナンキ前米連邦準備制度理事会議長が量的金融緩和の段階的縮小開始を示唆したことを契機に発生した国際金融市場の動揺。
- (6) 外貨準備高の適正水準を示す指標の一つである短期対外債務に対する比率(最低同水準必要)は、2014年末で、チリが2.1倍、ブラジル3.0倍、ペルー5.6倍、メキシコ1.4倍、コロンビア1.9倍、アルゼ

ンチン1.4倍(アルゼンチン以外は1年以内に期日到来する債務。ペルーは15年予測値)。

- (7) 近年、新興国への投資形態として、ベンチマークを採用した投資信託(投信)、とくにインデックスファンドと称される投信が拡大した。これらの投信は、価格がベンチマークに連動するよう、資産構成をベンチマークと同様にしている。このため、インデックスファンドの拡大につれ、ベンチマークとなっている指数に組み込まれた新興国国債への非居住者による投資が増加した。なお、おもな新興国国債指数はJ.P. Morgan Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM), Barclays Emerging Markets Local Currency Government Index, Citi Emerging Markets Government Bond Index (EMGBI)で、いずれも投資対象の格付け基準はない。グローバル国債指数はBarclays Global Aggregate Index (Global AGG), Citibank World Government Bond Index (Citi WGBI)。メキシコ国債はすべての指数に組み込まれている。
- (8) 資産は自国通貨建てで負債は外貨建てが多い企業の負債が通貨下落により膨張し、当該企業が債務超過に陥るような状況。
- (9) IMFによると、新興国企業の社債発行残高2008年から2014年の間に約5倍に増加し、GDP比は49%から74%へ上昇した。その三分の一はドル建てであるため、米国の金利上昇やドル高で債務返済負担が膨らみ、返済、借換えが困難になるケースが増える可能性がある[IMF 2015d, 83]。
- (10) 資産と負債、あるいは、収益と費用の外貨建て比率を同程度とすることで為替相場変動リスクを抑制する。
- (11) 2015年のラテンアメリカ債券ファンドの流出超額は約130億ドル、国別ではブラジルが57億ドルと最大で、これにメキシコの25億ドルが続いた。株式ファンドの流出超額は86億ドルで、国別ではブラジルが39億ドル、メキシコは36億ドルであった。国内資本市場の規模が大きく流動性が高い両国には、2014年まで多額の資金が流入した。メキシコでは為替・資本取引規制がほとんどなく、新興国通貨のなかでメキシコ・ペソが最も取引高が高い通貨であることが、外国投資家の投資を引き付ける要因となってきた。しかし、リスク回避の動きが強

- まると、新興国資産のなかでも売りやすい資産として、メキシコ・ペソ、メキシコ国債の売り圧力が強まる傾向がある。
- (12) たとえば、テーパー・タントラムが発生した2013年第2四半期に、非居住者によるメキシコへの投資は前期比245億ドル減少し、このうち140億ドルが証券投資で、その大部分は投資信託を経由したものとみられている [Xiao 2015, 3]。
- (13) グローバル・バリュー・チェーンとは、製造業などにおける生産工程が内外に分散していく国際的な分業体制のこと。工程間分業が海外に広がり、原材料や部品、資本財などが各国間で取り引きされる現象は、1990年代以降の東アジアおよび東欧で発生したとされる。
- (14) Blyde [2014] によると、GVCの参加度合いを示す指標の一つである産業内貿易指数は、1985年から2010年の間に、アジア大洋州では94%上昇し、ラテンアメリカでは35%上昇した。Blydeらは、このほか、付加価値貿易、直接投資、サービス貿易の統計を用い、ラテンアメリカの参加度合いは他地域に比べて総じて低いと評価している。ラテンアメリカのなかでは、メキシコと中米が進んでおり、南米諸国は遅れている。
- (15) 地域ごとのExport Diversification Index (DIV) と Economic Complexity Index (ECI) を推計している。ラテンアメリカの両指数は1970年代以降、先進国および新興アジアの水準を大幅に下回った。ラテンアメリカのDIVは、70年から2000年にかけて上昇したが、その後低下した。また、ECIは70年から90年まで停滞し、その後低下した。国別では、とくにブラジルのECIの低下が顕著である。なお、13年時点でECIが最も高いのはメキシコで、これにパナマ、ブラジル、ウルグアイ、コスタリカと続いている。

参考文献

- Arslanalp, Serkan and Takahiro Tsuda 2015. “Emerging Market Portfolio Flows: The Role of Benchmark-Driven Investors.” *IMF Working Paper* WP/15/263, December.
- Banrep (Banco de la República) 2015. *Reporte de Estabilidad Financiera, Septiembre*.
- Banxico (Banco de México) 2015. *Reporte sobre el Sistema Financiero, Noviembre*.
- BCB (Banco Central do Brasil) 2015. *Relatório de Estabilidade Financeira*, Volume 15 Número 1.
- Bcch (Banco Central de Chile) 2015. *Financial Stability Report* Second Half 2015.
- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú) 2015. *Reporte de Estabilidad Financiera, Noviembre*.
- Blyde, Juan S. (Coord.) 2014. *Synchronized Factories: Latin America and the Caribbean in the Era of Global Value Chains*. Inter-American Development Bank.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) 2016. *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe 2016: las finanzas públicas ante el desafío de conciliar austeridad con crecimiento e igualdad*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- IDB (Inter-American Development Bank) 2016. “Time to Act: Latin America and the Caribbean Facing Strong Challenges”, *2016 Latin American and Caribbean Macroeconomic Report*. Inter-American Development Bank.
- IMF (International Monetary Fund) 2014a *World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties, October 2014*.
- 2014b “After the Boom - Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean,” *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, April 2014*: 49-56.
- 2015a “Recent Investment Weakness in Latin America: Is there a Puzzle?” *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, April 2015*: 55-65.
- 2015b “Long-Run Growth in Latin America and the Caribbean: The Role of Economic Diversification and Complexity,” *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, April 2015*: 67-77.
- 2015c “The Commodity Price Bust: Fiscal and External Implications for Latin America,” *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, April 2015*: 43-53.
- 2015d *Global Financial Stability Report, October 2015*.
- 2016 *World Economic Outlook: Too Slow for Too Long, April 2016*.

Magud, Nicolás and Sebastián Sosa 2015. “Investment in Emerging Markets: We Are Not in Kansas Anymore...Or Are We?” *IMF Working Paper* WP/15/77.

Summers, Lawrence H. 2016. “The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do About It,” *Foreign Affairs* Volume 95, Number 2: 2-9.

Xiao, Jasmine 2015. “Domestic and Foreign Mutual Fund in Mexico: Do they Behave Differently?” *IMF Working Paper* WP/15/104.

(くわばら・さゆり／公益財団法人国際金融情報センター・ラテンアメリカ部長)