

# 緩やかな回復に向かう アルゼンチン



～改革成功の試金石は1桁インフレ率の達成～

森川 央

公益財団法人 国際通貨研究所 経済調査部 上席研究員

## 1. 長年の経済失政で疲弊した アルゼンチン経済

20世紀初頭、アルゼンチンの1人当たりGDPは世界の上位16ヵ国平均の92%に相当するトップ水準の国であった。それが今日では、上位16ヵ国平均の半分以下(43%)に低下している。OECD加盟国の平均との比較でも、アルゼンチンの1人当たりGDPは32%(2016年、図1)に低下している。この間、様々な政権が交代したが、左派も右派の市場メカニズムを活かすというより統制色の強い経済運営をしていたので、インフレ率の高進、景気の深い落ち込みを繰り返していた。ラ米諸国は景気変動が激しいことが知られているが、アルゼンチン

はとりわけ激しい変動を近年まで経験している。1960年から2015年にかけての年間成長率のボラティリティ(標準偏差)を計測すると、アルゼンチンはブラジルの2倍以上となっている(図2)。

近年のアルゼンチン経済を振り返ると、2001年の経済危機後、最初の10年は比較的好調であったが、この背景には世界的な資源ブームや新興国への投資増加があったほか、当時の政権が好調な税収を原資にバラマキ政策を続けていたこともあった。

しかし2011年頃をピークに資源ブームが一巡すると、以後の実質成長率はほぼゼロに低下した。にもかかわらず放漫な財政運営を続けた結果、40%近いインフレ率が常態化することになった。

図1 1人当たりGDPの推移(比較対象国を100とした場合)

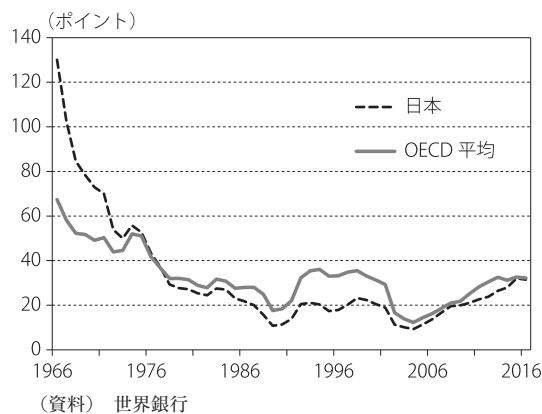
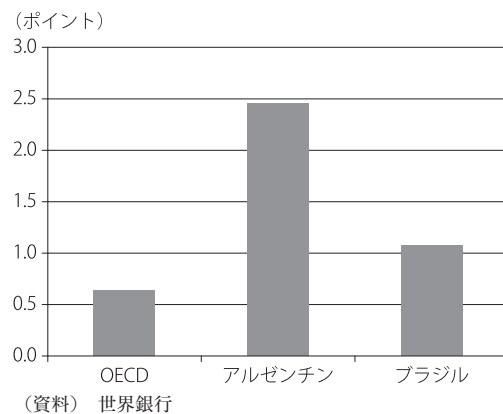


図2 実質成長率のボラティリティ(1971~2015年)



当時の政権を担っていたフェルナンデス大統領は経済運営の失敗を隠すため、貿易や為替取引の統制に加え統計の改ざんまでしていたが、ついに国民の離反を招き2015年11月の大統領選挙で敗北し、中道右派のマクリ政権が発足した。

マクリ大統領は就任直後から、前政権の経済政策の修正を始めた。具体的には、為替管理の廃止、輸出税の撤廃（ただし大豆については当分存続）、輸入許可制の撤廃、バイアスのない統計の開始、財政赤字の目標設定（多年度）、エネルギー価格低位維持のための補助金の廃止、海外へ逃避していた資金の国内還流を促すための期間限定の課税免除などである。そして、2001年にデフォルトした国債の保有者とも合意し、2016年に国際金融市場に復帰した。

しかし長年の経済失政の影響は大きかった。消費者物価上昇率は2016年央には前年比45%以上となった。また財政再建を目標に掲げているものの、景気悪化による税収減と社会保障支出の増加は止めようがなく、プライマリーバランス（GDP比）は6%近い赤字となった。どちらも足元では若干持ち直しているが、依然としてインフレ率は前年比25%程度と高く、またプライマリーバランスはGDP比4%以上の赤字となっている。

特に深刻なのが設備投資である。アルゼンチンの不安定な経済運営を目の当たりにした企業が、長期的な投資である設備投資に消極的になるのは当然の結果であった。アルゼンチンの投資比率（固定資本形成/GDP）はOECDとの比較はもちろん、近隣ラ米諸国との比較でも低

図3 アルゼンチンの不均衡一覧

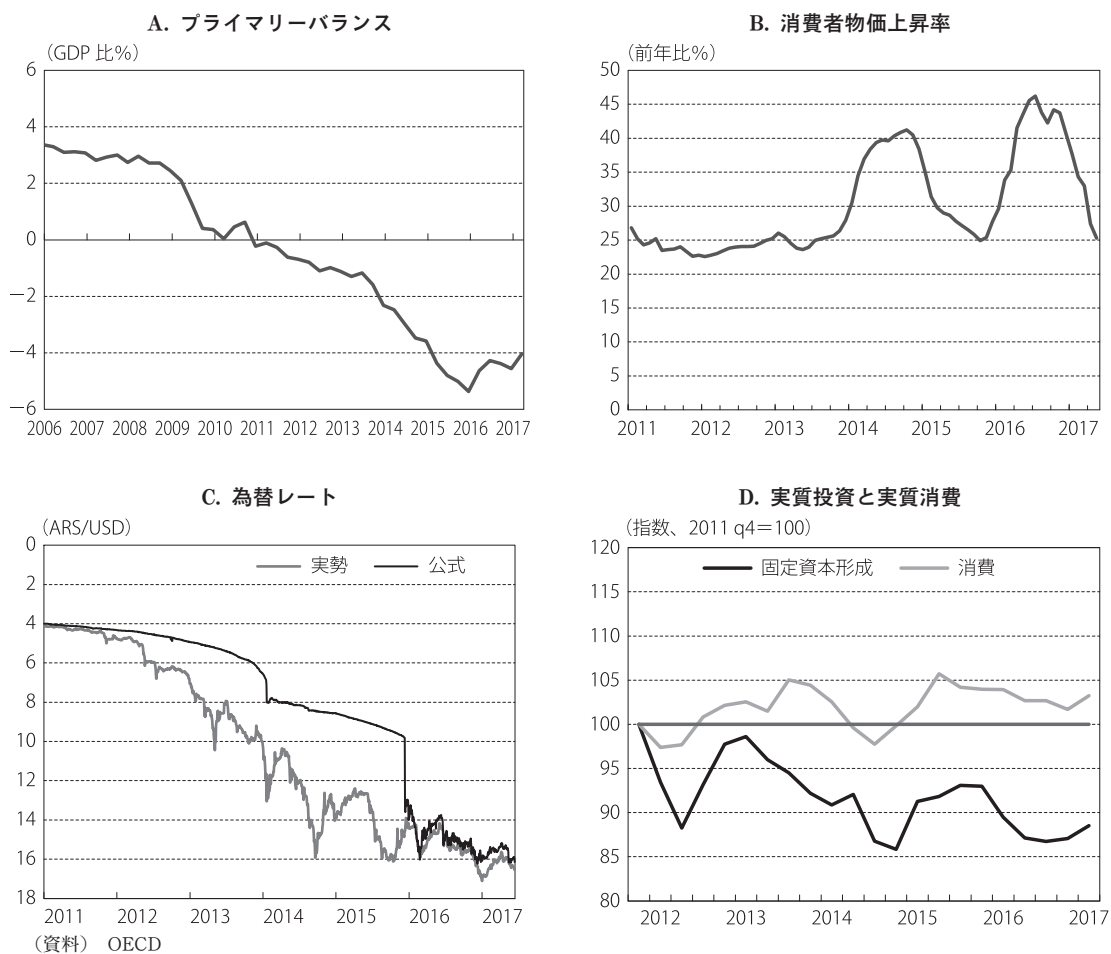
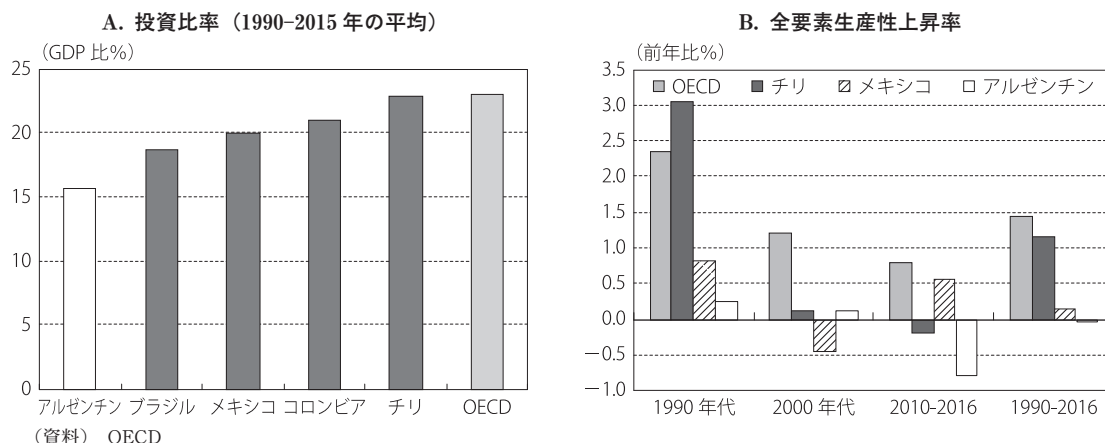


図4 投資比率、生産性上昇率の比較



くなっている（図4A）。投資不足は、生産性上昇率の停滞の一因になっているとも考えられる。1990年から近年までのアルゼンチンの全要素生産性上昇率はゼロ%であり、まったく上昇していない（図4B）。

## 2. 再生に向かうアルゼンチン

長年の経済失政のツケは大きいですが、この負の遺産を引き継いだマクリ政権は経済の再生に向けて努力中である。以下では好転し始めた要素を確認していく。

### (1) 2017年の実質GDP成長率は2.8%に回復の見通し

世界経済が緩やかに拡大し、一次産品市況が底入れしたことがアルゼンチン経済の回復を支えている。隣国で輸出先として重要なブラジル経済が回復していることにも助けられ、2017年の実質成長率は1年ぶりに2.8%とプラス成長に戻った模様である（2016年は-2.2%）。

成長を支えるのは内需である。2016年に前年比40%を超えていた消費者物価上昇率も、2017年に入り同20%台半ばまで低下してきたことで、個人消費が回復してきた。また、ビジネス界出身のマクリ大統領の下、経営の自由の確保に安心した企業は設備投資を始めた。7-9月期の実質固定資本形成は前年比6.9%になっ

ている。

経済の好転は政治面でも好影響をもたらしており、2017年10月に実施された中間選挙で与党は予想外の大勝を収めた。与党カンビエモスが上下両院で合計30議席増と躍進した一方、フェルナンデス前大統領が率いた「勝利のための前線」は同18議席減となった。有権者は、政府部門の縮小と民間経済の活性化を進める現政権を支持したと考えられよう。2018年も2017年並みの成長が続くと期待できる。

### (2) 資金流入の復活

海外の投資家や企業もマクリ政権発足を機に、投資を再開している。マクリ政権が本格的に発足した2016年の資本・金融勘定収支は297億ドルの流入超となり、2015年の67億ドルの4.4倍となった。2017年1-9月期も186億ドルであり、2016年1-9月の154億ドルを上回っている。

目立つのはポートフォリオ投資収支である。2015年は0.5億ドルの流出超であったが、2016年は15億ドル、2017年は1-9月期だけで74億ドルの流入超となっている。更に「その他」投資収支も2015年の11億ドル流出超から、2016年122億ドル、2017年1-9月期81億ドルと流入超過が続いている。一方、直接投資収支は、2015年13億ドル、2016年25億ドル、2017年1-9月期18億ドルの流入超と徐々に増

表1 アルゼンチンの対外取引

(億ドル)

	2014	2015	2016	2017			
				1-3	4-6	7-9	1-9 累計
経常収支	-24.2	-117.3	-155.7	-24.0	-38.0	-41.6	-103.6
財収支	89.3	35.5	80.9	19.5	19.7	5.0	44.2
サービス収支	-58.1	-83.8	-90.0	-28.9	-22.0	-29.3	-80.2
一次所得収支	-57.1	-69.4	-151.0	-15.6	-36.6	-18.2	-70.4
二次所得収支	1.7	0.4	4.3	1.1	1.0	0.8	2.9
資本・金融勘定収支	35.5	67.5	297.5	132.9	9.7	43.7	186.3
直接投資収支	16.7	13.3	25.2	7.2	6.3	4.5	18.0
ポートフォリオ投資収支	-0.3	-0.5	15.4	11.8	30.0	32.1	73.9
ポート流入	0.2	0.1	19.2	16.1	45.9	52.2	114.2
ポート流出	0.5	0.6	3.9	4.3	15.9	20.1	40.3
その他収支	-7.6	-11.2	121.8	36.1	21.4	23.6	81.1
その他流入	70.5	94.9	245.1	72.6	59.5	78.4	210.6
その他流出	78.1	106.1	123.4	36.5	38.2	54.8	129.5
民間非金融部門収支	-32.5	-85.2	-99.5	-48.0	-28.8	-78.5	-155.3
同 流入	18.9	24.6	186.0	52.9	75.6	59.5	188.0
同 流出	51.3	109.8	285.5	100.9	104.4	138.1	343.3
金融部門外貨資産	-2.6	-4.2	-27.6	24.2	-2.9	-3.4	17.8
金融部門債券取引	6.7	8.3	-11.2	-12.7	-24.5	16.1	-21.2
その他公的セクター取引	-1.0	-39.8	252.7	115.1	30.0	61.3	206.4

(資料) アルゼンチン政府統計局

加してきているが、まだ金額は小さい。

### (3) 低い対外債務比率

国際金融市場から長く締め出されていたことが却って怪我の功名となり、アルゼンチンの対外債務は小さい。かつてGDPを上回りデフォルトをもたらした対外債務は、2016年に35%になっている(図5)。

借入の主役は一般政府(州政府を含む)で、

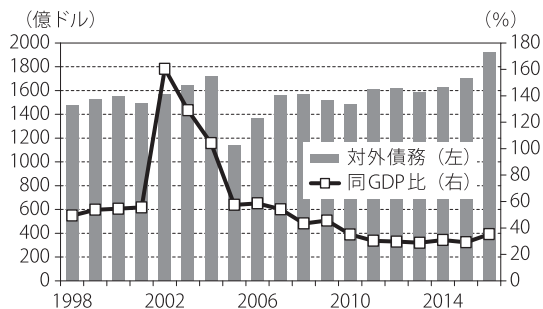
全体の約3分の2(63%)を占める。政府の対外債務はこの2年で46%(406億ドル)増加し1,285億ドルになっており注意を要するが、GDP比では20%強に留まっている。

前回のデフォルトから時間が経っていないだけに、現在は債務過多とはなっていない。借入れ余力は大きく、当分は海外の貯蓄を利用して経済成長を果たすことが可能である。ただし、調達した資金は生産性を高める投資に配分される必要がある。消費や、富裕層や有力者のキャピタル・フライト(資本逃避)に費消されてしまうと、再び返済能力の不安となって返ってくるだろう。

### (4) 成長率はほぼオンラインで短期的リスクは小

2017年のアルゼンチン経済について、2016年11月時点でのIMFの予測と実績見込みを比較すると、実質成長率、インフレ率は、ほぼ想

図5 アルゼンチンの対外債務(長期推移)



(資料) アルゼンチン政府統計局、世界銀行

表3 主要経済指標の過去の予測と実績

	2015	2016	2017		2018
	実績	実績	IMF 予想	見込	IMF 予想
実質 GDP	2.6	-2.2	2.7	2.8	2.5
個人消費	3.5	-1.4	3.4	4.5	2.6
固定資本形成	3.8	-5.1	8.2	13.1	9.3
輸出等	-0.6	3.7	4.4	1.7	8.0
輸入等	5.7	5.7	6.8	12.3	10.7
輸出（億ドル）	568	578	572	585	635
輸入（億ドル）	572	532	564	633	688
貿易収支（億ドル）	-4	45	8	-48	-53
経常収支（億ドル）	-172	-145	-193	-269	-284
外貨準備（億ドル）	256	393	365	507	562
同輸入対比（ヵ月）	4.0	6.4	7.8	7.0	7.1
マネタリーベース伸び率	34.9	31.7	23.7	21.2	17.4
消費者物価上昇率	-	-	20.5	23.6	16.3

（資料） アルゼンチン政府統計局、IMF

2017年のIMF予想は2016年11月時点でのIMF見直しによる。

2017年見込みと2018年予想は、2017年12月時点でのIMFによる見直し。

消費者物価上昇率は12月の前年比。政府が新しい消費者物価指数の発表を始めたのは2016年4-6月期からなので、2016年の実績は埋まっていない。

定内の動きと言えよう。インフレ率は、やや上振れしているが大きな乖離ではない。

しかし、成長のパターンをみると、輸出等が伸び悩んでいる（2017年1.7%増見込み）ほか、内需の増加を反映して輸入等の増加ぶりが目立つ。その結果、貿易収支も経常収支も想定を上回る赤字となっている。経常赤字はGDP比4.3%になってきており、決して小さいとはいえない。

もっとも現状は、資金流入が経常赤字を上回る規模で続いているので、外貨不足のリスクは小さい。外貨準備高は2017年末には500億ドルを超えてきており、IMFが安全とする外貨準備の目安（Reserve adequacy metric、440億ドル前後）を上回ってきている。

輸出不振は気掛かりな点だが、原材料輸出先の中国の景気が堅調で、工業製品の輸出先の5割を占めるブラジルが景気回復期に入ったので、今後は持ち直しが期待できる。インフレ抑制のために慎重な財政金融政策を続けていけば、短期的には景気失速リスクは小さいだろう。

### 3. リスクと今後の課題

目先は順調であるが、アルゼンチン経済が抱えている不均衡は大きく、ショックにぜい弱な体質が解消したわけではない。以下では注意すべき諸点を指摘しておきたい。

#### (1) 見かけほどは改善していない外貨準備

アルゼンチンの外貨準備は500億ドルを超え改善が見られるのだが、内容をみるとぜい弱性が見られる。それを国際通貨基金（IMF）が発表しているData Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity（DT）を使って確認してみたい。その前にDTについて簡単に説明をしておこう。

アジア通貨危機の教訓の一つは、新興国の支払い能力についての不完全な情報が、投資家の疑心暗鬼を高めたことであった。当時、外貨準備統計は先物やデリバティブ取引を反映しておらず、正確な準備高をタイムリーに示せていなかったのである。国際通貨基金（IMF）はこの

教訓を活かし、2000年代以降は外貨準備の関連統計の情報量を増やし、契約により予め決まっている今後1年間の外貨流出額をかなり把握できるようになってきた。それらをまとめたものがこのDTである。

アルゼンチンのDT（2017年10月分、表4）をみると、外貨準備518億ドルで、そのうち外貨は442億ドル、その他にIMFリザーブポジショ

ン（4億ドル）、SDR（25億ドル）、金（24億ドル）、その他の準備資産（23億ドル）である。

次のセクションIIが新しい情報になる。今後1年間で「予定」されている外貨の移動の見積もりが明らかにされている。前表はストック統計であったが、このセクションはフロー統計に拡張されている（表5）。

アルゼンチンの中央政府は、今後1年間で

表4 アルゼンチンの外貨準備（セクションI）

I. Official reserve assets and other foreign currency assets (approximate market value)  
外貨準備とその他流動資産

(百万ドル)

	2017年10月	
	金融当局	金融当局+中央政府 (社会保障は除く)
A. 外貨準備	51,809.94	51,809.94
(1) 外貨	44,235.90	44,235.90
(a) 債券	11,415.58	11,415.58
(b) 外国通貨、預金	32,820.33	32,820.33
(i) 外国中銀、IMF、BIS口座	25,411.78	25,411.78
(ii) 外国銀行口座	7,408.55	7,408.55
(2) IMFリザーブポジション	376.41	376.41
(3) SDRs	2,511.18	2,511.18
(4) 金	2,435.02	2,435.02
(5) その他準備資産	2,251.42	2,251.42
金融デリバティブ商品	119.64	119.64
外国非金融業への貸出	2,131.57	2,131.57
その他	0.21	0.21
B. その他外貨流動資産	0.00	0.00
外貨準備に含まれない債券		
(以下空欄のため略)		

(資料) IMF

表5 アルゼンチンの今後1年間で予定される外貨流出額（セクションII）

II. Predetermined short-term net drains on foreign currency assets (nominal value)  
今後1年間の「予定」外貨流出額

(百万ドル)

	2017M10		
	中央政府(除く社会保障)	金融当局	合計
1. 外貨借入、債券、預金	-30,269.36	-13,958.65	-44,228.01
流出(-) 元本	-21,068.35	-13,958.65	-35,027.00
流出(-) 金利	-9,201.01		-9,201.01
流入(+) 元本			
流入(+) 金利			
2. 先物、先渡し契約の合計			
(a) ショートポジション(-)			
(b) ロングポジション(+)			
3. その他		-11,870.81	-11,870.81
レボ取引に伴う流出(-)		-11,825.58	-11,825.58
リバースレボ取引による流入(+)			
貿易信用流出(-)		-45.23	-45.23
貿易信用流入(+)			
(以下空欄のため略)			

(資料) IMF

302億ドルの支払いが発生する予定であり、金融当局も140億ドルの支払いがあるため、合計で442億ドルが流出する予定である。その他にレポ取引に伴う流出等が119億ドルあり、合計すると561億ドルになり外貨準備(518億ドル)を上回っている。

もちろん一旦は返済されても、投資家が他のアルゼンチン資産に再投資する可能性はあり、レポ取引や先物取引は契約が更新される場合があるので、必ずしも1年後に外貨準備が枯渇するわけではない。足元では経常赤字を上回る規模で資金流入も続いている。よってこのデータが、国際収支危機が差し迫ることを示しているわけではないことを再度、確認しておく。しかし、アルゼンチンの外貨準備が見かけよりぜい弱であり、例えば世界的にリスク回避傾向が高まる(リスク・オフ)場合には、外貨不足になりやすいことを認識しておくべきだろう。

## (2) 減少している対外純資産

アルゼンチンは新興国では珍しく対外純資産(Net International Investment Position, 2015年560億ドル、GDP比9.6%)を持つ国であるが、2016年以降対外負債が急増しているため、純資産は減少している模様である。2017年版IMF4条レポートによると、純資産は2022年までにマイナスに転ずる見通しである。アルゼンチンの数少ない強みだった対外純資産も、近々解消しそうである。

更に同レポートによると、国全体の外貨要調達額(Gross external funding need)は、2017年にはGDP比17.2%になったと考えられる。2018年以降も要調達額の増加は続き、2021年にはGDP比20.8%に達すると推測される。

リスク回避傾向が高まると政府のロールオーバーリスク(借り換えリスク)は大きくなる。大半の債務はドル建て債務なので、例えばペソが30%下落すれば、2022年の対外債務のGDP比は70%に達する可能性がある。IMFは試算している。3,700億ドル以上の外貨準備を有

するブラジルと違い、アルゼンチンはまだ国際収支危機へのぜい弱性を払しょくできたわけではない。

## (3) 国際競争力を奪う高インフレ

アルゼンチンのインフレ率は低下してきたとはいえ、まだ20%台の上昇率である。ラ米地域内で比べても突出して高い(経済が破たん状態のベネズエラを除く)。高インフレは実質為替レートを押し上げ価格競争力を自動的に奪っていく。それを回避するには為替の切り下げが必要になる。過去、アルゼンチンが何度も為替の大幅な切り下げを余儀なくされ、その都度経済の混乱を招く原因は、インフレ体質にあった。

現在、為替市場は自由化されているので硬直的な為替レートではないが、外国からの資本流入に支えられ、ペソ相場は比較的堅調である。

アルゼンチンペソは、2014年と2015年に比較的大きな下落で調整されたが、実質相場では、アルゼンチンの長年の高インフレを調整するほどは下落していない(図7)。経済の実力以上

図6 米国、ブラジル、アルゼンチンの消費者物価上昇率

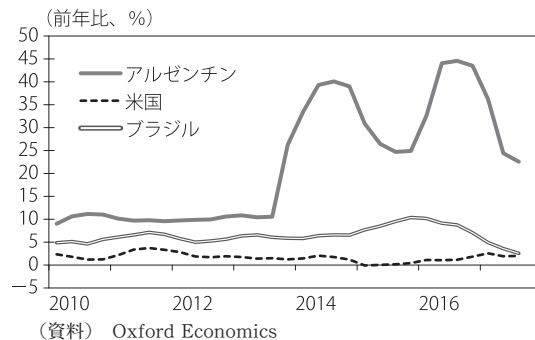


図7 アルゼンチンの実質実効為替レート



のペソ高が続いており、急落するリスクが内包されていることを忘れてはならない。

インフレ克服のために財政金融政策の引き締めが必要である。現在、マネタリーベースの増加率は低下してきている。マネタリーベースの伸び率を更に低下させ、インフレ率を1桁に向けて下げていけるかが、当面の最大の注目点となる。

#### (4) 安定成長のための課題

抑制的なマクロ経済運営に加えて、構造改革も必要である。内需が回復すると途端に輸入が急増することが示す通り、アルゼンチンの弱点は供給力の天井が低いことである。この問題を解決するには低い投資率を引き上げ、生産性を向上させていくことが不可欠であるが、企業が安心して投資するためにはマクロ経済環境を安定化させる必要がある。

そしてアルゼンチンが安定した経済社会となるためには、中央銀行の独立性を確保し、金融政策への信頼を回復すること、財政赤字を縮小していくこと、肥大化した政府部門を縮小し民間企業に資本や労働など経営資源を開放していくこと、既得権益を排し競争的な国内市場を創設することなど、多面的な取り組みが必要だろう。

例えば OECD が作成している製品市場規制指数<sup>(1)</sup>によると、アルゼンチンの規制は調査対象となった42の国と地域のなかで、最も規制が強い。ブラジルやメキシコよりも規制は強く、ラ米諸国の平均と比較しても規制度が高い(図9)。OECDは他にも取り組むべき項目として、貿易障壁の撤廃、労働市場改革、税制改正、研究開発企業の優遇などを挙げ、これらを周辺ライバル国(チリ、コロンビア、メキシコ並み)の水準に近づけるだけで、今後10年間で8.5%の実質所得の引き上げが可能と試算している<sup>(2)</sup>。試算結果をうのみにすることはできないが、アルゼンチンが構造改革を必要としていることは間違いないだろう。

図8 マネタリーベース、マネーサプライ(M3)の推移

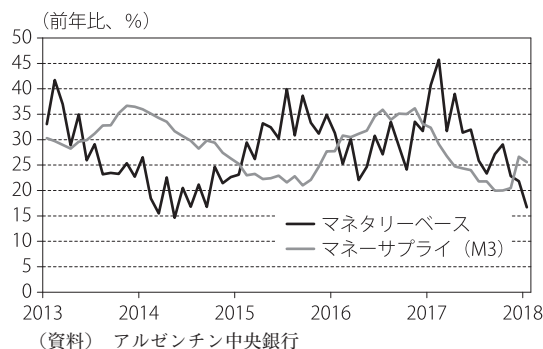
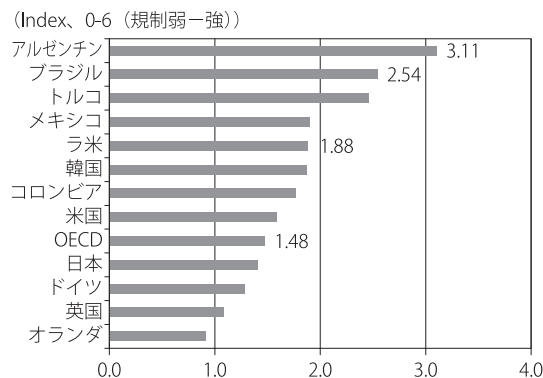


図9 製品市場規制指数



(資料) OECD各国のデータは2013年。アルゼンチンのみ2016年

#### 《注》

- (1) Product Market Regulation Indicator。0-6で製品市場の規制の強弱を評価した指数。6が最も規制が強い。
- (2) OECD Economic Surveys Argentina: Multi-dimensional Economic Survey, July 2017, p. 71

#### 参考文献

- IMF, "ARGENTINA 2017 Article IV Consultation", December 2017
- OECD, "Economic Surveys Argentina: Multi-dimensional Economic Survey", July 2017
- 菊池啓一「2017年中間選挙とアルゼンチン政治におけるその意味」ラテンアメリカ時報 No. 1421
- 森川央「外貨準備の関連統計の活用法～アルゼンチン、チリ、メキシコ、トルコに関する分析例～」国際通貨研究所 Newsletter No. 35, 2017 (2017.12.12)