

# Newsletter



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

## パナマの経済動向と今後の課題

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 研究員

荻野 泰治

[yasuharu\\_ogino@iima.or.jp](mailto:yasuharu_ogino@iima.or.jp)

### <要旨>

- ▶ パナマ経済は、他のラテンアメリカ（以下ラ米）諸国と比べ高成長を続けている。足元はパナマ運河拡張に伴う運河通航収入の増加と鉄道および道路建設といった大型インフラ開発案件の進行を背景に、実質 GDP 成長率は 5.8%（2013～2016 年の平均）、1 人当たり GDP は 1 万ドル超（同）と堅調に推移している。
- ▶ 近年の大型インフラ開発案件の増加により対外債務は増加基調で推移している。ただし、その対 GDP 比率にさほど過大感がないほか、金融部門の国際投資ポジションをみると対外債務とほぼ同額の対外資産を有することから、パナマの対外債務の水準は特段問題がないと考えられる。
- ▶ 独立当初から米国の信認をもって自国通貨をドル化している。近年はドルと米国の高い通貨信用力を背景に高成長と低インフレを享受してきた。一方、米国の政治・経済動向の影響を受けやすいため、今後の米国の税制改革や金融引き締め政策によりドルの国外流出が生じ、国内景気悪化と銀行部門の信用収縮が同時に発生するという構造上のリスクには留意が必要である。
- ▶ 経常赤字が定着しており、国際通貨基金（IMF）は運河拡張工事後の通航料収入の増加や工事に伴う資材の輸入減少による赤字幅の改善を見込んでいるが、貿易赤字は足元で改善していないため、注意しておく必要がある。また、外貨準備が必ずし

も潤沢ではないことも留意点である。

- 現在の大型インフラ開発案件が収束した以降における運河関連を除くサービス業の育成が長期的な課題である。観光業では、クルージング事業の強化や山間部の観光インフラ整備による観光業の多角化が期待される。金融業では、先進諸国地域が要求する租税回避対策に応じた法整備が急がれている。
- サービス業従事者の多い都市部と人口の 6 割が居住する山間部において相応の所得・教育格差がある。サービス従事者の確保の観点から格差是正への取組みが中長期的に必要である。

## <本文>

### 1. パナマ共和国概要

パナマ共和国（以下、パナマ）は、北アメリカ大陸と南アメリカ大陸の接続点であり、南東はコロンビア、北西はコスタリカとそれぞれ隣接している。1821 年に大コロンビア（コロンビア、ベネズエラ、エクアドルなどからなる地域）の一部としてスペインから独立した。19 世紀後半から中米地域の運河建設の話が持ち上がり、米国がパナマ運河建設にかかわる条約の締結をコロンビア議会に求めたが、同議会に拒否された。しかし、米軍がパナマの独立運動を支援し 1903 年にコロンビアから独立したのち、1914 年にパナマ運河が開通した。

パナマの独立に際して、米国と締結した当初のパナマ運河条約では、パナマ運河の管理を含めた運河地帯の両幅 5 マイル（約 16km）に米国の主権が永久に及ぶことが明記されていた。しかし、第二次世界大戦後、パナマ国内においてナショナリズムが高まり、1977 年に当時のパナマ最高指導者であったトリホス大統領とカーター米大統領との間で運河地帯の返還と管理・運営権のパナマ政府への委譲などを定めた新条約が締結された。その後、1999 年 12 月 31 日に運河の管理・運営が米国からパナマ運河庁に移管された。

(図表1) パナマ共和国の概要

正式名称	パナマ共和国
独立年	1903年
面積	75,517平方キロメートル(北海道よりやや小さい)
人口	約403万人
首都	パナマ・シティ(2016年人口:171万人)
言語	スペイン語(公用語)
宗教	キリスト教(主にカトリック)
通貨	バルボア (ただし1US\$=1バルボアで固定)
政体	立憲共和制
議会	一院制、定員71名、任期5年

(出所) 外務省、JETROから作成

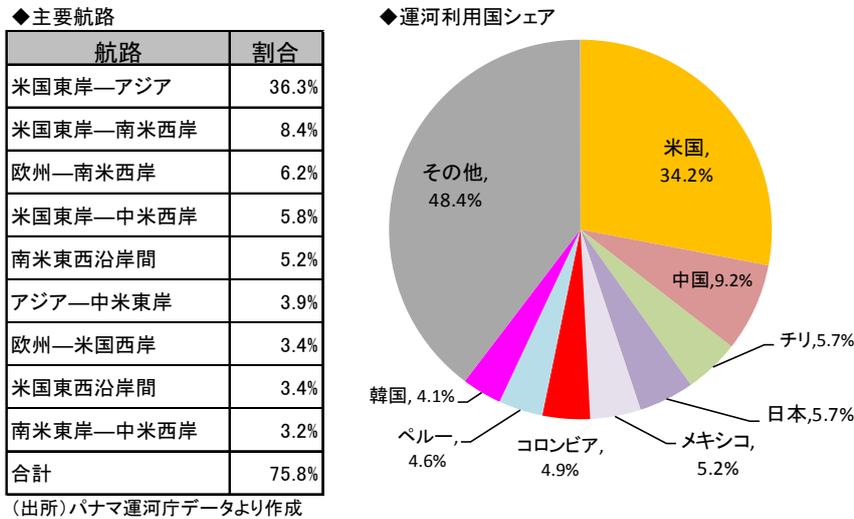
21世紀に入ると、従来から課題であった船舶の大型化と増大する運河通航需要に対応するため、2006年に運河拡張工事の国民投票を実施し、賛成多数をもって工事が決定した。2007年からパナマ運河の拡張工事を開始し、2016年6月に拡張した運河が開通し運用が開始された。

パナマ運河の主要航路と運河利用国のシェア(2017会計年度)は図表2のとおり。主要航路のうち、米国東岸からアジア航路が全体の36.3%を占めており、運河が北米・アジア貿易の要衝となっているほか、北米東岸や南米西岸発着の航路が多いこともうかがえる。また、運河利用国のシェアについては、米国(34.2%)が圧倒的に高いことは言うまでもないが、中国(9.2%)、日本(5.7%)、韓国(4.1%)といった東アジア諸国の合算のシェアは全体の約2割と米国に次ぐ規模となっている。

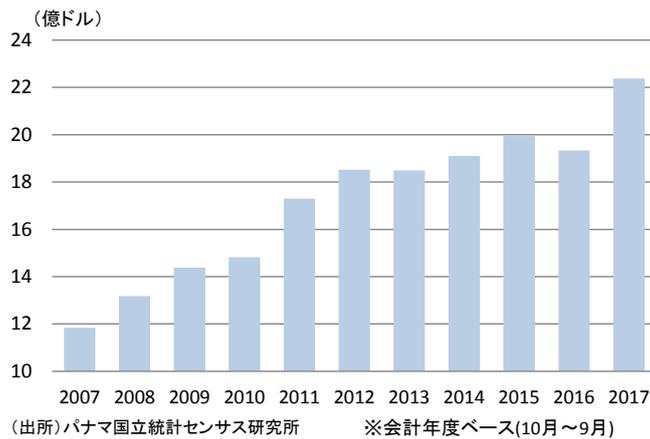
なお、運河拡張以前は、液化天然ガス(LNG)および液化石油ガス(LPG)船舶の通航制限があった。そのため、シェールガスをメキシコ湾岸からアジアに出荷する場合は、大回りを余儀なくされていたが、今後は、アジア方面への輸送日数の短縮が見込まれることから、中国をはじめとする東アジア諸国への米国産シェールガスの輸出の拡大により、運河通航収入の増加が期待できる。

パナマ運河の通航収入は、米国や中国などの景気や世界の貿易市況に左右されやすいものの、通航料の値上げの継続や1隻あたりの取扱貨物量の増加などにより、運河収入は2008~2017年(会計年度ベース)の平均で前年比6.8%と堅調に推移している(図表3)。

(図表2) 運河を經由する主な航路と運河利用国のシェア (2017年度)



(図表3) パナマ運河通航料推移



## 2. 経済概況

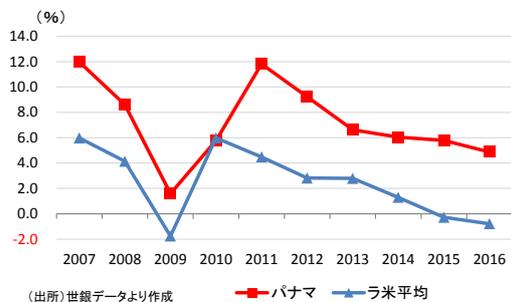
実質 GDP 成長率は 4.8% (2016 年)、一人当たり GDP は 13,680 ドル (同) とラ米諸国の平均と比べ高い (図表 4・5)。

2017 年第 2 四半期の実質 GDP 成長率は前年同期比 5.4% で、運輸・建設・金融業といったサービス業の好調により、IMF の通年見通し (5.1%) 比でおおむね計画線上で推移している (図表 6)。

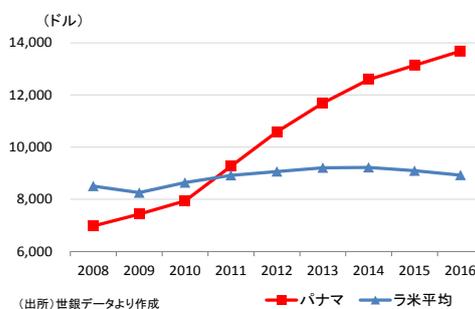
消費者物価上昇率はドル高と国内景気の鈍化が主な要因で、2 年連続 1% を割る水準となっている (図表 7)。また、失業率は 4.3% (2016 年) と過去 10 年間低下基調で推移しており、雇用面でも他のラ米諸国に比べ安定している (図表 8)。

銀行部門では、自己資本比率は 15.3%（2016 年）、不良債権比率 3.5%（同）と経営状態には相応の健全性が保たれている（図表 9）。

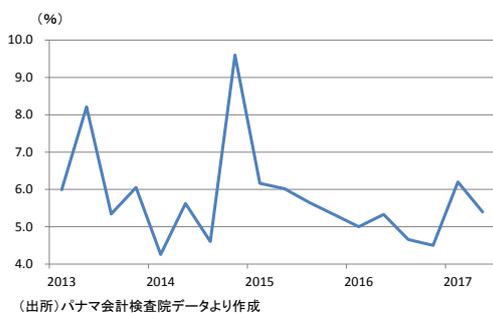
（図表 4）GDP 成長率推移



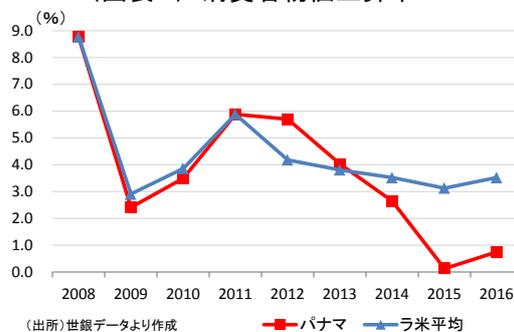
（図表 5）1 人当たり名目 GDP



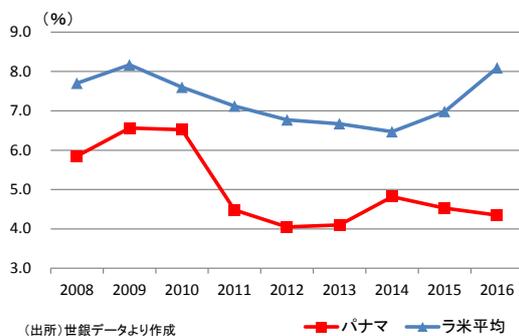
（図表 6）四半期 GDP 成長率（前年同期比）



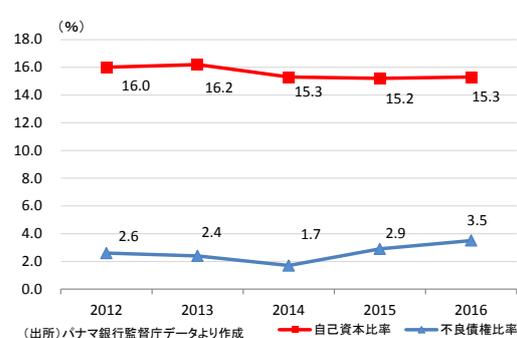
（図表 7）消費者物価上昇率



（図表 8）完全失業率

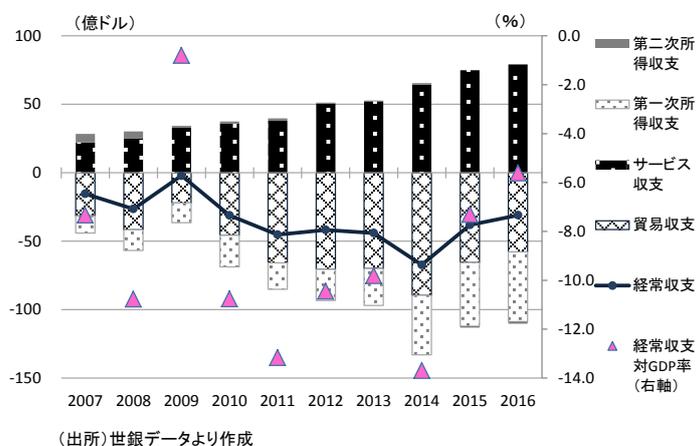


（図表 9）銀行部門の不良債権比率と自己資本比率



次に経常収支をみると、サービス業以外の産業が脆弱で、石油や原材料といった生産財および消費財の大半を輸入に依存していることから、恒常的な貿易赤字が定着している。サービス収支は、運河関連収入（パナマ運河収入、置籍船収入等）のほか、金融業や観光業により相応の黒字を計上しているが、貿易収支や第一次所得収支といった他の赤字収支を補てんするまでに至っていない。また、経常赤字の対名目 GDP 比率も -5.6%（2016 年）と高い（図表 10）。

(図表 10) 経常収支の推移



外貨準備は、一般的な外貨準備高の適正基準といわれる輸入月額の3ヵ月分を満たしていない(2016年:2.9ヵ月分)。また、これとは別にIMFが策定した外貨準備適正性評価基準<sup>1</sup>(Assessing Reserve Adequacy, ARA)に照らし合わせても、約50%(2016年)と同基準を満たしていない状況であり、対外的なショックに対する脆弱性には留意が必要である<sup>2</sup>(図表11)。なお、固定相場制実施国(ドル化実施国を含む)のARA基準は、自国内でドル通貨の発行ができないことや、国内外居住者のドルが国外流出した際の流動性リスクに備えるため、その他証券債務やマネーサプライ(M2)、および輸出額にかかる係数をドル化非実施国以上に上乘せして、必要外貨準備高をより高めに見積もっている。

<sup>1</sup> IMFは2011年に、外貨準備高の基準である「輸入月数の3ヵ月分」や「短期債務相当額」といった従来の単一指標でなく、新興国においては、短期債務、その他証券債務、広義のマネーサプライ(M2)、輸出額に対し、各指標の一定割合の合算値の100~150%を安全性の目安として導入している。

<sup>2</sup> IMFのPolicy Paper(2013年11月13日発行)では、ARAについて、ドル化実施国においては変動相場制実施国と必ずしも同様には適用できないものの、複合的な対外ショックへの外貨準備のバッファーをみる上では関連性のある指標であると述べている。なお、IMFはパナマがこの基準を満たしていないことを指摘しているものの、特段の問題視まではしていない。

(図表 11) 外貨準備高と外貨準備適正性評価基準

項目	単位	パナマの外貨準備の水準			基準値
		2014	2015	2016	
外貨準備高①	億ドル	40.3	33.8	38.5	
対外債務残高②	億ドル	781	886	895	
①/②	億ドル	5.2%	3.8%	4.3%	
IMFが定める外貨準備適正性 評価基準※	%	39.6	36.1	50.1	100% ~150%
上記を満たすための不足額	億ドル	54	65	43	
輸入月額	ヵ月	2.5	2.6	2.9	3ヵ月分
マネーサプライ(M2)比率	%	10.1	10	11.3	20%
短期債務比率	%	29.9	24.8	43.2	100%

※固定相場制(ドル化実施国含む)を導入している新興国の適正水準は短期債務  
×30% + M2×10%+その他証券債務×20%+輸出×10%となっている。

(出所)IMF・世銀データより作成

### 3. パナマ対外債務について

対外債務の推移は図表 12 のとおり。同国では、国際的な金融センターを有するほか、近年の運河拡張工事をはじめとする大型インフラ開発の増加により、対外債務残高は増加基調で推移している。ただし、GDP が小規模でかつ国際的な金融センターを有する先進国と比較すると、対外債務総額の対 GDP 比率において特段の過大感はない（図表 13）。

(図表 12) パナマの対外債務

	(億ドル、%)					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
対外債務残高	489	571	614	683	780	877
長期対外債務	237	282	302	327	392	441
公的債務・公的保証付き債務	104	109	108	122	141	154
①公的債務	21	24	27	32	38	44
うちIMFに対する債務	3	3	3	3	3	3
②民間債務(公的保証付き)	83	85	81	90	103	110
民間債務(公的保証なし)	133	173	195	205	251	287
短期対外債務	249	286	309	354	386	434
対輸出額比	2.2	2.0	1.9	2.1	2.6	3.0
対GNI比	1.9	1.8	1.6	1.6	1.7	1.8

(出所)世銀データより作成

(図表 13) 対外債務残高対 GDP 比率の各国比較 (2016 年)

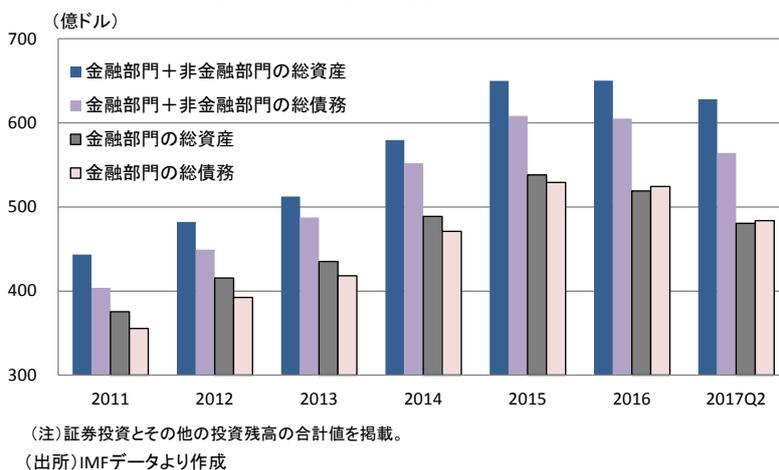
パナマ	香港	アイルランド	ルクセンブルク	オランダ	シンガポール	スイス
162.2%	422.8%	730.2%	6757.7%	524.0%	432.2%	254.1%

(出所)世銀データより作成

一方、パナマの国際投資ポジション (International Investment Position) をみると、金融部門の債務総額 (証券投資およびその他の投資残高の合計値) は、急増していないだけでなく、2015 年以降は減少に転じている。また足元では、同債務総額が同資産総額

を若干超過しているものの、依然としてほぼ同額の対外資産を有している（図表 14）。なお、金融部門を含む民間部門の対外債務総額においても、相応の対外資産を有している。こうしたことから、対外債務の水準は特段の問題がないと考えられる。

（図表 14）国際投資ポジションの比較



#### 4. 本国通貨のドル化政策への評価

パナマでは、1903年の独立後まもなく本国通貨を廃止してドルのみを法定通貨（1ドル＝1バルボアに固定）とする本国通貨の「ドル化」を長期にわたり実施している。

途上国の多くでは、本国通貨の信認が著しく低く、ドルが当該国の市場に広く流通する現象（部分的なドル化政策、Partial Dollarization）が散見されるが、パナマのケースは国内でドルが流通するだけにとどまらず、本国通貨を廃止し<sup>3</sup>ドルのみが法定通貨になるという意味で「完全なドル化政策<sup>4</sup>（Full Dollarization）」と呼ばれている（以降、完全なドル化政策をドル化政策と呼称する）。

ドル化政策のメリットおよびデメリットは図表15のとおり。本国通貨をドル化することで、ドルおよび米国の高い信用力を背景に、インフレの抑制や海外からの資金調達コストの低減などを享受している。また、ドル化政策により、諸外国からの投資資金を呼び込みやすくなっていることから、金融危機のあった2008年を含め直近10年間は好成長を維持できている。

<sup>3</sup> 少額のバルボア硬貨は存在するものの、紙幣はすべてドル紙幣が使われている。

<sup>4</sup> 他のラ米地域ではエクアドルとエルサルバドルが完全なドル化政策を実施しているが、米国政府からの承認を受けているのはパナマだけである。

(図表 15) 完全なドル化政策の主なメリット・デメリット

	メリット	デメリット
通貨発行	・通貨発行(紙幣発行)費用がかからない	・シニョリッジが受け取れない
金融政策	・通貨切り下げリスクがない	・金融政策の独自性の放棄 ・「最後の貸し手」機能の喪失 ・米国の金融政策の影響を受けやすい
経済面	・ドルの高い信認を背景とした資金調達コストの低減 ・外国為替コストの低減 ・米国の信用力を背景としたインフレの抑制	・米国の財政政策の影響を受けやすい ・中央銀行による赤字国債の引受けができない

(出所) 各種資料より作成

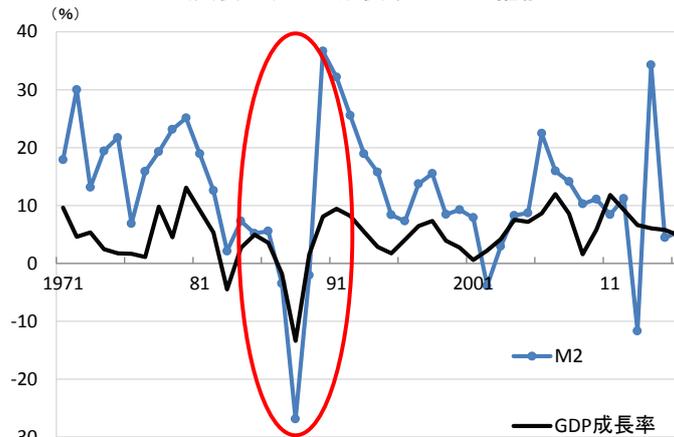
一方、デメリットとしては、ドルを法定通貨として使用している以上、通貨発行国(米国)の政治・経済動向の影響を大きく受けやすい。そのため、米国の動向により M2 の急減と国内景気の悪化が同時に起こるといふ、ドル化政策に伴う構造上のリスクに留意すべきである。このリスクはノリエガ最高司令官の独裁体制に対し米国が制裁<sup>5</sup>を発動した 1980 年代に顕在化している(図表 16)。現状、政治・経済面ともに米国との関係は安定しているものの、足元では米国の税制改革や FRB の金融引き締め政策を背景にドルがパナマ国外に流出する懸念が残るため、今後の米国の政治・経済動向には一定の注視が必要である<sup>6</sup>。

また、ドル化のデメリットとしては、「最後の貸し手」機能が存在しないほか、独自の金融政策がとれないことや機動的な財政政策を実施できないということも挙げられる。現状、銀行部門の健全性に特段の懸念はないものの、米国の政治・経済動向や金融危機などに起因したパナマ国外への急激なドル流出が発生した場合には、理論上は国内景気悪化と銀行部門の信用収縮が同時に起こりうることに一定の留意が必要である。

<sup>5</sup> レーガン政権時代に運河通航料の支払停止や資産・預金の凍結などを実施した。

<sup>6</sup> バーナンキ FRB 議長(当時)による一連の金融緩和政策の終了の示唆があった 2013 年の際は、M2 は一時的に減少したが、景気への影響は限定的であった。

(図表 16) GDP 成長率と M2 の推移



(出所) 世銀、IMFデータより作成

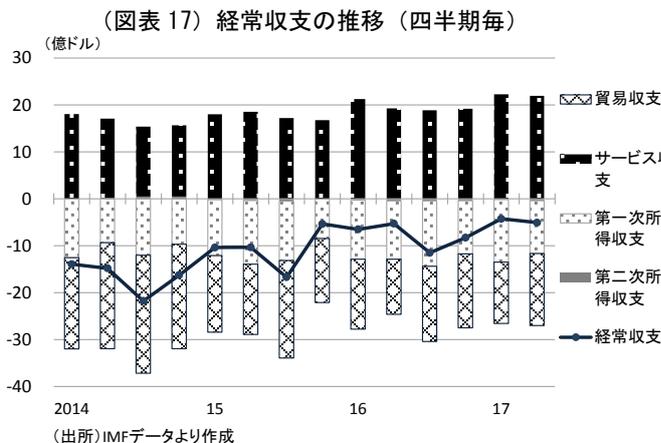
## 5. 中期的な成長の持続性と長期的な課題

### (1) 中期的な成長の持続性

パナマは、経常赤字が定着している国際収支構造や外貨準備不足による外的ショックへの脆弱性は否めないものの、安定的な運河通航収入による歳入の下支えや、物流ビジネスや金融業といったサービス業の発展、ならびにドル化政策による対外直接投資の継続的な流入などを背景に、政治・経済環境はおおむね安定している。

IMFの4条協議報告書では、観光業の活性化やパナマ運河拡張後の物流ビジネスへの経済効果の波及を主としたサービス業の拡大を見込み、中期的なGDP成長率は約5.5%と予測している。また、原油をはじめとする資源価格の適正化を背景として、消費者物価上昇率の中期的な見通しは2.0~2.5%と予測している。

経常赤字は2015年以降縮小したが、足元では運河通航収入が前年同期比17.2%と好調であるにもかかわらず、貿易赤字の拡大によりサービス収支の黒字拡大分を吸収してしまい、2017年上期の経常赤字は前年同期比でほぼ横ばいであった(図表17)。IMFの4条協議報告書では、運河拡張工事後は運河通航収入の増加や工事に伴う資材の輸入の減少により経常赤字の改善を見込んでいるが、果たしてこのシナリオが実現するのか。今後の貿易収支に注意しておく必要がある。



(図表18)建設中または計画中の大型開発案件の一例

案件名	規模 (億ドル)	状況
メトロ2号線	21	建設中
トクメン国際空港拡張工事	9	建設中
コロ门市再開発工事	5.7	建設中
第三運河橋	5.7	建設中
メトロ3号線	26	計画中
第四運河橋	12	計画中

(出所)IMF4条協議報告書より作成

## (2) 長期的な課題

近年では、運河拡張工事は終わったものの、それに付随する港湾など国内の大型インフラ開発案件が進んでいることを背景に、現在も他のラ米諸国と比べ比較的高い経済成長率を維持している (図表 18)。ただし、やがて大工事による景気刺激効果は縮小していくうえ、運河通航収入は、運河の大口利用国である米国や中国の国内景気や世界の貿易動向の影響を受けやすい。そのため、今後は運河関連産業やインフラ開発以外の観光業や金融業といったサービス業の育成が課題となっている。

世界旅行ツーリズム協議会 (WTTC) の推計では、パナマの観光業の GDP 寄与率は 16.2% (2016 年) と他のラ米地域の平均 (同) の 8.8% よりも高い。また、観光業の被雇用者も国内全体の約 16.2% (同) と相応に占めている。今後は、運河拡張に伴い大型クルーズ船が通航可能になったことによるクルージング事業の強化や、山間部のエコツーリズムのインフラ整備による観光業の多様化が必要である。

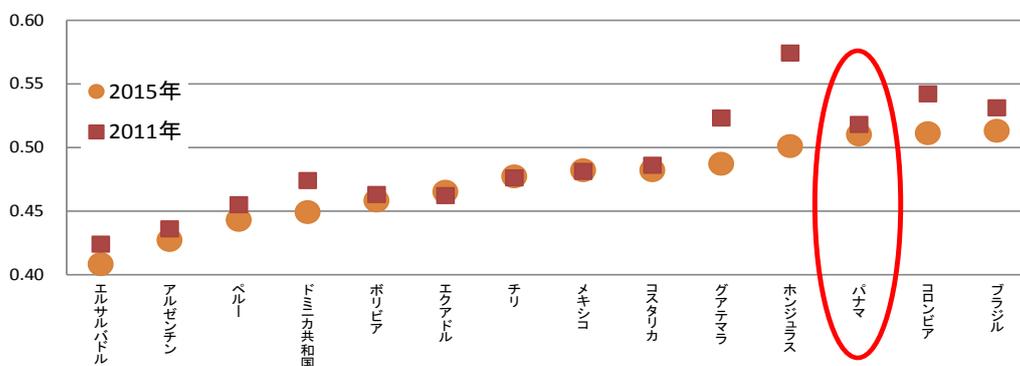
金融業に関しては、グローバル企業の租税回避問題や 2016 年 4 月に発覚したパナマ文書問題を契機に、米国、欧州連合 (EU)、経済協力開発機構 (OECD) などの先進諸国地域でマネーロンダリングおよびテロ資金対策 (以下、マネロン対策等) を近年強化していることに注意したい。これを踏まえ、パナマでは先進諸国から要求されている税制透明化への改革を重大な課題として受け止めている。パナマ議会では、税行政機関の権限拡張や徴税能力の強化、およびパナマ国内の企業および基金に対し会計帳簿の保存を義務付けるなど、先進諸国のマネロン対策等に応じた法整備を急いでいる。

こうして、①2018 年までに自動的情報交換制度 (AEOI) 導入を目指しているほか、②OECD の金融活動作業部会 (FATF)、および③米国との間で外国口座税法順守法 (FATCA) への対応を行っている。2017 年中盤には FATF や OECD の税制透明化に関

するグローバルフォーラムの査察をそれぞれ受けた結果、両組織から税制透明化への取組みについて一定の評価を受けている<sup>7</sup>。一方、EUからは租税回避対策に非協力的な国家として一旦指定された<sup>8</sup>（2017年12月）。現状、これらの組織から租税回避国と指定された場合でも罰則や制裁などは受けないが、中米の金融センターとして外国からの投資を誘致したいパナマにとって、過去にそうした指定を受けた経歴はマイナス要因となっている。今後、透明化の努力を怠った場合、海外からの投資の減少につながり、資本収支の悪化に懸念があることには留意すべきである。

なお、パナマでは所得や教育水準の格差が大きいため、サービス業に従事可能な人材が不足している。その原因として、貧富の格差が大きいことが指摘されており、近年の高成長とは裏腹にジニ係数は0.51と他のラ米諸国と比べやや高い。これは賃金水準の高いサービス業従事者が多いパナマシティやコロン自由貿易地区といった都市部と、全人口の6割以上が居住し貧困層の多い山間部との格差が大きいためである（図表19）。山間部では、都市部と比べ保健・衛生面などのインフラの整備が不十分であることから、今後インフラ開発や観光業の振興を通じて都市部から山間部へ経済発展を波及させる取組みが必要である。

（図表19）ラ米諸国のジニ係数（2011年・2015年比較）



（出所）世銀データより作成

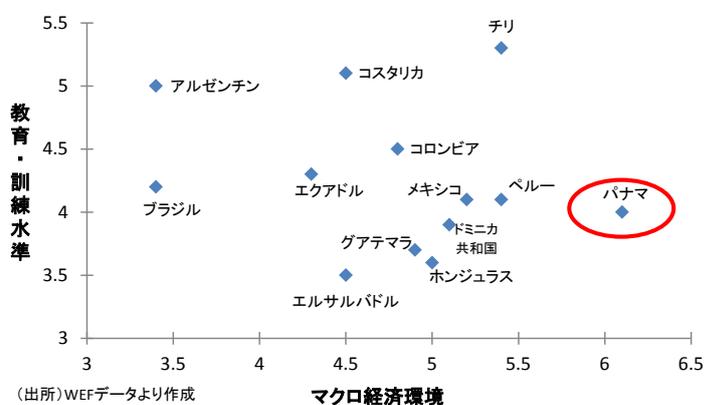
また、世界経済フォーラム（WEF）の国際競争力ランキングの評価指標のうち、パナマのマクロ経済環境の評点はラ米地域内で首位であるにもかかわらず、教育・訓練水準の評点はラ米諸国の平均並みにとどまっており、教育面での課題も大きい（図表20）。

<sup>7</sup> FATF のマネーロンダリング対策等への取組みが不十分な国家としてグレーリストに登録されていたが、2016年2月に削除された。

<sup>8</sup> ただし、経済的な戦略として優遇税制を敷いている韓国やアラブ首長国連邦（UAE）からの反発などを背景に、2018年1月23日のEU財務相理事会で現在のブラックリストからパナマを含めた8カ国を除外する決議がなされた。

こうしたことが、サービス業の発展に必要な人材の育成に大きな障害となっている。今後、所得および教育水準の格差是正は中長期的に時間をかけて取り組むべき課題である。

(図表 20) ラ米諸国との国際競争力指標比較



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、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。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います。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 2018 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](mailto:admin@iima.or.jp)  
 URL: <https://www.iima.or.jp>