



(写真) ベネズエラ中央銀行 “ベネズエラ中央銀行の通貨政策をおさらい”

ベネズエラの通貨政策

株式会社ベネインベストメント
松浦 健太郎

2 018年 ベネズエラは前年比130万%増のハイパーインフレを経験した。

当時 IMF は、「インフレはこのまま加速する」と予想していたが、その予想に反し2019年からインフレ率は落ち着き始め、2021年は前年比1,000%前後で落ち着く見通し。

ベネズエラで何が起きていたのか、2019年以降のベネズエラの通貨政策について中央銀行の公表値を見ながら確認してみたい。

預金準備制度でボリバル流通量を抑制

2018年のベネズエラは、まさに混乱期にあった。

米国が経済制裁を強化する中、急速に石油産業の活動が止まり、経済規模が縮小。一方、2018年当時は、石油輸出収入に依存することを前提とした経済構造から脱却できておらず、政府が外貨の流れを管理するスタイルを続けていた。

ドルが流れてこなくなったため輸入が止まり、国内の物不足が悪化。ドル供給が減り並行レートがドル高になり物価を押し上げた。

政府・PDVSAも資金不足が深刻化し、その不足分を中央銀行がボリバルを発行し補った。これにより国内のボリバル通貨流通量は異常に膨れ上がり、ボリバル通貨の価値下落に拍車をかけた。

ベネズエラの通貨政策に大きな変化が見えたのは2019年から。

最初に行ったのは「ボリバル通貨の増加を抑えること」だった。

2019年2月 通貨当局は「預金準備率」を57%、「マージン預金準備率」を100%に引き上げると発表した。

「預金準備制度」は、国内の金融機関が中央銀行に一定の金額を預けておかなければいけないという制度。

預金準備率が57%ということは、金融機関が顧客から預かっている預金額のうち57%は中央銀行に保管しておく必要があるということ。

「マージン預金準備」とは、直近1週間の間に増えた預金を意味する。「マージン預金準備率」が100%ということは、金融機関は直近1週間の預金増加分は全て中央銀行に留保しなければいけないことになる。

それまで預金準備率は31%、マージン預金準備率は存在しなかったので、中央銀行に預けておく金額が大きく増えたことを意味する。

金融機関からすると、貸出のために使える資金が中央銀行に拘束されることを意味する。

中央銀行の狙いは、まさに「貸出資金を減らす」ことにあった。

金融用語で「ベースマネー」と「マネーストック」という言葉がある。

「ベースマネー」とは、中央銀行が供給する通貨のことで、具体的には、通貨当局の発行した現金通貨と各金融機関が中央銀行に預けている法定準備預金の合計のことを指す。

「マネーストック」とは、「企業や家計など経済主体が保有する現金や預金の残高」のことを指す。

「マネーストック」について補足したい。金融機関は中央銀行に預けている金額以外の資金は融資を必要とする法人・個人に貸し出す。

その金融機関が誰かに融資を行ったからと言って、その金融機関にお金を預けている他の誰かの預金額が減るわけではない。融資を行うことは、金融機関の預金額は増えることを意味する。

つまり、金融機関は中央銀行に預けていないお金を貸し出すことで、国内の通貨を増やす機能を持っている。金融機関が貸し出しを行い、増えた結果の通貨総量を「マネーストック」という。

「マネーストック」の「ベースマネー」に対する比率を「信用乗数」といい、「マネーストック」は、「信用乗数×ベースマネー」になる。

ベネズエラの中央銀行は、金融機関が貸出に回せる資金を減らすことにより「信用乗数」を下げ、ボリバル通貨が増えることを止め、インフレを抑制しようとした。

預金準備率を引き上げたことにより、実際にマネーストックの増加は抑制された。

下表棒グラフは「信用乗数」。

19年2月の改定以前は、「マネーストック」は「ベースマネー」の約2倍(約100%増)だったが、預金準備が引き上げられてから信用乗数は低下。

更に20年4月には「預金準備率」を57%から93%に引き上げ、融資を強く制限。更に信用乗数は低下した。

しかし、「信用乗数が低下する」ということは、融資が必要な個人・法人に融資がされなくなることを意味する。

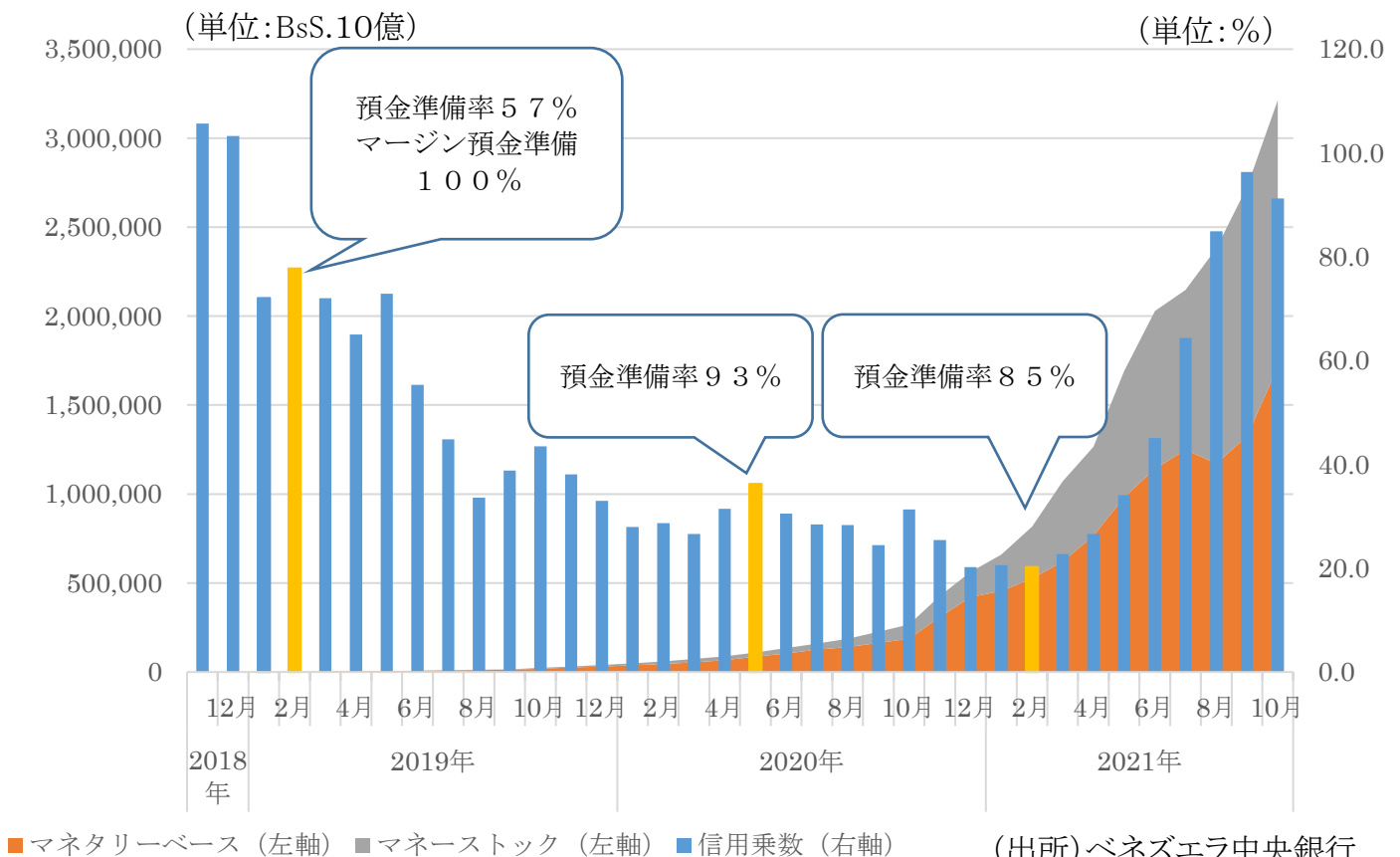
貸出資金が減れば、金融機関の収益も当然悪化するため、金融機関は当局に預金準備率の引き下げを要請。

2021年2月に93%が85%に引き下げられた。

これにより融資資金が増加し、金融機関の融資が増加。現在の信用乗数は100%近くまで上昇しており、中央銀行としては警戒水域に入っているのかもしれない。

ちなみに政府の歳出は以前より削減され、中央銀行によるPDVSAのファイナンスも減少傾向にある。

グラフ：ベースマネーとマネーストック、信用乗数の推移



外貨の流れの管理を放棄

2019年に入りマドゥロ政権は外貨の流れをコントロールする外貨管理制度を断念した。

これまで制度上、ベネズエラに入ってくる外貨は中央銀行を通り、ベネズエラの誰に外貨を流すか、(場合によっては)為替レートをどうするかも中央銀行(実質的には政府)が決めていた。

これはベネズエラの外貨収入の9割が原油の輸出収入で外貨収入のほとんどが政府の管理下にあったから可能な仕組みだ。

しかし、2017年8月に米国の金融制裁を受けて中央銀行が外貨を動かすことが困難になり、石油産業の活動も大きく狂い始めた。

そして、2019年1月には、石油産業が強烈な制裁を受けて政府が外貨の流れをコントロールする仕組みが完全に機能しなくなった。

こうして誕生したのが「両替テーブル」だった。

「両替テーブル」が始まったのは19年5月。石油産業への制裁の影響が明確に出始めた頃だった。

両替テーブルの詳細については、当時の「[ウィークリーレポート No.97](#)」を参照されたいが、簡単に言うと外貨の出入りを決めるのは、中央銀行ではなく、各金融機関になった。

為替レートも外貨両替を希望する個人・法人と金融機関が需給に応じて決める仕組み。

最初は一時的な制度になるかもしれないと想像していたが、想定以上に機能しており、既に2年半以上「両替テーブル」が続いている。

中央銀行は為替レートが急激にボリバル安になりそうな時は両替市場にドル・ユーロを大量に投入することで、ボリバル安の進行を抑えている状況だ。

民間部門の外貨口座預金が増加

経済のドル化も忘れてはいけない重要な通貨政策。

石油収入が減少し、政府の外貨収入は国民生活を維持できるほどない。不足分をボリバル通貨の乱発で補った場合に起きる弊害は2018年に認識した。

マドゥロ政権は、国民が自身でドルを稼ぎ、自活できるような仕組みに変える方向で舵を切った。

その手始めとして、2019年5月に「両替テーブル」を作り、同時に「両替テーブル」で両替した外貨を預ける外貨口座をベネズエラ国内で開設出来るようにした。

19年5月以前からベネズエラには「為替協定20号」のスキームでベネズエラ国内に外貨口座を持つことは可能だった。

19年5月時点で「為替協定20号」のスキームで国内に預金されていた外貨は約8億ドル。ただ、この金額のほとんどはPDVSAなど政府系企業のもので、民間部門が外貨口座を開設するようになったのは19年5月の「為替協定1号」が始まってからと思われる。

以下の図は「為替協定20号」のスキームの外貨預金額と「為替協定1号」のスキームの外貨預金額の推移。

ただ、前述の通り「為替協定20号」の外貨は政府系企業の外貨で、民間部門は「為替協定1号」がほとんど。「為替協定1号」のドル預金額は、ベネズエラ国内に流通する通貨総額の24.3%に過ぎない。

「為替協定20号」の外貨預金は減少傾向にあるが、「為替協定1号」の外貨預金は増加を続けている。

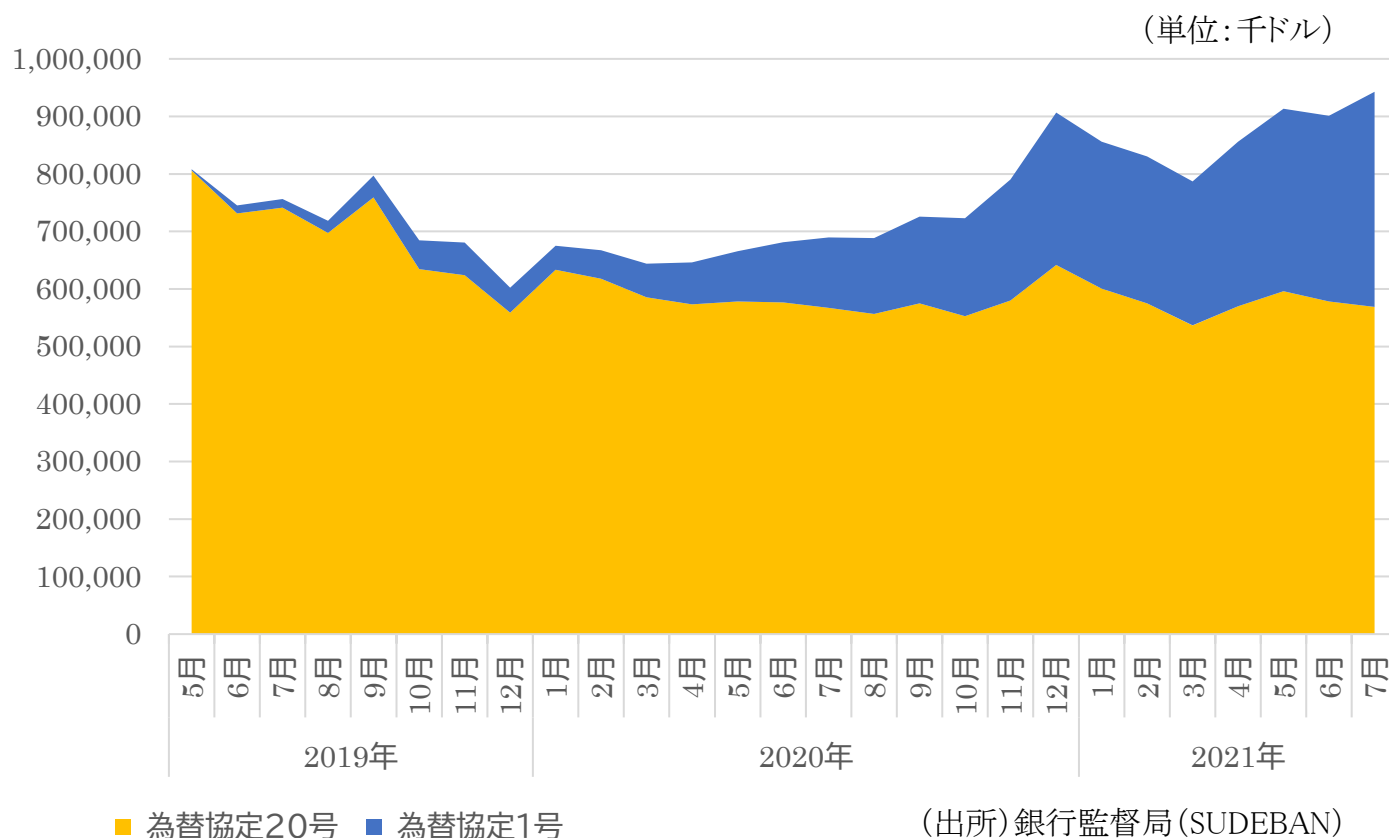
なお、本来とても重要なのは現金外貨(ドル紙幣・ユーロ紙幣・コロンビアペソ紙幣など)の流通量なのだが、これを測定する手段はない。

2021年7月時点では、「為替協定20号」の外貨預金が5.7億ドル。「為替協定1号」の外貨預金額が3.7億ドル。合計で9.4億ドルになっている。

マドゥロ政権は、2022年もボリバル通貨を維持すると主張している。ボリバル通貨が維持されたとしても、経済のドル化が更に進むことは間違いないだろう。

これはベネズエラ国内に流通するボリバル通貨を含めた通貨総額の61%に相当する。つまり、現在はボリバル通貨の流通量よりもドル預金額の方が多くなる。

グラフ:外貨預金額の推移(2019年5月~21年7月)



以上