

# アルゼンチン経済の復活は本物か？

～ 5年連続で8%以上の経済成長率を維持するアルゼンチン ～

## <要旨>

アルゼンチンは、20世紀初頭に世界有数の富裕国となったが、第二次世界大戦後は、一転して、ハイパーインフレーションなどの経済混乱により長期の経済低迷を余儀なくされた。そのうえ、2002年には通貨危機による為替相場急落で景気は大幅に後退し、対外債務のデフォルト（返済不履行）に追い込まれるという苦境に陥った。

しかし、通貨危機後、アルゼンチン経済は急速に回復した。経済成長率は、2003年から2007年まで、5年連続で8%を超え、ブラジルやロシアをも上回る高成長となった。

アルゼンチン経済回復の背景として、まず、通貨危機後の変動相場制移行で為替相場が大幅に切り下げられ輸出競争力が回復した点があげられる。また、個人消費拡大には賃金急上昇が大きく寄与していると思われる。政府は所得増による景気回復を図るため大幅賃上げを容認しており、近年、賃金の平均ベースアップ率はインフレ率を上回る20%前後で推移している。市場では、急速な賃上げは企業競争力を削ぎインフレを加速すると懸念する声がある。

アルゼンチン経済の回復を支えた要因として農産物関連の輸出拡大も見逃せない。アルゼンチンの品目別輸出の上位3品目はすべて大豆関連であり、これらで輸出の1/4を占めている。中国等での大豆需要拡大に加え、今後は、バイオディーゼル向け大豆需要拡大も見込まれることから、大豆は、アルゼンチンにとって将来的にも有望な輸出品であると位置づけられよう。

アルゼンチン経済の大きな課題は、国際金融市場への復帰であり、その意味で、2002年にデフォルトした国債の保有者との債務再交渉交渉のゆくえが注目されている。アルゼンチンは、主な新興市場国の中で、政府の外債発行残高が最も多い国である。アルゼンチン経済の今後の行方は、国際金融界にとっても大きな関心事といえるだろう。

アルゼンチン経済のリスクは、財政赤字とインフレが深刻化し経済が破綻するという過去の悪夢の再現である。慎重な経済・財政運営によってそれを防ぐことができれば、アルゼンチンは、欧州並みの高い経済水準・ビジネス環境と農業部門の強い国際競争力を背景に、安定的な経済成長を持続できる力を持っている。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】調査部

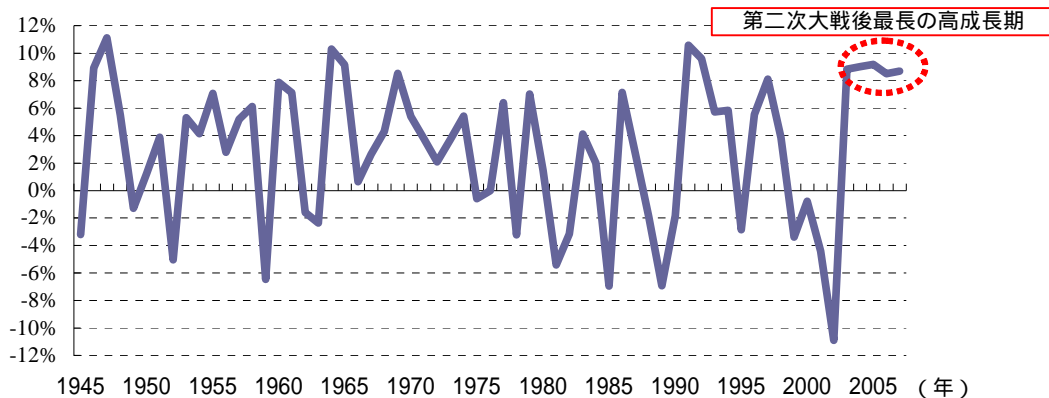
堀江正人 (E Mail : horie@murc.jp)

## はじめに ～ 通貨危機後に急回復し高成長を続けるアルゼンチン経済

アルゼンチンは、ブラジルに次ぐ南米第二位の国土面積を有し、G20 のメンバーにも入っている有力な新興経済国である。アルゼンチンは、20 世紀初頭に、小麦や牛肉の生産・輸出により世界有数の富裕国となったが、第二次世界大戦後は、一転して、ハイパーインフレーションなどの経済混乱により長期の経済低迷を余儀なくされた。そのうえ、2002 年には、アジア、ロシア、ブラジルと続いた通貨危機の余波を受けて、アルゼンチンでも通貨危機が発生、為替相場は急落し、景気は大幅に後退、さらに対外債務のデフォルト（返済不履行）に追い込まれるという苦境に陥った。

しかし、通貨危機後、アルゼンチン経済は急速に回復した。経済成長率は、2003 年から 2007 年まで、5 年連続で 8 % を超えており、これは、アルゼンチンにとって、第二次世界大戦後で最長の高成長記録であるだけでなく、足元では BRICs のブラジルやロシアをも上回る高成長となっている。

図表 1 . 第二次世界大戦後のアルゼンチンの経済成長率



(出所) Instituto Nacional de Estadística y Censos

アルゼンチン経済がこれほどの急回復・高成長を遂げている背景に何があるのか、そしてこうした高成長は持続可能なのか?この点を明らかにするため、本稿では、最近のアルゼンチン経済の動向を分析し、今後を展望する。

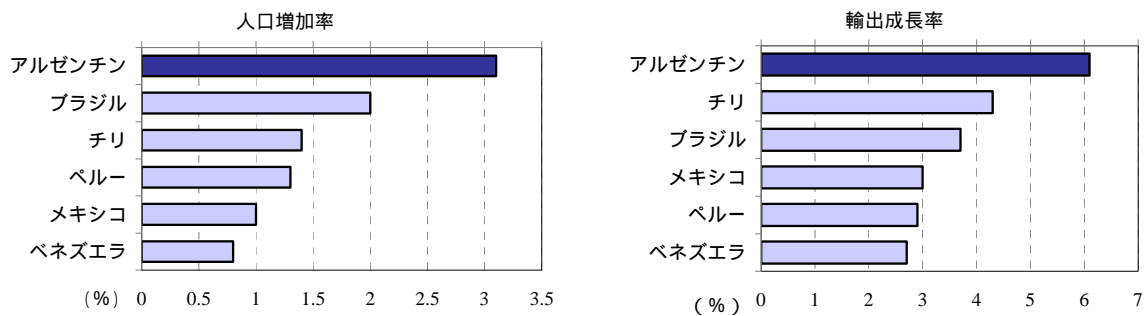
## 1 .なぜアルゼンチン経済は危機に陥ったのか ~ 黄金時代から長期低迷への転落

### ( 1 ) 20世紀初頭に農畜産物輸出ブームで世界屈指の富裕国に

スペイン植民地時代のアルゼンチンは、国土の大半が未開の平原で、メキシコやペルーのような金・銀の鉱脈が発見されなかったため、スペイン本国の関心も低く、遅々として開発が進まなかった。

しかし、1880年代以降、急速に工業化の進展した欧州で農畜産関連原材料への需要が急増したことを背景に、アルゼンチン経済は、大平原（パンパ）での農牧畜業を基幹産業として大きく発展した。それを支えたのは、主に南欧（イタリア、スペイン）からの大量の移民流入による労働力人口の急増であった。19世紀後半には、多くの移民がアルゼンチンに押し寄せ、この労働力によって農産物（小麦、とうもろこし、牛肉）の生産・輸出が拡大した。この頃のアルゼンチンの人口と輸出は、南米で最も高い伸び率を示した。

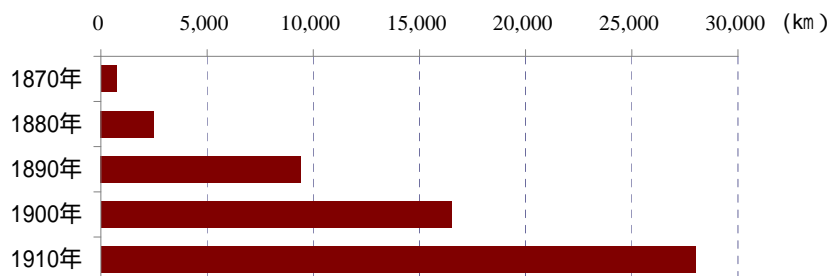
図表 2 . 中南米主要国の人口増加率と輸出成長率（1850-1912年の年平均伸び率；％）



(出所) Thomas, V.B., (2001) 「ラテンアメリカ経済史」名古屋大学出版会

また、農畜産物の輸出のため、港湾や鉄道などのインフラ整備が、英国を中心とする外資によって進められた。アルゼンチンの鉄道の総延長は、1870年から1910年までの40年間で40倍に増加し、南米最大の鉄道網を有する国となった。

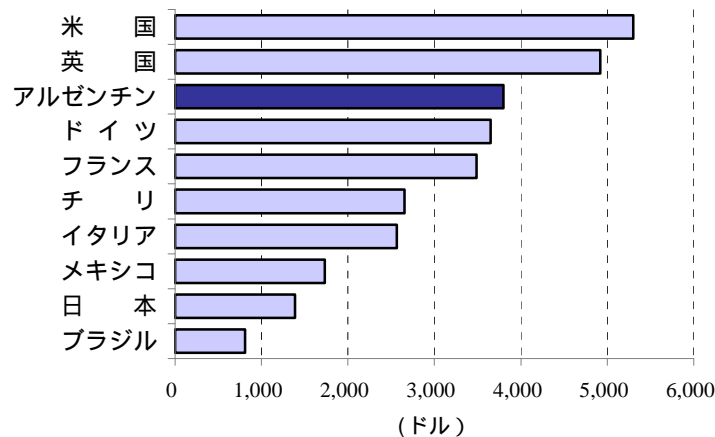
図表 3 . アルゼンチンの鉄道総延長推移



(出所) 中川文雄・松下洋・遅野井茂雄 (1985) 「ラテンアメリカ現代史」山川出版社  
 国本伊代 (2001) 「概説ラテンアメリカ史」新評論

農畜産物の輸出による膨大な外貨収入は、アルゼンチンの経済水準を飛躍的に押し上げる原動力となった。下図のように、第一次世界大戦直前（1913年）には、アルゼンチンの一人当たりGDPは、ドイツ、フランス、イタリアを上回るほど高かったと推定されている。こうして、20世紀初頭のアルゼンチンは世界有数の富裕国となり繁栄を謳歌した<sup>1</sup>。

図表4．1913年の世界各国の一人当たりGDP比較



（注）表示単位は、Geary-Khamisの国際購買力平価に基づく1990年基準のドル  
 （出所）Maddison, A. (2006), *The World Economy*, OECD Publishing

## （2）第二次世界大戦後のアルゼンチン経済の凋落

上述のように、アルゼンチンは、19世紀後半から20世紀初頭にかけて、欧州向けの農畜産物輸出拡大で富を築き上げた。また、第二次世界大戦中は、中立国となって自国は戦火を免れたうえ、参戦国への輸出によって巨額の外貨を獲得した。

しかし、戦後のアルゼンチンは経済運営のつまずきから凋落した。政府は、輸入代替工業化政策を採ったが、これは資本財・中間財の先進国への依存度を高める結果となり貿易収支が悪化した。また、ポピュリズム的な政策による安易な賃上げや、産業国有化による財政負担増加、といった要因が引き金となって激しいインフレを招いた。

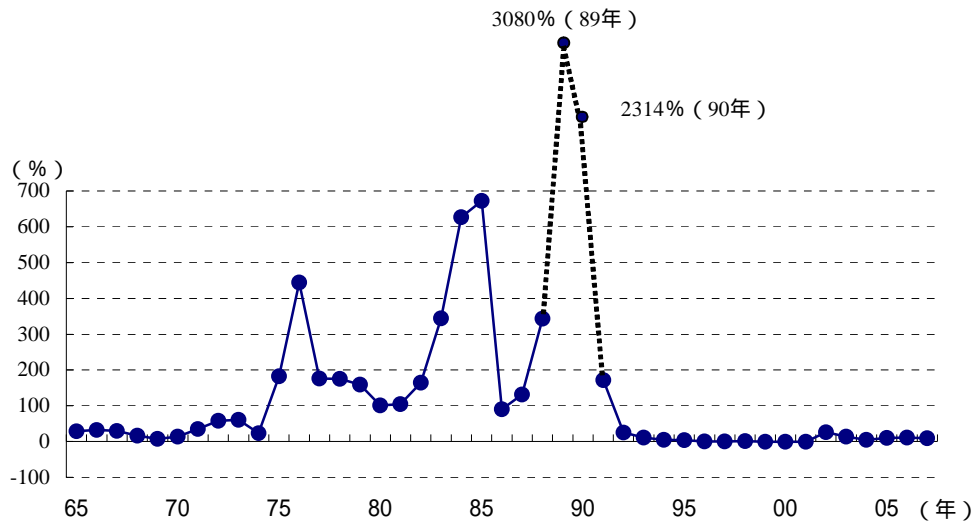
1982年には、軍事政権が、国民の内政への不満をそらし政権基盤を固める狙いから、かねて領有権を主張してきた南大西洋上の英領フォークランド諸島を軍事占領するという賭けに出たものの、同諸島奪還のため英本国から派遣された遠征軍の攻撃を受け敗北した（フォークランド戦争）。この戦争での巨額の戦費が財政赤字をさらに増大させ、インフレが一層加速した。

アルゼンチンは、1975年から1991年まで、実に17年連続でCPI上昇率が年率100%を超えるという世界でも類を見ない長期間の高インフレに悩まされた。特に、1989年にはCPI上昇率が3080%、1990年には2314%となり、史上稀に見るハイパーインフレーションを

<sup>1</sup> 首都ブエノスアイレスは、世界最大級の劇場が建設（1907年）され、ニューヨークや東京よりも早く地下鉄が開通（1913年）し、「南米のパリ」と呼ばれるほど瀟洒な近代的大都市となった。また、農畜産物輸出で巨富を得たアルゼンチンの大地主たちが競って欧州へ豪遊に出かけたため、南フランスの高級保養地では「アルゼンチン人のような金持ち」という表現すら生まれたという。

記録した。

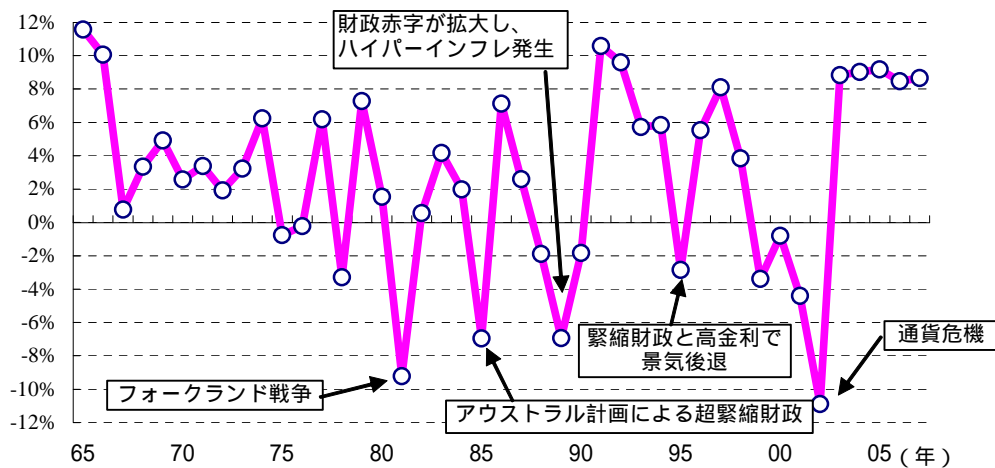
図表5．アルゼンチンのインフレ率（年間平均）の推移



(出所) IMF, *International Financial Statistics*

このような財政破綻とハイパーインフレーションのもとで、実体経済も極めて不安定な動きを余儀なくされた。第二次世界大戦後のアルゼンチンのマクロ経済は、インフレ率の急上昇による景気後退とその後の回復というパターンの繰り返しであり、振幅が非常に大きかったといえる。特に、1970年から1990年までの20年間については、経済成長率が2年連続で4%を超えた時期が一度もなく、安定成長ができなかったことがうかがえる。

図表6．アルゼンチンの実質GDP成長率推移



(出所) IMF, *International Financial Statistics*

(3) インフレ克服のための固定為替相場制度と、通貨危機による為替相場急落

アルゼンチンは、1992年に1ペソ=1ドルとする固定為替相場制度<sup>2</sup>を導入して通貨への信認回復を図り、同時に、財政赤字の削減と経済活動の自由化などを柱とする構造改革を実施した。これによってハイパーインフレはようやく終焉し景気も回復に向かった。

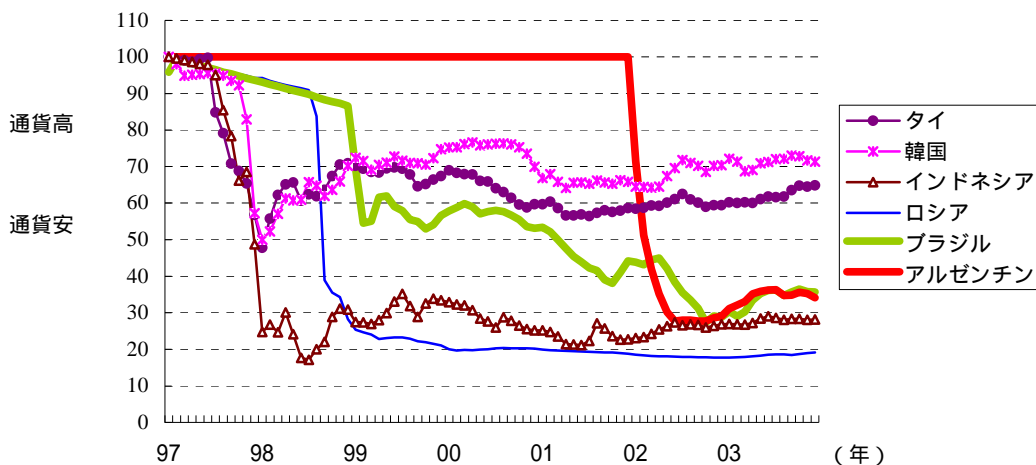
しかし、1997~98年にかけてアジアやロシアで発生した通貨危機の余波で、硬直的な為替相場制度を維持してきた隣国ブラジルが1999年に変動相場制移行へ追い込まれ為替相場を大幅に切り下げたため、固定為替相場制のアルゼンチンは苦境に立たされた。アルゼンチンの最大の貿易相手国であるブラジルの為替相場切り下げは、アルゼンチンのブラジルに対する輸出競争力を低下させ、アルゼンチンの景気は大きく後退した。

市場では、アルゼンチンが固定相場制を維持できないだろうと見てペソ売りドル買いが加速しアルゼンチンの外貨準備は急減した。

2001年末には、アルゼンチン政府は対外債務のモラトリアム(支払猶予)を宣言し、2002年1月には、ついに固定為替相場制の放棄と変動相場制への移行を表明した。ペソの為替相場は一挙に1/3に暴落し、景気は大幅に後退した。

このように、近年のアルゼンチン経済は、1982年、1989年、2002年と、ほぼ10年おきに経済破綻に見舞われてきたのである。

図表7．新興市場国の通貨危機の伝播：各国為替相場の推移（1997年初=100）



(出所) Datastream

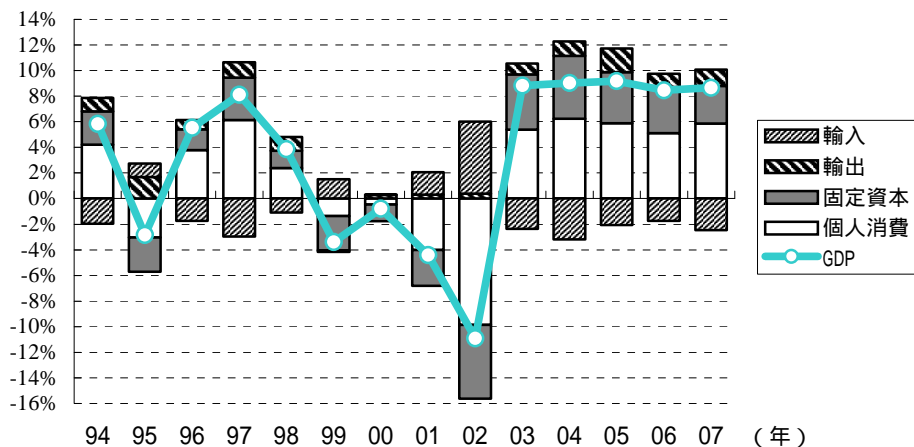
<sup>2</sup> 中央銀行が1ペソ=1ドルで交換することを保証する兌換制度であり、法律(Convertibility Law)によって、中央銀行にマネタリーベースの100%以上の外貨保有を義務付けるというもので、事実上の「ドル本位制」であった。

## 2. アルゼンチン経済の回復

### (1) 通貨危機後の経済はV字型回復 ~ 個人消費主導で8%台の高成長率

2002年の通貨危機による大幅な景気後退の後、アルゼンチン経済は急回復し好調に推移しており、経済成長率は、2003年から5年連続で8%を超えている。これほどの高成長率が5年も持続している国は、G20メンバー国の中では、中国とアルゼンチン以外には見当たらない。アルゼンチンの景気拡大の牽引役は個人消費を中心とする内需である。

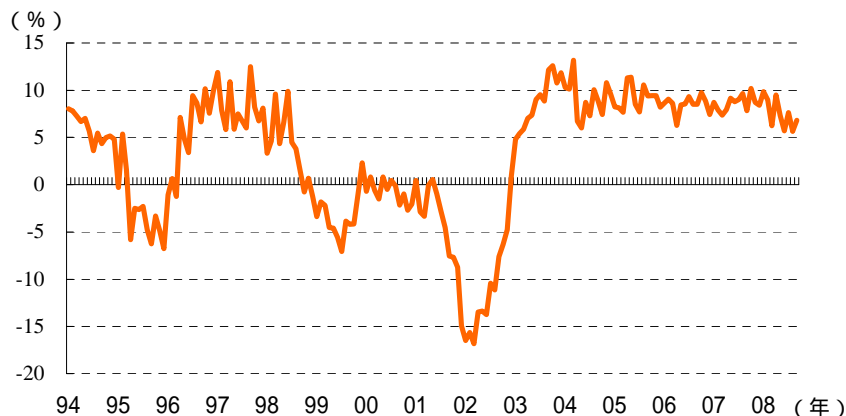
図表8. アルゼンチンの実質GDP成長率と需要項目別寄与度



(出所) Instituto Nacional de Estadística y Censos

経済活動指数の伸び率の推移を見ると、通貨危機の発生した2002年には大幅なマイナスとなったものの、その後は急回復し、2004年以降は、7~10%前後の伸び率で順調に推移していることがわかる。

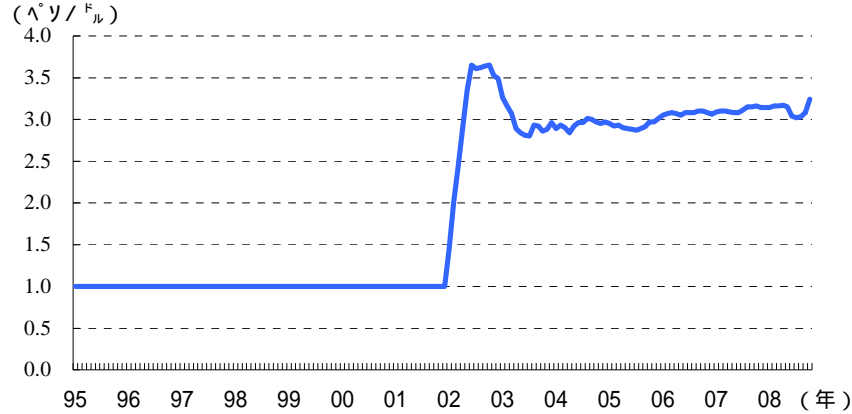
図表9. 経済活動指数伸び率(前年同月比)の推移



(出所) Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

アルゼンチン経済の復活の背景として、まず、2002年の通貨危機の際に変動相場制へ移行し為替相場が大幅に切り下げられ輸出競争力が回復したことがあげられる。

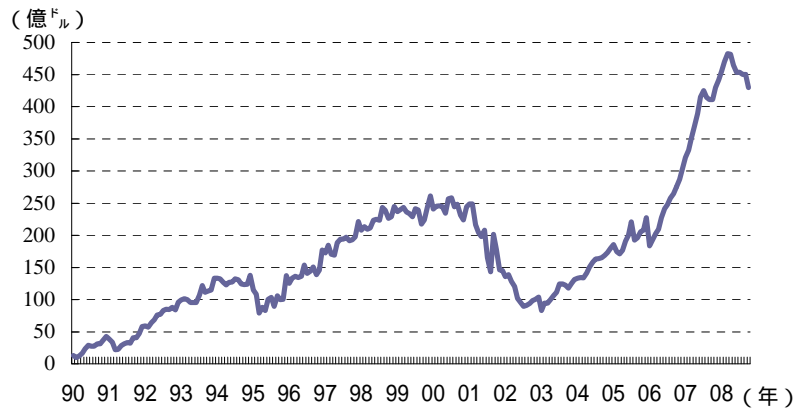
図表10. ペソの対ドル為替相場の推移



(出所) CEIC

為替相場が固定制からフロート制に移行しペソの過大評価が是正されたことや、一次産品ブームで貿易収支黒字が拡大したことなどを受けて、通貨危機後に急減した外貨準備も回復し、2008年には、1990年代後半の水準（250億ドル）の2倍近い450億ドルまで積み上がった。

図表11. アルゼンチンの外貨準備の推移



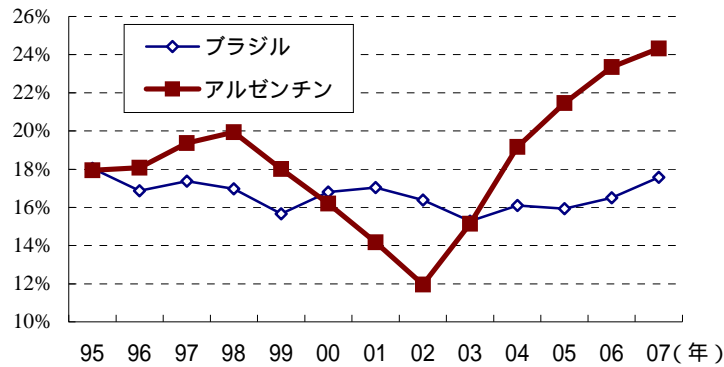
(出所) Datastream

一方、投資率（固定資本形成 / GDP）の推移を見ると、通貨危機の発生した2002年をボトムに、大きく上昇している。

これは、通貨切り下げにより、企業の輸出競争力が回復し、投資意欲が高まったことが背景と見られる。投資率をブラジルと比較してみると、アルゼンチンの投資がいかに急速に拡大しているかが明らかであろう。



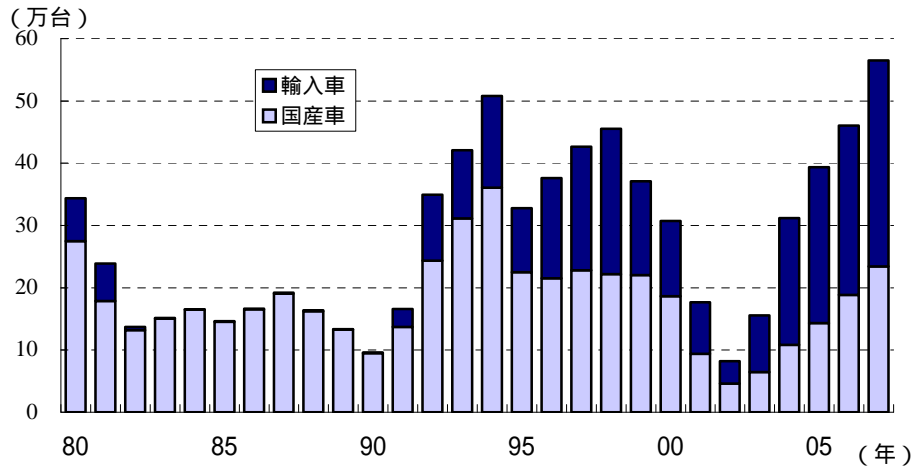
図表12. アルゼンチンとブラジルの投資率 推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

個人消費も順調に伸びている。自動車販売台数は、通貨危機後に急増しており、特に、輸入車の販売急拡大が目立つ。輸入車の大部分が、メルコスール（南米南部共同市場）のもとで関税が撤廃されているブラジルからの輸入である。

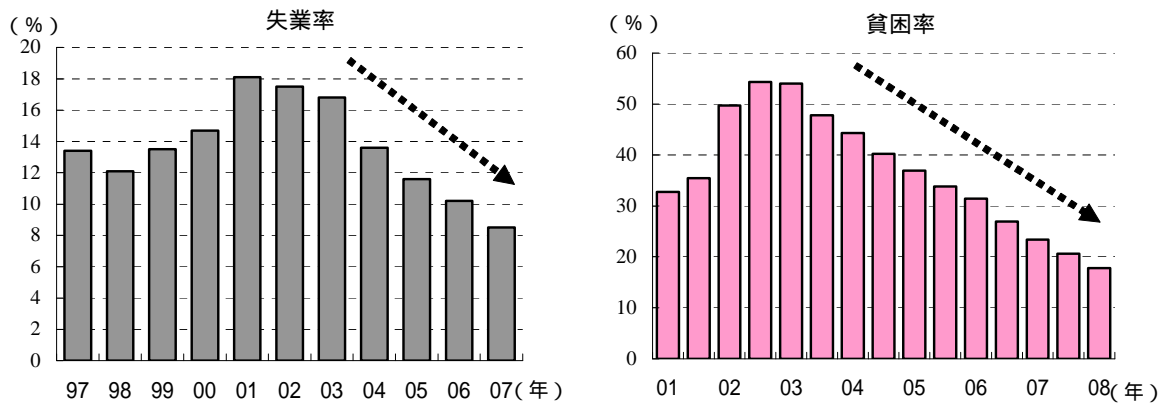
図表13. アルゼンチンの自動車販売台数推移



(出所) Asociación de Fábricas de Automotores

こうした個人消費拡大の背景には、雇用環境の大幅な改善があった。通貨切り下げで企業の国際競争力が回復し生産活動が拡大したことを受け、雇用環境は大幅に改善されている。失業率は、通貨危機（2002年）の際には18%にも達していたが、足元では8%と、半分以下になっている。また、貧困層の比率を示す貧困率も、通貨危機直後は50%となり実に国民の半分が貧困層に転落するという異常事態に陥ったものの、雇用環境の改善等を受けて、2008年上半期には18%にまで低下した。

図表14．失業率と貧困率の低下



(出所) Instituto Nacional de Estadística y Censos

個人消費拡大については、賃金水準の急上昇も大きく寄与していると思われる。アルゼンチンの賃金は、個別企業と労働組合の交渉で決まるのではなく、事実上、全国レベルの労働組合と政府の協議で決まってしまうが、政府は所得増による景気回復をはかるため賃上げを容認していると思われる。近年、賃金の平均ベースアップ率はインフレ率を上回る20%前後で推移しており、自動車関連業種は30%、サービス業は25%も上昇している。賃上げ交渉の過程で、企業収益や労働分配率といったファンダメンタルズが議論されることはなく、賃上げ率の決定理由が不透明だとの指摘もある。市場では、急速な賃上げは企業競争力を削ぎインフレを加速するとして懸念する声がある。しかし、政府は、労働団体に対してそうした点を注意喚起することはせず、むしろ、最低賃上げ率ガイドラインを19%などと発表して、大幅賃上げを奨励するかのよう姿勢さえ見せている。

図表15．最近の消費者物価指数と給与指数の前年比上昇率推移 (単位: %)

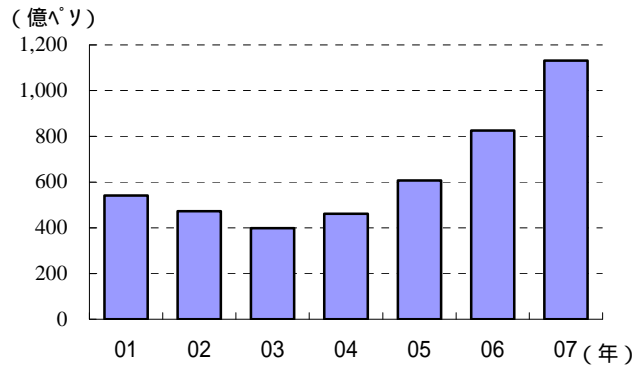
	2005年	2006年	2007年	2008年(*)
消費者物価指数上昇率	12.3	9.8	8.5	8.7
給与指数上昇率	20.31	18.9	22.66	23.91

(注) 2008年は9月実績

(出所) Instituto Nacional de Estadística y Censos

個人消費拡大を支えているもうひとつの要因は、金融機能の回復である。民間向け融資残高は急速に増加しており、2003年から2007年までの4年間で3倍に増加した。特に、自動車ローンなどの個人向け有担保融資の増加が顕著であり、これが、自動車販売の好調を支えていると思われる。

図表16．民間部門向け融資残高の推移

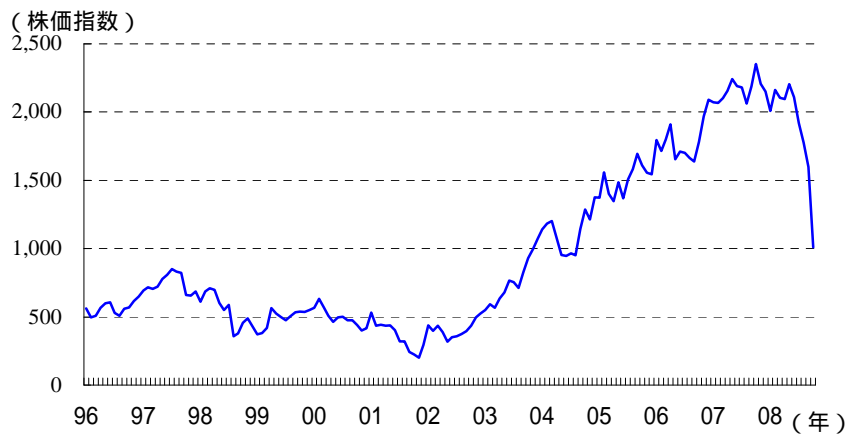


(出所) IMF, *International Financial Statistics*

アルゼンチン経済の急回復と高成長持続を背景に、株価は通貨危機後に右肩上がりでも上昇した。ただ、株価急上昇は、アルゼンチン経済の回復というカントリー・スペシフィック要因以外のグローバル要因も影響していると考えられている。すなわち、2001年の同時多発テロ以降の米国における利下げを受けて米国から新興国への投資が急拡大したこと、また、2003年のSARS発生でかなりの投資資金がアジアから南米を含む他地域へシフトしたことなどである。

2008年9月のリーマンショック以降、ブラジルなど他の新興国とともにアルゼンチンの株価も急落しており、2008年末時点では、ピーク時の半分に値下がりしている。

図表17．アルゼンチンの株価（Merval指数）の推移



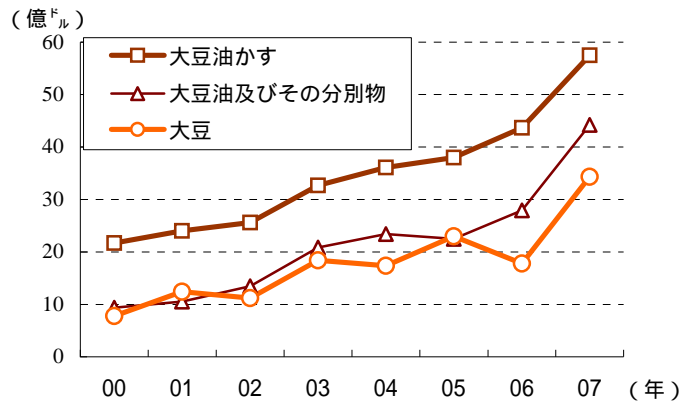
(出所) CEIC

### 3. アルゼンチン経済回復を支える農産物輸出

#### (1) 農産物輸出の急拡大 ~ 大豆関連の輸出急増

アルゼンチン経済の回復を支えた要因として輸出の拡大も見逃せない。特に、農産物輸出は急拡大した。輸出の品目別（HS4 桁コード）で最も多いのは、大豆油かす、次いで、大豆油及びその分別物、大豆、の順である。輸出の上位3品目はすべて大豆関連であり、これらで輸出の1/4を占めている。アルゼンチンは、大豆油と大豆油かすの輸出額は世界第一位である。

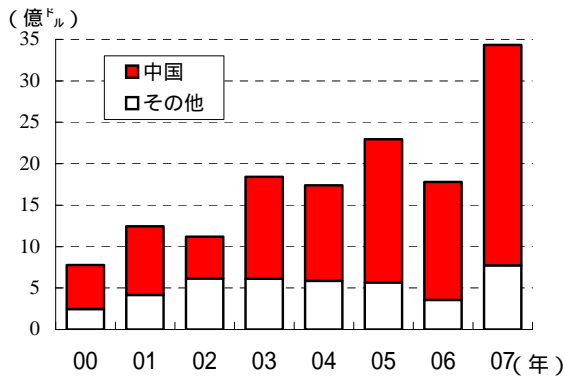
図表18. アルゼンチンの輸出 上位3品目の輸出額推移



(出所) World Trade Atlas

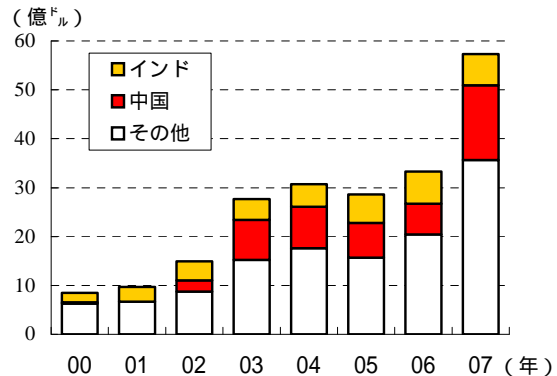
大豆油かすについては、スペイン、オランダ、イタリアなどの欧州諸国向けが多いが、欧州諸国だけでなくインドネシア、フィリピンなどでも需要が増加しているため世界各国への輸出が拡大している。また、大豆については、大半が中国向けであり、中国での需要増加が輸出拡大の主因である。さらに、大豆油及びその分別品については、中国とインド向けを中心に、バングラデシュ、ペルー、モロッコ、アルジェリアなど世界各国への輸出が増加している。

図表19. 大豆の輸出先



(出所) World Trade Atlas

図表20. 大豆油及びその分別物の輸出先

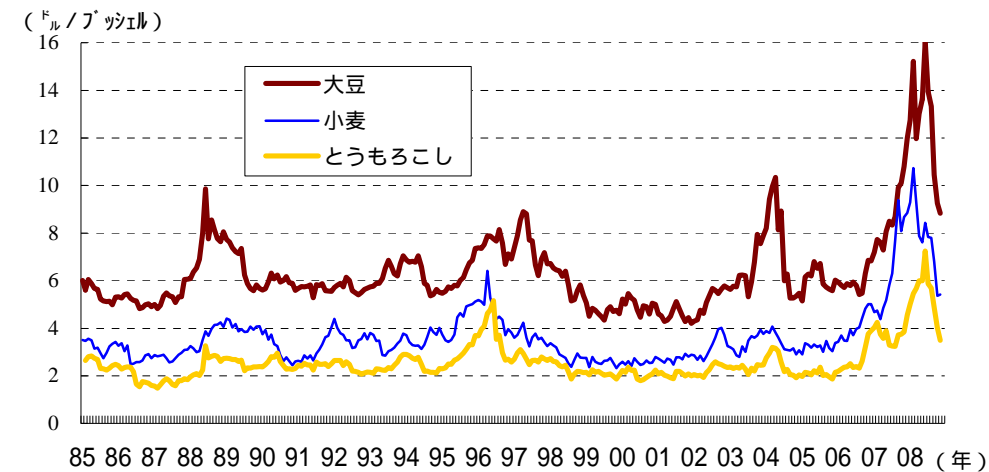


(出所) World Trade Atlas

(2) 拡大する大豆生産 ~ 遺伝子組み換え品種導入で生産拡大

アルゼンチンの主要輸出農産品である大豆、小麦、とうもろこしの中で、近年、大豆の栽培が急速に拡大している。アルゼンチンにおける大豆作付面積は、1997年から2006年にかけて2倍に増えており、小麦ととうもろこしは微減となっている。これほど大豆作付面積が増えた理由は、シカゴ穀物市場の大豆取引価格が小麦やとうもろこしの取引価格よりも高値で推移してきたこと、また、大豆の生産コスト（種子、肥料）が小麦やとうもろこしよりも低いことから、大豆が魅力的な換金作物となっていることによるものである。

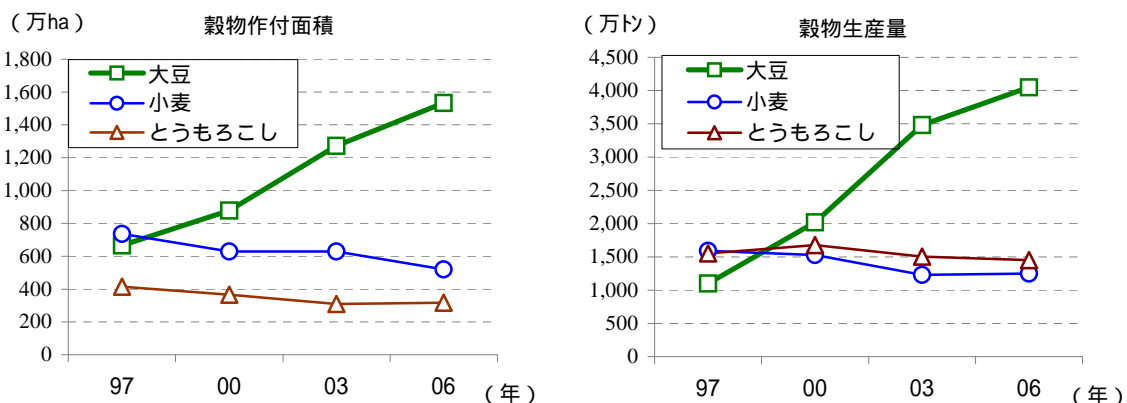
図表21. 農産物価格（CBOT期近物価格）の推移



(出所) CEIC

一方、農産物の生産量については、小麦、とうもろこしが微減なのに対して、大豆の生産量が急増している。大豆作付面積が2倍にしか増えていないのに大豆生産量が4倍にも増えているのは、遺伝子組換え品種（GMO）の導入による効果である。

図表22. アルゼンチンの穀物作付面積と生産量



(出所) 在亜日本商工会議所 (2006) 「亜国政経情報(第21回日亜経済合同委員会資料)」

アルゼンチンの大平原（パンパ）は、大豆などの温帯性作物の生産基地として高い競争力がある。まず、肥料が要らないほど地味肥沃であり、また温帯性気候で年中降雨がある

ため灌漑の必要性も低く、さらに百年前の小麦・牛肉ブームの際に建設された鉄道網があるため輸送利便性に優れる。こうしたことから、アルゼンチン産大豆のコスト競争力は、世界でもトップクラスとされている。

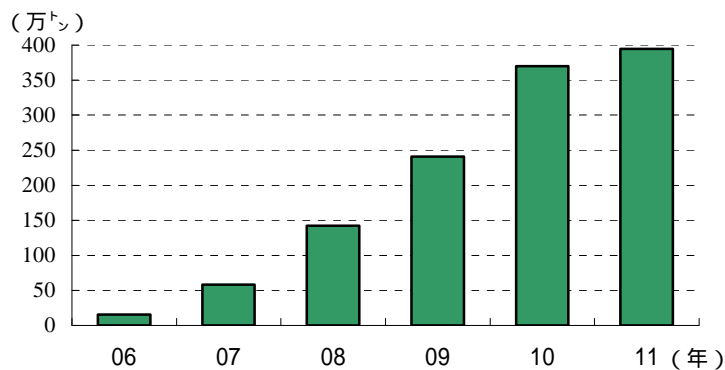
前述のように、農産物価格は、大豆が小麦・とうもろこしを上回る状態が続いているため、このままでは、農地の大半が大豆畑になってしまい小麦やとうもろこしの生産が減少して国内食料価格を押し上げるのといった懸念も浮上している。これを受けて、アルゼンチン政府は、国内需要のない大豆には輸出許可を出す、小麦については国内需要優先の観点から輸出許可を出さない、というような輸出規制の選択的運用を実施している。

アルゼンチン政府は大豆の輸出に対して35%の輸出税を課しており、これが近年の価格高騰も相俟って歳入増加に大きく貢献した。政府は、2008年3月に大豆輸出税率を44%に引き上げを図ったが、農牧団体の激しい反発に合い、結局、増税案は上院で否決された。

### (3) 大豆を原料とするバイオディーゼル燃料の生産拡大

バイオ燃料への需要が世界的に増大する中、アルゼンチンでは、大豆からディーゼル燃料を製造する工場の建設が活発化している。アルゼンチンのバイオディーゼル生産能力は、2006年には15.5万トンであったが、2011年には400万トンにも達すると見込まれている。これは、穀物メジャーが、コストの安いアルゼンチン大豆に着目し、バイオディーゼル工場建設投資を拡大していることが背景となっている。特に、パラナ川沿いの輸出港近くに、大豆搾油工場に併設して大型のバイオディーゼル工場の建設が進められている。

図表23. バイオディーゼル工場の生産能力見通し



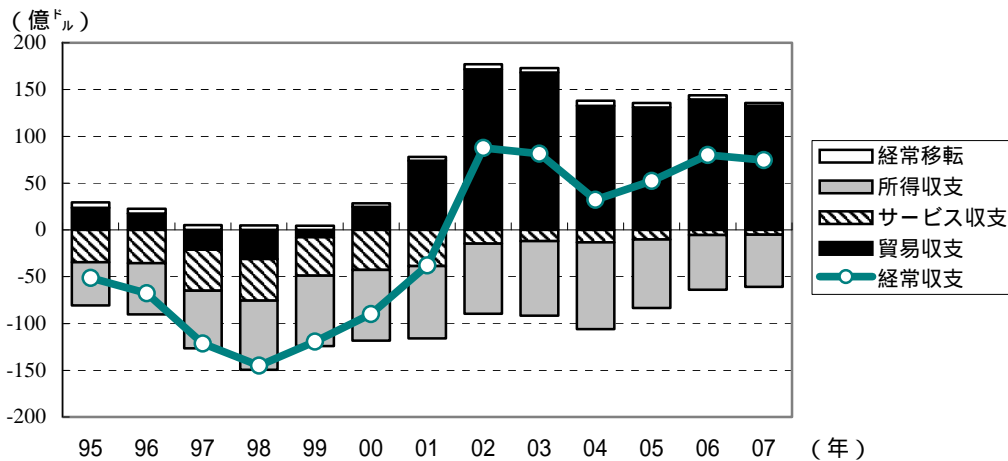
(出所) 農畜産業振興機構ブエノスアイレス駐在員事務所

中国等での大豆需要拡大に加え、今後は、バイオディーゼル向け需要拡大も見込まれることから、大豆は、アルゼンチンにとって将来的にも重要な輸出品であると考えられる。ただ、前述のように、今後の大豆生産拡大によって、小麦畑や放牧地が大豆畑に転用され国内向け食糧供給に支障が出たり、食品価格が上昇しインフレが加速される、といったリスクもある。また、大豆ばかり生産するモノクロープ化が進んで、他の作物とのクロープローテーションが行われず連作が続けば、土地が疲弊し生産性が低下すると危惧する声もある。

#### 4. 国際収支 ～ 経常収支、資本収支ともに黒字化

アルゼンチンは、前述のように、90年代には通貨を米ドルと等価（1ペソ＝1ドル）に固定しており、為替相場が割高となっていた。この影響もあって、経常収支は赤字基調であった。しかし、2002年の為替相場フロート制移行に伴いペソの為替相場が大幅に切り下げられたことや、大豆等の農産物輸出が拡大したことなどにより、経常収支は、2002年以降、黒字基調に変わった。

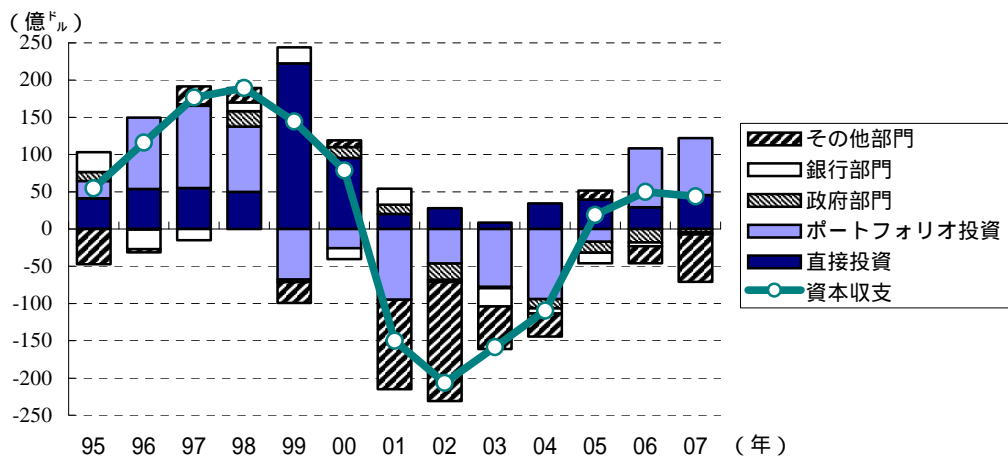
図表24. アルゼンチンの経常収支（および主な収支項目）の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

アルゼンチンの資本収支は、90年代後半には大幅な黒字となっていたが、通貨危機前後の経済混乱期（2001～02年）に資本逃避が拡大し大幅な赤字に陥った。しかし、近年は再び黒字に戻っている。

図表25. アルゼンチンの資本収支（および主な収支項目）の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

1990年代後半の資本流入拡大は、為替相場が固定されていた（為替リスクがなかった）ことや、1996年から1998年にかけて、政府が毎年100億ドル近い規模の外債を発行した

ためポートフォリオ投資が拡大したこと、さらに、国有企業の民営化が加速し外資がさかんに買収したことなどを背景とするものであった。1999年には、直接投資流入が非常に大きく拡大しているが、これは、スペインの石油最大手レブソルが中南米最大級の石油会社であるアルゼンチンの国有企業YPF（ヤシミアエントス・ペトロリフェロス）を約155億ドルで買収した影響である。

その後、通貨危機発生を受けて大規模な資本流出が発生したが、2006年には、ポートフォリオ投資、直接投資ともに、ネットでプラスに転じている。

2002年の対外債務デフォルトによって信用を失墜し、しかもパリクラブ向け延滞債務を抱えるアルゼンチンにとって、国際金融市場での重要な資金調達源のひとつとなったのがベネズエラである。ベネズエラのチャベス大統領は、ポスト・カストロ時代の中南米左派勢力の中での政治的影響力拡大を図る狙いもあって、アルゼンチン国債の大口購入に動いたものと見られている。2005年5月からの3年間で、ベネズエラのアルゼンチン国債購入累計額は64億ドルに達した。

しかし、原油価格急落により、ベネズエラもこれ以上アルゼンチン国債を購入する余裕がないと見られ、市場では、アルゼンチン政府の今後の資金調達が円滑に進むかどうかを危ぶむ見方もある。



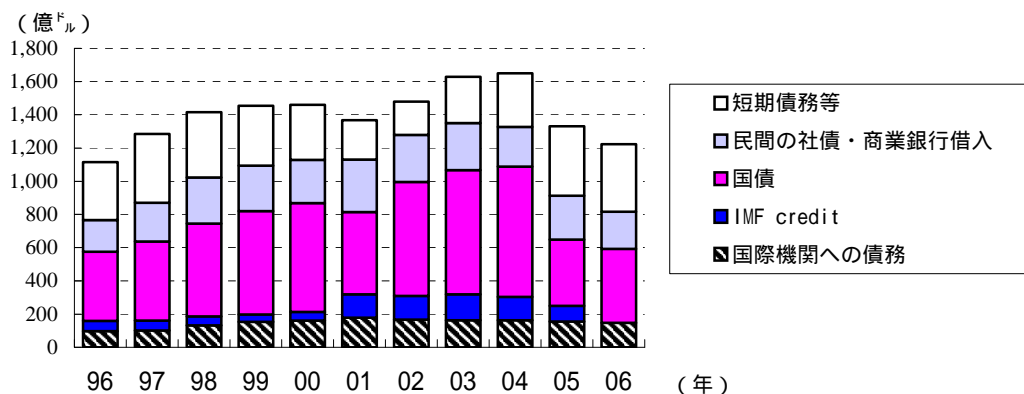
## 5. アルゼンチンの対外債務問題 ~ 対外債務デフォルトとその後の債務処理

アルゼンチンで 2002 年に発生した通貨危機は、単にアルゼンチン一国だけの問題にはとどまらず、国際金融界に大きな波紋を広げた。それは、アルゼンチン政府が、外貨準備急減と為替相場暴落により、2002 年に対外債務のデフォルト(返済不履行)に追い込まれ、1000 億ドルもの対外債務の返済をキャンセルしたためである。

アルゼンチン政府は、2005 年に、デフォルトした債務について、元本一部削減、利率の引下げ、返済期間の繰延べなどの新しい条件のもとで発行した新たな国債を既存の国債と交換し、以後の債務交換には一切応じないとする法案を国会で成立させた。こうした一方的な債務交換により、外貨建て国債残高は 800 億ドルから 400 億ドルに半減し、この措置によって、投資家は大きな損失を蒙った。

日本でも、円建てアルゼンチン国債（発行残高は約 1900 億円）が発行されており、これを購入していた日本の投資家は大きなダメージを受けた。

図表26. アルゼンチンの対外債務残高推移



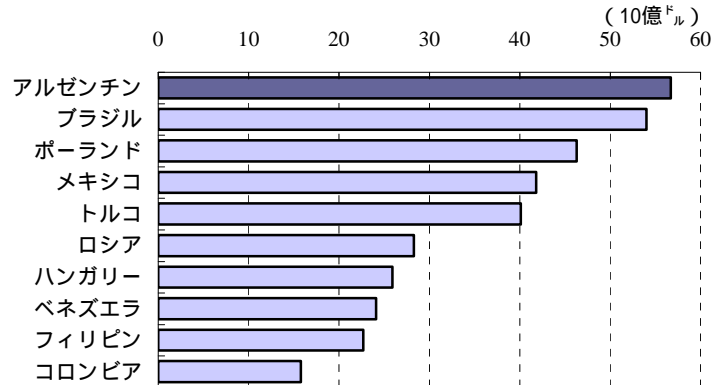
(出所) World Bank, Global Development Finance

上記のアルゼンチン政府による一方的措置に不満で国債交換に応じずそのまま放置された債権者に対しては、何らかの対策が必要であるということをアルゼンチン政府も理解するようになってきた。ただ、自国の法律で債務の再交換を禁じているアルゼンチン側から債務の再交換を言い出すことはできない。このため、主要外銀 3 行（バークレー、シティ、ドイツ）からの提案という形で、アルゼンチン政府は、200 億ドル分の国債の再交換に関する案を明らかにした。その内容は、アルゼンチン政府は国債再交換には応じるが、同時に再交換額の 1 / 4 相当をフレッシュマネーで拠出することを債権者に求めるというものであった。

この債務交換交渉の帰趨は、アルゼンチン経済にとって大きな意味を持つ。つまり、アルゼンチンが国際金融市場に復帰し再び海外資金調達ができるようになるためには、この債務交換交渉で債権者から一定の合意を得て円滑に処理することが欠かせないからである。

アルゼンチンは、主な新興市場国の中で、政府の外債発行残高が最も多い国である。アルゼンチン経済（特に財政面）の今後の行方は、国際金融界にとっても大きな関心事といえるだろう。

図表27．新興市場国の政府発行外債残高 上位10カ国



(出所) BIS Quarterly Review, September 2008

アルゼンチン政府が、海外からインフラ整備などのための融資を受けるには、パリクラブ向け延滞債務や上記の民間向けデフォルト国債の問題がネックになっている。この問題が解決されアルゼンチン政府への国際金融界の信認が回復されなければ、アルゼンチン向け公的融資や貿易保険などが制限され、民間企業のアルゼンチン向けビジネスが停滞するという状況が続くことになる。

このデフォルト問題は、アルゼンチンの足元の景気拡大を評価する上でも注意すべきポイントであろう。というのは、アルゼンチンが今すぐに対外債務を当初条件通りに返済するとなれば、巨額の外貨準備を一挙に失うため財政・金融を極端に引き締めざるを得なくなり、そうなれば、近年のような高成長はできなくなるからである。つまり、対外債務デフォルトによって返済負担を免れているアルゼンチンが経済高成長を続けているとしても、それは、海外民間債権者に損失を与え自国経済の負担を減らすことによって成り立っている側面があり、その意味で本物の経済復活を遂げたとは言えないのである。

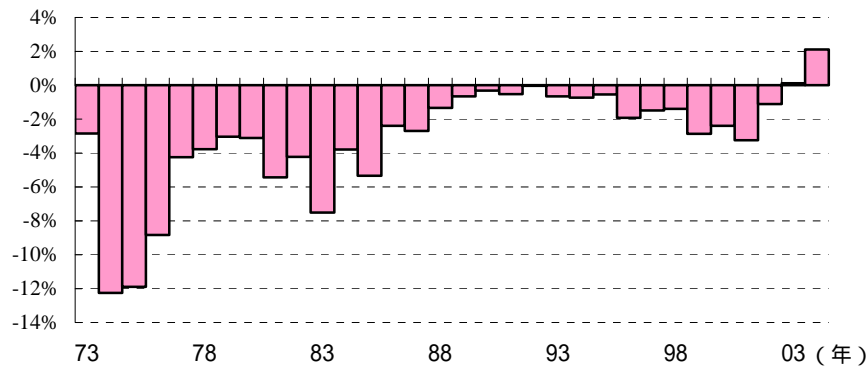
## 6. アルゼンチン政府の経済政策への懸念

### (1) 財政健全化路線から逸脱の懸念

アルゼンチンのかつてのハイパーインフレと対外債務膨張の原因は、巨額の財政赤字にあった。財政赤字の原因は、既に述べたように、企業国有化やポピュリズム的な政策による財政支出の野放図な拡大であった。

したがって、アルゼンチン経済の正常化には支出抑制を中心とする財政健全化が不可欠であり、通貨危機以降、当局は、財政黒字化に取り組んできた。2004年には、財政収支は久しぶりの大幅黒字となったが、これは、支出削減よりも歳入増加によるものであり、特に輸出税増収の影響が大きかった。

図表28. アルゼンチンの財政収支 / GDP比率の推移



(出所) IMF, *International Financial Statistics*

一方、財政支出については、インフレ率抑制のため公共料金を低く抑える目的から、公共部門への補助金的な色彩の支出が多いという問題が指摘されている。

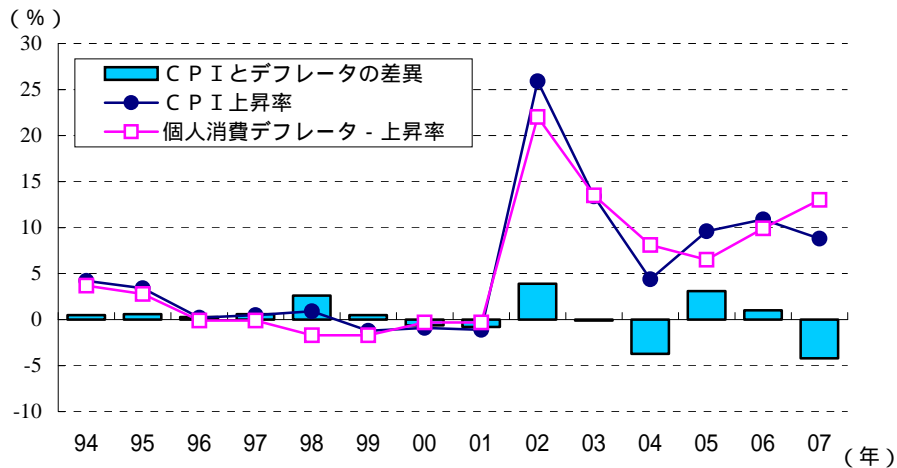
また、このところ、アルゼンチン政府は、かつて民営化した旧国有企業を再び買い戻す動きを見せており、これを、「大きな政府 (= 財政赤字拡大)」の再現と警戒する声も聞かれる。旧国有企業の中には、いったん民営化されたものの、政府が公共料金の値上げを認めないため経営が行き詰まり再び政府に買い戻されるケースも見られる。こうしたことから、アルゼンチン政府が市場原理と矛盾する経済運営へと傾斜していることに対する市場の不安感・不信感も顕在化しつつある。

また、アルゼンチン政府は、2008年10月に、年金受給者と労働者を保護するためとして民間年金基金の国有化を発表した。しかし、市場では、この措置によって、年金資金が国債購入に充当され民間資金需要が窮迫するのではないかとの憶測も浮上しており、政府の方針への懸念が高まっている。

## (2) 経済指標の信頼性に対する疑問

最近、アルゼンチン政府発表の経済指標に対する疑問が市場で高まりつつある。その象徴的な事例がCPIである。政府発表のCPI上昇率は、2007年は8.8%であったが、これが低すぎるのではないかと指摘が市場関係者などから出るようになった。そうした指摘の根拠として、例えば、GDPの個人消費デフレータの伸び率が2006年から2007年にかけて上がっているのに対し、CPI上昇率は逆に2006年から2007年にかけて下がっており、しかも両者の乖離が近年でもっとも大きくなっている点あげられている。

図表29. CPIと個人消費デフレータの上昇率の推移



(出所) Instituto Nacional de Estadística y Censos

また、アルゼンチンの企業や市場関係者の間では、実感としてのインフレ率は政府発表のような一桁台ではなく、20~30%程度に達しているとする意見も多い。

政府発表のCPIに低めのバイアスがかかる理由として、政府がインフレ率連動型の国債を発行しており、その償還負担を減らすためにCPIを低くしている<sup>3</sup>のではないかと指摘がある。

<sup>3</sup> CPIは捏造されているとするINDEC(統計局)職員による内部告発などもあり、論議を呼んでいる。政府は、「全ての経済データが野党のチャレンジを受けている」として、この問題に政治的背景があると指摘している。もし、公表されたCPIが実際とは異なっていたことが明らかになれば、政府が国債保有者から訴訟を起こされるおそれがある。

## 7. 今後の展望 ~ 政府の経済運営への信認を高められるかがカギ。

### (1) リーマン・ショックのアルゼンチン経済への影響

2008年9月のリーマン・ショック以降、世界の新興市場国と同様にアルゼンチンでも資本流出が起こり、株安、ペソ安となっている。ただ、かつてと違い経常収支が黒字であるため資本流出の経済全体へのインパクトは1980年代や1990年代ほど深刻ではない。また、アルゼンチンの民間貸出残高のGDP比は12%と南米平均(30%)よりも低いいため、金融セクター混乱が経済全体に及ぼす影響も小さい。

他方、ヘッジファンドなどによる(キャッシュ確保のための)売りによって、一次産品価格が下落したため、輸出は今後減少するのが避けられない。一次産品価格が10%下がるとアルゼンチン政府の歳入は0.5%減少するとされている。ただ、アルゼンチンの輸出品は農産物などのソフトコモディティーが中心であり、これらは石油や金属などのハードコモディティーより価格下落幅が小さい。このため、2009年の経常収支黒字は大幅縮小するものの赤字化は免れる見込みとなっている。

こうしたことから、リーマン・ショックによる金融危機が实体经济に及ぼす影響は、アルゼンチンでは欧米等に比べれば小さいと考えられる。2009年の経済成長率は大きく伸びが鈍化することが避けられないものの、マイナス成長にはならず、3~4%前後へ減速する程度にとどまる可能性が高い。

### (2) 今後の懸念要因

#### ペソ安が金融・経済パニックにつながりやすいアルゼンチン

アルゼンチンの家計も企業も(そして政府も)、過去の経済混乱の苦い経験から、一寸先は闇であり長期戦略が持てないという心理状態にあるといえる。特に、通貨ペソの先行き不安が高まると、海外からの投資資金の急激な逃避が起こり、また、市民は一斉に預金を引き出しドルに換金するので外貨準備が減り大きな経済混乱が発生する。今後も、ペソに対する信認が大きく低下した場合に、同様の状況が再燃する可能性を否定できない。

#### 政府の経済運営への懸念 ~ ポピュリズム的な経済運営の兆候

現在のクリスチーナ・フェルナンデス・キルチネル大統領は、ポピュリズムの伝統を持つペロン党出身であり、最近の経済運営には、大きな政府(民営化した旧国有企業の再国有化)や労働者寄り政策(賃金大幅上昇の容認)といった、かつて財政破綻を招いた政策を連想させるものが含まれている。こうした動きが今後も強まれば、財政赤字とインフレの深刻化による経済破綻という過去の悪夢が再現されることにもなりかねない。今のところ、アルゼンチン政府内部にポピュリズムや大きな政府をやめようというコンセンサスがなく、国民も新自由主義や小さな政府には反対している。つまり、アルゼンチンには、ポピュリズムをやめて経済運営を健全化するシナリオがまだできていないといえる。こうし

た状況を一気に打開することは難しく、漸進的な方法でよい方向に変えてゆくしかないだろう。

(2) アルゼンチン経済の中長期見通し ~ 南米随一の先進国で農業に強みあり

アルゼンチン経済の最近の高成長には、一方的なデフォルトによる対外債務返済負担軽減や賃金の急激な引き上げなどの要因が大きく影響しており、その意味でサステイナブルなものとは言い難い面がある。しかし、アルゼンチン経済は中長期的に見て成長ポテンシャルに富んでいることは確かである。近隣南米諸国と比較したアルゼンチンの大きな強みは、欧州並みの高い経済水準・生活環境であり、治安も安定している。つまり、近隣諸国に比べてビジネスインフラや人材の面で優れている。

また、農業の競争力が高いことも大きな強みであるといえる。パンパ地域を中心とする農地は肥沃であり（肥料不要）、温帯性気候で適度な降雨があり（灌漑の必要性が低い）、また百年前に整備された鉄道網がある（輸送コストが安い）といった好条件に恵まれているため、特に大豆など温帯性作物の生産地としてコスト競争力は非常に高い。

このほか、アルゼンチンは、原油や鉱物といった資源にも恵まれている。こうした強みを活かすことができれば（そして慎重な経済・財政運営によって通貨に対する信認を保つことができれば）、アルゼンチン経済は、潜在成長率とされる4%前後の成長率を中長期的に維持することが十分可能であると考えられる。

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、金融商品の売買や投資など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、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。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。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。