

経済レポート

アルゼンチン経済の現状と今後の展望

～ 12年半ぶりの政権交代で正常化に向かうアルゼンチン経済 ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

アルゼンチン経済は、2000年代半ばには8%を超える経済成長率を示し、主要新興国の中では中国に次ぐほどの高成長ぶりが注目された。しかし、2012年以降は、ペロン党左翼政権のもとで保護主義やバラマキといったポピュリズム的経済運営の歪みの影響が表面化し、経済不振に陥った。

2003年から12年半続いたペロン党政権下では、特に、後半のフェルナンデス政権時代に、財政規律低下が原因で、通貨ペソへの信認が失われインフレ率が上昇した。2007年頃には1米ドル=3ペソ程度だった為替レートは、2015年11月には1米ドル=9.5ペソまで下落した。インフレ率は、2010年頃には、政府発表が約10%であったのに対し、実態的には20～30%に達していたと見られる。

ペソ安とインフレが進行する中で、2010年頃から通貨ペソへの信認が低下し始め、輸入車を購入したり、株式を購入するなどして、資産をペソから他の資産へ移す動きが加速した。当局は、ペソ安を抑止するために、為替取引規制を強化したが、米ドルの闇市場が拡大する結果を招いただけで、結局、ペソ安を止めることはできなかった。

アルゼンチンの輸出は、主力の大豆関連品目が比較的堅調に推移したものの、最大の輸出先である隣国ブラジルの景気悪化の影響を受け、減少を余儀なくされた。特に、ブラジル向けの主要輸出品目の中で、乗用車・トラックが減少したことが響いた。

ペロン党フェルナンデス政権下で経済状態が悪化する中、2015年に実施された大統領選挙では、野党中道右派のマウリシオ・マクリ候補がペロン党候補を僅差で破り、政権交代が実現した。マクリ政権は、経済運営の正常化を目指しており、アルゼンチン経済は漸く健全化する見込みとなった。隣国ブラジルでも労働者党の左翼政権が2016年に崩壊し中道政権が発足しており、ブラジル、アルゼンチンという南米の2大国で自由化に反対する左翼政権が終焉した。これをきっかけに、両国が加盟する南米南部共同市場(メルコスール)も、従来、閉鎖的な関税同盟と見られがちであったが、今後は、他地域との協力を拡大するなど活性化すると期待される。

アルゼンチン政府は、2001年の通貨危機の際に対外債務デフォルトに追い込まれ、その後、デフォルトした国債を新たな国債に交換する債務再編を行った。この債務再編に応じなかった債権者(ホールダアウト債権者)のうち、米国の投資ファンドがデフォルトした国債の元利支払いを求めてアルゼンチン政府を米国で提訴し勝訴した。アルゼンチン政府は、2016年2月に米国の投資ファンド側と和解し、デフォルトは解消された。これにより、アルゼンチンは国際金融市場へ復帰することとなった。対アルゼンチン金融取引が正常化することで、今後、海外からアルゼンチンへの投資増加が予想され、鉱物資源開発やインフラ整備などの分野でのビジネスチャンス拡大が見込まれる。

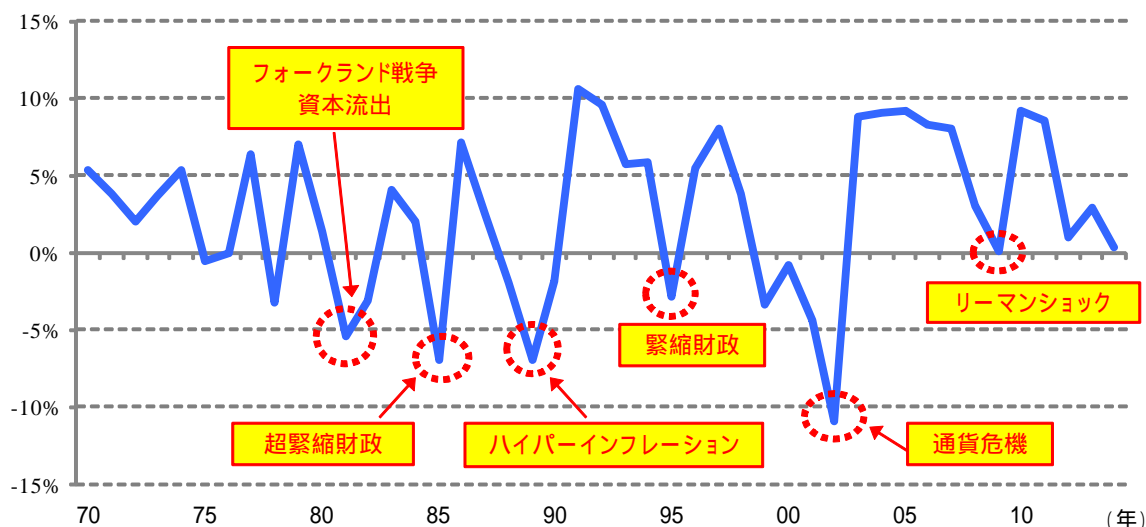
今後のアルゼンチン経済のゆくえを考える上で、経済運営正常化に伴う「痛み」にアルゼンチン国民が耐えられるかが大きな焦点となる。マクリ新政権発足後、為替規制を撤廃したため為替相場は1米ドル=15ペソ台まで急落し、また、公共企業への補助金を削減したため公共料金が上昇した。これらの影響で2桁のインフレ率が当面続くことが予想され、国民生活は苦しい状態が続く見込みである。もし国民が改革に伴う「痛み」への不満が強めれば、マクリ政権が退陣し再びポピュリズム政権が誕生することにもなりかねない。そうなれば、アルゼンチン経済の健全化は遠のいてしまうだろう。

1. はじめに ~ 政権交代を契機に再生が期待されるアルゼンチン経済

アルゼンチンは、19世紀後半から20世紀初頭にかけて、欧州向け農畜産物輸出で得た膨大な外貨収入により、世界有数の富裕国となった。しかし、第二次世界大戦後のアルゼンチン経済は、大衆迎合型のポピュリズム政策が原因で、混迷状態に陥った。ポピュリズム政策のもとで、安易な賃上げが相次ぎ、また、「大きな政府」とバラマキ政策により財政赤字が拡大したため、アルゼンチンは恒常的な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が拡大し、外貨不足から財政金融政策をタイトにせざるを得なくなる、というパターンに陥りがちであった。このため、第二次世界大戦後のアルゼンチンのマクロ経済は不安定化し、経常赤字対策としての引締めやインフレ退治のための緊縮財政でたびたび景気後退に陥るパターンを繰り返し、1982年、1989年、2002年と、概ね5~10年おきに経済破綻に見舞われ、中でも、1989年の経済破綻の際には、CPI上昇率が年率3000%という異常なハイパーインフレーションが発生した。また、2001年の通貨危機による経済破綻直後には、アルゼンチン政府が対外債務をデフォルトしたため、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。

その後、アルゼンチン経済は、2003年から2007年にかけて、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、主要新興国の中では中国に次ぐ高成長ぶりを示したが、2012年以降は、またもやポピュリズム政策による経済運営の歪みが表面化し、経済不振に陥ってしまった。しかし、2015年12月の大統領選挙でポピュリスト政党の候補を破って発足したマクリ新政権は、従来の左翼型のポピュリズムと決別し、経済運営の正常化を目指しており、こうした姿勢が評価されて、2016年には、米国のオバマ大統領や日本の安倍総理がアルゼンチンを訪問し、また、アルゼンチンとIMFとの関係も正常化するなど、国際社会との関係が大きく改善した。さらに、2017年にはWTO閣僚会合、2018年にはG20サミットがアルゼンチンで開催されることが決まっており、アルゼンチンが国際社会でのプレゼンスを高めるチャンスが到来している。こうした状況を受け、本稿では、アルゼンチン経済の現状を分析し今後の動向を展望する。

図表1. アルゼンチンの経済成長率の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

2. 転機を迎えたアルゼンチン経済 ~ 前政権時代の変則的な経済運営を修正

(1) 12年半ぶりの政権交代によりペロン党政権時代のポピュリズムと決別、経済運営は正常化へ

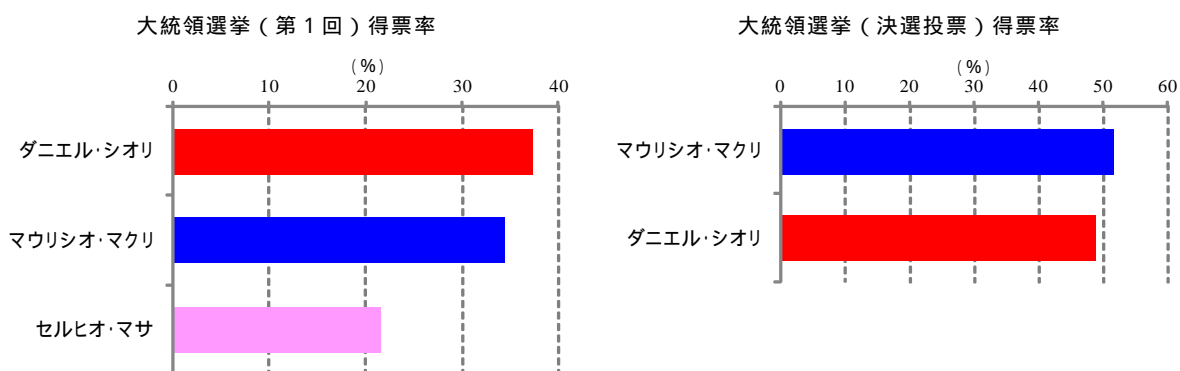
第二次世界大戦後のアルゼンチンでは、主に下層労働者が熱狂的に支持するペロン大統領の結成した正義党（通称ペロン党）が一大勢力となった。ペロン党政権は、労働者向けの人気取りの色彩が濃いポピュリズム的な政策を採り、それが、アルゼンチン経済の凋落を招く原因となった。

ペロン党は1976年に軍事クーデターにより政権を追われ、その後、軍事政権のもとでのフォークランド（マルビーナス）諸島の領有を巡る英国との戦争に敗退したことに起因する経済破綻、急進党による緊縮財政、2001年の通貨危機後の政治混乱など紆余曲折を経て、2003年5月に、ペロン党のネストル・キルチネル氏が大統領に就任し、ペロン党政権が復活した。2007年10月には、キルチネル大統領夫人であるクリスティーナ・フェルナンデス・デ・キルチネルが夫に替わって大統領選挙に出馬し勝利、フェルナンデス大統領は、2011年10月の大統領選挙でも再選され、2015年12月までペロン党政権が続いた。

12年半におよぶペロン党政権下で、アルゼンチン経済は、2000年代半ばには、大豆類を中心とする輸出の拡大等に支えられ、高成長を遂げた。しかし、かつて同党が行っていたバラマキや保護主義といったポピュリズム的な経済政策が復活したため、アルゼンチンの経済情勢は次第に悪化していった。

ペロン党フェルナンデス政権下で経済状態が悪化する中、2015年に実施された大統領選挙では、同年10月に行われた第1回投票で、ペロン党キルチネル派のダニエル・シオリ候補（ブエノスアイレス州知事）が得票率でトップとなり、僅差の2位に中道右派で野党選挙連合「カンビエモス」のマウリシオ・マクリ候補（ブエノスアイレス市長）、3位にペロン党反キルチネル派のセルヒオ・マサ候補（下院議員）という結果になった。上位2候補のシオリ、マクリ両氏によって争われた同年12月の決選投票では、マクリ候補がシオリ候補を僅差で破って逆転勝利し、政権交代が実現した。マクリ候補逆転勝利の背景には、マクリ候補の考え方に近いとされるペロン党反キルチネル派マサ候補を支持する有権者がマクリ候補に投票したことが影響したと見られる。

図表2. アルゼンチン大統領選挙（2015年）結果

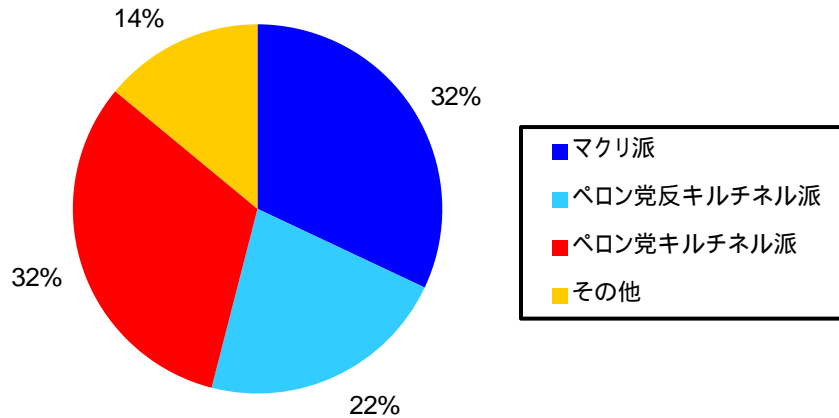


(出所) Dirección Nacional Electoral

一方、議会下院では、マクリ大統領派は、単独では過半数に満たないものの、ペロン党が内部分裂しており、反キルチネル派は、マクリ大統領派を支持している。このため、マクリ大統領は、議会下院でも主導権を握ることができた。

他方、マクリ大統領は、地方政府への財政支援を強力な武器として、アルゼンチン各州知事の大半をマクリ大統領支持側に回らせ、地方政府を自身の影響下に置くことにも成功した。

図表3．アルゼンチン下院議会勢力図（主要各派の議席占有率）



（出所）在アルゼンチン日本大使館

（2）フェルナンデス前政権時代に迷走状態に陥ったアルゼンチン経済

アルゼンチン経済は、ペロン党のフェルナンデス政権時代に迷走状態に陥った。それを象徴するのが通貨ペソの為替相場の動きである。ペソの対米ドル為替相場は、フェルナンデス前政権の二期目に当たる2011年から2015年にかけて、大きく下落しているのが目立つ。

アルゼンチンは、1980年代にハイパーインフレーションに陥ったトラウマから、通貨安定の切り札として、1992年1月に、為替相場を米ドルに対して固定（1米ドル=1ペソ）した。ペソの為替相場は、2002年の通貨危機の際に固定相場制から変動相場制へ移行し大幅に切り下げられたが、これによって、輸出競争力が回復し、それがアルゼンチン経済の2003年以降の復活を後押しする一因となった。

リーマンショック後、周辺国通貨がドルに対して増価する中、アルゼンチン当局は、輸出競争力を高める観点から、自国通貨ペソを緩やかな下落へと誘導してきた。ところが、フェルナンデス政権の下でのバラマキによって財政赤字が拡大し、インフレ率が上昇してしまったため、ペソの名目為替レートが下落しているにもかかわらず、市場は実質為替レートから見てペソが割高と判断し、ペソ売りが進むリスクが高まった。

アルゼンチン政府は、ペソ売りの加速を止めるために、外国為替に関する種々の規制を導入した。2011年には、外貨購入時における当局の事前承認を義務付け、2012年には、輸入、海外旅行、貯蓄などの目的での外貨購入を制限し、2013年には海外でのクレジットカード使用に対する税率を引上げ、海外旅行代金への課金制度を導入、2014年には、市中銀行の外貨保有上限を設定するなど、規制を拡大・強化していった。

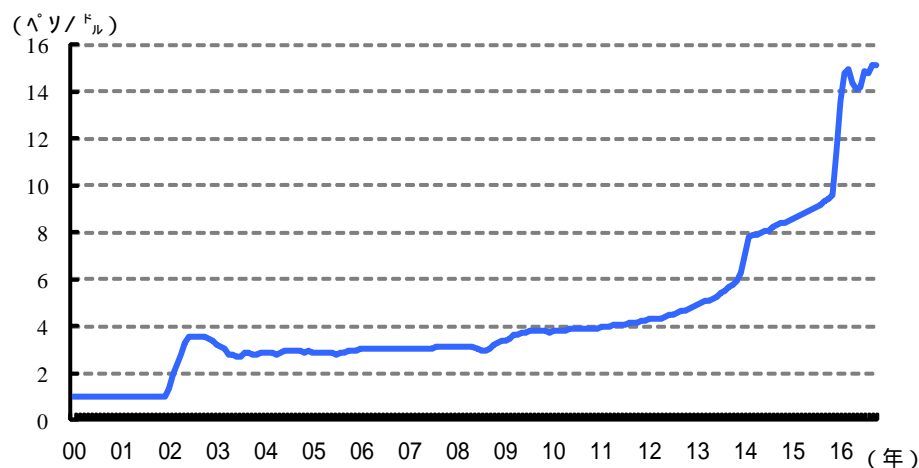
こうした規制強化を受けて、米ドルの闇市場が拡大し、ブエノスアイレス市内でも路上で多数の闇両替商が跋扈し、多くの市民がペソを米ドルに替えて退蔵する動きが加速してしまった。このため、為替規制強化は、かえってペソ売りドル買いの動きに拍車をかけ、そうした中で、公定レートと闇レートとの乖離が拡大した。

2013年後半に、当局は、外貨準備の急速な減少を食い止め、闇レートとの乖離縮小を図る目的で、公定レートを大幅に引き下げ、僅か5ヵ月間で、公定為替レートは、1米ドル=6ペソから、1米ドル=8ペソへと急落した。他方、2013年以降、ホールドアウト債権者（これについては後述する）がアルゼンチン政府を相手取って米国の裁判所で起こした訴訟の行方をめぐり、アルゼンチンがデフォルト状態に陥るとの懸念が浮上し、これがペソへの不安を高める要因になった。2014年7月にホールドアウト債権者との債務返済交渉が合意に至らず、デフォル

トが確定すると、ペソ売りがさらに加速してしまい、公定レートと闇レートとの乖離が拡大した。

マクリ大統領は、2015年12月の就任直後に、経済活動を歪めていた外貨取引規制を緩和し、輸入、観光、投資などに関する外貨購入規制が撤廃された。その結果、2015年11月に1ドル=9.5ペソだった公定レートは、闇レートに鞅寄せされる形となり、3カ月後の2016年2月には1ドル=14.8ペソまで下落した。2016年9月以降、公定レートは、1ドル=15ペソ台で一進一退といった動きになっている。

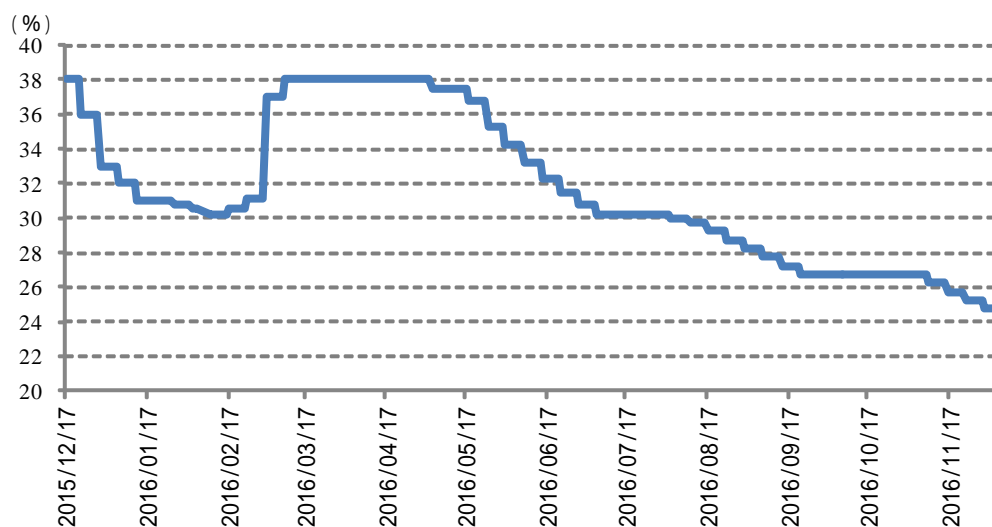
図表4．ペソの対米ドル公定為替レートの推移



(出所) CEIC

アルゼンチン中銀は、マクリ新政権が2015年12月に為替取引規制を撤廃する直前に、ペソ為替相場の急落を緩和するためLEBAC債（短期中銀債）の金利を30%から38%へと大幅に引き上げた。その後、ペソ為替相場が下げ止まる中で金利を一旦30%前後まで引き下げたが、インフレ率が上昇したことを受けて、2016年3月には、再びLEBAC債金利を38%まで引き上げた。しかし、2016年4月以降、市場におけるインフレ期待が低下したと判断した中銀は、LEBAC債の金利引き下げに転じ、LEBAC債金利は、2016年11月末には、24.75%と、為替取引規制撤廃以降で最も低い水準になった。

図表5．LEBAC債（35日もの）金利の推移

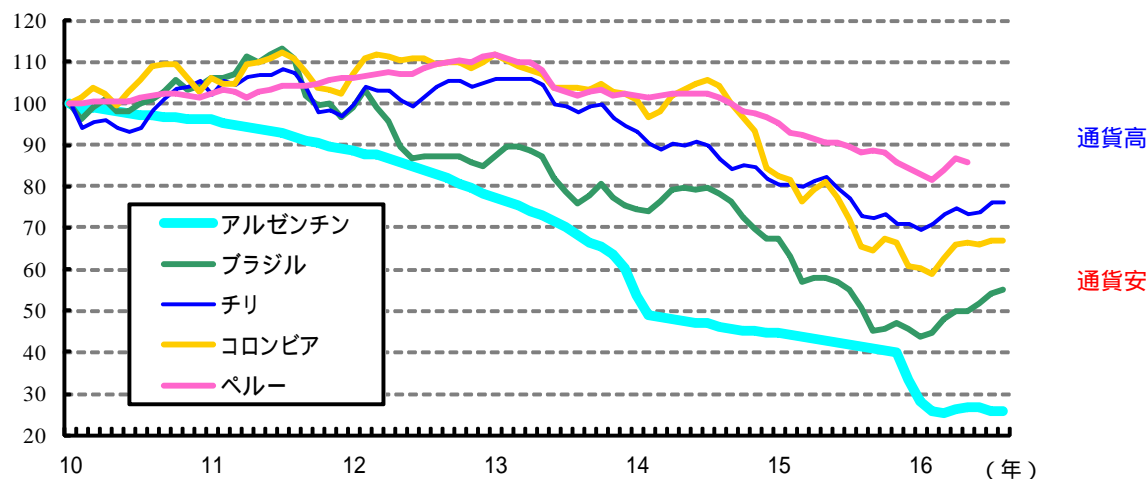


(出所) CEIC

アルゼンチン通貨ペソは、2010年頃から、周辺諸国通貨と比べて、為替相場の下落傾向が鮮明になっていた。南米主要国通貨の対ドル為替相場の2010年以降の推移を比較してみると、多くの国々で、2012年初め頃までは、主力輸出品である一次産品の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、それによって、通貨が全般的に強くなる傾向にあった。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たので、この時期に通貨が強くなってもおかしくはなかった。それなのに、実際の為替レートが減価したのは、当局がペソ安へ誘導したためであった。なぜアルゼンチン当局はペソ安誘導をしたのか？それは、工業製品の輸出競争力確保が主目的だったと見られる。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が輸出競争力を失い、輸出構造がますます一次産品依存型になっていると見て、これと同じ状況に陥ることを警戒していた。こうしたことから、アルゼンチン当局は、あえてペソ安を容認していたと見られる。

しかし、このペソ安は輸入物価の上昇をもたらし、しかも、最大の輸出相手国であるブラジルの景気が失速したことでブラジル向け輸出が減少したため、アルゼンチン当局が期待していたようなペソ安による輸出拡大は空振りに終わった。さらに、為替相場が下落したにもかかわらず、財政規律喪失によるインフレ圧力上昇のため、実質為替相場で見るとペソが割高であるという状況に陥った。このため、ペソ売り・米ドル買いが進んで外貨準備が急速に減少する結果を招き、経済的苦境がさらに深刻化してしまった。

図表6．南米主要国通貨の対米ドル為替相場（2010年初＝100）の推移



(出所) CEIC

アルゼンチン国民は、もともと自国通貨に対する信認が低く、ペソを米ドルに替えて隣国ウルグアイの銀行に預けたり、あるいは、高級外車を購入したり、クルーザーを購入しウルグアイの港に係留するなど、さまざまな手段を用いて、資産をペソから他の資産へ移してしまう傾向が強かった。このように、ペソは信認の低い通貨であるため、今後、通貨への信認を回復するには、長期に及ぶ強靱な財政金融健全化政策が求められよう。

(3) フェルナンデス前政権下で昂進したインフレ

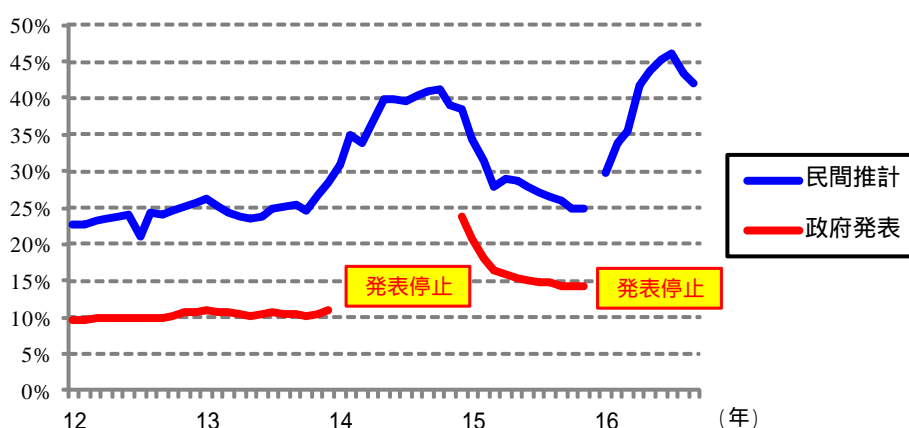
アルゼンチンでは、フェルナンデス前政権時代から、政府発表の経済指標の妥当性に対する疑問が市場関係者の中で浮上しており、その代表格が、実態よりかなり低いと指摘されていたインフレ率であった。IMFも、アルゼンチン政府発表インフレ率の妥当性に疑問を呈し、アルゼンチン政府に対処を求めたが、アルゼンチン側はこれに反発し、IMFと対立していた。

政府発表のCPI上昇率が低すぎるのではないかとの疑念は、2007年頃から浮上していた。すなわち、CPIがGDPの個人消費デフレーターよりもかなり低い伸び率であり、CPIデータにバイアスがかかっている可能性が疑われていた。2010年頃には、政府発表CPI上昇率は10%前後であったが、市民の生活感覚としてのインフレ率が20~30%であることは半ば常識化しているという状態になっていた。

2012~2013年頃のデータを見ても、政府発表のCPI上昇率が10%前後なのに対し、実態に近いとされる民間推計CPI上昇率は20%を超えていた。2014年になると、民間推計インフレ率は急ピッチで上昇し、同年半ばには40%台にまで達した。これは、ペソ安の進行によって輸入物価が急上昇した影響を受けたものと見られる。一方、政府統計局(INDEC)は、2014年1月から新たなCPIを前月上昇率のみ発表し、前年同月比上昇率の発表を停止した。INDECは、2014年12月に新訂バージョンの前年同月比CPI上昇率を23.9%と発表し、2013年頃よりもかなり高い数値となったが、それでも、民間推計値より15%ポイントも低かった。

政権交代によって誕生したマクリ政権は、2015年12月の政権発足直後に、為替取引の規制を緩和したため、ペソ安が進み、他方で財政健全化をはかり補助金を削減したことで公共料金が大幅に上昇し、これら2つの要因が影響して、2016年にインフレ率が急上昇した。民間推計のインフレ率は、2016年初頭には30%前後であったが、その後急上昇し、同年夏には45%を超えた。ただ、ペソ安進行によるショックの影響が弱まったことなどから、2016年9月をピークに、インフレ率は低下に向かう兆候が見られる。一方、INDECは、2016年1月に、「統計緊急事態」と称して、2015年11月分以降の前年同月比CPI上昇率の発表を停止した。

図表7 . アルゼンチンのCPI前年同月比伸び率(政府発表 vs 民間推計)



(出所) 在アルゼンチン日本大使館HP

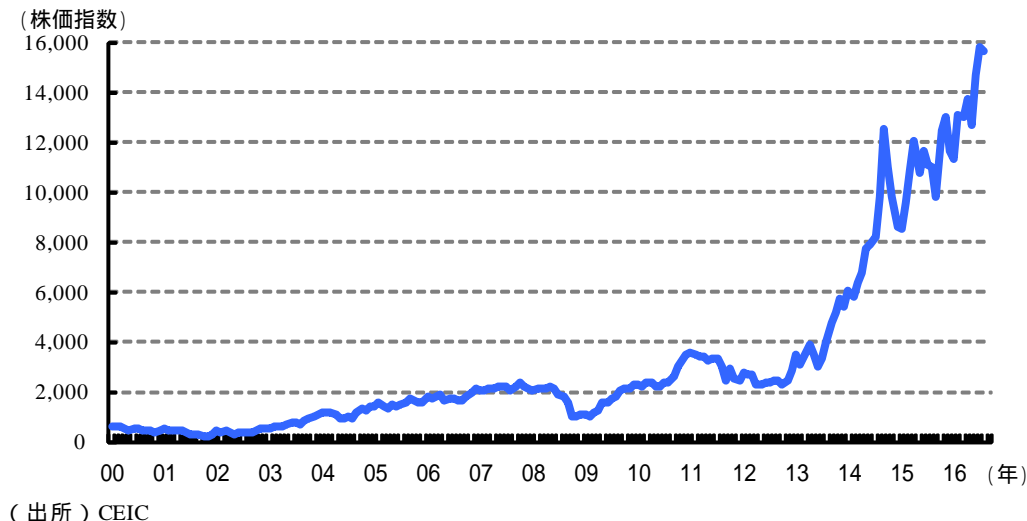
これまで、アルゼンチン政府発表のCPI上昇率に低めのバイアスがかかっていた理由として、政府が、インフレ連動債を発行しており、その償還負担を減らすためCPI上昇率を人為的に低くしていたとの見方がある。また、CPI上昇率を低く抑えることで、実質所得の上昇率を実態よりも高く見せる狙いがあったとも指摘されている。

マクリ政権は、INDECの機能を正常化し、統計データの信頼性向上を図っており、IMFも、2016年11月に、アルゼンチンのCPIデータが国際基準を満たしていると判断し、アルゼンチンの公式統計データに対して発していた不信宣言を撤回した。一方、中銀は、2017年にインフレターゲット制度を導入すると発表しており、一定の調整期間を経て、2019年には年間インフレ率5%を金融政策目標とする旨を表明している。

ただ、今後、財政健全化の一環として補助金の削減が進み、それに伴い公共料金の上昇が続く見込みであることなどから、アルゼンチンのインフレ率は、当面、高い伸び率で推移する可能性が高い。IMFは、2016年11月に発表した対アルゼンチン4条協議報告書において、アルゼンチンのインフレ率は、2016年通年で約40%、2017年も通年で約20%になると予想しており、インフレ率が一桁台まで低下するのは2021年になると見込んでいる。つまり、IMFは、アルゼンチンで、あと4年間、2桁台のインフレ率が続く予想している。

アルゼンチンにおける急速なペソ安とインフレの進行は、資産のペソからの逃避を加速した。その一例として、アルゼンチンの株価の動きを見ると、2013年以降、急ピッチで上昇している。アルゼンチンでは、2012年頃から、経済情勢が悪化し景気先行きに暗雲が立ち込めていた。それにもかかわらず、景気の先行指標のひとつとされる株価がなぜ上昇してきたのか？その理由については、ペソの通貨価値に対する信認が低下したため、インフレ・ヘッジの目的で通貨ペソから他の資産へのシフトが発生し、その一環として、株式投資が好まれたためとする見方がある。特に、資源関連企業の株は、資源輸出によって外貨が稼げるため他の内需型企業と違ってペソ安に強いと判断されて買われたと見られている。

図表8．アルゼンチンの株価（Merval 指数）の推移

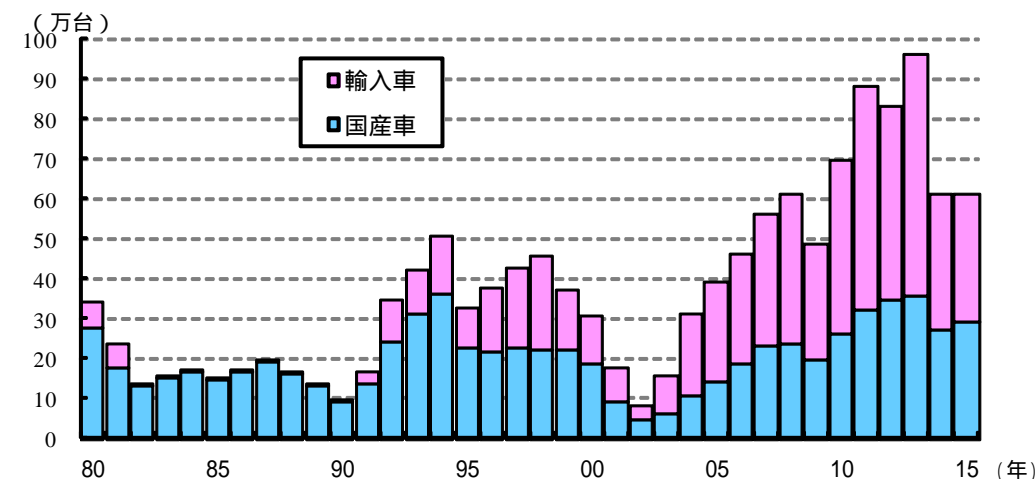


他方、自動車販売データを見ても、ペソ安やインフレの影響が表れている。アルゼンチンの自動車販売台数を見ると、1990年代に盛り上がったが、経済危機に陥った1999～2002年に大きく落ち込んだ。その後、急激に拡大してきた自動車販売台数は、リーマンショック翌年の2009年に一旦減少したものの、2010年には再び増加し、2011年にはさらに増加、2012年はやや減少したが2013年には盛り返し、過去最高記録を更新した。2002年以降の自動車販売台数増加局面において、輸入車の販売急拡大が目立っており、特に、2010～2013年に輸入車販売台数がかかり多くなっている。この輸入車販売拡大の背景として、ペソ下落を受けて実物資産への逃避が加速したことが一因であるとの指摘がある。すなわち、実需として増えたわけではなく、信用できない本国通貨を保持す

るよりも輸入車を購入の方が資産保全上安全であるとする「インフレ・ヘッジ」だったというわけである。

ただ、2014年には、奢侈品に課される内国税の税率が引き上げられたことに加え、ペソ相場下落がさらに加速した影響も加わったため、輸入車の販売は大きく減少してしまった。

図表9．アルゼンチンの自動車販売台数の推移



(出所) Asociación de Fábricas de Automotores

(5) 政権交代後の経済正常化への大きな課題 ～ 財政規律回復とインフレ抑制

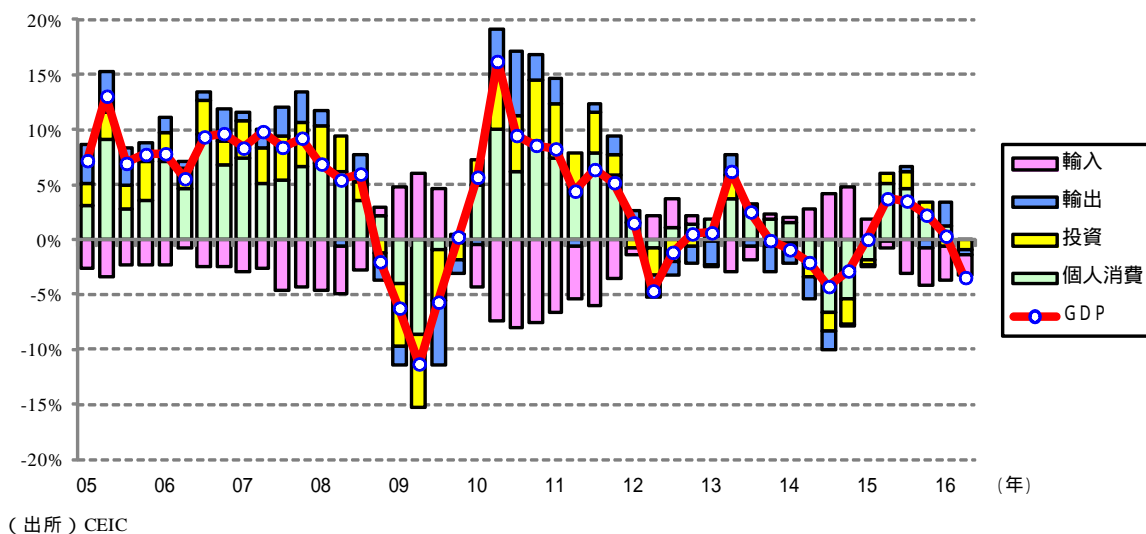
アルゼンチン経済は、フェルナンデス前政権末期に財政規律の低下などから迷走状態に陥ったが、2015年12月のマクリ新政権発足後に経済運営が正常化されたことで、中長期的に回復するとの期待が高まっている。しかし、足元のアルゼンチン経済は、経済運営正常化に伴って顕在化したペソ安や物価上昇といった副作用に苦しんでいる。

アルゼンチンの四半期毎の経済成長率(前年同期比)の推移を見ると、2008年に発生したリーマンショックの影響で2009年に大幅なマイナスに転落したが、2010年には急回復し、10%台の高い伸びとなった。

しかし、その後、景気は鈍化し、2012年4-6月期は、成長率がマイナスに転落した。これは、フェルナンデス前政権が為替規制を強化したことで外貨入手が困難になった影響を受け、個人消費・投資が落ち込んだためと見られる。2012年10-12月期に成長率は一旦プラスに戻ったが、2013年後半には、ペソ急落のショックで成長率は再びマイナスに転落した。

2015年半ばに成長率は3%台まで回復したが、マクリ政権発足後の2016年4-6月期には、またもや景気後退に陥ってしまった。この景気後退は、マクリ政権発足後の経済運営方針転換による副作用の影響と見られる。すなわち、為替取引を自由化したことによってペソが急落し、財政健全化の一環としての補助金削減によって公共料金が大幅に上昇した。これらの要因によるショックで、個人消費が失速し、その影響で経済成長率がマイナスに落ち込んでしまったと考えられる。

図表 10 . アルゼンチンの実質 GDP 成長率（前年同期比）と需要項目別寄与度



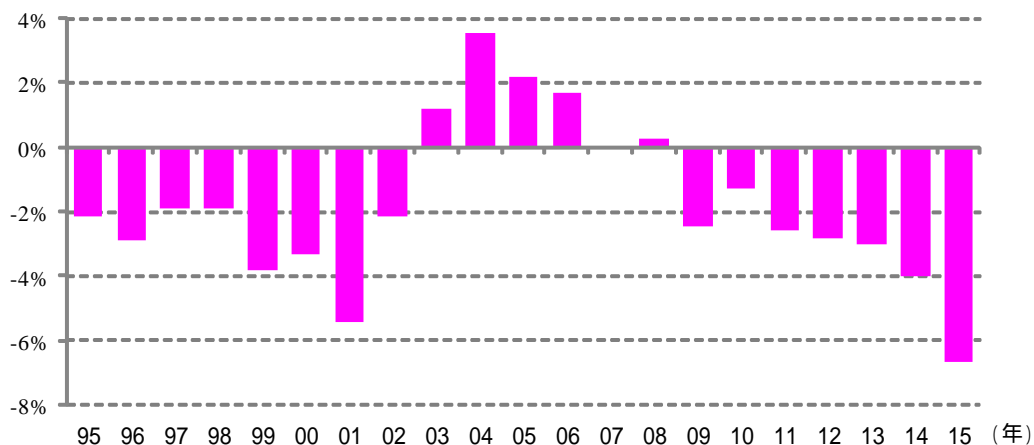
過去において、アルゼンチン経済を度々破綻させたハイパーインフレと対外債務膨張の根本的な原因は、巨額の財政赤字にあった。それを招いたのは、「大きな政府」のもとでの企業国有化やポピュリズム的な発想による財政支出の野放図な拡大であった。すなわち、アルゼンチン経済を正常化するには、まず財政健全化が不可欠であることは明らかであった。2001年の通貨危機以降、当局は、財政黒字化に取り組み、2001年に大幅赤字に陥った財政収支は、2003年から黒字に転じた。これは、景気回復による税収増加の効果もあったが、農産物輸出に対する課徴金の増収によるところが大きかった。2004年の財政収支は、久しぶりの大幅黒字となったが、これは、支出削減よりも歳入増加によるものであり、特に輸出課徴金増収の影響が大きかった。

ただ、財政収支改善が進みつつも、一方で、財政支出構造については問題が指摘されていた。政府は、公務員の賃金を民間部門に率先して引上げ、民間セクターの賃上げを促すことを狙ったが、これは政府部門の人員費増加を通じて財政赤字を拡大させるとともに、インフレ圧力を高める結果となった。他方、公共料金を低く抑えるための補助金支出も問題視された。例えば、ブエノスアイレス市内の公共交通料金は、バスは約10円、地下鉄は約50円と、極端に安く、こうした低料金は大衆には歓迎されたが、低料金維持のための補助金支出によって財政悪化に拍車がかかってしまった。また、電力料金等を低く抑えるためにエネルギー補助金が支出されてきたが、これも財政赤字に拍車をかける要因となり、しかも、エネルギー補助金によって恩恵を受けたのは、貧困層ではなく、エネルギー支出額の多い富裕層であった。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、政府が再び買い戻す動きも見られた。こうした動きについては、「大きな政府」の再現であるとして、財政赤字拡大を警戒する声が高まった。このように、フェルナンデス前政権が市場原理に反する経済運営へ傾斜していることに対して、市場の不安感が増幅されていった。

リーマンショック後の2009年には、景気低迷による歳入減少と景気対策支出増加で財政収支は再び赤字に転落し、2011年には、同年10月の大統領選挙を前に、フェルナンデス前政権が、児童手当増額、学童へのパソコン無料配布、特別年金の支給などのバラマキを行ったことにより、財政赤字が拡大した。2013年以降は、景気鈍化による歳入減少が続く中、補助金削減も進まず、財政赤字の対GDP比率は、さらに上昇していった。

マクリ政権は、今後、財政赤字を縮小し財政規律回復を目指す方針である。このため、アルゼンチン経済の宿痾であった財政赤字は中長期的に減少し財政面での信認は回復することが見込まれる。ただし、財政赤字縮小のための各種補助金削減によって、公共交通料金やエネルギー料金が大幅値上げを余儀なくされ、これが短期的には市民生活に大きな負担をもたらすという点には注意が必要であろう。

図表 1 1 . アルゼンチンの一般政府部門の財政収支対 GDP 比率の推移



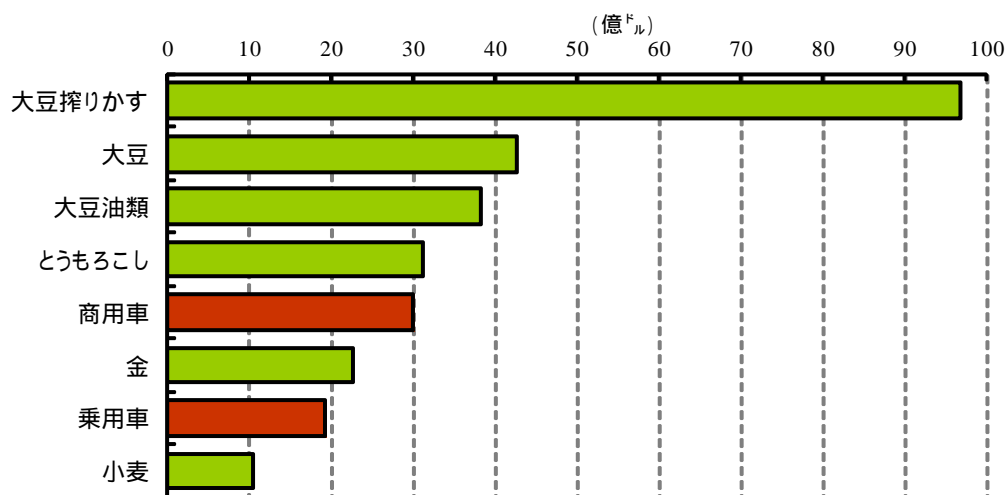
(出所) IMF, World Economic Outlook Database, October 2016

3. 失速する輸出と拡大する経常赤字 ~ フェルナンデス政権時代に外貨準備が急減

(1) 主力輸出品目の大豆関連は堅調だが、最大の輸出先ブラジルの景気悪化で、最近の輸出は減少

アルゼンチンの2015年の輸出を品目別(HSコード4桁ベース)に見ると、最も多いのは大豆搾りかすであり、第2位が大豆、第3位が大豆油類である。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1/3を占めている。なお、アルゼンチンは、大豆油と大豆搾りかすの輸出額において世界第1位である。その他の上位輸出品目を見ても、とうもろこしや小麦などの農産物や金などの鉱物資源といった一次産品が占めており、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。輸出構造から見て、アルゼンチンは、基本的に農業国であることがわかる。つまり、アルゼンチンは、19世紀後半に農産物輸出で繁栄を遂げた時代から経済構造があまり変化していないとも言える。

図表12. アルゼンチンの上位輸出品目(HSコード4桁ベース:2015年データ)



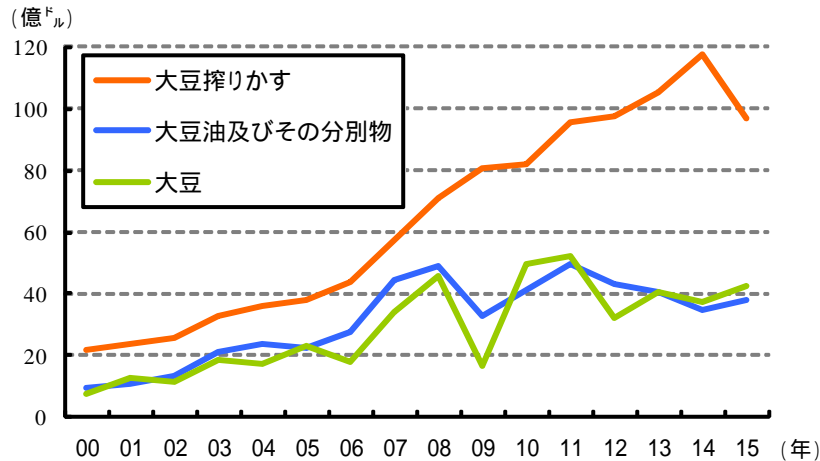
(出所) Global Trade Atlas

アルゼンチン経済は、2000年代半ばに、通貨危機によるショックから立ち直ったが、経済の急回復には、農産物輸出拡大が大きく貢献したことは見逃せない。特に、大豆搾りかすは、2000年から2014年までの14年間で6倍に増加した。大豆搾りかすは、高蛋白の家畜用飼料であり、蛋白質含有率は、とうもろこしが8~9%であるのに対し、大豆搾りかすは46%にも達する。大豆搾りかすの主な輸出先は、ベトナム、インドネシア、エジプトなどであり、鶏、牛、豚、養殖魚などの餌になる。一方、大豆と大豆油類も、2000年代は急速に拡大したが、主な仕向け先である中国の需要が頭打ちであることなどが影響し、2010年以降は横這いである。

アルゼンチン政府は、農産物輸出に対して輸出税(輸出課徴金)を課しており、農産物輸出拡大で課徴金収入が増えたことにより、財政状況が好転した。フェルナンデス前政権末期には、大豆に35%、大豆製品に32%、小麦には23%もの税率が適用されていたが、これほど高い輸出税を課されてもアルゼンチンの大豆製品が国際市場で売れた理由は、アルゼンチン産大豆のコスト競争力が高いからであった。まず、大豆栽培コストが安い。大豆の作付が行われているパンパと呼ばれる広大な平地は、肥沃な土壌と温暖な気候と適度な降雨量に恵まれているため、肥料や灌漑が不要であり、また、遺伝子組み換え大豆種子を使用しているため農薬が不要である。さらに、アルゼンチンの大豆産地の中央を大河ラプラタ川の支流(パラナ河)が流れており、それを遡航して、大豆

集荷の中心地ロザリオに3.5万トンクラスの輸出本船が接岸できるため、海外への輸送コストが安い。この他、アルゼンチンでは、エレベータ（農産物貯蔵施設）のすぐ隣に搾油装置が有るため、大豆油と大豆搾りかすが効率的に低コストで生産できるという強みもある。

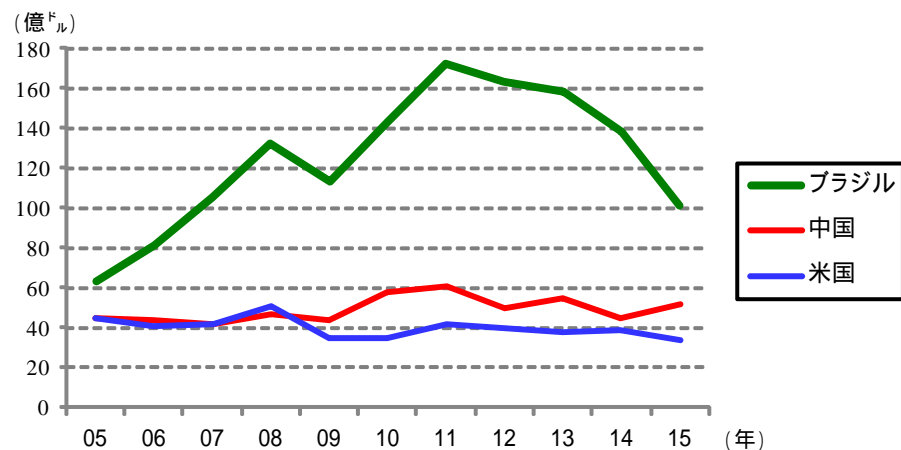
図表13．アルゼンチンの輸出 上位3品目の輸出額推移



(出所) Global Trade Atlas

アルゼンチンの上位品目の輸出は、上述のように、最近特に減っているわけではない。しかし、アルゼンチンの輸出総額は、2012年以降、減少している。その大きな原因は、ブラジル向け輸出の急減である。アルゼンチンの国別輸出先の上位国は、ブラジル、中国、米国であるが、最近の動きを見ると、ブラジル向けが大きく減っている。

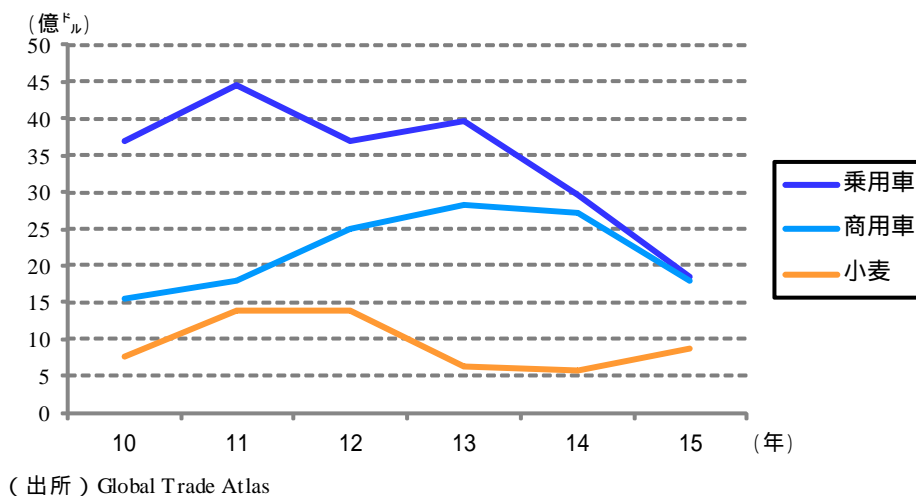
図表14．アルゼンチンの輸出先上位3カ国



(出所) Global Trade Atlas

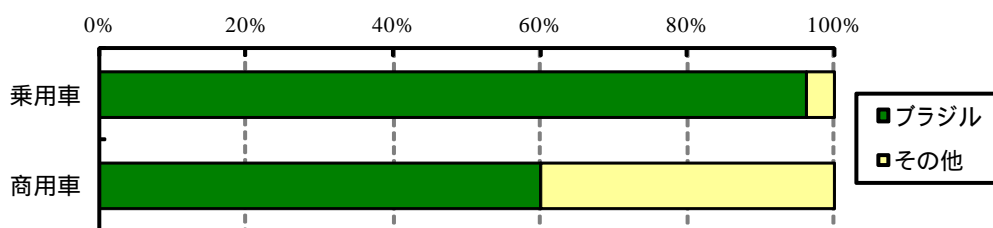
アルゼンチンのブラジル向け輸出の上位品目を見ると、乗用車、商用車、小麦の順であるが、そのうち、乗用車と商用車の輸出が最近大きく減っている。これは、ブラジルの景気が悪化した影響を受けたものと考えられる。

図表 15 . ブラジル向け輸出 上位 3 品目の輸出額推移



アルゼンチンの上位輸出品目に含まれている数少ない工業製品である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り、自動車輸出のブラジルへの依存度が高いことがわかる。このように、アルゼンチンの自動車のブラジル向け輸出が多いのは、アルゼンチンとブラジルがメルコスール(南米南部共同市場)に加盟しており一定の条件のもとで自動車の関税を免除する協定を結んでいることが大きく影響している。

図表 16 . アルゼンチンの自動車輸出先 (2015 年)



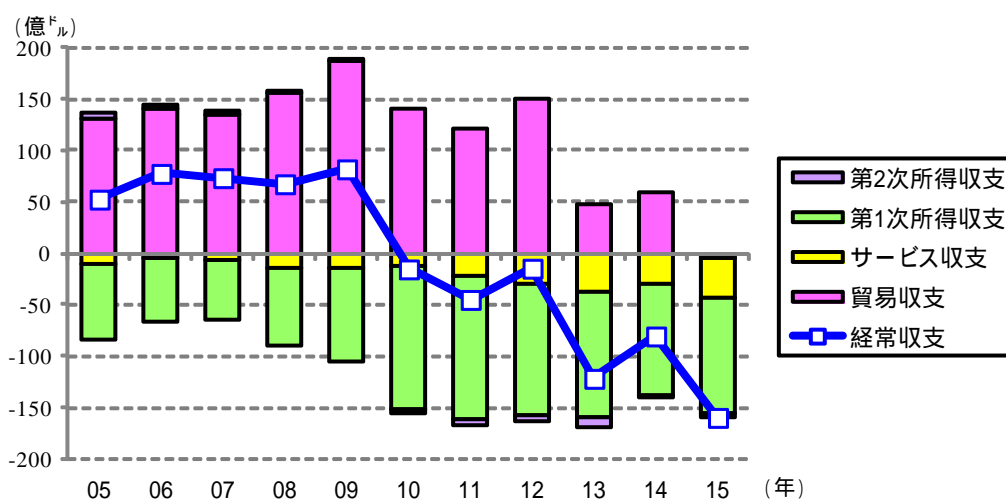
(2) 赤字が続く経常収支と減少する外貨準備

アルゼンチンは、2000年代には、農産物輸出拡大に支えられた貿易黒字増加を背景に経常黒字を維持し、それがアルゼンチンの内需の好調さを支える原動力になっていた。しかし、2010年以降は、貿易黒字縮小の影響を受ける形で、経常赤字が拡大している。

経常赤字拡大の理由のひとつとして、市場では、通貨ペソが割高になっていた点を指摘する声もある。すなわち、ペソの為替相場は、リーマンショック以後、下落傾向が続いていたが、インフレ率が非常に高かったため、実質為替レートで見ると割高になってしまい、これが、経常赤字拡大圧力を生んだというものである。さらに、2015年については、ブラジル経済不振の影響で輸出が減少し、貿易収支が赤字転落して、経常収支悪化に拍車をかけてしまった。

今後については、マクリ政権が農産物への輸出課徴金の税率を引き下げたため小麦などの輸出増加の兆しが見られることや、最大の輸出先であるブラジルの経済が復調する見込みであることなどから、貿易収支改善が期待できそうである。他方で、マクリ政権による経済運営正常化でビジネス環境改善が進展すれば、直接投資流入が拡大し、それに伴う資本財等の輸入が増加する可能性もあり、そうなった場合には、経常収支が黒字に復帰するまでには時間がかかる可能性もある。

図表17. アルゼンチンの経常収支

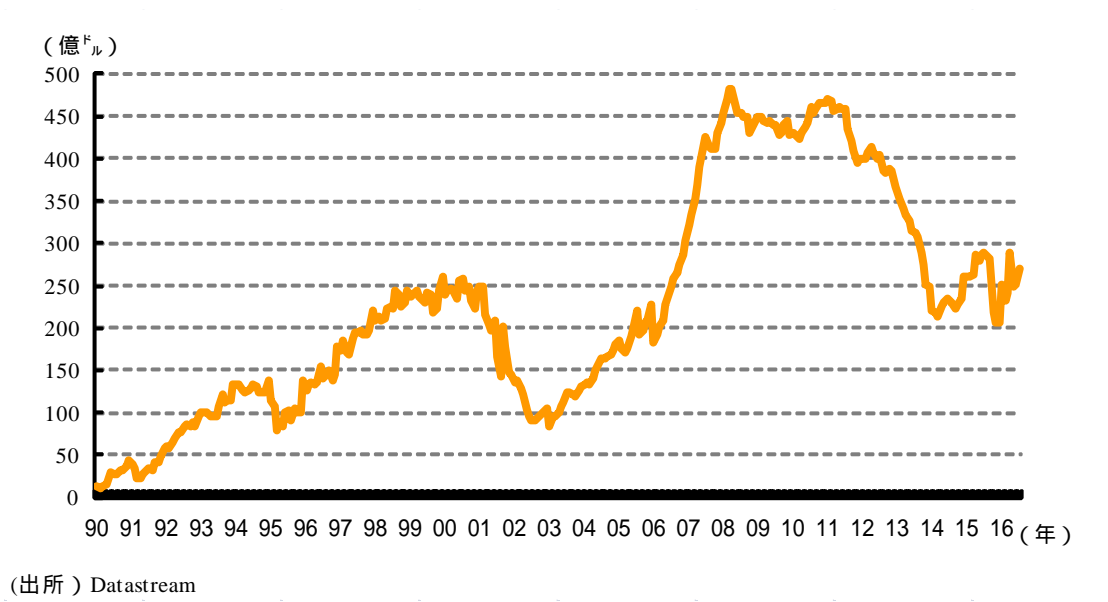


(出所) IMF, International Financial Statistics

アルゼンチンの外貨準備は2001年に発生した経済危機の際に急減し、アルゼンチン経済は破綻に追い込まれた。しかし、その後、2000年代半ばには、農産物輸出拡大を追い風とした経常黒字増加に支えられ、外貨準備は急激に増加し、2008年には450億ドルを突破し、史上最高水準となった。しかし、2011年頃から、インフレ率の上昇や財政赤字の拡大などが警戒され、通貨ペソへの信認が低下し始め、そうした状況を背景にペソ売りドル買いが進み、外貨準備は、2014年には、ピークの半分以下の200億ドルまで減少した。

2015年12月に発足したマクリ政権は、財政金融政策の健全化を柱に、フェルナンデス政権下の変則的な経済政策で歪められたアルゼンチン経済の立て直しを謳っており、ペソへの信認改善の兆しも見えている。財政・金融・為替市場の運営が正常化すれば、外貨準備は、今後、積み上がっていくものと期待される。

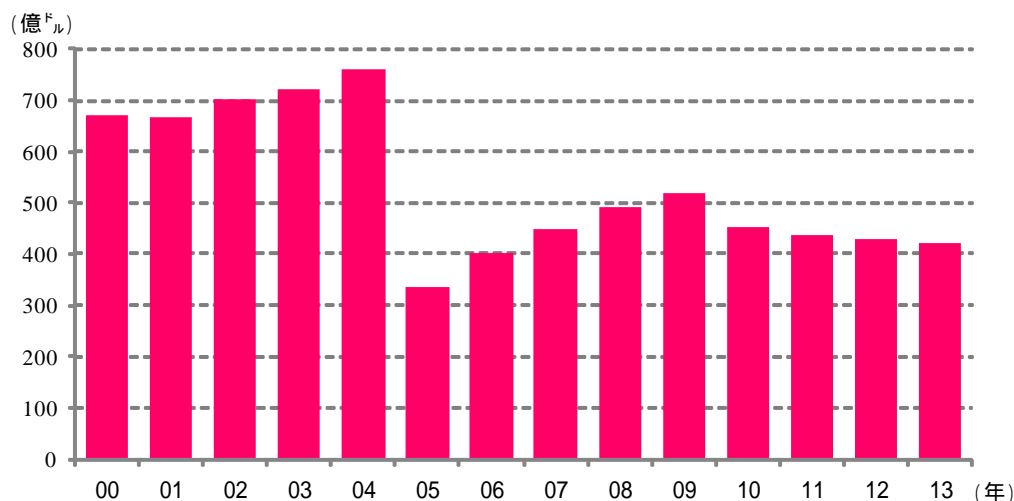
図表18 . アルゼンチンの外貨準備の推移



4. 国際金融市場への復帰 ~ アルゼンチン経済正常化への大きな一歩

アルゼンチン政府は、2001年に発生した通貨危機で外貨準備急減と為替相場暴落に見舞われたため、2002年に対外債務のデフォルト（債務返済不履行）に追い込まれた。アルゼンチン政府は、2005年に、デフォルトした債務の元本一部削減、利率の引下げ、返済期間の繰延べなどを含む新条件のもとで発行した新たな債券を既存債券と交換し、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、アルゼンチン政府発行の外貨建て国債残高は約800億ドルから約300億ドルまで減少し、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打撃を受けた。

図表19. アルゼンチンの外貨建て国債発行残高の推移



(出所) World Bank, *Global Development Finance, International Debt Statistics*

アルゼンチン経済は、前述のように2000年代半ばに高成長を遂げたが、上記のように対外債務を一方的に切り捨て身軽になったことで高成長が実現できたという側面もあったことは見逃せないだろう。

一方、アルゼンチン政府の対応を不服として債務再編に応じなかった債権者（ホールドアウト債権者）のうち、米国の投資ファンドは、デフォルトした債券の元利支払いを求めてニューヨーク地裁に提訴し、勝訴。さらに、原告の米投資ファンド側は、債務再編に応じた他の債権者への支払いを続ける以前に原告の米投資ファンド側へ支払いを行うべきであると主張し、ニューヨーク地裁に提訴して勝訴した。アルゼンチン政府はこの判決を不服として米最高裁に上告したが、2014年6月に上告は棄却され、ニューヨーク地裁の判決が確定した。

2015年12月に発足したマクリ政権は、米投資ファンド側と債務交渉を重ね、2016年2月に和解が成立、2016年4月には、アルゼンチン政府が米投資ファンド側への支払いを行い、デフォルトは解消された。

2002年のデフォルト以降、アルゼンチンは、国際金融市場から事実上締め出されていたため、ベネズエラや中国といった国々に外貨建て国債を購入してもらうなどして苦境をしのいできた。しかし、ホールドアウト債権者問題が決着し、デフォルト状態が解消されたことによって、アルゼンチンが、国際金融市場へ復帰し資金調達を再開する道が開かれた。

マクリ政権による経済運営の正常化を受けて、国際社会のアルゼンチンに対する信認にも改善の兆しが見られるようになった。例えば、OECDによるアルゼンチンのカントリーリスク評価が改善しており、2016年10月に開

催された第76回 OECD カントリーリスク専門家会合において、公的輸出金融におけるアルゼンチンのカントリーリスク・クラシフィケーションが、一段階引き上げられた。アルゼンチンの従来のクラシフィケーションは最低ランクの「カテゴリ-7」であり、アフガニスタン、ソマリア、南スーダン等の国々と同じカテゴリで、南米域内でも、キューバやベネズエラなどと並ぶ最低のランクであった。しかし、上記の CRE 会合において、アルゼンチンのクラシフィケーションは「カテゴリ-7」から「カテゴリ-6」へと一段階引き上げられた。OECD のこの決定を受けて、我が国の日本貿易保険（NEXI）も、アルゼンチンの評価を格上げしており、貿易保険付保の際のハードルが下がった。これにより、日本企業がアルゼンチンとの貿易取引あるいはアルゼンチンへの投資を拡大するためのファイナンス面での環境が改善された。

ホールドアウト債権者問題の解決、IMF との関係正常化に続いて、OECD の格付けが改善されたことで、アルゼンチンの信用が限定的とはいえ回復し、今後の投資流入と持続的成長への道が開かれた形となった。

図表 20 . 中南米諸国への公的輸出金融のカントリーリスク・クラシフィケーション

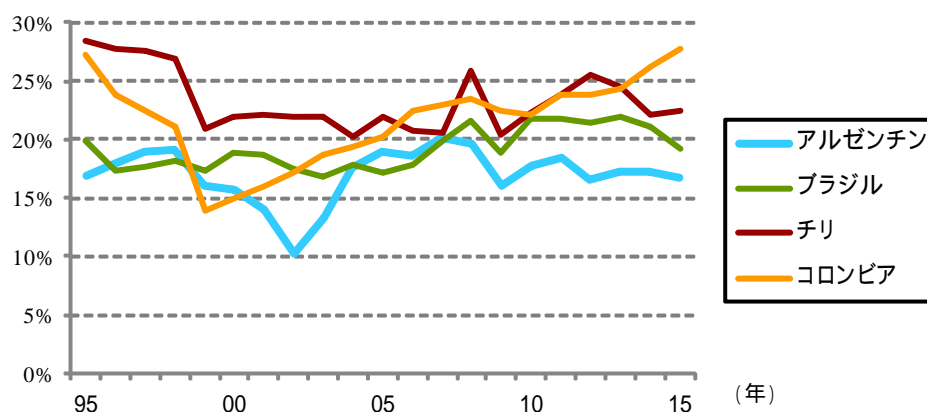
カテゴリ 1	該当国なし				
カテゴリ 2	該当国なし				
カテゴリ 3	コスタリカ	メキシコ	パナマ	ペルー	ウルグアイ
カテゴリ 4	コロンビア	グアテマラ			
カテゴリ 5	ボリビア	ブラジル	ホンジュラス	パラグアイ	
カテゴリ 6	アルゼンチン	エクアドル	エルサルバドル	ガイアナ	スリナム
カテゴリ 7	ベリーズ	キューバ	ニカラグア	ベネズエラ	

（出所）<http://www.oecd.org/trade/xcred/cre-crc-current-english.pdf>

（注）チリについては、OECD 高所得国のためカントリーリスク審査対象外となっている

国際金融市場へのアクセス正常化は、アルゼンチン経済の懸案であった投資不足を解消するためにも大きな意味を持つ。近年、アルゼンチン経済にとって大きな問題となっているのが、2001 年の通貨危機やフェルナンデス政権時代の経済運営迷走などに起因する投資の低迷である。近隣の主要国と比較すると、アルゼンチンの投資率は明らかに低い。

図表 21 . 南米主要国の投資率（投資 / GDP）の推移



（出所）IMF, World Economic Outlook Database, October 2016

実際、アルゼンチンでは、長年のインフラ投資不足が祟って、電力不足や、道路、鉄道、上水道設備の老朽化といったインフラの劣化が大きな問題となっており、マクリ政権がアルゼンチン経済再生を目指す中で、社会資本の更新・拡充が大きな課題として浮上している。これは、今後、アルゼンチンで、インフラ整備が大きなビジネスチャンスとなることを示唆するものである。

迷走していたアルゼンチンの財政・金融運営がマクリ政権のもとで正常化することが見込まれており、また、アルゼンチンの国際金融市場への復帰を阻んでいたホールドアウト債権者問題が解決された。こうした点は、今後、海外からアルゼンチンへの投資資金流入増加を通じて、投資拡大を後押しするものと期待される。

5. 今後の展望と課題

(1) 政権交代によって高まる経済正常化への期待

12年半におよぶペロン党政権下でのポピュリズム的な左翼政策によって不安定化したアルゼンチン経済は、2015年12月に誕生した中道右派のマクリ政権による経済運営正常化で、漸く安定に向かう見込みとなった。

隣国ブラジルでも労働者党の左翼政権が2016年に崩壊しており、ブラジル、アルゼンチンという南米の2大国で左翼政権が終焉したことにより、南米経済は今後の活性化が期待できそうである。

(2) 対アルゼンチン投資のチャンス到来

マクリ政権は、ホールドアウト債権者問題を解決しデフォルト状態を解消、国際金融市場との関係を15年ぶりに正常化した。これによって、今後、アルゼンチン政府・企業の国際金融市場での資金調達がスムーズになるとともに、各国の貿易保険や輸出入金融も正常に機能するようになる。こうした状況を受けて、今後、アルゼンチンとの貿易・投資などのビジネスチャンスが拡大することが見込まれる。アルゼンチンへの直接投資も拡大すると期待され、シェールガスオイル等の鉱物資源の開発に加えて、老朽化したインフラの更新投資などが、大きなビジネスチャンスになると注目される。

(3) 今後、アルゼンチンが経済改革に伴う痛みを耐えられるかが焦点

これまでペロン党政権による長年のヘテロドックスな経済運営で歪められた経済構造を修正するには、一期だけの政権では困難だろう。その意味で、マクリ政権は、改革を完遂するため、2019年の次期大統領選挙に勝利し、少なくとも政権を二期続けたいところであろう。2015年の大統領選挙でマクリ大統領の勝利は僅差であり、まだ支持基盤が安定的とは言えない。次回大統領選挙で優位に立つには、2017年の議会中間選挙で支持を得られるかが焦点になる。

一方、マクリ政権は、経済運営正常化の一環として、公共料金低減のための補助金を削減し、その影響で、今後数年間はインフレ率が2桁台で推移し、国民生活は苦しい状態が続くと予想される。

そうした中で、もし、国民の改革への不満が高まるようだと、マクリ政権が退陣して再びポピュリズム政権が復活する恐れがあり、そうなるとアルゼンチン経済の健全化は遠のいてしまう。アルゼンチンは、経済改革を進めつつ改革の痛みを耐えることができるのか？マクリ政権の前途は、必ずしも楽観視できないだろう。

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、当社の統一的な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、当社までご連絡ください。