

中南米地域にとっての「通貨戦争」の意味

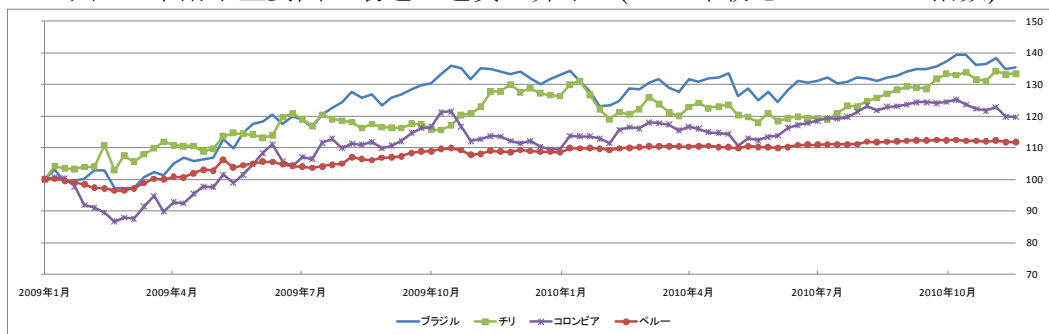
経済調査部 上席研究員 松井謙一郎

最近「通貨戦争」の言葉が一般に使われるようになってきているが、これは本年9月のブラジルのマンテガ財務相の公の場での発言が契機となっている。この発言の背景には、ブラジルのレアル高への苛立ちがある。実際にブラジルはその後、10月に規制強化措置を発動するなど、通貨高への同国の対応が専ら注目を浴びてきた。その一方で、ブラジル以外の中南米の投資適格級の国々にとっても通貨高への対応が大きな課題となっている。本稿では、ブラジル以外の中南米主要国の通貨高への対応も含めて整理した上で、中南米地域にとっての「通貨戦争」の意味するところを考えてみたい。

1. 最近の中南米主要国での通貨高の状況

通貨高はブラジルが専ら注目されているが、他の中南米主要国でも通貨高が問題になっている。一方で、各国共に通貨高への対応が足元の大きな課題となっている。グローバル金融危機の影響が落ち着いてきた2009年半ば以降は、中南米主要国では通貨高の傾向が見られるが、ブラジル・チリの通貨上昇率が最も高く、コロンビアがそれに続く形となっている（図1）。

図1：中南米主要国の最近の通貨上昇率（2009年初を100とした指数）



USD 安 / 南米通貨高
↑
↓
USD 高 / 南米通貨安

(資料) Bloomberg のデータより作成

中南米地域の5か国（ブラジル・チリ・メキシコ・ペルー・コロンビア）では、金融市場の相応の厚み（表1）を背景に現在は資金流入が定着している。これらの国々は、資源価格の変動についても一定の耐力があり、中期的な安定を期待できる国々で、外部格付けが概ね投資適格級の水準に達している¹ことが資金流入継続の背景にあると言える。例えば、2009年以降の株式市場の上昇幅（図2）では、ペルーに次いでコロンビア

¹ コロンビアの現在の格付けは未だ投資適格には達していない。主要近年の財政赤字の拡大が格上げの際の懸念材料となっているが、政府が今後確固たる対応を打ち出して財政赤字が改善する道筋が付けば、主要格付機関は格上げに踏み切るという見方が多く見られる。このような事情を勘案して、本稿ではコロンビアも投資適格級の国々に含めている。

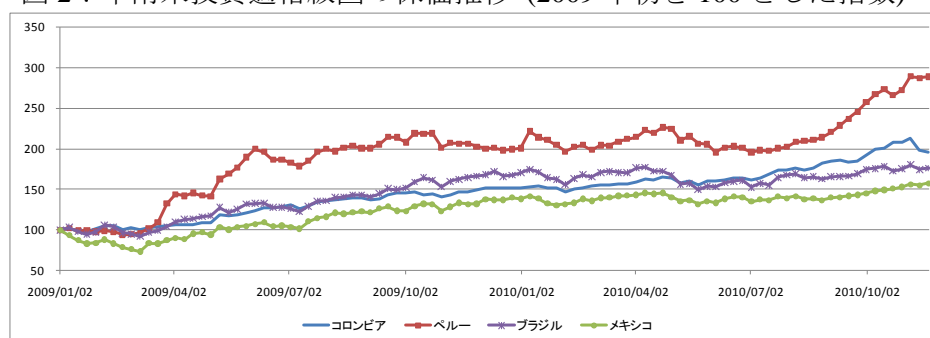
が大きくなっているが、このような株式市場の大幅な上昇の背景には、最近の海外からの資金流入の持続がある。

表 1：中南米投資適格級国の金融市場の比較

	外部格付け			政府債券市場規模 (億ドル)	株式市場時価 (億ドル)	外貨準備高 (億ドル)
	S&P	Moody	Fitch			
ブラジル	BBB-	Baa3	BBB-	6,223	17,159	2,854
チリ	A+	Aa3	A	363	3,300	265
メキシコ	BBB	Baa1	BBB	3,997	4,829	1,105
ペルー	BBB-	Baa3	BBB-	276	1,037	379
コロンビア	BB+	Ba1	BB+	695	1,984	212

(注) 債券市場、株式市場は 2010 年 11 月下旬、外貨準備高は各国毎の直近発表データ
(資料) Bloomberg のデータより作成

図 2：中南米投資適格級国の株価推移 (2009 年初を 100 とした指数)



(資料) Bloomberg のデータより作成

2. 通貨高への主要国の対応

中南米地域の通貨高の中では、ブラジルの動きが専ら注目されてきた。当初は、政府が為替介入を続けてきたが、ペトロブラスの増資といった特殊要因も加わり、同国への資金流入が持続する中で、リアル高抑制のために SWF (Sovereign Wealth Fund、政府系ファンド) によるリアル売りの活用といった構想も打ち出してきた。しかしながら、リアル高の抑制効果が顕著に見られないことから当局は金融取引税の引き上げに踏み切った。資金流入抑制手段としての金融取引税の引き上げは、市場でもある程度予想されており、2%の水準では不十分だが 10%のような水準まで引き上げると資金が流出してしまうので、引き上げられたとしても 4~5%程度ではないかというのが一般的な見方となっていた。

このような中で、金融取引税については、10月4日に4%への引き上げが発表され、更に10月18日に6%への引き上げ措置(いずれも債券のみが対象、株式は据え置き)が発表された。このような短期間での引き上げの背景としては、政治的な要因が大きかった。大統領選挙の一次投票の結果が発表されたが、ルーラ大統領の後継者のルセフ氏が対抗馬であるセーラ氏に大差を付けることが出来ずに、決選投票に持ち込まれた。ルセフ氏の決選投票で勝利を決定的にしようとする政治的な意図が、ごく短期間での2回にわたる金融取引税引き上げ措置の背景にあったと見られている。最終的にルセフ氏が勝利し、ルーラ政権の政策の基本的な方向性は維持されることとなり、ルセフ政権は政策面で通貨高抑制策を継続する姿勢を見せている。

また、コロンビアも為替介入措置を続けてきたが、更なる規制措置も検討している一

方で、チリは為替介入を続けてきたが、規制措置は発動していない状況にある。この背景には、経済活動に介入せず、規制も極力導入しないという対外的なイメージを維持したいチリの思惑があると見られている²。このように、通貨高対応でも中南米主要国の間で差が出てきている（表 2）。

表 2：中南米主要国での通貨高対応

	既存の外為・資本規制	最近の通貨高への対応措置	外貨準備高増加額 (単位:10 億ドル)	外貨準備高増加率 (単位:%)
ブラジル	債券投資・株式投資への投資課税	投資課税の引き上げ（10月4日に4%へ、10月18日に6%へ）[債券のみが対象]	26	11
チリ	特段の外為・資本規制無し	為替介入で対応、規制措置は発動せず	0.1	4
コロンビア	投資収入・キャピタルゲインへの課税、債券の源泉税	為替介入で対応、更なる規制措置を検討中	1.5	6
メキシコ	特段の外為・資本規制無し	特段無し（為替の上昇幅は他の中南米諸国と比較すると限定的）	21	23
ペルー	外国投資家の預金への積立規制	銀行のCDへの課税措置（更なる規制措置については不透明）	11	33

(注) 外貨準備高の増加額は 2010 年年初と 2010 年 11 月を対比
(資料) JP Morgan の資料を参考にして作成

資本取引に対して直接コストを賦課して資本移動を規制する方法としては、トービン税の構想が古くから知られている。中南米における過去の資本規制事例（表 3）の中ではチリのエンカへが成功例として良く知られているが、最近ではコロンビアが 2000 年代後半の通貨高の局面で実施している。

他地域では、タイが 2006 年末に資本規制を導入した事例がある。タイではチリのエンカへの事例も参考に検討を重ね、外資流入規制を導入したと言われるが、株式市場への影響が大きく、すぐに撤回を余儀なくされた³。

このようなタイでの失敗事例が端的に示すように、規制措置の導入は急激に資金が流出する潜在的なリスクも抱えている。先般の G20 では規制措置はやむを得ない場合には利用が容認されるといった形で半ば黙認されたと言えるが、規制の効果や影響については置かれた状況によって異なるため、各国毎に難しい判断を迫られる選択であると言える。

² Financial Times, “Chile’s cool currency policy warrants attention”, October 20, 2010

³ 松井謙一郎「タイの自国通貨相場の上昇圧力と資本移動規制 ～巨額のグローバル投資フローと途上国の狭隘な資本市場のジレンマ～」(IIMA News Letter、2007 年 6 月 4 日)

表 3：中南米主要国での過去の資本規制措置

国	時期	対応
チリ	1990年代	1991年に短期資金の流入による通貨高に対応するため、1991年に外貨借入に対して20%の強制預託（1年間で中銀へ無利子で預託）を求めるエンカへを導入。しかしながら、1990年代後半になると資金流入圧力は減少、海外からの資金流入促進のため2001年に同制度は廃止。
コロンビア	1990年代	1993年から1998年まで短期資本の流入に対してコスト負荷。
	2000年代後半	急激な資本流入への対応として取引へのコスト負荷措置を実施。2007年5月より中銀は海外からの短期資金流入に対して総額の40%を中銀に強制預託することを義務付け。2008年5月には海外からの流入資金が最低2年間国内にとどめることを義務付けた他、流入資金の中銀への預託比率を40%から50%に引き上げるなど、資本流入規制を更に強化。

（資料）松井（2008）⁴を基に作成

3. 中南米地域にとっての「通貨戦争」の意義

ブラジルは、債券への課税を引き上げたが、株式については据え置いている。ブラジルとしても拳を振り上げているものの、なかなか下ろしにくいというのが実情である。この意味では、ブラジル当局も手詰まりの状況にあると言え、それがマンテガ財務大臣相の「通貨戦争」の言葉に象徴されるような一種の苛立ちの発言につながったと言える。また、「戦争だから、自国を守る必要があるという事で課税強化を正当化している」「通貨戦争などない。あるのは米中の2大国によって生み出された不均衡だ」といった冷ややかな見方⁵も見られる。

規制措置はなかなか効を奏せず、通貨高への対応が長期化するという代償はあり、また冷ややかな見方もあるが、ブラジルは、今回の通貨戦争の中でプレゼンスを大きく高めることになったのは間違いない。これに対して、チリは規制などには踏み切らず、コロンビア、ペルーも通貨高への対応は行っているが、資金流入・通貨高の状況をブラジルのように表立って強く批判していない。ブラジル以外の投資適格級の国には金融市場への資金流入だけでなく、直接投資も増加することで、国の信認が高まるという好循環を生んでいる。また、これらの国々は域内の枠組みだけでなく、APECの枠組みも重視する⁶など、域外への配慮も必要であり、通貨戦争といった敵対的な表現を敢えて使わないという側面もある。このように置かれた状況の違いが、新興国の盟主を自任するブラジルとの対応の差につながったとも言える。

中南米地域にとっての「通貨戦争」は、ブラジルが地域としての盟主としてのプレゼンスを高めたという形で専ら捉えられがちである。しかしながら、それ以外の投資適格級の国々についても、通貨高対応は必要だが投資先として定着し、資金流入が見られず通貨高とも無縁な域内他国と差別化される状況になっている。「通貨戦争」の言葉は国や主体によって意味するものが異なっていて総括は難しい側面があるが、中南米地域全体にとってみれば、信用面における域内での二極化を改めて浮き彫りにした点で、通貨戦争の重要な意味が見出せると考えられる。

以上

⁴ 松井謙一郎「信認回復の著しい中南米経済とリスク要因 ～レアル相場的大幅上伸で懸念されるブラジルのオランダ病リスク～」(IIMA News Letter、2008年7月22日)

⁵ フランコ元ブラジル・中銀総裁へのインタビュー（日経ヴェリタス、2010年10月17日）

⁶ コロンビアはAPECに未加盟だが、加盟を強く希望している。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>