

アルゼンチン経済の 現状と展望



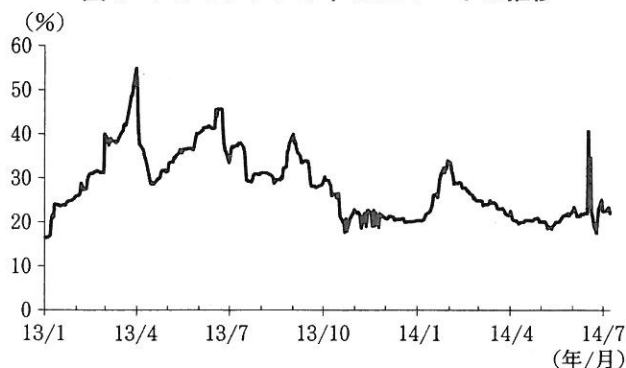
今後2年間は、常に国際収支危機と
隣り合わせの状況が続く見通し

森 川 央

1. はじめに

アルゼンチンは、現在テクニカル・デフォルトの危機に直面している。7月30日の猶予期限ギリギリまで、アルゼンチン政府とホルダーアウト（債務リストにない一部の債権者）との間で、交渉が続けられる模様だ。市場関係者は、アルゼンチン政府は最終的にはある程度の妥協に応じ、テクニカル・デフォルトは避けられると見ているようである。本稿執筆時点（7/10）のアルゼンチン国債保証料であるクレジット・デフォルト・スワップ（5年CDS）レートを見ると、米最高裁によるアルゼンチンの申し立て却下直後は一時高騰したものの、その後は落ち着きを取り戻しつつあり、

図1 アルゼンチン5年CDSレートの推移



（資料） Thomson Reuters Datastream

デフォルトを目前にした料率にはなっていない。

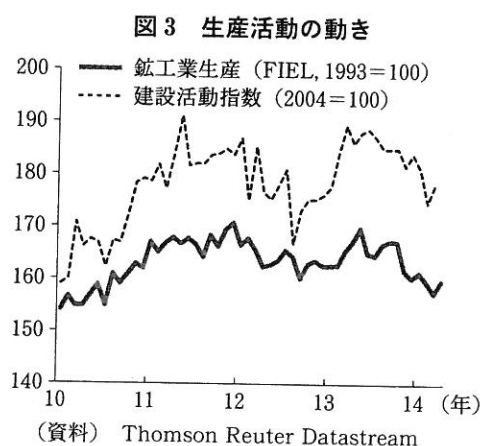
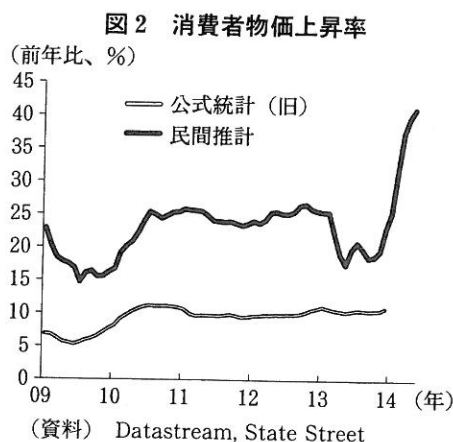
しかし、マーケットが織り込んでいるのはあくまで目先のリスクであり、アルゼンチンの中期的なリスクは依然として大きい。今後2年間、アルゼンチンは国際収支危機と常に隣り合わせの状況が続くと思われる。

2. 深刻なスタグフレーションに 陥っているアルゼンチン

マクロ経済の状況から見ていこう。アルゼンチンでは深刻なインフレが続いている。政府は期間限定の価格統制を何度も繰り返してきたが、インフレの根本的な問題である拡張的な財政政策を放置してきた。特に、成長率が急低下した2012年には中央銀行法を変更し、中央銀行による政府や民間セクターのファイナンスを可能にし、財政主導の景気回復を目指した。その結果、2013年に一時的に低下した時期があったものの、20%を超えるインフレ率が2010年以降続いている（図2）。

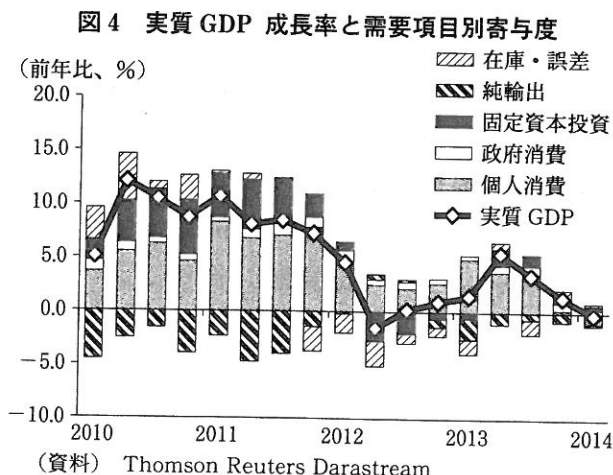
しかし、肝心の景気は2013年前半をピークに下降に転じている（図3）。鉱工業生産は昨年6月、建設活動は同3月がピークであった。

実質成長率も昨年4-6月期に前年比5.5%となった後、低下してきている。10-12月期は成



長率が1.4% (前年比) に留まった。内容をみると、これまで成長を支えてきた民間消費が前年比-0.2%になっている。習慣性が高い消費がマイナス成長となることは珍しい。輸出は大きく減少し、同-12%となった。需要が振るわない以上、投資も伸び悩む。固定資本形成は同1.9%に留まった (図4)。

10-12月期は前期比-0.5%、2014年1-3月期は-0.8%とマイナス幅が拡大し、米国流に述べるとリセッション (景気後退) に入った。



3. 限界に近づく中銀による国債引き受け

(1) 膨張する中央銀行の国債保有

アルゼンチン政府はエネルギーや食糧などへの補助金支給により、生活必需品や公共料金の低価格を維持することを政策の柱としている。当初、2002年の経済危機下での貧困対策として始まった政策だが、経済が好調となった2000年代に順次拡大されてきた。最大の補助金はエネルギー関連で、全体の半分以上を占めている。エネルギー関係補助金の財政負担はGDPの4.4% (2013年、日本円で約2.2兆円) に達している。

政府は増加する財政需要に対応するための財源を、輸出税や金融取引税のほか年金基金による国債消化に頼っていたが、2012年からは中央銀行によるファイナンスが急増している。同年、中央銀行の政策目標から物価安定が外され、新たに「金融、雇用の安定、社会的公正を伴った経済発展を促進する」という目標が設定された。その結果、中央銀行の独立性は弱まり、国債の大量保有が始まったのである。

中央銀行のバランスシートは、2年間で2.5倍に膨張し、国債など国に対する請求権の全資産に占める構成比は67%になった (2013年)。これはベネズエラを除く南米主要国の平均 (10%前後) と比べて、突出して高い。中銀による財政赤字のファイナンスは、マネーサプライの大量発行を呼び、インフレ高進の原因となっている。

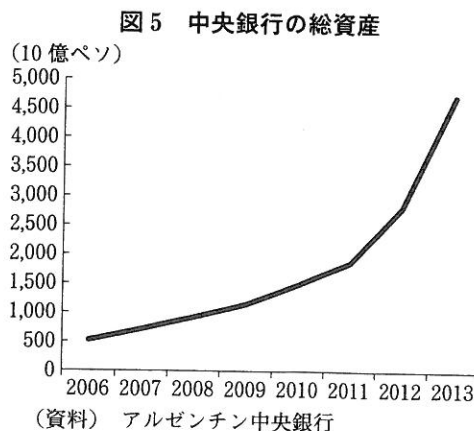


図6 中央銀行の資産構成

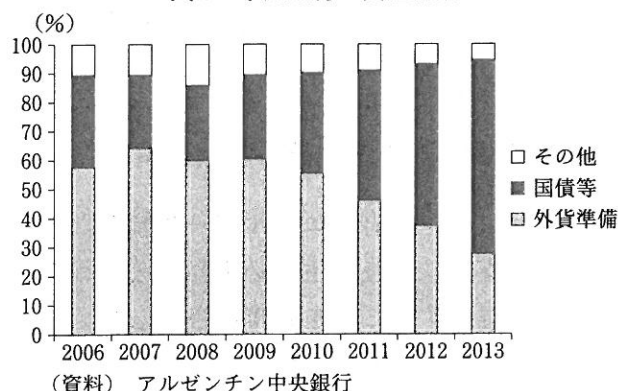
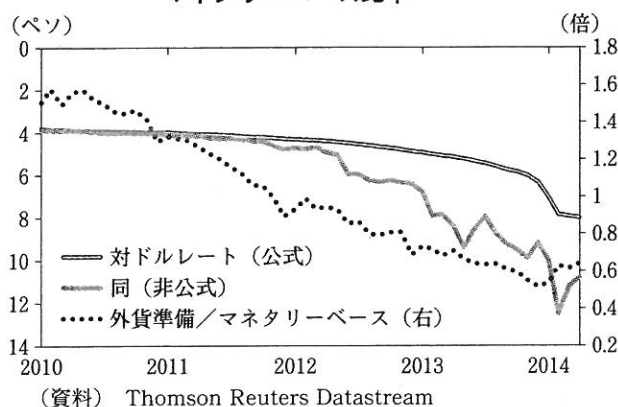


図7 ペソの対ドルレートと外貨準備／マネタリーベース比率



外貨準備が減少する中での通貨の大量発行は、当然、アルゼンチン・ペソの信認の低下を招く。2010年には外貨準備はマネタリーベースの1.6倍であった。しかし、この比率はその後低下し、現在では0.6倍ほどになっている。それを追いかけるようにペソの非公式対ドルレートが低下してきており、公式レートも遅れて下落してきている。そして、為替の下落が更にインフレを煽り、それが実質為替レートを上昇させ、輸出の鈍化→経常収支の赤字拡大→外貨準備の減少→為替レート下落という悪循環を起こしているのである。

(2) 外貨準備枯渇の恐れ

だが、こうした政策は限界に達している。まず、貿易収支は当初発表より悪化しており、昨年後半は赤字（下期：－32億ドル）であった。当初発表では56億ドルの黒字であった。アルゼンチンは、輸入業者に対し輸出計画の提出を強制する「事前宣誓供述書（DJAI）制度」⁽¹⁾を開設し収支回復に腐心してきたが、成果があがっ

表1 貿易収支

(億ドル)

	改定後			改定前		
	財輸入	財輸出	貿易収支	財輸入	財輸出	貿易収支
2012 II	156	226	70	162	211	49
2012 III	181	202	21	178	221	44
2012 IV	175	194	19	168	198	30
2013 I	157	166	9	154	174	20
2013 II	182	223	40	191	235	45
2013 III	203	200	－3	195	226	30
2013 IV	192	163	－29	169	195	26
2014 I	146	151	6			

(資料) Thomson Reuters Datastream

ていない。2014年1-3月期は6億ドルの黒字となっているが、昨年の同時期を下回っている。4-6月期は穀物の輸出シーズンであり、今年も大豆が豊作だったので輸出増による黒字転換が期待できるが、7-9月期以降は再び収支が赤字になる恐れがある。

同国の外貨調達は深刻な事態に陥っている。2013年の経常収支は－46億ドルであり、元本返済額は125億ドルだったので、両者を合計した「要調達外貨」は172億ドルと、外貨準備高（年末時点）の57%になっていた。それに短期債務の残高を加えると535億ドルにのぼり外貨準備の1.75倍になる。IIF（国際金融協会）の予測によると2014年の要調達外貨は151億ドルと引き続き巨額であり、2015年には217億ドルに膨張する。また、投資家のセンチメントが悪化し短期負債のロールオーバーに応じないケースを想定した「潜在的要調達外貨」は3年連続で外貨準備高を上回る。また、外貨準備の増減に直結するキャッシュベースの経常収支は－133億ドル（2013年）に悪化している。

アルゼンチンの国際収支構造は、依然として極めて脆弱である。外貨準備は対外借入の22%に過ぎず（2013年末）、対外借り入れを上回る外貨準備を保有するようになったブラジルとは、対外的な安定性において、大きな差をつけられている。

アルゼンチンで、国際収支危機が再発する可能性は否定できない。穀物輸出シーズンが終わる年後半は、市場動向に特に注意を払っておく必要があろう。

表2 必要外貨の試算

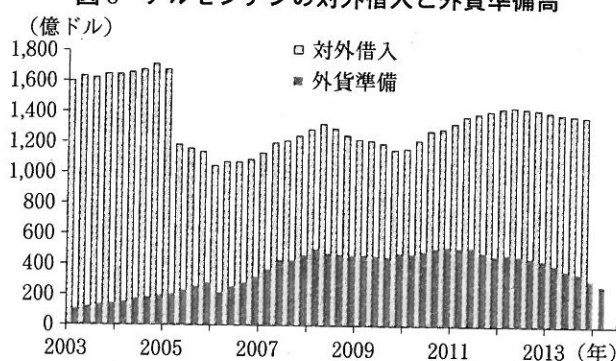
(億ドル)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
経常収支 (1)	-8	-23	0	-46	-60	-84
元本返済 (2)	-91	-71	-97	-125	-91	-133
要調達外貨=(1)+(2)	18	-94	-97	-172	-151	-217
短期負債残高 (3)	-187	-235	-203	-191	-183	-175
潜在的要調達外貨= (1)+(2)+(3)	-385	-423	-397	-535	-485	-609
外貨準備高	522	464	433	306	205	115

(注) 要調達外貨のプラスは余剰を示す。

(資料) Thomson Reuters Datastream, IIF

図8 アルゼンチンの対外借入と外貨準備高



(資料) Thomson Reuters Datastream

4. アルゼンチン政府の対応と今後のシナリオ

(1) 信頼回復のために政策を一部変更も、本格的なインフレ対策はまだ

2002年以降、アルゼンチン政府は国際金融筋の支援を支配と見做し関与を拒否し、自国の輸出で稼ぐ外貨で経済を再建することを国民にアピールし、国民も支持してきた。しかし、外貨不足に陥る懸念が高まったことから、政府もさすがにこれまでの政策の見直しを始めたようである。まず、長年批判を受けていた消費者物価統計を見直し、実態に近い統計の公表を始めた。GDPや国際収支などの重要指標も過去に遡って改定し始めた。

内政では、年々財政負担が増加していた補助金政策に、ようやく見直しが入った。対外政策では、石油会社の国有化を巡って関係が悪化していたスペインのRepsol社と2月に和解したほか、5月末には、2001年のデフォルト債務97億ドルについて、パリクラブで主要債権国

と債務リストラを合意した。

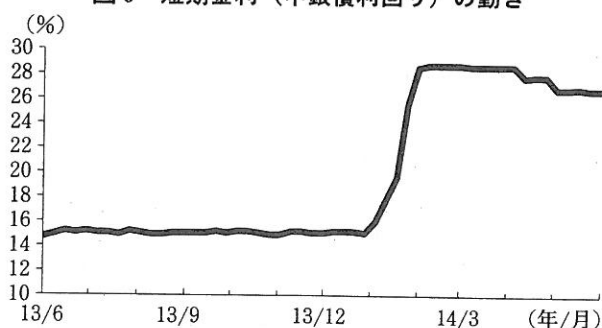
一連の動きは、政府の危機感の表れであり、海外投資家の信頼を回復し、新たな投資を呼び込もうとする意図があろう。しかし、パリクラブではIMFは交渉に参加しなかった。これはアルゼンチンがIMFの経済サーベイランスを受けることを嫌ったためと考えられる。このことは、アルゼンチンが本格的に国際金融界に窓を開けたわけではないことを示唆している。

しかし最も重要なことは、根本的な問題であるインフレの抑制のため、アルゼンチン政府が本格的な緊縮策をとる姿勢がまだみられないことである。

1月の通貨急落後、短期金利は大幅に引き上げられたが、実態のインフレ率を考えると依然として実質金利はマイナスである。加えて、足元では小幅ながら金利引き下げが始まっている。利上げは、通貨急落への対応として実施されたものの為替が落ち着くと早速緩和に動いていることを示しており、本格的なインフレ対策ではなかったことを示唆している。財政政策についても、アルゼンチンの代表的シンクタンクであるFIELの分析によると補助金政策の見直しは小規模で、財政負担の軽減効果は小さい⁽²⁾。一方、5月に政府は児童手当を月額460ペソから644ペソへと40%引き上げた。また、正規雇用者を対象にした家族手当も20%~40%引き上げている。

加えて、新消費者物価統計によると、4月の上昇率は前月比1.8%であったが、民間の推計の平均は同2.8%であった。以前より改善はしたものの、新統計でも政府はインフレ率を過小評価しているように見受けられる。こうした政

図9 短期金利（中銀債利回り）の動き



(資料) Thomson Reuter Datastream

策をみていると、政府がインフレ対策に本格的に取り組み始めたとは考えにくいのである。

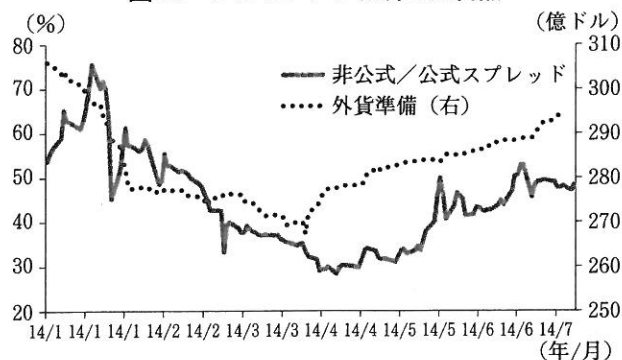
(2) ペソ続落、スタグフレーション深刻化がメインシナリオ

アルゼンチンの外貨不足の根本的な原因は、国際競争力を喪失するほどのインフレ政策である。インフレ政策を改めない限り、借入が再開されたとしても時間稼ぎに過ぎない。内外のインフレ見通しを基に対ドル為替レートを試算すると、2014 年末時点で 1 ドル=10.8 ペソ、2015 年末 14.3 ペソとなる。現時点の公式レート (8.14 ペソ、7/8) と比較すると、それぞれ 33%、76% の下落余地があることになる。2009 年以來のインフレによる価格競争力の喪失を解消するにはこれだけの下落が必要であり、しかも実現すると更にインフレになることから、下落幅が一層大きくなる可能性も高い。長年、インフレを放置してきたツケは大きい。

アルゼンチン経済の見通しは厳しい。自動車生産は 5 月に前年比 36% 減となった。輸出と国内販売も同 39% 減、41% 減と低迷を極めていいる。コンセンサス予測 (6/16) によると、実質成長率は 2014 年：-1.0、2015 年：0.8% となっているが、足元のデータを十分反映しているとは言えず、今後更に引き下げられていくだろう。ブラジル経済の停滞が続くと予想されることも、同国にとってはマイナスである。スタグフレーションは深刻化していき、デモやゼネストなど政府への抗議行動が活発化する恐れもある。

アルゼンチンでは 2015 年 10 月に大統領選挙

図 11 アルゼンチン経済の注目点



(資料) Thomson Reuters Datastream

が実施される。現職のフェルナンデス大統領が三選される可能性は消え⁽³⁾、政権交代が実現するだろう。後継政権が、現在以上にポピュリスト的な性格になる可能性は低いと思われ、インフレ抑制を目的とした正統的な経済政策を採用し、国際協調路線に戻ることが期待できる。その後はアルゼンチン経済復活のシナリオを描くことが可能になろう。しかし、インフレを放置する期間が長引くほど、調整コストは大きくなる。予定通り、2015 年 10 月に選挙が実施される場合、現政権が残す負の遺産は非常に大きくなっていることを覚悟しておく必要がある。

今後の注目点としては、為替相場における非公式レートと公式のスプレッドを監視しておく必要がある。スプレッドは 1 月に 70% 超となった後、公式レートの暴落により縮小した。4 月以降は外貨準備が増加に転じているにもかかわらず、スプレッドは拡大している。市場は、依然としてアルゼンチンの政策を警戒しているのである。

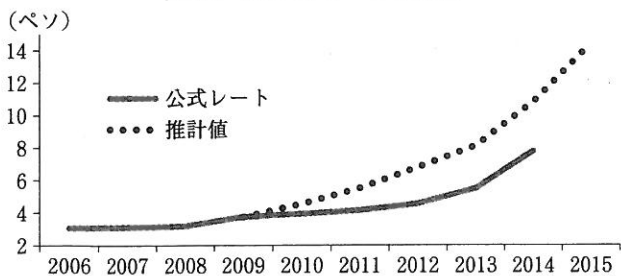
《注》

- (1) この制度の実態については、以下のレポートで詳しく解説している。 http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2014/NL2014No_23_j.pdf
- (2) S. Urbiztondo 「Undoing subsidies without regulatory reform」, 2014 May 9th
- (3) 三選には憲法改正が必要だが、現与党は国会内で改正に必要な議席数を有していない。

参考文献

- FIEL HP
- JETRO HP
- IIF HP
- <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2014/06/12/game-over-for-latin-america/>

図 10 対ドルレートの推計



(注) アルゼンチンと米国のインフレ格差から試算。アルゼンチンのインフレ率は、実態に近い StateStreet のデータを使用。2014 年、2015 年は 35% として計算。なお、米国のインフレ率は 2% で先延ばし。

(資料) Thomson Reuters Datastream, StateStreet