

第8章

ブラジルにおける累積債務とインフレーション

—財政問題を中心として—

はじめに

対外債務返済が債務国経済に与えている「負担」を図る尺度として、債務返済額の輸出、GDP、財政支出に対する比率がしばしば用いられ、たとえば債務返済・輸出比率は30%を危険水準とする、といったようにこれらの指標が一つの目安と考えられることがある。しかし、このときの基準自体が明確な根拠を欠いているうえに、債務返済の相対的規模に着目するだけでは、債務国にとっての返済負担の重さを理解するには不十分である。対外債務の返済困難に直面している経済が経験している外貨資金繰りの問題だけでなく、国内経済に及ぶマクロ経済的な影響を視野に入れておかなければ、問題の根深さと長期化の原因を見失ってしまうからである。たとえば、ブラジルでは1980年代初めから経済成長率の低下と、インフレの激しい高進がつづいているが、このことと累積債務問題は無関係ではなく、むしろ対外債務返済に必要とされた調整政策がこのような問題を引き起こした要因の一部であったと考えるべきである。

しかし、インフレに関しては、これまで政策の失敗のみが強調されてきた。その背景には厳格な引締め政策を実施すればインフレは収束するはずであるという確信があった。確かに、ブラジルにおけるクルザード・プランの失敗やサマー・プラン後の激しいインフレの高進の原因として、財政・金融政策

の放漫さがあつたことは指摘されなければならない。しかし財政赤字削減と金融引締めを行つてもインフレを収束できなかつた1980年代前半の経験に照らして、「財政・金融政策では耐え難いコストを払わないかぎりインフレを引き下げることはいできない」⁽¹⁾とする指摘もあるとおり、インフレには構造的な要因もあつて経済安定化政策の実施は著しく困難であることも事実である。また対外債務の返済が財政の硬直化を生み、財政の改善を妨げているというように、債務問題があるがゆえにインフレを終息させることが困難であるという側面は見過ごされがちであつた。

本章では、ブラジルが1980年代に直面した成長の鈍化とインフレの高進という二つの問題を、累積債務問題と結びつけながら論じる。その際とくに注目すべきは財政収支に現れる公共部門の問題であると考えられる。

財政収支に注目する理由は次のとおりである。ブラジルの約1000億ドルの対外債務のなかで政府および公企業が借り手となっている公的債務の比率が高く、その返済は財政赤字を生み出す原因の一つとなっている。対外借入れが非常に困難な現状では、財政赤字は国内借入れ(国債発行)か中央銀行からのファイナンス(通貨増発)のいずれかで補填されなければならない。財政赤字が通貨増発によってファイナンスされることによって過剰流動性が発生すればインフレの要因となる。また、国債発行高が多くなれば、金利上昇と相まって国内金利支払いも財政支出をさらに圧迫する要因となる。第2節では、国内債務が対外債務返済の過程で累増し、1989年には結局、通貨の大量増発が不可避となって超高インフレに至つた過程を説明している。

インフレを引き起こさずに内外債務返済を継続するためには、財政赤字を拡大しないように調整を行わなければならない。多くの他の債務国と同様に、ブラジルにおいてもこのような調整は公共投資や社会関連支出を削減するという方法により行われた。しかし、公共投資は民間投資の呼び水となる効果もあり、公共投資が削減されることによって経済全体の投資水準が低下し、経済成長は損なわれてしまう。第1節では、1980年代のブラジルでの経済成長率の低下はこのような公共投資の削減が原因の一つであつたことを、ブラ

ジル経済のマクロバランスの変化をみながら検証している。

なお、本章では1990年3月のコロール政権就任以前の期間を対象としており、コロール・プランの分析は行っていない。ただし、ここで分析の対象としたサルネイ政権下での経済状況を理解することは、コロール・プランが実施されるに至った背景と文脈を知るうえで重要である。

第1節 ブラジル経済のマクロバランスの推移

1. 成長の制約要因

国民所得会計では、投資・貯蓄の差と輸入・輸出の差は一致しており、外国から借り入れる資金がこの差を埋めている。したがって、投資が貯蓄を上回り、経常収支赤字の状態が続いていると対外債務は累積してしまう。投資超過は消費の拡大(貯蓄の落込み)と投資の拡大のいずれによっても引き起こされるが、対外借入れが可能であるかぎりこのような状態が維持可能であり、経済成長を高めることができる。すなわち、対外借入れが比較的自由に行われた70年代にはTwo-gap model⁽²⁾でいうところの国際収支制約が生じなかったといえる。ここで、対外借入れを必要とする投資・貯蓄の差が投資の拡大によって生まれたものであれば、将来の生産能力が拡大し、債務返済能力も強化されることが期待できる。しかし、消費の増大によって拡大した貯蓄と投資の差を埋めるために対外借入れが用いられてしまえば、債務返済能力の強化にはつながらず、資金流入の停止とともに深刻な返済危機が訪れることは容易に想像できる。

本節で取り扱うのは、対外債務の返済を行うにあたってどのような調整がとられたかという問題である。国民所得会計では、対外金利支払いは海外純要素支払いに算入されている。この支払いは貯蓄・投資の差(国内純貯蓄)と純資金流入(外国貯蓄)の合計と一致している。1980年代にはブラジルへの新

規資金の流入は激減し、対外金利支払いはほとんどすべて国内純貯蓄によって補填されなければならなかった。

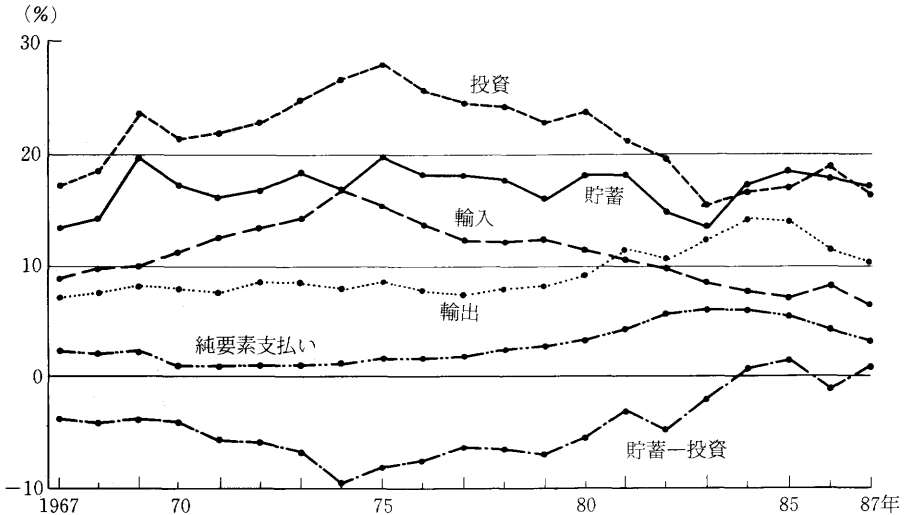
このような変化に対して、これまで投資が貯蓄を上回っていて対外借入れによってその差を埋めてきたブラジル経済は、返済を行うために逆に貯蓄が投資を上回るように転換を迫られた。そのような調整は、投資の削減と貯蓄の増大のいずれによっても行いうるのだが、後者は投資率を維持しながらの調整であるから経済成長を損なうことなく持続可能であるのに対して、前者のタイプの調整では投資が削減されれば経済成長が損なわれることが不可避となる。後者のような調整が望ましいのは言うまでもないが、これを行いうるかどうかは、当該国がいかに輸出を伸ばすことができるかにかかわっている。ブラジルの場合では、経常収支の均衡を保つことが債務返済のための前提条件であったが、国際金利の上昇が急であったのに対して、輸出比率を高めるような調整の速度ははるかに緩慢であった。このため貯蓄率は上昇せず、投資削減による調整が行われざるをえなかった。すなわち、貯蓄制約による成長の停滞が引き起こされたと考えられるのである。

2. 国際収支制約と対外債務累積

第1図は1980年価格で表示された国民総生産指標に基づき、67～87年のブラジルにおける国内貯蓄、国内投資、輸出、輸入、海外純要素支払いおよび貯蓄と投資の差の推移を対GNP比で示している。貯蓄と投資の差はここでは経常収支として扱われている。経常収支の赤字がネットの外国資本流入によって補填されているため、経常収支赤字（マイナス）が外国貯蓄（プラス）と対応する関係となっている。

ブラジルでは1960年代末から70年代末まで高成長が維持されたが、投資比率の高さがこの高成長の要因の一つであったことが同図からうかがわれる。しかし、このときの投資の伸びは国内貯蓄の増大を伴っておらず、外国貯蓄が国内投資と国内貯蓄の差を埋めるために利用された。すなわち、ブラジル

第1図 ブラジルのマクロバランス (1980年価格, 対GNP比)



(出所) World Bank, *World Tables*, 1989.

の対外借入れは投資の拡大に結びついたと考えてよい。しかし、70年代を通じてこのような状態が続いたため対外債務は急速に増加した。海外要素支払い（主として対外金利支払い）は70年代後半から徐々に増加していった。

第2次石油ショック後の先進国での金利上昇は、対外金利支払いを増加させた。ラテンアメリカを中心として発展途上国の累積債務問題が顕在化すると、それまでブラジルの高投資を支えてきた対外借入れの流入は急速に減少した。このような外部環境の変化に対して、輸入を削減して輸出を拡大するという二つの方向で調整が図られた⁽³⁾。輸入は1979年と比較すると85年までに対GNP比で約5%ポイント低下し、この期間に輸出は逆に5%ポイント上昇した。輸入の削減は、総需要抑制政策の効果が現れたものであるが、第1次石油ショック後の輸入代替の進展により、エネルギー、資本財、中間財などの国産化が可能になっていたという構造的な変化が起こっていたことや石油価格が下落したことも重要な要因であった。他方輸出の増大は、為替レ-

トの実質切下げと、輸出に対するインセンティブの供与に民間部門が迅速に対応していったものである。結果として、81年以降は輸出が輸入を上回っている。ただし、海外純要素支払いも79～83年の期間では対GDP比で増加し続けて、なお輸出超過分を上回っていた。海外純要素支払いに見合う輸出超過が生み出されるようになったのは84年以降である。このことは国際収支上では経常収支がほぼ均等化したことを示している。

このようにブラジル経済は1980年代前半の対外債務危機に対する対外調整に関してはきわめて柔軟に対応しえた。しかし、経常収支での赤字を拡大せずに対外債務返済を続けていくためには、ブラジルが行った輸出努力では不十分で、輸入を削減せざるをえなかったことは、81～83年の投資比率の落込みを理解するうえで重要である。外貨制約は投資に必要な資本財の輸入を制限すると考えられるからである。

3. 貯蓄・投資バランスの変化

投資は貯蓄による制約をも受けた。第1図に戻ると、1982～83年に大きな景気後退を経験した後、輸出が好調に推移したにもかかわらず80年代後半になっても貯蓄比率は80年代初めの水準を上回っていない。結局目立った貯蓄の増加は起こっておらず、投資の水準を抑制することによってかろうじて投資と貯蓄のバランスが保たれている。

ここでは、国民所得統計から得られる投資と貯蓄を民間部門と政府部門に分割してみよう。これは、1980年代の調整過程における対応が、民間部門と政府部門では全く異なっているからである。ただし、ブラジルの国民所得統計では公企業は政府部門から除外されて民間部門に含まれているので、公企業については次項で別に検討する。

政府貯蓄は財政収支の経常勘定の収入から支出を差し引いた経常余剰であり、民間貯蓄は国内総貯蓄から政府貯蓄を差し引いた残差として求めている。投資は国内貯蓄と外国貯蓄の合計と一致しているので、

$$I_g + I_p \equiv S_g + S_p + S_x \quad \dots\dots(1)$$

(政府投資) (民間投資) (政府貯蓄) (民間貯蓄) (外国貯蓄)

という関係にある。これを、

$$(I_g - S_g) + (I_p - S_p) \equiv S_x \quad \dots\dots(2)$$

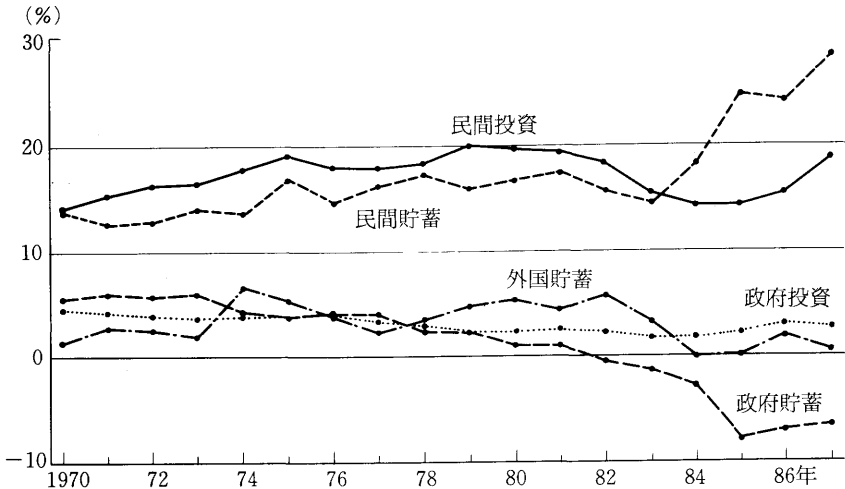
と書きなおすと、民間部門と政府部門の貯蓄・投資バランスが示され、各々の貯蓄不足が外国貯蓄によって補填されている関係が示される。

以上の恒等式に基づき、1970～87年のブラジルの政府部門と民間部門の貯蓄・投資の動きを、外国貯蓄の流入とともに対GNP比で表したのが第2図である。また第3図には、第2図に基づいて政府部門と民間部門の貯蓄と投資の差（純貯蓄）が示されている。

(1) 1970～73年

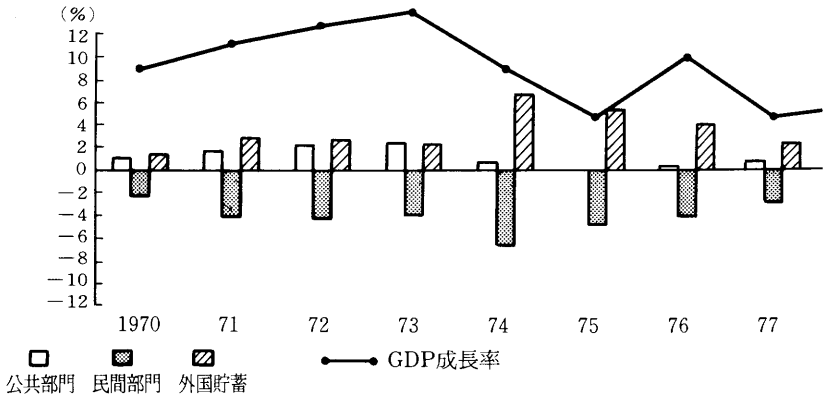
この時期は「ブラジルの奇跡」と呼ばれた高成長時代の終盤にあたる。外

第2図 ブラジルの貯蓄・投資バランス (対GDP比)



(出所) Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, *Anuário Estatístico do Brasil*, 各年版。

第3図 民間部門および政府部門の貯蓄・



(出所) 第2図に同じ。

国貯蓄の取入れは対GDP比約2%の水準であり、政府部門では貯蓄が投資を上回る状態にあった。民間部門では投資率が高まったものの貯蓄率が伸び悩んだため、投資と貯蓄の差が次第に拡大していった。政府部門では純貯蓄が発生しており、この資金は国立経済開発銀行(BNDE、現在の国立経済社会開発銀行<BNDES>)などを通じた開発金融として外国貯蓄とあわせて民間部門のギャップを埋めていた。

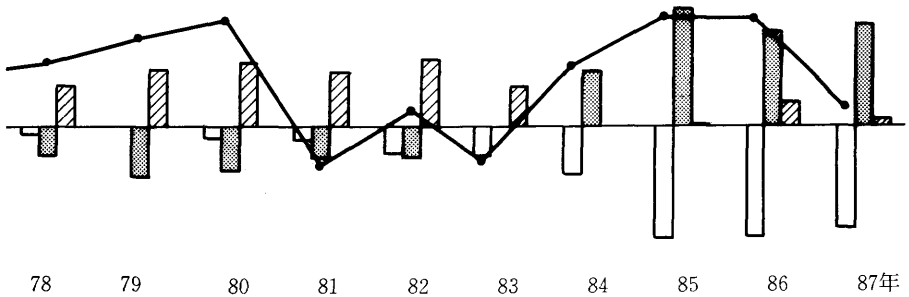
(2) 1974～79年

この時期の特徴は、外国貯蓄の取入れが対GDP比4～6%に増加したことにある。政府純貯蓄は石油価格高騰に加え、その後の補助金の増加によって、ほぼ消失した。民間投資は外国資金の流入に支えられて対GDP比約20%の水準が保たれ、経済成長率は「奇跡」の時期には及ばないまでも高率のまま維持された。

(3) 1980～83年

国際金利の急上昇により対外債務金利支払いが急増した。このため政府貯蓄はさらに減少し、政府部門の投資超過が拡大していった。IMFの支援のも

投資バランスと経済成長率



とで経済安定化のための緊縮政策が実施されたが、ブラジル経済はマイナス成長に陥ってしまう。そのなかで民間投資が落ち込んで、結果として民間部門の投資と貯蓄の差は縮小していった。対外借入れは引き続き行われたが、多くは債務を返済するための新たな借入れであり、投資率の浮揚には結びつかなかった。

(4) 1984～87年

外国貯蓄はほぼ消失しており、新規借入れの困難さを表している。民間部門では輸出の伸びとともに貯蓄率が高まった。投資率も1984～85年を底として回復しつつあるが、貯蓄の伸びはこれを上回っており、民間部門は大幅な貯蓄超過の状態を示している。これに対して、政府部門はマイナスの貯蓄を続けている。政府貯蓄がマイナスとなっている主な原因は、政府がそのほとんどを負っている対外債務の金利支払いと、後述するように国内債務についても金利支払い負担が急増したことである。政府投資はすでに限界近くまで削減されてきており、政府部門の投資と貯蓄の差(投資超過あるいは貯蓄不足)は拡大する一方であった。(2)式を用いるならば、 S_x はほぼゼロとなったため、

$(S_p - I_p)$ が $(I_g - I_s)$ に吸収されてしまっていて民間投資の伸びが抑えられてしまう、クラウドアウト現象が起こっている。

この政府部門の貯蓄・投資バランスの悪化は明示的には財政赤字の増加となって現れ、政府が債券を発行することで民間の貯蓄を吸い上げて赤字を補填している。政府の国内債務の累積は、当然のことながら、それに対する金利の支払いという新たな財政負担を生んだ。この国債に対する金利は、長期債についてはインデクセーションが適用されていて、短期国債については市場金利であるがこれもほぼインフレと連動して上昇していくため、いずれにしてもインフレ高進にともなって名目金利支払いは膨らんでいくことになる。これが、先に述べた近年のマイナスの政府貯蓄の拡大のほとんどを説明している。ここで中央銀行が追認的な通貨増発を続ければインフレと財政赤字のスパイラルが生まれる。この問題については第2節で詳しく検討する。ただしそのまえに、以上の分析では政府部門のなかで重要な位置を占める公企業が民間部門に含まれていたため、公企業についても可能なかぎりの分析をしておきたい。

4. 公企業が抱える問題

現在ブラジル政府が抱えている対外債務の約半分は公企業によるものであり、かつ、公企業赤字は財政赤字の主たる要因の一つである。したがって、公企業を抜きにしてはブラジルの財政問題の実態を捉えることはできない。公企業は政府に対する独立性が強く、情報も限られていたが、1979年に大統領府直屬機関である経済企画庁にSEST（公企業管理庁）が設立され、連邦政府の直轄下にある主要な公企業の予算執行の管理が一元化され、その年次報告書から情報が入手できるようになった⁽⁴⁾。

公企業が直面する問題点としては、(1)対外債務残高が多く、返済のための支出が増えている、(2)価格が政府の政策によって決定されるため、インフレに対して調整が遅れる、(3)これら、(1)(2)の理由により資金が制約され、投資

を削減することで調整が行われざるをえない、などがある。

SESTが監督している公企業のうち、政府系金融機関を除くサービスおよび生産部門公企業の1980年代のパフォーマンスを第1表に示した。収入の部をみると、国庫補助金や借入れを除いた公企業自身の営業収入は対GDP比で見れば80年代の前半と後半で大きな差異はない。しかし収入全体に占める構成比では80年代初めには収入全体の約80%を営業収入が占めていたのが、82年に一度68%に低下し、その後84年に75%に回復したものの再び低下し、87年には65%に低下した。公企業の経営状況の悪化の原因は、しばしば指摘される公企業自身の生産効率の悪さに加えて、政府がインフレ対策の一環とし

第1表 公企業収支

(対GDP比, %)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
経常収支									
操業収入	11.8	12.6	11.8	12.9	13.6	12.6	11.3	12.5	11.8
非操業収入	1.5	1.9	0.8	1.3	1.2	1.2	0.5	0.4	1.0
移転収入	0.4	0.7	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	0.0	0.0
その他	-1.1	-0.8	-0.1	0.0	-1.1	0.9	1.0	0.8	-3.0
経常支出	10.3	11.4	12.4	14.3	14.0	13.1	10.9	12.5	10.8
賃金	2.0	2.2	2.3	2.0	1.7	1.9	1.9	2.2	2.0
財・サービス	7.5	8.4	8.2	10.0	9.8	8.8	7.2	7.9	6.7
国内金利	0.2	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	1.1	1.2
対外金利	0.7	0.8	1.4	1.7	2.0	2.0	1.4	1.2	0.9
経常移転	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
投資	4.6	5.3	4.8	3.7	3.3	3.1	2.8	3.4	2.8
国内元本償還	0.4	0.3	0.3	0.6	0.6	0.4	0.8	1.0	0.6
対外元本償還	0.6	0.6	0.6	0.9	1.2	1.6	1.7	2.4	1.6
資本移転	0.3	0.4	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0
その他資本支出	1.1	1.1	0.7	0.7	0.8	1.0	0.7	0.4	0.8
国内借入れ	1.6	1.2	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6	1.2	0.2
対外借入れ	1.5	2.2	2.5	1.6	3.1	1.5	0.8	0.9	0.6
国庫補助金	1.2	1.6	1.3	1.0	1.1	1.1	1.5	2.9	2.2

(出所) SEPLAN/SEST, *Perfil das Empresas Estatais 1989*, Brasília, 1989.

GDPはCentral Bank of Brazil, *Economic Program*, 1990年3月号。

て公企業の生産する財・サービスの価格の引上げ率をインフレ率以下に抑制しているという政策的要因にある。

つぎに支出の内容を検討してみると、政府部門全体の傾向と同じ投資が減少し、債務にかかわる支出（元本返済と利子支払い）が増加する傾向にあったことがわかる。対外借入れが制約を受けて公企業の支出全体が落ち込んだなかで、対GDP比でも1986年には81年のほぼ半分の水準に落ち込み、支出全体に占める構成比でも投資は82年から84年にかけて10%ポイント以上減少した。一方、対外元本償還は80～82年には対GDP比0.6%であったのが83年以降増加して87年には同2.4%となり、対外金利支払いも80年には対GDP比0.7%であったのが84～85年には同2.0%となった。

公企業の赤字は、国内、国外からの借入れおよび、国庫からの補助金によって埋められる（公企業が直接中央銀行から借り入れることはできない）。1980年代前半の資金ギャップは主として対外借入れで埋められ、国庫補助金は83～84年に金融引締め政策が実施された際に削減された。また、公企業が社債を発行するなどの形で国内資金市場から直接借り入れることは少なかった。公企業の必要資金が主として対外借入れによって補填されたのは、公企業が国内で資金調達を行うことで国内資金市場が逼迫して、民間投資をクラウドアウトしてしまうことを恐れたためであるが、政府は公企業を対外借入れの窓口としても利用していた⁶⁾。政府はある目的（たとえば石油輸入代金の決済など）で外貨資金が必要な場合、公企業に投資プロジェクトを作り、これに対して外国の金融機関から融資を受ける。この外貨資金は別の目的に用いられてしまい、公企業で設定された当該プロジェクトのための資金は結局国内で公債の発行や通貨増発によって新たに調達される。しかしこの結果、公企業には対外債務が累積し、その元本の償還と金利支払いが公企業の支出を圧迫した。80年代後半には外国からの資金調達は困難となり、86年以降、国庫補助金に対する依存は強まっている。

第2節 対外債務問題と財政赤字

1. 三つのレベルの財政収支

本節では、前節で論じたような対外債務問題を発端とした政府部門の貯蓄・投資バランスの悪化を財政収支の面から再検討し、さらに財政赤字と金融政策との関連からインフレ高進の問題点を明らかにしたい。

ブラジルの政府部門は、3種類の予算が存在する複雑な予算体系をとっている。一つは、政府が財政法案を策定し国会における承認を必要とする「一般財政予算」(União)である。これに含まれないのは、中央銀行とブラジル銀行の金融オペレーションにかかわる「通貨予算」と、公企業の運営にかかわる「公企業予算」である。このうち、国会の審議を経るのは財政予算だけであり、通貨予算は国家通貨審議会(CMN)、公企業予算は前出のSESTで決定される。このように予算が官僚組織内部で決定、運営されていて、これを総合的にチェックする機能がないたため公共部門の実態はきわめて不透明になっており、また管理も不十分であるとの問題が指摘されていた。このため、政府はIMFの助言にしたがって一般財政予算と公企業のSEST予算を統合して、補填されるべき不足資金額を表示した「公共部門借入れ必要」(public sector borrowing requirement: PSBR)を示すようになった。また、通貨予算と財政予算との間で組替えを行って予算体系の透明度を高める改革も進んでおり、財政に関する情報はより透明性(transparency)を強めることが期待できる。

中央銀行が発表するPSBRでは名目値とインデクセーションに起因する受動的支払い(通貨価値修正分)を除くオペレーショナルベースの二つの概念が用いられてきた。さらに、近年ではプライマリー財政収支という新たな概念も用いられている。名目、オペレーショナル、プライマリーのそれぞれの財政収支の関係は、

プライマリー財政収支+通貨価値修正

=オペレーショナル財政収支

オペレーショナル財政収支+内外金利支払い=名目財政収支

となっている。

ブラジルではインフレによって国債元本の名目価値が減価してしまうのを防ぐ目的から、1964年以降、長期国債にはインデクセーションが適用されていて、インフレ率に応じた元本価値の回復が保証されている。しかしそのために起こる追加的支出は、政府にとっては前期のインフレ率に対応して受動的に決定される意図せざる支出である。ブラジル政府はIMFとの対話のなかで、そのような支出を含めて財政赤字の規模を評価することは、財政赤字を過大に見積もることにつながると主張し、通貨価値調整のための支出分を差し引いたオペレーショナルな（政府の通常のオペレーションのなかで生じる）財政赤字という概念を生み出した。

一方、プライマリー財政収支という概念が使われるようになった背景には、国内・対外金利支払いが財政支出を硬直化させており、政府がいかに赤字削減努力を行ったとしても、財政赤字を減らすことが困難となっているため、金利支払い分を除いて財政改善に向けての努力を評価すべきであるという考えがある。政府が財政赤字を削減するという目標を立てた場合、通貨価値修正分はインフレ率に、金利支払いは内外の利率に依存して決定されるので、政府の自助努力が現れるのはプライマリー財政収支であるからである。また、プライマリー財政収支での赤字が削減され、金利の低下、インフレ率の低下が起こればこそ、名目財政収支の赤字の縮小も可能となる。

第2表は1980年代の公企業を含む政府部門全体の財政収支を、名目、オペレーショナル、プライマリーの三つの概念に応じて示している。名目ベースでは通貨価値修正にともなう支払いが大きいインフレによる影響が大きいく、財政赤字はインフレ率とほぼ連動する関係にある。名目財政赤字は1981年対GDP比13.0%であったのが、85年に28.0%に増大し、他方クルザード・プランが実施されてインフレが一時的に収束した86年には11.0%に低下して

第2表 政府部門借入れ必要

(対GNP比, %)

	1985	1986	1987	1988	1989
政府部門全体					
名目ベース	28.00	11.00	31.40	48.50	73.0
オペレーショナルベース	4.32	3.60	5.52	4.31	12.38
プライマリーベース	-2.58	-1.55	0.88	-1.30	0.08
中央政府					
名目ベース	10.20	5.20	14.10	8.70	22.10
オペレーショナルベース	1.42	1.57	2.99	3.39	8.33
プライマリーベース	-1.28	-0.05	1.54	1.03	0.34
州・地方政府					
名目ベース	6.50	2.70	7.90	13.00	18.90
オペレーショナルベース	0.95	0.95	1.56	0.15	1.37
プライマリーベース	-0.08	0.07	0.60	-0.71	-0.26
公企業					
名目ベース	11.30	3.50	9.80	24.80	30.40
オペレーショナルベース	2.26	1.35	0.86	0.38	2.55
プライマリーベース	-0.91	-1.30	-1.37	-2.01	-0.13
分権化された政府機関					
名目ベース	0.40	0.10	0.30	2.10	1.60
オペレーショナルベース	-0.15	-0.01	-0.14	-0.02	0.04
プライマリーベース	-0.15	-0.01	-0.14	-0.02	0.04
社会保障					
名目ベース	-0.40	-0.40	-0.70	-0.10	0.00
オペレーショナルベース	-0.16	-0.26	0.25	0.41	0.09
プライマリーベース	-0.16	-0.26	0.25	0.41	0.09

(出所) Banco Central do Brasil, *Programa Econômico*, 1990年3月。

いる。同プランが破綻をきたしてインフレが再燃した87年には31.4%に急増し、その後88年に48.5%、89年には73.0%へとインフレの高進にともなって著しい増加をみせた。前節でみたように、この名目赤字が国内借入れによって補填され、民間部門の貯蓄を吸収しているのである。

通貨価値修正分と内外金利支払いを除いたプライマリーベースでみた財政収支は、1980年代後半でもほぼ均衡状態である。このことを意外に財政は健

全であるとみるか、調整は不十分であるとみるか評価は難しい。しかし、たとえば80年代末にインフレの収束に成功したメキシコでは、プライマリー財政黒字が対GDP比3～5%を数年にわたって続けたほどに財政改善努力を行ったことから、この例と比較すればブラジルがいつその財政収支の調整を必要としているとはいえそうである。しかし、金利を除く財政収支の調整には政府部門の規模縮小（官公庁の組織合理化、人員削減、公企業の民営化などを含む）を行って支出の構造的な削減を行ったり、税制改革や公共料金適正化によって収入面も強化する必要がある、これらは国民、とりわけ政府部門から利益を享受してきた人々の間から強い反対が生まれることが多く、政府の強い意思と強固な政治基盤が必要とされる。サルネイ政権にはこの二つの要素が欠けていたことは度々指摘されてきた。また、第1節でみたように、プライマリー収支を改善するためにしばしば行われる政府投資や社会支出などの削減は、経済成長の持続を阻害する一つの要因となっている。メキシコの事例においてもこのような問題がみられた。したがって、経済成長と財政バランスを同時に達成するためには、上で述べたような構造改革の必要がさらに高まるのである。

1985～88年の内外金利支払いは対GDP比5～7%で、オペレーショナル財政収支は同4～5%の赤字であった。89年にはプライマリー財政収支で0.08%の赤字であったうえに内外金利支払いが12.30%に急増し、オペレーショナル収支赤字が12.38%ときわめて高い値となった。この金利支払いの急増は、主として国内金利の高騰によるものであったが、拡大した財政赤字を補填するための国債の発行と通貨増発がスパイラル的に起こり、このことが後述するような超インフレを生みだした。以下では、財政赤字と80年代後半のインフレの高進との関連を金融政策の動向を踏まえて詳しく見てみよう。

2. インフレの高進

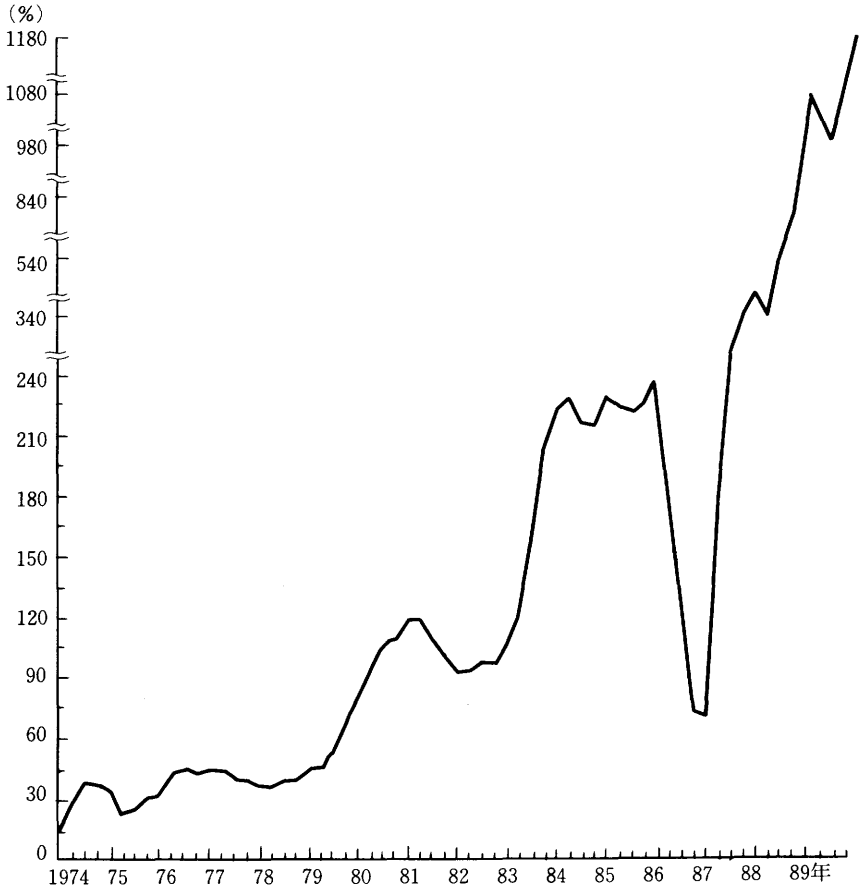
インフレの高進はブラジル経済が直面する当面の最大の問題となっている。インフレは経済の見通しを不透明とし、投資を手控えさせることから経済成長を鈍化させる一つの要因でもある。しかし、ブラジルでなぜインフレ収束が難しいのかは十分に理解されていない。

第4図には1973年の石油価格高騰以後の四半期ごとの消費者物価上昇率を示してある。国内物価は財政金融政策のほかに国外における物価上昇や為替レート変更の影響を受けて変化するが、74年第1四半期に年率にして15%であった物価上昇率は79年第2四半期まで30~50%で推移した後、79年に再び上昇して年率100%に達し、この水準が83年半ばまで維持された。このように2度にわたって物価上昇率を押し上げたのは、2度の石油価格高騰であった。また、ひとたび押し上げられた物価上昇率が外生ショックの影響がなくなっても下がらず維持されているのは、ブラジル経済全般にインデクセーションが適用されているという制度的側面に起因している。

1983年2月に30%と大幅な為替レート切下げが行われたが、これは対外債務返済を行うために必要な貿易黒字を生み出すためにとられた政策であった。この後ブラジルの貿易収支は大幅に改善していったが、他方この為替レート切下げによって物価上昇率は200%台に急上昇し83年後半から86年初めにかけてこの水準が維持された。このように86年初めまでのインフレ率は、石油価格高騰、為替レート切下げという外生ショックの影響を受けて急激に上昇し、高められたインフレ率が下がらずにインデクセーションの働きによって維持されてしまい、「踊り場」が形成されてしまった。とくに、80年代前半にはIMFからスタンプ融資を受けて金融引締めを伴う調整を行ったものの、インフレ率は年間200%の水準に釘付けされてしまった。

1986年2月に、クルザード・プランが実施された。同計画は、物価凍結を用いて物価の安定を回復しようとするもので、従来の総需要削減によるオー

第4図 ブラジルの四半期ごとの12か月インフレ率（消費者物価）推移



(出所) Banco Central do Brasil資料より作成。

ソドックスな経済安定化政策とは発想が異なっており、しばしばヘテロドックス（オーソドックスでない）経済安定化政策と呼ばれ、これより先に実施されたアルゼンチンのアウストラル・プラン、ペルーの経済再活性化政策と同タイプの政策と位置づけられる。このような政策が実施されるようになった

背景には、(1)総需要削減政策に対する不信感が強まったこと、(2)緊縮政策を実施してもインフレを維持してしまう要因（インデクセーションなど）を重視する見方が強まったこと、(3)軍事政権からの民主化が実現し、軍事政権下では長期にわたって総需要を削減して国民に負担を求めることも可能であったが、基盤の脆弱な文民政権ではそのような政策は維持しえなくなったこと、などの要因があった。

クルザード・プランは確かに瞬時に物価上昇を抑制する効果をもったが、政府が物価凍結手段にのみ頼りすぎて、インフレの根本である財政赤字を改善する努力を怠ったことが結局はこの政策効果を短命なものとしてしまい、1986年末には再びインフレが急速な高まりをみせ始めた。クルザード・プラン以後に実施されたブレッセル・プラン（87年）とサマー・プラン（89年）の二つのヘテロドックス政策もごく短期にしか物価上昇抑制の効果を発揮しえず、しかもその効果は小さくなると同時に物価凍結解除後のインフレはそれぞれのプラン実施前よりもいっそう激しくなっていた。このように、86年以降のインフレはそれ以前の階段状のパターンとは異なり、激しく高進するようになったのである。ブラジルではこのようなインフレのパターンの変化を指して、80年代前半のパターンを「惰性インフレ」(inflação inercial<inertial inflation>)、後半のパターンを「高進するインフレ」(inflação acelerada <accelerated inflation>)と区別されている。

「高進するインフレ」の行き着く先は「ハイパーインフレ」であると考えられた。1989年末には月間50%、年率にして1000%を超える超高インフレが出現したのであるが、必ずしもこの状態を指してブラジルはすでにハイパーインフレの局面に突入したと判断されたわけではなかった。少なくともこの段階では、まだクルザード建ての国債が国民に保有されていてブラジル経済は完全にドル化されていないことがその根拠であった⁽⁶⁾。経済政策担当者が最悪のシナリオとして最も恐れていたことは、国民が国債さえも放棄して自国通貨および自国通貨建て金融資産からドル現金へシフトするとき経済は完全にドル化し、自国通貨の価値が暴落するのにもなってハイパーインフレ

が到来するというものであった。したがって、ハイパーインフレを防ぐためには国債離れを起こさせないことが肝要と認識され、短期国債の市場金利が非常に高まったのが89年の特徴であった。このときすでに数々の政策の失敗によってサルネイ政権に対する国民の信頼は失墜しており、翌年3月のコロール新大統領への政権交替を目前にした限られた時間のなかで、政府はインフレ収束を目指すことをすでに放棄し、なんとかハイパーインフレを引き起こさずに次政権にバトンを渡したいということだけに執心していた。したがって、高金利政策をとり国民の関心を国債につなぎ止めておこうという受け身の政策をとらざるをえなかったのである。

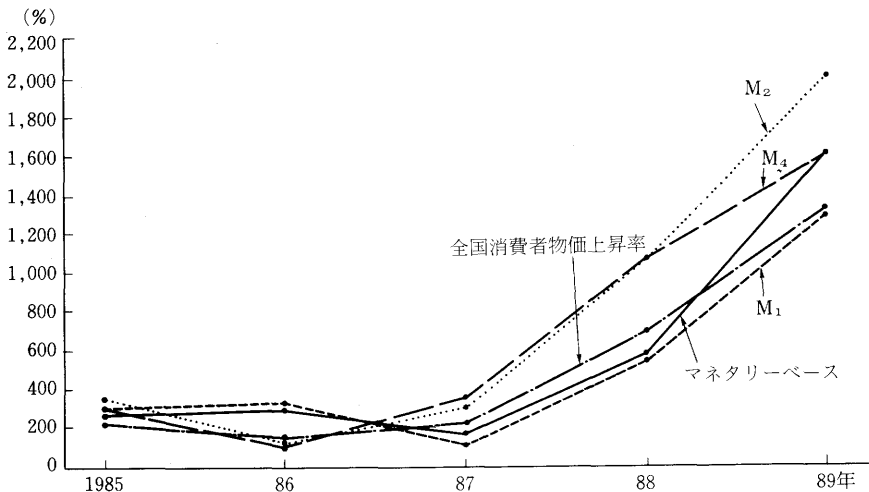
政府は、すでに多額の国内債務を抱え財政赤字も高水準に達して、国債についてもモラトリアムの恐れが強まったことから、長期国債の引受けは激減し、国債取引はもっぱら短期債についてのみ行われるようになった。なかでも中銀が示す参照レートを基準として市場で金利が決定される流動性の高い短期証券（当初はLetra do Banco Central, 略称LBC, 後にLetra de Tesouro Nacional, 略称LTN）が期日が1日のオーバーナイト市場で取引されるようになり、ここに資金が集中した。そのほかのインフレヘッジの手段としては、ポウパンサと呼ばれる貯蓄性預金（インデクセーション付き）があったが、ポウパンサは確実ではあっても1カ月ごとにしか金利がつかないうえ、インフレ率プラス0.5%の固定金利であったため、機動性と高金利がオーバーナイトに資金が集まる誘因となったものと思われる。

このように金融市場が著しく短期化し不安定度が高まった段階で、政府が直面した困難は以下のようなものであった。ハイパーインフレを引き起こさないためには、金利はオーバーナイト市場から資金がドルなどに逃避してしまわないように高水準で維持される必要がある。しかし、少なくともインフレ率を上回るように名目金利も上昇しなければ実質金利がマイナスとなってしまうので、インフレの高進とともに名目金利も上昇を続けなければならない。したがって、名目値でみた国債金利支払いはインフレの高進とともに膨張し、政府の財政赤字をさらに増加させてしまうため、これを補填するため

にまた国債が大量に発行された。政府は金利が過剰に高まらないために通貨を増発して流動性を調節しなければならない。ただし、実質金利がマイナスになるまでに過剰流動性が発生すれば、短期国債によってヘッジされてきた資産は、ドル、金などに流れ、政府は国債発行によって財政赤字を補填することがもはや不可能となる。そうなれば、政府は通貨増発にのみ依存せざるをえず、ハイパーインフレの発生は不可避である。

以上の問題を1989年のブラジル経済の推移と対照させてみよう。国内債務金利の問題がとりわけクローズアップされたのは、89年1月に実施されたサマー・プラン以後の高金利政策のもとにおいてであった。88年末までは実質金利が月間約1%であったのが、その後は4~5%に上昇した。高金利政策は国債の市中消化を促進してハイパーインフレを防ごうという目的をもって行われ、狙いどおり資金はオーバーナイト市場に集中した。各金融機関は要求支払い預金を原資としてこれをオーバーナイト市場で運用していたが、国

第5図 通貨供給量の変化とインフレ率（年変化率，%）



(出所) Banco Central do Brasil, *Programa Econômico*, 各号。

債発行があまりに脹らんだことと、インフレ高進の激化と新政権下で預金封鎖実施が実施されるとの憶測があつて大統領選挙前から政権交代までの期間に預金が引き出された。このため、各金融機関は資金繰りが著しく困難な状況に直面し、民間金融機関の国債消化能力は限界に達した。そこで中央銀行は、金利の異常な高騰を避けるために民間銀行が保有していた国債を買い上げて市場に流動性を注入せざるをえなかった⁽⁷⁾。このような操作は通貨供給量を急速に増加させ、89年の年率1000%を上回る超インフレの主たる要因となった。第5図で以上述べたことを確認してみると、1988年以降M2とM4の伸びが顕著であり、このことはオーバーナイト市場とポウパンサへの資金の集中を示すものである。さらに89年にはベースマネーが急増しており、中央銀行がハイパワードマネーを注入していったことが看取される。

ところで、このような短期国債市場は対外債務返済の過程で拡大していったものと捉えうる。対外債務はそのほとんどを公企業を含む公共部門が負っており、公共部門は返済を行うために外貨を必要とし、その額は年間約100億ドルに達する。この必要を満たすためには、債務返済のための融資が受けられないとするとほぼ同額の貿易黒字を必要とする。このような目的から政府は1983年に為替レートの大幅切下げを行い、その後もクローリングペッグによる小刻みな調整を行ってきた。この結果輸出の増大と輸入の削減が実現し、ブラジルの貿易黒字はほぼ対外債務金利支払いに見合うようになって、経常収支は概ね均等化された。しかし、部門別にみると債務のほとんどを負っているブラジルの公共部門はPEMEX（メキシコ石油公社）、CODELCO（チリ産銅公社）を擁するメキシコやチリとは事情が異なり、輸出による外貨獲得能力はきわめて低く、多額の貿易黒字は民間部門によって生み出されている。したがって、公共部門は対外金利支払いに必要なドルをいったん民間部門から買い上げなければならない。このため、通貨供給は増大してしまう。過剰流動性の発生は強いインフレ要因となるため、政府は積極的に国債を発行して通貨の吸収を図るといふ、一種の中立化政策をとった。このためにブラジルの短期国債市場は急速に拡大し、82年から86年までは政府のコントロールが

不能となるような通貨供給の急増とそれにとまうインフレの高進は起こらなかった。このような状況では、インフレ率は先にみたような階段状の上昇をみせた。

しかし、結果として政府の国内債務残高が急速に累積し、国内金利支払いが財政にとって新たな問題となった。対外債務が国内債務に置き換えられただけという見方もできよう。こうして、その後財政支出に占める比率という観点からは対外債務から国内債務へと関心が移っていくのであるが、この国内債務問題の原点には対外債務問題が深く関連していたことは重要である。言い換えれば、1989年の超インフレは、対外債務に置き換えられるように徐々に増加していった国内債務がインフレと高金利のもとでさらに膨張し、結局は過剰流動性の発生が不可避となった結果と理解できよう。ただし、この過剰流動性は金利を実質プラスに保つ一方で高騰を抑えるという中央銀行の金融政策スタンスが維持された結果であり、無秩序な通貨増発が行われたということではなかった。このため、インフレ率は89年後半には月間30%の水準が50%へと徐々に高まっていったが、ハイパーインフレという急激な物価高騰の混乱は訪れなかったため、インデクセーションによる価格調整期間を短期化することによって対応することができた。しかし、形のうえではハイパーインフレを回避したとはいっても、サルネイ政権では薬剤投与でブラジル経済の大手術を先延ばしにただけで、財政赤字と過剰流動性の問題、そのなかにおける膨張して不安定化した短期金融市場の取扱いといった、インフレ高進の根本にかかわる問題への取組みは、次期コロール政権の誕生を待たなければならなかったのである。

おわりに

第1節では、1970年代の対外債務累積過程から80年代の債務危機に対する調整期間にかけてのブラジル経済のマクロバランスの推移を検証した。ブラ

ジルの対外債務累積は投資率の高まりによって拡大した投資・貯蓄の差を埋めた。しかし、80年代初めからの金利支払いの増大、新規資金流入の減少に対してブラジル経済は投資超過から貯蓄超過に転換した。しかし、その調整過程では貯蓄拡大ではなく国内投資を抑制せざるをえず、経済成長を持続するという長期的な政策目標に反するものであった。貯蓄・投資バランスを政府部門と民間部門に分割してみた結果、80年代には政府部門が大幅なマイナスの貯蓄を続けていて、民間部門の輸出の好調を背景とした貯蓄超過がこれを埋めていることが明らかとなった。マイナスの貯蓄を続けている政府部門では投資の伸びが抑制されており、とくに対外借入れに資金を依存していた公企業において投資率の低下はとくに顕著であった。また、民間貯蓄が政府貯蓄不足に吸収されてしまっており、民間投資がクラウドアウトされていることも問題である。

第2節では、政府部門の貯蓄不足の状態、すなわち財政赤字問題に焦点を当て分析した。1989年の名目財政支出のかなりの部分が国債に対する利子支払いによって占められたが、その国債は対外債務返済の過程で累積していったものであった。すなわち、対外債務返済を行うために、政府は民間部門が輸出によって獲得したドルを買い上げ、その際に流通通貨量が増大するのを中立化するために国債を発行して通貨を吸収しなければならなかった。しかし、この政策が結果的には国内債務の膨張を招き、ついには89年に大量の通貨発行を余儀なくされて超高インフレを引き起こしたことが明らかとなった。

最後に、本章で行ったサルネイ政権末期の経済政策の分析を踏まえて、コロール政権の経済政策にも言及しておこう。現コロール政権のインフレ対策の特徴は、ポウパンサとオーバーナイトの銀行預金を18カ月凍結したことによって一度に流動性の3分の2が吸収されたことであった。また、本章で行った分析からも明らかのように、オーバーナイトの凍結によって国内債務の金利支払いが停止されれば、財政赤字削減に役立つばかりか、高金利とインフレの悪循環によってオーバーナイト市場で流動性が政府の管理の限界を超えて自動的に増え続ける状態から緊急的に抜け出せることから、これまで受け身

の姿勢で通貨発行を行わざるをえなかった金融政策に政府の自主性を回復することができる。

しかし、政府が真の経済安定化を実現するためにはこのような小手先だけの対応では不十分であり、少なくともあと二つのステップを必要としている。一つは公企業の民営化、官僚機構の簡素化など構造改革による財政再建であり、経済安定を長期に維持するためにはそのような改革は不可避である。もう一つは貿易自由化により経済の生産効率を高めるとともに、あまりに著しい寡占構造を是正していくことである。このような改革は、物価の安定にも良い影響を与えるばかりでなく、経済成長を持続可能なものとする新しい工業開発モデルを構築するという中期的な課題とも結びついている。

[注] _____

- (1) Bresser Pereira [1989], xiページ。
- (2) Two-gapモデルについてはBacha [1984] を参照されたい。
- (3) マセードはこの時の調整について、サービス収支の赤字(利子支払い)に相当する貿易黒字を生み出し、経常収支を均等化させて、債務のさらなる増加をふせがなければならないとの債権者の意向にそったものであったとしている(マセード [1990])。
- (4) 以下の記述はSEST, *Perfil de Empresas Estatais*, 各年版のデータに基づいている。
- (5) マセード [1990] を参照。
- (6) そのような状況は1983年以降のボリビアにおいて発生した。ボリビアのハイパーインフレとドル化の関係については浜口 [1990] を参照されたい。
- (7) 新憲法(1988年施行)によって中央銀行が直接に政府から国債を引き受けることが禁止された。

[参考文献]

Bacha, Edmar L. [1984], "Growth with Limited Supplies of Foreign Exchange: A Reappraisal of the Two-Gap Model," M. Syrquin, L. Taylor and L. Westphal et al. eds., *Economic Structure and Performance*, Orlando, Aca-

demic Press.

Bresser Pereira, Luiz C. [1989], "Introducao a Teoria da Infalacao Inercial Reexaminada," Jose M. Rego ed., *Aceleração Recente da Inflação*, São Paulo, Bional.

浜口伸明[1990]「ボリビアのハイパーインフレと経済安定化政策」(西島章次編『ラテンアメリカのインフレーション』アジア経済研究所)。

ロベルト・マセード [1990]「ブラジル経済のマクロ経済問題とバイタリティ」(西島編, 同上書)。