

金融危機と中南米

国際金融危機の中南米主要国への影響

桑原 小百合

(1) はじめに

08年9月半ばの米リーマン・ブラザーズ証券破綻を契機として深刻化した金融危機は、当初、中南米地域には大きな影響を及ぼさないとの楽観論が支配的であった。その理由として、第1に今回の危機は中南米が震源地でないこと、第2に、同地域の金融部門の健全性は高く、03年以降の景気拡大局面で財政・国際収支が黒字化しており、過去の国際金融危機に比べ外的ショックへの抵抗力が格段に強まっていることが指摘された。

しかし、金融危機と景気後退は当初の想定を遥かに越えて深刻かつ長期化することが明らかになり、中南米経済も厳しい局面に立たされている。

本稿では、以下、中南米主要7カ国（アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ）^(注1)を対象に、国際金融危機の影響と各国政府の対応を、金融面と実体経済面から概観する。なお、09年3月半ばまでの状況に基くことをお断りする。

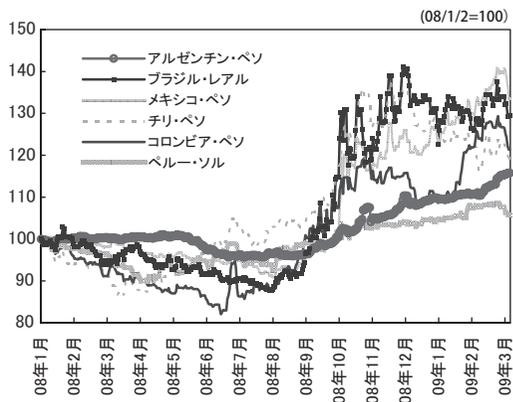
(2) 金融チャネルを通じた影響と各国政府の対応

(イ) 為替と株

ブラジル、チリ、コロンビア、ペルー、メキシコの通貨の対ドル相場は、08年入り後、米国との金利差拡大や主要一次産品価格の上

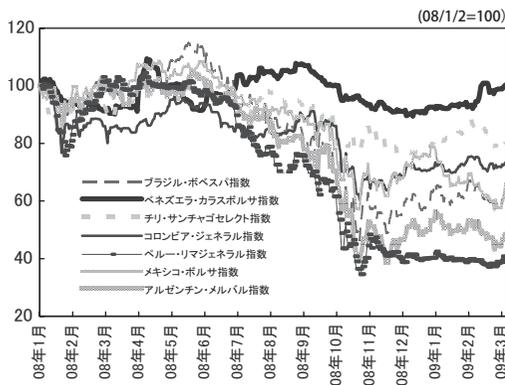
昇を背景に強含んで推移した（図表1）。各国中銀がドル買い介入や短期資金の流入に対する課税などにより、急激な通貨上昇の回避に努めた結果、4月以降、チリ・ペソ高、ペルー・ソル高の修正が進んだ。年央まで最も上昇したコロンビア・ペソは7月以降、また、ブラジル・レアルとメキシコ・ペソはともに8月以降、下落に転じた。アルゼンチンでは、政府・中銀が緩やかなペソ安政策を採ってきたが、内政の不安定化を背景としたペソ売り圧力を抑えるべく、5月中頃にペソ高誘導へと転じた。リーマン・ショック後の9月後半には、リスク回避の動きに伴い新興国から資金が流出し、中南米主要通貨は他の新興国通貨とともに対ドルで大きく下落した。メキシコとブラジルでは、大手企業による為替デ

図表1 中南米主要通貨の対ドル為替レートの推移



(出所) Bloombergより作成

図表2 中南米主要国の代表的株価指数の推移



(出所) Bloombergより作成

リバティブ取引に関する巨額損失の表面化が通貨下落に拍車をかけた。

株価も、世界的なリスク資産圧縮の流れの中で大幅に下落した(図表2)。主要株式相場が08年の最安値をつけた11月第3週の終値と、金融危機前の8月の終値を比べると、アルゼンチン・メルバル指数(−53%)、ペルー・リマジェネラル指数(−46%)、ブラジル・ボベスパ指数(−44%)などの下落率が大きかった。メルバル指数は、年金基金国有化案発表が引き金となって10月21、22日の2日間に約2割下げた。リマジェネラル指数とボベスパ指数は、鉱業、エネルギー・セクターのウェイトが高い構成のため、原油、金属・鉱物価格の下落に押された。下落率が低かったのはベネズエラのカラカスボルサ指数(14%)とチリのサンチャゴセレクト指数(18%)である。ベネズエラでは、通信大手などが国有化された結果、株式市場の取引高が極端に少なく、株価の動きも小さい。チリは、売買高に占める年金基金など国内機関投資家の比率が高いことが、株価の相対的な安定につながっていると思われる。

(ロ) 海外資金調達コストの上昇

海外投資家のリスク回避傾向が強まった

結果、EMBI+ (当該国国債と同等米国債との利回り格差) でみたドルの調達金利は上昇し、新興国のドル調達が困難となった。メキシコ、ブラジルのEMBI+は08年上半期に100～200ベースポイント台で推移していたが、10月第4～5週には600ベースポイント台へと急上昇した。その後、国際金融情勢が一時より落ち着いてきたのに伴い低下したものの、09年3月半ば時点で400ベースポイント台と、なお高い水準にある。アルゼンチン、ベネズエラのEMBI+は両国の政策リスクを反映して中南米の中でも高水準にあったが、08年10月末以降1,400～2,000bpsで推移している。ただし、コスト高とは言え政府の国際資本市場へのアクセスは保たれており、12月から2月にかけて、メキシコ、ブラジル、コロンビアの各国政府は、国内信用収縮対策、景気対策等の資金調達のため、ドル建て国債を発行した。一方、民間企業の資金調達は極めて難しい状況となっている。

以上のような金融経路を通じた危機の波及は、資本収支を一変させている。リーマン・ショック後、新興国から先進国への資金引き揚げが加速した結果、中南米主要国でも証券投資およびその他投資(銀行融資、貿易信用など)が大幅な流出超に転じた。近年、域内で最大の資本流入を記録してきたブラジルの資本収支をみると、対内証券投資は、08年第4四半期に177億ドルの大幅な流出超を記録した。通年では8億ドルの流出超(株式投資は76億ドルの流出超、債券投資は68億ドルの流入超)と、07年の481億ドルの流入超から様変わりとなった。一方、対内直接投資の流入超額は、08年第4四半期も142億ドルと堅調で、通年では451億ドルと、前年の346億ドルから105億ドル増加した。ただし、09年1月の流入超額は前年同月お

よび前月に比べ大きく減少しており、当面は低調に推移すると予想される。

(ハ) 国内金融市場

国内でもリスク回避の動きが強まって、金融機関同士が資金をやり取りする短期金融市場の流動性が低下した。また、企業・個人に対する与信姿勢も慎重になり、国内信用の拡大にブレーキがかかった。国別の状況を見ると、アルゼンチンでは、企業・個人がペソ預金を引出し、ドル資産を求める動きが広がった^(注2)。預金の流出から銀行間金利は急騰し、それに伴い預金・貸出し金利も上昇した。ブラジルでは外資系金融機関の与信削減や、海外資金調達コストの上昇、レアル安などにより、貿易信用が収縮した^(注3)。欧米穀物メジャーの与信削減もあり、アグリビジネス向け融資も急減した。また、一部の中小銀行は、外部資金への依存度が高いことや大手銀行へ預金がシフトしたことなどから、流動性不安に直面した。

メキシコにおいては、ペソの急落に伴い、為替デリバティブ取引を行っていた企業の損失が膨らみ、ドル需要が急増した。損失拡大への懸念から、企業が資金を調達するCP市場の機能は麻痺した。また、流動性確保のため、長期国債を売って流動性が高い短期国債を買う動きが活発化し、長期金利が高騰した。

チリの金融市場への影響は比較的小さかったものの、資金が調達できなくなることを恐れた金融機関や企業が手元資金を確保しようとしたため、短期金融市場でドル、ペソとも流動性が急速に低下し、短期金利が上昇した^(注4)。

(ニ) 各国政府の対応

金融ショックに対して、中南米各国政府は

次のような政策を採った。まず、為替政策については、10月以降、ドル売り介入を継続した。アルゼンチン政府・中銀は、外貨準備の減少を抑えるため、主に、為替取引の監視、検査強化等、行政的手段でドル需要を抑えた。

金融市場においては、預金準備率の引き下げ、債券買いオペ、レポ等により、現地通貨の流動性供給に努めた。ブラジル政府・中銀は、法定準備率の引き下げおよび規制緩和を実施し、政府系金融機関を通じて与信を拡大した。メキシコ政府も、政府系金融機関の企業向け融資を増やしたほか、企業・ノンバンク金融機関のCP借換え支援を行った。また、メキシコ中銀は、長期金利引き下げのため、金利スワップ等を実施した。ドル資金供給策としては、ブラジルとメキシコの中銀が米国連邦準備制度理事会と300億ドルの通貨スワップ契約を締結した。ブラジル中銀は、また、ドルとレアルの為替スワップ取引、ドルのレポ取引、外貨預金の準備率引下げ、海外からの資金流入に対する金融取引税の廃止等の措置を打ち出した。チリ中銀も10月初めにドルとペソの為替スワップ取引（毎週5億ドル）を開始し、09年末まで継続することとした。

コロンビア政府は、IDBからの借り入れを、開発貿易銀行を通じ輸出業者に供給した。また、アルゼンチンとペルーは、ドルの預金準備率を引き下げた。

(3) 一次産品価格の急落と財政・貿易収支

08年6月から8月にかけてピークをつけた一次産品価格は、08年下半年、商品市場からの投機資金の引き揚げや先進国の需要後退に伴い大幅な下落に転じた。代表的な商品先物指数ロイター／ジェフリーズCRB指数（1967年平均=100）は、08年7月4日

につけた最高値 472.36 から、12月8日には 208.6 へ下落した。中でも原油価格の下落率が大きく、この間 WTI 原油価格は、最高値の 145.3 ドル／バレルから約 8 割近く下げた。また、07 年後半から急上昇した銅価格は、08 年のピークから年末までに約 7 割、大豆、小麦、トウモロコシも、6 割以上下落した。09 年入り後、若干回復がみられるものの、金を除くほとんどの一次産品の平均価格は 08 年を大幅に下回って推移している。

一次産品価格の下落は、資源国の財政と貿易収支を直撃している。景気減速に伴う税収減、景気対策の実施による歳出増とあいまって、09 年の財政収支は大幅に悪化する見通しである。とくに、歳入に占める資源関連収入の比率が高いベネズエラ（石油関連が 5 割超）、エクアドル（同 4 割）、メキシコ（同 3 割）、ボリビア（天然ガス関連が 3 割）への影響が大きい^(注5)。

貿易収支面では、世界経済が一段と減速する中での一次産品価格下落により、08 年末以降各国とも月間輸出が前年同月を下回り、マイナス幅が拡大する状況となっている。

貿易信用の収縮や内需減速を背景に輸入も

マイナスとなっているものの、輸出の落ち込みが大きく、貿易収支は悪化している。顕著な例がベネズエラで、同国の貿易収支・經常収支は従来巨額の黒字を計上してきたが、09 年第 4 四半期には 37 億ドルの赤字に転落した。それに伴い經常収支も 01 年第 4 四半期以来の赤字（45 億ドル）に転じた^(注6)。

(4) 実体経済への影響と各国政府の景気対策 (イ) 急激に冷え込む景気

08 年第 3 四半期まで、ブラジルとペルーの景気は過熱していた。チリ経済も投資に牽引され成長が加速した。アルゼンチン経済は期を追うごとに減速したとは言え、他国と比べれば高い成長を続けていた（図表 3）。しかし、第 4 四半期には、金融危機と先進国の景気後退の影響を受けて、例外なく、外需、内需とも急ブレーキがかかり、成長率は大幅に低下した。メキシコは前年同期比 -1.6% とマイナス成長に陥り、ブラジルも同 +1.3% と第 3 四半期までの 6% 台から急低下した。足元、各国の生産、雇用統計は、予想を上回る急激な実体経済の悪化を示唆している^(注7)。

図表 3 実質 GDP、鉱工業生産指数推移

(前年同月比)

	GDP (注 1)									鉱工業生産 (注 2)		
	07	08	08/1Q	08/2Q	08/3Q	08/4Q	08/11	08/12	09/1	08/12	09/1	09/2
アルゼンチン	8.7	7.0	8.7	7.8	6.9	4.9	4.6	7.4	▲2.3	2.6	▲4.4	▲1.1
ブラジル	5.4	5.0	6.1	6.2	6.8	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	▲14.5	▲17.2	▲17
チリ	4.7	3.2	3.4	4.6	4.6	0.2	0.1	0.5	▲1.4	▲3.7	▲8.9	▲11.5
コロンビア	7.7	2.5	4.1	3.9	2.9	▲0.7	n.a.	n.a.	n.a.	▲9.6	▲10.7	n.a.
メキシコ	3.3	1.3	2.6	2.9	1.7	▲1.6	▲2.3	▲2.4	▲9.5	▲5.9	▲10.9	▲13.2
ペルー	8.9	9.8	10.3	11.7	10.7	6.7	4.9	4.9	3.1	3.8	▲2.7	n.a.
ベネズエラ	8.4	4.8	4.9	7.1	4.6	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(注) 1. アルゼンチン、チリ、メキシコの月次 GDP は近似値 2. ペルーとコロンビアは製造業のみ (出所) IMFIFS. 各国統計

(ロ) 各国政府の景気対策

各国政府は、相次ぎ景気対策を打ち出した。共通するのは、減税、社会支出の維持・拡大、中小企業支援、インフラ投資の拡大である。とりわけ、インフラ分野には、巨額の投資計画が発表されている。国毎の主な政策は以下のとおりである。

アルゼンチン：雇用の維持・創出を条件とした企業の税金・社会保険料減免、総額 1,110 億ペソ（約 317 億ドル）の 3 カ年公共投資計画（うち 568 億ペソの投資を 09 年に実施）、消費と輸出拡大のための低利融資制度（総額 132 億ペソ、約 38 億ドル）。

ブラジル：総額 84 億リアル（約 36.5 億ドル）の減税、官民協働のインフラ投資計画（PAC）増額（07-11 年約 550 億ドル）、国営ペトロブラスの 5 カ年投資計画増額（前年計画比 +55%）、政府系金融機関による低所得層向け住宅ローン拡大、低所得者層向け社会給付金ボルサ・ファミリアの対象拡大（200 万家計）。

チリ：総額 8.5 億ドルの輸出企業・中小企業支援策、総額 11.5 億ドルの住宅取得・中小企業支援策、総額 40 億ドルの景気刺激策（消費・投資刺激、企業の資金調達環境整備、中低所得層の家計支援、雇用促進）。

メキシコ：雇用・労働者支援、家計支援、競争力・中小企業支援、インフラ投資促進、政府支出の透明化・効率化の 5 つを柱とする 25 項目の緊急経済対策。

ペルー：総額 100 億ソル（約 33 億ドル）規模の経済危機対策。

財政出動による景気刺激策がどの程度効果をもたらすか予測は難しいが、国別にみると、景気後退に立ち向かう力が最も大きいとみられるのがチリである。チリ政府は、近年の銅価格高騰に伴う財政黒字（05～08 年平均 GDP 比 6.6%）を国家ファンドとして

蓄えてきた。このため、対外借入に過度に頼ることなく、大規模な景気対策を実施し得る状況にある。また、比較的長期にわたる健全なマクロ経済運営の実績があり、政策への信頼性は高い。一方、アルゼンチンは、01 年のデフォルト以来、国際資本市場から資金調達が可能ないため、ファイナンス手段が限られており、大規模なインフラ投資計画は実現困難とみられる。なお、ベネズエラは、原油の価格低迷に伴う歳入不足により、財政出動の余地はないだろう。

金融政策に関しては、インフレ・ターゲティングを採用している各国中銀^(注8)は金融政策スタンスをインフレ抑制から成長の維持へと舵を切った。08 年上半年は、強い内需と、食料、エネルギー価格の高騰が CPI を押し上げ、各国中銀は累次の利上げを実施した。年央以降、先進国が相次ぎ大胆な利下げを継続し、アジア新興国も金融緩和へと転換する中、インフレ懸念が残る中南米諸国の政策転換は遅れた。

しかし、08 年入り後景気が減速していたコロンビアの中銀が 12 月末に利下げに転じたのを皮切りに、チリ、メキシコ、ブラジル、ペルーが相次いで、利下げサイクルに入った。08 年 12 月から 3 月半ばまでの政策金利の変化は、それぞれ、コロンビア（10.0% → 7.0%）、チリ（8.25% → 2.25%）、メキシコ（8.25% → 6.75%）、ブラジル（13.75% → 11.25%）、ペルー（6.5% → 6.00%）となっている。このように、金融政策についても、チリが最も大胆で、チリ中銀は 3 ヶ月連続累計 6% ポイントの利下げを実施した。チリでは金融市場が発達していることなどから、利下げによる景気刺激効果も期待できる^(注9)。

(5) おわりに

今般の世界的な金融・経済危機への対応策

として、中南米各国政府は、財政・金融政策を緩和してきた。市場はこれを評価し、大胆な財政出動・利下げに動いたチリの為替と株価は、09年に入ってから新興諸国の中でも良好なパフォーマンスを示している。投資家の信認を維持するため、緊縮政策を採らざるを得なかった過去の危機とは様変わりである。裏を返せば、それだけ世界経済の悪化が深刻だということだろう。

先進国では信用収縮がさらに広がるおそれがあり、回復は10年以降にずれ込むとの見方が大勢となっている。中南米諸国の先行き

も非常に厳しいと言わざるを得ない。同地域はとりわけ、資金フローの変調に対する脆弱性が高いことを過去の経験が物語っている。各国政府は、信認失墜につながる大きなマクロ経済不均衡を招かぬよう景気を浮揚させるという困難な課題に直面している。

(くわばら・さゆり 国際金融情報センター)

(お断り) この原稿は、個人としての見解を記したもので、所属する団体の見解を述べたものではありません。

(注1) 07年の7カ国合計のドル建てGDPは、中南米地域のドル建てGDPの91.4%を占めた(IMF WEO Database) ことを考慮した。

(注2) 01年の経済危機の際の預金凍結や通貨の大幅な切り下げが想起され、引き出された預金の多くは海外に逃避したと言われる。

(注3) 輸出前貸(ACC)の一日平均取引高は、9月の2.35億ドルから10月には1.6億ドルへと約3割減

(注4) 3ヶ月物銀行間ドル金利のLIBORに対するスプレッドは、3月以降の150～350bpsから9月後半には350～550bpsへと拡大、また、ペソ建て30日物CD金利は9月前半の8.7%程度から10月初めには一時15%近くへと上昇した。

(注5) そのほか、アルゼンチン(農畜産物)、チリ(銅)、コロンビア(石油)、ペルー(金属・鉱産物)も、一次産品関連収入が歳入の1～2割を占める。

(注6) 紙幅の関係で本稿では触れないが、金融危機に伴う先進国の景気低迷を受けた移民送金の減少も、地域経済への重要なマイナス要因となる可能性がある("IDB sees remittances to Latin America and the Caribbean declining in 2009", Mar 16, 2009: <http://www.iadb.org/news/detail.cfm?language=EN&id=5160>)。

第1に、経常移転受取りの大部分を占める移民送金の減少は、経常収支を悪化させる。

第2に、貧困層の所得減少を通じて消費低迷を招き、経済成長の下押し要因となり得る。ただし、消費および経済成長への影響を図ることは極めて困難である。域内で最大(07年239億ドル、以下の数値は07年のもの)移民送金受取国であるメキシコを含め、本

稿で言及される7カ国については、移民送金GDP比率が3%以下にとどまり、中米・カリブ諸国(同比率が高いハイチ35%、ホンジュラス25%、ジャマイカ17%、エルサルバドル17%、ニカラグア17%など)に比べると、移民送金減少の影響は小さいと思われる。

(注7) 季節調整済み前期比年率換算では、メキシコが-10.4%、ブラジルは-13.6%と、それぞれ大幅な落ち込みをみせた。

(注8) ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー

(注9) 中南米諸国は金融市場が未発達で、国内信用/GDP比率が平均35%程度と金融仲介度も低いため、金融政策の効果が小さいと言われる。チリの国内信用/GDP比率は80%弱と域内最高。