

『証券経済学会年報』第51号別冊
部会報告論文

「累積債務問題以降の政府債務管理」

「累積債務問題以降の政府債務管理」

—1990年代のブラジルにおける財政金融政策—

水上 啓吾

大阪市立大学大学院創造都市研究科

1. はじめに

資源大国であり新興国であるブラジルは、投資対象国として注目されているが、ブレトン・ウッズ体制崩壊後の初期に債務返済危機に陥った国でもある。債務返済危機からの再建過程は1990年代であるが、1990年代には通貨危機に直面することもあり、必ずしも単線的なものではなかった。

こうした再建過程の大きな課題は、1980年代に行き詰まった政府債務管理の新たな手法であった。先行研究では、政府債務管理と財政金融政策との関係について定量的に分析し、通貨危機との関連からその原因を財政政策や金融政策に求めている。

ただし、債務管理と財政金融政策との相関については認められるものの、単線的ではない再建過程における債務管理や財政運営、金融政策などの各要素の因果関係の実証については必ずしも十分ではない。こうした因果関係を明らかにするためには政府債務管理と財政金融政策との関連について、過程追跡をおこなう必要があると考えられる。

そこで、本稿では、1990年代のブラジルにおける通貨価値の安定と政府債務管理と財政金融政策し、各要素を因果関係の下に同定することを目的とする。

2. 累積債務問題をめぐる国債保有の構造

(1) 累積債務問題の構造

ブラジルでは1964年に軍事クーデターが生じ、同年カステロ・ブランコ将軍が大統領に就任し、軍事政権が成立した。軍事政権下では、ブラジル中央銀行(Banco Central do Brasil: BCB)とともに金融政策の意思決定機関である国家通貨審議会(Conselho Monetário Nacional: CMN)を設置した。さらに公企業を各分野に増大させ、一層の工業化を推進することとなった。CMNは、財務大臣を議長とし、ブラジル中央銀行総裁、経済予算管理大臣

(Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão)の3名によって構成される(Fortuna 2005, p19)。通常は毎月1回会合を開き、金融政策の政策目標値などを決定し、決定内容はCMNの回状(Resoluções)としてブラジル中央銀行金融政策委員会に対して通知し、遵守させる¹⁾。さらにCMNは通貨価値に関する決定だけでなく、財政金融システムの広汎な分野に影響を与えた。附属機関としての銀行諮問委員会、資本市場諮問委員会、農業融資諮問委員会、工業融資諮問委員会が設置されており、各委員会で必要とされた分野へ政府系金融機関を通じて優先的に融資してきたのである。

その際、工業化を推進するためには国内の資本蓄積をすすめるとともに、国外から資金を調達しなければならなかった。しかし、1960年代におけるブラジル国内の民間金融機関及び資本市場は未発達であり、資金調達の窓口として政府部門の金融システムを整備する必要があった。

この窓口となったのが国家経済開発銀行(Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico: BNDE)であった。国家経済開発銀行の設立と、種々の経済開発計画によって軍事政権下での外国資本の流入は飛躍的に増加することとなった。1967年に330億ドルであった流入額は、1973年には1,260億ドルにまで達している²⁾。加えて、第1次石油危機以後、世界的に資金余剰が発生すると、ブラジルへの流入額はさらに増大することとなった。1970～1973年までの外資流入額は対GDP比率で1.4%であったが、1974～1978年までは2.4%であった。以上のように1970年代を通じて増加傾向にあった外資の流入は、ブラジル経済開発銀行を通じて公企業を中心に国内の民間企業へと融資されることとなったのである³⁾。

次に国内貯蓄の動向をみると、同じく政府部門が重要な役割を果たしていることがわかる。というのも、国内の貯蓄は同じく政府系金融機関である連邦貯蓄銀行(Caixa Econômica Federal: CEF)やブラジル銀行などが貯蓄銀行として機能してきたためである。1970年代初頭には国

内における預金の60%を政府系金融機関が占めており、国内への融資額では58%を占めていた⁴⁾。

以上のように、1970年代までのブラジルでは、政府の裁量性が大きく作用する金融構造が形成されており、その構造下で公企業の業績が悪化したため、累積債務問題が顕在化することとなった。

(2) 債務再編とインフレ抑制策の失敗

次に債券市場の中心である国債市場について概観しておこう。ブラジルにおける国債の市場消化は1967年における一連の金融制度改革をきっかけに開始された。1960年代後半から1970年代前半までの連邦債はインデックス債である価値修正付国債（Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional: ORTN）が中心であった。ORTNはインフレによる資産価値の減少を回避する役割を果たし、国内の投資家を中心に順調な消化を実現することができた⁵⁾。

しかし1980年代に入りインフレが加速した結果、財務省が裁量的に決定するインデックス指標の改定がその他の物価指標の変化よりも遅れるようになり、次第にインデックス指標に対する信頼が低下した。同時にインフレ対策として国債のデフォルトがおこなわれるのではないかと懸念が債券市場に参加していた国内金融機関の間に表出してきたため、1980年代から1990年代前半までのインフレ高進期にはインデックス債比率の低下とともに償還期間の短期化がすすんだ⁶⁾。

債権者団体とブラジルの債務再編交渉は1983年2月に最初の合意がおこなわれたのを契機に本格化した。その交渉過程は軍事政権から文民政権への移行という政情の不安化と重なり、計4期間（フェーズⅠ～Ⅳ）にわたる長期的なものとなった。フェーズⅠの合意内容で規定されていた経済調整基準は1983年5月に達成されなかったため、IMFからの未引出分の融資枠が停止された⁷⁾。続いて1984年1月にフェーズⅡが調印されたものの、翌年2月には再び経済調整基準を満たすことが出来ず、再編交渉はフェーズⅢを迎えることとなった。1986年に合意に達したフェーズⅢでは、ブラジル政府は債務の長期一括繰り延べ返済について民間債権団体と合意に達することに成功したものの、再度IMFが要求した経済調整基準に対応できなかったため、最終的に承認されず交渉は中断されることとなった。その後、1987年2月のブラジル政府が民間債権者団体への利払い停止宣言を発したことにより、またも交渉が滞り、最終的にフェーズⅣに調印がで

きたのは、1988年9月であった⁸⁾。

フェーズⅢまでは、債務のリスケジュール対象範囲と新規融資の規模が交渉内容であった。しかし、フェーズⅣはそれまでの交渉と異なり、①債務620億ドルを最長2年繰延べ、②IMFのスタンバイ・クレジット合意を前提とした52億ドルの新規融資、③金利の0.9%引き下げ、④債務の一部証券化、という合意がなされた⁹⁾。ここで留意すべきは、フェーズⅢまでは求められていなかった累積債務の一部証券化についてである。主な債権者であったシティは1987年のブラジルの利払い停止宣言を受け、同行は対ブラジル政府債務の不良債権処理をすすめた。貸倒引当金を積み増すとともに、債権の売却をおこなおうとしたが、当時のブラジル国債市場における取引の規模では売却が困難であったため、1988年のフェーズⅣ調印時には債券市場の改革もブラジル政府に要求することとなった¹⁰⁾。

1990年3月、コロール大統領は、債務の棒引きを含めたブラジル政府主導による解決を国民に公約し、債権銀行側を個別にブラジリアに招集して交渉を試みた。しかし、ブラジル側の提案はすべて拒否され、交渉は暗礁にのりあげた。その後、ブラジル側は債権銀行団のメンバーをふやすことで個別交渉要求を取り下げ、遅延金利分について交渉を再開した。その結果、1991年4月8日に、1990年末までの金利支払い遅延分80億ドルについて合意が成立し、同年6月、上院の支払い承認も得て最終交渉のための土台が整った。

1991年8月には本格的な交渉を債権銀行団と再開して翌年7月9日に基本合意にいたった。翌年における累積債務再編に関する合意内容を一瞥しておく、ブレイディ型のパッケージであった点に特徴を見出せる。具体的内容は、元本の35%の削減と長期債への借換え、新規融資に対する担保の段階的抛出などであった¹¹⁾。

以上のように1960年代からブラジルの国債市場は進展するインフレへの対応に主眼を置きながら発展してきた。しかし、債券市場における取引額は1986年時点で50億ドル程度であり、1985年末に1,000億ドルを超えた対外債務総額には遠く及ばなかった¹²⁾。債権者団体が保有債務を国債市場において売却しようとする場合、インフレで攪乱されることのない債券市場の整備と、市場での取引額の絶対的な拡大が不可欠の条件である。しかし、その条件が整っていなかったことから債権者によるブラジル政府に対する債券市場改革の要求が強められたのである。

1986年に発表された「クルザードプラン」では、物価および賃金の凍結とデノミネーションを実施した。ブラジ

ルでは1964年にインフレへの対応として通貨価値修正制度 (Correção Monetária) を導入しており、インフレの慣性を生じやすい状況にあったが、この制度も1年間の廃止を打ち出した。その後同様の政策として1987年の「新クルザードプラン」、1989年の「サマープラン」、1990年の「コロールプラン」が実施されたが、いずれもインフレの終息をもたらすことはできなかった¹³⁾。

3. 債務再編を通じた民営化計画と国債消化の問題

(1) 金融機関の再建

ただし、こうしたインフレに対応した国債発行は金融機関にとって大きな収益をもたらした。これは、物価や金利に連動した債券が発行される一方で、預金面では国債ほどは物価や金利変動に対応しておらず、金融機関はその差から収益をあげることが可能だったのである¹⁴⁾。各金融機関は国内支店を増やして預金獲得につとめるとともに、国債をはじめとした債券への投資によりリスクヘッジをおこなった。こうした動向を反映するように、1970年代後半に物価上昇率が上昇すると、中央銀行による国債保有比率は低下した (図表1)。

図表1 中央銀行及び民間金融機関による国債保有比率

(単位: %)					
	発行残高 に占める 中央銀行 保有比率	民間金融 機関による 保有比率		発行残高 に占める 中央銀行 保有比率	民間金融 機関による 保有比率
1975年	40.8	35.3	1987年	n.a.	n.a.
1976年	6.7	25.8	1987年	n.a.	n.a.
1977年	12.3	36.0	1991年	89.3	n.a.
1978年	17.5	40.6	1992年	84.6	n.a.
1979年	39.3	48.9	1993年	66.4	n.a.
1980年	28.1	72.9	1994年	40.5	n.a.
1981年	22.1	66.6	1995年	30.1	n.a.
1982年	40.4	59.0	1996年	18.9	n.a.
1983年	n.a.	n.a.	1997年	15.7	n.a.
1984年	59.8	n.a.	1998年	36.3	n.a.
1985年	85.6	n.a.	1999年	13.1	n.a.
1986年	97.6	n.a.	2000年	22.3	n.a.
1987年	92.8	n.a.	2001年	28.3	n.a.
1987年	n.a.	n.a.	2002年	24.2	n.a.

[注] 民間金融機関による保有比率は、ブラジル中央銀行保有分を除いたインデックス債 (ORTN) のうち民間金融機関が保有する分の値。

[出所] Banco Central do Brasil “Boletim do BC Relatório mensal”各号より作成。

他方、図表2は国内の民間金融機関数とその国内支店数の推移である。1970年に5,576店あった支店数は、1974年には5,529店にまで減少している。インフレが昂進し始めた1970年代後半以降は支店数が増加していることがわかる。また、1970年代から1980年代にかけてのマネーサプライの状況を確認すると、M1の上昇率は物価上昇率を下まわっている。しかし、預金を含んだマネーサプライは物価上昇率を上回って伸びている。こうした点からもインフレの過程で貨幣需要が減退するとともに、物価に連動した預金への需要が高まり、そうした預金が国債消化の資金となりえたことを確認できる。図表1で確認できるように、民間金融機関のインデックス債の保有比率は1975年時点では35.3%であったが、1980年には72.9%にまで上昇している。裏返せば、1970年代半ばまで政府系金融機関が中心に国債を消化してきたものの、1980年までにより民間金融機関が国債を購入するようになってきたのである。

図表2 民間金融機関数と国内支店数の推移

	民間金融 機関数	国内 支店数
1964年	302	-
1970年	152	5,576
1974年	81	5,529
1978年	80	6,583
1980年	84	7,327
1984年	85	8,902
1994年	214	8,309
1997年	220	8,166

[出所] Baer, *A Economia Brasileira*, 2003, p.322

以上のように国内ではインフレによって民間金融機関が増大して国債消化を支えるようになったが、そのことで安定的な財政金融システムが形成されたわけではなかった。外資の流入は1970年代後半までは増大してきたが、1982年以降は減少に転じた。軍事政権で形成されてきた財政金融システムを取り囲む環境は、インフレの発生や累積債務問題の顕在化という国内、国外の両面の要因により変化し、国内貯蓄の増加と外資の流入にたよった工業化という経済政策は行き詰まるようになった。

ただし、民間金融機関の増加にあわせて金融機関への貯蓄も増加し、公債の大量発行を支える土壌が形成された。すなわち1970年代初頭まで公債は政府系金融機関によって引き受けられてきたが、その後民間金融機関の保

有に頼るようになったのである。こうした構造は 1980 年代後半の累積債務問題の交渉時期には停滞するものの、債務再編交渉が合意に達した 1992 年以降には再び民間金融機関に支えられることとなった。1990 年代に入ると、インフレはより一層昂進することとなる。インフレによって金融機関が収益をあげる構造は依然として残っており、金融機関数はさらに増大することとなる。1990 年から 1993 年までの期間でインフレによってもたらされた収益は金融機関全体で 35~40% 程度にまで達した¹⁵⁾。

以上のように、政府系金融機関を通じた資金配分比率が低下し、インフレの昂進とともに国内の民間金融機関が増大すると、政府系金融機関の地位は相対的に低下した。図表 3 は金融機関による融資額の推移である。1988 年時点では政府系金融機関の融資額は対 GDP 比率で 21.9% であり、民族系金融機関と外資系金融機関がそれぞれ 9.0% と 3.0% であった。しかし、その後政府系金融機関の融資額は、1995 年時点には対 GDP 比率で 18.1% にまで低下した。このように政府系金融機関融資額の低下は、政府系金融機関を統制してきた CMN が有する国内経済への影響力も弱まってきたことを意味していた。

図表 3 金融機関による融資額の推移 (対 GDP 比率)

	(単位: %)				
	融資先別		資本別		
	対政府 部門融資	対民間 部門融資	政府系金融 機関融資	民族系金融 機関融資	外資系金融 機関融資
1988年6月	9.4	24.6	21.9	9.0	3.0
1988年11月	9.2	23.2	21.4	9.0	2.0
1989年10月	7.2	18.8	18.0	7.0	1.0
1990年8月	6.3	16.7	15.1	6.0	2.0
1991年7月	7.3	18.0	16.2	7.0	2.0
1992年10月	6.4	20.9	17.4	8.0	2.0
1993年9月	6.1	21.9	17.2	9.0	2.0
1994年7月	5.8	26.9	18.8	11.0	3.0
1995年8月	4.7	28.4	18.1	12.0	3.0
1996年11月	5.2	24.3	16.5	9.5	3.4
1997年11月	6.0	24.2	17.1	9.1	4.1
1998年12月	2.1	25.8	15.4	8.1	4.4
1999年12月	1.5	23.4	12.5	7.4	5.0
2000年12月	1.3	25.1	11.6	8.9	5.9
2001年12月	0.7	23.9	8.5	9.6	6.6
2002年12月	0.7	21.3	8.3	8.2	5.5

〔出所〕 Banco Central do Brasil, “Sistema Gerenciador de Séries Temporais”より作成。

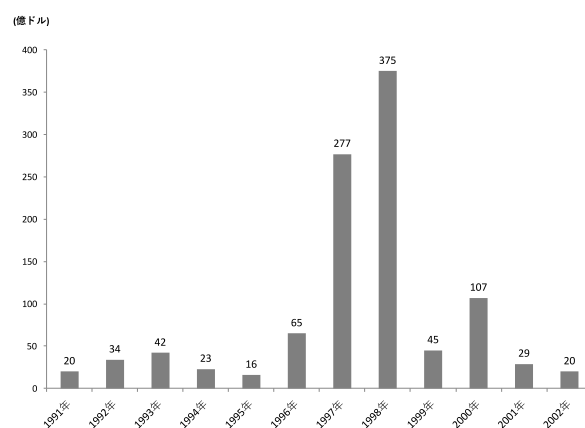
特に、ハイパー・インフレが終息すると、金融部門の業績悪化に対応するため、1995 年からブラジル中央銀行が主導する形で金融部門の再編を開始した。政府系金融機関の民営化は他の公企業の民営化と並行してすすめていった。同年にブラジル銀行は株式の一部を民間金融機関に売却することとなった。さらに 1996 年には州立銀行

の民営化が開始された¹⁶⁾。37 の州立銀行を対象とした州立銀行再編プログラム (Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária: PROES) が 1996 年 8 月から開始され、それまで州債の引受先となってきた州立銀行の株式が民間金融機関に売却されることとなったのであった。結果として、金融部門に占める政府系金融機関の比率は低下していった。

(2) 民営化の進展と外資の流入

1995 年 6 月には減債基金 (Fundo de Amortização da Dívida Pública Mobiliária Federal) が創設された。この減債基金の原資は一般会計もしくは公営企業の株式売却収入によっていた¹⁷⁾。

図表 4 民営化売却収入の推移



〔出所〕 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, “Privatization Data”より作成。

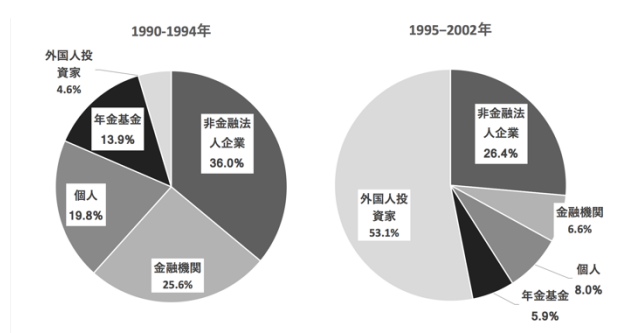
図表 4 で民営化の規模を見ていくと、1990 年から徐々に増え、1995 年以降に急増していることが確認できる。特に 1997 年、1998 年、2000 年には 100 億ドル以上の売却高となっている。

1994 年までの株式売却先について図表 5 を見ると、国内の金融機関が中心となって株式を購入していることがわかる。しかし、1995 年以降は外国人投資家による株式購入額が過半を占めていた。

一方 BNDES(2003)の調査によれば、1990 年から 2002 年までの株式売却先を国別で見ると、全体の 48.0% がブラジル以外の国の投資家に売却している。主な国としては、全体の 16.5% をアメリカ、14.9% をスペイン、5.7% をポルトガル、3.1% をイタリアが占めている。ただしその

投資内容には差があり、スペイン、ポルトガル、イタリアなどはブラジルの公企業の経営権の譲渡に関わる株式購入に参加する一方で、アメリカの投資家は直接経営権に関わらない株式購入に参加していた¹⁸⁾。なお、こうした動きが生じた理由は、アメリカからの投資において同じ分野の企業が公企業の株式を購入しブラジル国内市場に参入するのではなく、米国預託証券 (American Depositary Receipt : ADR) などを通じた株式の購入が中心であったためである。

図表5 株式売却先の変化 (金額ベース)



〔出所〕 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, “Privatização no Brasil”より作成。

このように、民営化による政府部門の縮小は、CMNを中心とした財政金融政策の裁量性を低下させることとなった。その際、民営化過程では株式の売却にあたり外資の流入を必要とし、さらなる市場化が進展した。

4. 国内での国債消化と諸問題

(1) 物価の安定と国債償還期間の長期化

次に財政運営との関連性について検証する。当然ながら政府債務を削減するためには財政収支黒字が必要になるが、そのためにはハイパー・インフレが終息した後も高止まりした金利によって膨らんだ利払い費を軽減しなければならなかった。

まず、利払い負担の軽減をすすめるうえで直面した問題は、高止まりした実質短期金利だった¹⁹⁾。図表6で確認できるように、1995年第1四半期から国債利回りが低下する一方で実質利払い費は増加し続けている。では、インフレ抑制政策と並行して国債市場の整備がすすめられる中で、実質金利はどのような要因によって高止まりしたのだろうか。

図表6 連邦政府財政収支

(単位：百万レアル)

	1995年				1996年			
	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
プライマリー収支	15,225	16,777	11,877	3,922	4,825	-877	296	3,072
実質利払い費	7,993	10,365	13,042	15,202	12,445	14,382	10,821	13,036
オペレーショナル収支	7,232	6,412	-1,165	-11,280	-7,620	-15,258	-10,525	-9,964
	1997年				1998年			
	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
プライマリー収支	-79	1,790	961	-2,350	737	-1,323	1,920	5,077
実質利払い費	16,202	14,606	16,829	13,311	21,097	29,553	39,688	49,666
オペレーショナル収支	-16,281	-12,816	-15,868	-15,661	-20,360	-30,876	-37,768	-47,179

〔出所〕 Banco Central do Brasil, “Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório anual”各年度版より作成。

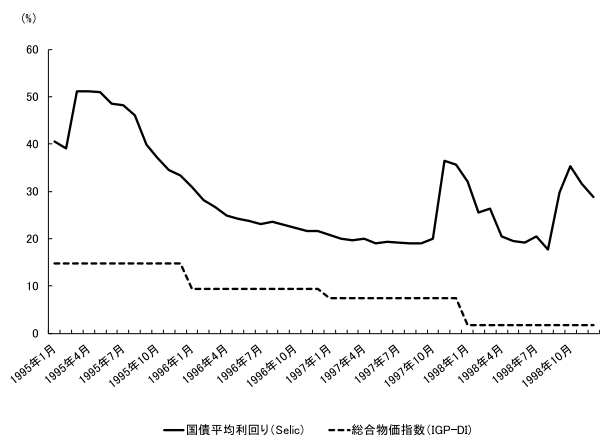
まず、名目金利の動向を確認するために国債平均利回りである Selic の動向を図表7で確認してみると、メキシコ通貨危機の影響があった1994年末から1995年初頭にかけて年率39.0%から51.1%にまで上昇している。その後危機がおさまった同年第3四半期以降、金利は低下して

いくが、1996年にはいっても20%台で推移していた。

他方、レアル計画以降の総合物価指数 (IGP-DI) の対前年度比変化率は1995年に14.77%、翌年には9.33%にまで低下した。また期待インフレ率に関しては、メキシコが通貨危機によってドル・ペッグから離脱してブラジルに

においてもドル・ペッグ制の維持可能性が疑問視されインフレ期待が高まったが、そうした混乱は一時的なものに過ぎなかった²⁰⁾。このように、物価上昇率は抑制され、1995 年半ば以降期待インフレ率が低下傾向にあったにもかかわらず、名目金利は十分に引き下げることができなかったため、高い実質金利が定着することとなった。

図表 7 国債利回りおよび物価の動向



〔出所〕 IPEA、“IPEADData”より作成。

こうした状況は利払い負担の軽減という債務管理の目標に明らかに反している。では、固定利付債への借換えと償還期間の長期化を政策手段として掲げた債務管理はどのように展開されたのであろうか。

そもそも、金利連動債や物価連動債はインフレが慢性化するなかで資産価値の下落を防ぐために導入されたものであった²¹⁾。レアル計画には、ドル・ペッグによる通貨価値の安定化とともに、それまで賃金や社会保障給付、債券価格などに採用されていた多種多様な物価スライド制を取り除くことも組み込まれていた²²⁾。固定利付債への借換えは、このように通貨価値の安定化と密接に結びついており、国債政策の観点から見てもインフレ期待を国債市場から除くという側面を持っていた。

この点について、債券別に発行残高をあらわした図表 8 を使って確認してみると、1995 年第 1 四半期には約 58 億レアル (構成比 16.5%) 発行されていた固定利付債である LTN (Letras do Tesouro Nacional) は、同年第 2 四半期には 15 億レアル (同 3.6%) に転落し、残高に占める固定利付債の発行残高も急減していることがわかる。

その後、1995 年第 3 四半期の Selic に連動した金利連動債である LFT (Letras Financeiras do Tesouro) の構成比はいまだ 38.0% を維持していた。しかし、1995 年第 4 四半期になると、LTN と LFT の構成比が並び、1996 年に入ると LTN の構成比は 5 割を超え、ベンチマーク債としての地位を確立するようになった。メキシコ通貨危機との関係からインフレ期待が高まった 1995 年第 2 四半期においては固定利付債への借換えに失敗したものの、その収束を見た 1995 年第 3 四半期以降においては固定利付債の安定的な消化がすすめられた。

図表8 債券別国債残高

(単位：百万リアル)

	1995年								1996年							
	第1四半期		第2四半期		第3四半期		第4四半期		第1四半期		第2四半期		第3四半期		第4四半期	
	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)
1. シンジケート団引受	13,000	37.0	21,420	48.8	12,517	26.9	11,502	21.5	16,301	28.9	25,365	36.5	25,529	34.0	26,031	30.1
NTN-J (Selic)	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	8,131	11.7	8,607	11.5	9,088	10.5
NTN-H (TR)	8,910	25.3	16,899	38.5	8,691	18.7	6,112	11.4	10,676	18.9	11,443	16.5	10,344	13.8	10,122	11.7
NTN-P (TR)	1,679	4.8	1,877	4.3	2,323	5.0	2,572	4.8	2,692	4.8	2,783	4.0	2,883	3.8	2,987	3.5
NTN-T (TJLP)	0	0.0	0	0.0	0	0.0	1,239	2.3	1,297	2.3	1,299	1.9	2,304	3.1	2,401	2.8
その他	1,679	4.8	1,679	3.8	1,679	3.6	1,679	3.1	1,679	3.0	1,679	2.4	1,679	2.2	1,679	1.9
2. 入札公募制	22,171	63.0	22,450	51.2	34,004	73.1	42,300	79.1	40,191	71.1	44,137	63.5	49,536	66.0	60,528	69.9
LFT (Selic)	12,947	36.8	15,888	36.2	17,698	38.0	18,460	34.5	7,090	12.5	0	0.0	0	0.0	0	0.0
LTN (固定)	5,790	16.5	1,582	3.6	10,762	23.1	19,588	36.6	27,620	48.9	36,194	52.1	40,817	54.4	48,077	55.5
NTN-D (ドルリンク)	3,433	9.8	4,980	11.4	5,544	11.9	3,919	7.3	5,482	9.7	7,943	11.4	8,719	11.6	12,443	14.4
総計	35,171	100	43,870	100	46,521	100	53,469	100	56,492	100	69,502	100	75,065	100	86,559	100
非中央銀行保有国債残高比率(%)	68.06%		58.28%		58.76%		68.85%		66.46%		68.92%		70.08%		75.52%	
中央銀行保有国債残高比率(%)	31.94%		41.72%		41.24%		31.15%		33.54%		31.08%		29.92%		24.48%	

	1997年								1998年							
	第1四半期		第2四半期		第3四半期		第4四半期		第1四半期		第2四半期		第3四半期		第4四半期	
	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)	残高	構成比 (%)
1. シンジケート団引受	26,839	27.9	28,436	29.4	36,891	32.5	89,487	46.6	52,715	31.5	56,295	32.9	44,407	25.1	56,696	26.1
LFT-A (Selic)	0	0.0	0	0.0	0	0.0	36,539	19.0	793	0.5	2,108	1.2	1,626	0.9	2,407	1.1
LFT-B (Selic)	0	0.0	0	0.0	0	0.0	12,400	6.5	13,045	7.8	16,295	9.5	17,323	9.8	21,593	9.9
NTN-J (Selic)	9,580	10.0	10,239	10.6	10,634	9.4	11,479	6.0	12,421	7.4	13,170	7.7	0	0.0	0	0.0
NTN-H (TR)	10,393	10.8	11,353	11.7	11,892	10.5	6,994	3.6	2,123	1.3	0	0.0	0	0.0	4,046	1.9
NTN-P (TR)	3,095	3.2	3,198	3.3	11,315	10.0	13,056	6.8	13,672	8.2	14,067	8.2	14,473	8.2	12,828	5.9
NTN-T (TJLP)	2,272	2.4	2,037	2.1	1,778	1.6	1,499	0.8	1,208	0.7	872	0.5	518	0.3	136	0.1
NTN-A3 (ドルリンク)	0	0.0	0	0.0	0	0.0	5,932	3.1	4,733	2.8	4,855	2.8	4,893	2.8	5,009	2.3
その他	1,499	1.6	1,609	1.7	1,271	1.1	1,588	0.8	4,721	2.8	4,928	2.9	5,574	3.2	10,678	4.9
2. 入札公募制	69,356	72.1	68,225	70.6	76,685	67.5	102,578	53.4	114,391	68.5	114,851	67.1	132,492	74.9	160,748	73.9
LFT (Selic)	0	0.0	0	0.0	0	0.0	14,913	7.8	15,962	9.6	33,490	19.6	89,804	50.8	128,553	59.1
LTN (固定)	53,674	55.8	53,495	55.3	60,087	52.9	66,825	34.8	76,108	45.5	58,215	34.0	17,828	10.1	4,914	2.3
NTN-D (ドルリンク)	15,682	16.3	14,730	15.2	16,598	14.6	20,840	10.9	22,174	13.3	22,990	13.4	24,666	13.9	24,187	11.1
その他	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	147	0.1	156	0.1	194	0.1	3,094	1.4
総計	96,195	100	96,661	100	113,575	100	192,065	100	167,106	100	171,146	100	176,899	100	217,445	100
非中央銀行保有国債残高比率(%)	80.21%		80.03%		83.07%		85.13%		67.94%		64.11%		62.92%		62.36%	
中央銀行保有国債残高比率(%)	19.79%		19.97%		16.93%		14.87%		32.06%		35.89%		37.08%		37.64%	

〔注〕 債券名右の括弧内は価値修正指標。

〔出所〕 Ministério da Fazenda, Relatório anual da Dívida Pública 各年版より作成。

次にもう一方の政策手段である償還期間の操作について確認しておく。図表9を用いて国債の平均償還期間を見ると、1994年7月のリアル計画導入後償還期間は短期化を続け、10月には130日にまで短期化している。その後1995年初頭までは長期化し、1995年4月には218日に達するが、同年第2四半期からは再び短期化に転じてその傾向は翌1996年にはいっても続いた。

すなわち、カルドゾ政権発足後間もなく償還期間の長期化は停滞することになった。これらは、ハイパー・インフレへと回帰することが市場関係者に懸念される中で、固定利付債への借り換えと償還期間の長期化を同時に達

成することが困難であったことを示している。

以上の事実を利払い負担の軽減という観点から見れば、高金利下での固定利付債への借換えや償還期間の長期化は利率の低下に結びつかないのではないかという疑問が生じる。たしかにメキシコ通貨危機の影響があったとはいえ、高止まりした金利を放置して固定利付債への借換えを積極的にすすめていくことは、財政収支の改善を志向するカルドゾ政権の政策方針と矛盾するように思われる。しかし、国債管理の目標と手段の関係にもあらわれているように、インフレ抑制後の国債市場を機能させて中長期的に債務を管理し、利払い負担を軽減さ

せることが目標として設定されており、そうした側面からは政権発足当初の国債管理の政策体系が一貫していた。

ここで、国債保有構成の変化を推計することで、以上の評価を補強したい。1999 年以降の国債保有者構成についてはブラジル中央銀行によって公表されているものの、残念ながらそれ以前の構成を経年データとして追うことのできる統計は管見の限り存在しない。したがって保有者構成の変化を明確につかむことは困難だが、1999 年時の保有構成をもとに若干の推計をおこなうことはできる。

まず、1999 年の国債保有者構成を財務省の債務管理報告書を使用して確認してみると、投資信託が 37.8%、政府系金融機関が 38.1%、民間金融機関が 10.4%、非金融系民間企業が 9.1%、その他が 4.6%である²³⁾。

このように、民間部門で国債を最も多く保有しているのは投資信託である。そこで図表 10 で投資信託基金の国債投資額の推移を追ってみると、1996 年第 1 四半期の 282 億レアルから 1998 年第 4 四半期には 922 億レアルにまで膨らんでいることがわかる。投資信託基金総額に占める国債投資額の比率も同期間に 37.0%から 68.4%へと増加しており、民間資金による消化が増加してきたことが確認できる。

他方、表 5 で確認できるように中央銀行の国債保有比率は減少傾向にある。1990 年代に入り同行の政策運営はその独立性が認められてきたものの、政策方針については CMN の決定にしたがわなければならなかった²⁴⁾。ただし、ブラジル中央銀行が国庫負担の軽減のために財政政策に巻き込まれたわけではない。同行保有国債が売却される一方、国債流通市場の整備がすすめられた。

図表 9 国債平均償還期間

(単位：日)

	1994年	1995年	1996年	1997年
1月	98	157	183	245
2月	111	161	177	251
3月	153	216	184	257
4月	153	218	177	269
5月	160	215	264	268
6月	173	212	259	270
7月	161	205	254	285
8月	155	210	242	277
9月	135	208	245	430
10月	130	206	241	443
11月	155	200	240	468
12月	162	192	241	1372

〔出所〕 BCB, “Boletim do BCB - Relatório anual”各年度版より作成。

図表 10 投資信託基金投資額の推移

(単位：百万レアル)

	基金総額(a)	国債投資額(b)	(b)/(a)	
1996年	第1四半期	76,271	28,237	37.0%
	第2四半期	85,639	32,501	38.0%
	第3四半期	94,745	37,559	39.6%
	第4四半期	109,100	36,777	33.7%
1997年	第1四半期	118,315	53,404	45.1%
	第2四半期	122,594	52,388	42.7%
	第3四半期	125,183	54,552	43.6%
	第4四半期	112,111	45,296	40.4%
1998年	第1四半期	119,202	56,454	47.4%
	第2四半期	127,281	69,679	54.7%
	第3四半期	126,089	80,213	63.6%
	第4四半期	134,808	92,179	68.4%

〔出所〕 BCB, “Sistema Gerenciador de Séries Temporais”より作成。

このことは、長年続いたハイパー・インフレが沈静して間もないカルドーズ政権発足時において、財務大臣およびブラジル中央銀行頭取がともに参加する CMN で、通貨価値の安定化とその前提である財政収支の改善を同時に達成する方法が政策手段として用いられるようになった結果だといえよう。

ただし、国債市場をインフレの影響から遮断することによって、国債管理の抱えていた問題がすべて解決されたわけではない。平均償還期間 1 年未満という極度に短期化した国債構成のもとでは利払い負担が容易に変動するため、安定した財政運営が困難となるからである。こうした問題を解決する 1 つの手段として、国債市場の自由化がはかられていく。すなわち、流動性の制約を緩和するために国債市場へ海外からの資金を流入させて入札競争圧力を高めることで、より低利回りで償還期間の長い国債を売却できると考えられたのである²⁵⁾。

(2) 国際金融市場の混乱と IMF とのコンディショナリティ

だが、海外からの資金流入によって政府債務管理が安定したわけではなかった。アジア通貨危機が生じた 1997 年半ば以降は国際金融市場の混乱期であり、それまでエマージングマーケットに流入していた資本は国際間の移動を繰り返すこととなった²⁶⁾。こうした影響はブラジルにも伝播し、連邦政府は時限立法での増税による財政再建策を実施したにもかかわらず、資本流出を止めることはできなかった。その一方で、連邦政府はドル・ペッグ制が維持可能であることを国内外の投資家に示すために、

IMFのスタンバイ・プログラムを利用して、外貨準備を確保する用意をすすめた。

加えて、コンディショナリティとして計3年間の財政収支の改善が求められた。具体的には、全政府部門のプライマリーバランス黒字の対GDP比率が用いられており、1999年度3.10%、2000年度3.25%、2001年度3.35%の達成が求められている。財政収支の改善を目指してきた第1次カルドーゾ政権期(1995年～98年)において、プライマリーバランスの黒字幅が最も大きかった1998年度でさえ対GDP比率0.55%だったことを考えれば、コンディショナリティで求められた水準が容易に達成できるものではないことが想像できる。なお、こうした財政収支の改善を恒久的なものにするために、ルールによる財政規律の確立が求められるようになり、2000年に財政責任法が制定された。

(3) 財政責任法の制定

こうしたルールによる財政規律確立の要請は、IMFのスタンバイ・プログラムのコンディショナリティにあらわれてくるような国外要因が強く働いたが、もう1つの重要な要因として、1990年代半ばから国内ですすめられた公的年金制度改革、社会負担金の増額、行政改革への動き、1988年憲法公布後に膨張した地方財政の「健全化」などの動きも見逃してはならない。1990年代後半にすすめられたこれらの一連の歳出削減および増税に関する政策は、後述するように、1990年代末以降の財政収支改善および財政責任法に結実したのである。

特に、公務員制度の変更をとともなう行政改革は、ブラジルの財政規律の構築における連邦政府および地方政府の人件費抑制という最重要課題と直接的に関係するのであった。したがって、財政規律のための財政責任法における人件費抑制の部分は、それ以前から醸成しつつあった行政改革と結びついていた。

それは同時に、政府部門の政策運営と組織規律の全体にかかわる問題であり、さらには後述する軍事政権からの民主化や公企業の民営化や外資流入の仕組みとなったブレイディ・プランにも整合的であるため、ブラジル経済社会の根本的な構造変化の重要な一環だったともいえるのである。

そもそもブラジルの公務員の職務規定に関する法的改正は、公務員を解雇することを可能にする行政改革法が1995年8月に下院に提出されてから本格的に始まった。ブラジルでは憲法で公務員の終身雇用を保証しているた

め、行政改革法案の骨子については、同年10月に下院に設置された憲法法律委員会(CCJ)の特別小委員会において審議がおこなわれた。この特別小委員会では、その間公務員の身分保障廃止と給料限度変更に対して、野党だけでなく与党の議員も含めて反対し、審議期間は12か月に及んだ。その結果、下院の憲法法律委員会は1996年10月に終えたが、下院本会議を通過したのはアジア通貨危機後に財政緊縮路線を打ち出す必要が出てきた1997年11月であった。

- ①公務員の最高給与額は諸手当を含め、最高裁の裁判官給与(1万2,720レアル)を超えてはならない。
- ②現行法では2年以上公職にある公務員は違法行為による懲戒の場合のみ免職可能であるが、新法では経費削減による人員整理あるいは職務を遂行しないことを理由とする解雇を認める。同時に、定期的職務評価をおこなう。
- ③研修2年後での身分保障の取得を改め、3年後とする。
- ④政府は業績不十分との理由による公務員解雇の権利を有するものとする。
- ⑤政府は公務員法のみではなく、一般の労働法に基づき職員と契約が可能なものとする。
- ⑥行政機関、立法機関、司法機関の間で同一職務内容の場合に平等な雇用形態を保証する現行制度を廃止する。
- ⑦公務員昇給は、連邦、州、基礎自治体を含む法により決定し、政令その他による昇給は認めない。
- ⑧収入の60%以上を人件費として支出する州・基礎自治体は身分保障付き公務員をも解雇可能とする。
- ⑨収入の60%以上を人件費として支出する州政府および基礎自治体に対し、給与支払いのための融資を禁止する。
- ⑩現行法では、国会議員給与は議会閉会後にのみ昇給可能であったが、開会中ならば随時可能であるとする。

この行政改革法案は、連邦政府、州政府、基礎自治体の公務員の身分保障規定を緩和するとともに、人件費の歳入に対する規制の導入が企図されているのである。このように人件費が対象になったのは、歳出規模が小さい地方政府において削減可能であった費目が限られていたためであるといえよう。

ただし、財政責任法の成立に先んじた動きとして、歳出の減少をとともなう公務員制度改革があったことは注目に値する。しかし、行政改革法案は、地方政府や公務員労働組合の反対のもと、州政府の利害が反映しやすい上院を通過することはなかった。

だが、上述したように通貨危機の一層の激化の中で

IMF 融資の交渉がすすめられ、コンディショナリティとしての財政規律を実現する圧力が強まる環境の中で、挫折していた行政改革法案の方針が財政責任法の中で実現することとなった。

5. おわりに

以上でみてきたように、通貨価値の安定を目指したブラジル政府は、レアル計画下でインフレの慣性を除去するために国債市場での安定消化を目指すこととなった。しかし、その過程で公企業や政府系金融機関の民営化がすすめられ、そのためには外資の導入を欠かすことができなかった。

しかし、そうした外資の流入はアジア通貨危機を景気とするエマージングマーケットの混乱時には反転することとなる。こうした危機に対応するためには政府部門の民営化にとどまらず、財政収支の改善が必要となった。政府による経済への介入の裁量性が減ずるとともに、政府債務の安定的な管理と財政収支目標値の設定、通貨価値の安定が一体となっていったのである。

注

- 1) Fortuna [2005]
- 2) Baer [2003]
- 3) Fortuna [2005]
- 4) Baer [2003]
- 5) 毛利 [2001]、堀坂 [1998]
- 6) 奥田 [1989]、Bevilaqua and Garcia [1999]
- 7) IMF から 57 億 8000 万 SDR にのぼる融資を受けるために、1983 年中のインフレ率を 70%以内に抑制すること、貿易収支黒字を 60 億ドルに拡大すること、賃金引上げを抑制することがコンディショナリティとして同国に課された (奥田 [1989])。
- 8) Filho [2002]
- 9) 従来のスプレッドが月率 1.7%であったのを、メキシコ並みの 0.8%程度にまで引き下げることが求められた [同 1989、p302]。
- 10) Filho [2002]
- 11) Baer [2003]
- 12) 毛利 [1988]
- 13) Baer [2003]
- 14) 同 [2003]
- 15) 同 [2003]
- 16) Fortuna [2004]

- 17) BCB [2002]
- 18) BNDES [2003]
- 19) BCB [1996]
- 20) Ferreira and Tullio [2002]
- 21) Castro [2005]
- 22) 同 [2005]
- 23) Ministério da Fazenda [2004]
- 24) CMN は 1970 年代後半以降、組織改編が漸続的に続けられてきており、1995 年 6 月末に現在の形式をとるにいたっている (Sestrem [2005])。
- 25) BCB [1997]
- 26) 毛利 [2001]

参考文献

- 奥田宏司 [1989] 『途上国債務危機と IMF、世界銀行—80 年代のブレトン・ウッズ機関とドル体制—』、同文館
- 堀坂浩太郎 [1998] 「ブラジルの民営・民活化」、堀坂浩太郎、細野昭雄編『ラテンアメリカ民営化論—先駆的経験と企業社会の変貌—』、日本評論社
- 毛利良一 [1988] 『国際債務危機の経済学』、東洋経済新報社
- [2001] 『グローバリゼーションと IMF・世界銀行』、大月書店。
- Baer, Warner [2003] *A Economia Brasileira*, São Paulo: Nobel.
- BCB [1996] “Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório annual”, BCB.
- [1997] “Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório annual”, BCB.
- [2002] “Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório annual”, BCB.
- Bevilaqua, A.S. and Garcia, M.G.P. [2002] “Debt Management in Brazil: Evolution of the Real Plan and Challenge Ahead”, *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 7, No.1.
- BNDES [2003] “Privatização no Brasil”, BNDES.
- Castro, Lavínia Barros de [2005] “Esperança, Frustração e Aprendizado: A História da Nova República”, in Giambiagi, Fabio ed., *Economia Brasileira Contemporânea(1945-2004)*, Rio de Janeiro: Editora Campus.
- Ferreira, Afonso and Tullio, Giuseppe [2002] “The Brazilian Exchange Rate Crisis of January 1999”, *Journal of*

Latin American Studies, Cambridge University Press.

Filho, Emilio Garofalo [2002] *Câmbio, Ouro e Dívida Externa de Figueiredo a FHC*, São Paulo: Editora Saraiva.

Fortuna, Eduardo [2004] *Mercado Financeiro produtos e services*, São Paulo: Qualitymark.

Giambiagi, Fabio and Ronci, Marcio [2004] “Fiscal Policy and Debt Sustainability Cardoso’s Brazil, 1995-2002”, IMF Working Paper, No.156, IMF.

Ministério da Fazenda [2004] *Relatório anual da Dívida Pública 2003*, Brasília: Ministério da Fazenda.

Sestrem, Evandro [2005] “Desenvolvimento de um protótipo para a predição de índices de ações”, Centro de Ciências Exatas e Naturais, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau.

Veja [2005] “O Planalto sacou primeiro”, *Veja*, 31 Maio 1995.