

『ラテンアメリカ・カリブ研究所レポート』

「ベネズエラ：新為替管理制度は経済危機の救済策となりうるか？」

(解説・紹介 桑山幹夫)

概論

ベネズエラは14年に景気が大きく後退し、外貨の不足、インフレ率の上昇、生活必需品の不足、及び原油価格の下落などの影響で、経済が窮地に陥っている。15年1月にニコラス・マドゥロ大統領は新規融資の確保と原油生産の抑制を狙って、中国、ロシア、中東、北アフリカを2週間にわたり歴訪した。マドゥロ大統領は1月21日に経済危機について国会にて一般教書演説を行った際に、為替制度の変更、最低賃金の引き上げ、ガソリン価格の適正化に向けた議論の必要性、原油価格下落の対策、2015年の社会保障政策等を含める新たな経済対策を打ち出した。

一方、社会不安が高まっており、昨年大規模な抗議デモが初めて起こったサンクリストバル市で反政府抗議デモが再発した。そして、1月24日には政府反対派のデモが首都カラカスにも広がった。暴動の繰り返しを防ぐためにはベネズエラのスーパーマーケットの棚を商品で満たさなくてはならない。これまで何度か制度改革が行われているが、経済の後退の最大の原因として、03年から12年間維持されてきた複数の固定為替制度が指摘されてきた。それを背景に15年2月10日、ベネズエラ政府は経済再建策の一環として、変動相場による外国為替市場の創設を含む通貨制度改革に乗り出す意向を表明した。輸入と債務返済用の資金を確保するために、年間110億ドルの費用が必要とされるガソリン補助金の撤廃も処方箋の一つとして残されている。

ベネズエラ中央銀行は、14年のGDPデータを発表していない。その他機関の非公式データによると、第1四半期で4.8%、第2四半期の4.9%、第3四半期では2.3%のマイナス成長でGDPが縮小した。国連ラテンアメリカ・カリブ経済委員会は14年のベネズエラのGDP成長率はマイナス3%と推計している(ECLAC 2014)。12年の5.6%、13年の1.3%のプラス成長率と比べて大きく落ち込んだ。14年の財政赤字は対GDP比で19%まで拡大した。輸出(財・サービス)総額は12年の996億ドルから14年の837億ドルまで縮小したが、外貨不足の影響で、輸入は輸出より大きく減少し、その総額は同期間で775億ドルから573億ドルまで低下した。よって14年の貿易収支は対前年比で改善したことになる。14年1~11月間での外貨準備は平均で210億ドルと推計され、13年の同期と比較すると14%ほど低下した。その外貨準備額の約70%が現預金や証券と比較して流動性が低い金(ゴールド)で保有されていると報じられる。

また、ベネズエラは米州で最も高いインフレ率に苦しんでいる。14年11月までの12ヶ月間インフレ率が63.6%。その上、牛乳やトイレットペーパーといった生活必需品・物資の不足に直面している。中央銀行は、スーパーの棚から欠品している商品の割合を測定す

る目的で、「希少品インデックス」を以前は公開していたが、それが最後に発表されたのは14年3月で、その時点で既に約30%の商品が希少とされていた。ベネズエラ連盟商工会議所会長は、15年の1月中旬には、生活実需品の45日分の在庫しか確保出来ていないと報道機関に語っている(Glickhouse 2015)。

輸出縮小の背景には14年の6月以来60%下落した原油価格がある。価格暴落で14年第3四半期にはベネズエラ輸出総額が14%以上減少したと推定される。ベネズエラは輸出収入の約96%を原油で賄っており、GDPの25%が石油に依存していることから、価格下落が始まる以前から既に顕著になっていた経済減速に拍車がかかることになった。石油輸出国機構(OPEC)の最新データによると、ベネズエラは確認済みのものだけでも世界最大の原油埋蔵量を誇る。同国の埋蔵量は、その他のラテンアメリカ石油輸出国のそれを遥かに超えているが、2009年~13年の間に原油生産量が年間で3%減少し、13年のベネズエラの生産はメキシコのそれを僅か11%上回ったに過ぎない。日量の原油生産量は2000年と比較して4%近く減少した。

14年予算法において5,530億ボリバルで編成された中央政府支出は、原油担保型の追加輸出融資の恩恵を受けて前年比で94%増額され、GDPの26%に等しい1兆71億ボリバルまでに拡大された。ただし、この数値はベネズエラの財政政策の一面を反映するに過ぎない。何故ならば、公共収入と支出のかなりの割合が、中国・ベネズエラ共同資金(中国からの貸付けは石油輸出で返済される)及びベネズエラ国営石油公社(PDVSA)の対中央銀行(BCV)貸出として国家開発基金(FONDEN)を通して支出されおり、FONDEN資金がPDVSA及びBCVの拠出金で賄われているからだ。13年にはGDP比で2.6%に相当したPDVSAの対FONDEN拠出金は、14年下半期に入って原油価格が急落したことで、14通年で減少したと予測される。一方、中央銀行のデータによると、同銀の対国有企業向け融資額が、GDP比で13年の17.3%から14年10月では23.2%に増加したと報告される(ECLAC 2014)。

14年1~9月間においては拡張的な金融政策がとられた。前年同期比でマネーサプライM1及びM2の平均増加率はそれぞれ73%および72%に上り、同期のインフレ率61%を上回った。流動性の増加は、公営企業向けの資金調達のために公共支出と中央銀行からの融資が拡張されたことに起因する。中央銀行はマネタリーベース拡大を抑制する狙いで、13年10月と14年4月の間に、法定準備率を純債務および既存の割譲投資に対して17%から21.5%、そして新規貸付については31%まで徐々に引き上げた(ECLAC 2014)。

15年2月10日に発表された外国為替制度の改定は、為替率が需要と供給で決定される市場レートに近づくことに貢献する可能性を秘めている。だが、今回の改定はハードカレンシー不足に悩むベネズエラ経済を再建するには不十分である。「ベネズエラ政府は50億ドルの債務返済を迎える15年の10月まではなんとか持ちこたえるかもしれない。原油価格が持ち直すことがなければ、政府は痛みを伴う選択肢に直面するだろう。債務不履行(デフォルト)に陥ることで、ベネズエラ国営石油公社(PDVSA)の海外の製油所を含め、債権者による資産の押収を承認するか、もしくはより大幅な為替切り下げや厳しい輸入規制を課すなどの選択肢の1つを選ばなくてはならない」とエコノミスト誌は指摘する(Economist 2015)。

国際通貨基金(IMF)は、懐疑的な海外の金融市場と国内経済の後退とで15年には7%縮小すると予測する。マドゥロ大統領と同氏の率いる与党・統一社会党(PSUV)は苦境に陥っている。ベネズエラでは需要の低迷や商品の不足、部品や製品の輸入に伴う障害、ハイパーインフレに合わせた値上げの承認を政府に依存する状況など多様な問題に直面して

いるが、それら問題の根源の一つとして複雑な為替制度とその不透明感が指摘される (Neuman 2015a)。

ベネズエラでは 03 年以降、政府が為替取引を管理しており、過去 12 年で為替管理制度の変遷はあるものの、現時点でも複数の為替レートが併存している。第 1 の制度は食料品・医薬品の輸入や政府機関の外貨需要を対象とする、CENCOEX と呼ばれる固定為替制度で、現在でも 1 米ドル=6.3 ボリバルのレートが適用されている。第 2 の制度は、シカッド (SICAD) と呼ばれる中銀競売形式の為替制度で、食料品や医薬品などに比べて重要度が落ちる財・サービス(非政策品目)の輸入決済用外貨取得に 13 年 3 月から用いられた。シカッドレートは 1 米ドル=約 12 ボリバルで取引されている。

第 3 の制度は、自由為替市場に近い制度でシカッド II と呼ばれ、14 年 3 月から開始された、非政策品目のための外貨調達を国内金融機関と通して外貨・外貨建て証券の売買を行う制度である。シカッド II レートはシカッドレートと比べると 4 倍ボリバル安で 1 米ドル=約 50 ボリバルで最近まで取引されていた。シカッド II によって外貨調達の困難さが幾分緩和されるという見方もあったが、シカッド、シカッド II 共に供給が需要に追いつかず、外貨不足の解決につながらなかった。

15 年 2 月 10 日から、シマディ (SIMADI) と呼ばれる新為替プラットフォームが創設され、これまでの第 3 番目となるシカッド II 制度に取って代わることになった。需要と供給に応じて相場が決まる自由相場制を部分的に導入するシマディ制度により、政府はインフレ抑制などを目的に固定為替制度を維持しながら、実質的な為替レートの大幅な切り下げを図る。シマディの導入で、現在 1 米ドル当たり約 190 ボリバルの闇相場がどこまでシカッドレートに収斂するかが注目される。その収斂幅は、自由市場取引に向けてのベネズエラ政府の対変動市場へのドル流通容認量に大きく左右される。一方で、今回の改定は同国が抱える経済危機の抜本的な解決策となるには不十分であるものの、現行の紛らわしい為替管理制度の簡素化に向けての第一歩と期待する関係者もいる。

本レポートでは、ベネズエラ政府が 2 月 10 日に発表した変動相場の外国為替市場の導入、それがベネズエラの債務不履行 (デフォルト) の可能性および多国籍企業にもたらす影響について考察する。

新為替制度に至るまでの経緯

今回導入された為替制度は、過去 12 年で第 5 回目にあたる。ベネズエラは 03 年 2 月から 1 米ドル=4.3 ボリバルのレートで固定相場制を採用していたが、10 年 1 月に平価切り下げを行なうと共に、複数レート制を導入した。これにより、輸入決済用外貨の取得に適用される固定為替レートは 1 米ドル=2.6 ボリバル (食品、医療、機械類などの優先品目)、及び 1 米ドル=4.3 ボリバル (その他) の 2 種類のレートで構成される為替制度となった。だが 11 年 1 月にレートが再び一本化され、固定為替レートは 1 米ドル=4.3 ボリバルのみとなった。それ以降ベネズエラでは、政府が為替取引を管理しており、3 層の為替管理制度が残存している。

第 1 の制度は、食料品・医薬品の輸入や政府機関の外貨需要 (政策品目と呼ばれる) など、国の経済に必須となる外貨取得のための為替制度で、1 米ドル=6.3 ボリバルの固定為替レートが適用される。この固定為替率は CENCOEX レートと呼ばれている。1 米ドル=6.3 ボリバルのレートを維持することで輸入コストを抑え、最も脆弱な社会経済層の国民に

及ばず衝撃を減減できると政府は見込んでいる。今回の改定においてもこの優遇レートは維持された。ベネゼイラ経済が必要する外貨需要の約 70%に対して、1 米ドル=6.3 のレートが保証されることになる、とマルコ・トーレス経済相は強調する (Neuman 2015a)。

10 年 5 月に為替取引に関する罰則等を定めた『為替不正取締法¹』が改定されたことを受け、「政策品目」以外の輸入には、これまでの証券会社が取引を仲介する方式から、中央銀行が介入するシトメ方式 (SITME, Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera) 制度に変更された。シトメによって、実質的には「並行市場」でのドル獲得が義務づけられた。シトメ固定相場制導入と同時に為替管理の実行機関として外貨管理委員会(CADIVI, Comisión de Administración de Divisas)が設立された(JETRO 2014c)。

導入当時、シトメは 1 米ドル=5.3 ボリバルで、政策品目よりボリバル高のレートで設定されたが、非政策品目を扱う輸入業者はシトメを利用して輸入した。外貨の供給量不足に加え、シトメには旧制度に存在しなかった外貨調達の上限額が設定され、かつ配当金送金目的での外貨調達が出来ないなど制限が多かった。シトメは制限が多かったものの、固定為替レートでの外貨調達が困難な場合の一つの補助手段として、ある程度その機能を果たした。だが、シトメに代わってシカッドが導入されたため、13 年 2 月にシトメの取引が停止された。

第 2 の制度は、シトメに代わって 13 年 3 月に開始されたシカッド (SICAD, Sistema Complementario de Administración de Divisas)と呼ばれる競売形式の為替制度で、食料品や医薬品などに比べて重要度が落ちる財・サービス(非政策品目)の輸入決済用外貨取得に用いられる制度である。政府による競売を通じて外貨を必要とする法人・個人が希望落札額、希望為替レートを金融機関を通じて申請し、為替管理組織である国家貿易センター (CENCOEX, Centro de Comercio Exterior) が落札者を決定する仕組みだ。CENCOEX がシカッドを管轄し、競売額と応札できる企業の業種や目的を指定した外貨競売を、原則として定期的実施した。政府は、外貨準備高の減少を民間企業による外貨不正取得によるものとし、管理強化のために CENCOEX を設立したと説明している。

シカッドレートは競売ごとに中央銀行が決定し、落札レートは変動する。シカッドレートは 13 年導入以来 1 米ドル=10~11 ボリバル台で変動したが、14 年 9 月 25 日以降には 1 米ドル=12.00 ボリバルに設定されていた。シカッドの導入によって、輸入財やサービス分野のほとんどの為替レートが 6.3 ボリバルから 12.0 ボリバルまで引き下げられ、シトメ制度下での 5.3 ボリバルのレートの約 2 倍以上の通貨切り下げが実現したことになる。これらの通貨切り下げで輸入価格が上昇し、それが小売価格に転嫁されることで、消費者の購買意欲が減退した (JETRO 2014b)。また、シトメよりも外貨供給量が限定的であり、落札者および落札レートの決定プロセスが不透明であると問題視された (JETRO 2014a)。

政府は違法両替取引の撲滅と違法為替レートのドル高騰を抑制すべく、固定為替レートでの外貨調達に加えて、14 年 3 月から自由為替市場に近い為替制度であるシカッド II(SICAD II, Sistema Cambiario Alternativo de Divisas)と呼ばれる第 3 の為替制度を導入した。2010 年 5 月に施行された『為替不正取締法』以降、外貨建て証券を含めボリバルと外貨の両替行為は中央銀行の独占権限となっていたが、2014 年 2 月 19 日に公布された『為替制度とその不正行為法』によって為替不正取締法が廃止され、国内金融機関が外貨・外貨建て証券の売買を行うことが可能となり、シカッド II の導入が実現した。3 月の導入当

¹ Ley contra los Ilicitos Cambiarios を意味する。

初は、1米ドル=51.8ボリバルで取引された²。外貨を購入できるのは、ベネズエラ国内に住所を持つ成人または法人で、国内の金融機関に外貨口座を保有していることが義務付けられている。一方、外貨の売却は国内に住所を持たなくても可能で、国内に外貨口座を有する必要もない (JETRO 2014a)。

シカッド II では、外貨の取得目的に制限がないのが特徴である。シカッド II 以外の 2 つの為替制度では、入手できる外貨の使用目的に制限があり、この使用目的に合致しない外貨に対する需要が違法両替に流れたと考えられる (JETRO 2014c)。シカッド II は上記のように、外貨または外貨建て証券を国内通貨ボリバルによって売買する自由為替市場に近いシステムだが、取引の成立には中央銀行が介入し、不透明な点が多く、完全な自由為替市場とはいえない状況であった。政府が為替管理を強化する一方で外貨需要は増大し、固定為替レート (1米ドル=6.3ボリバル) の約 10 倍ドル高のレートによる違法な為替取引が横行する時期が続いた³。

シカッド II の導入に加え、為替措置第 27 号によって輸出振興策と理解できる規則も定められた。これまで、輸出者 (石油部門など一部の産業を除く) が輸出で得た外貨のうち、40%までは輸出にかかった経費を賄う目的で保有することができたが、残りの 60%は 1米ドル=6.3ボリバルの固定為替レートで中央銀行に売却することが義務付けられていた。しかし、同為替措置により、保有と売却分が逆転し、外貨売却枠が 40%まで緩和された。なお、売却枠の 40%の外貨は、売却日のシカッド II 平均為替レートで売却できることで、輸出者は以前より多くの外貨を保有することが可能になった。なお、売却を義務付けられていない 60%の外貨についても、シカッド II を通じて売りに出すことが可能となった。これらは輸出を行うインセンティブとなった (JETRO 2014c)。

2014年9月には、為替措置第 30 号が公布・発効され、FONDEN にボリバルを提供するための特別拠出金は、原油価格が 1 バレル当たり 60 ドルを上回った場合には、いずれかの公定為替レートで決済出来るとした。これらの拠出金は以前 6.30 ボリバルのレートで決済されていたが、後にシカッド II 為替相場 (1米ドル=約 50 ボリバル) での取引が可能となったことで、FONDEN によって融資されるプロジェクトの流動性が高まると考えられる関係者もあった (ECLAC 2014)。

シカッド II が 14 年 3 月に開始してから約 1 年が経過したが、運用上の問題が幾つか浮上しており、今回の為替制度改定がそれらの問題点の解決に繋がるかどうか注目される。第 1 の問題は、シカッド II の取引実績ならびに外貨供給額と需要額が公表されないという点である。外貨購入を申請した多くの企業や個人から取引が成立しなかったという声が出たのは、供給が需要を下回っていることの裏づけである。

第 2 の問題点として、為替レートの決定プロセスの不透明性が指摘される。供給が需要を下回る場合、為替レートは本来ドル高ボリバル安に傾くはずだが、運用開始時に比べ、シカッド II の平均為替レートはドル安に動くケースがみられた。売買取引の成立・非成立は中央銀行が決定するが、その決定プロセスが明らかにされていないために、同銀行が恣

² シカッド II レートは 15 年 2 月 11 日では、1米ドル=52.10 のレートで終わっている (Banco Central de Venezuela (2015c))。

³ 非公式な外貨需要の増加は違法両替のドルレートを高騰させ、シカッド II 導入前の 14 年 2 月末ごろには、同レートは固定為替レートに対し 13~14 倍ほどドル高ボリバル安となっていたとされる。違法両替レートのドル高騰は、政府職員が固定為替レートで入手した外貨を違法に売却し、多額のボリバルを得るなど汚職を誘発するインセンティブとなり、また輸入品価格を高騰させ物価上昇につながるとして、政府は対策を取る必要に迫られていた JETRO(2014c)。

意的に介入しているのではないかとの懸念が強まった。

3点目は、購入した外貨の入金が遅れる問題である。為替措置第27号第12条において、現金外貨売買は取引成立から48時間以内、外貨建て証券の売買は72時間以内に、購入した外貨が口座に入金されることになっているが、取引成立から入金までにそれ以上の時間がかかると指摘されることが多かった(JETRO 2014c)。

シカッドIIを取り巻くもう一つの問題は、国内口座に入金された外貨を国外に制限なく送金できるかが明示されていない点だ。マルコ・トーレス経済相はシカッドIIの運用開始に先立ち、「ベネズエラ国内のドル口座から他国の口座への送金はまだ許可されていないが、旅行者は口座内のドルを、デビットカードを用いて国外で利用できる」と発言していた。この発言に基づけば、金額が限られるデビットカード使用を除いて、シカッドIIで得た外貨は、国外へ自由に送金できないと考えられる。シカッドIIが導入以後、効果的に機能し、ベネズエラ経済を安定化させる為替システムになるのか。そのためには制度の透明性が確保され、利用者の信頼を得た上で外貨供給を増やせるかが1つの焦点になっていた(JETRO 2014b)。

また、シカッドIIの導入により輸入品価格が更に上昇し、インフレがさらに加速したのではないかとの懸念もあった。6.3と12.0の両優遇為替レートでは、食品や医薬品の価格が低く抑えることが出来るが、民間企業は、それらのレートでドルを購入し、必要な原材料や機械部品を海外から調達することが難しくなっている。その結果、鶏肉から洗濯洗剤までの基本的な消費財が不足し、店頭での消費者の揉み合いに至ることが頻繁になってきた。棚から商品が消えることがマドゥロ大統領の支持率の低下につながっている。最近の世論調査によると22%まで落ち込み、今年後半に行われる総選挙の結果に大きな影響を与えかねない(Ellsworth and Pons 2015)。

今回の改定

上記のように、ベネズエラでは公式に3段階の外国為替管理制度が導入されていた。固定相場の公定レートは、政策品目に限って1米ドル当たり6.3ボリバルだが、非政策品目については競売形式の制度「SICAD」では約12ボリバル、14年に導入された新制度「SICAD II」では現在でも約50ボリバルで取引されている。こうしたなか、一部の米大手企業によれば1米ドル=6.3ボリバルの公定レートや12ボリバルのシカッドレートが経済の実態と乖離しているとの判断が最近強まっていた。闇市場のレートでは、1米ドル当たり190ボリバルまで下落し、大幅な自国通貨安になっていた。

ベネズエラ政府は政府が為替レートを決定する現行の為替管理制度を見直し、需要と供給に応じて相場が決まる自由相場制を一部導入すると15年1月21日発表した。その記者会見で、トーレス経済相はシマディが既存のシカッドとシカッドIIの両制度と平行して運営されると説明したが、その詳しい内容が2月10日に経済相のマルコ・トーレス氏とベネズエラ中央銀行(BCV)の総裁ネルソンメレンテス氏の記者会見で発表された。

2月10日の記者会見によると、新為替制度では従来の多層方式は維持されるものの、重要な相違点として、3段階に区別されていた正式認可為替レートの一つを市場で自由に売買される変動制度に変更されることになった。従来の生活必需品や医薬品の輸入業者、そして政府取引のため、1米ドル=6.3ボリバルで大幅に過大評価されている既存の固定為替制度は維持される。これらの商品は外貨需要総額の約70%を占めていると伝えられる。「ベネ

ズエラの輸入ニーズの70%が保証されている」とトレス経済相が述べた。それに加えて、シカッドとシカッド II（以前はそれぞれ1米ドル＝約12ボリバルと50ボリバル）が12ボリバルで統一され、単にシカッドと呼ばれるようになった（EFE 2015, ECA Money Moves 2015a, 2015b）。現シカッドは、非必需品の輸入目的に使われ、ベネズエラ経済が必要とする外貨の30%に相当する（EFE 2015）。因みにシカッド II のレートは15年2月10日時点で1米ドル＝51.013ボリバルでの取引されており、今回のシカッド一本化により、シカッドレートが大幅に為替切り上げられる結果となった（Banco Central de Venezuela 2015b）。

今回の改定の焦点は、シカッド II に代わって、銀行、両替所と民間業者を通じて誰にでも利用できるようになる変動市場型の為替レート、シマディ（SIMADI, Sistema Marginal de Divisas）が新しく導入され、為替レートが市場のセンチメントによって決定されるようになったことだ。新為替制度は実質的には闇市場レートを合法化し、ベネズエラのボリバルに対する投機を管理し、ドルの違法取引を制御することを目的とする。ある意味では、シマディの導入で、政府が2010年に廃止された制度に近いシステムに逆戻りしたことになる。「もし政府が現在並行市場に騙されている民間の外貨売買を刺激し、それをシマディに転換しようと試みるならば、売買開始の際には、並行市場（闇）レートと同じか、もしくはそれに近い率で取引されるのが合理的である」とビクトル・アルバレス元基礎産業大臣が説明している（Boothroyd 2015）。

当初は、1米ドル＝120～140ボリバル相当でシマディ取引が始まるのではないかと予想された（Boothroyd 2015）。だが、実際その導入直後の2月13日では、1米ドル当たり170.03ボリバルの現金値を付けた（El Mundo 2015a, The Associated Press 2015）。2月18日の売買では、1米ドル＝171.6227ボリバルの現金値を付け、23の個人・法人機関が4百万214,000米ドル相当の外貨を購入している（Banco Central de Venezuela 2015）。シマディ導入以前の闇市場レート1米ドル＝190ボリバルを上回るボリバル高で取引を終えたが、現金値は銀行や両替所に支払うコミッションが含まれていないため、最終的には闇レートに近い価格で取引されたようだ。政府当局によると、大半の外貨は必需品レート（6.3）と非必需品レート（12.0）で取引されたと強調する（Ellsworth and Pons 2015）。実際に、ベネズエラ中央銀行が発表した2月20日の外為取引のデータによると、取引総額の98.61%が6.30の固定管理レートと約12.0ボリバルの固定レートで決済されている。シマディ制度に基づく取引額は全体の1.4%にも満たない（下記の表を参照）。

2015年2月20日外国為替取引

	レート ボリバル / 米ドル	決済額に 占める割合 (%)
為替管理制度	6.30 - 12.00	98.61
シマディ (Sistema Marginal de Divisas)	171.0310 a/	1.39

a/シマディ制度に基づくレートは、取引前日（平日銀行営業日）の加重平均為替レートを参考価格とする。

出所：ベネズエラ中央銀行 <http://www.bcv.org.ve/c5/simadi/resuextdivisas.pdf> から2月22日ダウンロード。

新しいシマディスキームを利用するには、個人がドル建ての銀行口座持ち、18歳以上であることが条件づけられている。国内で3792に及ぶ公共・民間金融機関や公認両替所で取引が可能となる（Pardo 2015）。個人は1日で300ドル、1カ月当たり2,000米ドル、年間10,000ドルを上限としてドルを購入できるようになる。個人の売り手は1日で200ドルまで提供でき、海外からの家族送金もこれら代理店で経由して換金できる。政府筋によると、取引は無料で、政府の介入なしで取引される（El Mundo 2015b, Boothroyd 2015）。新たな規制では、1日当たり300ドルの上限でハード通貨の国外送金が許可される可能性が強い（El Mundo 2015）。

多国籍企業（特に米国資本系）に与える影響

多数の米国企業が開示したボリバル建て資産のドル換算の評価額が1米ドル6.3ボリバルもしくは12ボリバルで計算されているが、問題はこれらのレートで認められている取引の量が限定されている点にある。企業のボリバル建て資産は、1ドル当たり50ボリバルでドル換算すると大きく減少し、闇市場のレートで換算するとほぼ消滅してしまう恐れがある。今回の改定で企業評価額と配当金送金の容認枠に大きな影響を与える可能性が出てきた。

ロイターが最新の四半期決算に基づいて分析したところでは、S&P総合500種対象企業のボリバル建て資産が10社に集中しており、開示された評価額は10社の合計で約73億ドルとなっている⁴。シカッドIIの約50ボリバルが適用されると、合計の資産は58億ドルに減少する（ロイター2015）。非米国系の多国籍企業でベネズエラでのエクスポージャーが高い企業のなかにスペインのテレフォニカとドイツ製薬会社バイエルが含まれる（Reuters 2015）。

一部の米国系多国籍企業がボリバル安によって被る可能性について言及している。例えば、米飲料・食品大手ペプシコは、1米ドル=50ボリバルでベネズエラ資産を再評価した場合に4億4000万ドルの税引き前特別負担が発生すると指摘した。同社は昨年9月初旬時点で5億500万ドルのボリバル建て金融資産を保有していると公表している（ロイター2015）。日用品大手の米キンバリークラークは、これまで使っていた1米ドル=6.3ボリバルの公定レートよりもシカッドIIの50ボリバルの方が適切との結論を下し、昨年第4四半期にベネズエラ事業で4億6200万ドルの特別負担を計上、これが同四半期の損失に結び付いた（Kurmanaev and Crooks 2015）。

また米フォード・モーターと油田サービス会社シュルンベルジュもベネズエラ事業で四半期の損益に大きな打撃を受けている。フォードは第4四半期に8億ドル、シュルンベルジュは4億7200万ドルの特別費用を計上した。一方で、米製薬大手メルクなどの企業は、ベネズエラで医薬品など重要な商品やサービスを提供しているため、最も有利なレートで現地資産を評価することが正当化されると主張している。メルクは一部のボリバル建て資金を1米ドル=6.3ボリバルでドルに転換することに成功したと発表した。ベネズエラに15億ドルの資産を保有するゼネラル・モーターズの広報担当者は「現時点で発表するものはない」としながらも、現地の状況を注視していると表明した（ロイター2015）。

シマディの導入は、大きな引き下げ率ではあるものの、利益の海外送金が可能となることで、ベネズエラで営業する多国籍企業にとって有利に機能するとの見方もある。ベネズ

⁴ 約40社の米国系主要企業が少なくとも評価額で110億ドルの資産を有していると伝えられる（Reuters 2015）。

エラは、石油採掘業者をはじめとして航空会社など多数の外国企業に対して、未払いの配当や支払で約 230 億ドルの負債を抱えているとエコアナリティカ社は指摘する (Kurmanaev and Crooks 2015)。また、シマディが有効に機能すれば、そのレートが外国企業の価格構造の指標と成る可能性も出てくる。

債務返済不履行（デフォルト）の可能性

国際投資家がベネズエラのソブリン債の債務不履行（デフォルト）を懸念するまでに経済は悪化している。実は、昨年夏に原油価格が下落を始める以前から、専門家の間ではベネズエラのデフォルト危機が囁かれてきた。現に、原油安の深刻な影響を受けるベネズエラでは、外貨準備高の目減りが続き、デフォルト（債務不履行）の懸念が高まっている。ベネズエラの外貨準備高は 210 億ドルで、うち現金保有分は 20 億ドル前後と推定される (Evolution Japan 2015)。マドゥロ大統領は海外メディアによるデフォルト予測はいたずらに「経済戦争」をあおるものとして火消しに躍起になっている。経済危機の影響で、マドゥロの支持率は下落を続け、12 月には過去最低の 22% にまで落ち込んでいる。トムソン・ロイターが算出した最新の確率によると、今後 5 年以内にベネズエラがデフォルトする可能性は 94% 超で、これから 6 ヶ月間でのデフォルトの確率は 33.4% である (McLaughlin and Ellsworth 2015)。

原油価格の暴落を受けて、ベネズエラの国債が著しく低い価格で取引されており、利回りが比較可能な米国国債と比べて 26 パーセンテージ・ポイント高い (Ellsworth and Pons 2015)。モーニングスター株式会社のデータによると、米国の債券ファンドはベネズエラでの資産保有額を 13 年の 45 億米ドルから 14 年末の時点の合計で約 27 億米ドルまで削減したと報じられる。前年比の減少は、債券価格の下落とエクスポージャーの低減の両要因によるものだ (McLaughlin and Ellsworth 2015)。指標となる同国の 2027 年満期国債の利回りは現在約 29% で、比較対象となるロシア国債の 3 倍に達している (英フィナンシャル・タイムズ紙 2015)⁵。またベネズエラ政府と PDVSA の債務残高は 660 億ドルに上り、フィッチ・レーティング機関は最近ベネズエラ国債を「CAA3」まで格下げ、米国のムーディーズは「B」から「CCC」（デフォルト状況の 1 ランク上）まで格下げした (Erana 2015)。これは過去 16 年間で最低レベルだ。

ベネズエラの債券価格が昨年 30% 低下したことで大きなダメージを蒙った多くの米国債券ファンドは、食糧不足と急激なインフレそして原油価格の下落に悩むベネズエラで未だに大きなプレゼンスを保持しているものの、デフォルトを懸念して同国から投資を引き上げているケースも出て来ている。例えば、ピムコ (Pimco Emerging Markets Debt Fund) は昨年 3 月末で 4 億 7500 万米ドルに相当するベネズエラ国債を保有していたが、9 月末には 2 億 915 米ドルまでエクスポージャーを下げた。ピムコ・ファンドは、2014 年には他の投資よりも高い 63% のリターンを出したと伝えられる。ヴァン・エック・グローバル (Van Eck Global) は、ここ数カ月の間にベネズエラでのエクスポージャーを 14 年 6 月時点の 15% から 9 月で 5% まで大幅に減らしてはいるが、新興債券市場の一つとしてベネズエラを米国の債券ファンドの重要な投資先として位置づけている (McLaughlin and Ellsworth 2015)。

なかには、フィデリティの新市場インカム・ファンド (Fidelity New Markets Income Fund) のように、ベネズエラ市場での過剰なエクスポージャーが大きな負担となってきた

⁵因みに、為替レート改定発表直後の 2 月 13 日には、ベネズエラ国債の価格が上昇した。ベンチマーク・グローバル 2027 の価格が 0.603 ポイント上昇し 41.570 に上り、24.261% の利回りとなった (Ellsworth and Pons 2015)。

いるファンドもある。昨年の第4四半期でファンドが3.28%下落し、ベネズエラでのトータルリターンはマイナス28.7%で、ウクライナで記録されたマイナス27.85%より悪い収益となったが、14年末でのフィデリティのファンドは2億8300万米ドルと推計され、ベネズエラで米国債券ファンドとして最大の規模を誇っている (McLaughlin and Ellsworth 2015)。

投資総額で46億ドルを誇るTCW新興市場・インカム・ファンド (TCW Emerging Markets Income Fund) は過剰ともいえる5%をベネズエラで投資している。TCWのファンドマネージャーは、ベネズエラにおける債券価格の低迷は「行き過ぎ」だと判断している。世界で45億ドルの投資を行っているティ・ロウ・プライス・グループ新興市場債券ファンド (T. Rowe Price Emerging Markets Bond Fund) は、2014年でベネズエラでのエクスポージャーを下げたが、未だにその投資総額の7.1%をベネズエラで保持している。純資産の割合からみてベネズエラが最大投資の一つである (McLaughlin and Ellsworth 2015)。その楽観的な見方の背景には、ベネズエラはこれまで債務不履行に陥ったことが無いとの評価がある。実際、ベネズエラのマルコ経済・財務相は、3月に期限が迫った10億ユーロの国債償還について「支払い原資を準備した」と発表している。正念場は、90億ドル相当の債務が返済期限を迎え、ベネズエラが中間選挙に向けて準備に乗り出す年末にやってくるの見方が一般的だ (英フィナンシャル・タイムズ紙 2015)。

ベネズエラ国営石油公社(PDVSA)が発行した債券と異なり、ベネズエラのソブリン債には債務再編を円滑することができる集団行動条項 (CAC) が盛り込まれている。この意味で、アルゼンチン国債とは大きな違いがある。また、デフォルトが発生した場合に、ベネズエラの石油貨物が、返済を求める債権者に差し押さえられる可能性があるかどうかは明らかではない。ウーゴ・チャベス前大統領の思い出には忠実だがマドゥロ氏の率いる後継政府には批判的な団体マレア・ソーシアリスタ (社会主義の波の意) のカルロス・カルシオーネ氏が指摘するように、「債務モラトリアム (返済猶予) のような緊急措置を要する悲惨な経済状況がある」のは確かだ (英フィナンシャル・タイムズ紙 2015)。

SIMADI の評価

新しいシステムの評価は、今までのところ親政府と反政府両陣営に限らず分かれている。ベネズエラ最大の企業連合である Fedecamaras 会長のホルヘ・ロイグ氏は、この動きは需要と供給が価格を設定すべきだと政府が認識し、ボリバル貨幣の実質的切り下げに踏み切ったとの見解を発表している。一方、リカルド・モンテージャ両替協会会長は、「これまでの平行市場が姿を消すかどうかは、新システムの利用者の期待にかかっている。私個人は、これから闇市場レートが下がってくるとみている」と楽観的である (Boothroyd 2015)。政府機関への特権アクセスがない限り、公定固定為替レートで利用可能なドルが実質的にゼロに近く、大半のハード通貨が闇市場で調達されている現状では、新たに導入された変動為替レートは、これまでの違法取引による闇レートを公認することになり、有効な為替相場として早急に機能し始めるとの見解もある (ECA Money Moves 2015 a)。

ベネズエラ経済への影響は今のところ不明である。経済を活性化し、原油に依存する構造を多様化するには、変動相場の導入だけでは不十分だ。おそらく政府は、これまでのように経済活動を支配し、価格統制を維持するであろう。その結果、インフレがある程度抑制される可能性が出てくるが、一方で、起業家へのインセンティブが低減することで国内産業が抑圧される。その反面、今回の改定でドルへのアクセスが高まり、インフォーマル

セクター、規制が弱い商業や企業が活性化する可能性もある。変動為替制度は失敗に終わった従来の為替政策の修復に向けての重要な一歩となるかもしれない。

新しく導入されたシマディの効果は限られているとの見方をする専門家は多い。シマディの対象となるドルは政府が経済全体に提供する総額の一部に過ぎず、その大部分が継続して優遇レートで販売される。基本的には、他の 2 つの優遇レートでドルを得ることができない個人及び法人がシマディ率を利用するしかない。「この 3 層の為替システムが経済停滞とインフレが併存するスタグフレーション経済に与える影響については、懐疑的にならざるをえない」と UBS のエコノミストが研究ノートで述べている。その呼名である **Sistema Marginal de Divisas** が示唆するように、「シマディは外貨割り当てに於いて限界的な役割しか果たさないと我々は考える」とみる(Ellsworth and Pons 2015)。マドゥロ大統領は、シマディ市場は国内為替売買総額の 3%~5%を占めるに過ぎないと主張している(Kurmanaev, Anatoly and Crooks 2015)。

変動為替制度が経済にどのような影響をもたらすかは不透明であるが、一つ明らかなのは、深刻なボラティリティの期間を経験しなくてはならないことだ。現在の闇市場を下回るレートで最終的に落ち着くと政府は期待しているであろうが、何人かの経済学者が予測するように、それとは反対の基調で市場が動いた時には、政府当局は、マーケット支配を失うことを恐れ、再び為替市場に介入するように誘惑されるかもしれない。

通貨が大幅に切り下げられる場合には、輸入コストが増加することによりインフレ率の高騰が引き起こされるのが通常だ。シカディが期待通り機能すれば、インフレ率は 15 年には 120%に達する可能性がある。「今回の切り下げ、緩和的な金融政策、複数の為替相場、そして賃金の上昇で、インフレ率が 120%まで上昇する」と懸念する専門家もいる(Pardo 2015)。政府関係のアナリストのなかでも、経済危機の緩和策として年間 1 億 2500 万ドルに上る燃料補助金を廃止することが必要だとする見方が強まっているが、これは更なる社会不安につながる恐れがある⁶。

しかし、ベネズエラのケースでは、公定レートでのドルが不足しているため、多くの輸入品（少なくとも国営販売店外で販売されている商品）は、すでに闇市場レートに沿う価格で販売されている。政府が独自の公営店舗で低価格を維持できるかどうかは不明で、よってインフレへの影響を予測することは困難である。従来の為替切り下げの際には消費者が価格高騰を予測し商品の購入に走ったが、今回の切り下げはそれとは異なり、在庫が殆ど無いことで商品棚が既に裸になっており、消費者が列をつくることはなかった。

学者やビジネスリーダーで構成する政府諮問機関の国家経済委員会の会長であるエフライン・ベラスケス氏は、今回の為替管理制度の改定が有意義な結果をもたらすかどうかは、ばらまき政策に終止符をうち、政府支出を削減することで、より有効な為替の切り下げを導くことが出来るかにかかると、とマクロ経済の立て直しの必要性を強調する(Kurmanaev and Crooks 2015)。同改定は、マクロ経済の不安定性、財政の不均衡、海外資金の制約、原油価格の下落などによって急速に脆弱化するベネズエラ経済にとって、信頼性を回復するには不十分である。

⁶ ベネズエラのガソリンは世界で一番安い（闇市場レートでは 1 ドルで 300 ガロン買える）、補助金撤廃はリスクを伴う政策である。数百人が死亡した 1989 年の殺人的な暴動「カラカソ（カラカス暴動）」は、燃料価格が上昇した後に勃発したことを忘れたはならない。

英・西語文献

Associated Press[The] (2015) “Venezuela's currency plunges in debut of exchange rate”, 12 Feb 2015

Banco Central de Venezuela (2015a) “ANUNCIO DE RESULTADOS DE LA SUBASTA EXTRAORDINARIA DE DIVISAS: CONVOCADA POR EL BANCO CENTRAL DE VENEZUELA”, EN FECHA 18 DE FEBRERO DE 2015
<http://www.bcv.org.ve/c5/simadi/resuextdivisas.pdf>

Banco Central de Venezuela (2015b) “Sistema Complementario de Administración de Divisas (SICAD)”
<http://www.bcv.org.ve/c5/sicad/c9/tme01.asp>

Banco Central de Venezuela (2015c) “Tipo de Cambio promedio ponderado de las operaciones transadas a través del Sistema Cambiario Alternativo de Divisas (SICAD II) ” ,
<http://www.bcv.org.ve/c5/sicad2/sicad2-02.asp>

BBC Mundo (2015) “Venezuela anuncia mercado libre de divisas” 10 de febrero 2015
http://www.bbc.co.uk/mundo/ultimas_noticias/2015/02/150210_america_latina_venezuela_esquema_cambiario_msd

Boothroyd, Rachel (2015) “Venezuela Announces New Currency Exchange Mechanism”
NSNBC International, 12 February, 2015
<http://nsnbc.me/2015/02/12/venezuela-announces-new-currency-exchange-mechanism/>

Coppola, Frances (2015) “The Impending Collapse Of Venezuela”, Forbes, 13 January 2015
<http://www.forbes.com/sites/francescoppola/2015/01/13/the-impending-collapse-of-venezuela/>

ECLAC (2014) *Preliminary Balance: Venezuela*, Santiago, December 2014.

Erana, Roberto (2015) “Impact of Lower Oil Prices on Latin America” Frontera Capital, January 19
<http://fcapadvisors.com/impact-of-lower-oil-prices-on-latin-america/>

ECA Money Moves (2015a) “Venezuela currency float and devaluation confirmed”, February 13, 2015
<http://ecamoneymoves.com/2015/02/13/venezuela-currency-float-and-devaluation-confirmed/>

ECA Money Moves (2015b) “Venezuela to float exchange rate”, February 12, 2015
<http://ecamoneymoves.com/2015/02/12/venezuela-to-float-exchange-rate/>

Economist[The](2015) “Venezuela: The revolution at bay” 14 February 2015, printed edition
<http://www.economist.com/news/americas/21643223-mismanagement-corruption-and-oil-slump-are-fraying-hugo-ch-vezs-regime-revolution>

EFE (2015) “Venezuela crea mercado cambiario "abierto y libre" basado en oferta y demanda”
<https://www.df.cl/noticias/internacional/actualidad-internacional/venezuela-crea-mercado-cambiario-abierto-y-libre-basado-en-oferta-y-demanda/2015-02-10/133557.html>

EFE (2014) “Venezuela modifica sistema cambiario e implementa mecanismo de bandas” 22 de enero, 2014
<http://www.latercera.com/noticia/mundo/2014/01/678-562093-9-venezuela-modifica-sistema-cambiario-e-implementa-mecanismo-de-bandas.shtml>

El Mundo (2015) “Operadores dicen que límite de \$300 diarios es para remesas” el 10 de febrero, 2015,
<http://www.elmundo.com.ve/noticias/economia/banca/operadores-dicen-que-limite-de-300-diaros-es-par.aspx>

Ellsworth, Brian and Corina Pons (2015) “UPDATE 1-Shortage-hit Venezuelans scratch heads over complex devaluation” Reuters, <http://www.cnn.com/id/102425739>

Guardian [The](2015) “Venezuela eases currency controls with new foreign exchange system” 10 February 2015

<http://www.theguardian.com/world/2015/feb/10/venezuela-eases-currency-controls-new-foreign-exchange-system>

Glickhouse , Rachel(2015) “Get the Numbers: Seven Charts on Venezuela's Economy” January 29, 2015, Council of the Americas,

<http://www.as-coa.org/articles/get-numbers-seven-charts-venezuelas-economy>

Kurmanaev, Anatoly and Nathan Crooks (2015) “Venezuela Lets Bolivar Weaken 69% on New Currency Market” Bloomberg, 2 February 2015.

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-02-12/venezuela-allows-bolivar-to-weaken-69-as-new-fx-market-starts>

McLaughlin, Tim and Brian Ellsworth (2015) “Hit hard in Venezuela, US bond funds keep their nerve” 12 February 2015, Reuters, <http://www.cnn.com/id/102419120>

Neuman, William (2015a) “Venezuela Announces Plan to Relax Currency Controls” 10, February, 2015

http://www.nytimes.com/2015/02/11/world/americas/venezuela-sets-up-new-free-market-exchange-for-dollars.html?_r=0

Neuman, William (2015b) “Oil Cash Waning, Venezuelan Shelves Lie Bare” 29, January, 2015

<http://www.nytimes.com/2015/01/30/world/americas/strict-rationing-in-venezuela-as-plunging-oil-price-hurt-economy.html>

Pardo, Daniel (2015) “Qué cambia con el "dólar libre" en Venezuela” BBC Mundo, Caracas, 10 de febrero 2015

http://www.bbc.co.uk/mundo/noticias/2015/02/150210_venezuela_nuevo_cambio_dp

Reuters (2015) “UPDATE3 - Venezuela announces new currency system, large devaluation seen” 10, February, 2015

<http://www.reuters.com/article/2015/02/10/venezuela-economy-idUSL1N0VK17120150210>

US News (2015) “Cuba Stays Stubborn Amid Venezuela Unrest” 13 February 2015.

<http://www.usnews.com/news/articles/2015/02/13/venezuela-unrest-not-pushing-cuba-toward-the-us>

日本語文献

フィナンシャル・タイムズ紙 (2015) 「窮地のベネズエラ：デフォルトのジレンマ」 1月23日付

<http://jbpres.ismedia.jp/articles/-/42760>

Evolution Japan 株式会社「2月10日(火) 海外市場の動き [その他] ベネズエラ」 2月14日、2015年

http://www.evojapan.com/branch/joho/blog/210_4.php

JETRO (2014a) 「基本的なベネズエラの輸出入制度：為替相場管理」 最終更新日： 2014年11月06日

http://www.jetro.go.jp/world/cs_america/ve/trade_04

JETRO (2014b) 『JETRO 世界貿易投資報告 2014年』 東京、8月7日

<http://www.jetro.go.jp/world/gtir/2014/>

JETRO (2014c) 「第3の為替制度「SICAD II」が運用開始—経済活動に好影響との評価の一方、課題も山積—(ベネズエラ)」 2014年5月12日 カラカス事務所

https://www.jetro.go.jp/world/cs_america/ve/trade_04/

ロイター(2015) 「ベネズエラ経済危機で米企業に多額損失発生の恐れ」 2月3日、2015年

<http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPKBN0L70G920150203?pageNumber=1&virtualBrandChannel=0>