

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

デフォルトが懸念されるベネズエラ経済

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 研究員
井上 裕介
inoue@iima.or.jp

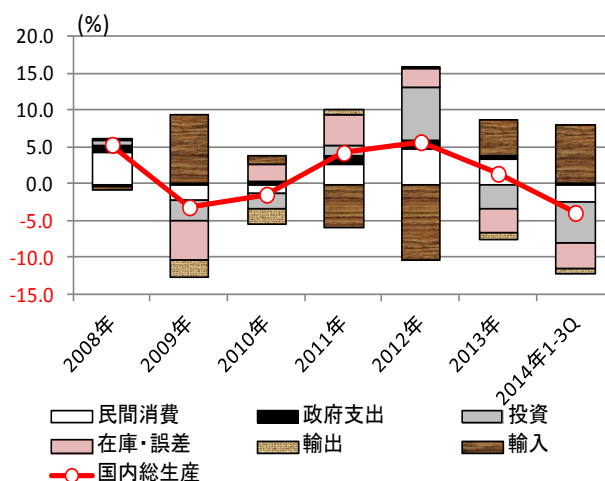
<要旨>

- ▶ ベネズエラ経済が急速に落ち込んでいる。2014年1~9月期の実質GDP成長率は、前年比▲4.0%となっており、通年でのマイナス成長も確実な情勢となっている。
- ▶ ベネズエラ経済が急速に落ち込んでいる根本的な原因は、チャベス前政権より続いている「21世紀の社会主義」政策が行き詰まっていることにある。企業の国営化や為替レートの固定化などの市場介入的な政策が、同国の生産能力に壊滅的な打撃をあたえ、深刻なスタグフレーションにつながった。
- ▶ 2014年後半以降、国内の厳しい経済運営に追い打ちをかけているのが、原油価格の急速な下落である。ベネズエラは輸出金額の95%以上を原油が占めているため、原油価格の下落は、直接的に同国の外貨獲得能力の下落につながる。そのため国際金融市場では、ベネズエラの外貨建債券のデフォルト懸念が高まっている。
- ▶ マドゥロ政権が、バラマキ削減や為替レートの切り下げを伴う為替市場の自由化など抜本的な対応策を採られない限り、状況が好転することは望みにくい。現政権にとってベネズエラ経済を好転させるための最も望むべきシナリオは、原油価格が回復することしかない。もしこのまま原油価格に大きな回復がみられなければ、ベネズエラ国内にさらなる混乱が訪れる可能性も少なくないだろう。

1. 急速に落ち込むベネズエラ経済

ベネズエラ経済が急速に落ち込んでいる。2014年1～9月期の実質GDP成長率は前年比▲4.0%となり、通年でも2010年以来のマイナス成長となる見込みである。なお国際通貨基金（IMF）の10月時点の2014年通年の予測は▲3.0%であるが、2014年後半にかけて原油価格の水準が大幅に下がってきていることから、IMF予測値よりも大幅なマイナス成長になることも予想される。ベネズエラは、2011～2012年にかけて、主要輸出品である原油の価格が大幅に上昇したことや、2012年の大統領選挙前に政府の積極的な財政支出が行われたことなどから高成長を遂げたが、2013年以降、経済は急速に行き詰まりをみせていた。

図表1 ベネズエラの実質GDP成長率の推移



(出所) ベネズエラ中央銀行

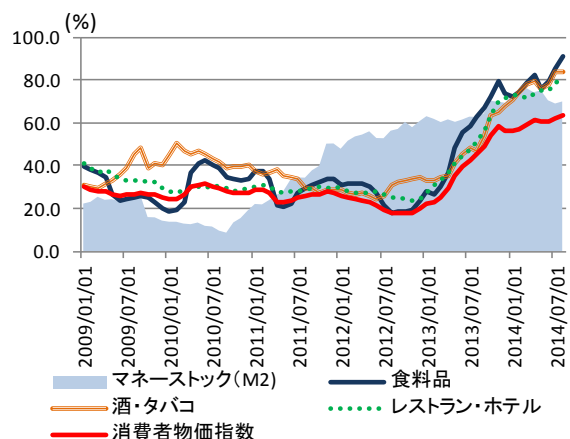
2. 国内のマクロ経済政策運営の失敗がスタグフレーションを招く

ベネズエラ経済が急速に落ち込んでいる根本的な原因は、チャベス前政権より続いている「21世紀の社会主義」政策が行き詰まっていることにある。その結果、同国経済は深刻なスタグフレーションに陥っている。厳格な為替管理や価格統制、企業の国営化などにより国民の効率的な生産活動が阻害され供給不足が起こっていることに加えて、低所得者層向けの社会保障費の拡大による財政赤字の増加を中央銀行がファイナンスしているため、通貨供給量が急増し、2桁のインフレが常態化している。インフレ率は、

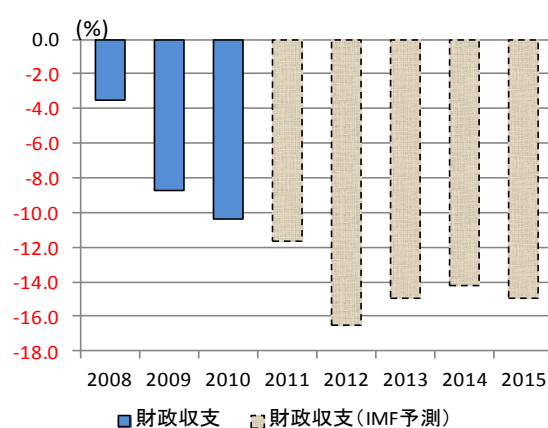
2013年から上昇率が加速し、2014年11月には前年比+63.6%となり、同年4月以降60%を上回る水準が続いている。特に食料品・酒・タバコのインフレが大きく加速しており、年率3桁にも迫る勢いになっている。

インフレのもう一つの原因は為替レート下落である。ベネズエラは2013年以降、複数の外国為替相場を導入することで実質的に為替レートを切り下げてきた。2013年2月に固定為替レートの切り下げ（1ドル4.3ボリバル→6.3ボリバル）が行われたのち、同3月には競売形式で外貨を調達するSICAD（2014年9月25日入札1ドル=12ボリバル）が導入され、複数相場制へ移行した。さらに2014年3月には自由為替相場に近いSICAD2（2014年12月10日時点1ドル=50ボリバル前後）が導入され、現在では外貨の使用用途に合わせた3つの公式な為替レートが存在することになる。ベネズエラは生活必需品の多くを輸入品に頼っているため、為替レートの引き下げが直接的にインフレ圧力につながっている。

図表2 マネーストックとインフレ率（前年比）



図表3 財政収支（対GDP比）



（出所）ベネズエラ中央銀行、IMF（2011年以降は予測値）

ベネズエラが財の多くを輸入に頼っている背景には、これまでのボリバルの固定為替レートが海外とのインフレ格差を考慮に入れると大幅に割高な水準になっており、国内品の価格競争力を失っていることがある。さらに政府による低所得者支援を意図した一部製品の価格統制の影響で生産者の採算が悪化し、生産者が国内市場から撤退してしまうケースが多くあることなども挙げられている。

また2013年以降、食料品、農畜産物を除く工業品の輸入金額が減少を続けており、国内の物不足が悪化していることが推察される。インフレ加速と部品不足による生産の

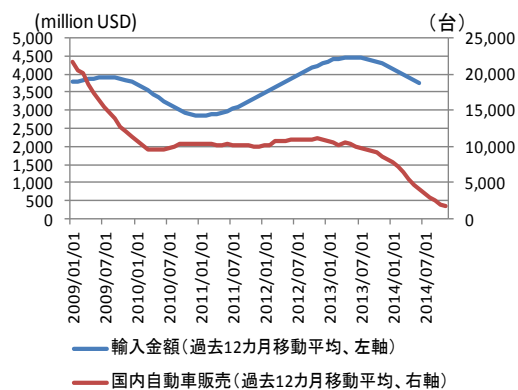
減少から、比較的高価である自動車の販売台数も落ち込んでいる。各種メディアでは、トイレットペーパーや食料品などの生活必需品を求めて店舗の前で長蛇の列となっている一般市民の姿が報道されており、物不足の深刻度がうかがえる。

インフレの加速や物不足などから生活環境は悪化しており、チャベス前大統領の死後、2013年4月に就任したマドゥロ大統領に対する国民の間での不満も高まっている。英エコノミスト誌によれば、同大統領への支持率は2014年に入り、反対が賛成を上回るようになり、月日の経過とともに差が広がっている。2014年の2月には、首都カラカスでマドゥロ政権に対する大規模な抗議デモが起こるなど、社会不安が高まっている¹。

図表4 実質実効為替レート



図表5 輸入金額と自動車販売



(出所) 国際決済銀行、ベネズエラ統計局、Camara Automotriz de Venezuela (CAVENEZ)

3. 原油価格の大幅な下落を受けてデフォルト懸念が高まる

2014年後半に入り、国内のマクロ経済運営の行き詰まりに追い打ちをかけているのは、原油価格の大幅な下落である。2014年7月まで1バレル=110ドル前後（北海ブレント）で推移していたのが、2015年1月に入り、1バレル=50ドルを切る水準にまで下落しており、ベネズエラの外貨繰りおよび財政状況に深刻な影響を与えている。

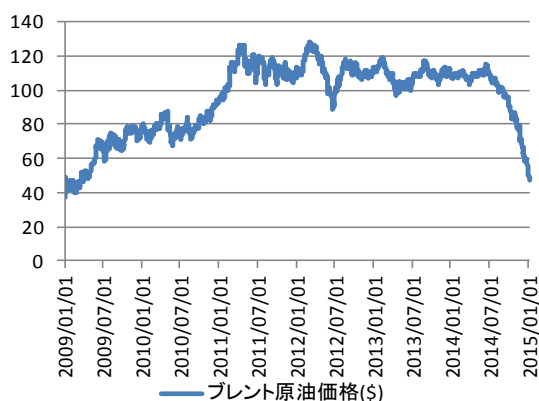
ベネズエラの輸出金額に占める原油の比率は約96%と極めて高い。そしてベネズエラにおける原油事業は国有企業PDVSAにより運営されているが、同社の原油事業による外貨収入、税収および国への納付金は、社会保障費や生活必需品を含む大部分の財を輸入に費やされることから、原油の他に有望な産業のないベネズエラ経済にとっての生命

¹ マドゥロ政権は大規模デモに対して、徹底弾圧の構えをとったため、デモ隊と警察の衝突が長期にわたり繰り返され、2014年6月時点で死者数は40人以上にのぼった。

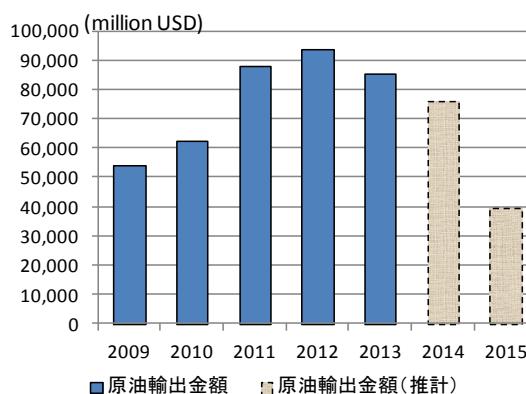
線となっている。

ベネズエラの原油輸出金額は、ピークの2012年に935億ドルまで増加したが、原油価格の上昇が一服したことから、2013年は856億ドルへと減少に転じ、2014年には800億ドルを下回り、約750億ドルの水準に留まったとみられる。もしブレント原油価格の水準が2015年を通じて1バレル=50ドル前後で推移した場合、2015年の原油輸出金額は400億ドル前後まで減少し、世界金融危機の影響を受けた2009年の水準をも下回る。これは、2014年の数値と比較すると、約350億ドルの外貨収入がなくなることを意味する。約350億ドルという金額は、同国の1年分の輸入金額（2013年9月～2014年8月）の約9割に相当する。またベネズエラの原油の輸出量は、原油開発投資が停滞しており生産量が漸減基調にあるため、大幅な増加は期待できないことから、原油価格の動向が輸出金額を左右するといっている状況にある。

図表6 ブレント原油価格の推移



図表7 原油輸出金額の推移



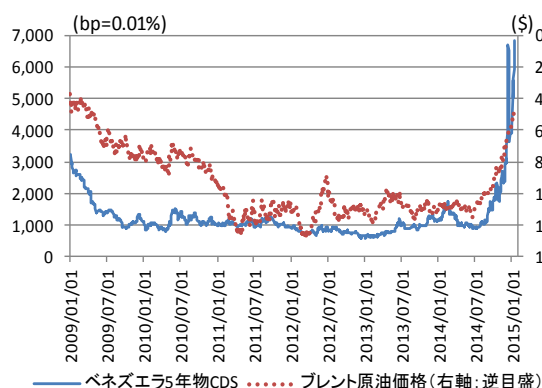
(出所) Thomson Reuters、ベネズエラ中央銀行

※輸出金額の推計は、2010～2014年第3四半期の輸出金額とブレント原油価格の実績から算出した。なお2015年の数値は、ブレント原油価格を1バレル=50ドルとして算出している。

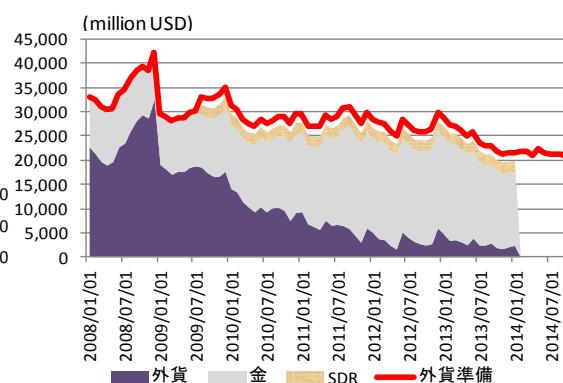
国際金融市場では、2014年後半以降の原油価格の大幅な下落を受けて、ベネズエラ国債に対するデフォルト懸念が高まっている。これは市場関係者が、ベネズエラは原油輸出による外貨収入が大幅に減少すれば、外貨の資金繰りに行き詰まるとみているからである。もともと同国の国債はリスクが高いと考えられており、同国国債の5年物のクレジットデフォルトスワップ(CDS)価格は、他国と比較してかなり高い水準にあったが、原油価格の下落が進むとともに上昇が加速した。8月頃までは1,000bp前後の水準を維持していたが、9月以降、上昇基調に入り、石油輸出国機構(OPEC)の減産合意

が見送りとなった11月末以降は一段高となり、12月中旬には6,000bpを突破した。一旦4,000bp前後まで下落したものの、2015年1月13日に大手格付会社のムーディーズがベネズエラの信用格付をCaa1からCaa3に2段階格下げしたことを受けて再び6,000bpを上回った。CDS価格が6,000bpを突破した国は、最近では、最終的に選択的デフォルトとなったギリシャなどに限られており、市場がデフォルトを織り込んだ水準に入ってきているといえるだろう。同じく原油下落を受けて資金繰りで懸念されているロシア国債のCDS価格は500bp前後にすぎない。

図表8 ベネズエラのCDSと原油価格



図表9 ベネズエラ中銀の外貨準備高



(出所) Thomson Reuters、ベネズエラ中央銀行 ※2014年2月以降の外貨準備内訳については未公表

ベネズエラの2015年以降の国際収支の見通しは大変厳しい。現在の原油価格の水準(1バレル=50ドル)が続いた場合、前述の通り2015年の輸出金額は2014年と比較して、約350億ドル減少するとみられる²。これはピークだった2012年と比較すると500億ドル以上少ない。外貨収入減少分を輸入金額の現出で捻出することは、国内のさらなる物不足を招くことから実施は難しいとみられるので、外貨準備の取り崩しで対応する必要がある。

しかし2014年11月末時点の外貨準備高は、約222億ドルと原油価格が現在の水準で推移した場合の輸出金額の減少分を大幅に下回っている。そのうえ外貨準備高の大部分は金(約150億ドル)で保有しており、外貨での保有は数十億ドル程度とみられる。

確かにベネズエラは、中銀の外貨準備以外にも外貨や売却可能な資産を保有していると言われており、投資家の同国の債務返済能力に対する信頼の一つとなっていたのも事

² なお今回の試算結果によれば、原油価格が1ドル上昇するごとに、年間のベネズエラの輸出金額は約8億ドル増加することが予想される。

実である³。ただこれらの外貨がいったいどのくらいの規模なのかは詳細が公表されていないため、実態はわからない点が多い。民間金融機関が独自に推計値を出しており、100億ドル以上の外貨を外貨準備以外にも持っているとする向きも多いが、これらが外貨準備のようにすぐに換金できる資産とも限らない。いずれにしろ2015年の原油輸出金額減少分をファイナンスするには十分ではなく、このままの原油価格の水準が続く限り、デフォルトの懸念はますます高まるだろう。

これまでは、10月には米ドル建てのPDVSA社債の償還が無事実施されたことや、マドゥロ首相が債務履行の意志を明確にしていること、ベネズエラ経済の柱である原油資源の開発には大量の資金調達と外国企業の投資が不可欠であるため国際金融市場でデフォルトを起こすことは得策ではないことなどを踏まえ、ベネズエラの債務返済能力と意志に期待する楽観的な見方もあったが、1バレル=50ドルを下回るような水準の原油価格が長期化すると、悲観的にならざるをえない。現在のCDS価格の急上昇は、原油価格の悪化でセンチメントが悪化し過度に悲観的になっているのではなく、原油価格が低迷した場合、ベネズエラの外貨資金の枯渇が現実のものになる可能性が高いとみられているということである。

短中期的には、ベネズエラに対する金融支援の有無と外貨建債券の償還の動向が注目される。マドゥロ大統領は、原油価格の大幅下落を受けてOPEC加盟国や数百億規模の融資を受けている中国などに支援を要請している⁴。また2015年においても、国際金融市場で調達された外貨建債券の償還を控えており3月16日には約12億ドル相当のユーロ建て国債、10月28日には約14億ドルのドル建てPDVSA社債の償還のための外貨を用意しなければならない⁵。これらの外貨建債券が無事償還されるかどうかは、ベネズエラの外貨資金繰りを見るうえで注意すべきイベントとなるだろう。

4. ベネズエラが危機を回避するためには原油価格回復を期待するしかない

これまで述べてきたように、ベネズエラ経済は社会主義的な政策の行き詰まりから、スタグフレーションに陥っていたが、同国の唯一の頼みである原油価格の大幅な下落が

³ 具体的には、中国とベネズエラの共同基金、社会開発基金（FONDEN）、PDVSAの外貨保有などが挙げられる。またPDVSAが米国に保有する石油精製会社CITGOなど売却可能な対外資産も保有しており、外貨確保のためにこれらの売却に動いているという話もある。

⁴ マドゥロ大統領は、報道に対して中国から200億ドル規模の投資とカタールの銀行から数十億ドル規模の融資を受ける予定であると述べたが、詳細は明らかになっていない。なお1/9付の英Financial Times紙によれば、ベネズエラ政府は中国からこれまで累計510億ドル融資を受けている。

⁵ 個別の債券データについてはThomson Reutersの債券データベースを参照した。

同国経済の苦境に追い打ちをかけるようになってきている。これまでの原油価格が高かった時期に十分な外貨の蓄積がされなかったことから、仮に原油価格が現在の1バレル=50ドルを下回るような水準が続くならば、抜本的な政策が採られない限り、同国の国債、国営石油会社PDVSAの社債デフォルト懸念は燻り続けるだろう。

抜本的政策とは、財政への負担が大きくなっている国内のガソリン価格の引き上げなどの財政的なバラマキ政策の修正と割高な水準で放置されている為替レートの統一および切り下げを通じて、長年蓄積されたマクロ経済の不均衡を解消することである。しかし、いずれも一時的には、さらなるインフレや物不足を招き、現政権の支持層である低所得者層に大打撃を与える政策であるので、仮にこれらの政策を採れば、大規模な抗議運動などにつながり国内情勢が大混乱に陥ることも考えられる。その場合は現マドゥロ政権の崩壊にもつながりかねない。そのためマドゥロ大統領がこれらの政策に踏み切ることは難しいとみられる。先日も1リットル=2円程度といわれる国内ガソリン価格の引き上げについては否定的な見解を述べており、市場関係者を失望させCDS価格のさらなる上昇につながった。

こうしたことから、現政権にとってベネズエラ経済を好転させるための最も望むべきシナリオは、原油価格が回復することしかないと考えられる。もしこのまま原油価格に大きな回復がみられなければ、ベネズエラ国内にさらなる混乱が訪れる可能性も少なくないだろう。

以上

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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。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 2015 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 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 Hongokuchō 1-chōme, Chūō-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>