

## 調査レポート

# アルゼンチン経済の現状と今後の展望

## ～ 南米随一の高成長に死角はないのか？ ～

南米第2の新興経済国アルゼンチンは、2003年以降、8年連続のプラス成長を続けている。アルゼンチン経済がこれほど長期間のプラス成長を持続するのは、40年ぶりである。経済成長率の押し上げに最も寄与したのは、個人消費の拡大である。近年、アルゼンチンでは20%を超える高い賃上げ率が続いており、これが好調な個人消費をもたらす大きな要因になったと見られる。

アルゼンチンは、中東北アフリカや中南米の新興国向けの一次産品輸出によって多額の貿易黒字を稼いでおり、これが、景気拡大、財政の安定、対外流動性増加をもたらし、アルゼンチン経済の好調を支えている。輸出の中でも、農産物価格高騰による大豆など穀物類の増加が顕著である。

アルゼンチンの現政権の財政運営は、財政規律重視ではなくバラマキ型である。それでもプライマリーバランスが黒字なのは、大豆輸出課徴金の増収などによる歳入増のためと見られる。

アルゼンチン経済の懸念のひとつは、インフレ率である。2010年の公式発表ベースのCPI上昇率は10.8%であったが、生活実感としてのインフレ率は20～30%と認識されており、政府発表インフレ率の妥当性に対する疑問が浮上している。また、当局が工業製品の輸出競争力を支える目的で通貨安に誘導していることも、インフレ・リスク要因となっている。インフレ加速は、ペソ売りをエスカレートさせる恐れがある。

穀物輸出がアルゼンチン経済の成長・安定を支える構図は、当面続く可能性が高いと考えられる。ただ、異常気象等により穀物生産が減少し貿易赤字に陥った場合、ペソ売り圧力が急速に強まって、経済危機につながるリスクもある。一方、アルゼンチンでは、国民が新自由主義に反対しているため、政府が持続不可能なポピュリズムを脱却して市場メカニズム重視の堅実な経済運営に移行するシナリオが見えていない。これも、今後のアルゼンチン経済にとって大きなリスクファクターのひとつである。

アルゼンチンは、パリクラブ債務問題のため、国際金融市場からの資金調達事実上不可能になっている。アルゼンチン政府は、円滑な金融活動により経済成長・発展を図るためにも、この問題を早急に解消し、速やかに国際金融界に復帰する必要がある。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 堀江 正人 ( chosa-report@murc.jp )

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

## はじめに ～ 南米随一の好調さを維持するアルゼンチン経済

近年、南米第二の新興国であるアルゼンチンの経済が好調である。実際、南米 10 カ国の最近の経済成長率を見ると、2005～2010 年の通算ベースで年平均成長率が最も高いのは、アルゼンチンである。アルゼンチンの成長率は、南米の雄であるブラジルを大きく上回り、また、資源ブームと新自由主義的な経済運営を背景に高い経済成長率で最近脚光を浴びているペルーをも、わずかではあるが上回っている。

さらに、G20 のメンバー各国を見渡しても、これほどの高い経済成長率を維持している国は、アルゼンチンの他には中国しかなく、世界主要国の中でも、アルゼンチン経済の好調ぶりは特筆すべきものと言ってよいであろう。

図表 1 . 南米各国の最近の経済成長率（実質 GDP 成長率；単位は％）の推移

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	05-10年通算
アルゼンチン	9.2	8.5	8.6	6.8	0.8	9.2	7.14
ボリビア	4.4	4.8	4.6	6.1	3.4	4.1	4.57
ブラジル	3.2	4.0	6.1	5.2	-0.6	7.5	4.17
チリ	5.6	4.6	4.6	3.7	-1.7	5.2	3.62
コロンビア	4.7	6.7	6.9	3.5	1.5	4.3	4.58
エクアドル	5.7	4.8	2.0	7.2	0.4	3.6	3.93
パラグアイ	2.9	4.3	6.8	5.8	-3.8	15.0	5.02
ペルー	6.8	7.7	8.9	9.8	0.9	8.8	7.11
ウルグアイ	6.8	4.3	7.3	8.6	2.6	8.5	6.33
ベネズエラ	10.3	9.9	8.8	5.3	-3.2	-1.5	4.78

（出所） International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, September 2011

アルゼンチンは、20 世紀初頭に、欧州向け農畜産物輸出で得た膨大な外貨収入により、世界でも有数の豊かな国となって繁栄を謳歌した。しかし、第二次世界大戦後のアルゼンチン経済は迷走し、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。1989 年の経済破綻の際には、年率 3000%にも達する異常なハイパーインフレーションが発生し、また、2002 年の経済破綻では、対外債務のデフォルトを引き起こし、日本を含む世界各国でアルゼンチン国債を購入した民間投資家が多大な損失を蒙ったことは記憶に新しい。

このように近年はネガティブなイメージを持たれることが多かったアルゼンチンが、なぜ、いま、高成長を続けているのか？また、高成長の裏に落とし穴はないのか？本稿では、こうした点を中心に、アルゼンチン経済の現状と今後の課題について考察する。

## 1. 堅調に推移するアルゼンチン経済

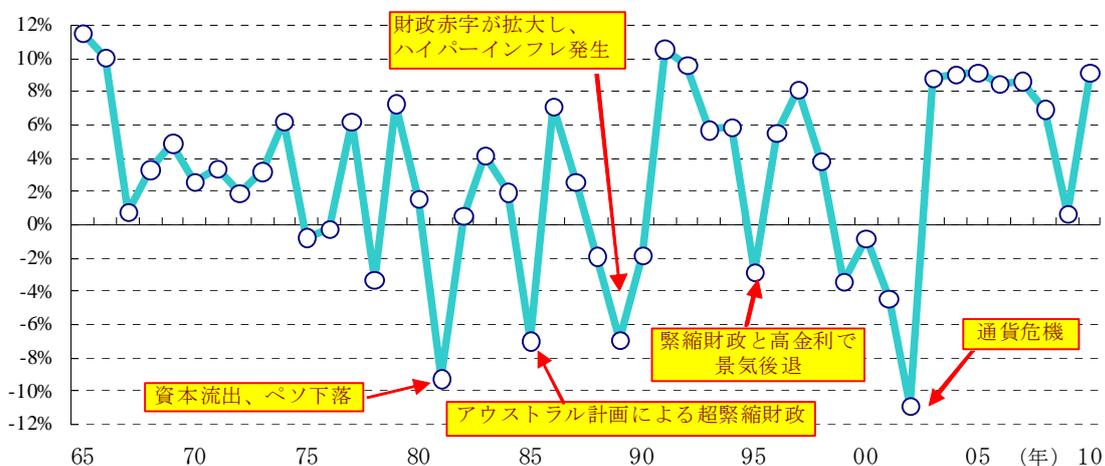
### (1) 歴史的な好調さが続く最近のアルゼンチン経済

アルゼンチン経済は、2003年以降、8年連続のプラス成長を続けている。アルゼンチン経済がこれほど長くプラス成長を続けるのは、1964～1974年の11年連続プラス成長以来、約40年ぶりである。また、2003年から2007年にかけては、第二次世界大戦後初めての記録となる5年連続8%超の経済成長率を達成している。これは、主要新興国の中では中国に次ぐ高成長であり、アルゼンチン経済の好調ぶりは国際的に見ても際立っていると言ってよいだろう。しかも、近年のアルゼンチン経済は、経済成長率、経常収支、プライマリーバランスが全てプラスという、過去数十年見られなかった異例の健全さを維持している。

第二次世界大戦後のアルゼンチン経済は、20世紀初頭の栄光と繁栄の時代とは対照的に、混迷と破綻を繰り返してきた。そのような状況に陥った最大の原因は、大衆迎合型の安易なポピュリズム政策を採ったことであった。ポピュリズム政策のもとで、安易な賃上げが相次ぎ、「大きな政府」によるバラマキで財政赤字が拡大したため、アルゼンチン経済は恒常的に物価上昇圧力にさらされ、たびたびハイパーインフレーションが発生した。他方、産業政策面では、輸入代替型の保護主義的な路線を採ったため、生産を拡大しようとする中、中間財・資本財の輸入が増えて経常赤字拡大・外貨不足に陥り、この対策として財政金融政策をタイトにせざるを得なくなった。

このため、経常収支悪化に対応するための引締めで景気後退に陥ったり、インフレ退治のための緊縮財政で景気後退に陥るといったパターンを繰り返し、第二次世界大戦後のアルゼンチンのマクロ経済は、極めて不安定な動きを示した。経済成長率も、概して低めであり、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かったことがわかる。

図表2. アルゼンチンの実質GDP成長率推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

アルゼンチンは、1980年代末に発生したハイパーインフレーションを封じ込める目的で、1992年に1ペソ=1ドルとする固定為替相場制度を導入し、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ーションは終焉し景気は回復に向かった。

しかし、1997～98年にかけて発生したアジア・ロシア通貨危機の余波で、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、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悪化した。

市場は、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資本逃避が加速しアルゼンチンの外貨準備が急減した。窮地に陥ったアルゼンチン政府は、2001年末に对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。こうして発生したアルゼンチン通貨危機により、ペソの為替相場は一挙に1/3以下に暴落し、景気は大幅に後退した。

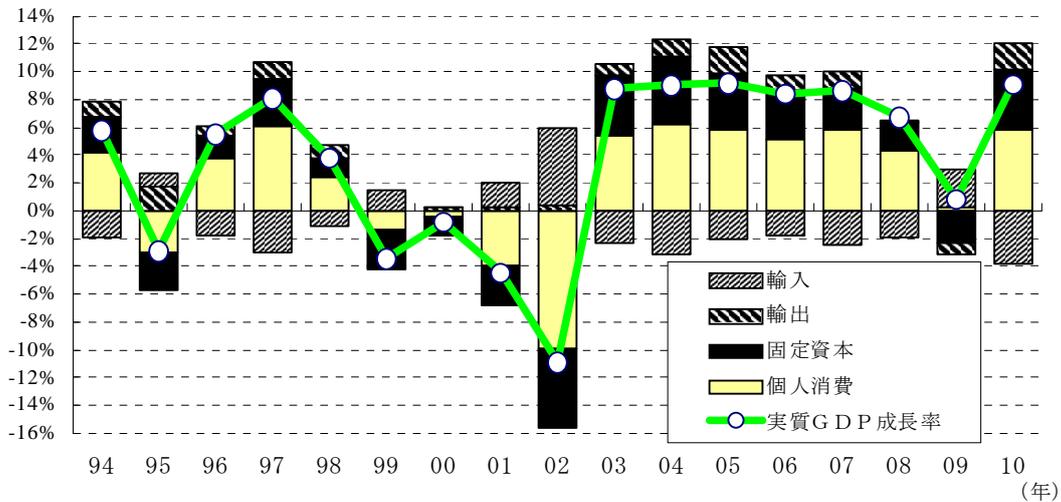
図表3．ペソの対ドル為替相場の推移



(出所) CEIC

しかし、為替相場が大幅に下落したことでアルゼンチン経済は競争力を回復し、2003年以降、景気は回復に向かった。経済成長率は、2003年から2007年まで5年連続で8%以上という、世界的に見ても非常に高い伸びとなった。2009年は、前年のリーマンショックの影響で経済成長率は大きく低下したものの、マイナス成長にはならず、2010年には、9.2%という高成長率を記録した。GDPの需要項目別寄与度を見ると、経済成長率を押し上げた主な要因は個人消費の拡大であったことがわかる。

図表4 . アルゼンチンの実質GDP成長率と需要項目別寄与度

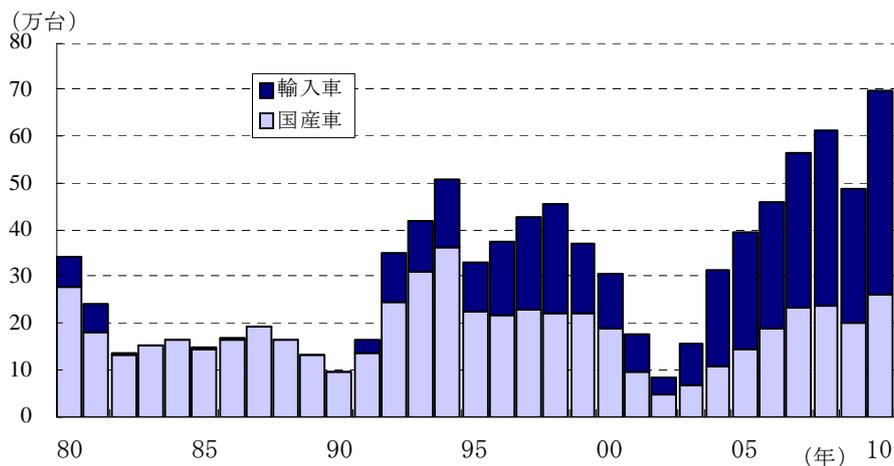


(出所) CEIC

(2) 好調な個人消費 ~ 個人消費を押し上げる大幅な賃上げ

アルゼンチンの個人消費は非常に好調であり、自動車販売を見ても、通貨危機発生の翌年(2002年)をボトムに、急速に回復しており、リーマンショック翌年の2009年は一旦落ち込んだものの、2010年は再び増加し、過去最高を記録した。

図表5 . アルゼンチンの自動車販売台数推移



(出所) Asociación de Fábricas de Automotores

特に、輸入車の販売急拡大が目立っており、こうした輸入車の大部分が、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輸入されたものである。こうした好調な個人消費の背景には、大幅な賃上げがあるものと見られている。アルゼ

ンチンでは、近年、かなり大幅に賃上げが実施されている。例えば、2010年に実施された主な労働組合の賃上げ率を見ても、軒並み20%以上という高い伸びである。こうした高い賃上げ率が、個人消費を刺激する大きな要因になったと見られている。

アルゼンチンの賃金交渉は、個別企業の収益状況や労働生産性は一切考慮されず、政府の強い影響力のもとで政治的に決まってしまう傾向がある。市場では、政府がこれだけ高い賃金上昇率を容認してしまうのは、大衆迎合的なポピュリズムであり、インフレ圧力を高めるリスクがあると懸念する声がある。しかし、政府側は、2002年通貨危機以前と比べて足元の実質所得が十分に上がっていないとして、高い賃上げ率をむしろ推奨するかのよ

図表6．主な労働組合の賃上げ（2010年実施分）

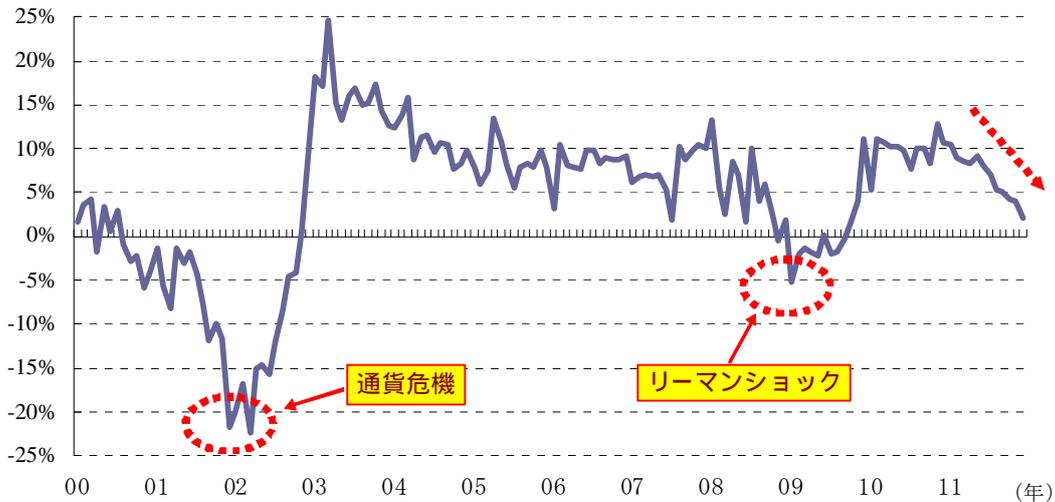
妥結月	労働組合名	賃上げ率
2月	連邦教員労組	23.40%
3月	銀行員労組	23.50%
3月	港湾労働者	27%
4月	電力労組	22%
4月	金属労組	26.60%
6月	公務員労組	21%
6月	トラック労組	24-25%
6月	集合住宅管理人労組	28%
7月	外食・ホテル労組	35%
7月	自動車整備士労組	25%
7月	自動車工労組	28%

（出所）在アルゼンチン日本大使館

### （3）今後の経済動向 ～ 2012年の成長率は鈍化が不可避

アルゼンチン経済は、10%近い高成長率を維持しているが、2012年には、この高成長が大きく減速する可能性が高い。まず、生産活動の動きを確認してみよう。工業生産指数の伸び率を見ると、リーマンショック直後にマイナスに転落したが、その後、1年程度で、再びプラス成長に復帰しており、2010年には、リーマンショック前と同様の伸び率で推移していたことが読み取れる。しかし、足元の工業生産指数の伸び率は減速している。これは、工業製品の最大の輸出先であるブラジルで、欧州債務危機による先行き不透明感から景況感が悪化した影響を受けたものと見られる。生産活動の鈍化により、2011年から2012年にかけてのアルゼンチン経済は、リーマンショック前のような10%近い高成長率を維持するのは難しいとの見方が広まりつつある。

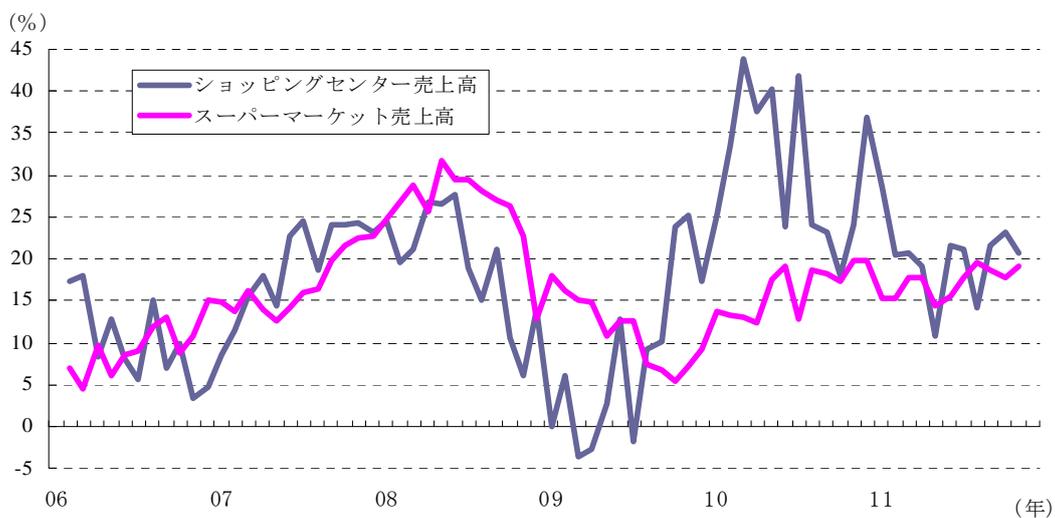
図表7．工業生産指数の伸び率（前年同月比）の推移



(出所) CEIC

次に、個人消費動向を見るために小売の指標を確認してみよう。耐久消費財などの高額商品を含むショッピングセンター売上高については、リーマンショック後の2009年前半にマイナスの伸び率を記録したが、最近では、リーマンショック以前と遜色ない高い伸びを示していることが読み取れる。また、日用品などを中心とするスーパーマーケット売上高については、リーマンショック発生直後にもマイナス成長とはならず、足元の動きも堅調である。このように、小売に関しては、弱くなる兆候は見られず、引き続き堅調に推移する可能性が高いと言えそうだ。つまり、生産は大きく減速するものの、消費の堅調さに支えられ、2012年の景気は鈍化しつつも底堅く推移する可能性が高いと考えられる。

図表8．小売の売上高伸び率（実質ベース；前年同月比）



(出所) 在アルゼンチン日本大使館

#### (4) ポピュリズム的ではあるがプライマリーバランス黒字を維持する財政

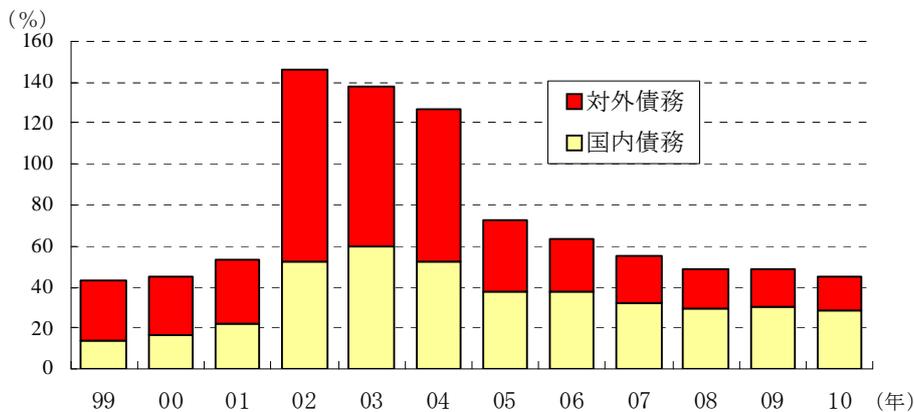
アルゼンチンの財政状態も、かつてのような大幅な赤字ではなく、プライマリーバランスは黒字を維持している。

ただ、アルゼンチンの現政権の財政運営は、財政規律重視ではなく拡張的なバラマキ型である。例えば、公共料金を低く抑えるためエネルギー部門・公共交通機関に対する補助金を増額したり、年金特別支給や公務員の賃上げを実施するなど、ポピュリズム的な色彩が濃い。

それでもプライマリーバランスが黒字を維持しているのは、大豆など穀物類への輸出課徴金増収等によって歳入が増加しているためと見られる。

プライマリーバランスが黒字基調であることを背景に、政府の債務残高の対 GDP 比率は低下する傾向にある。2010 年末時点のアルゼンチンの公的債務残高の対 GDP 比率は 50%弱であり、G20 の新興国における平均値(対 GDP 比率 40%)とそれほど乖離はなく、また、ブラジル(同 70%)やハンガリー(同 80%)といった重債務を抱える国々に比べれば大幅に低い。

図表 9 . アルゼンチンの公的債務残高の推移 (対名目 GDP 比率)



(出所) ECLAC, *Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2010-2011*

ただ、対外債務に関して言えば、大幅な減少の裏には、2002年のアルゼンチン通貨危機発生後に対外債務をデフォルトして切り捨てた事実があることを忘れてはならないだろう。デフォルトした公的債務の処理問題は未だにパリクラブで交渉中であり最終決着していない。アルゼンチンは、G20の中で唯一のパリクラブ債務国であり、パリクラブ債務交渉が決着するまでは、アルゼンチンは国際金融市場に復帰できない。これは、アルゼンチン政府の資金調達にとって大きな障害になっていると同時に、民間企業にとってもビジネス阻害要因になっている。アルゼンチンに進出している外国企業は、パリクラブ問題がネックになって、自国の公的融資や貿易保険といったスキームを使用できないため、アルゼンチ

ンでの事業活動が妨げられているのである。この間隙を縫うようにして、中国やブラジルなど非パキクラブ諸国がアルゼンチンでの資源開発等へのファイナンスを積極的に拡大させており、こうした状況に対して、日系企業は焦燥感を募らせている。

### ( 5 ) 高水準の株価 ~ 新興国ブームは衰えず

2002 年通貨危機後の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 2003 年以降右肩上がりでも上昇してきた。2008 年 9 月のリーマンショックの際には、ブラジルなどの新興国とともにアルゼンチンの株価も急落し、2008 年末時点では、それまでのピークの半分に値下がりした。しかし、2009 年には、株価は急回復に転じ、2011 年初頭には、Merval 指数は、過去最高となる 3,500 ポイント台に達した。その後、北アフリカ諸国の政治情勢混乱を受けて投資家の不安感から新興国株が売られるという世界的な流れを受けて、アルゼンチンの株も売られ、株価は急落した。株価は足元で過去最高水準より 3 割ほど安くなっているが、それでも、リーマンショック前のピークを上回る高値である。これは、世界的な新興国投資ブームがいまだに衰えておらず、アルゼンチン経済の今後の成長に対する市場の期待が依然として高いことを示すものと言えそうだ。

図表 10 . アルゼンチンの株価 ( Merval 指数 ) の推移

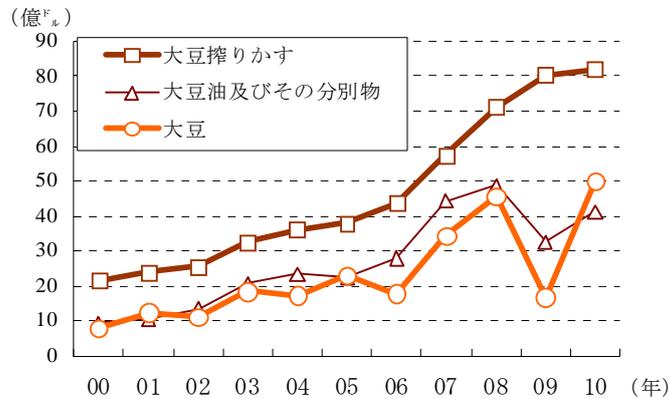


## 2. 貿易、投資、国際収支 ~ 穀物輸出が支えるアルゼンチン経済

### (1) 穀物輸出増加がアルゼンチン経済好調の原動力

2002年通貨危機以降のアルゼンチン経済の急回復を支えてきた要因として、輸出の拡大、特に、農産物輸出の急拡大を見逃すことは出来ないだろう。アルゼンチンの輸出を品目別（HS4 桁コード）に見ると、最も多いのは、大豆搾りかすであり、次いで、大豆油及びその分別物、大豆、の順である。すなわち、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、大豆油と大豆搾りかすの輸出額は世界第一位である。

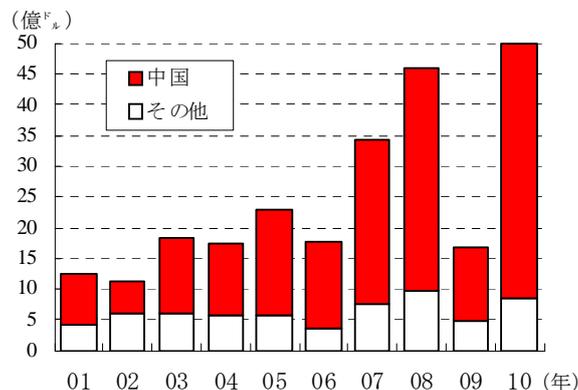
図表 1 1 . アルゼンチンの輸出上位 3 品目の輸出額推移



(出所) World Trade Atlas

大豆搾りかすについては、輸出先は、スペイン・オランダ・イタリアなどの欧州諸国をはじめ、インドネシア、フィリピンなど世界各国に広がっており、主に家畜の飼料として利用されている。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につながっている。2009年については、旱魃の影響で、大豆の輸出は前年の1/3に急減した。

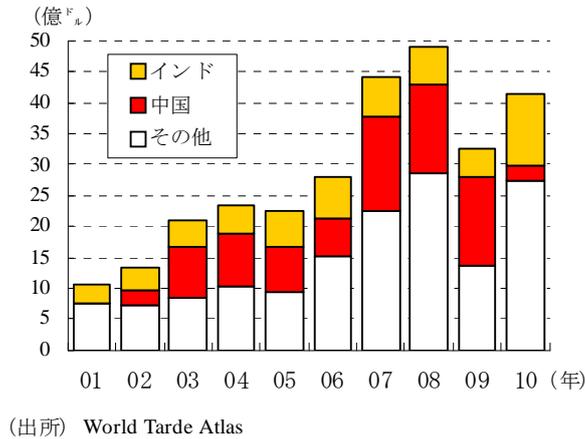
図表 1 2 . 大豆の主要な輸出先は中国



(出所) World Trade Atlas

一方、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。ただ、2010年については、アルゼンチンが中国製繊維製品をダンピングと認定したことに反発した中国が報復としてアルゼンチン産大豆油の引取りを拒否したため、対中輸出が激減した。

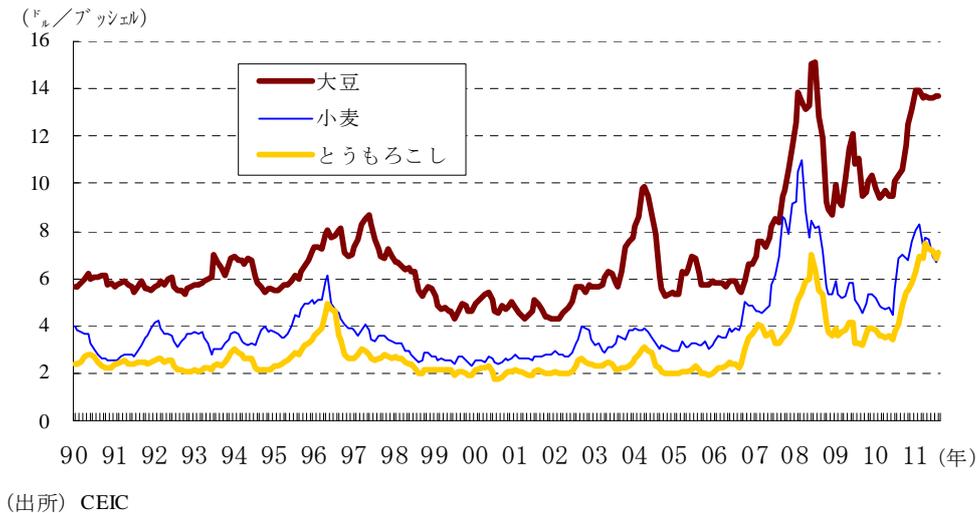
図表 1 3 . 大豆油及びその分別物の輸出先



## ( 2 ) 穀物価格高騰がアルゼンチンへの追い風に

アルゼンチンの輸出農産物の中心である大豆・小麦・とうもろこしの国際価格の推移を見ると、足元の水準が 1990 年代を大幅に上回っていることがわかる。この農産物価格高騰が、アルゼンチンの近年の貿易黒字拡大、ひいては経済成長・安定の原動力である。

図表 1 4 . 農産物価格 ( Chicago Board of Trade 期近物価格 ) の推移

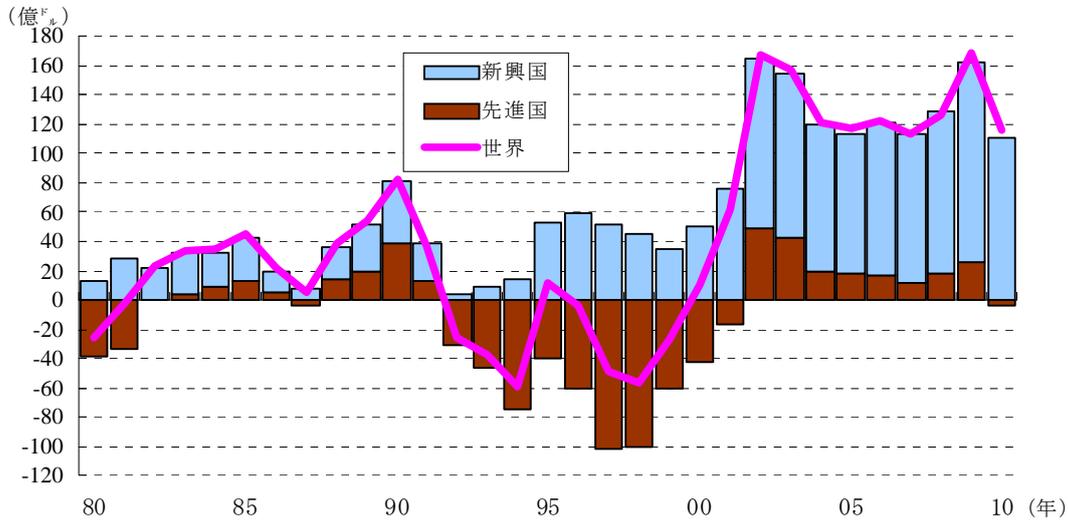


また、アルゼンチン政府は、大豆の輸出に対して 35% の輸出課徴金を課している。このため、近年の大豆価格高騰は、アルゼンチン政府の歳入増加にも大きく貢献している。前述のように、この大豆輸出課徴金増収があるからこそ、アルゼンチン政府が拡張的な財政スタンスを採りながらもプライマリーバランスのプラスを維持できていると言えよう。

### (3) 新興国向けに多額の貿易黒字を稼ぐアルゼンチン

アルゼンチンは、近年、多額の貿易黒字を計上しているが、その地域別内訳を見ると、新興国に対する貿易黒字が非常に大きいことがわかる。

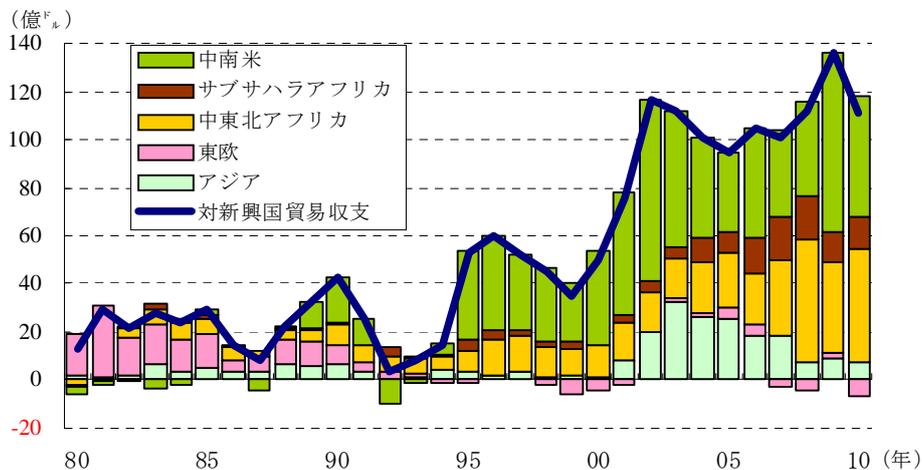
図表15. アルゼンチンの貿易収支の内訳（対先進国および対新興国）



(出所) CEIC

新興国に対する貿易黒字を、さらに地域別にブレイクダウンすると、中南米および中東北アフリカに対する黒字が多いことがわかる。中南米向け貿易黒字は、主に、コロンビア・ペルーへのとうもろこし・大豆油等の輸出と、チリへの石油・天然ガス輸出によってもたらされたものである。また、中東北アフリカ向け貿易黒字は、イラン、アルジェリア、エジプトへの大豆関連品目やとうもろこしなどの輸出拡大が大きく貢献している。アルゼンチンの貿易黒字の源泉は、こうした新興国向けの一次産品輸出であることが理解できよう。

図表16. アルゼンチンの対新興国貿易収支の地域別内訳



(出所) CEIC

#### (4) 競争力の高いアルゼンチン農業

アルゼンチンの大豆輸出拡大の背景には、アルゼンチン農業の競争力の強さがある。農業生産の中心であるアルゼンチン中央部の湿潤パンパ地帯は、平坦で地味が肥え、また、年間を通じてほどよく雨が降る。つまり、肥料が不要であり灌漑も必要ない。また、GMO（遺伝子組み換え作物）大豆を栽培しているため、農薬が不要である。さらに、国土が南北に長く、北から順番に農作業の時期が南へ移ってゆくため、農業機械を全国で同時期に一斉に使う必要はなく北から順番に使うことができる。このため、農業機械を北から順番にリースで利用してゆくのが一般的であり、農業生産者は、農業機械を買うために多額の設備投資をする必要がない。

こうした好条件が重なって、アルゼンチン産の大豆は生産コストが安いのである。しかも、アルゼンチンでは、大河ラプラタ川を利用して、農業地帯の中心地であるロザリオ港に5万トン級の輸出船が直接入港できるため、輸送費も安い。競合する大豆産地である米国では、農業地帯から輸出港のニューオーリーズまでミシシッピ川を使って長距離を小ロット（1000～1500 トン程度の艀）で運搬せざるを得ないため、アルゼンチンの方が、輸送コスト面で有利になる。もうひとつの競合大豆産地であるブラジルでは、内陸産地から積出港までトラック輸送に頼っており、しかも距離が1000km以上にもなるため運搬コストが割高になってしまう。

図表17．アルゼンチン産大豆のコスト競争力が強い背景

生産コスト面	農地は広大・平坦で地味が肥え（パンパ地帯）、肥料が不要。
	温帯で年間を通じてほどよく雨が降るため、灌漑が不要。
	GMO（遺伝子組み換え作物）を導入しているため、農薬が不要。
	国土が南北に長いいため、北から順番に農繁期を迎える。そのため、農業機械を回転利用するリースビジネスが成立しており、農業機械を買わずに済む。
輸送コスト面	農業生産の中心地に輸出港があり大型船接岸可能なため、輸送コストが安い。

（出所） 双日アルゼンチンの情報にもとづき三菱UFJリサーチ&コンサルティング（MURC）調査部作成

アルゼンチンの農業は、農地所有者が「農業生産組織」に土地を貸し、リース料だけを受け取る方式が広まっている。農業生産組織は、生産設備等の資産は持たず、農業機械は前述のリース方式で調達する。また、農作業自体も、外部（中小農家等）に委託する。

こうした農業生産組織は、いわゆるオルタナティブ投資<sup>1</sup>の対象のひとつとして脚光を浴びるようになり、アルゼンチンの富裕層や欧米の年金ファンドなどが農業生産組織に資金を拠出している<sup>2</sup>。上述のような農産物のコスト競争力の強さを背景として、農業生産組織へ

<sup>1</sup>オルタナティブ投資とは、上場株式や債券を対象とする伝統的な運用とは異なる投資全般をさす。

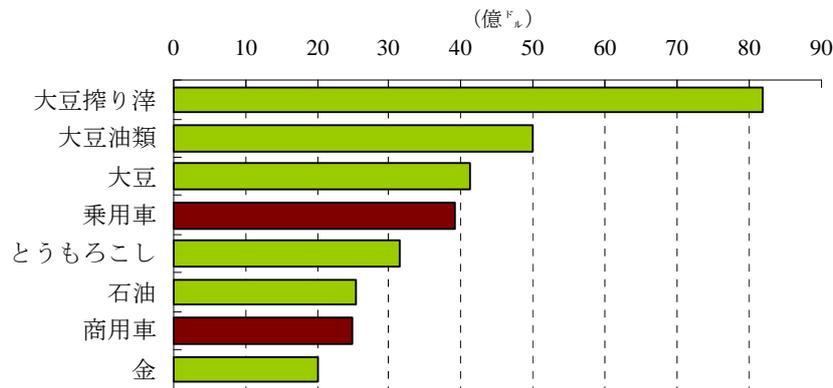
<sup>2</sup>米国の有力ヘッジファンド経営者のジョージ・ソロス氏も2003年以降、アルゼンチンの農業生産組織に出資していた。

の投資による収益率は高く、異常気象がなければ通常は 20%程度にも達するとされ<sup>3</sup>、ハイリターンの投資先として注目を集めている。

(5) 工業製品輸出はメルコスールのメリットを利用したブラジル向けが主体

アルゼンチンの輸出品目の上位は、大豆関連をはじめとする農産物や鉱物資源などの一次産品が多い。輸出の上位品目の中で、工業製品は、乗用車と商用車が目立つ程度である。

図表 18 . アルゼンチンの輸出上位品目 (HSコード 4桁レベル: 2010年)

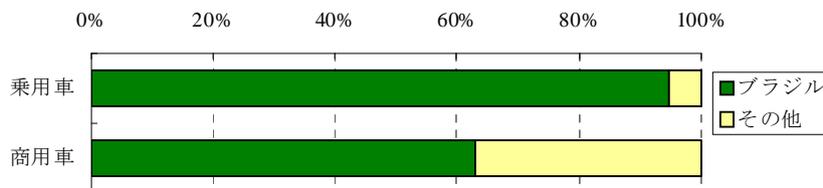


(出所) World Trade Atlas

その乗用車と商用車の輸出仕向け先を見ると、乗用車は、95%がブラジル向けであり、商用車についても60%がブラジル向けである。これは、メルコスール（南米南部共同市場）加盟国間で関税が免除されるメリットを利用したものである。

言い換えれば、アルゼンチンの工業製品は、メルコスールによる関税免除というアドバンテージがなければ国際競争力は弱いということであり、その意味では、ブラジル以外の有力輸出先を獲得するのは非常に難しいことが推察される。

図表 19 . アルゼンチンの自動車輸出仕向け先 (2010年)



(出所) World Trade Atlas

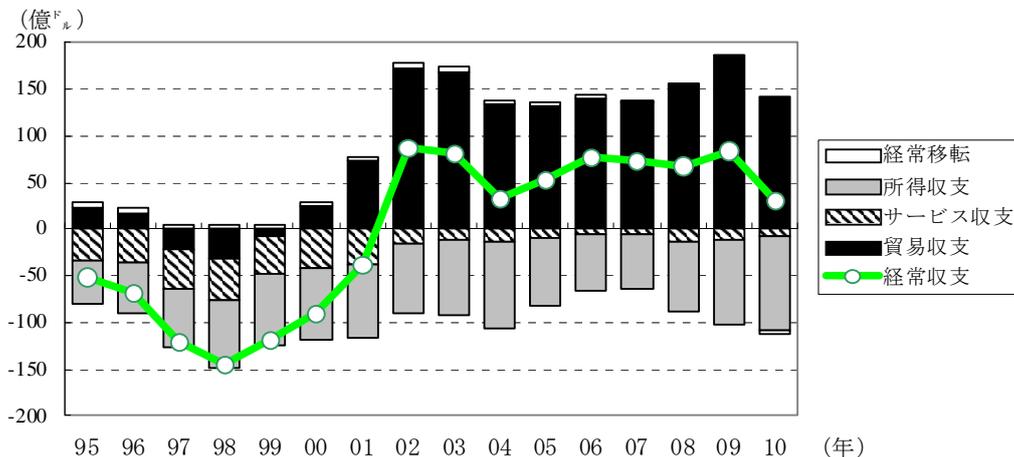
<sup>3</sup> 2009年には、大干ばつのため、農業生産組織は多額の損失を出したものと見られる。ただし、アルゼンチンには「天候保険」制度があり、これを利用すれば天候リスクをある程度ヘッジすることができる。

## (6) 国際収支 ～ 穀物輸出拡大を背景に経常黒字を維持

アルゼンチンの経常収支は、2002年から2010年まで9年連続で黒字を計上している。これほど長期間経常黒字が続くのは、第2次世界大戦後のアルゼンチンでは初めてである。この経常黒字が、近年のアルゼンチン経済の成長と安定をもたらす原動力になっていると言ってよいであろう。

アルゼンチンは、1990年代には通貨ペソを米ドルと等価（1ペソ＝1ドル）に固定していたため、為替相場が割高となってしまい、経常収支は赤字基調であった。しかし、通貨危機後の2002年に為替相場フロート移行に伴いペソの為替相場が急落したことや、大豆等の農産物輸出が拡大し貿易収支が大幅黒字に転じたことを受け、2002年以降、経常収支は黒字が続いている。

図表20．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

一方、アルゼンチンの資本収支の動きを見ると、90年代後半には資本流入拡大で大幅黒字となっていた。この資本流入拡大は、前述のように為替相場が対ドル固定であった（つまり為替リスクがなかった）ため投資資金が流入しやすかったこと、また、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資金流入が拡大したこと、さらに、国有企業の民営化が加速し外資による買収が増加<sup>4</sup>したことなどを背景とするものであった。

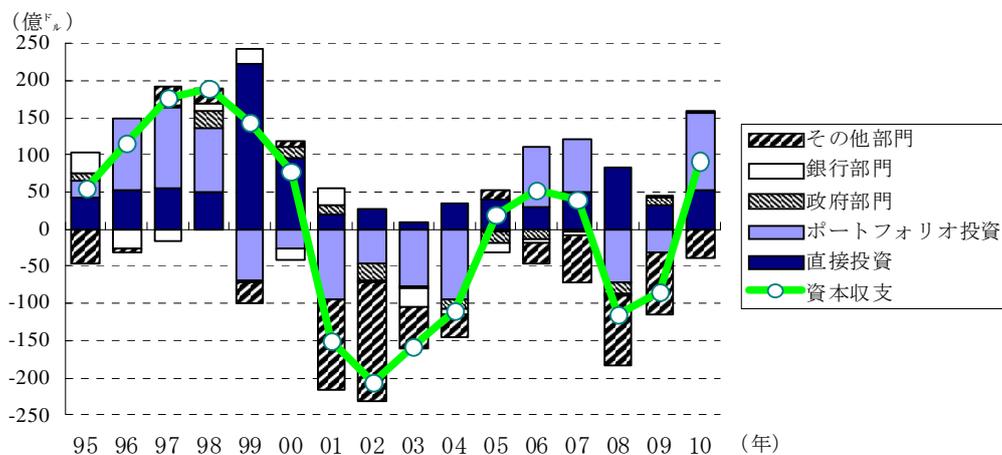
しかし、隣国ブラジルでの通貨危機（1999年）を受けてアルゼンチンも固定相場制を維持できなくなるとの観測が市場で高まり、2001～02年にかけて大規模な資本逃避が発生し、資本収支は大幅赤字となった。この資本流出によって、アルゼンチンは通貨危機に陥り為替相場が暴落した。

<sup>4</sup> 1999年には、直接投資流入が著しく増加しているが、これは、スペインの石油最大手レプ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ヤシミアントス・ペトロリフェロス（YPF）を約155億ドルで買収したことによるものである。

その後、資本収支は、2005年に黒字に戻ったが、リーマンショックによる資本流出で赤字に陥り、2010年には再び投資資金が流入して黒字に回復するなど、一進一退の状況が続いている

2002年の対外債務デフォルトでパリクラブ債務国となったアルゼンチンは、国際金融市場からの資金調達が事実上不可能になっている。このため、対外借入れの資金ソースは非パリクラブ国であるベネズエラなどに頼らざるを得ない状況である。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64億ドルに達したとされる。

図表 2 1 . 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

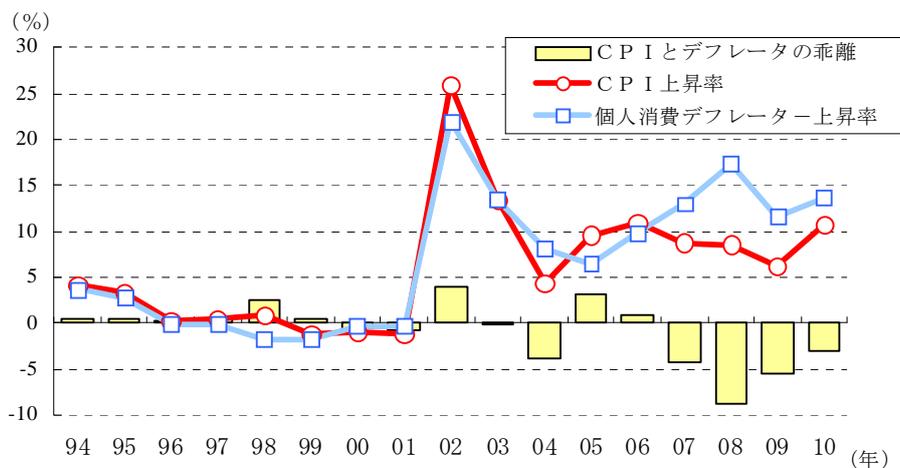
### 3. アルゼンチン経済の懸念要因

#### (1) 政府発表の「低すぎる」インフレ率への疑念が浮上

アルゼンチン経済の懸念のひとつとして、政府発表の経済指標の妥当性に対する疑問が浮上していることがあげられる。その代表例が、政府発表のインフレ率が実態より不当に低いとする市場からの指摘である。

政府発表のCPI上昇率は低すぎるのではないかとの指摘は、2007年頃から浮上していた。2010年の公式発表ベースのCPI上昇率は10.8%であったが、これが実態よりも低すぎるとの見方は、既に市場関係者の間では支配的になっている。そうした見方の根拠として、例えば、GDPの個人消費デフレータの伸び率とCPI上昇率の動きを対比してみると、2007年以降、両者の乖離が大きくなっており、公式発表のCPIが個人消費デフレーターに比べてかなり低い伸び率であることが挙げられている。つまり、CPI上昇率が2007年を境に個人消費デフレーターと急に乖離し始めたのは不自然であり、2007年以降のCPIデータにバイアスがかかっている<sup>5</sup>可能性が高いというわけである。

図表22. CPIと個人消費デフレーターの上昇率の推移



(出所) CEIC

実際、生活実感としてのインフレ率は、10%どころではなく20~30%にも達していることは既に周知の事実となっており、公式発表のインフレ率にはバイアスがかかっているとの認識は半ば常識化しつつあると言える。

なぜ、公式発表CPI上昇率に低めのバイアスがかかるのか?その理由として、政府が、利率がインフレ率に連動するタイプの国債を発行しているため、その償還負担を減らす目的でCPIを作為的に低くしているとの見方が有力である。

<sup>5</sup> 政府発表のインフレ率は、価格サンプルデータの取り方に恣意性があると見られている。ちなみに、民間調査機関や(野党が政権を握る)地方政府が算出したCPI上昇率は、いずれも20%を超えており、政府発表のCPI上昇率を大幅に上回っている。

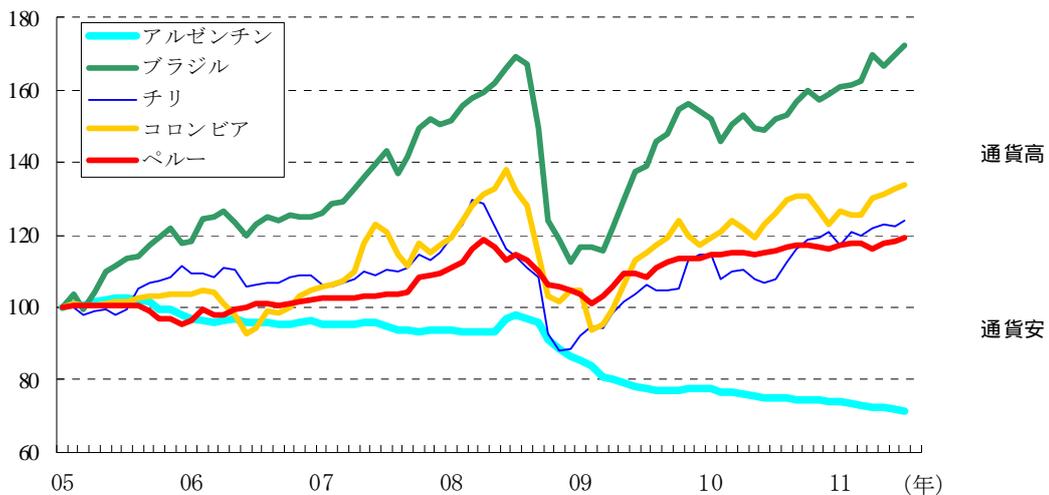
IMFも、アルゼンチン政府が発表するインフレ率の妥当性には疑問を呈しており、この問題に関する協議をアルゼンチン政府に求めているが、アルゼンチン側は、消極的である。

## (2) 南米主要国で唯一の通貨安 ~ インフレ圧力を高める懸念

アルゼンチン経済のもうひとつの懸念は、通貨安傾向が鮮明になっていることである。

南米主要国通貨の対ドル為替相場の推移を比較してみると、多くの国々が近年増価しているのに対し、アルゼンチンだけは減価している。南米諸国では、主力産品である一次産品価格上昇による輸出拡大や直接投資流入拡大などに支えられて外貨流入が増加しており、それによって、通貨が全般的に強くなる傾向にあると言える。アルゼンチンの場合も、農産物輸出増加の恩恵を受けて外貨流入が増加しているため、為替が高くなってもおかしくはない。それなのに、実際の為替レートが減価しているのは、当局がペソ安へ誘導しているためである。

図表 23 . 南米主要国通貨の対ドル為替相場 (2005年初 = 100 として指数表示) の推移



(出所) CEIC

なぜアルゼンチン当局はペソ高を回避しようとするのか？それは、工業製品の輸出競争力を支えることが主目的と見られる。アルゼンチン当局は、他の南米諸国が、通貨高のため工業製品の輸出競争力を失い、輸出構造がますます一次産品依存型になっていると認識しており、これと同じ状況に陥ることを警戒している。アルゼンチン政府には、一次産品一辺倒の経済構造から脱却すべく少しでも工業の発展を進めたいとの意向があるため、あえてペソ安を容認している<sup>6</sup>ものと見られる。

しかし、ペソ安が国内のインフレ圧力を高めてしまうことには注意を要する。実態的に

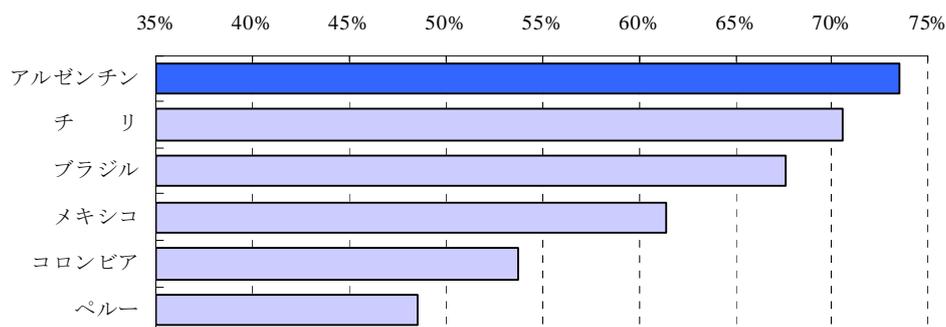
<sup>6</sup> MURC 調査部が 2011 年 11 月に実施したアルゼンチン共和国中央銀行へのヒアリングによる。

は既に 20～30%とされている足元のインフレ率にこれ以上の上昇圧力が加われば、通貨に対する信認が低下しペソ売りの動きが強まる恐れがある。特に、今後、アルゼンチンが（穀物生産減少等により）貿易赤字、経常赤字に陥った場合には、ペソ売り圧力が加速すると予想される。過去のアルゼンチン経済の動きを振り返れば、いったん、通貨への信認が失われると、2002 年のような通貨暴落が再発する可能性もあることは否定できないだろう。

### （ 3 ） 欧銀からの借入れが多いアルゼンチン ～ 欧州危機の余波への懸念

さらに、アルゼンチン経済の今後のリスクファクターのひとつとして、欧州銀行の資金引揚げにより金融面の打撃を蒙る可能性があることが指摘されている。実際、アルゼンチンは、外銀からの借入残高に占める欧州銀行の割合が、南米主要国中、最も高い。欧州銀行からの借入れのうち半分はスペインの銀行からの借入れである。

図表 2 4 . 南米主要国の外国銀行からの借入残高に占める欧州銀行の比率



(出所) BIS Quarterly Review, December 2011

アルゼンチンは、2002 年の通貨危機の際に對外債務のデフォルトを引き起こしたため、パリクラブで債務処理問題を協議中であるが未だに決着しておらず、国際金融市場からの借入れが事実上できない。したがって、もし、今般の欧州債務危機によって経営状態が悪化した欧州銀行がリスクアセット圧縮のためにアルゼンチンから資金を引き揚げた場合、アルゼンチンは対外的な流動性確保に窮する事態に陥ることもないとは言えない。

ただ、実際には、欧州の銀行がアルゼンチンから資金を引き上げる可能性は低いと考えられる。なぜなら、南米の金融市場は度重なる金融危機の後遺症で発展が遅れているため、大きな利鞘を得ることが可能だからである。特に、スペインの銀行にとって、南米は収益面での「稼ぎ頭」なのである。そのような収益源から欧州銀行が簡単に手を引くとは考えにくい。

## 今後の展望と課題

### (1) 穀物価格高止まりが続けば、経済は堅調を維持

現在のアルゼンチン経済の好調さをもたらしている原動力は、穀物価格高騰である。

穀物価格高騰による多額の貿易黒字がアルゼンチンの対外流動性を高めており、また、穀物価格高騰に伴い穀物への輸出課徴金が大幅増収となって、政府歳入を増加させている。これがアルゼンチン経済の近年の好調さを演出している主因である。

新興国における穀物需要増大に加えて、アルゼンチン農業自体の国際競争力の強さにも支えられ、穀物輸出が経済の成長・安定を支えるという構図は当面続く可能性が高いと言えよう。

ただし、今後、異常気象等によって穀物生産が減少し、貿易赤字・経常赤字に陥った場合には、ペソ売り圧力が加速し急激な通貨安になる可能性がある。そうなれば、アルゼンチン経済のリスクは一気に高まると予想される。

一方、短期的な経済動向に目を移すと、2012年のアルゼンチン経済は、これまでのような高成長は達成できない公算が高くなっている。最大の輸出相手国であるブラジルの景気鈍化で、ブラジル向け輸出の4割強を占める自動車の生産が急減速するため、工業生産は今後低迷する可能性がある。ただ、個人消費は依然として堅調であることから、2012年のアルゼンチン経済は、4%程度のモデレートな成長率は確保できるとの見方が市場では有力である。

### (2) ポピュリズムから脱却できない経済運営には大きな懸念

近年、南米では、新自由主義的な市場メカニズム重視型の経済運営によって高い経済成長率と財政金融面の安定を達成する国々が目立つようになった。チリ、ペルー、コロンビアなどのアンデス諸国は、その代表例である。これに対し、アルゼンチンは、いまだにポピュリズム型の経済運営を続けており、バラマキ、保護主義、大きな政府、といった傾向が強まる兆しが見える。こうした「持続不可能な政策」にもかかわらず、アルゼンチンが財政悪化を回避できているのは、上述のような穀物価格高騰による輸出課徴金歳入増加という恩恵があるためと見られる。

アルゼンチンが、ポピュリズム政策をやめるかといえば、その可能性は当面低いといわざるを得ないだろう。そもそも、アルゼンチン国民の大半が新自由主義に反対しているため、アルゼンチン政府が上述のアンデス諸国のような市場メカニズム重視の健全な経済政策に移行するシナリオは全く見えていない。これこそが、今後、アルゼンチン経済にとって最大の懸念要因のひとつであると言ってよいだろう。

### (3) 債務問題を決着させ国際金融市場に復帰することが重要課題

アルゼンチンにとって、対外経済面における喫緊の課題は、国際金融界への復帰である。

アルゼンチンは、G20メンバーの中で唯一のパリクラブ債務国であるという異常事態下に置かれている。このため、アルゼンチンの国際金融市場からの資金調達は事実上できない状況に陥っており、それが、アルゼンチンでのビジネスにおける大きなボトルネックとなっている。

アルゼンチン経済が今後成長・発展を続けるためにも、アルゼンチン政府には、こうした異常な事態を速やかに終焉させ国際金融市場へのアクセスを正常化し、円滑な金融活動を回復させることが求められていると言えよう。

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。