



## 国際金融界への復帰が一層遠のくアルゼンチン

公益財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部 上席研究員  
(政策・メディア博士)  
松井 謙一郎  
[matsui@iima.or.jp](mailto:matsui@iima.or.jp)

### (要 約)

1. マクロ経済は、成長は鈍化するが持続、経常収支は均衡持続、財政面の安定維持など必ずしも悪くはない。しかしながら、インフレ解消の方向性が見えず、国際通貨基金（IMF）との関係が改善しないことや政府統計の信憑性が信認回復の大きなネックとなっている。
2. また、国内産業の擁護のための保護主義的な動きが顕著になる中で欧米日が世界貿易機関（WTO）への提訴を行うなど、対外的な摩擦が大きく強まっている。更に、外貨流出を抑制するために、資本取引規制が強化されてきている。一方、シェールガスの発掘によりアルゼンチンの資源開発への関心が高まっていたが、2012年4月に政府がスペイン企業の傘下にある石油会社 YPF の国有化実施を発表したことは、大きなマイナス要因となっている。
3. 更に、最近では経済の状況が一向に改善しないことを背景に大統領の支持率が低下傾向にあるなど、政権の影響力が低下している。また、2010年に行われた民間債務の再編に関して、2012年10月に米国の裁判所が再編に応じない債権者への支払いを命じる判決を出して以降は、民間債務の問題が再燃する形となっている。

4. 同国は 2000 年代末以降国際金融界への復帰を模索してきたが、最近 2 年程度で状況は大きく悪化の方向にある。特に、民間債務再編の法的な有効性が崩れた場合には、同国の対外債務支払返済額が大きく影響を受けて、2000 年代半ば頃の状況に逆戻りするリスクがある。

## (本 文)

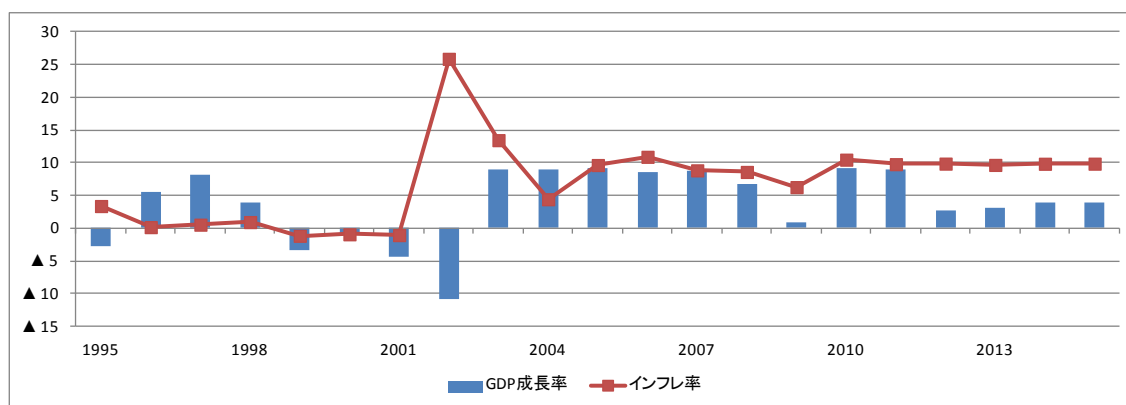
近年の市場のアルゼンチンに対する信認は悪化する一方である。インフレ問題解消の方向性が一向に見えないことに加え、対外的な保護主義の強まり、YPF の国有化実施に象徴される政府の民間部門への過剰な介入などが大きく影響している。

### 1. マクロ経済の大きな課題としてのインフレ問題

#### (1) マクロ経済の概況

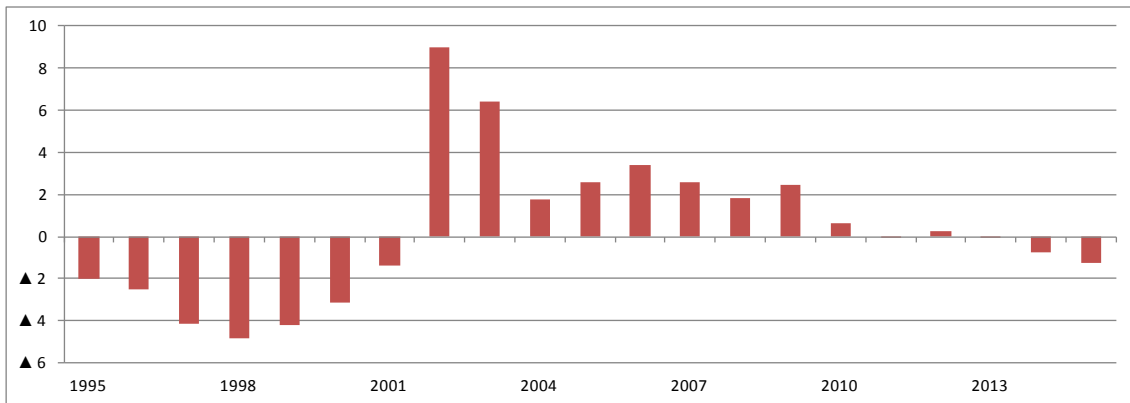
2000 年代初頭は債務危機で経済が混乱したが、2000 年代後半以降は内需の回復や資源価格の高止まりや中国などの需要の伸びに支えられた外需もあって好調な成長を続けてきた。だが、内需・外需の伸びが一段落したこともあって今後成長は大きく鈍化する見込みである（図表 1）。一方、経常収支は高成長を背景とした輸入の急速な増加もあって 2000 年代後半以降は黒字幅が減少、2010 年代前半には徐々に赤字に転落していくことが見込まれている（図表 2）。政府債務は、2000 年代初頭の債務危機の原因となったが、大幅な債務削減（約 3 分の 2）による対応で負担が大きく減少し、今後は安定して推移することが予想されている（図表 3）。

図表 1：成長率とインフレ率の推移



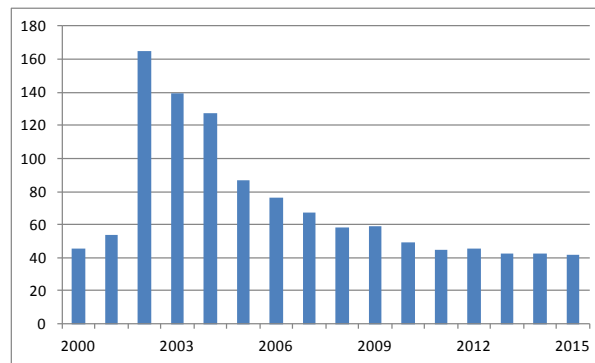
(出所)IMF のデータより作成 (2012 年以降は IMF の予測)

図表 2：経常収支（GDP 比）の推移



(出所)IMF のデータより作成 (2012 年以降は IMF の予測)

図表 3：政府債務の状況



(出所) IMF のデータより作成 (2012 年以降は IMF の予測)

## (2) 解決の方向性が見えないインフレの問題

マクロ経済の中でも最も重要な課題となっているのが、インフレ問題である。

2009 年の夏以降、同国は国際金融界への復帰を模索してきたが、同国のインフレ率については、2007 年頃から政府が実勢より低い数字を公表しているという見方が市場では広まってきた。

同国への内外からの不信感の抜本的な解消のためには IMF の関与が不可欠であったものの、2003 年から 2007 年まで大統領を務めたキルチネル氏が同国の経済運営に対する IMF の関与に強く反対してきた。2010 年 10 月に同氏が逝去した後は、IMF との関係においても政府は柔軟な姿勢に転じた。インフレ率データの問題についても、IMF の技術支援受け入れによる統計改善作業が 2010 年 11 月より始まって事態が改善する可能性もあった。2011 年の大統領選挙後に進展が期待されたものの、現在は事態の改善が全く見られない状況に陥っている (図表 4)。

このような状況は、IMFとの関係が2000年代後半と比較すると改善しているものの、依然として容易ではないことを示している。同国では、パリクラブ債務問題（公的債務問題）が依然、保留になっている。パリクラブにおける債務の返済条件の変更は、通常債務再編の行われる期間に渡って IMF のモニタリングを受け入れることが債務再編のための必要条件となっている。しかしながら、同国はパリクラブ債務問題の解決においても IMF のモニタリングを受けない形に固執するなど、IMF の関与を最小限にしたいというスタンスを取っている。

同国において、2000 年代後半以降インフレ圧力が恒常的に強い背景には、高い成長率だけでなく、同国の労働組合の強い賃金引き上げ体質がある。中南米全般で労働者保護の強さがビジネス一般の問題として指摘されることが多いが、同国では特にその中でも労働組合の発言力が強く、労働者権利保護の傾向が顕著である。

図表 4：インフレ率統計の改善問題

| 時期             | 主な動き  |
|----------------|---|
| 2010 年<br>11 月 | 政府がインフレ率統計の信認回復のために IMF の技術支援受け入れを始めることを発表、以後 IMF のミッションの受け入れ開始               |
| 2011 年<br>7 月  | IMF がアルゼンチン側の公的データ（インフレ率や GDP データ）の質的向上に向けた協力を評価、180 日以内に理事会が進捗状況の評価を改めて行う旨公表 |
| 2012 年<br>2 月  | IMF がアルゼンチンの公的データの質的向上への取り組みが不十分であり、進捗を促す旨の声明を発表                              |
| 2012 年<br>9 月  | アルゼンチンの取り組みが不十分で、状況に進展が見られないのは遺憾である旨の声明を発表                                    |

(出所)IMF のプレスリリースを中心に各種報道より作成

2000 年代半ば以降は 20%程度の賃上げ率が定着し、2009 年はグローバル金融危機の影響で賃上げ率は 20%を切ったものの、2010 年には 30%を超える高い水準に戻っている（図表 5）。更に、賃上げのベースとなるのはインフレ率データであり、また政府債務には金利水準がインフレ率に連動するものが存在することが、政府がインフレ率統計を低く抑える要因になっているなど、歪みが生じている。

2008 年のフェルナンデス政権発足後は、労働組合に対して労使交渉での賃金上昇率の抑制を公に求めたり、2010 年 10 月には年金増額法案が大統領が否決するなど、政府

も労働者側にも負担を求めながら事態の改善を模索してきた。しかしながら、アルゼンチン労働総同盟（CGT）など労働組合が、政府与党（ペロン党）の重要な支持基盤となっていることから労働組合の要求を抑え込むのは現実には難しい。

図表 5: 同国の消費者物価上昇率と名目賃金上昇率

|          | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|
| 消費者物価上昇率 | 12.3 | 9.8  | 8.5  | 7.2  | 7.7  | 10.9 | 9.5  |
| 名目賃金上昇率  | 20.3 | 18.9 | 21.9 | 24.9 | 17.7 | 33.3 | 28.9 |

(注) 消費者物価上昇率は、年末対比

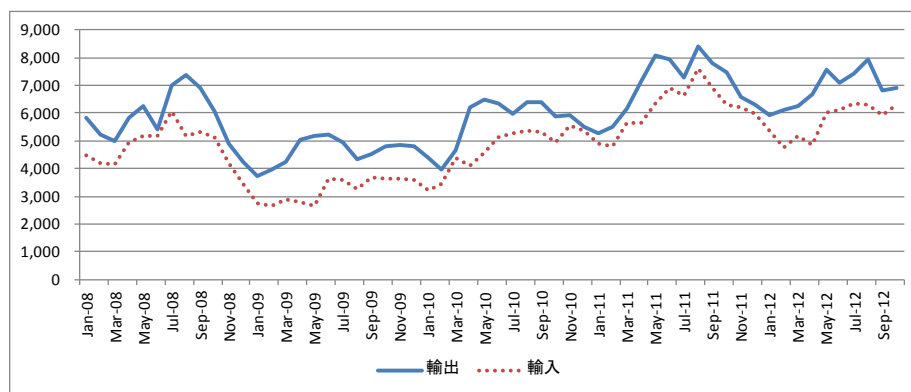
(出所) アルゼンチン経済産業省統計局（INDEC）などのデータより作成

## 2. 対外的な保護主義的な動きの強まり

### (1) 貿易面での保護主義

2008年のグローバル金融危機の影響による景気減速の影響もあって2009年から2010年前半までは一定の貿易黒字を確保していた。しかしながら、2010年後半から2011年始めにかけては輸出が伸び悩む一方で、国内景気の本格的な回復で黒字幅の減少が顕著になってきた（図表 6）。

図表 6: 月次の輸出入額の推移（単位:百万ドル）



(出所)アルゼンチン経済産業省統計局（INDEC）のデータより作成

国内産業保護の目的もあって、政府は、2011年以降貿易面での保護主義的な動きを強めてきた（図表 7）。

2011年は非自動輸入ライセンス制度を巡って特にブラジルとの摩擦が顕著になった。

ライセンス制度は、対象品目の輸入の際に都度ライセンスを取得しなければならない制度だが、品目数が拡大され、保護貿易が強化された。このような動きに対してブラジル側も報復的な形で非自動輸入ライセンスを導入したことで、アルゼンチンからの自動車の輸入が停止するなど、ブラジルとの貿易摩擦が顕著になった。

ブラジルとの摩擦自体はその後沈静化したが、特定の産業への措置の弊害が顕著になっている。例えば、自動車業界に対しては輸出と輸入を均衡させるように求めており、このため一部の会社では輸入枠を確保するために、自動車以外の商品（農産物など）の輸出による対応を余儀なくされるなど企業活動にも歪みが生じている。

更に、2012年に入ってから、輸入取引への各種の義務（事前申告・宣誓供述書の提出など）の追加的な賦課、メキシコからの自動車への輸入制限などの措置が取られている。このような同国政府の対応に内外の企業関係者の不信感が強まる中で米国・日本・欧州連合（EU）は同国の輸入規制措置をWTOに提訴しており、同国の国際的な孤立は深まっている。

図表 7：2012年に入ってから保護主義的な動き

| 項目 | 内容                                      |
|----|---|
| 1月 | 公共歳入連邦管理庁が全ての消費財の輸入取引の事前申告や宣誓供述書の提出を義務化 |
| 3月 | 公共歳入連邦管理庁がサービスの輸出入も事前申告制度の対象とすることを発表    |
| 3月 | メキシコからの自動車輸入に対して3年間輸入額を制限する方針発表         |
| 6月 | メキシコとメルコスールの自動車協定から正式に離脱（3年間）           |
| 8月 | 米国・日本がアルゼンチンの輸入規制をWTOに提訴（EUは既に5月に提訴）    |

(出所)JETRO のサイトを参考に作成

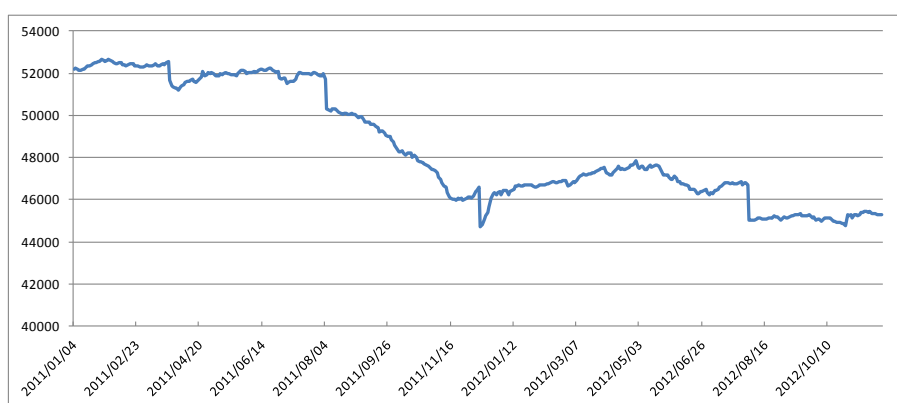
## (2) 資本取引規制の強化と外貨準備の確保

以上のような貿易面での保護主義的な動きに加えて、資本取引でも規制が強化されている。2011年10月の大統領選挙で再選を果たしたフェルナンデス大統領は、ペソ安と資本逃避を警戒し、一部産業界に対する優遇措置としてきた海外でのドル決済を認めず、国内での決済とするよう変更した。また、金融・為替取引に関する監視を強化するため

の方策が出されている。マネーロンダリングの防止が監視強化の理由となっているが、実際には貿易取引の規制強化と同様に、外貨流出を抑制することが一義的な目的であると見られている。

外貨準備高については、2011 年後半には落ち込みは見られるが、前述したような政府の規制強化の効果もあって 2012 年に入ってから 400 億ドル台半ばの水準で維持されてきている（図表 8）。

図表 8：外貨準備高の推移



(出所)アルゼンチン中銀のデータより作成

### 3. YPF 国有化措置の影響

同国は大豆・トウモロコシなど穀物資源が豊かな国として知られてきたが、近年は非在来型資源(シェールガス、シェールオイル)の潜在力の大きさに注目が集まっており、シェールガスについては世界有数の埋蔵量を有すると推定されている。

このように同国のエネルギー資源への世界的な関心が高まる中で、2012 年 4 月に、政府はスペインのレプソル（エネルギー分野の多国籍企業）のアルゼンチン子会社の YPF の国有化を発表した。アルゼンチン政府は、国有化の理由について、「YPF が石油開発のための十分な投資を怠ってきたため、同国のエネルギー輸入額が急増したが、このような方向性を変えるために国が介入する」（YPF の株式の 51% を Respol から取得）としている。アルゼンチンの政府・与党は、民営化後の YPF では環境汚染、石油価格のつり上げなど種々の問題が見られ、再国有化（1999 年の民営化でスペインのレプソルが取得したもの）は正当化される旨主張して、国有化法案が議会で可決された。

スペイン側は EU の支援を取り付けてアルゼンチンを強く避難、中南米でもメキシコは遺憾の意を表明した。これに対して南米ではベネズエラが支援を表明、ブラジルも表

立った批難は行わなかった。このように、YPF 国有化問題では、欧州対南米の対立の構図が鮮明になる中で両国間の緊張関係が大きく高まった。水面下ではレプソルが保有する YPF 株式売却に向けた動きも見られるが、両者の想定する金額に大きな隔たりがあるため、決着には時間がかかる見込みとなっている。

同国では、1990 年代には大型の民営化の推進・対外開放政策など新自由主義的な政策が推進される中で、政府の民間活動への介入は減る方向にあった。しかしながら、2000 年初頭の債務危機以降は大きく方向性が変わり、支持率確保や政府の政策実施のために、政府の民間活動への介入が強まってきた（図表 9）。

図表 9：2000 年代の政府の民間活動への介入事例

| 時期        | 主な動き  |
|-----------|---|
| 2000 年代後半 | IMF からの借入を全額返済後は、インフレ対応のため国内の主要な生産部門と価格協定を締結する形で価格引き上げ幅を抑えてきた     |
| 2008 年    | グローバル危機が表面化した 10 月に、従来は民間に委託していた年金基金運営の国有化を発表、財界や野党の強い反発にもかかわらず実施 |
| 2009 年    | 国際的な食糧価格高騰の中で国内への供給増加や新たな税収確保の意図もあつて大豆の輸出税引き上げを政府が試みたが、議会で否決されて失敗 |
| 2011 年    | 国家社会保障機構（ANSES）が株式を保有する民間企業の活動に影響力の行使の試み                          |

(出所)各種資料より作成

2000 年代後半に IMF からの借入返済後を行って政策への介入がなくなったことに加えて、弱者保護の政策を打ち出すことによって支持の確保を狙うポピュリスト的な色彩を強めたことが背景にある。このような対応は、恣意的な制度変更のため長期的視野でビジネスができないこと、同国の国際競争力を阻害する大きな要因として大きな不満の声が上がっていた。

しかしながら、このような路線は、フェルナンデス大統領が高い支持率を得て当選したことで維持されており、今般の YPF 国有化問題もその一環として位置付けられる。同国での企業の再国有化は、2008 年のアルゼンチン航空の前例があるが、YPF の件は波紋が大きいために国際金融界への復帰への大きな障害となっている。



#### 4. 最近の状況と今後の見通し

2012年10月に米国の裁判所が、アルゼンチンの債務再編を拒否する大口投資家の訴えを支持する判決を出した。これが引き金となってアルゼンチンのクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）は急騰した。2000年代初頭の債務不履行に伴って発生した民間債務の問題は、同国の国際金融界復帰への大きな障害となるため、アルゼンチン側も解決に向けて努力をしてきた。2010年には多くの債権者が再編に応じたことは、復帰に向けた大きな前進と位置付けられていた。このように2010年の債務再編は、国際金融界ではほぼ既成事実となっていたが、判決では再編に応じていない債権者への全額支払いが命じられた（図表10）。

図表10：民間債務の再編を巡る問題の推移

| 時期              | 動向  |
|-----------------|---|
| 2010年5月         | 2005年の債務再編の未解決債務について、債券交換の募集を開始   |
| 2010年6月         | 債券交換の募集の結果を発表（対象額の約66%に相当する約120億ドルの応募有り）  |
| 2012年10月        | 2000年代初頭に債務不履行となり、2010年に行われた民間債務の再編に関して米国の裁判所が再編に応じない債権者への全額支払いを命令                        |
| 2012年11月<br>21日 | 米国の連邦地裁は、アルゼンチンの債務再編提案に応じなかった債権者（提訴を行った債権者の有する債権は、約13億ドル）への支払いを命令<br>アルゼンチン政府は、この命令に対して控訴 |
| 2012年11月<br>28日 | 米国の連邦高裁はアルゼンチンが申し出ている効力停止を認め、控訴審における当事者双方の口頭弁論を2013年2月に開催することを決定                          |

(出所)JETROのサイトの情報などをもとに作成

アルゼンチン側が対外債務支払いを全面的に止める対抗手段を取る可能性が高まった点や、経済が一向に改善しない不満を背景として大統領の支持率が低下傾向にあり、ゼネストが実施されたことも、CDSの一時的な高騰の要因になった。アルゼンチン側は、再編を行った債券への支払い停止を求める今般の判決にもかかわらず、従来通り支払いを続ける旨、コメントしている。また、米国の連邦高裁が地裁判決の一時的な効力停止を決定したため、CDSの水準も低下して小康状態となっている（図表11）。

図表 11：アルゼンチンの CDS 推移



(出所)Bloomberg のデータより作成

2008 年のグローバル金融危機の直後、同国が年金基金運営の国有化を発表した際に CDS が 4000 台にまで達した時との比較ではまだ異常な水準とは言えないが、状況が改善する見込みが立たなくなっている。

同国のマクロ経済は、鈍化しているが成長は持続、経常収支も均衡状況が持続、政府債務の増加にも歯止めがかかっているなど、相応に評価できる面もある。しかしながら、インフレは依然として解消せず、IMF との関係が改善しない中で政府統計への信憑性が構造的に大きなネックとなっている。

YPF 国有化問題によって国際金融界への復帰は一層遠のく一方で、経済状況が一向に改善しないことを背景に大統領の支持率が低下傾向にあるなど、政権の影響力も低下している。更に、2012 年 10 月に米国の裁判所が債務再編に応じない債権者への支払いを命じる判決を出して以降、民間債務問題が再燃する形となっている。

2001 年末の債務不履行で 2000 年代前半は混乱したものの、2000 年代半ば以降状況は大きく改善してきた。2010 年には一部保留であった 2005 年の民間債務再編の枠組みの確定にほぼ目途を付けた（デフォルトした債券について、93%の債権者が債務交換に応じた）。

このように国際金融界への復帰を図ってきたが、ここ 2 年程度の間で状況は大きく悪化している。特に、民間債務再編の法的な有効性が崩れた場合には、対外債務支払い返済負担が大きく増加、2000 年代前半の状況に逆戻りするリスクがあるため、民間債務問題の今後の動向には十分留意する必要がある。

(参考文献)

アルゼンチンの中央銀行、経済産業省統計局 (INDEC) のデータベース

松井謙一郎「国際金融界への復帰を模索するアルゼンチンの最近の動向と今後の展望について」、IIMA Newsletter、国際通貨研究所、2011年4月

\_\_\_\_「国際金融界への復帰を目指すアルゼンチンの今後の課題」、IIMA Newsletter、国際通貨研究所、2011年9月

\_\_\_\_「保護主義的な動きを強めるアルゼンチン ～構造的な問題への対応と政府のジレンマ～」、IIMA Newsletter、国際通貨研究所、2012年4月

IMF のデータベース (World Economic Outlook)

JETRO のサイト

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せよう、宜しくお願い申し上げます。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 2013 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: <http://www.iima.or.jp>