

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

公益財団法人 国際通貨研究所

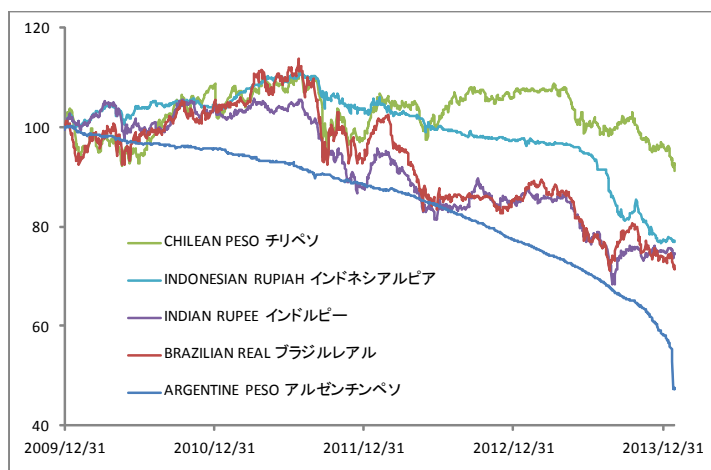
## アルゼンチンの行方

公益財団法人 国際通貨研究所  
 経済調査部長 兼 開発経済調査部長  
 佐久間 浩司

[koji\\_sakuma@iima.or.jp](mailto:koji_sakuma@iima.or.jp)

2014 年初めから、エマージング諸国の通貨が売られている。中でも売り込まれているのがアルゼンチンペソだが、アルゼンチンペソ下落の背景は、若干、他の通貨と事情が異なる。他の通貨は、グローバル危機後の先進国の金融緩和期に、エマージング諸国で過度に拡大したマネーサプライや資産価格の上昇が、2013 年末の米国の金融緩和縮小を機に調整を受けているものだ。規模は大きいですが、時々国際金融市場で起こることである。これに対してアルゼンチンは、2000 年のペソ切り下げ以来の独自の経済運営とそれに対する国際金融界の厳しい評価や不信など 10 余年の固有の事情が絡んでいる。

図表 1：主要エマージング諸国の対米ドル為替相場推移（2009 年末=100）

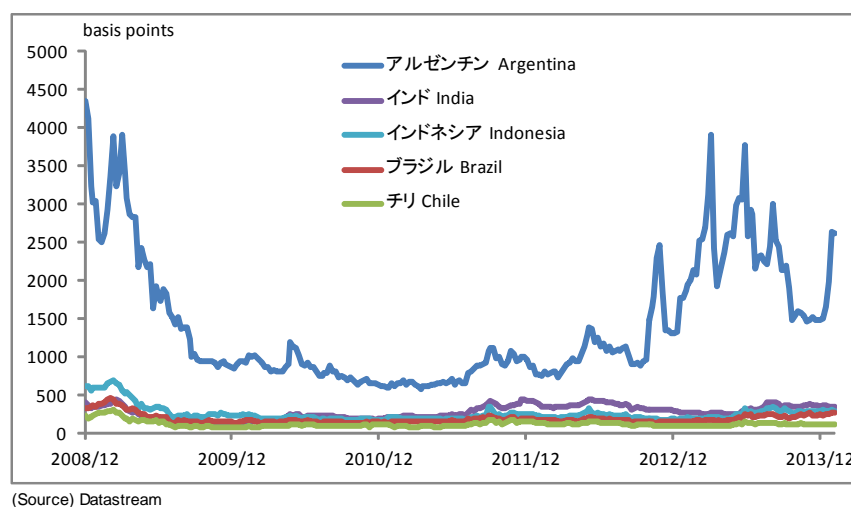


(Source) Datastream

アルゼンチンに対する国際金融界の評価は、2013年半ばごろから改善しつつあった。同国の10年物ドル建て国債のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）価格は、2013年3月には4000bp近くあったものが6月ごろから低下し始め、11月には1400bpを下回っていた。2013年後半の改善について、とりあえずの説明として、一部の対外債権者との間で2002年に債務不履行（デフォルト）した同国債務に関して和解に至ったというニュース、それを背景に世界銀行が新規融資を検討していること、また現在のポピュリズム的なフェルナンデス政権が次の2015年の選挙時には終わるとの思惑が反映されていると言われる。

運悪く、米国の金融緩和縮小という大きな国際金融市場のトレンド変化を受けて、もともと高インフレにより水準に無理があった為替相場が売り込まれてしまった。またその動揺が債券市場にも跳ね返りCDS価格が再び2500bp近くまで上昇した。しかし、2013年のアルゼンチンへの評価改善をもう一度振り返ってみたい。アルゼンチンに転機が訪れる可能性が全くないわけではない。

図表2：クレジット・デフォルト・スワップ



### 国際金融界には評判の悪い現政権

2003年以降のアルゼンチンの経済政策は、国際的な信認が非常に低い。最近では、為替介入で人為的にペソ高に誘導しているため、公表相場から60%以上も割安な闇相場が出現している。公表相場の割高感のため、貿易収支には赤字拡大の力が働き、これに対しては輸入規制で臨んでいる。インフレ率の統計数値への信認も低い。実際にはもっ

とインフレ率は高いというのが海外のエコノミストのほぼ共通した見方である。輸入制限はチャウシェスクの独裁時代のルーマニア、為替の二重相場は数年前のミャンマーを思い出させる。最近では、そういう状況から抜け出す国はあっても逆行してそうなる国は珍しい。

### 1980年代の問題児から1990年代は優等生、躓きは1998年ブラジル危機

1980年代のアルゼンチンは、他のラテンアメリカ諸国と同じように、放漫財政がもたらす累積債務問題とハイパーインフレに悩んでいた。それを終わらせたのが1991年の1ペソ=1米ドルの相場の固定によるカレンシー・ボード制の導入である。これにより、ハイパーインフレと決別したほか、国营企業の民営化など、市場経済原理に沿った改革を遂行し、国際信認も高まった。1995年には、前年に起きたメキシコ通貨危機の影響でマイナス成長に陥ったが、大きな混乱は続かずに、再びインフレ率を抑えながら経済成長を実現する軌道に戻り、内外にアルゼンチン経済の強靱さを示した。

こうしたアルゼンチンが躓くきっかけとなったのはブラジル危機である。1997年に起きたアジア危機は、世銀から“奇跡”と称賛された経済モデルに信頼を置いていた国際投資家にとって大きなショックであった。揺らいだ信認は、1年後には、ロシアとブラジルに飛び火した。隣国ブラジルを始め、多くの途上国の為替相場切り下げは、カレンシー・ボード制を採るアルゼンチンの競争力に深刻な打撃を与えた。また為替相場の割高感を懸念した投機筋によるアルゼンチンペソ売りは月を追って激しさを増し、2001年末についてカレンシー・ボード制崩壊に追い込まれた。

崩壊に前後して国際通貨基金（IMF）との支援協議が始まったが、当然、IMFは支援の条件として財政、金融の緊縮策を求め、その結果2002年の実質GDP成長率は-10.9%の大幅なマイナスとなった。1998年からのマイナス成長の累積を合わせると、一連の混乱で、国民所得の水準はピーク比20%も下落したのである。

### ポピュリズムの台頭

今日まで続くポピュリスト政権の発端は、この外的要因による経済の混乱だ。当然ながら、アルゼンチン国民の反発は、IMFや国際投資家に向けられた。2005年には、債権者の合意を十分に得ないまま対外債務カットを強行した。日本も、この時アルゼンチンのサムライ債に投資した個人投資家が巻き込まれた。

ちょうど 2000 年代の前半に訪れた、BIRCs、VISTA、Next11 などと呼ばれたエマージング諸国の経済成長ブームが、国際コモディティ価格高騰をもたらしたことも、この反発期のアルゼンチンの選択に大きな影響を与えた。穀物輸出国であるアルゼンチンの経常収支は 2002 年には黒字に転じ、資本収支面での対外支援がなくても持続的成長が実現できると踏み切ったアルゼンチンは、IMF と対立することを躊躇しなかった。実際、2006 年には IMF への債務を完済し、国際機関には依存しないという態度を明確にした。

### その後の展開 ～独自路線の行き詰まりと国際協調路線復帰の可能性

穀物輸出の伸びと、対外債務負担が軽くなったことを梃子に、2003 年以降はリーマンショックの 2009 年を除いて高成長を実現している。しかし、この高成長ゆえに、徐々にインフレの加速と経常収支の悪化が見られるようになった。豊かな資源がもたらす国際収支上の強みの範囲で適切な財政金融政策をとっていたなら、確かにアルゼンチンの孤立政策も成り立たないわけではなかった。しかし、ポピュリスト政権にこうした緊縮的なマクロ政策運営は難しかった。高まるインフレは、公定相場の割高感を強め、ますます経常収支を悪化させるという悪循環が始まった。国内的にも、インフレの進行は国民の間に不満をもたらし、統計の操作に追い込まれているのではないかとの見方もある。

2011 年から経常収支が赤字となった以上、今後の同国の選択は、IMF との友好的な関係を再構築し、海外からの借入が再開できるようにするか、あるいは緊縮的な財政金融政策をとって、経常収支がバランスするまで内需を冷やすしかない。ポピュリスト政権として後者の選択はとりづらいことを考えると、IMF との関係改善が帰着点であろう。

2013 年の中間選挙が、IMF と対立的なスタンスをとってきたフェルナンデス政権の続投に不利な結果となったのは、同国世論のこうした変化を反映している。この変化が、対処療法的なものか、あるいは持続性のある変革の始まりなのかまだ分からない。しかし、1990 年代初頭には、思い切った経済構造改革を成功させた国である。過度な楽観は禁物だが、再びラテンアメリカの大国が国際金融界に復帰し、国際協調の中でバランスのとれたマクロ経済運営に戻ることを強く期待したい。

図表 3 : アルゼンチン経済・経済政策の推移

	出来事	実質GDP 成長率	インフレ率	経常収支 (GDP比、%)
1980年代	累積債務問題とハイパーインフレーション	-	-	-
1991	カレンシー・ボード制導入	10.5	171.7	-0.2
1992	民営化などの構造改革も進み、国際信認回復	10.3	24.9	-2.8
1993		6.3	18.5	-3.4
1994	メキシコ通貨危機	5.8	4.2	-4.3
1995	メキシコ危機の影響でマイナス成長へ	-2.8	3.4	-2.0
1996		5.5	0.2	-2.5
1997		8.1	0.5	-4.1
1998	ロシア・ブラジル危機	3.9	0.9	-4.8
1999	ブラジル危機の影響拡大	-3.4	-1.2	-4.2
2000	ペソ切り下げ懸念高まる	-0.8	-0.9	-3.1
2001	8月IMFが支援パッケージ発表、12月アルゼンチン危機	-4.4	-1.1	-1.4
2002	IMF緊急支援と同時に緊縮策導入	-10.9	25.9	9.0
2003	キルチネル政権誕生	9.0	13.4	6.4
2004	国際金融界から孤立、IMFと対決姿勢に傾斜	8.9	4.4	1.8
2005	大幅な対外債務削減を強行	9.2	9.6	2.6
2006	IMFの債務を完済、国際金融界からの孤立加速	8.5	10.9	3.4
2007	フェルナンデス政権誕生	8.7	8.8	2.6
2008	産業国有化など経済への国の介入強める	6.8	8.6	1.8
2009		0.9	6.3	2.5
2010	インフレ統計に関するIMFアドバイス受け入れへ	9.2	10.5	0.3
2011	経常収支の赤字化にともない輸入制限強める	8.9	9.8	-0.6
2012	インフレ加速、ペソの割高感高まる	1.9	10.0	-0.0
2013	10月の中間選挙でフェルナンデス再選の可能性薄れる	3.5	10.5	-0.8
2014	1月に前年末比20%超のペソ急落。国債のCDS価格も急騰。			

(資料) 経済指標はIMF。2013年は見込み値

<参考文献>

森川央「限界に近づくアルゼンチンのポピュリズム政策」国際通貨研究所 2013年5月

森川央「膨らむアルゼンチン経済の矛盾」国際通貨研究所 2013年4月

松井謙一郎「国際金融界への復帰が一層遠のくアルゼンチン」国際通貨研究所 2013年3月

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います。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 2014 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>