

## 慢性インフレと安定化政策 —— ブラジルのケース ——

国際金融情報センター 桑原 小百合

### ◆はじめに

80年代以降、中南米主要国やイスラエル、ポーランドなど高インフレに苦しむ国々が経済の安定化に成功するなかで、ブラジルでは度重なる安定化政策の失敗によりインフレが高進し、94年6月には、ついに月間インフレ率は50%近くまで上昇した。しかし、高インフレにもかかわらず、ブラジルのマクロ経済パフォーマンスは良好であった。93年には、3年続いたりセッションから抜けだし、4.1%の実質経済成長を遂げた。公共部門財政収支は小幅ながら黒字となり、貿易収支は130億ドルの黒字を計上、外貨準備高は300億ドルを超えた。累積債務問題も、外国民間銀行との債務削減の完了で一応解決を見た。こうしたことから、「インフレと共存できる」国、ブラジルのインフレ抑制の必要性を疑問視する専門家もいる。

しかしながら、慢性化した高インフレは実態経済および社会面で多大な損失をもたらしている。年率5桁にも達するインフレ率のもとでは国内投資家も海外投資家も長期的投資を行おうとはしない。投資水準は落ち込み、家計も企業も長短期の金融取引による利鞘稼ぎに奔走し、金融部門は肥大化、経済構造は歪められている。社会的には、インフレヘッジの手段を持つ層と持たない層の所得格差の拡大や貧困問題の深刻化というコストをもたらしている。

93年5月以来、カルドーゾ氏を中心とする経済チームが開始した一連の経済安定化プログラム、特に94年7月の通貨改革によりようやくブラジルでも慢性インフレの根絶のめどがたっている。これまでマクロ経済の混乱により、持てる力を発揮できなかったブラジルがその潜在力を実現することができるか、同国は正念場を迎えている。

本稿は、ブラジルのインフレーションと安定化政策について概観し、現在の安定化プログラムの成功に何が必要か考察するものである。ブラジルの高インフレ理解のため、一般的な高インフレの定義、要因、安定化政策についても簡単に触れた。

## 1. 高インフレの特徴

高インフレの安定化政策<sup>(1)</sup>を考える上で、一定のインフレが長期間続くクロニック・インフレ（慢性インフレ）と、急激なインフレの加速であるハイパー・インフレ（超インフレ）の区別が重要である。

高インフレに関する代表的な研究としては、ケーガン<sup>(2)</sup>、サージェント<sup>(3)</sup>によるハイパー・インフレの分析、パスス<sup>(4)</sup>によるクロニック・インフレの分析がある。ケーガンは、ハイパー・インフレを月間インフレ率が50%を超えた月を始まりとし、月間インフレ率が50%を下回る月が1年以上継続した場合、最後に月間インフレ率が50%を超えた月をもって終息すると定義している。一方、クロニック・インフレは、一定のインフレ率（年率15%～50%程度のモデレートなインフレとハイパー・インフレの中間程度の高インフレ）が数年以上に亘って続くものである。

歴史的にハイパー・インフレは、世界大戦や内戦、革命などによる戦費や戦後の賠償支払いの調達を巨額の通貨発行でまかなったことが原因で発生している。このことは、ハイパー・インフレのもとでは、インフレ税<sup>(5)</sup>による財政収入、すなわちシニョリッジの著しい増大が見られたことに明らかである（シニョリッジの増大がハイパー・インフレに先行する）。古くは独立戦争および南北戦争後の米国、今世紀では、第一次世界大戦後のドイツ、ポーランド、ハンガリー、ロシア、第二次世界大戦後のハンガリー、ギリシャ、台湾などが、1980年代ではニカラグアなどがその事例である。ハイパー・インフレになれば、価格調整の遅れがなくなり、インフレの慣性が失われる。また、多額の資本逃避、経済のドル化、生産の劇的な落ち込み、税制および金融システムの破綻が発生するのが常である。また、経済が著しく混乱することからハイパー・インフレは長期的には持続し得ないと判断される。このため、通貨増発による財政赤字補填の停止や為替の安定化などのレジーム・チェンジ（制度的改革）による安定化政策が国民の信頼を得易く、短期間でしかも小さいコストで終息する。

他方、クロニック・インフレは、第二次世界大戦後、中南米をはじめとする途上国で見られるようになった。80年代後半まで、チリ、メキシコ、アルゼンチン、ペルー、ブラジル、ウルグアイが典型的なクロニック・インフレ国と言われてきた。クロニック・インフレ経済では、インフレが常態化する結果、インデクセーション<sup>(6)</sup>などインフレの影響を緩和するメカニズムが社会全般に行き渡り、国民の間にインフレ心理が定着する。このため、インフレが急速に加速する性向はなく、何らかのショックによって加速したとしても、すぐに新しい天井に突き当たり、安定した高インフレの持続が可能となる。ハイパー・インフレと対照的に、クロニック・インフレは、インフレの慣性の存在や複数の要因が複雑に絡み合ってもたらされること（例えば、ハイパー・インフレと異なりシニョリッジとインフレはかならずしも相関関係がなく、財政赤字のマネー・ファイナンスが主因とは言えない、6表参照）、安定化政策が引き延ばされる傾向があることを人々が認識していることなどから、安定化政策は信頼性を得にくく、インフレ抑制過程は長期化し、生産・雇用面などの大きなコストをともなう。

89年のブラジル、アルゼンチン、また90年のペルーにおけるハイパー・インフレは、長期間のクロニック・インフレによってハイパー・インフレ出現の条件が形成されてきたことが重要な要因となっており、発生メカニズムや特徴、实体经济に及ぼす影響などの点からは、クロニック・インフレに近い。これら「クロニックな高インフレ国におけるハイパー・インフレ」は、「従来型のハイパー・インフレ」と区別して分析する必要がある。

## 2. ブラジルの高インフレの要因

「ブラジル経済の奇跡」と呼ばれた68～73年の期間は、ブラジル経済は高成長を遂げる一方、物価は安定裡に推移した。しかし、第一次石油危機後の74年以降、一時的に速度を緩めることはあったものの、インフレ率は一貫して上昇傾向を辿り、80年代には年率3桁台のインフレが続き、90年代に入ると年率4桁台のインフレに見舞われるに至った（1表、4表）。

この要因としては、70年代～80年代の中南米諸国に共通した問題として、（1）財政節度の欠如という需要サイドの根本的要因、（2）対外債務問題と関連した為替レート的大幅切り下げおよび石油価格の高騰という供給サイドのショック、（3）インフレの慢性化に伴って発達したインデクセーション制度等が挙げられ

る。また、90年代のインフレ加速の直接的な原因としては、海外からの資金流入の急増による国内通貨供給量の拡大が指摘されている。

(1) 財政赤字：70～80年代の中南米諸国におけるインフレ高進の重要な原因は、拡張的財政政策や非効率な公的部門の肥大化によりもたらされた巨額の財政赤字を補填するための貨幣増発にあったと言われる。すなわち、国内資本市場や租税体系が未成熟であったり、国際資本市場における資金調達能力にも限りがある中南米諸国では、財政赤字をファイナンスする政府収入には限界がある。したがって、構造的・慢性的財政赤字が存在すれば、この財政赤字はもっぱら貨幣の増発でファイナンスされることになり、通貨供給量は増大し、長期的な高インフレがもたらされたというものである。

しかし、ブラジルでは90年代に入ってから公共部門の財政収支（オペレーショナル・ベース）は大幅に改善し、ほぼ均衡している（5表）。また、1図に見られるようにシニョリッジの規模も、インフレが高進しなかった60年代に比較して、拡大しているわけではない。インフレ率は上昇し、ハイパー・インフレに至った。一見、インフレの加速と財政赤字の明らかな因果関係がないように見える。

しかしながら、政府が発表する財政収支はあくまでもキャッシュ・ベースでの要調達額（Borrowing requirement）であって、実際には次のような「隠れ財政赤字」が存在する。このことが安定化政策に対する国民の信頼性を損なって、政策の奏功を阻んでいるという意味で、依然として財政問題が高インフレの根本原因であることに変わりはないと言える（World Bank 1994, pp.39-48）。

- 社会保障制度の赤字：赤字額は、95年で30億ドル。現状のまま放置すれば、21世紀の初めには赤字の規模はGDPの10%に達すると予想される。
- 地方政府の債務問題：サンパウロ州等主要な州・市の政府は、連邦政府、政府系金融機関に対し、多額の延滞を有する。州政府のみでその総額は、91年末時点で120億ドルに上ったと推定される。さらに、これらの地方政府は、州立銀行に債券を引き受けさせる等手段により収入不足をまかなうため、しばしばそれが通貨の増発につながる。特に、選挙期間中は選挙対策費用として州政府の州立銀行からの資金調達が増える傾向があり、しかも、これは中央銀行のコントロールの外にある。
- 連邦貯蓄金庫の管理下にある「社会保証基金」の負債：例えば、勤続年数退職

年金基金（FGST）は25億ドルの不良債権を抱え、賃金変動保証基金（FCVS）の赤字額は93年時点で24億ドルに上ったとされる。

（2）為替政策：ブラジルでは、輸出競争力を維持するため68年6月より為替レートの小刻み切り下げを行うクローリング・ベッグ方式が採られていた。82年の中南米債務危機の発生以降海外資金の流入が激減すると、債務返済のために貿易黒字が必要となった。このため83年2月には30%の大幅な切り下げが実施され、その後も輸出促進策として、継続的な為替レートの切り下げが行われてきた。この為替政策は、貿易収支の改善には貢献したものの、輸入価格上昇を通じたインフレ圧力を生んできた。

（3）インデクセーション：コレソン・モネタリア（通貨価値修正制度）と呼ばれるインデクセーション制度は、ブラジルにおいて長期にわたる高インフレを可能とした重要な要因である。インデクセーションの目的はインフレの影響の緩和であるが、過去のインフレ率で価格調整するインデクセーションは、一度物価が上昇過程に入ると前期のインフレが今期のインフレのベースとなってインフレを永続させるシステムとなる。ブラジルでは、64年に成立した軍事政権のもとで、過去のインフレ率で調整するインデクセーションが広範に使われるようになった。そして、賃金や財・サービス価格から、納税、国債、その他金融商品に至るまで様々な指数により価値修正が行われるようになり、しかも遅れのない価格調整が行われるように洗練されていった。

#### （4）資金流入の増大

90年代に入ってからインフレ加速の背景には、中南米全体で見られた、同地域における経済安定化と構造調整の進展および先進国の景気低迷、国際金利の低下を背景とした海外、主として米国からの資金流入の急増がある。ブラジルでは92年以降、多額の資金が流入し、これが通貨当局の介入によって買い支えられ、通貨供給を急増させた。資本流入は、その他の条件を一定にすると、名目為替レートを増加させるように働く。しかし、前述したようにブラジル政府は輸出競争力の低下を招く実質為替レートの増価を望まず、流入した外貨を買い支え、その結果外貨準備が大幅に積み上がった（1表）。一方、通貨当局は、国債の売りオペにより過剰流動性の吸収に務めたが、流入資金の額があまりにも大きかったこ

とと、国債のほとんどが1カ月もので流動性が高かったことなどから、不胎化介入の効果は小さかった。そして外貨準備の急増にともなって通貨供給量は大幅に増大し、これがインフレを加速させた。2表から、92年、93年のマネタリー・ベースの増加は、主として対外部門、すなわち外貨準備の増加によってもたらされたことがわかる。

### 3. インフレのコスト

#### (1) 実体経済のコスト — 成長、投資、効率

ブラジル経済は、93年、3年ぶりに景気回復過程に入り、4.1%の実質成長を遂げ、94年には成長率は5.7%へと高まった。これは、大きかったそれ以前の3年間のリセッションからの回復のプロセスであり、通貨高となったアルゼンチンへの輸出の急増や新たな自動車ローンの創設など特殊要因によるところが大きく、持続的な経済成長を実現するには至っていない。またブラジルの潜在成長率と言われる6%にも達していない。これは、次のようなかたちで、高インフレが経済成長を阻害してきたためと言えよう。

中南米の高インフレ国においては、人々はインフレ・ヘッジのためにドル資産を保有しているのが一般的である。国内でドル保有が公認されている場合には主としてドル預金という形で、また、禁止されている場合にはヤミ為替市場でドル現金を調達し、退蔵したり海外に資本逃避させるという形で保有されている。ブラジルでは、ドル預金よりインフレ・ヘッジの手段として国債への投資が選好されてきた。この背景には、債務危機以降、財政赤字のファイナンスをもっぱら国内資金に依存せざるを得なくなり、国債の発行残高が急増したことがある。このような国債はほとんどインフレ調整指数付きで、しかも、国債の市中消化とインフレ抑制を図るため高金利政策が採られたことから、金融機関は低利の要求払い預金を原資として超短期での資金運用で高収益を挙げるようになった。一方、企業も家計も、経済政策およびマクロ経済の不確実性があまりにも大きいため長期的・生産的な投資は控え、金融機関を通じて超短期市場で資金運用するようになった。その仲介、コンサルティング業務なども金融機関の重要な資金源となった。

この結果、実質ベースでの投資のGDP比率は、75年に25.8%のピーク時をつけた後クルザード・プランにより内需が過熱した86年を除いて低迷し、93年には13.9%と、ピーク時のおよそ半分の水準まで低下した(1表)。一方で、金融部

門がGDPに占める割合は1960年の2.7%から89年には約20%へと上昇した。コ  
ロル政権下の91年には7.5%に低下したものの、93年には若干戻して8.5%程度と  
なった<sup>(7)</sup>。この比率は、米国で2.5%、日本、欧州で4～5%である。

なお、世銀のレポート“Brazil: An Agenda for Stabilization”によれば、  
86～93年の間、インフレ率が85年の水準にとどまっていれば、一人当たりGDP  
は実際より8%ポイント、労働者一人当たりの資本蓄積は2.6%ポイント、投資  
効率は6.8%ポイント高かったと推定される。さらに、クルザード・プラン以降  
インフレ率が国際水準（年5%程度）まで低下していれば、一人当たりGDPは  
実際より37.7%ポイント、労働者一人当たりの資本蓄積は11.5%ポイント、投資  
効率は32.1%ポイント高かったとされる。

## (2) 社会的コスト — 所得格差の拡大

ブラジルは、世界で最も所得格差の大きい国の一つである。世界銀行の94年度  
版開発報告によると、所得階層の上位10%の富裕層が51.3%の国民所得を獲得し  
ている(3表)。これは、データが記載されている国の中で最も高い比率である。  
一方、最下層の20%には、2.1%しか分配されておらず、ブラジルの数値は、ベル  
ー、ギニアビサウ(アフリカ)とともに最低となっている。

所得格差は、60年代、70年代の経済発展の過程で拡大した。80年代は、インフ  
レの高進により、不動産や金融資産などのインフレ・ヘッジの手段を持つ層と持  
たない層の格差がさらに広がった。所得分配の不平等度を測る指標であるジニ係  
数をみると(数値が大きいほど所得分配の不平等度が大きい)、60年の0.5から、  
70年0.57、80年0.59、90年0.62へと増大している(World Bank, 1994, pp. 6  
-10)。

## 4. ブラジルの安定化政策 — ヘテロドックス政策からオーソドックス政策へ<sup>(8)</sup>

### (1) コロル政権まで

80年代前半に実施された総需要抑制に基づいたオーソドックス・タイプの安定  
化政策の効果は、インフレ抑制ではなく景気後退となって現れ、国際収支改善の  
ための為替レートの切り下げ(83年の大幅切り下げとクローリング・ベッグによ  
る切り下げ率の引き上げ)はインフレを加速させた。

民政移管後実施された5つのヘテロドックス政策、クルザード・プラン(86年

2月～87年6月）、ブレッセル・プラン（87年6月～88年4月）、サマー・プラン（89年1月～90年3月）、コロール・プラン（90年3月～91年2月）、第2コロール・プラン（91年2月～10月）は、インフレの要因が慣性にあるとの認識に立ち、いずれも賃金・価格の凍結、金融資産の封鎖等のショック政策やインデクセーションの廃止を中心に据えた（各プログラムの概要は8表を参照）。このためプログラム開始直後はインフレが抑え込まれたものの、財政・金融政策が不十分だったため、結局はインフレが再燃することとなった。そして、度重なるショック政策の実施と破綻により経済政策に対する国民の信認が失われて行き、各プログラムの末期には価格調整圧力が高まり、インフレが加速していった。

第2コロール・プランの失敗が明白となり、91年5月、同プランを実施したゼリア蔵相が退陣、後任としてモレイラ氏が蔵相に就任した。同蔵相は、ショック政策にたよらないオーソドックスなマクロ経済政策を採用するとともに、IMFや民間銀行団との関係改善に努めた。しかし、インフレ抑制を高金利政策に頼りすぎたため（インター・バンク市場の調達金利は91年12月に7.4%のピークをつけた）、リセッションに陥る一方で（92年の実質GDP成長率はマイナス0.9%）、インフレ率は低下せず、月間20%～25%程度で推移した。これは、前述したような資金流入の急増により、過剰流動性が生じたことに加え、92年に入りコロール大統領の汚職疑惑の発覚で政情が不安定化したため、経済政策への信頼性が一層低下したことが要因である。

## （2）カルドーゾ・プランとリアル・プラン（第2カルドーゾ・プラン）

辞職に追い込まれたコロール大統領の後を受け、92年10月に発足したフランコ政権は、インフレ抑制より景気回復を優先させ、実質金利の引き下げなど金融緩和を図った。この結果、93年に入り景気は回復基調に転じたものの、月間インフレ率は6月には30%となり、年末にかけてインフレは加速していった。

93年5月、フランコ政権下で4人目の蔵相に就任したカルドーゾ氏は、インフレの根本原因が財政赤字にあるとの認識に立ってインフレ抑制に取り組んだ。まず、就任直後の93年6月に、財政再建の第一歩として、「緊急行動プラン」（カルドーゾ・プラン）を打ち出した。その主な内容は、（イ）政府支出の削減60億ドル、（ロ）税収の回復と脱税防止強化、（ハ）州政府と市の債務の正常化、（ニ）州立銀行運営の健全化、（ホ）国立銀行の役割見直し、（ヘ）民営化の促進等であった。



12月7日、カルドーゾ蔵相は新たな経済安定化プログラム、第2カルドーゾ・プラン（新通貨名に因んで、第3段階以降この安定化プログラムはリアル・プランと呼ばれている）を発表した。このプランは、財政政策を柱とし、為替レートをアンカーとするオーソドックス・タイプの政策で、過去の安定化プログラムの破綻の経験から、以下のような点を特徴とした。第1に、安定化政策を3段階（財政収支の均衡化、新指数URV（実施価値単位）の導入によるインフレ調整指数の一本化、新通貨リアルの発行）に分け、国民への周知を図ったうえで実施した。第2に、所得政策やその他のショック政策をともなっていない。第3は、インデクセーション制度の大幅な変更（調整指数の改廃、残った指数による価格調整は原則として年1回）である。

### （3）リアル導入後の経済政策

94年7月1日に新通貨が導入された後、インフレ率は急速に低下した。しかし、外資流入の急増にともなう現地通貨の過大評価と個人消費を中心とする国内需要の過熱により輸入が急増し、貿易収支は94年11月以降赤字転落、赤字幅は拡大していった（10表）。さらに、94年12月に発生したメキシコ通貨危機の影響で、資本収支はネット流出となり、外貨準備は減少を続けた。

こうした経済環境の変化は、国内均衡から、対外均衡を重視する方向へと経済政策の軌道修正を余儀なくした（リアル・プランからメキシコ通貨危機までとそれ以降の経済政策については11表参照）。政府は94年10月以降の信用規制、消費抑制策に加え、95年1～2月には輸入抑制策および輸出振興策を、3月に入り為替レートのバンド制採用による実質的な切り下げ、資金流出抑制・流入促進策、および追加的輸入抑制策を、さらに4月には追加的信用規制を実施した。その結果、4月には、ブラジルのGDPの4割を占めるサンパウロ州において、小売り売上高、鉱工業生産の前月比伸び率が大幅なマイナスとなるなど過熱していた景気にブレーキがかかりつつある。資金の流れも5月にはネット流入に転じ、外貨準備高は4月の337億ドル（キャッシュは299億ドル）を底に増加傾向にある。しかしながら、貿易収支は依然として改善の兆しを見せず、95年上半期は43億ドルの赤字を記録した。

このため政府は6月末、為替レートのバンド変更（切り下げ）および自動車の輸入数量規制・自動車産業関連輸入の関税引き下げに踏み切った。経済チームの意図は、前者については、バンドの幅を微調整しつつ為替レートを管理すること

によって、為替レートに物価のアンカー機能と相対価格の調整機能の双方を持たせようとしているように思われる。また、成功裡にバンド変更を実施したことで、硬直的な為替政策が流動性危機を招いたメキシコ、アルゼンチンとの相違を外国投資家に印象づけようとしたものと見られる。後者については、自動車輸入額の総輸入に占める割合は1割に満たないことから、輸入抑制というよりむしろ、自動車産業の保護および投資・輸出の促進が目的と見られている。

以上が95年6月末までの経緯である。満1年を迎えたレアル・プランは、確かに過去10年間に実施された安定化プログラムの中で、継続期間およびインフレ率の低下という点で最も大きな成功を収めたと言える。しかし、ブラジルが真に慢性インフレを克服できるか否かは、短期的には、安定化政策に対するクレディビリティを保てるか否かにかかっていると見える。さらに、長期的にブラジル経済の安定化を図るには、財政・金融・為替というマクロ経済政策からのアプローチだけでは不十分である。同国に深く根ざした社会問題を、優れた政治的リーダー・シップをもって、適切な所得再配分政策や教育投資等の社会政策を通じて解決しなければ、結局は問題解決の鍵となる財政改革や、国内投資のための貯蓄率向上は望めない。また、中・長期的な国際収支や国民経済の安定化という観点からは、政府による適切な産業政策が必要であろう。

## 5. レアル・プランの課題

### (1) クレディビリティ(信頼性)の問題

クロニック・インフレの国で、安定化の成功を阻む重要な要因が、政策に対するクレディビリティの欠如である。この問題を克服するため、メキシコでは政・労・資・農による「パクト(社会協約)」により、また、アルゼンチンでは兌換法(9表参照)により、安定化政策のルールと政策に対する政府のコミットメントが示された。これらが政策に対する信頼性を高め、重要な物価のアンカーとなった。

ところが、ブラジルにおいては、経済政策は「ルール」ではなく、政策担当者の「裁量」によって立案・実施されてきた。レアル・プランでも、経済政策は政府の「裁量」と「柔軟性」に委ねられている。例をあげれば、まず、プランの根拠となっているのは大統領権限である暫定措置(MP)で、これは国会承認されなければ法律として成立せず、さらに毎月更新されなければ失効する<sup>(9)</sup>。次に、

通貨政策については、当初新通貨レアルの発行残高に4半期毎の目標が設定され、これには上下20%の余裕が設けられたが、プラン開始1カ月後の94年8月末にはすでに実績値がこの目標を上回った。第3に、レアルの価値は別勘定の外貨準備によりバック・アップされるとされているが、外貨との交換性は保証されていない。実際、95年3月の為替市場のミニ・クラッシュ（バンド制採用の発表が唐突になされたことで、切り下げ期待が高まりレアルが売り浴びせられた）は、「柔軟」な為替政策が、安定化プログラムのクレディビリティを損う危険性をはらむことを示した。

では、クレディビリティを高め安定化政策を長期に亘り維持するには何が必要なのか。過去に高インフレの根本となった（結果でもあった）構造的財政赤字の解消、インデクセーションの廃止、そして厳格な通貨供給量管理が重要であろう。

## （2）憲法改正と財政調整

インフレの根源である財政改革の前提条件となる憲法改正（経済秩序、社会保障制度、税制、行政関連条項の修正）の国会審議の95年7月時点における進捗状況は、経済秩序関連法案（石油事業・天然ガス配送・電気通信事業の国家独占および外資差別の撤廃）が8月中に承認される見通しで、社会保障制度改革（重複支給の禁止、勤続年数と年齢制の併用など）の下院審議、税制改革（税体系の簡素化・透明化、徴税効率の引き上げ等）および行政改革（司法制度の地方分散化、公務員解雇の制限緩和等）の政府案提出は8月以降に予定されている。これらの重要条項が全て国会承認されるのは早くとも96年上半期と見られており、実施細則の作成が必要なことも考慮すると、財政改革に成果を見るのは97年以降となろう。

政府は、憲法改正が完了し、本格的な財政再建に取り組むまでのつなぎの措置として、歳出削減や臨時の増税、民営化の促進により財政の均衡を保っていくとしており、95年および96年の均衡財政達成に自信をみせている。しかし、一方で、95年1月に実施された閣僚・国会議員給与の大幅引き上げ（約2倍）や、国庫収支の赤字（1～6月12億レアル）等により、政府自らが財政節度に対するコミットメントを破っているのでは、国民に経済安定化のための犠牲（インデクセーションの廃止、金融引き締め等）を強いることは困難である。引き締めを強化し財政政策へのクレディビティー回復に務めることが望まれる。

### (3) 通貨供給量管理

対外収支不均衡是正が最重要課題となったことから、今後為替レートのアンカー機能が弱まると見られる。このため、為替レートを補完するアンカーとして厳格な通貨供給量管理を行っていくことが必要であろうと思われる。通貨供給量管理は、また、金融政策における金利操作への過度の依存を是正し、企業収益の圧迫、投資の停滞、財政圧迫等の高金利による負担を軽減することに寄与しよう<sup>(10)</sup>。

レアル・プランでは、前述したようにマネタリー・ベースの残高に上限が設けられたが、当初実績値が目標をはるかに上回った。目標値は20%の許容範囲を含めて、94年9月末90億レアル、12月末102億レアル、95年3月末114億レアルであったのに対し、実績は各々112億レアル、173億レアル、157億レアルであった。7～12月のインフレ率（消費者物価指数IPC-rの上昇率）が22.1%であったのに対し、マネタリー・ベースは490%増大した。この急激なマネタリー・ベースの増大は、インフレ収束にともなう貨幣需要増大すなわち経済の貨幣化（Remonetization）の速度が当局の予想をはるかに超えていたということにもよるが、中銀による金融機関、主として州立銀行救済にともなう流動性増大も大きな要因となった（7～12月のマネタリー・ベース増加額の3割を占めた）。ちなみに、同期間のマネー・サプライの伸び率はM1が209.1%、M2が11.1%、M3が23.8%、M4は28.4%となっている（中銀Boletim, May 95）。

### (4) 脱インデクセーション

インフレを永続させるメカニズムであるインデクセーションの廃止は、ブラジルにおける安定化プログラムの重要な要素である。過去のプログラムでは、インフレの再燃とともに結局インデクセーション制度が復活することとなった。レアル・プランでは、インフレ調整期間の長期化などにより、段階的に脱インデクセーションが進められている。

政府は95年6月、同プラン施行後1年を迎えるにあたり、経済の脱インデクセーションをさらに進める暫定措置を発表した。その骨子は以下のとおりである。

#### (イ) 一般契約、家賃

1年以内の調整を禁止。使用する指数は当事者間の自由交渉。

#### (ロ) 賃金

IPC-rによる賃金調整制度を廃止し、民間の賃金交渉は労資の自由交渉と

する。最低賃金、公務員給与、社会保険支給は従来どおり政府が決定。

#### (ハ) 納税

税金、社会保障の掛け金の調整および企業会計の価値修正は、従来と同様 U F I R (Fiscal Reference Unit) により3カ月毎に行う。この調整期間は、96年より6カ月毎とする。

#### (ニ) 金融取引

##### A. 長期(1カ月超)運用方法の創設

最低預け入れ期間90日の定期預金 D R A (Automatic Reapplication Deposit) および60日以上金融取引に適用される指標金利 T B F (Basic Financial Rate) の創設。

##### B. 30日物が中心の大衆預金、Cadernata de Poupançaの変更

月利を T R (参考金利：金融取引におけるインデックスとして使われてきた) +0.5%とする。T Rは商業銀行30行の C D金利の平均値から1%を差し引いたものであったが、差引係数を1.2%とする。政府による元本保証の最高額を1.92万リアルから5,000リアルに引き下げ。

賃金調整指数の I P C - r の廃止を打ち出したことは大きな前進と言える。しかし、納税および金融取引については引き続きインデックスは温存され、調整期間の長期化で対応することとなった。財政・金融のインデクセーションが事実上手つかずであるということは、政府自信が物価安定に自信を持っていないことを示しており、そうであればそのほかの契約の脱インデクセーションも難しいだろう。この暫定措置は8月の国会審議にかけられることになっているが、賃金インデクセーションの廃止には労働者の支持をバックとする左派政党の強い反対がでることが予想され、大幅な修正を迫られる可能性が高い。

インデクセーションの廃止はさらなるインフレ抑制に不可欠であるが、逆にインフレ動向が脱インデクセーションのスピード、成否の鍵を握るとも言える。これを側面から支えるため、政府は引き続き内需抑制につとめる必要がある。ブラジルの現況がそうであるように、クロニック・インフレ経済における、為替レートをノミナル・アンカーとする安定化政策は、インフレの鎮静に即効性はあるものの、副作用として、消費ブームによる国内需要の過熱、本国通貨の過大評価、対外収支の悪化といった問題をもたらすことが知られている<sup>(11)</sup>。このまま景気の過熱が続けば、労働者の賃上げ圧力および生産者による価格引き上げ圧力を生み、価格調整期間の短期化を促す恐れがある。また、国内市場の規制緩和により

競争を促進することも、価格引き上げ圧力の防止に効果があるだろう。

◆おわりに

ブラジルの高インフレに関するジョークとして、「ブラジルではタクシーではなくバスに乗れ。なぜなら、タクシーは後払いでバスは先払いだから」というものがある。また、最近まで中南米経済の分析においては、ブラジルのマクロ経済が極めて不安定なことから、「ブラジルを除いて」というフレーズがつきものであった。これらは、レアル・プラン以降、急速に有用性を失っている。物価の長期的安定には、経済運営もさることながら、レアル・プランの信用性を維持するのに必要な憲法改正を、カルドーゾ政権がどこまで進めることが出来るかが重要である。同プランの成功への国内外の期待が高いうちに、憲法改正に進展がなければ、これまでの安定化政策と同じ道を辿りかねないであろう。

【注】

- (1) 経済安定化政策とは、国内均衡（インフレなき完全雇用）と対外均衡（国際収支不均衡の是正）の達成をねらいとするものである。しかし、途上国においては、労働市場の不完全性から完全雇用を達成するのは困難である。また、インフレの加速が、自国通貨の過大評価、課税ベースの縮小による政府の債務返済能力の低下、外国投資の低迷、資本逃避などをもたらすことで国際収支不均衡を拡大させるという点から、インフレ抑制が最も重視される。
- (2) Cagan, Phillip. 1956 "The Monetary Dynamics of Hyperinflation" In Studies in the Quantity Theory of Money, ed. Milton Friedman. Chicago: University of Chicago Press.
- (3) Sargent, Thomas J. 1982 "The End of Four Big Inflation". In Inflation: Causes and Effects, ed. R.E. Hall. Chicago: University of Chicago Press.
- (4) Pazos, Felipe, 1972 Chronic Inflation in Latin America. New York: Praeger Publishers.

- (5) インフレ税とは、財政赤字の補填のため政府が通貨を増発すると、通貨供給量が貨幣需要を大幅に上回り、インフレが加速し、国民が保有する貨幣の実質価値が減少するので、インフレがあたかも一種の税金のように機能することを指す。シニョリッジの規模は、マネタリー・ベースの増加分をGDPで割った数値で見ることができる。4表は中南米の高インフレ国と米国のシニョリッジを示したものであるが、中南米諸国のシニョリッジは米国の10倍以上の規模であるが、インフレ率とシニョリッジの大きさは必ずしも相関関係にはない。また、シニョリッジは米国ではこの数値はインフレの急激な加速時には上昇し、収束時には低下することが知られている。
- (6) インデクセーションとは、賃金、家賃、公共料金、減価償却、債務などを過去のインフレ率あるいは予想インフレ率で調整することによって、各種価格の実質価格を維持しようとする制度である。
- (7) ブラジル地理統計院 Anuário Estatístico 各号より算出。
- (8) ラテンアメリカにおける安定化政策の類型 (Cardoso & Helwege 1993)

70年、80年代、ラテン・アメリカにおいては様々な安定化プログラムが実施された。これらは財政・金融政策および所得政策（賃金・価格の統制）の有無により、オーソドックス・プログラム、ヘテロドックス・プログラム、ポピュリスト・プログラムの3つのタイプに分けられる。

オーソドックス政策は伝統的なマネタリズムを理論的背景としており、IMFが主導する安定化政策がこれに該当する。インフレーションに対しては総需要管理政策が、国際収支問題に対しては為替レート切り下げが実施される。

クロニック・インフレ経済においては、インフレの慣性の存在のために、オーソドックス政策による価格の調整速度が緩慢で、需要抑制の効果がインフレ率の低下ではなく主として景気後退や失業の増大に反映される。このため、実質賃金の低下などとともに安定化政策は社会的コストをもたらす可能性が大きい（チリ[1956-58、1973-78]、アルゼンチン[1959-62、1976-78]、ボリビア[1956、1985]、ペルー[1959、1975-78]、ウルグアイ[1959-62、1974-78]、メキシコ[1983]、ベネズエラ[1988]、ブラジル[1964-73、1982-83] など）。

80年代初頭から、ラテンアメリカ諸国は次々と軍事政権から民政移管したが、誕生後間もない民主政権にとっては大きな社会コストを伴い、一般

大衆に支持されない安定化政策は政治的安定の立場から実施が困難であった。このため、雇用・生産面で深刻なコストを伴わないで短期間にインフレを抑制すると考えられたヘテロドックス政策（財政・金融政策と所得政策を組み合わせたプログラム）が試みられた（アルゼンチン[アウストラル・プラン 1985]、ブラジル[クルザード・プラン 1986]、メキシコ[ハクト 1987-88]）。ヘテロドックス政策は、所得政策、すなわち賃金・価格の一時的統制の実施により、インフレの慣性を消滅させ、同時に財政・金融政策がもたらす不況のリスクを減じようとするものである。ただし、これはオーソドックスな安定化政策を代替するものではなく、あくまでも補完するもので、財政赤字の縮小を伴わない安定化政策は例外なく失敗する。

ポピュリスト・タイプの安定化政策は、所得政策と為替レートの固定によるインフレ抑制と拡張的な財政・金融政策により景気刺激を図ろうとするものである。このタイプの安定化政策は当初、ねらいどおりの成果を挙げるものの、超過需要の発生により、やがて財政は破綻し、国際収支の危機を迎える（チリのアジェンデ政権[1970-73]、ペルーのガルシア政権[1985-90]など）。

(9) 95年7月末国会承認された。

(10) 従来から、ブラジルの金融政策の中心は、国債を対象としたオープン・マーケット・オペレーションである。オペの主目的は、国債の発行と償還をスムーズに行うことにあるため、金利操作に重点が置かれ、通貨総量操作の意味合いは小さい。通貨供給量の管理は、市中銀行が預金の一定額を中央銀行に預託する準備金による流動性コントロールが中心となっている。しかし、M1からM4まである指標のうちどれに注目すべきかについてコンセンサスがないと言われ、この意味でインフレ対策としての通貨供給量のコントロールに甘さがあると言える。

(11) クロニック・インフレの安定化には、インフレの慣性の存在やクレディビリティの欠如のため、物価上昇を抑える名目アンカーが必要となる。名目アンカーとしては、通常、為替レートかマネー・サプライが使用される。両者の最大の違いは、安定化政策実施後の景気循環パターンで、為替レートを名目アンカーとする場合（固定もしくは切り下げ率を事前発表する）、当初、消費・生産ブームが起こるが、やがて経済はリセッションに陥る。マネー・サプライをアンカーとする場合（マネー・サプライの伸び率を管



理)、当初、リセッションに陥るがやがて景気は回復に向かう。インフレ収束のスピードは為替レート・ベースの安定化政策の方が早い。両者に共通するのは、インフレ率と為替切り下げ率あるいはインフレ率とマネー・サプライの伸び率が集束するのに少なくとも1年程度を要するため、実質為替レートが増価し貿易収支および経常収支が悪化する点である (Calvo and Vegh, Kiguel and Liviatan, a)。

#### 【参考文献】

- \* Banco Central do Brasil, Boletim, various issues.
- \* Cardoso, Eliana and Ann Helwege Latin America's Economy: Diversity, Trends, and Conflicts, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 1992.
- \* Calvo, Guillermo A. and Carlos A. Vegh, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors," Approaches to Exchange Rate Policy, Washington, D. C., IMF, 1994, pp.91-102.
- \* Kiguel, Miguel A. and Nissan Liviatan,(a) "The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations," The World Bank Economic Review, vol.6. No.2: pp.279-305.
- \* ..... (b) "Stopping Three Big Inflations: Argentina, Brazil and Peru." Dornbusch, Rudiger and Sebastian Edwards eds. Reform, Recovery, and Growth. Chicago, The University of Chicago Press, 1995.
- \* ..... (c) "Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America," The World Bank Economic Review, vol.2, No.3: pp.273-298.
- \* Vegh, Carlos A. "Stopping High Inflation: An Analytical Overview," IMF Staff Papers vol.39, No.3, September 1992, pp.626-695.
- \* World Bank, An Agenda for Stabilization, Report No.13168-BR, Washington, D.C. 1994.
- \* 西島章次編『ラテンアメリカのインフレーション』アジア経済研究所、1990。
- \* 鈴木孝憲著『目覚める大国ブラジル』日本経済新聞社、1995。

< 1表 > 主要経済指標

(単位：%、億ドル)

年	GDP 実質成長率	GDP 一人当たり	CPI 上昇率	投資/GDP (80年価格)	輸出/GDP	輸入/GDP	貿易収支	外貨準備
70	2.6	-0.1	21	20.6	6.5	5.9	2	11
71	12.2	9.1	18	21.3	5.9	6.6	-4	17
72	10.9	7.9	14	22.2	6.8	7.3	-3	41
73	13.5	11.2	14	23.6	7.4	7.4	-1	64
74	9.7	7.1	34	24.7	7.2	11.5	-47	52
75	5.6	3.0	32	25.8	6.7	9.5	-36	40
76	9.7	7.1	45	25.0	6.6	8.1	-24	65
77	2.9	0.4	43	23.6	6.9	6.8	-1	72
78	5.0	2.5	38	23.5	6.3	6.8	-10	118
79	6.7	4.1	76	22.9	6.9	8.2	-28	90
80	9.7	4.1	86	22.9	8.6	9.8	-28	58
81	-4.4	-6.5	95	21.0	8.8	8.4	12	66
82	0.6	-1.4	100	19.5	7.2	6.9	8	39
83	-3.4	-5.3	211	16.9	10.8	7.6	65	44
84	5.3	3.3	234	16.3	12.9	6.7	131	115
85	7.9	5.9	235	16.4	11.5	5.9	125	106
86	7.6	5.6	65	18.7	8.3	5.2	83	58
87	3.6	1.6	396	17.9	8.9	5.1	112	63
88	-0.1	-2.0	994	17.0	10.3	4.5	192	70
89	3.3	1.3	1,864	16.7	7.7	4.1	161	75
90	-4.1	-6.2	1,585	16.0	6.6	4.3	107	74
91	0.9	-0.8	475	15.2	6.8	4.5	106	80
92	-0.9	-2.7	1,149	14.5	8.8	5.1	155	225
93	4.1	3.0	2,489	13.9	7.6	5.1	131	306
94(P)	5.7	2.8	929	NA	7.8	5.9	104	371

(注) CPIは、79年までリオデジャネイロ市の生計費上昇率(年末比)、80年以降はブラジル地理統計院の全国消費者物価指数INPC(年末比)。

外貨準備は金を除く。

(出所) IMF IFS, Boletim do Banco Central do Brasil, ブラジル地理統計院(IBGE)。

< 2表 > マネタリー・ベース (MB) の変化要因 (対GDP比%)

年	MB増減	国庫	国債	対外部門	クルゼイロ勘定	コロール・プラン時の 凍結資産の解除	その他
88	3.6	4.06	-2.67	1.63	0.00	-0.12	0.70
89	5.0	7.20	-2.31	-0.20	0.00	0.02	0.29
90	4.8	0.49	2.38	1.47	0.20	0.29	-0.04
91	2.2	-0.14	-0.46	1.15	2.03	-0.17	-0.21
92	2.5	-0.69	0.01	1.82	1.17	0.33	-0.13
93	2.2	-0.14	0.16	2.48	0.10	-0.27	-0.13

(出所) Boletim do Banco Central do Brasil.

< 3表 > 家計所得順位による家計グループ別のシェア

(単位: %, ドル)

	年	最低分位 20%	第2分位 20%	第3分位 20%	第4分位 20%	最高分位 20%	最高分位 10%	一人当たり GNP92年
メキシコ	84	4.1	7.8	12.3	19.9	55.9	39.5	3,470
ベネズエラ	89	4.8	9.5	14.4	21.9	49.5	33.2	2,910
ブラジル	89	2.1	4.9	8.9	16.8	67.5	51.3	2,770
コスタリカ	89	4.0	9.1	14.3	21.9	50.8	34.1	1,960
コロンビア	91	3.6	7.6	12.6	20.4	55.8	39.5	1,330
ペルー	89	2.1	5.8	10.5	18.6	63.0	46.6	1,285
マレーシア	89	4.6	8.3	13.0	20.4	53.7	37.9	2,790
フィリピン	88	6.5	10.1	14.4	21.2	47.8	32.1	770
インド	90	8.8	12.5	16.2	21.3	41.3	27.1	310
バングラデシュ	89	9.5	13.4	17.0	21.6	38.6	24.6	220

(出所) 世界銀行、世界開発報告1994年度版。

< 4 表 > ブラジルの消費者物価指数上昇率推移

(単位：%)

< 年間 >

68-73年平均	74-78年平均	79年	80年	81年	82年	83年	84年	85年	86年
19.4	38.0	77.2	110.2	95.2	99.7	211.0	233.8	235.1	65.0

< 月間 >

	88年	89年	90年	91年	92年	93年	94年	95年
1月	16.5	70.2	56.1	19.9	25.9	28.8	41.3	1.4
2月	18.0	3.6	72.8	21.9	24.5	24.8	40.6	1.0
3月	26.2	6.1	84.3	11.8	21.6	27.6	34.1	1.6
4月	1.5	7.3	44.8	5.0	20.8	28.4	42.9	2.5
5月	27.1	9.9	7.9	6.7	24.5	26.8	42.7	2.1
6月	19.5	24.8	9.6	10.8	20.9	30.4	48.2	2.2
7月	24.0	28.8	12.9	12.1	22.1	31.0	7.7	2.5
8月	16.4	29.3	12.0	15.6	22.4	33.3	1.8	
9月	28.5	35.9	12.8	15.6	25.0	35.6	1.4	
10月	27.2	37.6	14.2	21.1	26.1	34.1	2.8	
11月	26.9	41.1	15.6	26.5	22.9	36.0	3.0	
12月	28.8	53.6	18.5	24.2	25.2	37.7	1.7	
年間	933.6	1,764.9	1,794.8	475.1	1,149.1	2,489.1	929.3	
参考：								
財政収支/GDP								
	-4.8	-6.9	1.3	1.4	-2.2	0.2	1.0	
外貨準備高								
	6,972	7,535	7,441	8,033	22,521	30,604	37,070	

(注) 1. 68~86年の指数はFGV (ジェツリオ・バルガス経済研究所) のIGP

87~91年2月の指数はIBGE (国立地理統計院) のIPC

91年3月以降の指数はIBGEのINPC

2. 物価上昇率は年末比、前月比。

3. 財政収支は公共部門のオペレーショナル収支。

4. 外貨準備高は金を除く。

(出所) FGV Conjuntura Econômica Feb.1991

ブラジル中央銀行 Boletim do Banco Central do Brasil

IMF、IFS

< 5表 > 公共部門財政収支 (対GDP比)

(単位：%)

	88	89	90	91	92	93	94
ノミナル収支(1)	-50.1	-73.0	-29.2	-24.5	-44.2	-58.4	-43.6
連邦政府・中央銀行	-10.9	-24.0	-13.0	-6.2	-14.9	-20.5	-17.1
地方政府	-12.9	-18.6	-7.9	-8.8	-16.4	-24.6	-18.9
国営企業	-26.3	-30.4	-8.3	-9.2	-12.9	-13.3	-7.9
[価値修正](2)	(45.3)	(66.1)	(30.5)	(25.9)	(42.0)	(58.6)	(44.6)
オペレーショナル収支(1+2)	-4.8	-6.9	1.3	1.4	-2.2	0.2	1.0
連邦政府・中央銀行	-3.5	-3.9	2.3	0.3	-0.8	0.0	1.2
地方政府	-0.4	-0.6	-0.4	1.2	-0.8	0.2	-0.6
国営企業	-1.0	-2.4	-0.6	-0.1	-0.6	0.0	0.3
[実質利払い](3)	(4.4)	(6.4)	(0.9)	(1.6)	(4.6)	(2.4)	(3.7)
プライマリー収支(1+2+3)	-0.4	-0.5	2.2	3.0	2.4	2.6	4.7
連邦政府・中央銀行	-1.5	-0.7	1.5	0.9	1.4	1.4	2.7
地方政府	0.5	0.3	0.3	1.4	0.4	0.5	0.8
国営企業	0.6	-0.1	0.4	0.7	0.7	0.7	1.2

(出所) Boletim do Banco Central do Brasil

<6表>シニョリッジとインフレ：国際比較

(単位：%)

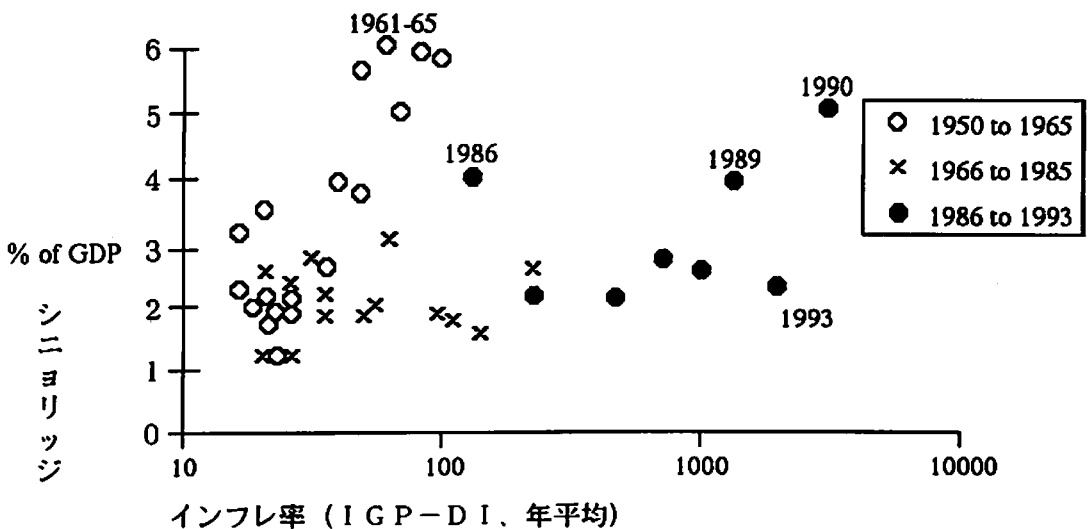
年	アルゼンチン		ブラジル		ペルー		ボリビア		チリ		米国	
	$\Delta H/GDP$	$\pi$	$\Delta H/GDP$	$\pi$	$\Delta H/GDP$	$\pi$	$\Delta H/GDP$	$\pi$	$\Delta H/GDP$	$\pi$	$\Delta H/GDP$	$\pi$
78	7.1	175.5	2.0	38.7	3.3	57.8	1.3	10.4	4.3	40.1	0.7	7.6
79	7.7	159.5	3.3	52.7	5.6	66.7	1.1	19.7	2.7	33.4	0.4	11.4
80	2.7	100.8	2.1	82.8	6.4	59.1	3.2	47.2	4.2	35.1	0.3	13.5
81	3.7	104.5	2.0	105.6	3.8	75.4	1.6	32.1	-1.0	19.7	0.2	10.3
82	17.5	164.8	2.1	97.8	3.7	64.4	11.9	123.5	9.8	9.9	0.3	6.1
83	14.1	343.8	2.0	142.1	6.6	111.2	9.4	275.6	8.8	27.3	0.3	3.2
84	10.9	626.7	2.8	197.0	8.0	110.2	15.0	1,281.4	15.3	19.9	0.3	4.3
85	7.7	672.1	2.7	226.9	10.6	163.4	6.9	11,749.6	38.8	30.7	0.5	3.5
86	1.8	90.1	4.2	145.2	2.9	77.9	2.0	276.3	12.5	19.5	0.8	1.9
87	2.8	131.3	8.1	229.7	6.3	85.8	1.5	14.6	4.2	19.9	0.0	3.7
88	5.1	343.0	4.0	682.3	11.4	667.0	2.8	15.0	-1.7	14.7	0.4	4.0
89	16.5	3,079.8	6.6	1,287.0	7.5	3,398.7	1.6	15.2	-1.2	17.0	0.2	4.8
90	4.5	2,314.0	5.7	2,937.8	10.6	7,481.7	1.7	17.1	15.0	26.0	0.5	5.4
91	NA	171.7	3.8	440.8	3.2	409.5	1.9	21.4	7.6	21.8	0.2	4.2
92	NA	24.9	NA	1,149.1	NA	73.5	NA	-	5.0	15.4	0.6	3.0

(注) シニョリッジ： $\Delta H$ はマネタリー・ベースの変化量、 $H$ はIFSのline14より。

$\pi$  (=インフレ率) は年平均CPI上昇率、IFSのline64。

(出所) IMF IFS

<1図>ブラジルのインフレとシニョリッジ



(出所) "Brazil: An Agenda for Stabilization" p.50

＜7表＞リアル・プランの概要

第1段階	財政調整：緊急社会基金創設（93/12/13～） 政府税収の20%を緊急社会基金にプールして社会支出に充てる さらに財政支出の大幅削減により政府予算の収支を均衡させる
第2段階	インフレ調整指数の一本化：URV導入（94/2/28～6/30） 米ドルにリンクした新しいインフレ調整指数URV（実質価値単位）を導入。中銀が毎日クルゼイロ・リアルでURVの価値を発表。各経済主体は、賃金、商取引、金融取引、公共料金等に順次URVを導入。この価格表示はクルゼイロ・リアルとURVで併記されることもあったが、決済通貨はクルゼイロ・リアルであった。
第3段階	通貨改革：リアル導入（94/7/1～） 通貨をクルゼイロ・リアルからリアルに切り替え。換算レートは1リアル=2,750クルゼイロ・リアル、対ドルレートは1リアル=1ドル（リアルの下限）。
その他	インデクセーション：賃金改訂（IPC-R）、納税（UFIR）、金融取引（TR）のみ残存。 通貨発行：3カ月毎の上限設定。上下20%の許容範囲有り 金融政策：預金準備率引き上げ、高金利政策 州、国営企業の90日間、外貨借入停止 国債償還基金の創設 関税引き下げ（1～20%へ）

（出所）The Brazilian Economy under The Real:Prospects for Stabilization and Growth, Gesner Oliveira & Celso Toledo, 1994. 等より作成。

< 8表 > 80年代後半以降の安定化プログラムの概要

プラン名	クルザード	ブレッセル	サマー	コロール	コロールII	モレイラ
開始時期	86/2	87/6	89/1	90/3	91/2	91/10
継続期間(月)	16	10	14	11	8	12
インフレ率の変化 (月%)	22.4→-0.86 86/2→86/3	25.9→4.5 87/6→87/8	36.6→4.2 89/1→89/3	81.3→9.0 90/3→90/6	21.1→6.5 91/2→91/5	25.9→27.4 91/10→92/9
低インフレ(<5%) の継続期間	9カ月	1カ月	1カ月	0カ月	0カ月	0カ月
所得政策 (賃金・ 価格統制)	凍結	凍結	凍結	凍結 (+金融資産 封鎖)	凍結	凍結
金融政策	緩和	73077' 7177'	73077' 7177'	緩和	73077' 7177'	引き締め
財政政策	拡張的	不変	不変	緊縮	緊縮	
ノミナル・ アンカー	為替レート	無し	為替レート /マネー (3ヶ月に1回)	マネー	マネー	無し

(出所) 'Brazil: An Agenda for Stabilization' p.97 Table A1.1 より作成。

< 9表 > レアル・プランとコンバーティビリティプランの比較

	アルゼンチン コンバーティビリティプラン	ブラジル レアル・プラン
根拠	法律第23928号	暫定措置令第542
通貨の兌換性	有り	無し
マネタリー・ベースの裏付け	有り	有り
マネタリー・ベースの発行残高 価値修正	外貨準備高を上回らない 禁止	通貨審議会が決定 次のように変更 ・賃金: IPC-rで年一回 ・税: UFIR、ただし180日間停止 ・金融取引: TR
外貨建て契約	可	不可

(出所) 目覚める大国ブラジル



<10表>最近の主要経済指標（月次）

	最低賃金	消費者物価		金利		マネーサプライ		国庫収支	為替	輸出	輸入	貿易収支
		INPC	IPC-r	国債	TR	MB	M4		レート	(10)	(11)	(12)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)			
94/1	C\$32,822	41.3	-	42.8	41.1	12.0	44.8	2	459	2,750	1,767	983
2	C\$42,829	40.6	-	42.0	39.9	38.0	41.7	-58	637	2,778	2,052	726
3	URV64.79	43.1	-	46.4	41.8	25.4	38.7	-52	913	3,351	2,321	1,030
4	64.79	42.9	-	46.5	46.0	42.1	46.7	-985	1,302	3,635	2,185	1,450
5	64.79	42.7	-	48.0	46.4	44.1	48.0	-909	1,875	3,862	2,432	1,430
6	64.79	48.2	-	50.6	46.9	52.2	49.3	-1,817	2,750	3,728	2,498	1,230
7	R\$64.79	7.7	6.1	6.9	5.0	22.1	11.2	-1,749	0.940	3,738	2,535	1,203
8	64.79	1.8	5.5	4.2	2.1	39.6	4.1	-3,307	0.889	4,286	2,760	1,526
9	70.0	1.4	1.5	3.8	2.4	23.8	0.3	-2,894	0.853	4,162	2,703	1,459
10	70.0	2.8	1.8	3.6	2.6	14.3	4.5	-2,689	0.846	3,873	3,139	734
11	70.0	3.0	3.3	4.1	2.9	9.2	2.6	-2,324	0.845	3,706	3,968	-262
12	70.0	1.7	2.2	3.8	2.9	23.2	3.1	-2,337	0.846	3,727	4,611	-884
95/1	70.0	1.4	1.6	3.4	2.1	-2.3	3.8	3	0.842	2,981	3,271	-290
2	70.0	1.0	1.0	3.3	1.9	-6.3	3.3	-2,538	0.852	2,952	4,047	-1,095
3	70.0	1.6	1.4	4.3	2.3	-0.9	0.2	-2,507	0.896	3,799	4,734	-935
4	70.0	2.5	1.9	4.3	3.5	-7.2	1.4		0.905	3,394	3,861	-467
5	100.0	2.1	2.6	4.3	3.1	-0.7	0.8		0.906	4,205	4,895	-690
6	100.0	2.2	1.8	4.0	2.9				0.922	4,120	4,895	-775

(注) 4 : LBC/LFT 6 : R\$bn、日中平均残高の前月比伸率 7 : R\$bn、月末残高の前月比伸率

8 : 年初より当該月末までのキャッシュバランス、R\$bn 9 : 商業レート売り、月末値。～94/6クルゼイロ・リアル、94/7～リアル（7月1日の通貨切替時のレートは1ドル=2,750クルゼイロ・リアル=1リアル）10,11,12 : US\$mn

(出所) Fundação Getulio Vargas CONJUNTURA ECONÔMICA、中銀 BOLETIM 他

<11表> レアル・プラン後の経済政策の変遷

< 経済情勢 >	< 対 策 >	< 最優先課題 >
94/7月 <b>新通貨レアル導入</b>	レアル高進行…外貨流入抑制策 輸出前貸し期間の短縮 流入資本に対する金融取引税引き上げ 送金ドル・海外旅行携行ドルの上限廃止 消費過熱……………輸入関税引き下げ（0～20%へ） 信用規制 融資機関の短縮（3カ月へ） 貸出準備率の設定（15%） 自動車コンソルシオの規制	インフレ抑制 （国内均衡）
7～10月	輸入急増、貿易収支赤字転落	
12月 <b>メキシコ通貨危機</b>	消費過熱……………信用規制 自動車リース禁止 コンソルシオの期間短縮（3カ月へ） ファクタリングの規制 大衆車の工業製品税引き上げ（8%へ）	国際収支改善 （対外均衡）
95/1月	貿易赤字継続…関税引き上げ 1月：自動車（20%から32%へ） 3月：耐久消費財109品目（70%へ） 輸出業者に対する輸出代金前払い再開 郵便による輸入免税措置の廃止 為替政策（実質的切り下げ） 3/6 バンド制採用（1ドル＝0.86～0.9レアル、5月以降0.86～0.9レアル） 3/10 バンドの幅を1ドル＝0.88～0.93レアルに変更	
資金流出……………資金流入促進政策	輸出前貸しに対する強制預託義務（15%）廃止	

前貸期間の延長(180日へ)、金融取引税(IOF)の減廃  
 外貨ローン、輸入ファイナンスの期限前返済の禁止  
 63号ローンの最低期間短縮(540日→90日)  
 海外で発行する債券、CP等の最低期間短縮(3年→2年)

財政赤字………緊縮政策

95年の歳出を70億レアル削減  
 経常支出削減(政府系企業10%、連邦政府系金融機  
 関15%削減)  
 第1四半期の政府事業着手停止

4～6月 消費過熱に……信用規制追加

ブレーキ CP発行の禁止、期限到来小切手をファクタリング  
 のローン担保として使用することを禁止  
 1年以上の個人信用のIOF税率引き上げ(年18%)  
 金融機関同士のクレジット取引に対する準備金60%  
 の賦課

CD準備率引き上げ(既存30%へ、新規60%に)

貿易赤字継続…マナウス・フリーゾーンの輸入額制限(約24億ドルに)

靴の輸入関税引き上げ(20%から47%、63%)

為替政策(実質的切り下げ)

為替市場での取引方法変更投機的取引防止

バンドの幅を1ドル=0.91~0.99レアルに変更

貿易政策→数量規制への動き

自動車輸入台数の制限(繊維、革製品にも波及か)

7/1現在

レアル・プラン1周年

経済政策の主目標	国際収支均衡(No.1 Priority)	インフレ抑制
政策	内需抑制 (金融・財政引き締め) 輸入抑制 (関税率引き上げ、数量規制) 為替切り下げ 資金流入促進	内需抑制 (金融・財政) 引き締め 脱インデクセー ション