

国際金融界の中でのラテンアメリカー米国利上げの影響

桑山 幹夫

はじめに

中国経済の減速を背景に原油などの資源価格も軒並み下落、ラテンアメリカの資源国は既に大きな影響を受ける中で、米連邦準備制度理事会（FRB）が2015年中にも利上げに踏み切るとの観測もあり、マクロ経済の運営がさらに複雑になっている。もし利上げが実施されれば、金利の高い新興国で運用されていた投資家の資金は米国などに逆流する可能性がある。だが、本年8月に入ってから中国発の世界的な株安や人民元の切り下げが加わり、FRBの利上げ観測が後退しているのも事実だ。利上げの時期は確かではないが、「景気後退」「資源安」「米利上げ」の三重苦に陥っているラテンアメリカ経済に影響を与えることは間違いない。本レポートは、海外での報道を基に、米国利上げが同地域に及ぼす影響について論考する。

利上げの影響

楽観的な見方

多くのエコノミストが、ラテンアメリカは経済が後退するも、米国の利上げの影響を最小限にとどめ、現状を乗り切ることができると信じている。FRBが2013年5月に金融「緩和通減」政策を発表した後は、米国の長期金利の上昇の影響は世界全体に伝わった。殆どの貨幣が安全性を求めてドルに対し為替安となった。6ヵ月後にはドル高がさらに強まったが、金融引き締めで金利が上昇した経済ではその影響は為替切り下げの緩和的効果によって部分的に相殺されている。また、資本流入において調整が既に行われており、FRBは段階的に金融の正常化を進めると想定されることで、同地域への影響は穏やかなものと予想される。

ここ数年、米国の利上げについて議論されてきたので、国際金融市場はそのショックの内蔵化の調整に入っている。15年の対新興国からの資本流出額は09年以來の低水準で推移しており、14年比で6.4%減の9,810億ドルまで減少すると国際金融協会（IIF）は推計する。また特に新興国通貨に対する影響が重要だが、継続的

な性格を持つものではなく、FRBが第1回目の利上げを15年内に実行し、16年に4回の設定で、毎回25ベーシスポイント上昇したとしても、16年には新興国向けの資本フローが回復すると予測する専門家もいる。ショックの後5～6ヶ月間はその影響が出るが、1年以内に緩衝されるとの見通しが有力だ。

また、ブラジルやチリのように国債市場における外国人投資家の占有率が低い国ではリスク回避と安全への逃避の増加による影響が少ないと考えられる¹。国内の投資家は国内に留まる傾向が強い。外国人の所有率が高いということは、経済が順調な時には有益に働くが、混乱時の金融政策の範囲を制限してしまう。国内投資家の割合が大きいほど、国が独立した通貨及び金融政策を維持できる。米国経済と景気が連動するメキシコを除いて、同地域の中央銀行の大半は自立の金融政策を採用する余裕がある。

利上げで借入コストは高くなるが、ラテンアメリカ諸国が抱える債務の返済義務履行の持続性を危うくするものでない。利上げの際の金利の増加はほぼゼロからごく低率なので、借用コストが劇的には上昇しない。利上げによって借用スプレッドが圧縮され、コストが補填される可能性もある。まして、米国の利上げは同国経済が堅調に回復していることを反映しており、借用コストが上昇しても、米国と緊密な経済関係にある太平洋同盟加盟国や米国と自由貿易協定を締結している中米諸国にとって、米国の景気回復は追い風となる。

国際商品価格が下落、国内経済が鈍化、そして海外金融市場が引き締めに移る中で、為替が緩衝剤の役割を果たすのであれば、通貨安になるのは当然だ。ブラジルのレアルとアルゼンチンペソは、13年第4四半期から15年8月末で、それぞれ90%、86%の通貨安になった。コロンビアやウルグアイでも各々77%、50%ペソ安で、チリペソでも同期間に対ドルで約46%下落。メキシコ、パラグアイ、ペルーでは20%から30%の通貨安にとどまった。景気回復には通貨安が必要で、多くのラテンアメリカ諸国は変動為替制度を採用してお

表1 ラテンアメリカ諸国、対米ドル名目為替率の推移

2013年第1四半期～2015年第2四半期（指数 2013年第1四半期＝100）

国名	2013年 第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	2014年 第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	2015年 第1四半期	第2四半期	2015年 8月末
アルゼンチン	100.0	104.4	111.4	120.9	151.8	160.6	165.3	169.5	173.1	178.3	185.5
ブラジル	100.0	105.0	115.0	115.0	120.0	110.0	115.0	125.0	145.0	155.0	190.0
チリ	100.0	102.8	107.3	109.5	116.9	117.4	122.3	126.6	132.2	130.8	146.4
コロンビア	100.0	104.0	106.5	106.8	112.0	106.8	106.7	121.5	137.9	139.5	177.1
コスタリカ	100.0	99.8	99.8	99.8	105.4	109.8	107.6	107.2	107.0	106.8	107.0
メキシコ	100.0	99.2	102.4	103.2	104.8	103.2	104.0	110.3	119.0	121.4	134.1
パラグアイ	100.0	103.5	109.1	109.4	110.7	108.2	105.1	113.0	116.5	123.7	132.7
ペルー	100.0	103.8	107.7	107.7	107.7	107.7	107.7	111.5	119.2	119.2	126.9
ウルグアイ	100.0	102.6	113.1	112.0	116.2	119.9	123.6	126.2	129.8	138.7	150.3

出所：ECLAC (2015) Economic Survey 2015, Santiago de Chile, July 29. 及び各国金融機関からの情報を基に著者作成。

り、世界市場での金融政策及び金融情勢の変動に柔軟に対応出来る。柔軟な為替レートを採用する国は、米国とは異なる長期金利を維持することが可能だ。為替変動制がショック緩和に役立つことは間違いない。しかし、その下げ幅にも限界があり、これ以上の大幅な通貨安は好ましくない。ラテンアメリカ諸国間での「通貨安戦争」は避けたい。

悲観的な見方

ラテンアメリカからの資本流出は、原油価格下落と米国利上げ観測の2要因に起因する。FRBが利上げを開始すると、金融正常化の速度次第で、資本逃避が新興国全体のGDPの2%～6%に達する可能性がある。ヨーロッパ中央銀行（ECB）による金融緩和政策で新興ヨーロッパへの影響は最低限に抑えられる一方で、中国経済の減速と米国利上げはアジア新興国からの資本流出を招くものの、最も影響を受けるのはラテンアメリカである。FRBが2016年末までに金利を2%まで上昇した場合、同地域GDP比で1.5%～2%の資本が流出、利上げが速いペースで行なわれた場合には、GDPの3%に達する可能性もあるとBBVA銀行研究所は指摘する。

利上げの影響は、為替だけでなく債券や株式資産にも出てくる。ラテンアメリカの法人はスプレッドが比較的高く、これまで彼らにとって魅力的な条件で海外資本を調達出来たが、これからは難しくなる。ドル高傾向がこれからさらに強まることでドル建の債券の利払いに負担がかさむ。域内で経済のファンダメンタルズが脆弱な国が投資撤退の対象になる。外貨建て債務のレベルの観点からすると、最も脆弱なのはベネズエラ。財政面では、メキシコにも影響が及ぶ可能性が高い。過剰財政支出の視点では、ブラジル、アルゼンチンとベネズエラが最も脆弱である。

「上場投資信託」(ETF)²を介して、ラテンアメリ

カ主要資本市場からの流出が15年に入って鮮明になっており、ブラジルとメキシコに対する懸念が金融市場に悪影響を与え始めている。ブラックロック社によると、前バーナンキFRB議長が13年の5月に金融緩和進捗政策を発表してから15年6月末までに、同地域でのETF投資額が39%縮小し、額で34億ドル減少した（表2参照）。その流出額の大半がブラジル（16億ドル）とメキシコ（12億ドル）に起因する。絶対額は小さいが、チリ及びペルーからの流出幅は40%を超えている。ETFがラテンアメリカでの投資手段としてどれほど代表的なものかは確かではないが、その他の証券信託投資の形態においても、同じような傾向が出

表2 ラテンアメリカのETF投資累積額、2013年6月対2015年6月の比較（百万ドル、パーセント）

国名	年度	額	変化率
		百万ドル	2013年～2015年
チリ	2013年6月	371	-31.5
	2015年6月	254	
ブラジル	2013年6月	4,408	-36.6
	2015年6月	2,795	
ペルー	2013年6月	316	-42.1
	2015年6月	183	
メキシコ	2013年6月	2,672	-45.5
	2015年6月	1,456	
LATAM	2013年6月	959	-30.1
	2015年6月	671	
合計	2013年6月	8,726	-38.6
	2015年6月	5,359	

出所：El Mercurio (2015) "Flujos de capitales a A. Latina caen casi 40% en dos años por decisiones de la Fed", el 17 de julio, 2015.

ている可能性がある。

自国通貨安を導くもう一つの伝播媒体として、金利の他に国際商品が挙げられる。価格がドル建の国際商品価格が、ドル高でさらに低下することで輸出国に悪影響が出ている。

石油、銅、大豆、鉄鉱石等の価格下落によってラテンアメリカ諸国が財政刺激策を適用できる余地が限ら

れている。同時に、利上げの影響でさらにドル高になれば、インフレ圧力が高まるなか、中央銀行が金融緩和と政策に踏み出すことも難しくなる。国際商品のスーパーサイクルが終わり、景気が急減速するラテンアメリカにとって米国の利上げは大きな負担となる。

利上げの際の対応について

最初の対応策として、投資家が資金を海外へ逃避せず、国内に据え置くように中央銀行が金利を上げることがある。しかし、金融引き締めが可能かどうかは新興市場によって異なる。インドのような石油消費国では、原油価格の下落でインフレが低下、利下げが可能になった。一方で、ブラジルのようにインフレ圧を抑制するために、借入コストが増加した国もある。メキシコ中央銀行は、インフレ率は中央銀行が設定した3%の目標を下回っているが、8月中旬に2015年の成長率予測を当初の2~3%から1.7%~2.5%に下げた。インフレ率は低く、緩やかな成長が予測されるにもかかわらず、市場に安定感を持たすために、米国の利上げの際には、メキシコも利上げする用意があることをほのめかす。FRBが合図を出して段階的な利上げを図るか、それとも急速に予告無しでそれを行うかによって違ってくる。

次に、資本が海外に逃避する際の最も正統派の金融政策は利上げだが、新興国当局者はより非正統派的な手段で対応することが多くなっている。例えば、大規模な外貨準備の活用である。新興市場は1990年代後半に起きたアジア金融危機以降、外貨準備を蓄積してきており、幾つかの新興国がリーマンショック勃発に対処するために活用したように、中央銀行は今後もそれを使用出来る。ブラジルの外貨準備高は僅か20年で500億ドルから3,700億ドルまで増加した。メキシコの外貨準備は現在1,900億ドルで、GDP比で17%に相当する。しかし、外貨準備を使用して自国通貨を購入することで大規模な売却を阻止出来るとの見方にはエコノミストは一般的に懐疑的だ。投資家は中央銀行が利用可能な外貨準備には制限があることを知っている。

より劇的な手段は、危機中に投資資金の撤退を阻止するために、外国人投資家を制限する制度、即ち「資本規制」を導入することだ。これらの措置は一般的に国際機関のひんしゅくを買うことが多い政策だが、IMFが12年からその利用に対して柔軟な姿勢を示している。メキシコやチリなどは、このような措置を真っ

向から拒絶する。しかし、FRBが大幅な利上げを図り、国際市場を驚かせることになると、資本規制の魅力が高まる。次回のアルゼンチン大統領選の野党候補、マクリ氏やマッサ氏らは選出された際には外資制限に終止符を打つと公約しているが、利上げで国際金融市場へのアクセスが更に厳しくなるため、この公約を果たすことが困難になるかもしれない。

おわりに

経済は後退するが、大半のラテンアメリカ経済が米国の利上げの影響を最小限にとどめ、現状を乗り切ることができると信じるエコノミストは多い。米国の利上げの影響は誇張されがちで、金利の標準化は穏やかなもので、それが市場に衝撃を与えることはないと考えられる。2013年5月に発表された金融緩和通減政策の影響は、主に為替調整によって、ラテンアメリカ経済で既に内面化されている。ラテンアメリカ経済は、物価の安定と財政の再建に焦点を当てる健全な通貨政策を採用してきており、1980年代に経験した2~3桁のインフレに再び悩まされることはない。リーマンショックからの回復プロセスにみられたように、為替を緩衝剤として活用することが鍵となる。

利上げの時期については様々な意見があるが、15年内というのが現時点では可能性が高い。その時期は、米国の生産、インフレ、雇用情勢の指数次第で時期が動く。今回は04年~06年の利上げより漸次的に行うべきという見解もある。今回の利上げは、毎回の米連邦公開市場委員会(FOMC)、あるいは1回おきにFOMCで0.25%ずつ引き上げるというような機械的な利上げペースはないとイエレン議長は述べている。これから1年に1%のペースでの利上げを予測するエコノミストもいる。

中国経済が急減速し、人民元引き下げがこれからも続けば、FRBにとってタイミング調整がより複雑になってくる。ドル高は米国の輸入価格とインフレに下振り圧力を及ぼす。FRB当局は、インフレ率が2%目標に達する前には利上げに踏み切らない模様だ。ドル高が更に進むことで、その目標達成が難しくなる。一方で、利上げの最大の手がかりとされた8月の米雇用統計は強弱入り交じる結果となったが、米雇用情勢が着実に回復していたとの見方から、FRBが9月にも利上げに踏み切るかもしれないとの観測が広がっていたのも事実だ。このように、利上げの時期とその幅によってラテンアメリカ諸国への影響が大きく変わる。

(くわやま みきお 法政大学兼任講師、
元CEPAL上級経済問題担当官。ラテンアメリカ協会常務理事)

- 1 ブラジルとチリ政府が抱える負債は2014年末で、それぞれ1.2兆ドル、366億ドルに達するが、現地通貨建ての債務額は政府負債総額の94%と88%で、外国人の所有率は低い。
- 2 ETF(上場投資信託)とは、証券取引所に上場している(Exchange)、取引可能な(Traded)、投資信託(Fund)の略称で、ニューヨークでは、現在約1,700本のETFが上場されている。世界各国の株式債券指数、貴金属、エネルギー、穀物農産物

などの商品指数、外国為替(FX)の通貨指数、不動産(REIT)の不動産指数、産業セクター別指数等、様々な指数に連動した投資手段が用意されている。日本経済新聞によると、2015年6月末時点の運用資産残高は世界全体で3兆ドル(約370兆円)に達し、ヘッジファンドを初めて上回った。最近では相場形成にも一定の影響を与え始めている。

ラテンアメリカ参考図書案内



『賢者ガルシア・ロブレス伝 —国連憲章と核軍縮に取り組んだ外交官—』

山下 郁夫 社会評論社

2015年6月 247頁 2,200円+税 ISBN978-4-7845-1122-8

個人の理想を、計り知れない倫理的価値によって、国連憲章を時代の変化に合わせて進化させることに取り組み、ノーベル平和賞を受けたメキシコ出身の外交官の生涯を追った伝記。

1911年にメキシコ高原の田舎町に生まれ、メキシコ国立自治大学とパリ大学高等国際研究学院、ハーグ国際法アカデミー等に学び、31年に在ストックホルムのメキシコ公使館勤務から始まり、外務官僚として頭角を現して、第二次世界大戦中に始まった国際連合設立に合わせて米州会議とパンアメリカン連合の調整に関わった。国連憲章を制定したサンフランシスコ会議では、特に議論の争点になった安全保障理事会での五大国への拒否権付与は将来機能しなくなると強く反対し(その指摘が正しかったことは、後年の冷戦時代以降今日に至るまでの実態が示している)、「常任理事国の議席を将来の事情変更に合わせて定期的に再検討することが望ましい」と発言している。国連発足後、事務局の中堅である政治問題部長に就き、57年にメキシコ外務省に復帰して、領海範囲を決める海洋法会議等のメキシコ代表、ゴラル大統領が登場し米国との関係が緊張しているブラジル駐在大使としてキューバ危機も経験し、核兵器の製造、受領、貯蔵、実験を禁じる多国間合意の始まりとなったラテンアメリカ、カリブ海域の核兵器禁止条約で、調印式が行われたメキシコ外務省の所在地名に因んだ67年の「トラテロコ条約」、国連での68年の「核拡散防止条約」実現に尽力した。70年に国連大使となって冷戦の論理の応酬で不毛な議論がなされた中で第三世界のリーダー的存在として活躍、75年にはついにエチオピア大統領の下で外務大臣にもなり、その後も「世界軍縮会議」の実現に努め、「包括的核実験禁止条約」の実現に晩年の情熱を傾け、89年に二度目のジュネーブ軍縮会議の議長を務めるなどして、91年に世を去った。彼の座右の銘は「手法は柔軟に、実行は剛毅に」だったという。

〔桜井 敏浩〕