

# 資源価格下落と中南米経済 累積債務危機の再来はあるのか

欧米調査部上席主任エコノミスト

西川珠子

03-3591-1310

tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp

- 中南米各国の株価・通貨が、「資源依存体質」への懸念から、調整圧力にさらされている。資源価格下落により交易条件は悪化に転じ、開発投資の低迷や貿易・財政収支の悪化が警戒されている。
- 原油安は、ベネズエラ、コロンビアにとってデメリットが大きい。短期的には影響が限定されるアルゼンチン、ブラジル、メキシコについても、中期的にはエネルギー開発への悪影響が懸念される。
- 1970年代の資源高を背景とした資金の偏在は、80年代の累積債務危機につながった。現在は、中南米への銀行与信の集中はみられず、対外債務の返済能力もベネズエラを除き改善している。

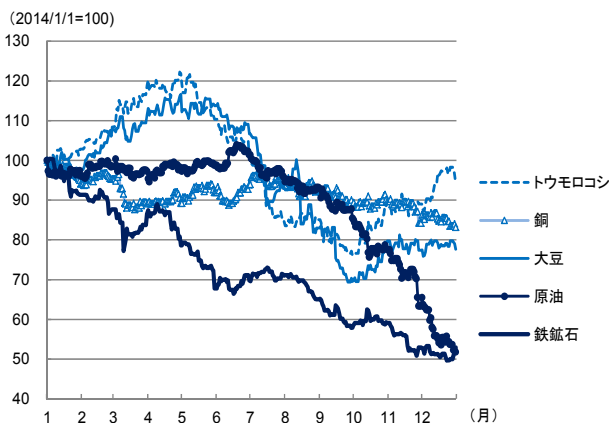
## 1. 「資源依存体質」が懸念される中南米経済

### (1) 資源価格の下落に伴い強まる中南米市場の調整圧力

資源価格の下落を受けて、中南米市場が厳しい調整圧力にさらされている。鉱物・食糧等の資源に対する貿易・財政面での依存度の高さが懸念されているためだ。

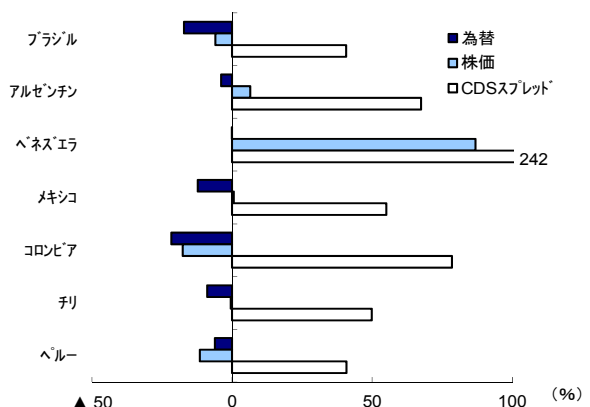
2014年初来の主要な資源価格の推移をみると、鉄鉱石が5割もの急落となっているほか、原油も11月末のOPEC（石油輸出国機構）の減産見送り以降、下落ペースが加速し、ほぼ半値となっている。銅も2014年初に比べ15%程度安い水準で推移している。穀物についても、トウモロコシが年末にかけ値を戻した一方、大豆は下げ止まり傾向にあるとはいえ年初来2割安の水準で推移している（図表1）。

図表1 資源価格の推移



(注) データは2014年、12月末まで。  
(資料) Bloomberg

図表2 為替・株価・CDSスプレッドの変化



(注) 1. 2014年7月初めから12月末までの変化率。  
2. アルゼンチン、ベネズエラの為替レートは公式レート。  
(資料) Bloomberg

中南米経済の「資源依存体質」に対する懸念から、主要 7 カ国の為替、株価は総じて下落し、CDS スプレッドも大幅に拡大している（図表2）。原油依存度が極めて高いベネズエラでは、原油安に伴う輸出減・歳入減によるデフォルト（債務不履行）懸念<sup>1</sup>が高まり、CDS スプレッドは 2014 年 7 月初めの 3 倍超（2014 年 12 月末時点 3155bps）まで拡大している。もっとも、為替については、ベネズエラは固定相場制を採用しているため公式レートでは影響が読みとれないほか、株価についてはファンダメンタルズからは説明がつかない高騰を示している<sup>2</sup>。

原油安の影響が最も鮮明に表れているのが、ベネズエラに次いで原油輸出依存度が高いコロンビアだ。2014 年後半の為替と株価の下落率（各々▲21.7%、▲17.6%）は主要 7 カ国で最大となっており、CDS スプレッドも大幅に拡大している。

中南米で最大の産油国であるメキシコ<sup>3</sup>は、ペニャ・ニエト政権が推進する歴史的なエネルギー改革により、エネルギー開発投資が拡大することへの期待が為替や株価の下支え要因となり、他の中南米諸国に比べ底堅く推移してきた。しかし、原油安による石油産業の採算悪化懸念や、石油関連税収減による財政への悪影響に対する警戒感が台頭し、11 月下旬以降はペソ相場が急落している。

そのほか、ブラジル、アルゼンチン<sup>4</sup>、チリ、ペルーも、大豆等の食糧、鉄鉱石や銅等の鉱物資源への依存度の高さに対する警戒感から、為替、株価はおおむね下落、CDS スプレッドは拡大傾向にある。

## （2）中南米主要 7 カ国の「資源依存体質」

中南米経済の「資源依存体質」を確認してみよう。まず、一次産品輸出の輸出シェアと対 GDP 比をみると、輸出シェアが最も高いのはベネズエラ（95.5%）で、GDP 比でも 27.1%と最大となっている（図表3）。次いでペルー、チリ、コロンビアも輸出シェアが 8 割を超え、ペルー、チリは GDP 比でも 20%前後に達する。アルゼンチン、ブラジルについては、輸出シェアが 6 割を超えるが、GDP 比ではアルゼンチン 11.7%、ブラジル 7.0%にとどまる。メキシコは、輸出シェアが 27.3%と突出して低く、GDP シェアも 8.6%とブラジルに次いで低くなっている。

次に、各国の具体的な輸出品目について、上位 10 品目（HS コード 4 桁分類）で確認してみよう。各国で、穀物（10 類）等の食糧、鉄鉱、銅等の鉱石（26 類）、原油・石油製品（27 類）等が上位を占めている（図表4）。

資源依存度が高く、デフォルト懸念の高まるベネズエラは、原油・石油製品の輸出シェアが 96.5%<sup>5</sup>と典型的なモノカルチャー構造となっている。コロンビアについても、原油・石油製品で 54.4%、石炭・ガス等も含めると鉱物性燃料への依存度は 64.8%にも達している。

図表 3 主要 7 カ国の「資源依存体質」

一次産品輸出	金額 (億ドル)	構成比 (%)	GDP比 (%)
ベネズエラ	857	95.5	27.1
ペルー	406	88.5	19.9
チリ	674	86.2	25.1
コロンビア	503	83.5	13.6
アルゼンチン	556	68.8	11.7
ブラジル	1,585	65.3	7.0
メキシコ	1,014	27.3	8.6
中南米・カリブ	6,271	60.7	11.0

（注）1. ベネズエラと中南米・カリブは 2011 年、他は 2012 年。

2. 構成比は、各国輸出に占める一次産品の割合。

（資料）国連ラテンアメリカ・カリブ経済委員会（ECLAC）

「Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean 2013」

図表4 中南米主要7カ国の輸出上位10品目（HSコード4桁分類）

ベネズエラ				コロンビア		
品目名	HSコード	輸出シェア	品目名	HSコード	輸出シェア	
1 原油	2709	66.7	原油	2709	47.0	
2 石油製品	2710	29.8	石炭及び練炭、豆炭	2701	10.6	
3 鉄鉱	2601	0.6	石油製品	2710	7.4	
4 鉄鉱石を直接還元して得た鉄鋼その他	7203	0.5	金	7108	3.8	
5 鉄又は非合金鋼のフラットロール製品	7208	0.3	コーヒー	901	3.3	
6 アルミニウムの塊	7601	0.2	切り花及び花芽	603	2.3	
7 船舶(掘削用プラットフォーム等)	8905	0.2	バナナ	803	1.3	
8 窒素肥料	3102	0.1	フェロアロイ	7202	1.2	
9 客船・タンカー等	8901	0.1	乗用自動車	8703	1.1	
10 非環式炭化水素	2901	0.1	石油ガスその他のガス状炭化水素	2711	0.8	
チリ				ペルー		
品目名	HSコード	輸出シェア	品目名	HSコード	輸出シェア	
1 精製銅又は銅合金の塊	7403	24.4	金	7108	19.2	
2 銅鉱	2603	22.2	銅鉱	2603	18.2	
3 粗銅及び電解精製用陽極銅	7402	4.6	石油製品	2710	7.9	
4 化学木材パルプ	4703	3.6	精製銅又は銅合金の塊	7403	5.0	
5 魚のフィレその他の魚肉	304	2.6	石油ガスその他のガス状炭化水素	2711	3.8	
6 ぶどう	806	2.5	肉、魚等の粉、ミール及びペレット	2301	3.3	
7 ぶどう酒	2204	2.4	鉛鉱	2607	2.7	
8 金	7108	1.8	亜鉛鉱	2608	2.5	
9 鉄鉱	2601	1.8	鉄鉱	2601	2.0	
10 魚	303	1.8	コーヒー	901	1.7	
アルゼンチン				ブラジル		
品目名	HSコード	輸出シェア	品目名	HSコード	輸出シェア	
1 大豆油かす	2304	13.9	鉄鉱	2601	13.4	
2 トウモロコシ	1005	7.6	大豆	1201	9.4	
3 乗用自動車	8703	5.4	原油	2709	5.4	
4 貨物自動車	8704	5.4	粗糖	1701	4.9	
5 大豆	1201	5.3	船舶(掘削用プラットフォーム等)	8905	3.2	
6 大豆油	1507	5.3	鶏肉等	207	3.0	
7 金	7108	2.4	大豆油かす	2304	2.8	
8 原油	2709	2.3	トウモロコシ	1005	2.6	
9 車両部分品・付属品	8708	1.8	乗用自動車	8703	2.3	
10 航空機・宇宙飛行体・ロケット	8802	1.5	化学木材パルプ	4703	2.0	
メキシコ				(注) 1. ベネズエラのみ2011年、他は2013年。 2. ブラジルおよびアルゼンチンは、上位10品目に含まれる「その他」は除外。 (資料) UN Comtradeより作成		
品目名	HSコード	輸出シェア				
1 原油	2709	11.3				
2 乗用自動車	8703	8.5				
3 車両部分品・付属品	8708	5.4				
4 電話機等	8517	4.7				
5 貨物自動車	8704	4.6				
6 自動データ処理機械等	8471	4.6				
7 モニター及びビデオプロジェクター	8528	4.4				
8 電気絶縁をした線、ケーブル	8544	2.7				
9 金	7108	1.5				
10 石炭及び練炭、豆炭	2710	1.5				

チリ、ペルーについては、輸出上位 10 品目がほぼすべて資源で、輸出シェアも 7 割弱を占めている。チリは、なかでも銅関連の輸出が全体の 5 割以上を占めており、銅市況の下落にきわめて脆弱となっている。ペルーは、チリに比べれば輸出品目は分散がみられるが、やはり鉱物資源に対する依存度が高くなっている。

アルゼンチンは、大豆、トウモロコシ等、基本的に資源中心ではあるが、自動車・同部品、航空機等の工業製品も上位 10 品目に含まれている。ブラジルは、アルゼンチンと似通った構造となっており、鉄鉱、大豆、原油、粗糖と上位 4 品目を資源が占める一方、船舶や自動車等の工業製品も重要な輸出品目となっている。

メキシコでは、原油が最大の輸出品目であり、全体の 11.3%に達している。一方で、自動車や電機等工業製品のシェアが高く、輸出品目は分散しており、資源依存度の低さにつながっている。

## 2. 明暗分かれる原油安の中南米経済への影響

### (1) 悪化に転じた交易条件

資源価格の下落は、交易条件（輸出物価／輸入物価）の悪化による海外からの所得移転の減少につながり、資源関連企業の収益減少や採算悪化による開発投資の低迷、貿易収支の悪化、歳入減による財政悪化等の悪影響をもたらす要因となる。さらに、経済への悪影響を嫌気した通貨安が進むと、物価上昇や対外債務の返済負担増大にもつながる恐れがある。

2000 年代後半、資源多消費型の中国経済の高成長がもたらした資源価格の高騰により、メキシコを除く主要 6 カ国の交易条件は、ベネズエラを筆頭に大幅に改善した。しかし、資源価格の下落を受けて、2011 年以降 2013 年にかけて交易条件は悪化に転じている（図表5）。2014 年の価格下落により、交易条件は一段と悪化幅が拡大していると考えられる。

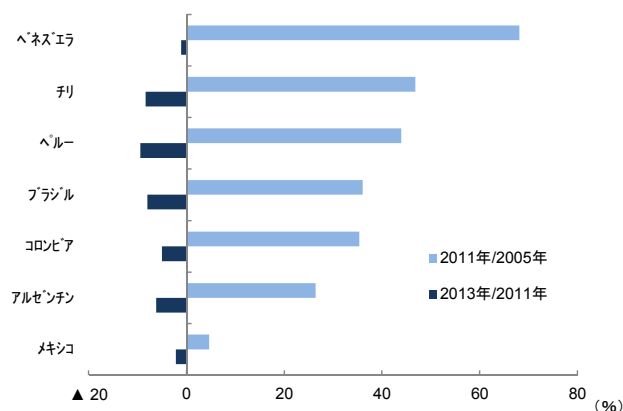
資源価格の中でも、とりわけ原油価格は 2014 年 11 月末以降に急落し、産油国経済への悪影響が注目されている。以下では、原油安の影響について、貿易収支、財政収支、物価の観点から、各国への影響を検討する。

### (2) 原油安の短期的な影響

原油安は、貿易面・財政面で原油依存度の高いベネズエラ、コロンビアにとってデメリットが大きい。

まず貿易収支についてみると、輸出の原油・石油製品依存度は、高い順にベネズエラ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ブラジル、アルゼンチン、チリとなっている（図表6）。原油安は輸出減少要因となるが、各国の原油・石油製品輸入を差し引いたエネルギー収支ベースでみると、ペルー、ブラジル、アル

図表 5 主要 7 カ国の交易条件の変化



(資料) 国連ラテンアメリカ・カリブ経済委員会 (ECLAC)

ゼンチン、チリは輸入超過となっており、原油安による交易条件の改善が貿易収支の改善要因となる。チリでは、エネルギー収支の赤字が GDP 比▲4.6%にも達しており、主要7カ国の中で原油安の恩恵が最も大きいと考えられる。他方ベネズエラは、エネルギー収支でも黒字が GDP 比 29.6%と突出して大きく、原油安によるデメリット（輸出減少による貿易収支の悪化）が大きい。次いでデメリットが大きいのがコロンビア（同 6.8%）だ。メキシコ（同 1.8%）についても、原油安は貿易収支の悪化要因となるが、資源以外の輸出品目が7割超を占めることから、ベネズエラ、コロンビアに比べれば影響は限定的だろう。

財政面では、石油関連収入が歳入に占める比率が高いほど、原油安によるデメリットが大きくなると考えられる。データが利用可能な国についてみると、ベネズエラ、メキシコは歳入の3割以上を石油関連収入が占めている（図表7）。コロンビアも、石油収入依存度は 8.6%に達しているほか、ブラジルについても国営石油会社ペトロブラスからの税収が全税収の7%程度を占めるとの指摘がある（Molan (2014)）。一方、アルゼンチン等、エネルギー補助金負担の大きい国では、原油安は財政収支にプラスに寄与する側面がある（Resende (2014)）。

メキシコ財政については、石油収入依存度は高いものの、原油安の影響を軽減する仕組みがある。メキシコ政府は、原油価格ヘッジ・プログラムを導入しており（プット・オプションの購入、2015年の行使価格は 76.4 ドル/バレル）、2009年の油価急落局面でも財政危機の回避に貢献したとされる（Montes (2014)）。また、石油以外の税収基盤強化を図る税制改革が実現し、2014年から個人所得税の最高税率引き上げ、配当・キャピタルゲイン税導入等の増税が実施されていることで、今後、原油価格変動による財政収支への影響を軽減する効果が期待される。

ベネズエラは、すでに GDP 比2ケタにも達する大幅な財政赤字を抱えており、原油安によりデフォルト懸念が高まっている<sup>6</sup>。資源価格の変動が中南米諸国の財政に与えるインパクトを分析した Medina (2010) によれば、ベネズエラの歳出入は資源価格変動に対する感応度が中南米で最も高く（最も低いのはチリ）<sup>7</sup>、特に歳入以上に歳出の感応度が大きいとされる。ベネズエラでは、原油高局面で歳入とともに歳出も膨張し、財政収支は悪化の一途をたどってきた。今後は、原油安による歳入減への対応から歳出が抑制され、すでに後退局面にある景気を一層下押しする可能性がある。

図表6 エネルギー輸出・収支

原油・石油製品	輸出	収支	
	シェア(%)	GDP比(%)	(100万ドル)
ベネズエラ	96.5	29.6	87,982
コロンビア	54.4	6.8	25,676
メキシコ	12.8	1.8	23,165
ペルー	9.2	▲ 1.3	▲ 2,693
ブラジル	7.2	▲ 0.7	▲ 16,588
アルゼンチン	3.6	▲ 0.4	▲ 2,511
チリ	0.9	▲ 4.6	▲ 12,675

(注) 1. HS コード 2709 および 2710 が対象。  
2. ベネズエラのみ 2011 年、他は 2013 年。  
(資料) UN Comtrade より作成

図表7 石油収入と財政収支

	石油収入 歳入比(%)	財政収支 GDP比(%)
ベネズエラ	46.6	▲ 14.9
メキシコ	33.1	▲ 3.8
コロンビア	8.6	▲ 0.9
ブラジル	-	▲ 3.3
アルゼンチン	-	▲ 2.8
チリ	-	▲ 0.7
ペルー	-	0.7

(注) 1. 石油収入の歳入比は、ベネズエラ、メキシコ 2013 年、コロンビア 2010 年。  
2. 財政収支は 2013 年（ベネズエラは予測）。  
(資料) IMF 「World Economic Outlook」 等

物価の観点では、ガソリン等エネルギー価格の下落が、企業収益や家計の実質購買力の改善を通じて、設備投資や家計消費にプラスに作用しうる。ただし、エネルギー価格が市場実勢に連動して柔軟に決定されるチリ等を除き、国際価格変動が国内に波及することを回避するために政府が価格統制を実施している場合には、原油価格が下落してもエネルギー価格の低下につながりにくい。また、中南米通貨は全般に下落基調にあるため、原油安の物価抑制効果が限定される可能性がある。

### **（３）中期的なエネルギー開発と成長力への影響**

短期的には原油安の影響が限定されるアルゼンチン、ブラジル、メキシコについても、中期的には主要な成長分野として期待されるエネルギー開発への悪影響に対する懸念は大きい。

中南米地域は、シェールガス・オイル等非在来型資源の開発ポテンシャルが大きい。アルゼンチンは、シェールオイル（世界第４位）、シェールガス（第２位）の技術的回収可能量が中南米最大で、これにメキシコ（シェールオイル第８位・シェールガス第６位）が続いている。ブラジルはシェールガス（第１０位）のほか、２００７年に発見された深海油田の開発プロジェクトが進んでいる。

原油価格の下落は、開発投資の採算悪化、石油関連企業の収益悪化とそれを嫌気した株安による資金調達環境の悪化等を通じて、エネルギー開発に関わる投資の低迷につながる恐れがある。ブラジルでは、ペトロプラスによる投資が経済全体の投資額の１割強を占めているとされ（Molan（２０１４））、投資が原油安により減少すれば、それ自体が経済成長の下押し要因となるほか、開発にかかわる資材を供給するサプライヤーの経営悪化等を通じて、経済により広範な悪影響を及ぼすリスクがある。さらに、短期的な投資低迷は、資本蓄積の停滞をもたらし、中期的な成長力を低下させる要因となることが懸念される。

## **３．累積債務危機の再来はあるのか**

### **（１）資源高時代の資金の偏在が引き金になった累積債務危機**

中南米から世界経済へと悪影響が波及するリスクについては、中南米発の危機が世界に伝播したケースとして、１９８０年代の累積債務危機が想起される。

累積債務危機は、資源高時代に生じた資金の偏在が引き金だった。７０年代には、原油を中心とした資源価格の高騰が、交易条件の改善を通じて資源国の国際収支を好転させた。こうしたなかで、中南米諸国は、国際的な信用力の高まり等を背景に多額の海外資金を取り入れ、積極的に国内開発や高度成長政策を行った（経済企画庁（１９８６））。これにより、国際的な信用供与が中南米に集中し、資金の偏在が生じた。その後、資源価格下落と共にブームは終わり、８２年のメキシコによる対外債務のモラトリアム宣言を皮切りに累積債務危機が顕在化し、資金の主な出し手となった米国の金融機関を中心に世界の金融市場を揺るがした。

２０００年代の資源高局面でも、各国は資源開発を推進してきたが、８０年代の累積債務危機時に匹敵するような資金の偏在が生じているのだろうか。

国際的な銀行与信に占める中南米の存在感は、８０年代に比べて顕著に低下している。国際決済銀行（BIS）が中南米の累積債務危機を契機に集計を開始した「国際与信統計」によれば、世界の主要 30

カ国・地域に本店を持つ銀行の新興国（統計上の分類は発展途上国）向け与信に占める中南米のシェアは、83年の47.0%から2014年には21.4%まで低下している（図表8）。

83年時点では、アジア太平洋、欧州、中東アフリカ諸国向けの与信シェアは10～20%にとどまる一方、中南米向けだけが突出していた。現在は、中南米に代わってアジア太平洋向け（その45%が中国向け）に与信が集中している姿がうかがえる。国際的な銀行与信が中南米地域のGDPに占める割合をみても、83年の32.9%から2014年には23.5%に低下している。

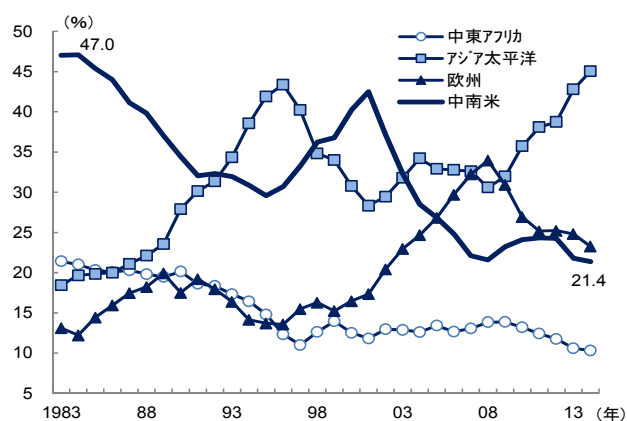
注意する点があるとすれば、中南米向け与信の主要な貸し手が、米国から欧州にシフトしていることだ。欧州銀は、2011年の欧州債務危機以降、本国や欧州地域での業績不振を中南米で補ってきた側面がある。欧州銀においては、資源関連企業の業績悪化等により、中南米向け与信が不良債権化するリスクに留意しておく必要がある。

外国銀行与信に占める米銀のシェアは、83年末時点では36.8%を占めていたが、足元では18.4%まで低下している（図表9）。シェアは主要7カ国で低下しているが、特にチリ、ペルー、アルゼンチンでは1割を切っており、存在感の低下が著しい。

約30年間で6倍近くに拡大してきた中南米向け与信の中心的な役割を担っているのは、欧州銀だ。欧州銀の対中南米与信シェアは、83年の24.7%から足元58.2%にまで上昇しており、累積債務危機当時の米国以上に、中南米向け与信において大きな役割を担っている。特に、欧州銀のなかではスペインが最大の貸し手（シェア65%）となっている。

なお、日本については、中南米全体では与信シェアが83年の3.6%から足元4.6%と小幅に上昇しているが、よりリスクが高いとみられる国へのエクスポージャーは低下している。すでにデフォルト状態にあるアルゼン

図表8 新興国向け与信に占める地域別シェア



(注) 2014年は6月末、他は12月末。  
(資料) 国際決済銀行 (BIS)

図表9 外国銀行の中南米向け与信

	外国銀行全体			米国シェア		欧州シェア		日本シェア	
	1983/12末 (億ドル)	2014/6末 (億ドル)	2014/1983 (倍)	1983/12末 (%)	2014/6末 (%)	1983/12末 (%)	2014/6末 (%)	1983/12末 (%)	2014/6末 (%)
中南米全体	2,328	13,488	5.8	36.8	18.4	24.7	58.2	3.6	4.6
ブラジル	652	5,073	7.8	35.8	14.9	24.9	63.8	4.1	5.8
メキシコ	698	4,081	5.8	35.7	29.6	23.4	58.0	3.1	4.9
チリ	131	1,378	10.5	47.0	8.0	19.3	62.8	2.3	4.9
ペルー	51	588	11.4	44.7	8.9	29.4	47.3	2.9	3.0
コロンビア	68	581	8.6	44.9	20.3	22.6	44.1	3.0	4.1
ベネズエラ	278	406	1.5	31.4	14.3	28.6	71.5	4.5	1.1
アルゼンチン	277	348	1.3	37.9	8.0	27.0	76.7	4.1	1.1

(注) データは所在地ベース。  
(資料) 国際決済銀行 (BIS)

チンや、デフォルトリスクの高まるベネズエラについては、与信シェアは4%台から1%程度に低下している。絶対額でみても83年時点ではベネズエラ、アルゼンチンともに10億ドル超に達していた与信額は、足元4億ドル前後程度まで圧縮されている。

## (2) 対外債務の返済能力はベネズエラを除き改善

各国の対外債務の返済能力は、累積債務危機時(82年)に比べ、ベネズエラを除いて改善していると考えられる。経済規模(国民総所得(GNI)<sup>8</sup>)対比でみた対外債務負担は多くの国で低下し、外貨準備の積み増しにより短期的な支払い能力も改善している(図表10)。80年代は、米国の高金利政策により中南米諸国の金利返済負担が急増したが(81年末FFレート12.0%)、現在は米金利の先高観があるとはいえゼロ金利政策の出口戦略を模索している段階であり、金利水準は大幅に低い。

ベネズエラについては、短期的な支払い能力に懸念がある。対外債務/GNIは82年に比べ大幅に低下しているが、1年未満に返済期限を迎える短期債務の外貨準備対比(100%以下が望ましいとされる)は、82年と同じ120%近辺のまま改善していない。原油安によって原油輸出を通じて獲得される外貨が減少していけば、支払い能力は一段と低下することになり、今後の推移を注視する必要がある。

アルゼンチンは、短期債務/外貨準備が72.6%とベネズエラに次いで高いものの、目安となる100%は下回っている。アルゼンチンは2014年7月末に13年ぶりのデフォルト状態に陥ったが、支払い能力不足というより、2001年のデフォルト後に債務再編に応じなかったホルドアウト債権者との法廷闘争でアルゼンチン政府が強硬姿勢を貫いた結果であった。アルゼンチンの国際金融市場へのアクセスが限られていることもあり、デフォルトによる国際的な影響は限定的なものにとどまっている<sup>9</sup>。

メキシコについては、短期債務/外貨準備が59.8%と3番目に高いが、82年の1474.4%から大幅に改善している。加えて、国際通貨基金(IMF)の弾力的信用枠(FCL、期間2年、総額約700億ドル)<sup>10</sup>が供与されており、外貨準備とFCLを合わせると、同比率は43%程度まで低下する。

その他の国については、短期債務/外貨準備が50%を下回っており、短期的に対外債務の返済不能に陥るような事態は想定しにくい。ただし、チリについては、主要7カ国のなかでは対外債務負担が大きく、2014年は外貨準備が減少傾向にある点には留意が必要だ。

図表10 主要7カ国の対外債務・外貨準備

	対外債務/国民総所得(%)		短期債務/外貨準備(%)		外貨準備(2014年)	
	1982年	2013年	1982年	2013年	(億ドル)	変化率(%)
ベネズエラ	42.8	27.6	124.5	118.9	221	2.7
アルゼンチン	55.3	22.7	366.8	72.6	314	2.7
メキシコ	53.4	35.9	1474.4	59.8	1,930	9.3
チリ	78.1	41.0	128.5	40.9	399	▲ 2.9
コロンビア	27.8	25.3	55.7	27.7	474	8.6
ペルー	45.7	29.0	114.5	9.8	632	▲ 3.7
ブラジル	35.3	21.9	437.4	9.3	3,630	1.2

(注) 2013年の債務指標はチリのみ2011年のデータ。外貨準備は2014年末値、変化率は前年末比。

(資料) 世界銀行「World Development Indicators」、Bloomberg



### 3. おわりに

2014年にみられた急激な資源価格の下落は、資源に対する需給の緩みと国際商品市場からの投資資金の流出を背景としている。中国経済が投資から消費主導経済への移行を図り、成長率が7%前後へと緩やかに減速していくなか、資源多消費型の中国の高成長が、資源国の成長押上げに貢献する「スーパー・サイクル」は終焉を迎えた。米国の量的緩和終了後を受けて強まる金利先高観は、新興国の通貨や国際商品市場からの投資資金の引き上げ要因となる。

資源価格下落により開発投資が抑制されることになれば、いずれは供給不足により需給が引き締まって価格は上昇に向かうと考えられる。それまでの間、「資源依存体質」の強い中南米経済では、投資抑制が成長を下押ししやすい経済環境が続くと予想される。

一方で、国際的な危機の波及リスクという点では、中南米諸国が資源ブームに伴って累積した対外債務の返済負担にあえいだ80年代に比べれば、状況は改善していると考えられる。中南米地域に対する国際的な銀行与信の集中はみられない。各国の対外債務負担の低下、短期的な支払い能力の改善（ベネズエラを除く）等の点からみても、中南米発の債務危機が国際的な危機に発展する可能性は大幅に低下していると考えられる。ただし、80年代の累積債務危機当時の米銀以上に、中南米向け与信の貸し手は欧州銀に集中しているため、信用劣化が生じた場合の欧州金融システムへの影響については留意が必要だ。

資源国にとって、資源価格の下落は「資源依存体質」を見直す改革の好機と捉える見方もある。前述のように、中南米最大の産油国であるメキシコは、原油価格ヘッジ・プログラムの導入や石油以外の税収基盤の強化等により、原油安の影響を受けにくい仕組み作りをすすめている。メキシコは、中南米主要国の中では最も資源依存度が低いため、2000年代の資源高局面で交易条件の改善による恩恵が得られにくかった。域内で成長率が下位にとどまっていたことに対する危機感が、エネルギー改革によって外資を含む民間に石油・ガス開発を開放し、開発コストの低減や財政負担の軽減を目指す等、広範な構造改革の推進を後押ししたものと考えられる。

各国の経済構造は、資源の賦存状況によって決まる側面が少なからずあるため、「資源依存体質」そのものを変え、工業化を進めることは容易ではない。一方で、資源価格の変動に左右されにくい仕組み作りや、規律ある財政政策、資源セクターの競争力強化等を通じて、海外資金の急激な流出による通貨危機のリスクに備えることは可能だ。そうした姿勢の有無が、中南米各国の中期的な成長力を占ううえでも重要な視点になるだろう。

#### 【 参考文献 】

経済企画庁(1986)「昭和61年版 世界経済白書—一定着するデフレーションと世界経済の新たな課題—」  
Medina, Leandro(2010), “The Dynamic Effects of Commodity Prices on Fiscal Performance in Latin America,” IMF Working Paper, August

Molan, Mauricio Kehdi (2014), “Falling Oil Prices Negative for Brazil,” Santander, December 15  
Montes, Juan (2014), “Mexico Enters \$76.40 Oil Price Hedge for 2015,” Wall Street Journal, November 13  
Resende, João Pedro (2014), “LatAm’s Exposure to Oil Prices,” Itaú Macro Vision, November 25

---

<sup>1</sup> 格付け会社フィッチ・レーティングスは、ベネズエラの格付けを債務不履行の可能性がある「CCC」に引き下げている（2014年12月18日）。

<sup>2</sup> 非正規為替市場における実勢レートは、2014年7月初めから年末までにベネズエラで約6割下落、アルゼンチンでは約1割下落している。アルゼンチンについては、2014年7月末のデフォルト後に実勢レートが一時約2割下落したが、中国人民銀行との通貨スワップ実施による外貨準備の増加を受けてやや値を戻した。ベネズエラ、アルゼンチンの株価上昇の理由については、ともに外貨規制が厳しく投資先が限られるなかで、インフレ・ヘッジ目的とみられる資金が流入していることや、市場規模が小さくボラティリティが高いこと等が指摘されている。

<sup>3</sup> 中南米の主要産油国の産油量、世界ランキング（2013年）は以下の通り。メキシコ（日量291万バレル、9位）、ブラジル（日量269万バレル、11位）、ベネズエラ（日量249万バレル、12位）、コロンビア（日量103万バレル、19位）、アルゼンチン（日量71万バレル、26位）。US Energy Information Administration (EIA), “International Energy Statistics”

<sup>4</sup> 例外的にアルゼンチンでは株価が上昇しているが、この点については脚注2参照。

<sup>5</sup> 図表3のデータとは集計方法、時点が異なる。

<sup>6</sup> ベネズエラの財政収支を均衡させる原油価格（Fiscal Breakeven Oil Price）は100ドル/バレルを超えるとの見方が多く、ベネズエラ政府はOPEC会合等で「公正な水準（100ドル/バレル）」に原油価格を回復させるよう主張している。

<sup>7</sup> 歳出の感応度は、大きい順にベネズエラ、コロンビア、アルゼンチン、エクアドル、メキシコ、ブラジル、ペルー、チリ。

<sup>8</sup> GNIは、国内総生産（GDP）に海外からの所得の純受取を加味した概念。

<sup>9</sup> アルゼンチンのデフォルトを巡る経緯は、西川珠子「アルゼンチンのデフォルト懸念と国際金融市場への影響」（『みずほインサイト』2014年7月18日）参照。過去の債務再編より好条件を提示することを禁じる条項（RUFO条項）が2014年末で失効したことにより、ホルダアウト債権者との交渉が進展する可能性がある。

<sup>10</sup> FCLは、優れた経済運営の実績がある新興国に供与されるIMFの融資制度で、メキシコは2009年4月に適用第一号となり、2014年11月に4回目の更新が承認された。中南米では、コロンビアもFCL供与対象（約58億ドル、2013年6月更新）となっている。