

《研究ノート》

## 1980年代以降のベネズエラ経済に関する研究動向

葛 目 知 秀

### 要旨

本研究ノートの目的は1980年代以降のベネズエラの経済状況について、主な経済指標のデータを整理・概観するとともに、関連する実証研究をサーベイし、今後の研究の基礎とすることである。本研究ノートで取り上げる経済指標は実質経済成長率・名目貨幣残高・インフレ率・政策金利・為替相場・対外債務である。また、ベネズエラの外国為替相場制度の変遷についても言及する。

### 1. はじめに

本研究ノートの目的は1980年代以降のベネズエラの経済状況について、主な経済指標のデータを整理・概観するとともに、関連する実証研究をまとめ、今後の研究の基礎とすることである<sup>(1)(2)</sup>。政治・社会・外交を含め、ベネズエラの経済や産業全体の動向および問題点は坂口（2016）や坂口（2018）が包括的にまとめたり、指摘したりしているので、本研究ノートでは今後の研究のために必要となる実質経済成長率・名目貨幣残高・インフレ率・政策金利・為替相場・対外債務の6つの主要な経済指標に焦点を当て、データを整理し、考察することとする。

2018年7月25日、マドゥロ現大統領（任期：2013年～）は通貨ボリバル・フェルテ（bolívar fuerte）の5桁におよぶデノミネーション（denomination）を発表し、続く8月21日には新通貨であるボリバル・ソベラノ（bolívar soberano venezolano）の流通を開始させた<sup>(3)</sup>。この背景にあるのは2016年後半から続くハイパーインフレーションで、IMF（国際通貨基金：International Monetary Fund）による推計値では、2016年には年率約254%（前年比）、2017年には年率約1,087%（前年比）、2018年には年率約137万%（前年比）となり、2019年には年率1,000万%（前年比）となることが予想されている<sup>(4)</sup>。

坂口（2018）が指摘しているように、ベネズエラにおけるハイパーインフレーションの根本的な原因はチャベス前大統領（任期：1999年～2013年）時代の経済政策の失敗による財政赤字の拡大とそれを受けてのBCV（ベネズエラ中央銀行：Banco Central de Venezuela）による紙幣の増発、そして通貨価値の下落である。特に産業面では原油に依存している状況が長年続いているため、国際原油価格の下落がベネズエラ経済全体に影響を及ぼし、原油産業の不振に伴う外貨不足から米ドル買いや資本逃避（capital flight）も発生し、それらがまたインフレーションを起こしている、という悪循環が発生している。

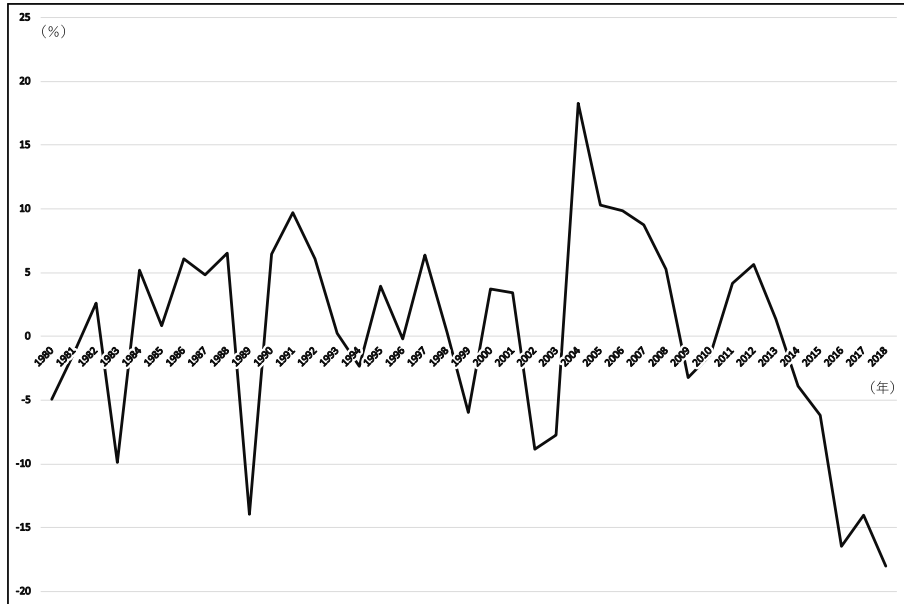
本研究ノートではベネズエラで発生しているハイパーインフレーション下の経済（特に為替相場）を分析する研究の基礎とするため、6つの主要な経済指標を整理する。なお、本研究ノートの構成は以下の通りである。第2節では代表的な6つの経済指標を取り上げて、図表を用いつつ、整理・考察する。また、それらの経済指標に関連した先行研究（実証研究）をサーベイし、研究動向を整理する。特に、1980年代以降の外国為替相場制度の変遷については時系列的に内容をまとめることとする。そして最後の第3節にまとめを述べることとする。

## 2. 1980年代以降のベネズエラの経済状況と関連する先行研究（実証研究）

### 2.1 実質経済成長率

図1は1980年から2018年までのGDP（国内総生産：Gross Domestic Product）にもとづく実質経済成長率（前年比）の推移を表している。ベネズエラはOPEC（石油輸出国機構：Organization of the Petroleum Exporting Countries）の原加盟国の1つであり、2017年末時点の原油埋蔵量は約3兆281億バレルで世界第1位、OPEC加盟国の原油埋蔵量の約24.9%のシェアを占めている<sup>(5)</sup>。2017年のGDPに占める鉱業（原油以外に石炭・天然ガス・鉄鉱石・ボーキサイトといった各天然資源も含む）の割合も約28%と最も高く、原油の生産量や国際市場価格、輸出量の動向がベネズエラ経済の状況変化をもたらしている<sup>(6)</sup>。年代別の平均実質経済成長率をしてみると、1980年代が約-0.4%、1990年代が約2.5%、2000年代が約4.0%、そして2010年から2018年の9年間の平均が約-5.2%と変動が大きいことが分かる。

図1 実質経済成長率の推移 (1980年～2018年)



(注) 2016年・2017年・2018年の値はIMFによる推計値である。

(データ出所) *World Economic Outlook* (International Monetary Fund)

表1は1999年から2017年までのベネズエラのセクター別実質経済成長率の推移を示している。表1では大きく石油部門と非石油部門に分けられており、非石油部門はさらに製造業、電力・水、建設、商業、通信、金融の各部門に分類されている。坂口(2016)においても指摘しているように、2003年から2008年の経済成長率が高い時期には建設・商業・通信・金融といった非石油部門がベネズエラの経済成長を牽引している。一方、2014年から2017年の4年連続マイナス成長の時期にはほぼすべての部門でマイナス成長となり、特に建設・商業・金融の落ち込みが大きくなっている。このように、ベネズエラでは原油が重要な天然資源でもあるにもかかわらず、国内の経済成長には寄与せず、経済成長をもたらしているのは建設・商業・金融といった非石油部門の成長であることから、産業構造の歪みが存在しているといえる(「資源の呪い(resource curse)」とも言われる)。

表1 セクター別実質経済成長率の推移 (1999年～2017年)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
GDP成長率	-6.0	3.7	3.4	-8.9	-7.8	18.3	10.3	9.9	8.8	5.3	-3.2	-1.5	4.2	5.2	1.3	-3.9	-6.2	-17.0	-15.7
石油	-3.8	2.3	-0.9	-14.2	-1.9	13.7	-1.5	-2.0	-3.3	2.9	-7.4	0.1	0.6	1.4	0.9	-4.2	-0.9	-9.9	-15.3
非石油	-6.9	4.2	4.0	-6.0	-7.4	16.1	12.2	10.9	9.7	5.7	-1.7	-1.6	4.5	5.8	1.8	-3.1	-6.2	-16.9	-15.2
製造業	-10.1	5.1	3.7	-13.1	-6.8	21.4	11.1	8.3	4.4	1.4	-6.4	-3.4	3.8	1.8	-0.3	-7.2	-8.1	-26.6	-25.3
電力・水	-2.2	4.7	4.8	2.1	-0.5	8.5	11.2	4.9	2.6	5.0	4.1	-5.8	5.0	3.8	3.3	-1.0	-3.1	-6.5	-5.3
建設	-17.4	4.0	13.5	-8.4	-39.5	25.1	20.0	30.6	20.8	10.5	-0.2	-7.0	4.8	16.6	-2.3	-7.0	-22.4	-41.9	-52.5
商業	-5.4	5.7	4.6	-13.6	-9.6	28.6	21.0	15.7	15.6	3.5	-8.2	-6.1	6.5	9.1	3.4	-10.9	-12.6	-30.8	-32.8
通信	3.6	2.1	8.1	2.5	-5.0	12.9	22.4	23.5	22.0	21.7	12.1	7.9	7.3	7.0	6.5	4.5	2.8	-1.1	-1.8
金融	-15.2	-0.7	2.8	-14.5	11.9	37.9	36.4	47.2	16.7	-7.4	-1.5	-7.6	12.0	33.5	21.6	12.7	-7.9	-34.7	-32.0

(注1) 坂口 (2016) P.233 資料21 に筆者が加筆した。

(注2) 単位は%である。

(データ出所) BCV ホームページ (2019年6月2日閲覧)

ベネズエラにおける経済成長の要因について分析している研究としては Agnani and Iza (2011) が挙げられる。Agnani and Iza (2011) は1950年から2006年までのベネズエラ経済について、1950年から1974年までの高成長期と、1974年から2006年の低成長期の2つの時期に区分し、成長会計 (growth accounting) の手法を用いて経済成長の源泉について研究している。分析の結果、まずベネズエラは原油を豊富に保有しているいわゆる「資源豊富国」であるにもかかわらず、1950年から2006年までの全期間を通じた経済成長は非石油部門の産業が牽引している点を指摘している。また、そうした非石油部門の成長が全要素生産性 (TFP: Total Factor Productivity) の上昇によって説明ができる (逆を言えば、TFPが大幅に低下している時期にベネズエラは低成長期を経験している) ことを示している。さらに、①1950年から1974年までと②2003年から2006年までの2つの高成長期の期間には石油レント (oil rent)・非石油部門の資本蓄積・TFPの3つが正の相関関係にあることを述べている<sup>(7)</sup>。

Bello, Blyde, and Restuccia (2011) も Agnani and Iza (2011) と同様、成長会計の方法を用いてベネズエラの経済成長について分析している。Bello, Blyde, and Restuccia (2011) の特徴はベネズエラの高成長期における原因について、Agnani and Iza (2011) によって指摘されている非石油部門における資本蓄積の増加以外に、石油部門への外国からの直接投資に伴う知識移転 (knowledge transfer) を考慮している点である。一方、低成長期についての要因については Agnani and Iza (2011) と同様、TFPの低下が原因であることを指摘している。

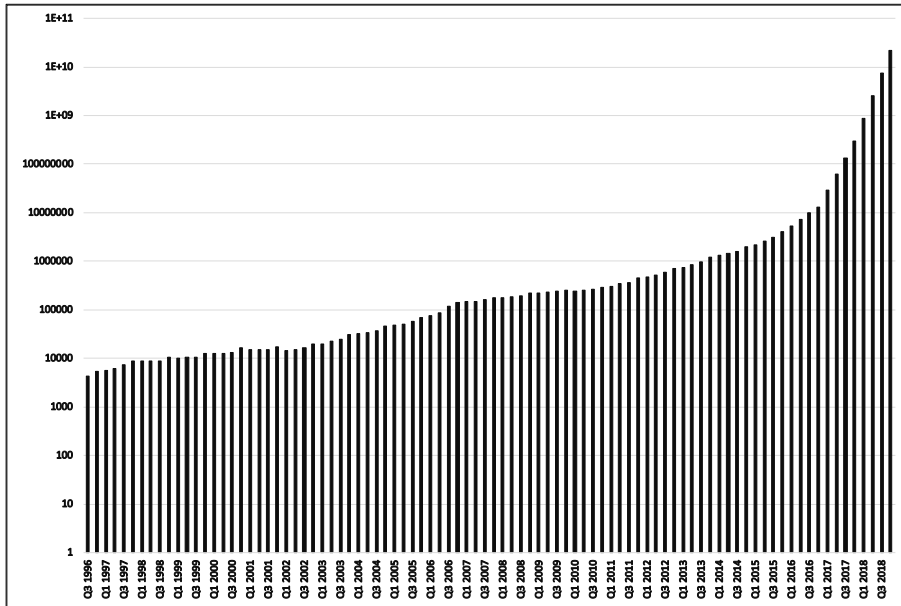
ベネズエラが原油を豊富に保有している国であるという観点からは、ベネズエラが

保有する原油を含む天然資源の賦存量と経済成長の関係について分析している研究に Satti, Farooq, Loganathan, and Shahbaz (2014) がある。Satti, Farooq, Loganathan, and Shahbaz (2014) は 1971 年から 2011 年までの国民一人当たり実質 GDP・国民一人当たり実質天然資源賦存量・金融部門発展度（「民間部門への国民一人当たり国内信用」を代理変数としている）・国民一人当たり資本ストック・国民一人当たり実質経済開放度の 5 つの経済変数の関係性について、Pesaran and Shin (1999) と Pesaran, Shin, and Smith (2001) によって提案された自己回帰分布ラグ (ARDL: Autoregressive Distributed Lag) バウンド検定アプローチ (ARDL bounds testing approach) とベクトル誤差修正モデル (VECM: Vector Error Correction Model) にもとづくグレンジャー因果性 (Granger causality) テストを適用し、共和分関係とグレンジャーの意味での因果性を分析している。分析の結果、上記 5 つの経済変数間には共和分関係が存在していること、また天然資源賦存量は経済成長に貢献していないことが示されており、Agnani and Iza (2011) と同じ結論を導いている。その他には、金融部門発展度の上昇・資本ストックの増加・経済開放度の上昇がいずれもベネズエラの経済成長を促進させていることを指摘している。

一般的に外国からの直接投資の受入れは重要な経済成長の一要因となりうるが、ベネズエラを含むラテンアメリカ諸国向け直接投資が各国の経済成長に与える影響については、パネルデータをもとに Alvarado, Iñiguez, and Ponce (2017) が分析している。Alvarado, Iñiguez, and Ponce (2017) による分析の結果、ラテンアメリカ 19 か国全体をサンプルとした場合、直接投資の受入れが各国の経済成長に与える影響は統計的に有意ではないことが示されている。しかしながら、サンプルを高所得国に限定した場合、直接投資は受入国の GDP に正の効果を与えるが、ベネズエラを含む上位中所得国に限定すると、含まれる変数によって分析結果が異なる結果となり、統計的にも有意ではなくなる。さらに下位中所得国にもとづくサンプルでは直接投資の経済成長への効果は認められず、これは統計的にも有意となっている。このように、Alvarado, Iñiguez, and Ponce (2017) では、高所得国を除き、ラテンアメリカ諸国にとっては直接投資の受入れは各国の経済成長を促進させる効果を持つ手段ではないと結論付けられている。

## 2.2 名目貨幣残高

図2 名目貨幣残高 (M2) の推移 (1996年第3四半期～2018年第4四半期)



(注1) 単位は百万ボリバルである (ただし、それぞれの時期においてボリバルの追加名称は変化している)。

(注2) 2016年以降の値は坂口(2018)表2に示されている増加率(年率)をもとに補間推計して求めた。

(注3) 左軸は対数目盛表示にしている。

(データ出所) *World Economic Outlook* (International Monetary Fund)

図2は1996年第3四半期から2018年第4四半期の名目貨幣残高の推移を表しており、指標はM2を採用している。チャベス前大統領は「21世紀の社会主義」(Socialism of the 21st century)を掲げ、社会インフラの整備、低所得者向けの住宅の供給、「ミシオン」と呼ばれる社会開発プロジェクトなどの諸政策を積極的に推し進め、その結果として財政赤字の拡大をもたらした<sup>(8)(9)</sup>。そうした財政赤字をファイナンスするために、BCVは次第に貨幣を増発させていき、チャベス前大統領の在任期間中の名目貨幣残高の推移を見ると、就任当初の1999年第1四半期には約101億ボリバルであったのが、在任期間最後の2013年第1四半期には約7584億ボリバルと約75倍に増加している<sup>(10)</sup>。続くマドゥロ現大統領もチャベス政権の路線を引き継ぐ形で社会主義政策を推し進め、財政赤字の拡大をもたら

し、結果として貨幣の増発を誘引した。マドゥロ現大統領が就任した当初の2013年第2四半期には約8446億ボリバルから2018年第4四半期には約2京2000兆ボリバルと約2万6000倍に増加させている。

ベネズエラにおける金融政策や貨幣供給についてはDa Costa and Olivo (2008)が財政面での制約と資源(原油)面での制約の2つの制約との関連から分析している。Da Costa and Olivo (2008)はベネズエラのように資源(原油)が経済活動および国家収入の中心で、主要な輸出財となっている国を原油従属(oil dominance)の状態であると、そのような国は原油の採掘量や国際資源価格の変化にともなって財政収支や政府債務が影響を受けるため、金融政策の独立性や遂行においても財政上の制約を受けることになる財政従属(fiscal dominance)の状態にもなっているという仮説を立て、実証的に分析している<sup>(11)</sup>。分析に用いられている変数は原油価格・財政赤字・為替相場・外貨準備・貨幣供給量(マネタリーベース)の5変数で、それぞれの名目値・実質値・差分を異なるモデルに組み込み、定式化している。分析対象期間は1950年から2005年までで、実証分析の推定方法はVAR(ベクトル自己回帰:Vector Autoregressive)モデルとVECMである。分析の結果、ベネズエラでは短期においても長期においても、原油価格と財政赤字が貨幣供給量に与えることから原油従属かつ財政従属であるという仮説が成立し、特に財政赤字と貨幣供給(マネタリーベース)には共和分関係(長期均衡関係)が認められるとしている。

一方、ベネズエラにおける貨幣需要について分析している研究にはRamajo (2001)とBjørnland (2005)の2つが挙げられる。Ramajo (2001)は1983年第1四半期から1994年第4四半期までのベネズエラにおけるM1の貨幣需要関数について、短期的にはパラメーターが変化するものの、長期的にはパラメーターが一定となる時変ベクトル誤差修正(time-varying vector error correction)モデルを用いて推定している。分析の結果、実質貨幣需要量・実質所得・実質金利・インフレ率の4変数には短期的には長期的均衡関係に向けて調整されながら、長期的には共和分関係が成立すると結論付けている。

また、Bjørnland (2005)は本研究ノートと同様、図2に示されているベネズエラにおけるM2に着目し、自国通貨建て金融資産だけでなく、外国通貨建て金融資産の保有も可能にする通貨代替(currency substitution)の観点から貨幣需要関数の推定をおこなっている。VECMを用いた分析の結果、実質貨幣供給量・実質所得・インフレ率・内外金

利差・為替相場の4つの経済変数の間には1980年代・1990年代の金融危機の期間においても、安定的な長期均衡関係があったことが示されている。特に、Bjørnland (2005) はベネズエラにおいて通貨代替の進行が認められることを実証的に示しているのが特徴的であるため、通貨代替に関する研究でもしばしば言及される。

金融市場に焦点を当てた研究としては、ベネズエラを含む南米7か国における銀行危機や景気循環が各国の金融市場の発展度に与える影響について分析している Vithessonthi and Tongurai (2015) が挙げられる。1994年に発生したベネズエラでの銀行危機を含む1991年から2012年までの22年間を対象にした銀行危機の分析の結果、金融市場の発展は銀行の資本構成比率を改善させ、非伝統的な銀行業務へのエクスポージャーを減少させる効果があることが分かり、金融市場の発展が銀行の経営リスク全体を低減させることが示されている。さらに、銀行危機や景気循環は銀行の経営リスクに与える金融市場の影響度を緩和させ、銀行危機後は銀行に伝統的な業務に回帰・集中させる効果を持つことが示されている。

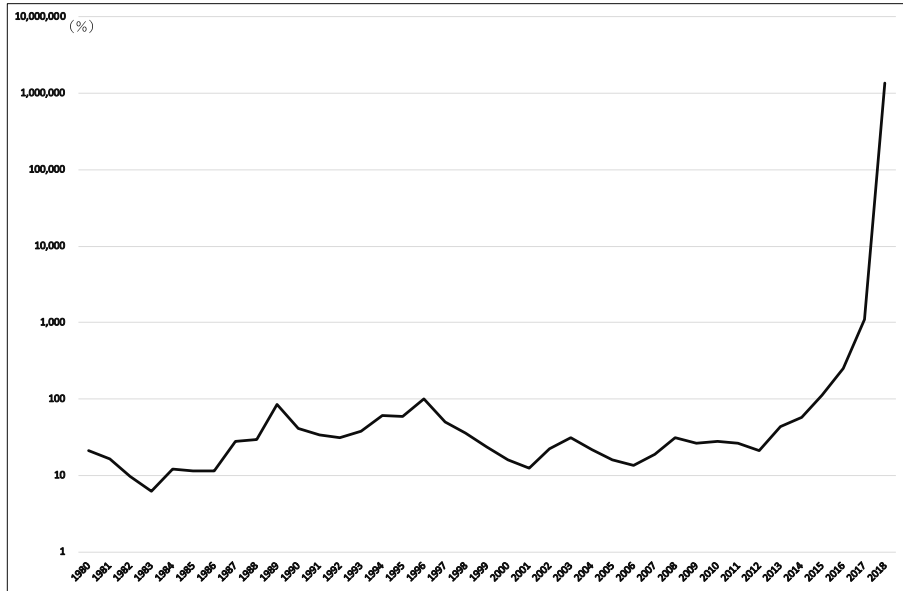
## 2.3 インフレ率

図3は1980年から2018年までのCPI（消費者物価指数：Consumer Price Index）にもとづくインフレ率（年平均）の推移を表している。前節でも述べたように、2016年後半からベネズエラではハイパーインフレーションが発生しており、IMFによる推計では2016年には年率約254%（前年比）、2017年には年率約1,087%（前年比）、2018年には年率約137万%（前年比）となり、2019年には年率1,000万%（前年比）となることが予想されている。10年ごとの平均インフレ率を年代順に振り返ると、1980年代は約23.1%、1990年代は約47.4%、2000年代は約20.9%となっているが、2010年から2018年にかけては約15万2403.3%と、2010年代に入りインフレーションが急速に進行していることが分かる。

ベネズエラにおいてハイパーインフレーションが発生している要因については、坂口(2016)が指摘しているように、実物的要因（総需要と総供給の不均衡による財不足）・貨幣的要因（名目貨幣供給量の急増）・対外的要因（資本逃避に伴う為替相場の下落）が複



図3 インフレ率の推移 (1980年～2018年)



(注1) 2017年・2018年はIMFによる推計値である。

(注2) 左軸は対数目盛表示にしている。

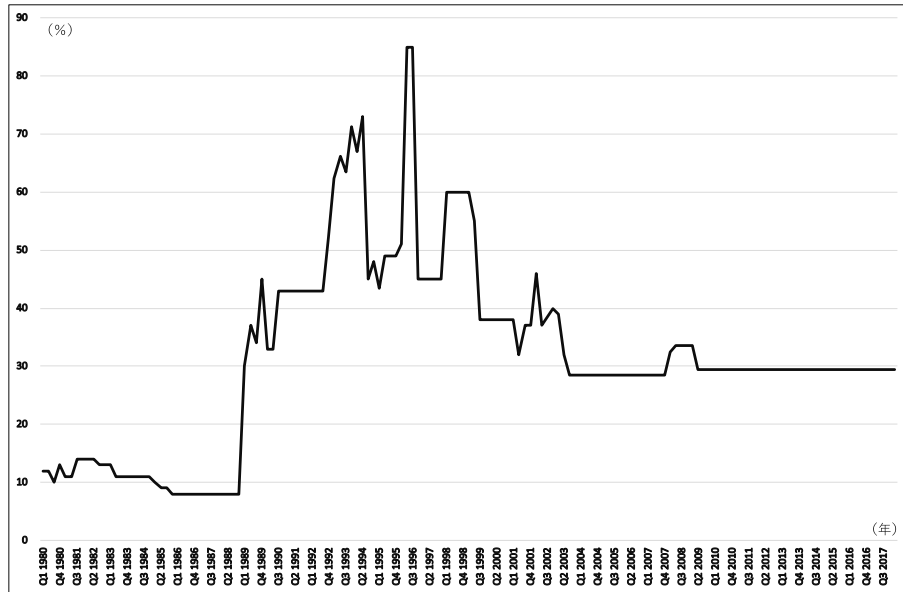
(データ出所) *World Economic Outlook* (International Monetary Fund)

合的に重なっている。

ハイパーインフレーションに関する研究の中で、Cerra (2016) はハイパーインフレーションに関する先駆的な研究である Cagan (1956) モデルではベネズエラ経済を正確に描写できないとし、原油輸出からの国家収入・輸入代金決済のための外貨割当制度・複数為替相場制度などを仮定した一般均衡モデルにもとづき、現実に近い形でベネズエラ経済を分析している。Cerra (2016) による分析結果では、ベネズエラが採用している外貨割当制度や複数為替相場制度は市場での財の自由な取引を阻害し、中間財市場と最終消費財市場において抑圧する効果を持つことが示されている。そうした制度的な抑圧がベネズエラでの最終消費財価格、ひいては国際取引価格に上乘せられて闇市場での販売価格が決定される、としている。また、Cerra (2016) モデルでは原油輸入の落ち込みが一時的なインフレ率の上昇をもたらすことや、通貨の減価が一時的なインフレ率の下落を引き起こすことも示されている。

## 2.4 政策金利

図4 政策金利の推移（1980年第1四半期～2018年第1四半期）



(データ出所) *International Financial Statistics* (International Monetary Fund)

図4は1980年第1四半期から2018年第1四半期までの政策金利の推移を表している。1980年第1四半期から1985年第1四半期までは10%台前半、続く1985年第2四半期から1988年第4四半期までは10%未満で推移していた。しかし、1989年第1四半期には30%になり、その後は28%未満になることはなく（最も高い時期は1996年第2四半期・第3四半期で85%）、2009年第2四半期以降は29.5%と、他国と比較し相対的に高い水準を維持している。第3項で述べた長期にわたる（ハイパー）インフレーションの状況を改善することを目的に政策金利の高水準が続いているが、状況は改善されていない。

こうした政策金利が高水準であるベネズエラ経済の特徴をもとにして、特に銀行部門の預貸金利の利ざやに着目している研究がVera, Zambrano-Sequin, and Faust(2007)である。Vera, Zambrano-Sequin, and Faust (2007)はラテンアメリカ諸国の中でも1990年代のベネズエラが特に預貸金利の利ざやが大きいことを指摘し、これは各銀行の市場支配力、オペレーティング・コスト、期待ポートフォリオ・リスクに起因していると結論付けている。

さらにこうした状況の影響から、ベネズエラにおける銀行の支払能力の高さと収益力の低さの間でトレード・オフ関係を発生させている可能性があることを示している。

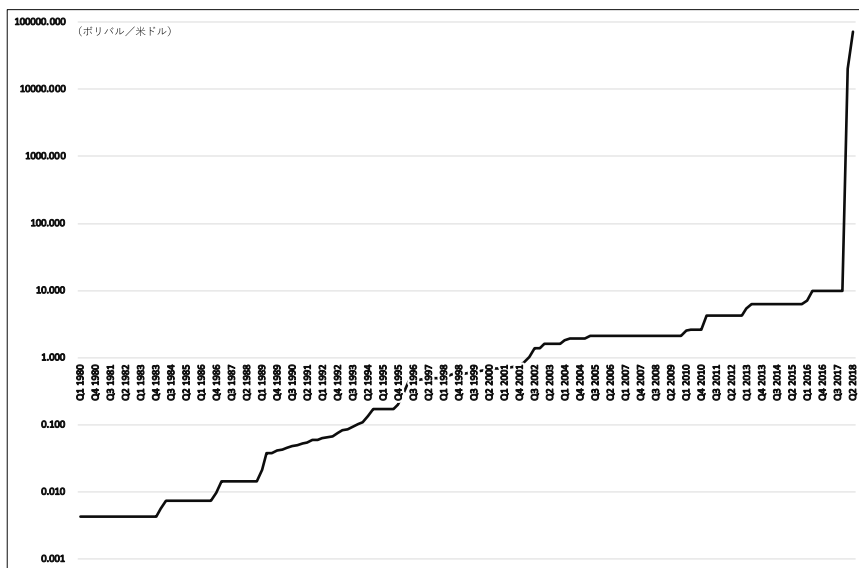
## 2.5 対米ドル為替相場

為替相場のうち、図5-1は1980年第1四半期から2018年第2四半期の公定レート（固定レート）の対米ドル為替相場の推移を、図5-2は実勢レートの対米ドル為替相場の推移をそれぞれ表している。公定レート（固定レート）は1980年第1四半期には1米ドル＝0.0043ボリビアであったが、外国為替相場制度の度重なる変更（後述）に伴って段階的に切り下げが続き、1990年第1四半期には1米ドル＝0.0431ボリビア、2000年第1四半期には1米ドル＝0.6591ボリビア、2010年第1四半期には1米ドル＝2.5620ボリビアとなっている。2017年から2018年にかけては、前述のハイパーインフレーションが進行するとともに、外国為替相場制度の大幅な変更が実施され、2017年第1四半期には1米ドル＝9.9750ボリビアであった水準が2018年第1四半期には1米ドル＝約20,411ボリビア、2018年第2四半期には1米ドル＝約71,539ボリビアまで減価した。

また、民間取引においては実勢レート（闇レート）も用いられている。入手可能な実勢レートのデータは2010年6月23日取引分からで、当時のレートは1米ドル＝9.91ボリビアであった。その後、減価トレンドが続き、1米ドル＝10ボリビアの水準を下回ったのは2012年8月20日であった。引き続き、ボリビア通貨の減価が続き、2014年9月26日には1米ドル＝100ボリビア、2016年2月3日には1米ドル＝1,000ボリビア、2016年2月3日には1米ドル＝2,000ボリビアを下回り、減価率が上昇している。2017年7月28日に1米ドル＝10,000ボリビアを下回り、同年12月には一時、1米ドル＝100,000ボリビアを下回った。5桁におよぶデノミネーションが実施され、新通貨であるボリバル・ソベラノが流通する直前（2018年8月18日）のレートは1米ドル＝約5,921,000ボリビアで、デノミネーション実施後は1米ドル＝59.21ボリビアとなったが、再び減価しており、2019年4月5日時点では1米ドル＝3789.66ボリビアとなっている<sup>12)</sup>。

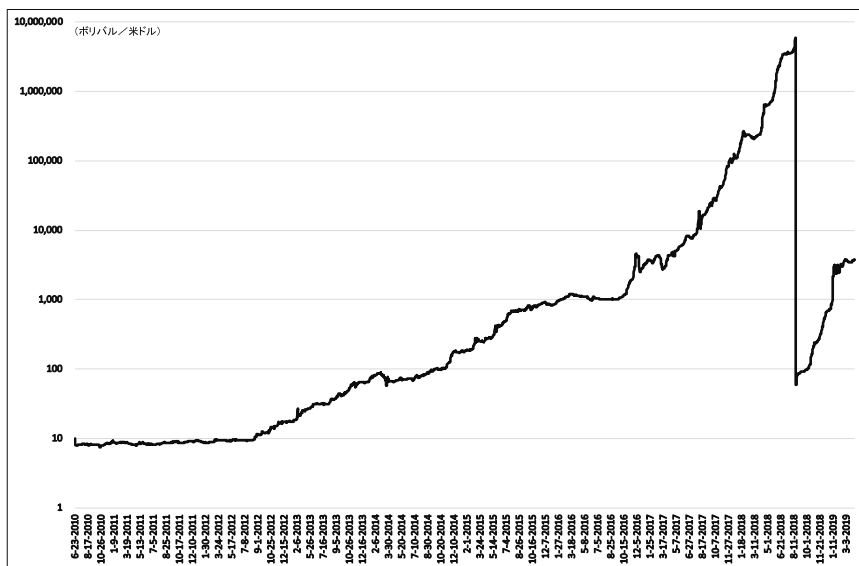
加盟各国から公式に報告された外国為替相場制度の種類や資本規制の内容などに関してまとめられているIMF（2019）によると、ベネズエラの為替相場制度は複数為替相場制

図5-1 対米ドル為替相場（公定レート）の推移（1980年第1四半期～2018年第2四半期）



(注) 2018年7月25日に発表されたデノミネーション以前のデータである。  
 (データ出所) *International Financial Statistics* (International Monetary Fund)

図5-2 対米ドル為替相場（実勢レート）の推移（2010年6月23日～2019年3月31日）



(注1) 2010年6月23日から2019年3月31日までの取引期間中の日次データを月次データ（月中平均）に変換した。  
 (注2) 2018年7月25日に発表されたデノミネーションの影響が含まれているデータである。  
 (データ出所) Dolartoday (2019年6月10日閲覧)

度 (dual exchange rate system) となっている。表2は1980年代から現在までの外国為替相場制度や外国為替管理制度について、伊藤 (2004) などの資料を中心に時系列順に整理したものである<sup>(13)</sup>。

表2 ベネズエラの外国為替相場制度の変遷 (1980年代以降)

年月	外国為替相場制度 (外国為替管理制度)	詳細・その他
1984年	・為替相場の切り下げ ・複数固定相場制度 (RECADI) 導入	
1989年	・複数固定相場制度 (RECADI) 廃止	・IMFによる構造調整プログラムを適用、金利自由化、補助金廃止、物価統制廃止
1994年7月	・為替管理制度導入	
1996年4月～7月	・為替管理制度廃止 (為替の自由化)	
1996年7月	・為替バンド制度導入	
2002年2月	・為替バンド制度廃止 (自由変動相場制度導入)	
2003年1月	・外貨監督局 (CADIVI) による為替管理制度を導入	
2010年6月	・SITMEを導入	・中央銀行の管理による外貨建債券取引システム
2013年3月	・競売形式で外貨を調達するSICADを導入	・2014年9月25日の入札では1米ドル=12ボリバル
2014年3月	・変動為替相場制度に近いSICAD2を導入	・1米ドル=50ボリバル (2014年12月10日)
2016年3月10日	・DIPROとDICOMを導入	・DIPRO=食料品や医薬品など生活必需品を輸入する際に適用される1米ドル=10ボリバルの固定レート ・DICOM=補足的な変動レート
2017年3月6日以前	・固定レート ・SICAD1レート (変動) ・SICAD2レート (変動) ・SIMADIレート (変動)	・固定レート: 1米ドル=6.3ボリバル ・SICAD1レート: 1米ドル=12.5ボリバル ・SICAD2レート: 1米ドル=52ボリバル ・SIMADIレート: 1米ドル=200ボリバル
2017年3月6日以降	それまでの4つの為替相場制度を2つに集約 ・固定レート ・SIMADIレート	・固定レート: 1米ドル=10ボリバル ・SIMADIレート: 変動相場制
2017年6月19日	・DIPRO ・DICOM→SIMADI	・DIPRO=食料品や医薬品など生活必需品を輸入する際に適用される1米ドル=10ボリバルの固定レート ・SIMADI=DIPRO以外の財・サービスを輸入する際に適用
2018年1月29日	・DIPRO廃止 ・SIMADI→新DICOM	

(注) 外貨監督局 (CADIVI) は2014年に国家貿易局 (CENCOEX) に改組された。

一般に、高インフレ率である国は為替相場を固定させ、自国通貨の減価を防ぐ政策を採用する（自国通貨の減価はさらなるインフレを引き起こす可能性が高くなる）。しかし、固定為替相場制度を採用した場合、政府・中央銀行は保有している外貨準備を用いて外国為替市場に介入し、自国通貨・外国通貨の売買取引を通じて為替相場の安定（固定）を図ろうとする。減価が進行している状況で外国為替市場に繰り返し為替介入（自国通貨買い・外国通貨売り）を実施すれば外貨準備が次第に減少し、ひいては枯渇することとなり、通貨危機を発生させるリスクが上昇する。そのため、政府・中央銀行は外貨割当制度などを活用し、外貨の供給を一元的に管理している。1980年代以降のベネズエラの外国為替相場制度や外国為替管理制度の変遷を振り返ると、（ハイパー）インフレーションおよび外貨の確保を目的として、表2に示されている固定為替相場制度や外貨管理の採用・導入と廃止・変更が繰り返しおこなわれてきたことが分かる。

外国為替相場制度を所与として扱うのではなく、各国固有の経済事情を反映し、外国為替相場が内生的に決定されるとする研究のなかで、ベネズエラを含むラテンアメリカ諸国における外国為替相場制度の決定要因について分析しているのが Rodriguez (2016) である。Rodriguez (2016) は1985年から2010までのラテンアメリカ20カ国における経済的・政治的・制度的要因からなるパネルデータをもとにして、順序プロビットモデル (ordered probit model) によって推定をおこなっている。被説明変数である為替相場制度の分類（順序尺度）は Reinhart and Rogoff (2004) にもとづいて固定為替相場制度に近い制度から順序立てられており、(1) ハード・ペッグ (hard peg) (2) ソフト・ペッグ (soft peg) (3) 中間的制度 (intermediate regime) (4) 変動為替相場制度 (free floating regime) となっている。分析の結果、固定為替相場制度を採用している国は経済開放度が小さく、経済開放度が大きくなれば変動為替相場制度に近い制度を採用する確率が高くなることが示されている。また、民主主義度や政治的な安定性が高い国は変動為替相場制度を採用する確率が高くなる一方、長期政権下にある国は固定為替相場制度に近い制度を採用する確率が高くなると結論付けている。

また、Mejia-Reyes, Osborn, and Sensier (2010) はラテンアメリカ諸国における実質為替相場と経済成長の関係について定量的に分析している。Mejia-Reyes, Osborn, and Sensier (2010) は平滑推移回帰 (STR: smooth transition regression) モデルを用いて、アルゼ

ンチン・ブラジル・チリ・コロンビア・メキシコ・ベネズエラの6か国における実質為替相場（と各国のインフレ率・米国の金利・米国の実質GDP）を推移変数（transition variables）、実質為替相場の「増価」と「減価」を2極の状態（regimes）として、実質為替相場が一人当たりGDPの成長に寄与するかを推定している。推定の結果、ブラジルとベネズエラにおいては実質為替相場の減価が経済成長に寄与することが示されている。

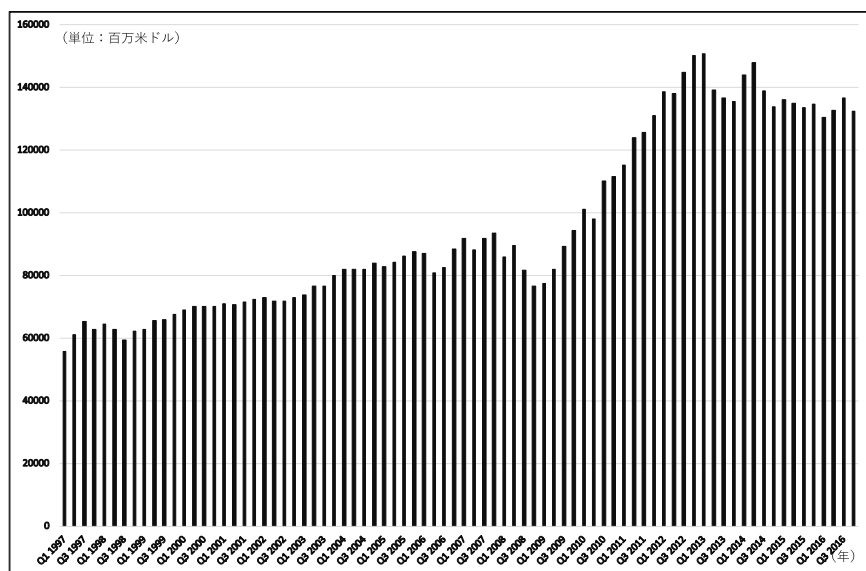
さらに、公定レートではなく、実勢レート（闇市場）の対米ドル為替相場について焦点を当てた研究としてはMalone and Horst（2010）がある。Malone and Horst（2010）はDornbusch, Dantas, Pechman, de Rezende Rocha, and Simões（1983）のブラジルにおける米ドルの実勢レートの研究を参考に、理論的・実証的に研究している。Malone and Horst（2010）は分析の結果、闇市場の存在や実勢レート・プレミアムに影響を与える要因として、過去のプレミアム・公定レート・裁定取引にもとづく予想実現収益・原油価格が統計的に有意であることを主張している。また、推定モデルを用いて実勢レート・プレミアムの予測をおこなったところ、平均予測誤差は0.9%、標準偏差は7.8%であることが示されている。

為替相場に関連し、ベネズエラを含むラテンアメリカ諸国の経常収支不均衡の持続可能性についての研究としてはKalyoncu and Ozturk（2010）が挙げられる。Kalyoncu and Ozturk（2010）はHusted（1992）の方法を用いて、経常収支（輸出総額・輸入総額＋純移転所得）と資本収支の2変数間で長期的な均衡関係（共和分関係）が認められるかを検証している。分析の結果、ベネズエラ・コロンビア・メキシコ・ブラジル・アルゼンチンでは2変数間で共和分関係が認められず、経常収支の不均衡は持続的ではないと結論付けている。

## 2.6 対外債務

図6は1997年第1四半期から2016年第4四半期におけるベネズエラの対外債務の推移を表している。1997年第1四半期の対外債務は約556億1,200万ドルで、その後、2007年第4四半期の約935億5,200万ドルまでほぼ一貫して増加している。その後、2008年第4四半期の約764億8,500万ドルまでいったん減少するものの、再び増加に転じ、2013

図6 対外債務の推移（1997年第1四半期～2016年第4四半期）



（データ出所）IFS（IMF）

年第1四半期の約1,507億4,900万ドルでピークを迎える。2013年第1四半期以降は2014年第4四半期と2015年第1四半期を除き、ほぼ横ばいの金額で推移しており、2016年第4四半期では約1,325億3,600万ドルとなっている。

このような対外債務の状況に加え、原油価格の下落や国際収支の見通しなどをもとに、ベネズエラ国債のCDS（クレジット・デフォルト・スワップ：credit default swap）価格を判断して、井上（2015）では「事実上のデフォルト状態」であることを指摘していた。その後、2018年1月9日、米国格付け大手S&Pグローバルは2020年償還のベネズエラ国債について、「デフォルト状態にある」と発表した<sup>14）</sup>。その後、坂口（2019）や西川（2019）もベネズエラ国債およびベネズエラ国営石油会社（PDVSA：Petróleos de Venezuela）社債が事実上のデフォルト状態であり、それが今後、深刻化していくことを懸念している。

ベネズエラのデフォルトについてはJeanneret and Souissi（2016）が分析対象としている。Jeanneret and Souissi（2016）は1996年から2012年の100か国からなるデータをもとに、各国の自国通貨建て国債と外国通貨建て国債の各デフォルトについて、国内要因、対外資産・負債要因、歴史的要因、政治的要因、国際的要因の5つの側面から各説明変数を設定し、実証研究をおこなっている。そのなかで、ベネズエラについては①1996年か



ら1998年の自国通貨建て国債のデフォルトと②2004年から2005年の外国通貨建て国債のデフォルト（いずれも支払不能によるデフォルト）の2期間について取り上げられている。分析の結果、自国通貨建てであれ外国通貨建てであれ、国債のデフォルト・リスクの大きさに違いはないことが示されている。また、基本となる推定モデルの説明力が43%であるものが、自国通貨建て・外国通貨建てとして発行通貨ごとに国債を分類して推定し直すと説明力が62%に上昇すると結論付けている。

### 3. おわりに

以上、本研究ノートでは1980年代以降のベネズエラの経済状況について、主な経済指標のデータを整理・概観するとともに、関連する実証研究をサーベイした。本研究ノートで取り上げた経済指標は実質経済成長率・名目貨幣残高・インフレ率・政策金利・為替相場・対外債務である。また、外国為替相場制度の変遷についても言及した。今後はこれらの経済指標や実証研究を参考にして、引き続き、ベネズエラ経済および為替相場制度の研究を進めていくこととする。

### 注

- (1) 経済指標のなかにはデータ入手の制約から、一部、1990年代以降を対象としているものもある。
- (2) 正式な国名はベネズエラ・ボリバル共和国 (Bolivarian Republic of Venezuela) である。
- (3) 元来、英語で「デノミネーション (denomination)」は「額面」や「通貨の単位」を意味するが、ここでは日本で広く認知されている「通貨の呼称の変更、または通貨単位を変更すること」として用いることとする。
- (4) ロイター電子版2018年10月10日付 (2019年4月6日閲覧)。
- (5) *OPEC Annual Statistics Bulletin 2018* を参照。
- (6) *National Accounts Main Aggregate Database* (UNSD : United Nations Statistics Division) を参照。
- (7) 石油レントがベネズエラ経済に与える影響のメカニズムについては伊藤 (2004) が詳細に考察している。
- (8) 「21世紀の社会主義」はハインツ・ディーテリヒ (Heinz Dieterich) が1996年に作り出した政治用語である。チャベス前大統領は2005年の世界社会フォーラムにおけるスピーチでこの言葉を使用した。
- (9) 「ミシオン」の詳細についてはボランコ (2016) を参照。
- (10) チャベス前大統領は2013年3月5日に死去した。
- (11) dominance は「支配」と訳されることもある。
- (12) 公定レートと実勢レート (闇レート) の乖離やハイパーインフレーションの進行による貨幣不足から財購入の困難な状況が続いているため、2017年12月、カラカスにおいて地域通貨 Panal (パナル) が発

行された。Panal を含むベネズエラの地域通貨の詳細については歌代・林 (2018) を参照。

- (13) その他に参照した資料は日本貿易振興機構 (2016)、日本貿易振興機構 (2017a)、日本貿易振興機構 (2017b)、日本貿易振興機構 (2018) である。
- (14) 『日本経済新聞』2018年1月10日を参照。

## 参考文献

- ・ Agnani, B. and Iza, A. (2011) "Growth in an oil abundant economy: the case of Venezuela," *Journal of Applied Economics*, 14 (1), pp.61-79.
- ・ Alvarado, R., Iñiguez, M., and Ponce, P. (2017) "Foreign direct investment and economic growth in Latin America," *Economic Analysis and Policy*, 56, pp.176-187.
- ・ Bello, O. D., Blyde, J. S., and Restuccia, D. (2011) "Venezuela's growth experience", *Latin American Journal of Economics*, 48 (2), pp.199-226.
- ・ Bjørnland, H. C. (2005) "A stable demand for money despite financial crisis: the case of Venezuela," *Applied Economics*, 37, pp.375-385.
- ・ Cagan, P. (1956) "The Monetary Dynamics of Hyperinflation," in Friedman, M. (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press.
- ・ Cerra, V. (2016) "Inflation and the Black Market Exchange Rate in a Repressed Market: A Model of Venezuela", *IMF Working paper*, IMF, WP/16/159.
- ・ Da Costa, M. and Olivo, V. (2008) "Constraints on the Design and Implementation of Monetary Policy in Oil Economies: The Case of Venezuela", *IMF Working Paper*, IMF, WP/08/142.
- ・ Dornbusch, R., Dantes, D. V., Pechman, C., de Rezende Rocha, R., and Simões, D. (1983) "The Black Market for Dollars in Brazil", *The Quarterly Journal of Economics*, 98 (1), pp.25-40.
- ・ Husted, S. (1992) "The emerging US current account deficit in the 1980's: a cointegration analysis," *The Review of Economics and Statistics*, 74, pp.159-166.
- ・ IMF (2019) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange restrictions 2018*, Washington, DC.
- ・ Jeanneret, A. and Souissi, S. (2016) "Sovereign defaults by currency denomination", *Journal of International Money and Finance*, 60, pp.197-222.
- ・ Kalyoncu, H. and Ozturk, I. (2010) "Sustainability of current account for Latin America and Caribbean countries", *Applied Economics Letters*, 17, pp.781-785.
- ・ Malone, S. W. and Horst, E. (2010) "The Black Market for Dollars in Venezuela," *Emerging Markets Finance and Trade*, 46 (5), pp.67-89.
- ・ Mejia-Reyes, P., Osborn, D. R., and Sensier, M. (2010) "Modelling real exchange rate effects on output performance in Latin America", *Applied Economics*, 42 (19), pp.2491-2503.
- ・ Pesaran, M. H. and Shi, Y. (1999) "An Autoregressive Distributed-Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis", in Strom, S (eds) *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century : The Rangar Frisch Centennial Symposium*, Cambridge : Cambridge University Press.
- ・ Pesaran, M. H., Shin, Y., and Smith, R. J. (2001) "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", *Journal of Applied Econometrics*, 16, pp.289-326.
- ・ Ramajo, J. (2001) "Time-varying parameter error correction models: the demand for money in Venezuela, 1983.I-1994.IV", *Applied Economics*, 33 (6), pp.771-782.
- ・ Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2004) "The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation," *The Quarterly Journal of Economics*, 119 (1), pp.1-48.
- ・ Rodriguez, C. M. (2016) "Economic and political determinants of exchange rate regimes: The case of Latin America", *International Economics*, 147, pp.1-26.

- ・ Satti, S. L., Farooq, A., Loganathan, N., and Shahbaz, M. (2014) "Empirical evidence on the resource curse hypothesis in oil abundant economy", *Economic Modelling*, 42, pp.421-429.
- ・ Vera, L., Zambrano-Sequin, L., and Faust, A. (2007) "The efficiency-stability-off: The case of high interest rate spreads in Venezuela," *The Developing Economies*, 45 (1), pp.1-26.
- ・ Vithessonthi, C. and Tongurai, J. (2015) "Financial markets development, business cycle, and bank risk in South America," *Research in International Business and Finance*, 36, pp.472-484.
- ・ 伊藤珠代 (2004) 「ベネズエラ：石油レント経済の功罪」、『ラテンアメリカレポート』、21 (2)、日本貿易振興機構 (ジェトロ) アジア経済研究所、pp.46-58.
- ・ 井上裕介 (2015) 「デフォルトが懸念されるベネズエラ経済」、公益財団法人国際通貨研究所ニュースレター、No.2、2015年1月16日.
- ・ 歌代哲也・林康史 (2018) 「ベネズエラの地域通貨 Panel」、『立正大学経済学季報』、第67巻第4号、立正大学経済学部、pp.41-67.
- ・ 坂口安紀 (2016) 「国家介入型経済政策とマクロ経済へのインパクト」、坂口安紀 (編) 『チャベス政権下のベネズエラ』、第4章、アジア研選書 No.43、アジア経済研究所.
- ・ 坂口安紀 (2018) 「混乱をきわめるベネズエラ経済：とまらない経済縮小とハイパーインフレ」、『ラテンアメリカレポート』、35 (1)、日本貿易振興機構 (ジェトロ) アジア経済研究所、pp.35-48.
- ・ 坂口安紀 (2019) 「ベネズエラ：破たんする経済と「二人の大統領」」、IDE ニュース、3、日本貿易振興機構アジア経済研究所、pp.14-15.
- ・ 西川珠子 (2019) 「転機を迎えるベネズエラ—体制転換の可能性と原油・金融市場への影響」、『みずほインサイト』、みずほ総合研究所、2019年2月1日.
- ・ 日本貿易振興機構 (JETRO) (2016) 「ビジネス短信：新為替制度を発表—1ドル=10.0ボリバルの固定に—」、2016年3月16日.
- ・ 日本貿易振興機構 (JETRO) (2017a) 「ビジネス短信：4つあった公式為替レートを2つに集約—中南米の制度改定動向—」、2017年3月6日.
- ・ 日本貿易振興機構 (JETRO) (2017b) 「ビジネス短信：新たな外貨発給システム「DICOM」が始動」、2017年6月19日.
- ・ 日本貿易振興機構 (JETRO) (2018) 『ジェトロ世界貿易投資報告 (2018年版)』
- ・ ホルヘ・ディアス・ポランコ (2016) 「ボリバル革命の柱、社会政策ミッション」、坂口安紀 (編) 『チャベス政権下のベネズエラ』、第3章、アジア研選書 No.43、アジア経済研究所.