

ブラジルの「レアル計画」

インフレ抑制政策の成果と課題

西島章次

はじめに

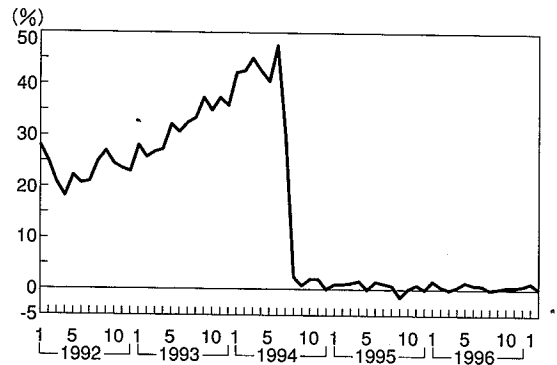
1990年代のブラジル経済は様変わりしている。80年代には対外債務とハイパー・インフレに苦しめられたが、いまやエマージング・マーケットとして世界から注目を浴びる存在である。90年代からのブラジルは、それまでの政府が市場に介入する経済運営を改め、「ネオリベリズム」(新経済自由主義)に立脚した戦略へと転換し、急速にマクロ的安定と成長率の回復を実現してきている。しかし、ブラジルのこうした政策転換は必ずしも順調なものではなかった。ブラジルでは90年のコロール政権から政策転換が図られてきたが、94年まで高インフレと低成長が継続し、他のラテンアメリカ諸国が良好な経済パフォーマンスを実現するなかで、あたかもブラジル一国のみが取り残されたかのようにマクロ的不安定を続けていた。

しかし、ようやくにして1994年7月に「レアル計画」と呼ばれる新しい安定化政策が実施され、この計画の実施とともに急激にインフレーションは沈静化し、現時点(97年4月)においても低いイ

ンフレ率が維持されている(第1図参照)。インフレ率は、93年の2709%をピークに、94年に910%、95年に15%、96年には9.3%へと推移している(第1表参照)。

マクロ的経済安定化、とくにインフレーションの抑制は、価格シグナルに基づく適切な資源配分を実現するために不可欠な要素である。インフレーションが高進すると、価格シグナルが正常に機

第1図 ブラジルの月間インフレ率



(注) 総合物価指数(IGP)による。

(出所) Banco Central do Brasil, Boletim, fevereiro 1997.

能しなくなるため資源配分が歪められる。この意味で、ネオリベリズムにのっとり市場メカニズムを機能させ、経済成長のダイナミズムを回復しようとするブラジル経済にとって、インフレ抑制は全てに優先する最重要の政策課題であった。

では、レアル計画と称されるインフレ抑制政策は、どのようなメカニズムでブラジルのインフレを瞬時にして沈静化させたのであろうか。そして、その低インフレは現在どのようにして維持されているのであろうか。また、今後も低インフレを持続させることが可能なのであろうか。本稿は、こうした問題に答えるために、まず1990年代前半における高インフレの特徴について検討し、次いでレアル計画のインフレ沈静化のメカニズムを考察する。続いて、現在実施されているインフレ抑制策の内容と問題点を明らかにし、最後に今

後の課題について議論する。

1 1990年代前半のインフレーション

ブラジルは1990年から94年にかけてきわめて高いインフレ率を記録したが、その特徴として以下の点が挙げられる^{*1}。(1)この時期、財政収支はほぼ均衡しており、財政赤字を補填する貨幣供給によって高インフレが生じたわけではないこと、(2)国債などの金融資産が高い流動性を持ち、それらが準通貨として機能することが流動性管理を困難としていたこと、(3)いわゆるイナーシャル・インフレ(慣性インフレ)の存在がインフレーションを継続させてきたこと、である。以下では、これらの諸点を念頭に置きながら、90年代のインフレーションについて検討する。

第1表 ブラジルの主要経済指標

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
GDP 実質成長率 (%)	0.3	-0.8	4.2	6.0	4.2	2.9
インフレ率 (%)						
総合物価	480.2	1,158.0	2,708.6	909.6	14.8	9.3
消費者物価	493.8	1,156.0	2,828.7	992.0	25.9	11.3
貿易収支 (億ドル)	105.8	152.4	133.1	104.7	-31.6	-55.4
輸出	316.2	357.9	385.6	435.5	465.1	477.5
輸入	210.4	205.2	252.6	330.8	496.6	532.9
経常収支 (億ドル)	-14.1	61.4	-5.9	16.9	177.8	-243.5
資本収支 (億ドル)	-41.5	252.7	101.2	142.9	298.2	323.9
外貨準備 (億ドル)	94.1	237.5	322.1	388.1	518.4	601.1
対外債務残高 (億ドル)	1,239.1	1,359.5	1,457.3	1,483.0	1,592.6	1,667.4
公的部門	946.3	934.4	906.1	873.3	874.6	847.7
民間部門	298.8	425.1	551.1	609.7	718.0	819.7
政府国債残高 (対GDP比, %)*	3.0	8.9	9.2	8.7	11.9	18.0
マネタリー・ベース (対GDP比, %)	1.4	1.2	0.8	3.2	3.1	2.6
公的部門財政赤字 (対GDP比, %)**						
オペレーショナル・バランス	-1.4	2.2	-0.2	1.3	4.9	3.9
プライマリー・バランス	-0.3	-2.3	-2.6	-5.2	-0.3	0.1

(注) *1996年については6月時点。**1996年については1～11月期。マイナス値は黒字を示す。

(出所) Banco Central do Brasil, *Boletim*, 各号; *Relatório*, 各号。

一般的にインフレーションが長期的に持続するには、財政赤字に基づく継続的な貨幣供給の増大が必要である。しかし、短期的には必ずしもインフレーションと財政赤字の間に厳密な関係が存在するわけではない。事実、高インフレであった1990年代には、大きな財政赤字は存在しない。ブラジルの場合、少なくともプライマリーな意味での財政収支は黒字であり、国債の利払いを含んだオペレーショナル収支も90年より94年までほぼ均衡していたといえる。この点は、86年から89年のオペレーショナルな赤字が、平均で5.2%であったことと対照的である。こうした事実は、ハイパワード・マネーの拡大要因にも反映されており、政府部門への信用(財政赤字へのファイナンス)はむしろマイナスであり、92年からの最大の拡大要因は旺盛な海外資金流入に対する中央銀行の外貨オペレーションとなっている。

ところで、財政赤字に起因する貨幣供給が重要でない状況で高インフレを説明するのは、いわゆる準通貨の存在である。ブラジルではインフレーションの高進とともに、インフレーションによる損失を回避するためのさまざまな金融資産が発展してきた。具体的には、国債、政府債券(以上の債券には価値修正付きのものと、そうでないものがあり、また時代的にもさまざまな変遷がある)や、金融投資ファンドなどの多様な金融資産である。これらの金融資産の特徴は、きわめて流動性が高いことであり、民間は現金もしくは当座預金の代わりにこれらの資産を保有しているといっていよい。例えば先進国の国債の償還期間が通常30年程度であるのに対し、1994年までのブラジルの国債はほとんどが30日程度であった。民間は日々国債の売買を行ない、オーバー・ナイトでの利鞘を稼いでいる。したがって、これらの金融資産は貨幣の代替物もしくは準通貨として機能しており、ある意味

で通貨当局がコントロールできない準通貨であり、貨幣供給のGDP比がきわめて低い状況での高インフレを説明する。93年にはこうした準通貨の規模は、マネタリー・ベースの約12倍に達していた。

ブラジルのインフレーションを説明するいくつかの要因は、イナーシャル・インフレ(慣性インフレ)の存在である。イナーシャル・インフレをもたらす要因として以下が考えられる。(1)ブラジルは長期間にわたり高いインフレーションが存在したため、人々の価格予想や価格設定行動にインフレ・マインドが定着しており、それがインフレーションを継続させてきた。また、過去のインフレ率に基づく賃金・価格インデクセーションが制度として広範にいきわたっており、インフレーションがビルト・インされている。(2)ブラジルは、国のサイズや長期間にわたる保護政策の実施から、基本的に閉鎖経済であるといえる。このため、価格設定における輸入競争の影響は比較的小さく、もっぱら国内的要因で価格が形成されてきた。(3)生産物市場や要素市場は、非競争的・寡占的であり、とくに価格の下方調整は硬直的である。

こうしたイナーシャル・インフレの問題点は、財政赤字の縮小だけではスムーズなインフレ抑制を困難とすることである。イナーシャル・インフレの存在は、価格の調整スピード(とくに下方への)が硬直的であることを意味し、厳格なオーソドックスタイプの金融・財政政策が実施されたとしても、価格の低下には時間がかかり、需要抑制の効果がもっぱら産出量の低下、失業の増大に反映される。このため、社会的な不安定化をもたらすことになればオーソドックス・タイプの安定化政策を持続させることが困難となる。ブラジルにおいて、過去にオーソドックス・タイプの安定化政策が幾度となく挫折し、またこのような社会的コストを伴わないと考えられた「クルザード計画」な

どのヘテロドックス・タイプの安定化政策が繰り返されてきた基本的理由である*²。

したがって、純粋にオーソドックスな安定化政策のみではインフレ抑制は困難であり、インフレーションのイナーシャをなくす必要がある。この意味で、1994年に実施されたレアル計画は、為替レートをノミナル・アンカーとして機能させることによってイナーシャをなくする試みであると捉えることができる。以下では、レアル計画のインフレ抑制のメカニズムを考えてみよう。

- * 1 Sachs, Jeffrey and Alvaro Zini Jr., "Brazilian Inflation and the Plano Real," *The World Economy*, Vol.19, No. 1, January 1996 を参照。
- * 2 西島章次『現代ラテンアメリカ経済論——インフレーションと安定化政策——』有斐閣 1993 年参照。

2 レアル計画

レアル計画では、瞬時にして高インフレを沈静化させるためにきわめてユニークな戦略が実施されている。まず1994年3月に、当時の通貨であったクルゼイロ・レアルでの価格表示と並行して、新しい価値単位である URV (実質価値単位) で計った価格を表示することを義務づけた。全ての価格タグには二つの価格が表示されることになる。URV は米ドル・レートにリンクし、常に $1\text{URV} = 1\text{ドル}$ が維持される。したがって、URV とクルゼイロ・レアルの関係は日々改定される。

URV 表示のポイントは、為替レートと諸物価がほぼ等しい率で変動しているのです。たとえインフレーションが存在しても URV 表示にすればほぼゼロ・インフレとなることである。すなわち、クルゼイロ・レアル表示では毎日のように価格は上昇するが、URV 表示ではほとんど変化しない。URV

の導入は、現実にはドル表示の導入にほかならず、後に為替レートを固定化して国内価格をドルとリンクさせる政策へのスムーズな移行を狙ったものである。

次のステップとして、1994年7月に新通貨レアルが導入された。すでに URV が経済全般に普及し、ドル表示ではインフレーションが存在しないことを民間が理解した時点で、新通貨レアルを導入し、レアルによる価格表示に転換したものである。1レアル = 1URV = 1ドルとし、旧通貨との交換比率は1レアル = 2750クルゼイロ・レアルであった。以後、為替レートは1レアル = 1ドルで基本的に固定されるため、ドル価格がインフレ率のアンカーとして作用し、諸物価は安定することになる。

ただしレアル計画では、為替レートを維持するためにレアル発行の保証として外貨準備の一部を充てることや、アルゼンチンの「カバレッジ計画」のような外貨の自由交換性は認めないなどの措置がとられている。また、為替レートは厳密な意味で固定化されたわけではなく、一定の幅において為替レートの小刻みな調整は認められ、また変動幅の中心レートも変更可能である。

ここで、為替レートを価格のアンカーとすることの意味をもう少し考えておこう。為替レートを固定化すれば、十分に対外的に開放された小国の場合、貿易財価格は世界価格に一致する。世界インフレ率は国内インフレ率より十分に低いはずであるから、少なくとも貿易財のインフレ率は世界インフレ率にまで低下する。一方、非貿易財に関しては、貿易財と非貿易財の相対価格の変化(非貿易財価格の相対的上昇)によって非貿易財が超過供給となるため、非貿易財の価格が低下し始める。かかる調整が進めば、非貿易財価格もいずれ世界インフレ率と等しくなる。これが為替レート・ア

ンカーに期待される長期的なインフレ抑制の理論的解釈である。

しかし、為替レート・アンカーに期待される役割はこれだけではない。ブラジルのように長期間にわたり高インフレを経験し、過去の度重なる安定化政策の失敗を経験してきた国においては、インフレ・マインドやインフレーションにともなう実質所得の損失を防ぐためのさまざまな行動が支配的となっているが、これらの行動に対してアンカーが直接的に影響すると期待されることである。さまざまな行動とは、インフレ予想の上方への改訂はスムーズであるが下方には硬直的であること、インフレ予想にブラック・マーケットの為替レートを指標とすること、フォーマルのみならずインフォーマルなインデクセーションを導入すること、ドル資産を保有することなどである。これらの行動自体が、いっそうインフレ率を高めるかインフレーションを継続させるイナershyaの原因であった。したがって、為替レート・アンカーは、民間に信頼される限り、価格の基準値を設定することによってかかる行動に直接的に働きかけ、イナershyaを払拭してインフレーションを瞬時に終息させると期待されるのである*3。

*3 西島章次「安定化・為替レートアンカー・クレディビリティ」（『国民経済雑誌』1996年2月号）。

3 インフレ抑制政策の現状

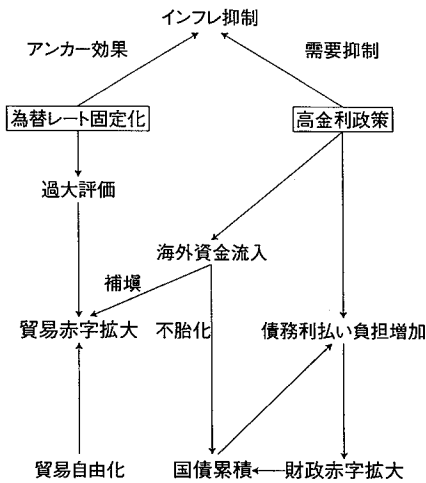
ところで、為替レートの固定化だけでは長期的なインフレ抑制は保証されない。すでに賃金などのインデクセーションの制度が1995年7月の措置で廃止されていることから、総需要管理がインフレ抑制を継続するための残された課題となる。金融・財政政策などの総需要政策が世界インフレ率

と整合的でなければ、いずれ固定化された為替レートと現実のインフレ率が乖離していき、実質為替レートの過大評価が生じる。過大評価が貿易赤字をもたらし、貿易赤字の持続が困難となれば、アンカー政策の維持も困難となる。このような事態となれば、アンカー政策への信頼が喪失していき、沈静化していたインフレ予想が再び高まり、安定化政策を挫折させることとなる。

インフレ率は1994年7月を境に急激に沈静化した後、現在まで低いレベルで推移している。では、どのような政策でアンカー政策への信頼性と需要抑制を維持しているのであろうか。政策の基本は、為替アンカーの継続と高金利政策である。こうした現在のインフレ抑制の状況を示したのが第2図である。アンカー政策の継続自体が政府のインフレ抑制へのコミットメントを示し、高金利政策は需要抑制を通じて非貿易財の価格抑制に用いられている。

しかし、ここで注意すべきは、アンカー政策と高金利政策の継続は、いくつかの制約条件のもとで可能となっている点である。為替レートの固定化は、完全にゼロ・インフレを実現しない限り、必然的に為替レートの過大評価をもたらす。総合物価指数でみると、1994年8月を100とすると96年末は135前後であるのに対し、為替レートは96年末には1ドル=1.039レアルであることから、30%近い過大評価である。為替レートの過大評価は、輸出財部門に競争力改善の圧力をもたらす、現実にもリストラや生産性改善の努力がなされているが30%の過大評価を相殺するに十分ではない。他方、輸入は貿易自由化ともあいまって急激に拡大しており、黒字基調であった貿易収支は赤字へと転落し、現在急激にその赤字幅は拡大しつつある。94年に105億ドルであった黒字は、96年には55億ドルの赤字となった。97年は100億ドル以上の赤字が見込まれ

第2図 インフレ抑制政策の現状と問題



(出所) 筆者作成。

ている。

こうした対外収支の赤字をファイナンスしているのが、海外資金流入である。いうまでもなく、高金利政策が、内外利子率格差を作りだし海外資金を誘因する重要な役割を担っている。1996年には324億ドルの資本収支の黒字が記録されている。したがって、十分な額の海外資金の流入が、為替レートの切り下げを伴わない貿易収支赤字の継続を可能としており、為替レート・アンカー政策を支えている重要な条件となっている。また、別の観点から見れば、こうした資金を供給している現在の国際金融情勢がブラジルのインフレ抑制を可能としていると解釈できる。

しかし、旺盛な海外資金流入はいくつかの問題点を持っている。まず、海外資金流入が貨幣供給の拡大要因となっていることである。不胎化政策をとらなければ巨額の海外資金流入は貨幣供給を増大させ、インフレ圧力となる。このため、この貨幣供給のコントロールには、国債の発行による

流動性の吸収が必要となる。こうした国債の市場操作の結果、ブラジルでは1995年、96年と国債残高が急激に累積しており、対GDP比は94年の8.7%、95年の11.9%、96年の18.1%と急増している。90年にコロール政権が金融資産の封鎖を強行し、実質的に国債の一方的清算を行なった時点の国債残高が11%であったことを考慮すると、きわめて高い水準にまで累積していることを示している。ただし、96年の後半からは、貿易赤字の拡大とともに中央銀行のドル買い介入は低下し始めている。

さらに問題を複雑にしているのは、高金利政策が国債の利払い負担を高め、財政赤字の拡大圧力となっている点である。現在、利子率は低下傾向にあるが、インフレ率自体も低下傾向にあるため、実質利子率は依然としてきわめて高率である。このため、国債利払いなどの負担が国庫支出に占める割合を増加させ、財政赤字の大きな要因となっている。公的部門の公債利払い負担は、1992年の対GDP比0.1%に対し、94年の6.5%、95年の5.2%、96年の3.9%となっている。こうした国債などの返済を手当するのは基本的に財政黒字であるが、プライマリー・ベースでの黒字は不十分であり、オペレーショナル・ベースでの財政赤字は95年に4.9%、96年に3.9%となっている。結局、高金利政策のもと、国債の利払い負担が増加し、それを国債の更なる発行でまかなっている状態である。このため、いっそうの財政の健全化が不可欠であることはいうまでもない。

さらに、海外資金流入に関して考慮すべき問題は、債務危機当時の資金流入が主として民間銀行からの借款であったのに対し、1990年代は証券投資（政府債券、株式など）と直接投資による資金流入が主体となっているという大きな相違点である。直接投資の拡大は、ブラジルにとって歓迎すべきで、民営化への株式投資や地域統合をにらんだ企

業進出が、債務危機の時代とは異なるダイナミズムを経済に与えていることは疑うべくもない。

しかし、証券投資は、為替レートの変動、金利の変動などのさまざまなリスクや、政治的要因にきわめて敏感である点に注意しなければならない。ブラジルでは、通貨価値の変動によって銀行自体の財務が大きく変動したり、また貸し付け先企業の経営状況が悪化し不良債権化することなど、依然として資本・金融システムの健全性や安定性に問題が残されている。とくに、レアル計画以後、銀行部門ではインフレ率の低下で収益率が急速に低下したため非効率的な銀行部門の再編成が進んでいるが、こうした状況での金融不安と銀行救済のための財政負担の増加が危惧される。さらに、近年、円建て債、マルク建て債が急増しているが、外貨建てで起債する場合、ドルや円に対して自国通貨が減価すると将来の返済負担が増加するという問題がある。

証券投資は利回りやリスクの変動にきわめて敏感で、このため瞬時にして大量の資金移動が発生し、債券価格の暴落など市場の混乱を引き起こすという不安定性がある。銀行貸し付けと異なり、債務者とリスケなどの交渉の余地は存在しない。メキシコの通貨危機では500億ドルにのぼる救済措置がとられたが、メキシコが米国と特別の関係を有する国であったからであり、ブラジルであればそのような救済は望めなかったであろう。ちなみに、1994年に投資として流入した海外資金273億ドルのうち、79%がポートフォリオ投資、8.2%が直接投資であり、95年の280億ドルについてはそれぞれ80.5%、11.7%、96年の352億ドルについては70.2%と27.3%であった。

以上より、インフレ抑制の現状を要約すると、為替レートの固定化と高金利政策を維持するため、貿易赤字と財政赤字がもたらされているが、

これを海外資金流入と国債発行でしのいでいる状況である。しかし、海外資金流入と国債累積に過度に依存することは大きなリスクを背負うことを意味している。

4 今後の課題

こうした事態から脱却するには、いつその財政健全化と高金利政策の是正が必要となる。しかし、いずれの問題も単純ではない。ブラジルはこれまでに、市場開放、規制緩和、民営化などさまざまな分野において制度改革を試みてきた。しかし、他方で、財政健全化に関わるさまざまな改革、とくに憲法改正をとまなう懸案に関しては、依然として積み残された状況である。抜本的な財政の健全化を実現するには、社会保障、行政改革、税制改革、州政府・市政府への移転支出の問題などの分野において、憲法改正が必要である。すでにいくつかの分野で憲法改正案が議会を通過しているが、抜本的改革には不十分である。これらの改革が実現するかどうかは、カルドーゾ政権自体の信頼性のみならず、安定化政策の長期持続性にとってもきわめて重要である。しかし、必ずしもかかる改革の成功を保証する政治的状況であるとはいえない。現在、大統領再選のための改憲問題、地方政府の公債発行にまつわる疑惑、農地改革などが政治問題の中心となっており、そもそも政治的抵抗の強い財政改革への影響が危惧されている状況であるからである。リオ・ドセ社の民営化問題を含め、1997年はブラジルの財政改革のもっとも重要な年であるといえる。

総需要抑制がもたら高金利のみに依存している状況は、長期的な観点からは経済安定化と構造調整にネガティブな影響をもたらす点でも重要である。国債の利払い負担の増加のみならず、景気

にも悪影響が出始めている。1995年後半から経済は下降傾向にある。しかし、財政の抜本的な改善が実現されないため、金利政策以外に有効な政策手段を持たないというのが現状である。現在、名目金利は低下傾向にあるが、金利をいっそう低下させることは、内外金利格差の縮小によってアンカー政策維持に必要となる海外資金流入が低下するという、厄介なトレード・オフ関係に直面する。とくに米国の金利が上昇傾向にあることは要注意である。今後は、貿易赤字や、予定されている対外債務の返済、海外金利などを総合的に判断した金利の管理が要求される。97年には対外債務の償還が180億ドル、利払いが140億ドル程度予定されており、貿易赤字の動向いかによっては、現在の外貨準備高が不十分となるかもしれない。

こうした状況を考慮すれば、財政再建、金利政策の変更とともに、いくつかの補完的政策が必要である。まず、国債の利払い負担を平準化するために、国債の償還期間の長期化が望まれる。現在、インフレーションの低下とともに国債の償還期間の長期化が可能となってきているが、この好循環をより強固なものとするために、国債への信頼をいっそう高めることや、新しいタイプの国債の発行などの施策が必要である。1990年代初頭のハイパー・インフレの原因がきわめて流動性の高い国債にあったが、国債の償還期間の長期化はインフレ期待の低下と同様に、こうした国債の流動性を抑制するのにきわめて有効である。

さらに、過大評価を是正する為替レートの切り下げも考慮されなければならない。1995年3月以降ミニ・バンダ制（小刻み変動制）を導入することによって、数回の為替レート幅の変更がなされ、不十分であるが過大評価の調整がなされている。今後は、1ドル＝1レアルのレベルでのアンカーに固執するのではなく、アンカーの機能を維持しな

がら適宜為替レートの切下げを実施していくことが肝要となる。しかし、急激な為替切り下げを回避しなければならないことは、すでに94年末のメキシコの金融危機で証明されている。過大評価が深刻となれば為替レートの維持がこれ以上は困難であると判断され、何らかのきっかけで急激な資本逃避が始まり外貨準備が失われていく。こうした事態で大幅な為替切り下げを強いられれば、為替レート・アンカー政策自体の放棄とみなされ、いっそうの資本逃避が発生し、アンカーに基づく安定化政策は挫折する。アンカー政策はそれを維持することによって、インフレ抑制策として機能するという性格を忘れてはならない。いうまでもなく、メキシコとブラジルとは同列には議論はできないが、ブラジルにおいてもメキシコと同様の事態が生じないという保証は存在しない。

貿易赤字が深刻となった場合に危惧されることは、貿易赤字を減らすための保護貿易的な政策が復活する危険性である。例えば、1995年には自動車、電気製品などの耐久消費財に対して輸入関税が20%、32%、70%へと急激に引き上げられ、また自動車に対して輸入割当制を採用するなどの措置がとられている。自動車の輸入割当に対しては、WTOからの警告を受けて同年10月に撤回しているものの、70%の関税率は維持されている。これらの保護主義への回帰は、ブラジルが目指すべきネオリベリズムとは相入れないものである。

結局、レアル計画が長期的なインフレ抑制政策として機能するかどうかは、為替レート・アンカーによって貿易財価格とインフレ期待が安定化している間に、非貿易財価格の調整をいかに素早く達成するかという点に依存している。バルガス財団のインフレ・データによると、非貿易財価格の上昇率に比較して非貿易財価格の上昇率はかなり高い。家電製品、衣料、自動車などの代表的な貿

ブラジルの「レアル計画」：インフレ抑制政策の成果と課題

易財の価格指数は、1994年を100とすると、96年10月にはそれぞれ123.1, 125.8, 106.7であるのに対し、代表的な非貿易財である家賃、保健・医療、教育のそれは、それぞれ294.2, 195.2, 187.0となっている。しかし、1995年と96年とを比較すると、非貿易財価格の上昇率もかなりの程度に低下してきていることも事実である。これらの三つの貿易財の平均インフレ率が1995年に9.6%、96年(1～10月)に4.6%であったのに対し、三つの非貿易財の平均インフレ率は同時期に54.4%から23.6%へと低下している。したがって、以上のデータからは貿易財と非貿易財の相対価格の調整プロセスが始まっていると考えるべきであろう。いうまでもなく、かかる調整プロセスによって両財のインフレ率が収束したとき、インフレ抑制が完了したと判

断される。

しかし、非貿易財価格の調整を完了させるには、微妙なバランスをとりながら、為替レートの過大評価を是正し、金利を引き下げることが要求される。だが、こうした政策運営は、貿易赤字の拡大の程度、それを補填する海外資金流入の動向、国債累積のスピード、行政改革・民営化などの財政赤字改善の程度などの条件によって左右され、その舵取りはきわめて困難である。このような舵取りに失敗すれば、レアル計画が挫折する危険性を否定できない。この意味においても、レアル計画によるインフレ安定化をより確実なものとするには、今後の再選問題をも含めてカルドーゾ政権のリーダーシップと政権基盤の強化が必要となる。

(にしじま・しょうじ／神戸大学経済経営研究所教授)