

レアル高の為替に対する質問(アフォンソ・セルソ・パスト—レ元中銀総裁のコラム記事 2011年5月29日付けエスタード紙)

ブラジルのレアル高の為替についての議論では多くの質問は一般的となっている。ここにはそれらに対するいくつかの回答がある。

では、いったいブラジルの本当の為替の制度は何なのか? 正式には変動為替相場制を採用しているが、中銀が実施している大量のドル為替介入は 1994 年から 1999 年に実施されていた、名目為替に対するブラジル通貨の切り下げ制度によく似ている。

現在の為替介入の実施回数と数量はあの当時を大幅に上回っているが、為替切り下げ効果には不十分で更に為替高に結びついている。2002 年から継続している更なるレアル高の為替の舞台裏には企業家や政治家の回答に結びつく、ブラジルの金利高による海外投資家の短期投資向けの外資流入だけではない。

レアル高の為替はブラジルの資本財向け長期投資の需要を増加させるが、どのような投資? この期間の大半の海外からの投資は金利の利ザヤを稼ぐ短期投資であったが、金利を目的としない海外投資家による製造部門への対内直接投資もあり、昨年の海外投資金は 600 億ドルが流入、そのうち 500 億ドルは金融市場向け投資、株投資は 400 億ドルを超えた。

連邦政府のプライマリー収支黒字の目標達成は公共赤字の GDP 比の削減につながり、インフレのコントロール、外貨準備高の増加などがブラジルのマクロ経済リスクの減少となって、対内直接投資増加につながっている。

海外投資家の対内直接投資の増加は国際金融市場でのブラジルのリスクプレミアムの減少、ブラジル国内での金融投資や製造部門への投資を促し、さらに外資が流入してレアル高の為替に拍車がかかっている。

グラフ 1 を見てみると 2010 年からレアル高の為替に更なる圧力がかかっているのが読み取れる。答えは米国の 2008 年の世界金融危機の影響で FRB(連邦準備制度理事会)が 2010 年 8 月に実施した QE2(量的金融緩和第二弾)の影響で、世界的に大半の通貨がドルに対して上昇した。

グラフ 2 では 2010 年 5 月から 2011 年 5 月までのドルに対する世界の通貨の為替の

動向を表しており、大半の通貨が値上がりしているのが読み取れる。

QE2 はいつでも存在するわけではなく一時的措置であるが、ブラジルがドルの為替介入を行わなければ更にレアル高になり、今後数年間に亘って介入するとみている。為替介入で外貨準備高の増加につながるが、短期投資に対する金融取引税 (IOF) は外資流入を緩和する効果があり、過去 5 カ月間の為替介入は 300 億ドルを上回り、これはエンリケ・カルドーゾ政権末の外貨準備高に相当する。

しかし大量のドルの為替介入や IOF 税による外資流入制限措置採用にも関わらず、さらなるレアル高の為替はなぜ? 3つの理由を挙げることができる。第 1 はリスクプレミアムの軽減や輸出業者の輸出入ファイナンスの輸出前貸 (ACC) で中銀がドルを吸収、第 2 はブラジルの輸出は中国を中心とした需要や米国の QE2 導入による金融緩和で国際コモディティ価格上昇に伴って増加、第 3 は最も重要である国内の貯蓄率の低さであり、国内消費増加による輸入製品の増加に結びついている。

しかしレアル高の為替は 2 つの恩恵をもたらす。第 1 にはインフレの軽減で金利低下に結びつく。第 2 は外債の軽減。これらの要素からレアル高の為替に対する短期間の対処法としては争論することがほとんどない。為替介入や外資に対する課税はインフレ圧力を和らげる効果がある。総論は長期間に亘る更なるレアル高の為替をいかに防ぐかにある。

まず、はじめにブラジル国内の貯蓄率の上昇や外債軽減を伴った経済成長の確立をするためには税制改革が必要であり、また過去にブラジルが公共負債増加による財政赤字から抜け出すためにプライマリー収支黒字したように、今は公共支出の削減並びに貯蓄と投資の増加である。

第 2 の手段として輸出競争力を付けるために付加価値の高い商品の商品流通サービス税 (ICMS) の免税、それは ICMS 税の完全な税制改革であり、州税から連邦税への移行に必要があり、現在は州間で企業誘致などのために利用されており、ICMS 税の徴収は最終納入先で行わなければならない。また源泉徴収税の軽減、電力エネルギーや資本財に対するドラスティックな減税なども必要であるが、税制改革を断行するには時間がかかるために、しばらくはレアル高の為替と付き合いなければならないが、為替に関する質問は尽きない。