2. 通貨価値修正制度とインフレーション

加賀美　充洋

1. ブラジルの通貨価値修正制度

１９６４年の軍事革命発生当時のブラジルは物価上昇が年率９０％を超えていた。こういった高率のインフレーションの下では，経済活動に様々な歪みが生じてくる。インフレの弊害として以下のようなものがあった。

① 貯蓄意欲の減退，特に定期預金が減少したことにより中長期金融が成り立たなくなる

② 確定利付き債券（特に国債）の保有減少

③ 企業における名目的利益の発生，企業財務と実体との乖離

④ 税制の歪み，すなわち名目利益に課税されたり，あるいは納税者の滞納による連邦・州財政の破綻

⑤ 家賃，レンタル料の実勢との乖離による不動産投資の衰退

⑥ 公共サービスの低下と公共事業体の再投資能力低下

⑦ 輸出意欲の低下，輸出競争力の喪失と国際収支の赤字，等。

こうした金融・証券市場，財政，企業経営，貿易等に生じた弊害を修正するため軍事政権は通貨価値修正制度（コレソン・モネタリア），すなわちインデクゼーションを導入した。この制度はインフレによる影響を指数化して貯蓄，融資，国債，財務会計，賃金，家賃，不動産，為替レート等の価値修正に適用するものであった。これを順を追ってみると以下のようになる（注１）。

１９６４年７月：法律４３５７号により固定資産（注２），減価償却，自己運転資本（６５年６月の法律４６６３号も参照），固定資産利益，税務負債，に通貨価値修正（以下ＣＭと略す）を施し，ＣＭ付き国債（ＯＲＴＮ）を発行した。

同　年　　８月：法律４３８０号により住宅金融システムが確立した。住宅融資（分割支払額および債務残高）にＣＭが導入され国立住宅銀行（ＢＮＨ）や不動産信用会社（ＳＣＩ）がＣＭ付きの不動産証券を発行

した。

同　年　１１月：法律４４９４号で借家法が改正され家賃にＣＭ導入。

１９６５年１１月：法律４７２５号で企業の賃金再調整にＣＭ導入（注３）。

法律４７２８号により為替証券，社債，転換社債，定期預金，預金証書（ＣＤ）にＣＭを付けた。

１９６６年９月：法律第５１０７号によりそれまでの労働者保障基金が新たに創設された退職者保障基金（ＦＧＴＳ）に吸収された。ＦＧＴＳの下では企業は労働者給与の８％を毎月天引きして基金に積み立て，これにＣＭが付くことになった。

また同年の一連の統令により非住宅賃貸料（統令第４号），保険（同第７３号），労働者債務（同第７５号）等にもＣＭが適用された。

１９６８年８月：国家通貨審議会の決定により為替レートの小刻み調整（クローリング・ペッグ）実施。

１９７０年：ＰＩＳ（社会統合基金）創設。これは労働者の財産形成のため企業の所得税を一部控除する代りに年間売上高の一定割合を基金に納入，これにＣＭが付く。公務員に対する同様なプログラムにＰＡＳＥＰ（公務員財産形成基金）がある。

また大衆の貯蓄意欲を向上させるために効果のあったのは貯蓄預金（Caderneta de poupança）である。これは住宅金融の資金集めとして国立住宅銀行創設時（６４年）に制定されたもので，本格的に利用されだしたのは１９６８年からである。貯蓄預金は現金の出入れが自由で，金利（６％）プラスＣＭの上に貯蓄額の２％が所得税控除の対象になるという優利なものであった。

価値修正の方法は若干の違いはあるが，大きく分けて卸売物価指数を中心とするものと賃金や家賃などのように特別な公式で係数を算出するものに分けられる（注４）。また調整を事前に行なうか事後に行なうかも区別され，事前調整としては定期預金の一部，および為替証券が代表的であり，事後的調整としてはＯＲＴＮ，貯蓄預金，ＦＧＴＳ，ＰＩＳ，ＰＡＳＥＰ，住宅融資，企業会計等がある。事前調整は利子に予想インフレ率を含めるものであるが，これはＣＭが利子の一部とみなされ，課税されるのに対して，事後のＣＭの場合には単にインフレによって減価する購買能力を維持するために修正されたと考えられ非課税扱いになる。本論では事前的のものはＣＭ付きとしない扱いをしてい

第1表　金融資産（金融機関と大蔵省発行による）年末残高，名目　　（単位：100万クルゼイロ）

	1966		1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	
	額	シェア(%)	額	額	額	額	額	額	額	額	額	額	額	シェア(%)
(1)通貨価値修正付資産	1,430	10.4	2,783	4,384	7,969	13,500	18,454	28,703	41,583	70,181	124,283	201,991	307,479	30.1
通貨価値修正付国債	1,401	10.2	2,482	3,491	5,881	9,412	11,565	15,975	20,944	32,969	60,112	84,673	119,390	11.7
貯蓄預金	18	0.1	86	330	893	2,081	3,761	7,713	14,122	28,925	55,234	107,539	177,280	17.1
不動産証券	11	0.1	215	563	1,195	2,007	3,128	5,015	6,517	8,287	8,937	9,779	10,809	1.1
(2)修正なし資産	12,323	89.6	18,765	28,350	36,506	48,858	74,713	113,120	173,620	221,514	340,984	483,034	713,841	69.9
現金（非銀行民間部門）	2,343	17.0	2,944	4,013	5,389	6,719	8,555	11,547	16,427	20,807	31,031	46,193	65,205	6.4
要求払預金	8,687	63.2	12,920	18,277	22,845	28,715	37,681	52,298	77,408	104,378	148,306	202,152	277,065	27.1
定期預金 1)	387	2.8	796	1,502	2,100	4,110	9,189	17,060	25,811	33,171	54,568	73,132	133,711	13.1
為替証券 1)	906	6.6	2,105	4,558	6,172	8,285	15,118	22,015	36,574	42,608	55,809	68,392	85,633	8.4
国債（LTN）	—	—	—	—	—	699	3,900	10,200	17,400	14,801	37,100	69,900	121,001	11.4
その他 2)	—	—	—	—	—	—		—	—	5,419	13,870	23,265	31,226	3.1
計	13,753	100.0	21,548	32,734	44,475	62,358	93,197	141,823	215,203	291,695	465,267	685,025	1,021,320	100.0

（注）1）定期預金の一部および為替証券には事前的コレソンが付いているがこれは利子の一部とみなしてコレソン付きとはしない。
2）74年からは主に州債および市債を含む。

（出所）Banco Central do Brasil, Relatório anual, Brasília（各年次）。

る。

第１表は金融資産残高名目に占めるＣＭ付き資産とＣＭ無し資産をみたものである。ＣＭ付資産（ＯＲＴＮ，貯蓄預金，および不動産証券）のシェアは６６年の１０.４％から７７年には３０.１％まで拡大した。そのうち伸び率の高かったものは貯蓄預金であり（名目でみて）年平均成長率で実に１３１.１％であった。次に不動産証券の成長率８７％，およびＯＲＴＮの５０％と続く。ＣＭ無し資産は同期間のシェアで８９.６％から６９.９％に落ちている。ただ成長率の高かった資産は短期の大蔵省証券，ＬＴＮ（年率１０９％）であるが，これは７０年より本格的に始まったオープン・マーケット用に発行され急速に出まわったものである。このように第１表からＣＭ付き金融資産が着実に増加していることがわかるが，これらと合せて過去１０年間における資産保有形態が現金および要求払預金等の支払準備資産から多様化し貯蓄性金融資産に移っている様が観測される。

次に政府による強制的な貯蓄（社会保険）と考えられるＦＧＴＳ，ＰＩＳ，およびＰＡＳＥＰの進展を第２表でみると，先ずＦＧＴＳの純残高（名目）は

第２表　通貨価値修正付き強制貯蓄残高（純）（単位：100万クルゼイロ）

年	ＦＧＴＳ	ＰＩＳ	ＰＡＳＥＰ
１９６７	５９７	——	——
１９６８	１,６０４	——	——
１９６９	２,８３２	——	——
１９７０	４,３４５	——	——
１９７１	６,３３２	２７９	２１５
１９７２	９,０３８	１,２２２	１,１４０
１９７３	１２,９０７	３,３２４	３,０１８
１９７４	１８,５０２	７,６１６	５,６８４
１９７５	２６,４６５	１４,９３６	８,５７５
１９７６	３７,４７９	２７,５４７	１３,４９９
１９７７	５４,３７９	５６,２９２	２１,７０８
年平均成長率	５７％	１４２％	１１６％

注）純残高とは粗徴収－支払い

（出所）Boletim do Banco central do Brasil, sete., 1978.

６７年の５億９７００万クルゼイロから７７年５４３億７９００万クルゼイロと年平均成長率５７％の伸びであった。ＰＩＳ，およびＰＡＳＥＰの伸び率は驚異的で，７１年から７７年の年平均成長率は前者１４２％，および後者116％で増加した。ＦＧＴＳは国立住宅銀行（ＢＮＨ）の，およびＰＩＳ－ＰＡＳＥＰ資金は国立経済開発銀行（ＢＮＤＥ）の主要源資となっている。

ＣＭ制度の効果の一例として投資がどのように伸びたかをみてみよう。超インフレ下にあっては，貯蓄が集まらずまた企業もみせかけの利益に対する課税による資本の食いつぶし等がおきていた。しかし，資産や減価償却の再評価が導入された結果，企業は設備投資や在庫投資に意欲を見せ，また不動産証券や定期預金，および貯蓄預金等に資金が集まるようになった。このように資金の

第３表　総固定資本形成と国内総生産（1970年価格評価）

（単位；100万クルゼイロ）

年	総固定資本形成＊		国内総生産	
	額	伸び率(%)	額	伸び率(%)
１９６５	２６,５９０.７	—	１４３,９３５.９	—
１９６６	３０,８３０.７	１５．９	１４９,３５１.７	３．８
１９６７	３１,５４０.５	２．３	１５６,６４２.２	４．９
１９６８	３８,１００.０	２０．８	１７４,１３９.５	１１．２
１９６９	４２,６９７.３	１２．１	１９１,４２８.４	９．９
１９７０	４６,３８９.９	８．６	２０８,３００.８	８．８
１９７１	５４,９６２.８	１８．５	２３６,００４.８	１３．３
１９７２	６３,５２６.３	１５．６	２６３,７０８.８	１１．７
１９７３	７２,７８５.８	１４．６	３００,３６９.８	１３．９
１９７４	８６,２４８.１	１８．５	３２９,７４０.２	９．８
１９７５	９４,２５０.４	９．３	３４８,４８７.２	５．７
１９７６	１００,３４８.４	６．５	３７９,７３２.４	９．０
１９７７	１０３,１０８.０	２．８	３９７,４３７.９	４．７
年平均成長率（%，65～77年）	—	１２．０	—	８．８

＊　在庫変動は含まず。

（出所）Conjuntura econômica, out., 1978.

流れが交通整理されたことによって，住宅金融システムを通じる住宅投資や，ＢＮＤＥを通す中・長期の開発金融等がスムーズに行なわれるようになった。第３表にみる通り総固定資本形成の１９６５～７７年における年平均成長率は実質で１２％あった。特に「ブラジルの奇跡」と呼ばれた１９６８～７３年では，実質投資は年率１３.８％で拡大した。

第４表により金融機関の貸出しの方からみると，中・長期の貸出しの全貸出しに占めるシェアは，１９５５年に２２.６％であったが，６４年には１６.６％まで下り，その後オイルショックの始まった７３年まで徐々に回復し，３６.７

第４表　金融機関貸出し＊（1974年価格評価）

（単位：１０億クルゼイロ）

年	短期		中・長期		計
	額	シェア(%)	額	シェア(%)	
１９５５	４１.９８	７７.４	１２.２３	２２.６	５４.２１
１９６０	４１.７８	７９.３	１０.９３	２０.６	５２.７１
１９６４	３４.０９	８３.４	６.８０	１６.６	４０.８９
１９６５	４１.８１	８０.１	１０.４０	１９.９	５２.２２
１９６６	３９.２５	７６.４	１２.１４	２３.６	５１.３９
１９６７	５２.０６	７３.０	１９.２６	２７.０	７１.３２
１９６８	６９.８７	７３.５	２５.１４	２６.５	９５.０１
１９６９	８５.５６	７１.０	３４.８７	２９.０	１２０.４３
１９７０	１０１.４４	６８.８	４５.９９	３１.２	１４７.４３
１９７１	１２４.０２	６８.６	５６.７６	３１.４	１８０.７８
１９７２	１５５.６７	６４.４	８５.９７	３５.６	２４１.６４
１９７３	１９８.２４	６３.３	１１４.７１	３６.７	３１２.９５
１９７４	２２９.１１	６９.１	１０２.４２	３０.９	３３１.５３
年平均成長率(%, 55～74年)	９.３	—	１１.８	—	１０.０

＊　ブラジル銀行，商業銀行，貯蓄貸付組合，連邦および州の貯蓄金庫，連邦および州の開発銀行，投資銀行，不動産信用会社，保険会社，社会保険および社会プログラム（ＰＩＳ，ＰＡＳＥＰ）の計。

（出所）Conjuntura econômica, nov., 1975.

%のシェアを占めるまでになった。高度成長期（１９６８～７３年）における中・長期貸出しの実質年平均伸び率は，３５.５%であり，短期貸出しのそれ２３.２%より高い。

このように通貨価値修正制度により資金の流れは急速に増加したが，その制度の総合的評価はかなり難かしい。好結果としては貯蓄率の増加，上述した投資の復活，ＯＲＴＮや税収の伸びにより財政運営が容易になる，国内通貨の過大評価がクローリング・ペッグにより減少し貿易収支好転等，インフレーションによって歪曲された諸市場が修正され，金融・証券市場の活発化を通して６８～７４年の高度成長をもたらした。反面，金融市場における資金偏在，インフレーションへの影響，および所得分配への悪影響（賃金調整が低めに抑えられた点等）等が問題点として指摘できる。ここでは資金偏在とインフレーションへの影響を考えてみよう。

2. 通貨価値修正制度とインフレーション

先ず資金偏在の問題であるが，インフレ圧力下では人々はＣＭ付きの資産を保有したがるのは当然で，ＯＲＴＮ，貯蓄預金，および不動産証券等の保有が急速に伸びた。これら資金は主に住宅金融に流れたが，金融機関からみればこれは民間の商業銀行や投資銀行に預金が集まらず，公的金融機関（注５）に資金が集ったことを意味する。民間の金融機関に資金不足が顕著になって来たのは７４年頃からであり，政府はその対策として７５年３月に第５表にあるように預金金利の上限をはずし（商業銀行および投資銀行の預金，金融会社および投資銀行の為替証券）自由化した。しかし貸出し金利がおさえられていれば，やがて逆ざやが生じるので７６年になると商業銀行，金融会社，および投資銀行の貸出し金利も自由化された。その結果７４年から再燃（後述）したインフレーション化で，金利の自由化は高金利による金融コストの上昇を通してインフレーションをますます加速させる結果になっている。

この金利自由化は更に次のような問題を提起した。国内金利が上昇した結果外貨ローンの金利が相対的に低くなり，外貨がブラジルに大量に流入したことである。これは通貨供給量の増加となってインフレーションに影響している。７８年でみると外貨ローンの金利はＬＩＢＯＲ（ロンドン銀行間取引レート）

第5表　利子率上限の推移

	74年10月25日以降	75年3月8日以降	76年3月12日以降	76年4月9日以降	76年5月21日以降	76年9月15日以降	77年1月26日以降	77年10月26日以降
1. 中央銀行								
対商業銀行								
再割引（流動性）	年18%	同左	年22%	同左	年28%	同左	同左	年30%
輸出製造業品	年4%	同左	同左	同左	同左	同左	同左	同左
再輸出のための製造業品	年9%	年8%	同左	同左	同左	同左	同左	同左
農産品輸出（ココア，タバコ，ひまわりサイザル，およびコーヒー）	年8%	同左	同左	同左	同左	同左	同左	同左
輸出業者	—	年4%	同左	同左	同左	同左	同左	同左
対金融会社，および投資銀行	年29%	同左	同左	年38%	同左	同左	同左	同左
2. 商業銀行								
預金者への前貸	月2.3%	同左	同左	同左	同左	同左	同左	同左
貸出し（60日まで）	月1.3%	同左	同左	月1.6%	自由	自由	自由	自由
貸出し（60日以上）	月1.4%	同左	同左	月1.6%	自由	自由	自由	自由
個人融資	月23%	同左	同左	自由	自由	自由	自由	自由
農業融資								
営農	年15%	同左	同左	同左	同左	同左	同左	同左
設備投資	年15%	同左	同左	同左	同左	同左	年21%	同左
流通	年15%	同左	同左	同左	同左	同左	年15～22%	同左
補助投入財	0%	同左	同左	同左	同左	同左	同左	同左
中小企業融資	月1.3%	同左	同左	同左	同左	同左	同左	同左
外国融資（63号ローン）	自由	自由	自由	自由	自由	自由	自由	自由
通貨価値修正付預金	年27%	自由	自由	自由	自由	自由	自由	自由
輸出業者	月1.3%	同左	同左	同左	同左	同左	同左	同左
3. 金融会社（フィナンセイラ）								
消費者金融	月3.3%	同左	自由	自由	自由	自由	自由	自由
為替証券	年29%	自由	自由	自由	自由	自由	自由	自由
4. 投資銀行								
一般貸出し	年36%	同左	自由	自由	自由	自由	自由	自由
外国融資（63号ローン）	自由	自由	自由	自由	自由	自由	自由	自由
為替証券	年27%	自由	自由	自由	自由	自由	自由	自由
通貨価値修正付き定期預金	年28%	自由	自由	自由	自由	自由	自由	自由
5. 外貨ローン（4131号ローン）	—	LIBOR＋1.75%	同左	同左	同左	同左	同左	同左

（出所）Relatório do Banco Central do Brasil, 1976 および 1977.

１２％にクルゼイロの引下げ率約３５％，さらにスプレッド等を加えて約５０％前後の年利になっている。一方国内貸出し金利は，歩積預金の３０％を考慮して年利約６０％（消費者金融では８０％以上も出現）といわれ，明らかに国内金利が外貨ローンの金利より高くなっている。この結果この２，３年の外貨ローン流入は著しく通貨供給量増大に大きく寄与している（注６）。

通貨価値修正制度とインフレーションの関係は必ずしも明白ではない。ＣＭ制度はインフレーションを前提としており，ＣＭそのものはインフレに対して中立的なはずである。第６表でみるとブラジルのインフレーションはＣＭ導入後１９７３年まで上昇率は低下した。このインフレ率の低下がＣＭ制度によるものかどうかは判然としない。金融政策（タイトマネー・ポリシー）や財政政

第６表　物価上昇率と通貨供給量残高の伸び率*（単位：％）

年	総合物価指数（国内供給）	通貨供給量残高
１９６４	９１．９	８１．６
１９６５	３４．５	７９．５
１９６６	３８．８	１３．８
１９６７	２４．３	４５．７
１９６８	２５．４	３９．０
１９６９	２０．２	３２．５
１９７０	１９．２	２５．８
１９７１	１９．８	３２．３
１９７２	１５．５	３８．３
１９７３	１５．７	４７．０
１９７４	３４．５	３３．５
１９７５	２９．４	４２．８
１９７６	４３．３	３７．２
１９７７	３８．８	３７．５
１９７８	４０．８	４１．９

＊　対前年１２月比。

（出所）Boletim do Banco Central do Brasil,（各号）

策（均衡財政を目差す）の抑制・安定政策が功を奏したのか，所得政策（実質賃金を低めに抑えた等）がうまくいったのか，ここらは意見のわかれる所である。ただＣＭ制度により金融・証券市場のゆがみが改善され，資金の交通整理がついたことによる経済開発への貢献は大きかったといえる。

７３年末のオイルショックはブラジルの高度成長を減速させた。また同時に同表にみられる如くインフレーションが再燃して来た。この時点からＣＭ制度のインフレ助長効果がとりざたされるようになって来た。先ず第一にインデクゼーションの修正率は過去の物価上昇率（主に卸売物価指数を用いる）を用いて作るわけであるが，インフレ下降期にあっては，過去の高いインフレが修正率を高めに出す傾向を持つし，上昇期にあっても物価指数のタイムラグをどうとるかによって修正率は影響を受ける。実際この批判に対しては，７６年になるとＯＲＴＮの修正率についてその卸売物価指数のラグを短縮するように改善された。

第二点としてインフレ・マインドの助長を挙げることができる。物価上昇分が必ず修正されるということになれば，企業家は物価を高くつけてもよい（生産コストの上昇分を製品価格に転嫁）と思うようになるし，また労働者も賃金公式は提示されるが賃金を最大にしようとするようになる。このようにしてインフレ期待は絶えず上向きになされる傾向を持ち，物価と賃金は際限のないスパイラルを生むだろう。クローリング・ペッグを考えても為替レートの下落は自国通貨建てで輸入品価格を上げ，それが国内物価を押し上げる。ブラジルのように原油輸入が４０億ドルもある国は（原油の輸入依存率８５％），為替レートの調整によっても経常収支は均衡せず，絶えずレートの下落を生み，それが物価上昇にはね返り，更にまたレートを切下げるといった悪循環が発生する。

第三にＣＭ制度そのものではないが前述したようにＣＭ制度の導入により，新たに金融市場に資金偏在が生じたことで金利が自由化され，金融コストの上昇を通じたインフレ効果がある。これは国内借入よりも外貨ローンを有利にし，外貨ローンの大量流入によるマネー・サプライの増加をもたらした間接効果も指摘できる。

７４年以降の再燃したインフレーションの原因は，列挙すれば以下のようであろう。

① 石油価格の上昇，特にガソリン価格の上昇（７３年１１月でリッター当

り0.８８クルゼイロから７９年２月には9.６０クルゼイロと実に１１倍の値上り）は陸送の多いブラジルにおける輸送費を上げる一方，石油関連品の価格上昇やエネルギー費用を上げた。

② ７５年の霜害，７６年のフェイジョン豆不作，７８年における旱魃等による農作物の減産あるいは不作が食料品価格を押上げた。

③ 貿易収支対策としての強力な輸入規制（輸入担保金制度等）により輸入品が割高になった上に，コスト高の国産品を使用しなければならず，生産コストが上昇した。

④ ７７年１１月の地方選挙（市郡），７８年１０月の大統領選挙，および１１月の連邦議会，州議会選挙等の対策として，毎年５月に決められる最低賃金を比較的大幅に上げざるを得なかった。

⑤ 中央銀行やブラジル銀行を通じる様々な基金等の制度金融（注７）が通貨供給量のコントロールを難しくしている。

これらのインフレ圧力に加えて，上記の通貨価値修正制度によるインフレ助長効果がいわれるわけであるが，筆者自身はＣＭ制度のインフレ効果は第３点の資金偏在から発した間接効果が一番大きいと強く主張したい。

（この小論は１９７８年１０月２９日に開かれた，ラテンアメリカ政経学会第１５回大会で報告したものを骨子としている。）

脚注

注１）主に日本経済調査協議会『ブラジルの通貨価値修正』１９７３年３月，およびシモンセン，カンポス『新しいブラジル経済』（松本幹雄，Ｍ．クレスポ訳）新世界社，１９７６年等を参照した。

注２）中川美佐子「ブラジルの貨弊価値修正会計に関する研究」（『産業経理』昭和５２年１月号）に詳しい説明がある。

注３）最低賃金の基準改正は１９６５年２月の命令第５５８０３号。

注４）１９７７年に修正係数はＯＲＴＮの調整率一本に統一された。但し社会保障の受益，賃金調整，および金融機関の取引における契約上の事前調整，あるいは政府関係の工事またはサービス契約等は除外。

注５）通貨当局としての中央銀行とブラジル銀行を除けば公的金融機関として

は，国立経済開発銀行，国立住宅銀行，連邦および州の貯蓄金庫，国立組合信用銀行，州開発銀行，州立の商業銀行，および東北ブラジル銀行とアマゾン銀行等がある。

注6）７８年になると外貨ローンの流入を抑えるため外貨のクルゼイロへの転換を禁止し，一定期間中央銀行に凍結する政策がとられ，１１月に期間率を持って凍結は解除された。しかし７９年４月には外貨ローン５０％の中銀預託，および残りの５０％も一定の期間率で借出し可能といった一層厳しい外貨ローン流入規制が採られた。因みに資本流入における外国借款の額は７３年４２億９８００万ドルから７４年７３億７０００万ドルにはね上り，その後引続き増加して７８年には１５２億９６００万ドルがブラジルに流入した。

注7）例えば７７年の通貨当局の貸借対照表でみると，負債・資本勘定に占める中央銀行とブラジル銀行管理の基金は１８１２億９３００万クルゼイロにおよび，負債・資本勘定総額の２７％に達している。