

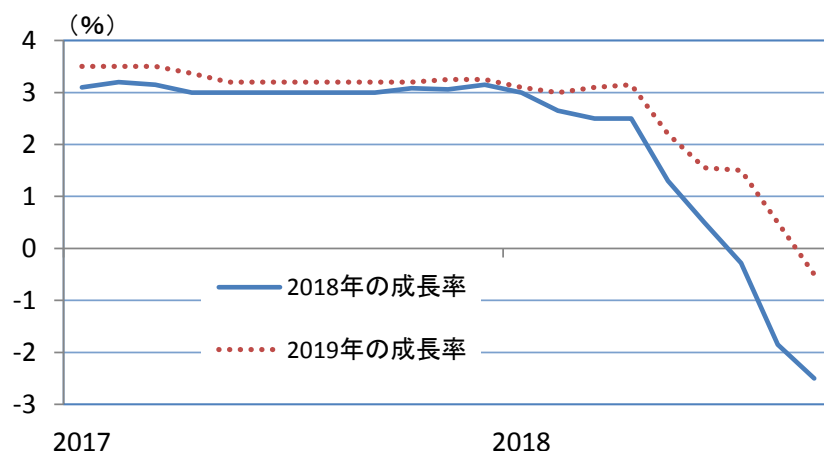
## 深刻な不況を迎えるアルゼンチン

経済調査部 上席研究員 森川 央  
morikawa@iima.or.jp

4月末から本格化した通貨危機の影響がアルゼンチンの実体経済に現れてきた。4-6月期の実質GDP成長率は前年比-4.2%と大幅な落ち込みとなった。

先行きに対しても悲観的な見方が広がっている。アルゼンチン中央銀行が取りまとめている民間研究所や金融機関のGDP成長率見通しによると、危機発生前(3月)の2018年予想中央値は2.5%であったが、9月は-2.5%に下がった。2019年予想についても、9月は-0.5%と初めてマイナスに転落した。2年連続のマイナス成長がコンセンサスになってきている。

図1 民間予測機関によるアルゼンチンの成長率見通し(中央値)



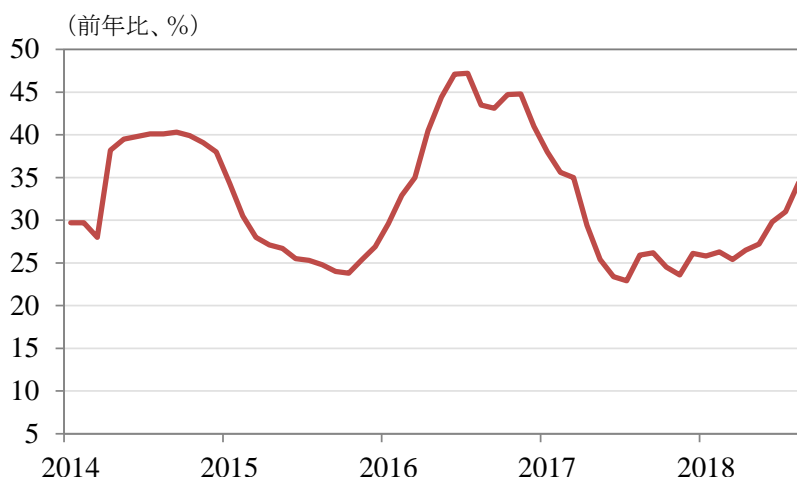
(資料)アルゼンチン中央銀行統計を基に国際通貨研究所作成

厳しい見方が広がっている背景には高いインフレ率と、今後その抑制のために緊縮策を余儀なくされるという見通しがある。アルゼンチン政府は6月にIMFからの支援を受けたが、その後もアルゼンチンペソ(Aペソ)の下落は止まらず、9月には1ドル=40Aペソ台に下落している。ブエノスアイレス市の消費者物価上昇率は8月に前年比34.4%に達した。輸入物価は今後も上昇する見込みで、年末近くの消費者物価上昇率は、同45%程度になると予測されている<sup>1</sup>。

1

<https://uk.reuters.com/article/argentina-economy/update-3-argentina-peso-snaps-three-day-rally-with->

図 2 ブエノスアイレス市の消費者物価上昇率<sup>2</sup>

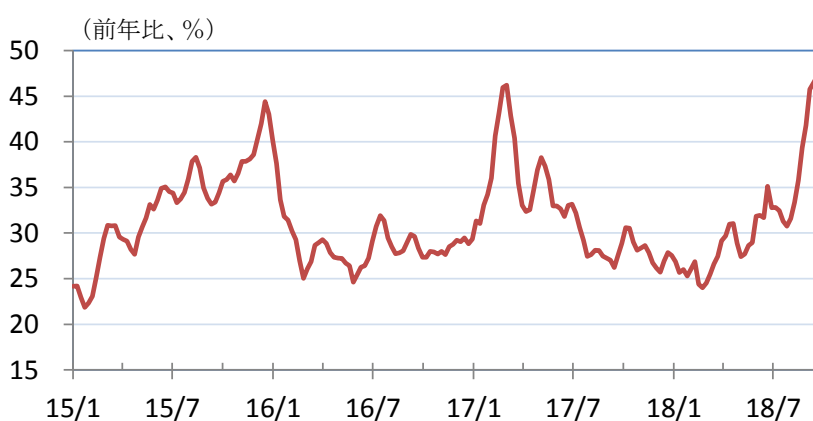


(資料) 在アルゼンチン日本大使館HPを基に国際通貨研究所作成

A ペソ下落に加え、インフレに拍車をかけているのは、財政赤字とそれをファイナンスしている金融政策である。マネタリーベースの増加率は、マクリ政権が発足した 2015 年 12 月以降も常に前年比 20% を上回り、足元では同 45% を超えている (図 3)。

更に、アルゼンチンの外貨準備高は 566 億ドル (2018 年 4 月) で経常赤字 (2017 年 -308 億ドル) の 2 年分にも届いていない。また、今後 1 年以内に返済など契約により予め流出が決まっている外貨は、4 月時点で 733 億ドルに上っていた (表 1)。アルゼンチンは海外からの資本流入が何らかの理由で減少すると、たちまち外貨不足に陥る脆弱な国際収支構造となっている。4 月からの混乱は、米国の金利引き上げをきっかけに、アルゼンチンのこうしたぜい弱性に対する不安心理が高まった結果である。

図 3 マネタリーベース増減率



(注) 4週移動平均

(資料) アルゼンチン中央銀行統計を基に国際通貨研究所作成

more-losses-expected-idUKL2N1WK01B?rpc=401&

<sup>2</sup> 全国対象の消費者物価上昇率 (新基準) は 2016 年 12 月までしか遡れないため、ブエノスアイレス市の統計で代替している。

表 1 アルゼンチンの外貨準備

	2017/9	2018/4	2018/8
外貨準備	502	566	527
外貨	443	490	441
IMF準備資産	4	4	38
SDR	25	26	37
金	25	26	24
その他	5	21	20
流出予定額(1年以内)	563	733	786
同1ヶ月以内	176	197	266

(資料)IMF統計を基に国際通貨研究所作成

IMF 支援が決まった後も、アルゼンチンの外貨不足への懸念は収まらず A ペソ安が長期化していた。そのため 9 月に入り IMF との追加支援に関する協議が始まり、紆余曲折を経て 9 月 26 日に、2019 年末までに実施される融資を 190 億ドル増額することと、2021 年までの融資可能額を 571 億ドルに増額（従来は 500 億ドル）することが発表された。

これによりアルゼンチン当局は当面の「兵糧」を得たかたちになったが、その見返りに厳しい緊縮策を採ることを発表した。その内容は、①2019 年 6 月までマネタリーベースの伸びをゼロ%に抑える、②インフレ率のピークアウトが明らかになるまで政策金利 *Leliq* (7 日物レポ) レートを 60%以上に維持する、③1 ドル=34~44A ペソの範囲内では中央銀行は為替介入をしない、レンジを離れた場合の介入も 1 日当たり 1.5 億ドルまでとする、である。

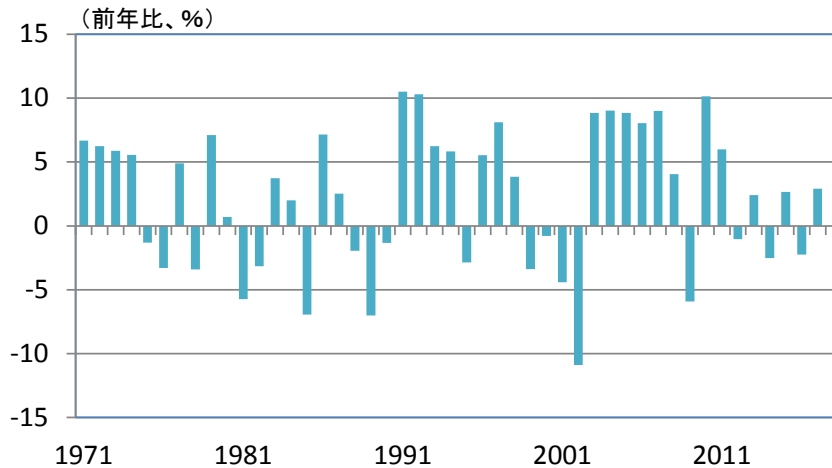
そして財政政策については、2019 年のプライマリーバランスを均衡させ、2020 年には黒字化させることを目標とした<sup>3</sup>。2018 年のプライマリーバランスは GDP 比 2.6%の赤字になると見込まれている<sup>4</sup>。

今回発表された政策は、これまでにない緊縮的な内容であり、このとおり実施されれば猛烈なデフレ圧力となるはずである。2018 年の実質成長率は-2.5%では収まらないだろう。2018 年前半の実績が-0.15%であるので、年間の成長率が-2.5%にとどまるためには、年後半の成長率は前年比-4.85%にならないといけない。だが、4-6 月期の実質成長率は既に同-4.2%になっている。発表された緊縮策が発動されれば、経済活動が更に落ち込むのは確実で、年後半の成長率は-4.85%では収まらないだろう。2019 年の成長率も-0.5%でとどまることはないだろう。リーマンショック後の 2009 年、アルゼンチンの実質成長率は-5.9%であった。2018 年から 2019 年前半にかけて、当時を上回る景気の落ち込みとなる可能性もある (図 4)。

<sup>3</sup> <http://www.bcra.gob.ar/Noticias/Nuevo-esquema-politica-monetaria-i.asp>

<sup>4</sup> 「Shrinking pains」 The Economist, September 22, 2018

図 4 実質 GDP 成長率



(資料)IMF統計を基に国際通貨研究所作成

政府は厳しい景気の落ち込みを甘受しつつ債務不履行は避けることを目指している。だがそのために、政府はこれから 2019 年の予算案を議会で通さなければならない。増税、公共料金の引き上げ、公務員の削減、社会保障支出の抑制で GDP の 2.6%分、日本だと 14.4 兆円 (≒555 兆円×2.6%) もの赤字を埋めることは容易ではない。しかも残された時間は長くない。緊縮に失敗すれば内外の投資家の信頼を失い、再び通貨危機を招くことになるだろう。

最悪期は過ぎ去っていない。アルゼンチンの試練はこれからも続くことになるだろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2018 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)  
 All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.  
 Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan  
 Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422  
 〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2  
 電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422  
 e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)  
 URL: <https://www.iima.or.jp>