

ブラジルは

危機を回避できるか

浜 口 伸 明

1 忍び寄り影

レアルプランの成功の下で経済復興が完全に成ったかに見えたブラジルであったが、今年後半になって再び国際金融界の衆目を集めることになった。8月に起こったロシアの債務不履行宣言が引き金となって、ブラジルから資本逃避が続き、2カ月余りの短期間で700億ドルを超えていた外貨準備が、1995年以来最も低い水準である400億ドル近くにまで激減したためである。

ブラジルについては、第1表で見られるように、経常収支赤字が過去3年間にわたって拡大を続けていたことがリスクを増大させていると認識されていたものの、外貨準備が十分であることが一定の信頼感を与えていた。それがまさに音を立てて崩れようとしていた。これ以上資本逃避が続けば、ブラジルは急速に国際収支危機に追い込まれ、1994～95年のメキシコ、97年のアジアと立て続けに新興市場（エマージング・マーケット）が危機に陥ったように、レアルの切り下げや債務返済停止に至ることが予想された。そうなれば、レアルプランの成功は水泡に帰し、ブラジルは「失われた80年代」に逆戻りするばかりか、周辺のアジア諸国ないしはブラジルへの投資を拡大しつつ

ある欧米諸国の金融不安へと飛び火し、世界恐慌に至るのではないかという懸念さえ口にされるようになった。

幸いにして、本稿執筆時点（11月末）では、ブラジルの国際収支状況は破綻をきたしていない。これには、国際通貨基金（IMF）が早い時点から支援を表明したことが大きく貢献した。ブラジル政府側としても、遅きに失して危機を招くことのないよう、IMFの支援を受け入れてこれを触媒として国際機関および先進国が参加する大型の資金援助パッケージを引き出す一方、進んで問題点にメスを入れる構造改革に着手した。

このように支援する側もされる側も早めに手を打って危機が発生するのを未然に防ぐという態度は意外に新しいものだ。従来IMFが乗り出すのは問題がかなり深刻化してからである。しかも、そこでIMFが処方する引締め政策は重体の患者を死に至らしめるようなものであると、最近のアジア危機をめぐってIMFが各方面から厳しく指弾されたのは記憶に新しい。そこで今回は、早期警戒と初期治療が重視されたのである。

ところで、この金融不安が発生したのは、10月4日の大統領選挙を控えた政治的に微妙な時期でもあった。大方の予想どおり、カルドーズ大統領

の続投がすんなりと決まったことも、情況の好転に一役買っていることは間違いない。背後にIMFの影がちらついていたことは現職にとって不利な材料であったが、忍び寄る経済危機の脅威が国民に政策の継続性を選択させたと言えるだろう。

しかし、手厚い資金援助によって短期的にブラジルが危機に陥る危険は去ったかもしれないが、それが持続的なものであるかどうかは、依然予断を許さないと云わざるをえない。その見通しは、ブラジル政府が公約している構造改革の成功の如何にかかっている。小稿では、この点を中心に国際金融不安の真っ只中にあるブラジル経済の現状と危機を乗り切るための短期的課題を整理してみよう。ブラジル政府がIMFに対して公約している財政赤字削減を実現するための「財政安定化計画」の内容についても詳しく紹介する。

2 経済政策と問題点

レアルプランは為替レートの固定化を前提としている。もっとも、「固定化」とは言っても完全に名目を為替レートを固定しているわけではなく、最近では毎月の平均為替レートが対前年同月比で7～8%切り下げられてきている。物価上昇率が年

間4～5%であるので、レアルは2～3%と小幅ながら実質減価していることになる。

自国通貨への信頼が崩壊してしまうハイパーインフレーションを経験したブラジルにとっては、安定した通貨を持つことは、物価変動を押さえるために何よりも重要であった。また、通貨価値の安定が維持されると信頼されれば為替リスクを考えなくてもすむので、国際金利よりも高いブラジルに潤沢に外資が流入することになった。

この政策を維持するためには、金融当局は決められた為替相場で必ずレアルとドルを交換することを保証しなければならない。そうでなければ、すぐに外貨の非公式な自由市場（いわゆる闇市場）が発生してそこでの交換レートは公式レートとかなり乖離したものとなるだろう。レアルプランのもとでは、公式レートと闇レートとの乖離が一貫して1割以下に留まっていることから、この政策が実にうまくいっていることが窺われる。

しかし、レアルプランが完全無欠でないことを理解するために、経済学で長年常識とされている法則を改めて思い起こしておく必要があるだろう。すなわち、「資本の出入りが完全に自由であるならば、為替レートの安定と金利の安定は両立しない」

第1表 国際収支

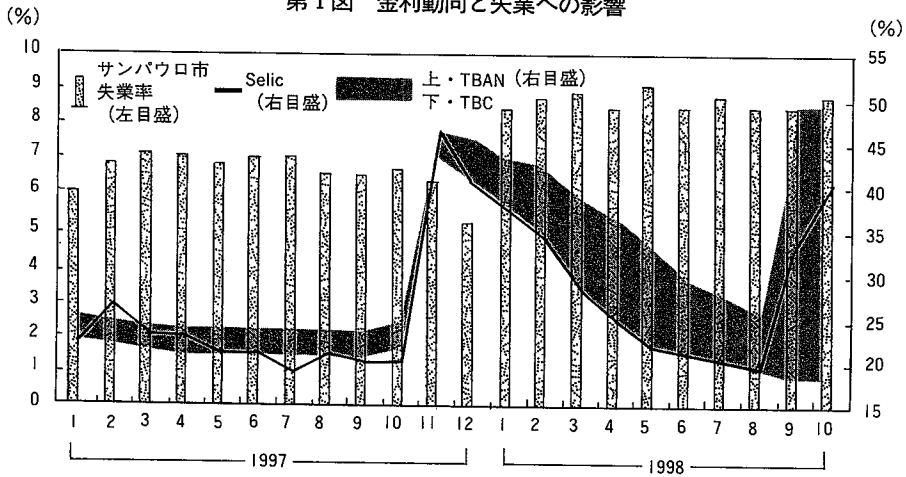
(単位：100万ドル)

	1994	1995	1996	1997	1998*
貿易収支	10,466	-3,352	-5,554	-8,364	-3,805
経常収支	-1,689	-17,972	-23,137	-33,437	-23,531
経常収支赤字/GDP(%)	-0	-3	-3	-4	-4
直接投資	2,241	3,285	9,976	17,085	17,969
ポートフォリオ投資	7,280	2,294	6,039	5,300	-472
融 資	49,558	17,688	27,008	49,135	50,502
元本返済	50,411	11,023	14,419	28,714	21,314
民 間	n.a.	n.a.	n.a.	12,806	16,965
政 府	n.a.	n.a.	n.a.	15,908	4,348
短期資本	909	18,834	5,752	-17,516	-23,854
その他の資本の動き	334	2,093	-2,109	260	-5,816

(注) * 1～8月。

(出所) ブラジル中央銀行。

第1図 金利動向と失業への影響



(出所) ブラジル中央銀行・ブラジル地理統計院 (失業率)。

ということである。例えば何らかの理由で資本が大量に逃避してしまった場合、為替レートが変動相場制であれば自国通貨が減価して外貨市場の均衡状態が取り戻される。一方、為替レートが固定されているならば、資本逃避によって国内通貨供給量が減少して国内金利が上昇し、それによって外貨流出に歯止めがかかる。したがって、為替レートと金利の両方を固定しておくことはできない。また、前者では金融当局は為替レートの水準にこだわらないので、自国通貨を買い支える必要がなく、したがって外貨準備を減らすことはない。これに対して、後者では、自国通貨の公式レートでの交換を金融当局が保証しなければならないので、防衛的なドル売りを強いられ、外貨準備の減少を招くという違いもある。

レアルプランのような固定レートに依存した政策が崩壊するのは以下のような二つのシナリオが考えられる。まず第1に、資本が逃避している状況にもかかわらず、国内信用を拡大して金利上昇を抑制してしまうような非整合的な政策対応が見られた場合である。1994年のメキシコではこのよ

うな状況が見うけられたことが指摘されている。第2に、金融当局が金利上昇を容認したとしても、そもそもこの国に対する信頼が失われてしまったために、資本逃避が止まらない場合である。いずれの場合にも、最終的には外貨準備が払底してしまえば固定レートの放棄に追い込まれる。世界経済環境の変化によって資本の流れる向きが急に変わってしまう昨今の状況は、レアルプランにとって非常に厳しいといわざるをえない。

以上の説明から明らかなように、外生的な資本市場のショックに対して、為替レートが固定されているブラジルでは、金利の引き上げによって調整が行なわなければならない。これまでのところ、こうした調整は整合的に行なわれている。中央銀行は、ブラジル経済の基本的な市場金利 Selic/Over を、公開市場操作と準備率の変更を通じたマネー・サプライの増減により調節している。さらに、市場金利に影響を与えるのは、金融政策の最高意志決定機関である政府の金融政策委員会 (Copom) が定める基準金利である。これは日本において日銀が定める公定歩合に相当し、中央銀行から民間銀

行への貸出に適用される。基準金利の変更は、金融当局が金利をどの方向に誘導しようとするかを示すアナウンスメント効果を持つ。ブラジルの場合は、基準金利が TBC (Taxa do Banco Central) と TBAN (Taxa Básica de Assistência do Banco Central) の 2 本建てで設定されており、前者が市場金利の下限、後者が上限を画している。

1997年の10～11月に香港の株安を発端としてアジア経済危機が深刻化すると、第2図で見られるように、ブラジルでも外貨の流出が流入を上回るようになって外貨準備が減少した。こうした変化に対して、ブラジルの金融当局は11月に基準金利を50%近くに引き上げた。これによって、年明けから資金流出が抑えられるとともに資本流入が促進され、98年中盤にかけて外貨準備が過去最大の700億ドルを超える水準にまで拡大していった。

このように、外貨収支上は、ブラジルは金利引上げによってアジア経済危機の余波をうまく乗り切っている。しかし、二つの意味でブラジル経済にボディブローのように効く影響をもたらしたことも、注意しなければならない。

その一つは、金利引上げによって、結果的に政府

債務の利払い負担が増大し、財政赤字を拡大させてしまったことである。このことは、連邦政府の利払いの合計が1997年に対 GDP 比で2.37%であったのが、98年(1～8月)では同5.17%に急増していることが第2表で示されている。このため、ブラジル政府は利払いを除きたいわゆるプライマリー収支を対 GDP 比で97年よりも0.06ポイント改善させて0.9%とわずかながら黒字に転じることで調整しようとしたが、全体の総合収支では対 GDP 比で6.33%と前年よりも赤字を拡大させてしまった。

二つめの影響として、再び第1図を参照すればわかるように、金利の引き上げが年明けからの失業率を押し上げるようなデフレ効果を生産サイドに与えたことを指摘しなければならない。

金融当局としても高金利の弊害は認めていた。したがって、公開市場操作により市中の流動性を拡大するようにし、1998年8月までの10カ月をかけて金利を97年の水準にまで漸進的に引き下げてきた。この金利引下げは外貨準備が高水準を続ける中で採られてきたものであり、適切であった。

しかし、8月のロシア通貨危機を発端にして、第2図で確認できるように資本流出が急増した。財政赤字拡大と失業の増大というコストを払いながらもなんとかアジア危機を乗り切ろうとしていたブラジルにとって、これは手痛い不意打ちであった。すでに景気後退が明らかになっているほど実体経済が深手を負っているなかで、再び金利の引き上げだけでブラジルがレアルの切り下げを回避しレアルプランを堅持しようとするれば、今度はその実効性に疑問が持たれるところである。

構造改革として何をすべきかははっきりしている。財政改革である。すなわち、外貨流出を減速させるために金利の引き上げは不可避であろうが、レアルプランの継続性に対する信頼が低下するがゆえに、それでも外貨流出が容易に止まらないか

第2表 財政赤字

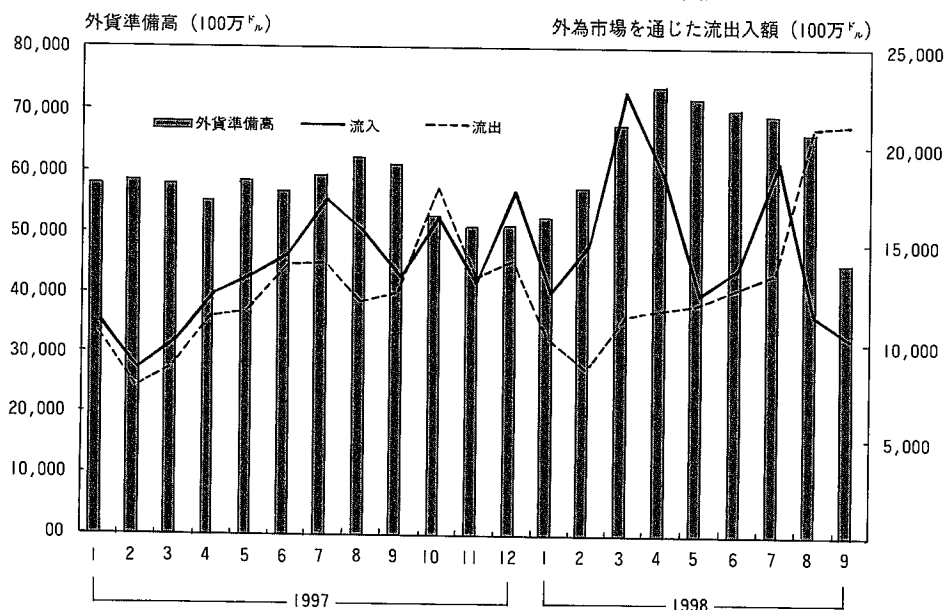
(%)

	1995	1996	1997	1998*
利払いを除くプライマリー財政収支	-0.27	0.09	0.96	-0.90
連邦収支	-0.52	-0.37	0.27	-1.14
州および市	0.18	0.54	0.74	0.25
国営企業	0.07	-0.08	-0.06	0.05
名目利払い	7.54	5.79	5.18	7.22
連邦収支	2.90	2.93	2.37	5.17
州および市	3.39	2.16	2.30	2.10
国営企業	1.25	0.68	0.51	-0.04
総合財政収支	7.28	5.87	6.14	6.33
連邦収支	2.39	2.56	2.64	3.98
州および市	3.57	2.71	3.04	2.34
国営企業	1.33	0.61	0.46	0.01

(注) マイナスは黒字。* 1～8月。

(出所) Ministério da Fazenda, Secretaria de Tesouro Nacional.

第2図 外貨の流出入状況と外貨準備高の推移



(出所) ブラジル中央銀行。

もしれない。その場合は、金融当局が十分な手持ち外貨を用意して防衛に備えることが必要であり、そのためにはIMFを含む国際的な支援が不可欠である。そうして時間稼ぎをしている間に財政改革を実行してレアルプランの信頼を回復しなければ、金利水準を旧に復することは難しいだろう。このソフトランディングのシナリオが崩壊し、国際収支危機に陥ってしまえば、その先がどうなってしまうかはまったく予想がつかないほどに混沌としてしまうが、長く深い不況を経験しなければならないことは確かだ。ブラジル政府は躊躇なくIMFに対して財政構造改革を公約とする金融支援を要請した。

3 ブラジルの危機対応

現下の金融不安に対するブラジル政府のこれまでの対応には、大きく五つの重要な進展が見られ

た。第1に、9月中旬に中央銀行の基準金利の大幅な引き上げが行なわれた。具体的には、中央銀行基準金利を市場金利の下限を示すTBCから、上限を示すTBANに変更し、そのうえでTBANが49.75%に引き上げられた(第2図参照)。この水準は2カ月間維持され、11月中旬に引き下げられたが、なお42.25%の高水準にある。今後は、高金利維持局面においてはTBANが、金利引下げ局面においてはTBCが基準金利として用いられることになり、金融当局の政策方針がより明確に市場に示されることになるだろう。

しかし、高金利でありながら資本逃避はすぐに完全に止む気配がなく、やはり今回の金融不安はブラジル経済に対する信頼の危機の問題に及んでいることが窺われた。ブラジル政府は、抜本的な財政改革の現案作りに着手し、カルドゾ大統領の再選確定直後の10月末に、後述する「財政安定

化計画」を発表した。同計画は、98年には対GDP比8%に上ってしまうことが予想されている財政赤字を99年には同4.7%とし、計画最終年の2001年には2.5%にまで削減する、とするものである。

第3に、11月5日に3年超しで可決された憲法改正案によって、公的年金制度が変更されることになった。これによって財政赤字の一つの原因となっている社会保障支出が削減されることになる。具体的には、年金支給の条件として最低年齢(男53歳、女48歳)の他に公的年金への支払い期間(男35年、女30年)を満たさなければならなくなったことや、公務員年金にも一般年金と同様の月額1,200レアルの上限が設けられるなどの措置であった。憲法改正を受けた実施細則の制定過程で、支払い期間の長期化と公務員特権の剥奪、さらには公的年金から民間年金制度に移行を促進するような明確な方針が打ち出されることであろう。

第4に、1999年の連邦予算規模を削減することが11月9日に明らかにされた。歳入面では、財政安定化計画に盛り込まれた暫定金融取引税や社会保険負担金の引き上げによって当初案よりも1.8%程度の収入の増加を見込んでいる。一方歳出では、全体の支出規模を当初案から2.2%削減して1,836億レアルとした。とはいえ、この歳出計画は98年予算の1,779億レアルから名目額で3.2%拡大しており、今年のインフレ率を3%台と予想するならば、実質でほぼ横ばいの数字である。

予算は、(1)憲法により定められた年金と地方交付金などから成る固定的支出と、(2)各省庁の事業予算によって構成されている。実際のところ、前者は当初案よりも約2%引き上げられており、支出抑制が可能になったのは、専ら、「操作可能な支出」と呼んでいる後者の支出を18%(86.7億レアル)削減したことによる。分野別に見れば、絶対額では保健・医療(10億レアル)、失業保険(6億レアル)、教育(5.7億レアル)といったいわゆる社会支出において削減が目立つが、これらはもともと予算規模の比較的大きな分野で、削減率でみれば、それぞれ6.6%、9.8%、12.3%に留まっている。それよりもばつさりと切られた感があるのが、運輸(13.3億レアル、42.8%)、計画省の開発投資(6.9億レアル、54.4%)、環境(5億レアル、47.4%)、農地改革関連(5億レアル、47.1%)、通信(1.7億レアル、45.5%)といった公共事業関連である。カルドーゾ政権は、“Brasil em Ação”(「行動するブラジル」)をスローガンに掲げて、教育・保健医療といった人的資本や道路、港湾等の物的インフラを整備するためにさまざまなプログラムへの支出を拡大しようとしていたところであった。1999年の予算はこうした施政方針を反映して拡張傾向にあった。それが経済危機の予兆が見られたことによって、こうした計画を当面棚上げせざるをえなくなったのである。なお、この歳出計画は債務利子の支払いを含んでいない。

このように矢継ぎ早に対応を打ち出してきたブラジル政府であるが、こうしている間にもIMFと頻繁に接触を持ち、緊急支援への合意作りを進めていた。そうして、総額415億ドルのブラジル救済パッケージが11月中旬にまとまった。機関別の支援額の内訳は、以下のとおりである。

IMF 180億ドル／国際決済銀行 145億ドル／
世界銀行 45億ドル／米州開発銀行 45億ドル

なお、国際決済銀行の融資については、米国、日本を含む20カ国の政府がこれを保証するために資金援助することになっているもので、実際は二国間援助を総合したものである。資金は11月20日のIMF理事会承認後、1月末までの3カ月間で合計200億ドルが実行されるという、異例に迅速な実行を目指している。

今回の対ブラジル支援は、通常IMFのパッケージ

ジに盛り込まれる適正な水準への為替レート調整、すなわち為替レート切り下げを要求せず、むしろこれを回避するために行なわれているという点でもまた異例である。今回の救済パッケージはブラジルが為替レート切り下げを回避するためのレアル買い支えの資金を供給するために、緊急にとりまとめられたものである。しかし、ブラジル経済のファンダメンタルズが変わらず信頼が回復しなければ、レアルに対する投機的アタックは収まらず、このような資金はすぐになくなって結局無駄に終わってしまう。したがって、これから実施される財政安定化計画とこの金融支援は一体のものである。今後ブラジルの経済政策はIMFの監視下におかれ、6カ月ごとに状況の確認と財政改革の進捗のチェックが行なわれていくとされている。

4 財政安定化計画

10月末に発表された財政安定化計画が含んでいる主要な内容は、以下のようにまとめることができる。

1. 支出削減

(1) 年金改革

前述の憲法改正による年金改革はこの財政改革の一部であり、これにより長期的に支出削減効果が広がっていくことが期待されている。

(2) 行政改革

実効性のないポストの廃止と余剰人員の解雇、および公務員給与の上限設定によって支出削減を目指す（下院はすでに通過している）。

(3) 財政安定化基金（FEF）の期限切れを1999年末から2006年末まで延長する。

FEFとは、憲法規定によって自動的に連邦政府が徴収する税の一定割合が地方交付金にまわされてしまうところを、あらかじめ20%を控除すると

いう制度である。本計画では、控除比率を40%に引き上げるとしている。

(4) 財政責任法

憲法163条で連邦、州、市の各レベルで財政均衡の責任をもたなければならないことが定められているが、この度この条文を実質的なものとするために、著しい違反に対する罰則規定を設けるよう法制化が行なわれる予定である。地方財政の赤字はすでに財政赤字の主要な部分を占めるようになっており、いかにこれをコントロールするかは重要な課題である。同時に、各行政単位において人件費を歳入の6割以下とするカマタ法の実施を徹底させる。

2. 税収面での改革

短期的な歳入増の効果をねらって導入される施策は以下のとおりである。

(1) 文民公務員について、給与が月額1,200レアルを超える現職と恩給受給者は社会保険費を9%ポイント引き上げる（現行の11%から20%へ）。

(2) 暫定金融取引税（CPMF）の税率を0.2%から1999年に0.38%に引き上げ、2000～2001年は0.3%にする。

(3) 社会保障分担金（CONFINS）の税率を2%から3%に引き上げる。これまで支払いが免除されていた金融機関からも徴収される。追加的に調整される分は法人所得税から控除される。

さらに、中長期的に徴税構造を簡素化して税行政の効率を上げるために検討を進める施策として、以下のものが上げられている。

(1) 州税である商品・サービス流通税（ICMS）と工業製品税（IPI）、および社会保険費を補填するための諸税（ISS, CONFINS, PIS）を廃止して、連邦政府が徴収する付加価値税を実施する。

(2) 大蔵省内に独立権限を持つ連邦歳入局を設

第3表 「財政安定化計画」で示された財政黒字
(プライマリー概念)の目標値
(対GDP比, %)

	1999	2000	2001
全 政 府 部 門	2.6	2.8	3.0
連 邦 政 府	1.8	2.0	2.3
州 ・ 市	0.4	0.5	0.5
国 営 企 業	0.4	0.3	0.2

(出所) *Folha de São Paulo*, 29 de outubro de 1998.

ける。

3. 財政改革の目標値

以上の内容を含む財政安定化計画において設置される目標値は、財政収支の中で国債に対する利払いを除いた、プライマリー収支と呼ばれる概念で定められている。政府としては、1999年の金利水準を21.8%と予測しさまざまな試算を試みているようだが、その先行きについては依然不透明なため、利払いを含んだ目標値は設定できない。利払いを含む財政赤字でプログラムの進捗を評価されては達成がより困難にもなる。IMFでもこの点は了解されており、第3表で掲げたような2001年までのプライマリー財政黒字の目標が置かれている。

5 ブラジルは危機を回避できるか

最後に、小稿の表題に戻って考えてみることにしよう。ブラジルは果たしてこの財政改革と国際的な金融支援で現下の危機を乗り越えることができるだろうか。

もちろん本稿の内容を持ってこの問いに答えることはできないし、実際に答えのない問題でもある。また、議会の承認を必要とする一連の改革がどの程度政府の目論見どおりに実施されるのかも必ずしも明らかでない。実際に、財政改革の一部である退職した公務員への社会保険料引上げについて

は、12月3日に下院で否決されてしまった。しかし、財政改革が強く打ち出されたことや、IMFがアジアでの失敗の轍を踏まないためにも早めの救済に乗り出したことはよい方向に向かっていると評価されるべきであろうと考える。すでに、市場の見方はブラジルがレアル切り下げに追込まれる危機は去ったと考えられている。不況にもかかわらず直接投資の流入額も史上最高となる公算が強い。

しかし財政に関しては、考慮すべき諸問題を残している。基本的に現在はブラジルの経済政策に対する信頼の回復が必須なのであるから、財政構造の中身の問題はさておいて、全体のパフォーマンスをいかに改善するかに注目すべきである。そのための最良の薬は、金利が下がって国債負担が減ることである。債務の構成をうまく転換してゆくことでも同じような効果が得られるであろう。逆にこれまでよく起こったように、財政の根本的な問題に取り組もうとして多くの利害が絡む憲法論争や地方との政治的な駆け引きに持ち込まれてしまって、改革が行き詰まることになっては、それこそ元も子もない。そういう難しい問題はより環境のよい時期に腰を据えてやられるべきである。IMFもこの点に固執するべきではない。

もっとも筆者は、そうした財政の構造的問題点を軽視するものではない。むしろ、これまでどちらかといえば中央官庁主導で諸政策が進められてきたブラジルにおいて、連邦と地方の間の分権化や財源をめぐる問題、すでに年金の問題で垣間見られているような公と民の間における役割分担の問題など、国のあり方を変える多くの重要な論点を含んでいる。今回の危機を契機として、そうした論争が進み、カルドーゾ政権第二期の期間中に実質的な進展が見られることを期待する。

(はまぐち・のぶあき／研究企画部研究事業開発課)