

# 国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

## 再び混乱に陥ったアルゼンチン経済

～「ドル化」構想は非現実的～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

森川 央

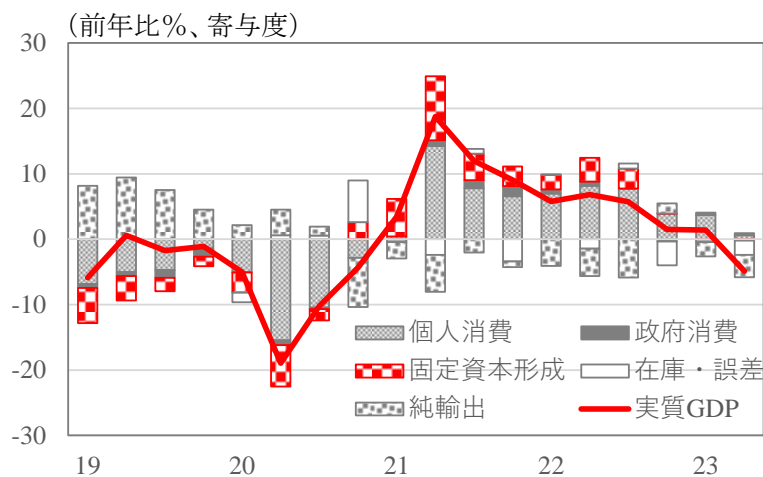
[morikawa@iima.or.jp](mailto:morikawa@iima.or.jp)

### 1. 現状：マイナス成長転落のなか消費者物価上昇率は3桁に上昇

アルゼンチン経済の混迷が続いている。農業生産とその輸出への依存が高いアルゼンチン経済は気候変動と世界需要の波に翻弄されるため景気の波が大きくトレンドがつかみにくい。そこで直近10年（2012年～2022年）の年平均成長率をみると、0.3%でしかない。一人当たり国民所得の成長率は同▲0.2%と低迷している。アルゼンチン経済は既に長い停滞期に入っているのである。

景気サイクルを確認すると、2019年から景気は悪化していたが、2020年は新型コロナ禍による深刻な景気悪化で成長率は▲9.6%となった。2021年は急回復期となり成長率は10.8%となったが、反動が一巡すると成長率は再び低下に向かう。2022年前半の実質GDP成長率は前年比6.3%となったが、後半に入ると同3.6%に低下し、2023年1-3月は前年比1.4%に低下した（図1）。

図1 実質GDP成長率の推移



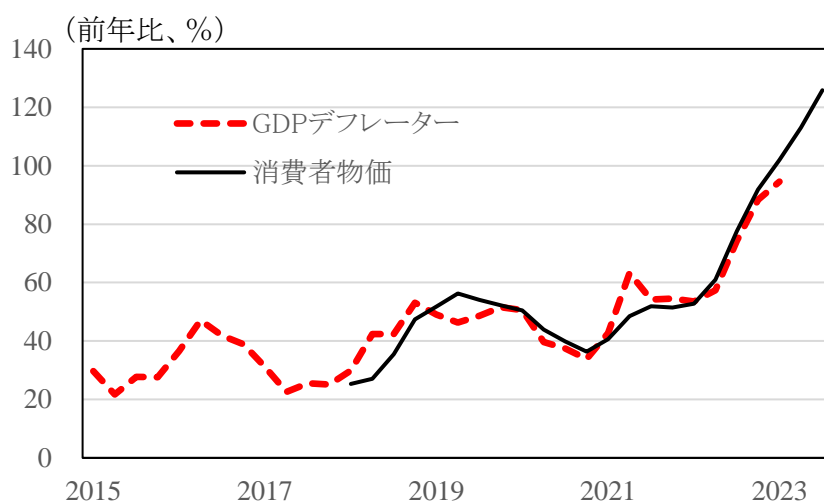
(資料)Refinitiv

そして4-6月の実質GDPは農業生産が干ばつの影響で前年比4割減となったことが響き、前年比▲4.9%となった。輸出は4.1%減少する一方、輸入は3.7%増加していたので純輸出は3.4ポイントGDPを押し下げることになった。

成長率の低下も問題だが、アルゼンチンにとって喫緊の課題となっているのはとどまるところを知らないインフレ率の上昇と、それに伴う通貨への信認の欠如である。

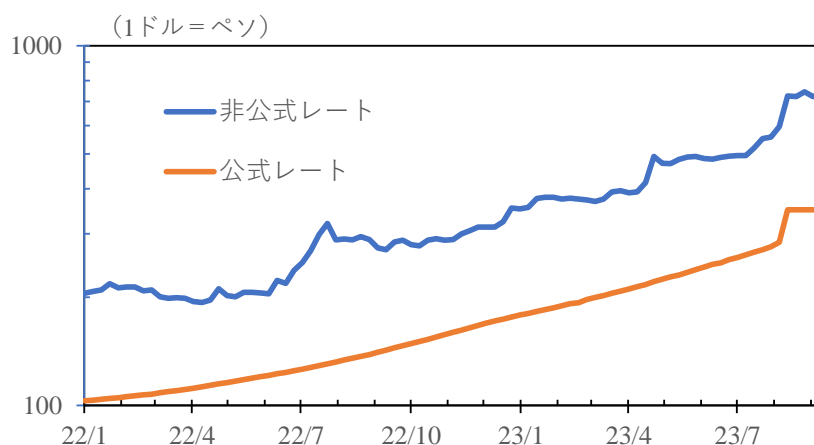
消費者物価上昇率は2023年に入ってから前年比100%を超えてきている。直近(8月)前月比も12.1%と1991年以来の高さを記録したため7-9月の前年比は125.9%と4-6月の113.0%からさらに加速している(図2)。

図2 物価の推移



(資料) Refinitiv

図3 最近のアルゼンチンペソの対ドルレート



(資料) Refinitiv

## 2. 四重苦のアルゼンチン経済と既存政党への不満

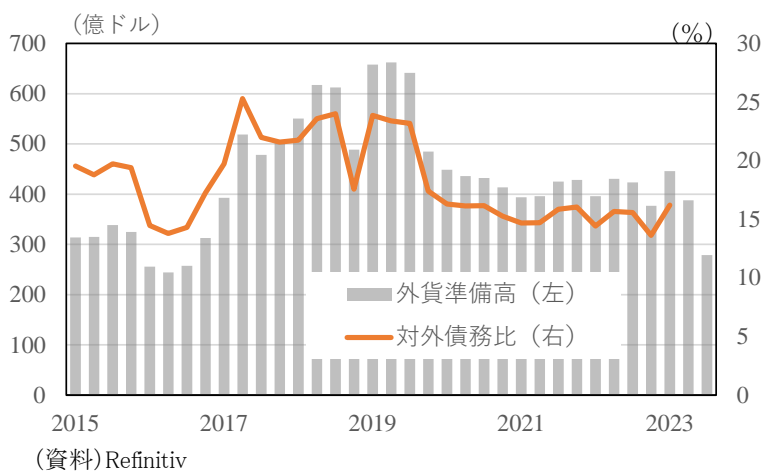
8月に144%ものインフレになった背景には、アルゼンチンペソ（以下、ペソと略記）の急落があった。今年前半、ペソの公式レートは月間6%前後の下落率で「安定」していたが、8月中旬、ペソは1週間で23%と大幅な下落となった。公式レートのおよそ半分の価値しか評価されていない非公式レート（闇レート）も、同じように下落している（図3）。

急落の引き金となったのは、8月13日に実施された大統領予備選で、極端な自由主義を掲げるハビエル・ミレイ候補が与党候補を抑え1位になったことである。ミレイ氏は30.0%支持を獲得し、現フェルナンデス政権で財務相を務めたセルヒオ・マッサ氏（21.4%）、前マクロン政権で国防相だったパトリシア・ブルリッチ氏（17.0%）を上回った。この結果を受け週明け（8月14日）には、ペソが対ドルで20%以上、アルゼンチン国債は10%以上下落したため、アルゼンチン中央銀行は混乱を収束させるため緊急の利上げに追い込まれた。

ミレイ氏は元経済学者で2021年に州議会議員となった、中央政界ではいわゆるアウトサイダーである。同氏は中央銀行の廃止、臓器売買合法化、公立学校の廃止などの政策を主張している。同氏は自らを「無政府資本主義者」と称し、米国のトランプ前大統領やブラジルのボルソナロ前大統領を賞賛している。政治的立場は急進右派といえるだろう。政治経験がない新人が、斬新な政策を掲げ、長年の課題を一気に解決できると主張する。既存政党への不満を募らせていた有権者がその主張に期待し、「お試し」で政権を委ねる。ポピュリスト政権誕生の典型的なケースである。

アルゼンチン国民が、そうした誘惑にかられることは理解できないことではない。国民は四重に苦しんでいるからである。すでに述べたペソ安、3桁のインフレ、景気悪化、そして外貨準備の枯渇である。統計上、アルゼンチンの外貨準備高は約280億ドルとなっているが、アルゼンチンのアナリスト達によると、中銀は既に先物やスワップでドル売りを実施しているので、外貨準備高は事実上65億ドルから99億ドルのマイナスになっていると見られている。政府はIMFからの支援を求めて交渉しているが、協議は難航している。ペソ相場が回復する要因は見当たらない。

図4 外貨準備高



そして、10月22日の大統領選挙では、マッサ候補が36.6%でトップとなり、ミレイ氏30%、ブルリッチ氏23.8%となった。この結果、大統領選挙は11月19日に実施される決選投票に進む<sup>1</sup>。決選投票は上位2候補間で争われるので、中道右派とされるブルリッチ氏に投じられた票がどのように動くかが焦点になる。ブルリッチ氏は両候補のうちどちらを支持するか明らかにしていない。

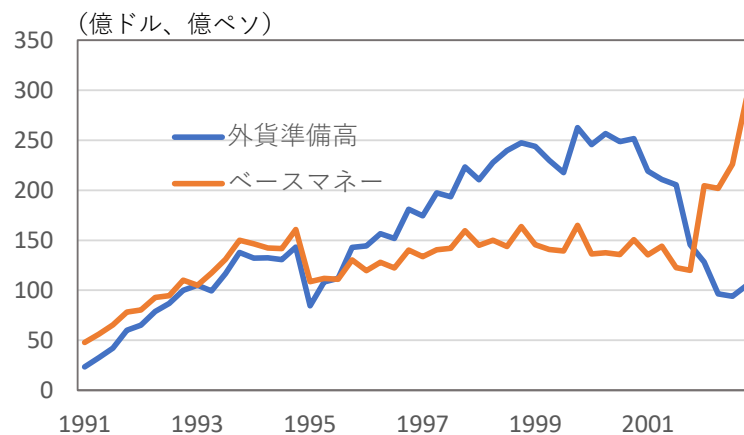
### 3. アルゼンチンにおけるカレンシー・ボード制の失敗例

中央銀行廃止を訴えるミレイ氏は、自国通貨ペソを廃止し米ドルを流通させるドル化政策も提唱している。中米ではパナマ、エクアドル、エルサルバドルが採用している。

完全なドル化ではないが、アルゼンチンは過去、類似の為替制度を試したことがある。1991年末から導入されたカレンシー・ボード制である。アルゼンチン中央銀行は外貨準備高にみあった通貨を発行するというルールを自ら定めることによって、ドルをペソの信用の裏付けとしたのである。

当時の外貨準備高とベースマネーを比較すると、1995年まではほぼ同額で推移していたことがわかる(図5)。その甲斐あって1990年代を通して1ドル=1ペソが維持されていた。

図5 1990年代の外貨準備高(ドル建て)とベースマネー(ペソ建て)



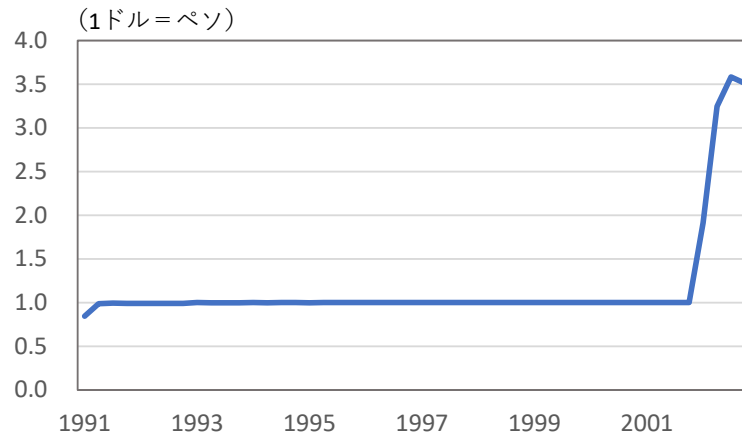
(資料) IMF

しかし、米ドルに自国通貨を釘付けすることは、米国の金利政策を受け入れることであり、それはすなわち自国の金融政策をほぼ放棄することである。国内が不況でも米国が金利を上げれば高金利を受け入れなくてはならないし、逆の場合は過剰流動性を生みバブルを発生させるリスクを許容しなくてはならない。

90年代終盤は米国で好景気が続き、ドル高が長期化していた時期であった。ドルと等価であったアルゼンチンもペソ高を余儀なくされ、国際競争力のないアルゼンチン産業はペソ高不況に苦しむことになった。しかし、利下げはできず、実体経済での調整(不況)が長期化したため、国民の不満が高まり政権批判が強くなった。与党は2001年の大統領選挙で敗北、後継政権は就任直後にカレンシー・ボード制を放棄し変動制に移行することを決めたため、2002年ペソは急落したのである。

<sup>1</sup> 1位が45%以上の票を得るか、40%以上得票し2位に10ポイント以上の差をつけた場合以外は決選投票となる。

図6 ペソの対ドルレート



(資料) IMF

この教訓から学ぶべきは、自国通貨を大国の通貨に釘付けすることは、相手国の経済政策に従うことになるので、徐々に自国の実体経済にストレスを貯めこむということである。そして、固定期間が長くなれば長くなるほどストレスが高まり、最終的に放棄する際には却って調整コストを大きくするということである。

ドル化による自国通貨の完全な放棄は、さらに深刻である。通貨の急落は経済に混乱をもたらすが、自国通貨安は、短期間のうちに強制的にその国の価格競争力を回復させるメリットもある。だがドル化して自国通貨を放棄してしまうと、通貨切り下げはもはや不可能になる。調整は一般物価の引き下げ(デフレ)で行うことになるので、極めて長期間の不況を余儀なくされることになる。ユーロに参加していたギリシャが2012年に陥った不況はまさにそうした状況であった。

ミレイ氏はドル化により物価を安定させ、一気に景気回復を果たすと主張するが、為替を固定しても一時しのぎにしかならないであろうことは、すでに歴史が示している。アルゼンチンはパナマのように米国との一体化が進んでいる小国ではない。それなりに大きな内需を抱え、産業構造も独自であり、南半球にあることから収穫期も違う。米国と景気サイクルが一致する保証はない。こうした国がドル化してしまうことは危険である。

また技術的にもアルゼンチンのドル化は困難である。現在のアルゼンチンのマネタリーベースは6兆6,219億ペソである(2023/8月末)。ドル化する場合に、同額のドルが最低限必要と考え、公式レートである1ドル=350ペソが成立するために必要なドルは189億ドルになるが、先に述べたように現在、外貨準備額は事実上マイナスと推測されている。現在のアルゼンチン政府が数百億ドルのドルを工面することは容易ではないだろう。また一時的に必要なドルを確保しても、それで安心できるわけではない。ドル化してしまうと、ドルの流出はダイレクトにマネーサプライの縮小となるため、経済に強力なデフレ圧力がかかる。中央銀行の機能を失った経済は、19世紀以前の経済に戻されるに等しい。それは、おそらく極めて不安定な経済だろう。

異論として、アルゼンチン国民はすでに大口の取引(住宅や自動車の購入時)をドルで行っており、事実上のドル化が進んでいる、という指摘がある。そのため、ドル化は案外容易ではないかという意見がある。だ

が、国民が自衛のためにドルを保有するのと、自国通貨を廃止する「制度上のドル化」は本質的に異なる。「制度上のドル化」では通貨発行権益(シニョリッジ)を失ううえ、財政運営の自由度も大きく制約されるからである。

#### 4. 直面すべき課題は財政赤字ファイナンス

アルゼンチンの GMA キャピタルのレポートによると、2020 年からのこれまでの 3 年 9 か月でアルゼンチン中央銀行は GDP の 18%におよぶ直接・間接の財政赤字ファイナンスを実施してきており、2023 年は 9 か月で GDP 比 3%相当の赤字ファイナンスをしている。同社はこの赤字ファイナンスこそ終わりの見えないインフレ高騰の原因と指摘している。

アルゼンチンのインフレは国産(ホームメイド・インフレ)であり、その原因が財政赤字のファイナンスである。ところが、ミレイ氏も他の大統領候補も、IMF や外国投資家を悪者に仕立てあげ批判しているだけで、真の問題から目を背けている。

直ちに財政赤字を解消することは却って非現実的であるものの、解消に向けての長期的な構想は必要不可欠である。だが、どの候補にも赤字ファイナンス問題に真正面から向き合う姿勢は見当たらない。残念ながらアルゼンチンの問題先送り体質は、今後も変わらないのではないかと楽観できる要素は見当たらないのである。

以上

Copyright 2023 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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>

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。