

『ラテンアメリカ・カリブ研究所レポート』

「今試されるマクリ政権の経済改革政策：ペソ急落の背景と今後の見通し」 (上)

桑山幹夫¹

- I. 経済・金融混乱の要因とその背景 (上)
- II. 軍事政権からの対外債務傾向 (上)
- III. マクリ政権が進める改革路線の整合性 (上)
- IV. 近年のアルゼンチン経済の動向 (下)
- V. マクリ政権が犯した4つの失策 (下)
- VI. 今後の見通し (下)

I. 経済・金融混乱の要因とその背景

アルゼンチン中央銀行 (BCRA) が4月27日から5月4日の8日間に立て続けに3回利上げし、政策金利を年27.25%から40%に引き上げたことで、世界の金融関係者が本年11月のG20サミットの開催国であるアルゼンチンの動向を注視するようになった。BCRAは為替市場で15億ドルの外貨準備を当てて通貨防衛を図ったが、アルゼンチン通貨ペソが10日間で15%安となった。1992年以降にこれほど同国自国通貨が下落したのは初めてだ。インフレ率の上昇や経常収支の赤字拡大などで同国の経済自体が脆弱化し、米長期金利が一時3%台に上昇する中、新興国通貨は世界的に対ドルで売り込まれたことで、ペソの急落が加速した形だ² (図表-1を参照)。米長期金利の上昇で新興国から米国への資本が逆流し、アルゼンチン通貨は対ドルで急落して、ドル建ての債務返済の負担が増加している。急激な通貨安は本年の年率25.5%のインフレをさらに上昇させかねない。高インフレや補助金削減の痛みを伴う改革に対する国民の反発は強く、大統領就任当初の70%の支持率は30~40%まで低下している。マクリ大統領が今回の経済・金融混乱に対処できるかどうかは2019年10月に予定されている総選挙に大きな影響を与えることは間違いない。

国際経済を取り巻く環境が変化しており、米経済の堅調な推移で米国の短期金利が上昇したことが、今回の混乱の引き金となったとの見解が一般的だ。新興国からの資金流出に対して通貨防衛政策に追われるようになったのはアルゼンチンとトルコ³である。2017年1~

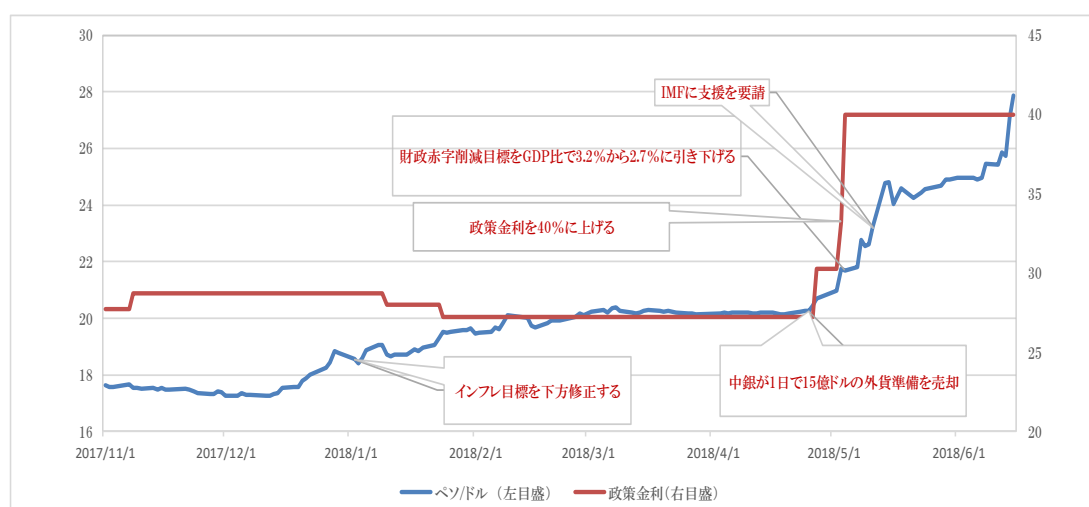
¹ *ラテンアメリカ協会常務理事。ラテンアメリカ・カリブ研究所上級アナリスト。神戸大学経済経営研究所フェロー。本稿で示された見解は著者個人のものであり、必ずしもラテンアメリカ協会の見解を反映するものではない。

² 米金利の上昇は資金調達コストを高めるだけでなく、ドル高が進めば、自国通貨でみた返済負担が膨らむ。自国通貨安を見越して、メキシコ中央銀行は2月に入って政策金利を引き上げた (『日本経済新聞』2018年2月20日)。

³ トルコ中央銀行も4月下旬に利上げに踏み切ったが、通貨安に歯止めがかからず、格付け会社S&Pグロ

3月には、新興国に計509億ドルの資本が流入したが、米連邦準備制度理事会（FRB）による「金融緩和政策の正常化」が進む中、利回りの上昇で米国債への魅力が高まり、資金が米国に回帰し始めた。国際金融協会（IIF）によると、2018年4月には新興国の株式・債券を域外の投資家が2億ドル（220億円）売り越して、2016年11月以来の資本流出を記録した。5月9日までの1週間だけで新興国の株式・証券から計37億ドルが流出したと米バンクオブアメリカ・メリルリンチが報じている（『日本経済新聞』5月18日）。年初に1ドル18ペソ台だった為替相場は5月3日には22ペソ台の過去最安値を記録した。6月中旬では為替相場が28ペソまで下落しており、ペソ安の流れを食い止めるには至っていない。6月13日にFRBが年内の利上げの回数を引き上げたうえ、翌日14日に欧州中央銀行（ECB）が2018年内に量的緩和政策を修了することを決めたことで、新興国通貨に売りの圧力がかかり、これからもペソ安傾向が続く可能性は高い。

図表-1：為替レート（ペソ/ドル）と政策金利の推移、2017年11月～2018年6月（パーセント）



出所：アルゼンチン中央銀行と INDEC のデータから筆者が作成。

アルゼンチン経済の脆弱性が明らかになる中、足元で通貨ペソがドルに対して急落したため、利上げと同時に、通貨防衛を進めるために、マクリ大統領は2018年5月8日、テレビ演説で国際通貨基金（IMF）とクレジットライン（融資枠）設定について協議を始めたと発表した。地元メディアは、融資枠について300億ドル（約3兆2,700億円）規模と想定していた。翌日5月9日にはBCRAは国際決済銀行（BIS）のコンティンジェンシー信用枠（20億ドル）の利用を発表した（西川2018）。マクリ大統領は、「ラガルドIMF専務理事と話した。融資枠設定はかつて経験した金融危機の再発を防ぎ、我々が進める経済発展の計画をより強固にするものだ」と述べた。国内の批判よりも通貨危機防止を優先した形だ。ラガルド専務理事は「アルゼンチンはIMFの重要なメンバーだ。同国経済の強化のためどのよ

ーバル・レーティングスはトルコ国債を格下げした（『日本経済新聞』2018年5月8日）。トルコ中央銀行は5月28日、2017年初めから使用指定していなかった1週間物レポ金利を年8%から現行の上限金利と同じ16.5%に引き上げて、主要な政策金利として使用を再開すると発表した（『日本経済新聞』5月29日）。

うな方策があるか議論していきたい」とのコメントを発表した (BBC Mundo 2018c)。IMF はアルゼンチンの変動相場維持を支持すると共に、ペソ相場の目標圏設定を融資の条件とはしない方針だと報じられた (西川 2018)。

交渉が始まって一か月後の 6 月 7 日に IMF とで合意された最終案では、当初 300 億ドルと想定された融資枠が 500 億ドルまで拡大され、今後 3 年間、緊急時に支援を受けられる「スタนด์バイ」融資枠が設定された。その条件として、2019 年の財政赤字を GDP 比 (国内総生産) で 2018 年目標の 2.7% から 1.3% に大幅に削減することが義務付けられる (『日本経済新聞』2018 年 6 月 7 日)。加えて、米州開発銀行 (IDB)、世界銀行、ラテンアメリカ開発銀行 (CAF) から期間 1 年間で計 56 億 5,000 万ドルの融資が承認された (Inter-American Dialogue 2018b)。高インフレや補助金削減の痛みを伴う改革に対する国民の反発は強く、マクリ大統領が今回の経済・金融混乱に対処できるかどうか、2019 年 10 月の総選挙に大きな影響を与えることは間違いない。

アルゼンチンでは IMF による緊縮路線の末、2001 年にデフォルト (債務不履行) に至った経験から、IMF の支援策については懐疑的な見方も多い (Rapoza 2018b)。同国の近年の歴史には、「銀行や通貨、債務、あるいはその 3 つがなんらかの形で相まった金融危機が蔓延している。記憶に残る範囲で最も正統的な経済路線をとるマクリ氏が大統領に就任しても、持病の再発を防ぐことはできなかった」とファイナンシャルタイムズ紙 (2018) は指摘する。アルゼンチンは 19 世紀初めの建国以来、国債のデフォルトを 8 回も経験、2001 年にも陥った。2000 年の IMF による緊急継続がきっかけになったとの見方が根強い (BBC Mundo 2018c, IMF 2003)。融資継続と引き換えに厳しい財政支出の削減を義務づけられ、経済が混乱した背景がある。このように同国では過去の経済危機の経緯から IMF への不信感が根強いが、マクリ政権はペソ安と外貨準備の急減を受けて「最終手段」に踏み切った。

米国利上げの影響を最も強く受けたのが、マクロ経済と対外債務において脆弱性が高まるアルゼンチンとトルコである。その背景には両国が世界でも有数の高債務国であるという実情がある。債務国の資金繰りが厳しくなる中、世界の投資マネーが債務の巨額な経済を敬遠し始めた。国際金融市場で標的にされているのは、債務が巨額で財政面に弱さをみせる経済だ。例えば、アルゼンチンでは対外債務額が外貨準備の約 4 倍の規模にまで増大しており、高いインフレ率に悩まされている。投資マネーが高債務国を避ける動きは 2018 年に入って顕著化し、1~3 月にアルゼンチンの債券発行額 (公社債合計) が 4 割近く減少した⁴ (『日本経済新聞』2018 年 6 月 10 日)。アルゼンチンの財政赤字に対する懸念が深まる中、公的債務は止まることなく増加した (Lissardy 2018)。

今回の経済・金融混乱は、米国の金利の引き上げがきっかけで外資の流出が加速したとの見方がある一方で、アルゼンチンが抱える大きな財政赤字と経常収支赤字の双子赤字、急増

⁴ 2018 年の 4~5 月には新興国全般が敬遠されるようになり、債券発行がブラジルで 64%、フィリピンで 56%、マレーシアで 44% 減少した 5 月単月の新興国による債券発行額は、1078 億ドル (約 11 兆円) と 41% 減少した。新興国による債券発行は、年ベースで 2016 年には 1 兆 4,701 億ドル、2017 年には 1 兆 4,712 億ドルを記録したが、その後、資金調達の市場は急速に冷え込んでいる (『日本経済新聞』2018 年 9 月 10 日)。

する対外債務ならびに頑強なインフレ圧等の国内要因に起因するとの見解が有力視される⁵。政府の財政赤字やインフレ懸念が高まっている中、2018年4月中旬以降、株式、債券、通貨が急落したため経済が混乱した。年間のインフレ率は2016年の約40%から2017年には24.8%まで低下したが、アルゼンチン国家統計センサス局 (INDEC) によると、消費者物価は2018年4月に2.7%上昇、年間インフレ率が25.5%まで高まっていると発表した。高いインフレ率の背景にはガスや電気の料金などの公共サービス価格の高騰がある。BCRAはインフレ率を2017年の25%から今年中に15%に引き下げるために、いかなる努力も惜しまないと発言しているが、多くのアナリストは非現実的な目標だと批判している。

2017年から財政赤字と経常収支赤字が深刻化するが、それらは対外債務の著しい増加によって賄われた。外資の流入は外貨準備の増加に寄与した。財およびサービス輸入の増加を反映して経常赤字は2017年に拡大したが、それは景気回復と輸入制裁措置の撤廃と関税率の低減、ペソ安、対外債務に対する利払いの増大を反映して、経常収支は307億ドル (GDP比で5.2%) の赤字を計上、前年の147億ドル (GDP比で2.7%) と比べて2倍増となった (図表-2)。輸入の伸びが輸出のそれを大きく上回ったため、2017年には財とサービス貿易収支が顕著に悪化した。2017年の財貿易赤字は2004年以来最大の規模となった。アルゼンチンの貿易の30%を占めるサービス貿易でも赤字幅が拡大していることが懸念材料となった。経常収支の動向は、財貿易収支がマイナスに転じたことと、サービス貿易および第一次所得収入 (対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支状況を示す) の赤字の拡大によって説明される。第一次所得収支は2016年の121億ドルから2017年の160億ドルの流出となり、海外投資家の本国への利益返還額が約3割増えた。2017年の所得収支赤字は前年比で31.7%増となった。この経常赤字の増大が今回の金融混乱の深刻度を浮き彫りにしている (国際収支の主項目については本レポート (下) でより詳しく考察する)。

経常収支の赤字は、外資の流入か、あるいは外貨準備によって穴埋めされなくてはならない。経常収支赤字は金融収支余剰 (GDPの5.1%) によって完全に補填されてきた。公共部門による債券発行によるところが大きい。2017年の対内直接投資 (FDI) は2016年と比べて4倍 (27億ドルから119億ドル) 増大したが、対外FDIも2.8億ドルから12億ドルに増えたことで、純直接投資収支 (ネット) は24億ドルから107億ドルに上った。2016年から対内および対外証券投資 (ポートフォリオ投資) が大幅に伸びており、対外証券投資は2017年に増大し54億ドルに達した。対内証券投資は2016年と2017年にそれぞれ360億ドルと401億ドルの巨額の外資が流入した。その結果、純証券投資収支 (ネット) が2016年の95億ドルから347億ドルに3.5倍増加した。2017年12月末の対内金融資産総額は3,348億ドルで、その内訳はFDIが12%、証券投資が17%、その他投資 (主に通貨および預金から構成される) が54%、外貨準備が16%であった。

⁵ 米国経済の健全性がアルゼンチン・ペソ危機に及ぼす影響は、相対的にみてそれほど大きくないとみるアナリストもいる。現在、国際コンサルティング会社、センチニアルグループのラテンアメリカ担当ローザ氏は、アルゼンチンの問題の75%は国内で発生しているとの見解を示している。「引き金となるのは、FRBの政策金利が上昇していることかもしれないが、根本的にアルゼンチン問題はマクロ経済の脆弱性であり、財政調整が非常に遅れたことにある」と主張する。2018年のインフレ目標が15%まで緩和される一方、BCRAが金利を0.75%ポイント引き下げた後に投資家のアルゼンチンに対する不信感が特に高まったと指摘する専門家は多い (Lissardy 2018)。

図表-2：国際収支の推移 2016～2017年

(百万ドル)

	2016年					2017年				
	I	II	III	IV	合計	I	II	III	IV	合計
1. 経常収支(1)	-4,914	-2,726	-2,895	-4,158	-14,693	-7,158	-6,635	-8,261	-8,738	-30,792
1.A 財・サービス貿易収支	-2,349	-81	-361	-973	-3,765	-3,679	-2,848	-4,368	-4,416	-15,300
1.Aa 財貿易収支	197	1,701	1,792	737	4,426	-593	-707	-1,712	-2,510	-5,522
1.Ab サービス貿易収支	-2,546	-1,782	-2,153	-1,710	-8,190	-3,086	-2,141	-2,645	-1,905	-9,778
1.B 第一次所得	-2,876	-2,963	-2,837	-3,428	-12,105	-3,760	-4,023	-3,830	-4,329	-15,941
1.C 第二次所得	311	318	304	243	1,176	281	236	-74	6	450
2. 資本移転収支(2)	84	33	110	143	371	38	40	59	2	139
純対外金融収支 (1)+(2)	-4,830	-2,693	-2,785	-4,015	-14,322	-7,120	-6,595	-8,202	-8,736	-30,653
3. 金融収支(3)	-4,802	-3,262	-4,473	-1,659	-14,497	-6,303	-6,901	-8,829	-8,338	-30,371
3.1 純直接投資	-1,852	407	-703	647	-1,474	-3,174	-2,021	-3,043	-2,452	-10,689
3.2 純証券投資	-4,678	-10,691	-7,707	-121,798	-35,255	-14,043	-3,760	-7,260	-9,649	-34,661
3.3 純金融派生商品	32	366	-32	-144	222	-140	7	11	20	-96
3.4 純その他投資	-1,849	5,583	4,238	-273	7,699	115	1,678	-474	-799	520
3.5 外貨準備資産	3,545	1,074	-569	10,262	14,311	109,938	-2,804	-1,885	4,537	14,556
誤差脱漏 (3)-(1)-(2)	27	-569	-1,989	2,356	-175	817	-306	-627	398	282

出所：INDEC のデータバンクから筆者が作成。

2017年の金融勘定収支を金融機関別にみると、303億ドルの海外資産の取得(流出)に対して、640億ドルの債券発行による流入があったことから、純金融勘定収支(ネット)は336億ドルの赤字(流入)を計上した。その赤字の大半は、中央政府とBCRAの両機関を除く「その他の金融機関」による海外通貨と預金の取得(138億ドル)と、BCRAによる外貨準備の増加(146億ドル)による一方で、純負債(ネット流入)は、中央政府の債券発行と貸付金(335億ドル)およびその他の部門の負債合計(195億ドル)と関係する(Ministerio de Hacienda 2018a)。

米国の「金利正常化」の影響とは別に、経済・金融混乱局を引き起こした要因としてマクロ政権の外資流入と対外債務に対する対応策が不十分であったことが注視されなくてはならない。マクリ大統領が就任して以来、アルゼンチンへの外資流入が活発化した。その多くは中央政府とBCRAによる対外債務拡大に由来するところが大きい。国際決済銀行(BIS)によると、2017年にアルゼンチン向けの融資が前年比で21%も増えた。2017年12月末の対外債務総額は同年9月末に比べて154億ドル増加して2,330億ドルに達した。対外債務総額(名目)の88%が外貨建てで、その中でもドルの比率が68%と高いのが特徴だ(Ministerio de Hacienda 2018a)。外資の流入が直接投資(FDI)だけでなく、「逃げ足の速い」投機的な投資を多く含んでいると専門家は指摘する(Pardo 2018a, 2018b)。財政赤字の大半が外貨建ての債務で調達されると、公的債務の返済が将来的に持続不可能になるまで拡大するリスクがあることを忘れてはならない。

マクロ経済の運営管理において、財政赤字が高い水準で推移していることも大きな懸念材料だ。2017年の利払いを含まない基礎的財政収支(プライマリーバランス)はGDP比で3.9%、当初の4.2%を0.3%ポイント下回った(2016年の数値は4.9%)。だが、2017年の利払いを含む金融財政赤字は、前年に比較して32%(額にして6兆2,910億ペソ、333億700万ドル)増加した。マクリ政権が迅速に支出削減できていないという批判を受けて、政府は緊急利上げと同時に、ニコラス・ドゥホブネ財務相が2018年の基礎的財政収支赤字の削減幅をGDP比で当初目標の3.2%から2.7%に下方修正すると発表(5月4日)に、引き

締め政策を強化して財政運営に対する信認回復を図った。これは 32 億ドルの支出削減を意味する (Pardo 2018b)。また、同日に BCRA は政策金利を 30.25% から 33.25% に引き上げ、翌日に 40% までそれを引き上げた。これを受けて、アルゼンチン債券のスプレッド (米国財務省証券の利回りに対する上乗せ幅) は 3.4% から 2018 年には 4.2% まで上昇する一方、ペソは下落した。

マクロ経済の変動に迅速に対処できているのかどうかに関して、2017 年末頃から政府の経済運営能力が疑問視されるようになった。マクリ政権の政策が期待通り進んでいない兆候は 2017 年末に既に見え始めていた。海外投資家が短期中銀債 (LEBAC) を大量に購入しており、外国人投資家が下落する通貨に対する警戒を強めて 2017 年末からペソの下落が加速した。2017 年のインフレが年率 24.8% の高率で当初のインフレ目標 (12%~17%) を大幅に上回った⁶。高インフレと高金利がアルゼンチンの経済を阻害しているという懸念への対策として、2018 年のインフレ率を 8%~12% の目標圏ではなく 15% を目標とすることを決めた。この 15% の目標達成が難しいと考えられたと同時に、2018 年 1 月 23 日に政策金利を 75 ベーシスポイント引き下げて 27.25% にするという発表が金融界を驚かした (図表-1)。これは消費者物価の抑制を優先政策とするマクリ政権のコミットメントに対する信認度の低下を招く結果となった。これで国際投資家が目覚めることとなった。

2018 年 3 月以来、アルゼンチンは 77 億ドル以上の外貨準備金高を費やしてペソを維持したが、5 月に入ってそのペースがさらに加速した⁷。政策金利が上昇したが、ペソのボラティリティが高まったことで、より低い金利で調達した資金で別の通貨でより高い金利で投資するために通貨を取引する「キャリートレード」⁸ の魅力が半減した (Rapoza 2018a, Inter-American Dialogue 2018d)。2017 年にはアルゼンチンは世界で有数のキャリートレードの取引先であった。ペソ変動が大きくなったことが、BCRA が抱える 601 億ドルの債券の内、海外投資家のシェアが 50 億ドルと推定されるキャリートレードに大きな影響を及ぼすと懸念されるようになった。「ペソは明らかに強すぎる」「金利は依然として高いので、キャリートレードは依然として意味があるが、ペソの変動が激しくなることで、その取引高に変化が出てくるかもしれない」とグレイロック・キャピタル・マネジメントの共同投資責任者のディエゴ・フェロ氏は 2018 年 1 月末に語っていた (Mander 2018)。

マクリ政権が推進した経済改革が高く評価された 1 年前には、アルゼンチンは世界の投資家のお気に入りだった。実際、アルゼンチン経済の評価が高いあまり、100 年満期という先駆的とも言える国債がわずか 7.9% の利回りで消化されたほどだった⁹。今回の混乱でそ

⁶ 2017 年 12 月には 2018 年以降のインフレ目標を下方修正した。2018 年には 8~12% 幅から 15%、2019 年には 3.5%~6.5% から 10% に修正された。

⁷ BCRA によると、外貨準備高は 2018 年 1 月初めの 557 億ドルから 5 月末には 509 億ドルまで 10% ほど減少した。

⁸ キャリートレードとは、低金利で借り入れた資金を外国為替市場で金利の高い他の通貨に交換し、その高金利で運用して金利差収入を稼ぐ取引のことを意味する。通常、高金利通貨に転換した後に向かう先は、単にその通貨で持つ以外に、外国債券や外国株式、金融派生商品、海外不動産だけでなく、低金利通貨建ての資産を持つ人がそのまま低金利で運用するよりも低金利通貨を売って、高金利通貨を買って高金利で運用する場合もある。

⁹ 発行額は 30 億ドル弱だが、投資家から 3 倍超の申し込みがあったと報じられる。国債の発行は 2017 年

の 100 年債も無傷ではなくなった。昨年後半には額面に対して 105%の水準にまで値上がりしていたものの、現時点では同 85%に近い水準で取引されている。「財政漸進主義」(Fiscal Gradualism) の改革なら長年の経済の混乱、債務、退潮から脱出できるかもしれないと期待していたアルゼンチンの有権者にとっても今のマクリ政権にとっても、厳しい事態となった (Gitt 2018)。

マクリ大統領は 5 月 15 日にアルゼンチンは新たな危機に陥ってはいないと強調、危機を危惧する声の鎮静に努力している。「われわれが住みたいアルゼンチンに向けて、堅調なステップを進める。これが正しい道だと感じてほしい」と国民に訴えた (Inter-American Dialogue 2018c)。政府はさらなる支出削減により、外国投資の促進と国際的な信認を確保することを目指す。しかし、これらの投資誘致には時間がかかり、今のところ投資先が金融分野に限られているため、マクロ経済調整が实体经济にどのような利益をもたらすかについて国民の疑念が深まっている (Pardo 2018b)。

マクリ大統領は、ペソ安が続く傾向に歯止めをかけ、今回の混乱を終焉させるために 6 月中旬に経済チームを再編成した。同大統領は、為替相場混乱の責任を取り辞職したフェデリコ・アドルフォ・ストゥルゼネゲル中銀総裁に代えてルイス・カプト金融相を後任に指名した。欧米金融機関で経験が豊かなカプト金融相は、投資家の信認を取り戻す必要がある。統合されることになった新しい財務・金融省をドゥホブネ氏が兼任することが決まった。今回の閣僚と新 BCRA 総裁の任命は、国際通貨市場に相対的な穏やかさをもたらすと期待される。BCRA 内の重要ポストが新布陣になるだけでなく¹⁰、近いうちに、内閣が改造される可能性が高いと地元のメディアは報じている (La Nación 2018a, 2018b, Clarin (2018)。ペソ急落を食い止めるために、政府はペソ・ドル建て一年債券と固定金利ペソ 2 年債券の合計 40 億ドルの入札を 6 月 18 日に行うと発表した。カプト BCRA 新総裁は民間銀行と公共銀行の代表との会合で、今回の債券入札は「LEBAC の代替案を求める人々のための手段だ」と述べている (La Nación 2018c)。

この数か月でマクリ大統領の支持率は低下している。地元のコンサルタント社シノプシスによる 4 月の調査では 43%が政府に対する否定的な見解を示す反面、34%は肯定的な見方を示していた。これは 11 月からの急激な変化であり、52%近くがマクリ政府に対して肯定的な評価でマクリ氏の連合が中期選挙で予想を上回った時期とは意味合いが異なる。「貧困ゼロ」を達成するという野心的な約束を果たしてきたマクリ政権の戦略は、保護主義的介入型のフェルナンデス・デ・キルチネル政府が 10 年続いた後を受けて、財政収支の均衡と外国投資の回復に向けて経済の開放とその調整を図ることであった。だが、今のマクリ大統領は、今後の経済運営に懸念を抱く国民と国際投資家のニーズとの間でバランスをとら

6 月末で利回りは約 7.9%。30 億ドル弱の発行額に対し、「90 億ドル程度の申し込みがあった」と国内証券担当者は言っていた。米格付け会社 S & P グローバル・レーティングによると、同国の長期債務の格付けは「シングル B」(『日本経済新聞』 2017 年 7 月 11 日)。

¹⁰ マサチューセッツ工科大学 (MIT) で PhD を取得した元財務相のグスタボ・カニオンネロ氏 (Gustavo Cañonero) の指名が既に確認されている。彼はアレハンドロ・ワーナー IMF 西半球チーフエコノミストの知人でもある。これまで BCRA の副総裁を務めたルーカス・ラック (Lucas Llach) とダミアン・レイデルの両氏は退陣すると伝えられる (La Nación 2018a)。

なくてはならない。国際投資家はマクリ大統領が引き続き財政支出を削減し、改革計画に固執することを期待する。しかし、これは有権者の多くを失望させてしまう。

労働組合は、高インフレと政府の補助金削減による支出削減の一環として公共料金の大幅な上昇の中で、購買力が低下していると主張する。公共サービス価格の上昇に対する抗議デモが増えている (Politi and Phillipsmay 2018)。INDECによれば、賃金水準が2016年4月から2018年3月までに58%上昇した一方、インフレ率は同期間で56%上昇した。賃金がインフレとスライドして上昇しなければ、国民の不満が高まることは必至だ。経済がこれからどのように推移するのかによって、来年のマクリ氏の連立政権が大統領選挙で勝利を収められるのか、あるいは国民の間に募る不満に対してマクリ政権がこれまで行ってきた改革を取り消して介入主義的な政府への復帰に繋がるかどうか左右される。経済は全般的に回復基調にあるものの、マクリ政権が最近導入した措置で、成長予測が下方修正される可能性が高い。2018年の経常収支赤字はGDP比で5%超、財政赤字がGDP比で5%、年間のインフレ率が目標を大きく上回る20%台の水準で推移すると非観点的な見方が多かったにもかかわらず、IMFは4月の時点では2018年と2019年にはそれぞれ2.0%と3.2%と比較的高い成長率を予測していた (De Bolle 2018)。

2018年5月のREM (52人の民間エコノミストによるBCRAの予測集計値)の報告書によると、2018年のインフレ予測値は、年間で27.4%、前月に行われた予測値(21.9%)を6%ポイントほど上回った。政府が2018年のインフレ率が2017年12月に公表した15%前後で収まると期待された数値を大幅に超えて、2018年末には30%前後に落ち着くとの予測が大半だ。REMに参加する専門家は、2018年の成長見通しを前回調査の2.5%から1.3%まで下方修正した。大幅な景気後退が予測されるため、2019年と2020年のGDP成長率をそれぞれ2.2%と2.6%まで引き下げた。アナリストらは名目為替レートについて、2018年5月末で24.97ペソであった為替レートが6月末に25.1ペソ台、2018年年末に27.3ペソまでペソ安が進むと予測する (Reuters 2018a)。為替レートが20%台に収まる可能性はあるものの、4月の時点では年末レートが20.8ペソと予測されていたことから、マクリ政権の金融・財政政策に対する信認度が低下していることが分かる。大豆とトウモロコシの生産に過大な被害を与えた干ばつの影響で2018年のGDP成長率が0.75%ポイント低下、2018年の第2四半期のGDPがマイナスになるとの予測もある (Errea y Tassone (2018))。

マクリ政権下での経済改革の恩恵で経済活性化の兆しをみせたアルゼンチンが、何故比較的短期間に経済・金融混乱に瀕することになったのだろうか？ その原因の一つが、新自由主義的な政策を取ることによって10年半以上も続いた低迷から経済を短期的に救済できるという楽観主義にあったと言える¹¹。アルゼンチンの重大なマクロ経済問題を解決するための彼の「財政漸進主義」的アプローチは一時的には成功したかのように見えた。マクリ政権はインフレ対策を最優先の課題に掲げていたが、足元の通貨安が逆風となる。金利がこれからも高い水準で推移すれば、景気、企業業績や設備投資に押し下げ圧力が働くと同時に、

¹¹ 「彼らが抱えていた制約を考慮すれば、どれだけ多くのことを行うことができるかについて過信する政策立案者が多くいた」とBBVA銀行のラテンアメリカ債券および通貨市場を担当するトアルパロ・ピアンコ氏は語る (Politi and Phillipsmay 2018, Elliott 2018)。

債務返済が難しくなる。前政権下の管理市場で歪められた為替レートを見直して穏やかにペソ安を誘導して輸出を振興し、規制撤廃で外国からの投資を誘致するという青写真の評価は高かったが、外資を梃に成長を加速する戦略は思い通りには進んでいない。マクリ政権の下で海外からの投資や貿易環境の改善がみられていただけに、通貨安とインフレはアルゼンチン経済にとって新たな試練となることは間違いない。2019年には大統領選を控えており、改革路線を堅持できるかどうかの正念場を迎えている。

5月中旬には自国通貨ペソ急落がひとまず終息したことで、マクリ大統領は5月16日に記者会見を行い、最近の経済・金融混乱は終息したと宣言した。その背景には5月15日のLEBAC（中銀短期債）の借り換え（全額6,740億ペソ:約285億ドル）が成功したことで、翌16日にはペソが落ち着きを取り戻した実情がある。その記者会見で、同大統領は財政均衡とインフレ率の引き下げが急務であることを主張した反面、インフレ目標が楽観的であったことについての反省を表明した。過去のインフレ目標はあまりにも野心的であり、これからはそのような高い目標を設定することを避けるであろう。「政府がインフレ目標を緩和した12月28日にインフレ率を下方修正して以来、マクリ内閣とBCRA間での適切な調整がなされてこなかった」とマクリ大統領は述べている（Do Rosario and Olivera 2018）。

上述したように、インフレ率は4月には2018年の15%の目標を上回る25%まで急上昇した。一方で、政府は2017年12月末に財政赤字の削減目標をGDP比で2.7%に引き下げた。特に為替相場やインフレ率については、2019年の大統領選を視野に与野党間の激しい駆け引きが展開されると予想される（JETRO 2018）。マクリ大統領は、「温情主義の文化」を批判、これからも財政赤字の削減に真剣に取り組む姿勢を崩していない。「我々は通貨変動の問題を乗り越えた。これからの我々の主な目的は財政赤字削減だ。これは抜本的な問題である。外資に大きく依存していることで、経済が脆弱になる」とマクリ大統領は5月16日の記者会見で述べている。インフレ圧力が沈静化せず、ペソ安傾向が続く中、財政の健全化を確保できるかどうかマクリ政権の経済運営と政治基盤の維持の鍵となる。

大統領就任後2年半経った現在、アルゼンチン経済は不況から脱出し、回復基調にあったとはいえ、インフレ圧力の抑制、ペソ下落の終結、財政赤字と経常収支赤字（双子赤字）や対外債務の削減などのマクロ的問題だけでなく、雇用創出、国際競争力の強化、所得分配の改善、貧困および社会の不平等性克服などの構造的な問題には期待されたほどの成果が出ていないのが現状だ。「我々は信認度を高めなければならない。どの社会においても、信認は成長の推進力である」と述べたうえで、「高インフレが信認を損なうことを知っている」とマクリ大統領は記者会見で語っている。「我々はインフレ緩和を政策議題の中軸と位置づける。インフレ率は低下してきているが、労働賃金を保護するためにも、インフレ率が一桁までに低減するまで努力を惜しんではならない」とインフレ抑制が持続的成長の鍵となることをマクリ大統領は主張する（Schmid 2017）。アルゼンチン経済が持続的な成長を遂げるには、インフレ抑制も大事だが、緊縮経済政策と社会福祉政策を両立しながら、急速に悪化する経常収支を逆転するために、高い外資依存度を低減する必要がある。それには中・長期的な構造改革が不可欠だが、今のところ、それらの問題を根源から解消する具体策は見えてこない。

II. 軍事政権からの対外債務傾向

構造改革がなされないまま、対外債務が経済・金融危機が起こったことは過去に何度かあった。例えば、アルゼンチンの軍事独裁政権（1976～1983年）は、イサベル・ペロン前政権の国内市場志向、並びに国家主導型の経済を秩序立てて再編成することを公約した。軍政のホルヘ・ラファエル・ビデラ政権（1976～1981年）が成立し、再び官僚主義的権威主義体制が樹立された。同政権下ではテクノクラート主導による工業化を進めるために関税が引き下げられ、外資誘致のためにビジネス・フレンドリーな金融改革が導入された。市場原理を最優先する経済開発が進められたが、この政策は国内経済に甚大な被害を与えた。ビデラ時代には物価上昇とともに3か月毎に賃金が自動的に上昇する賃金スライド制が導入され、大幅な為替引き下げが起こり、ハイパーインフレが起こった。国際収支危機となって対外債務の大部分が国有化された。軍事政権が1979年に政府支出を削減することなく為替の引き下げを行ったが、再度ハイパーインフレが起こった。その政策によって外貨準備の縮小に歯止めをかけることはできなかった¹² (Pardo 2016)。

1983年に大統領選挙と議会選挙が行われ、急進党が久々に政権に返り咲いた。大統領に就任したラウル・アルフォンシンは、軍政期からのインフレや対外債務問題、マルビナス戦争による国際的孤立などの厳しい政局の中、オーストラル計画¹³に失敗し、経済面では成功を収めることが出来なかった。為替レートが人為的に高く設定されたことで、アルゼンチンの輸出競争力が著しく低下した。輸入代金の支払いや莫大な対外債務の返済に必要な外貨の調達が困難となる中、それに追い打ちをかけるように1986年から翌年にかけて同国の外貨収入源である農産物の国際価格が値下がりし、外貨事情はさらに逼迫した。

オーストラル計画の主な目標は、マクロ経済的安定化であり、その進展はIMFによって監視された。インフレを抑制するためにアルフォンシン政権は1989年に財政赤字を埋めるべく国債を発行するが、その結果、経済の不確実性が高まり、ハイパーインフレが起こり、アルフォンシン大統領は辞任を余儀なくされた。当の処方箋には、新規の大幅な関税削減、劇的な金融自由化、柔軟な外国投資法、50以上の二国間投資協定 (bilateral investment treaty: BIT) の署名、多くの国有企業の民営化が含まれた。活用可能な資金が枯渇すると、この戦略は対外債務に大きく依存するようになる。メキシコ、東南アジア、トルコ、ロシア、ブラジルの金融危機と為替危機が続いたことで、アルゼンチン経済が4年間にわたって後退し、失業率が高まり、デフォルトに陥った (Cantamutto y Schorr 2018)。

¹² インフレの激化や経済の極端な悪化を克服するために、1981年3月に軍内民主派のロベルト・ビオラ将軍が大統領に就任したが、ビオラ政権下でも数度に渡ってペソ切り下げが行われ、インフレは悪化した。経済の失政の責任を追及されて1981年11月にビオラは更迭された。ビオラ政権を継いだレオポルド・ガルティエリ (1981年12月～1982年6月) やレイネルド・ベニト・ビニョーネ (1982年7～1983年12月) 政権下でも経済混乱が深刻化した。軍事政権による失政が重なった結果、それまでの数年間は年率100%前後で抑えられていたアルゼンチンのインフは1982年以降、年1,000%に迫る勢いで加速していた。

¹³ 1985年6月に発表されたこの計画の骨子は、① 物価と公共料金、賃金を1年間据え置く凍結令、② 新通貨「オーストラル(A)」の発行 (デノミネーション。旧通貨「ペソ・アルヘンティーノとの交換比率は1,000対1)、③ 公的な管理の元で対米ドルの交換レートを「US\$1=₳0.8」で固定 (1年間) である。この新しい経済政策は「ショック療法」とも称され、毎月20～30%に達していたアルゼンチンのインフレを一時的 (約1年間) ではあるものの急降下 (月率2～3%) させることに成功した。だが、1986年の下半期以降、想定を超えるペースでの物価上昇が発生したことが響き、1月から12月までの累積では80%以上となり、年初に政府が掲げていた目標 (年30%以下) は未達成のままで終わった。

アルフォンシンの後任であるペロン党(正義党)のカルロス・サウル・メネム大統領(1989～1999年)は伝統的なペロン派の政策スタンスとは異なり、新自由主義的でかつ親米的な経済政策をとった。メネム政権は、通貨の交換レートを1ドル=1ペソに固定する兌換法(Ley de Convertibilidad)により物価・経済の安定化を図るとともに、国営企業の民営化、貿易の自由化、関税の引き下げ、外貨規制の全廃など一連のドラスティックな構造改革を行うなど、強力な自由開放経済政策・構造調整政策を遂行した。この結果、1980年代後半のハイパーインフレは終息し、活発な外資の流入によって、1995年までは平均で年5%を超える経済成長を達成した。しかし、外貨規制が撤廃されたことで、財政赤字と対外債務が拡大、ペソ高による輸出競争力の低下と国内産業の衰退し、民営化された企業への補助金支出の増加による財政の悪化に繋がった。アジア、ブラジルの通貨危機を契機として1998年後半から深刻な経済危機に突入、メネム政権の支持率が急低下していった。

その後、国債が暴落し、ドル銀行預金が流出し始めたため、当時のデ・ラ・ルア政権が「コラリート(corralito:銀行預金の封鎖)」¹⁴と呼ばれる預金引出制限を取ったものの、国内外金融市場におけるアルゼンチン政府への信認が低下し、2001年にかけて、政府による財政資金調達のコストが上昇、債務危機が懸念されるようになり、海外への資金流出が加速した¹⁵。2001年3月19日に支持率が10%台まで低下したラ・ルア大統領は1990年代初頭に「アルゼンチンの奇跡」を起こした経済学者のドミンゴ・カヴァロを経済相に充てたが、大量のアルゼンチン国債が売られて400億ドル以上の資本が国外に逃避した。銀行部門の業況が悪化すると共に、外貨準備高が急速に減少したため、兌換制の維持そのものも危ぶまれるようになった。さらに、兌換制の持続可能性に対する懸念は、資本流出を一層加速させることになった(細野一塩澤 2005)。これが契機となり、同政権は任期半ばにして退陣を余儀なくされた。

2002年1月に成立したドゥアルデ政権はこのような国家的な危機を受け継ぐ中、1991～2001年の11年間続いた兌換制を廃止し、自由変動相場制に復帰するなど経済の立て直しに努力したものの、巨額の対外債務の返済が滞り、同年11月には世界銀行やIDBのような国際金融機関に対する債務返済も一時的に滞る状況に陥った。この間、ドゥアルデ政権は、IMFからの金融支援を得るための交渉を最優先したが、IMFの姿勢は厳しく、ようやく2003年1月に2004年8月までの暫定的なプログラムの合意に至った。また、国内では危機の影響によって深刻化した社会問題に対する迅速な対応を喫緊の課題とした。

1990年代のメネム政権期に行われた対外債務の再編は、米財務省のブレイディ提案をもとに国際金融機関と民間銀行との協調によってなされたのに対して、2001年の経済危機で発生した債務問題は、外貨建てアルゼンチン国債を抱える債権者の数が多かったために、各国の債権者からの反発が強く、債務再編の応募開始は2005年6月までずれ込んでしまっ

¹⁴ ドミンゴ・カヴァロ経済相は、2001年7月、銀行取り付け騒ぎを阻止するために、銀行口座を凍結する「コラリート(預金封鎖)」制度を導入した。

¹⁵ 待ったなしの経済危機問題を引き継いだデ・ラ・ルア政権下では、ホセ・ルイス・マチネア経済相が緊縮財政措置を講じて、IMFからの380億ドルの融資に成功した。しかし、同経済相は景気悪化と財政赤字削減の失敗で引責辞任した。

た。2003年5月に就任したネストル・キルチネル政権は、再編に応じなかった債権者とはそれ以降交渉しないという強硬な姿勢を示した。一方で、キルチネル政権は、IMFからの約98億ドルの借入金を返済することを決めた。それにより、国際金融機関からの干渉を回避して、自国政府の決定に対する自由度を高めようとした（宇佐見 2006）。

アルゼンチンが2001年のデフォルト後、2005年と2010年に海外債権者とを相手に債務再編を実施した結果、債権者の大部分は最終的に債務再編を受け入れ、2005年には債権者全体の76%、2010年には92.4%の債権者（数千人に及ぶ）が約65%の減額に合意した。額にして810億ドル相当の債務が再編された。その合意に基づいて、アルゼンチン政府は2003年以来、再編された全債務1,900億ドル以上の元利支払いを期限通りに、国際金融市場にアクセスすることなく履行した。債務再編に応じなかった残り7.6%の債券保有者（債務総額にして約1%を保有する「ホールドアウト債権者」）の多くは、債務再編を拒否し、一握りの米ファンドに転売した¹⁶（桑山 2014）。大統領選挙戦で対外債務問題の解決を優先課題として挙げていたマクリ大統領が政権を握ったことで、米国の債券保有者とアルゼンチン当局との間で和解への突破口が開かれ、「ホールドアウト」問題が解決した。「ホールドアウト」債権者との交渉を拒んだフェルナンデス・デ・キルチネル前大統領とは対照的である（桑山 2016）。

マクリ政権は、大統領の任期が満了となる2019年までに必要な資金調達を適度な金利で確保して、金融市場のボラティリティを抑制するために、予防的な措置としてIMFの支援を要請した。政府は、IMFがマクリ政権の経済改革と財政再建路線を支持する姿勢を示すことを望んでいる。これまでのIMFへの支援要請時の状況とは異なり、経済は混乱するが、アルゼンチン経済は緩やかながらも成長している。BCRAは外貨準備を有している。ペソはドルに固定されていない。「この一般的に良好な状況を考えると、IMFからの支援が経済にもたらす影響は以前の危機と比較して、限定的なものとなる可能性が高い」、とブエノスアイレスを拠点とするインターアメリカンダイアログのブルノ・ビネッティ非常勤顧問が指摘する。

だが、多くのアルゼンチン人にとって、IMFの介入は2000年代初期に起こった政治・社会・経済・金融危機の主な原因であった。多くの有権者は、公的サービスを削減し、景気後退に突入し、対外債務を劇的に増加させたIMFの構造改革を「新自由主義政策」と結びつける。この認識は、2015年に就任して以来、支持率が約40%まで低下しているマクリ大統領にとって、足かせとなることは間違いない（World Politics Review 2018）。5月25日に、野党の左派勢力の呼びかけでIMFの支援要請を拒否する政府デモが首都ブエノスアイレスで行われ、数万人が大通りを埋め尽くしたことで国民のIMFに対する拒絶反応の度合いが分かる。

¹⁶ なかでも、Aurelius キャピタル・マネイジメントやNMLキャピタルなど、債権回収の可能性が低いとみなされる通称「ジャンクボンド(junk bonds)」を通常大幅な減額で大量購入する投資家がホールドアウト債権者の大半を占めた。したがって、アルゼンチンを相手取って訴訟を起こした米ファンドは同国債の元々の債権者ではなく、巨利を得ることを目的として、債券を法外な安値で購入した一握りの投資家であった（桑山 2014）。

III. マクリ政権が進める改革路線の整合性

2015年にマクリ氏を大統領に導いた「改新同盟」(Cambiemos)が前政権が抱えた問題を解消するには、自由化と規制緩和を公然と推進することが必要であると理解されていた。2015年12月の大統領選で左派から政権を奪取したマクリ大統領は、変動相場制への移行、輸出入にまつわる税金や規制の撤廃、公共料金や交通料金の見直しなど、自由主義的な経済政策を掲げて改革路線を推進してきたことで、2001年のデフォルト以来、約15年ぶりの国際金融市場への復帰を果たした。その結果、「改新同盟」連立政権がフェルナンデス・デ・キルチネル前大統領を支持する野党に大きな打撃を与え、2017年末の中間選挙での勝利に繋がった(Pardo 2017a)。アルゼンチンの存在感は、ダボス経済フォーラムなどの国際ビジネスフォーラムに加えて、2017年に世界貿易機関(WTO)閣僚会議が、2018年にG20が同国で開催されることでも高まった。

「過去50年間で最高のチーム」(マクリ大統領)による経済運営により、大統領就任1か月以内で輸入関税だけでなく、輸出関税も削減された。為替制度が一律化されて変動制に移行した。その結果、為替安基調が定着化し、インフレ圧が高まり、実質賃金が減少した。加えて、外国投資がアルゼンチン国内に留まらなければならない最小期間を縮小する規制が導入された(後に削除される)。海外売上高を清算するために必要な時間も削減された(後に削除される)。また、債務返済を可能とする第27249法が2016年に議会を通過、「ホールドアウト」債券に関する米国との訴訟が解決されることになった。また、第27260法により、資金をアルゼンチンに帰還させる義務を付加せず、低率税を払うことで海外保有の資産を申告できる制度「財政の誠実化制度:(Regimen de Sinceramiento fiscal)」¹⁷が導入された¹⁸。2017年には官民連携による公共事業の実施および資金調達に関する第27328法が承認された。2018年には紛争解決の問題で外国の管轄権を保証する制度が補完された。同様に、2つの新しい二国間投資協定(カタールおよび日本)が締結された(Cantamutto y Schorr 2018)。

こうした中で、多くのアルゼンチン経済学者や政治家は、マクリ政権誕生から一年を経ずして中央政府の負債が急増したことを懸念するようになる。マクリ政権は野党との交渉のもと、公共料金の改定などの具体的な方策を導入することにより、国内外における信認度を高めることが出来た。その結果として、米国との間で「ホールドアウト」状態になっていた

¹⁷ 2016年8月に、「財政の誠実化制度」、または「自主的資本外部化プラン(Plan de Exteriorización Voluntaria)」、一般的には「納税義務免除制度(blanqueo)」の名称で知られる制度が官報で公布されたことで、アルゼンチン国民による外国の金融機関の口座を利用した脱税の防止策が成立した。この新しい制度により、2017年3月31日までに2016年度の海外で保有する資産を申告することで過去の納税義務から免除されることになった。正確な数字は発表されていないが、2017年3月31日現在で申告された総額は1,100億ドルにのぼり、最終的に1,300億ドルと推定する機関もある(桑山2017)。

¹⁸ しかし、大半のアルゼンチン人が外資の流出入と関わっているわけではない。貯蓄能力があり、ドルを資産形成に使える国民は限られている。2017年には人口の約8%の350万人が海外での外資運用に関わっていると報じられる。そのうち、「財政の誠実化制度」制度で申告されたのは総額で1,168億ドル、24万4,512人と10,188社が申告している。すなわち、「アルゼンチンのドル熱」に参加できるのは上流か中流階級の限られた国民に過ぎない。この少数派が様々な形で国境を越えた資本の動きと強く結びついている(Cantamutto y Schorr 2018)。

93 億ドルを返済できる見通しになった。しかし、マクリ大統領の就任から一年も経たないうちに、中央政府、地方政府、アルゼンチン民間銀行の負債が増大した。2016 年末では公的債務の対 GDP 比が約 54.2%に達した (Pardo 2016、CEPAL 2016)。2017 年末には僅かに減少したが、公的債務のウエイトは目立って低下しておらず 53.7%の高率である。デ・キルチネル前政権下にあった 2008~2015 年平均 40.6%を大きく上回る。ラテンアメリカ諸国 (2017 年の同地域平均は 38.4%) の中では、ブラジル (73.9%) に次いで突出した高率だ (CEPAL 2017)。

同国の国債発行は政府がその債務を返済するために必要な資金を生み出す負債ではなく、財政赤字を削減し、外貨準備を増やすことを目的とするものであると理解される。そこで、問題は債務と政府支出が今後どのように推移するかである。INDEC の国際収支勘定によると、2016 年 2017 年末には、海外から公共向け投資と民間投資の形で、それぞれ、約 335 億ドル、640 億ドルを調達できたが、それらは FDI だけでなく、投機的な投資を含むと専門家は指摘する (Pardo 2016)。アルゼンチン経済の不確実性が高まる中、これらの外資は自国から流出しやすい資金である。「大きな懸念材料は財政赤字と公的債務が急増している反面、生産的な投資が拡大していないことだ。それに伴い実質為替レートの調整が遅れていることで、政府が債務返済に十分なドルとペソを将来生み出す能力があるかどうかの問題である」とサルバドル大学のヘクトル・ルビーニ教授が BBC に語っている。「我々は実際よりも裕福な社会だと勘違いしており、国民に更なる経済負担を課す政府は常に信頼を失う」とトルクアト・ディテラ大学ファイナンス研究センターのフアン・ホセ・クルーセス所長が付け加える (Pardo 2016)。

2016 年で年率 40%にあった 40%のインフレ抑制を狙うマクリ政権の戦略は、為替レートをコントロールするのではなく、貯蓄を促進するために金利を高く設定することだった。BCRA はマクリ新政権が 2015 年 12 月に為替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 債の金利 (35 日) 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、インフレ率が再び上昇したことを受けて、2016 年 3 月には 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 BCRA 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%と為替規制撤廃以降で最も低い水準になった。だが、金利が 20%台まで低下しても、ドルをペソに変換して LEBAC 債に投資し、月に 2.2%の利益を稼いで、同じ為替レートでドルに換算してからお金を引き出す「金融の自転車」操業が続いた。ブエノスアイレス大学のアリエル・セトウン教授は、「良い月には、年間 20%の収益を得ることが出来た。これほどの利益を短時間で得られる国は世界でも他にはなかった」と語っている (Pardo 2017)。

BCRA は自国経済がこの数週間に経験した危機に対する信認を回復するために、BCRA は 5 月 15 日、2018 年同月中旬に期限切れとなる 260 億ドルのペソ建 LEBAC 債を再編した。LEBAC 債券保有者との決定は中央銀行の権威の重要なテストと見られ、過去 3 週間にわたりアルゼンチン通貨の価値を蝕んだ資本流出を回避するのに役立ったと『ファイナンスタイムズ』、紙が指摘する。これが転換点になる可能性があるかと判断する専門家も多い。5 月 15 日のオークションで取引された額は、アルゼンチンの外貨準備高の 530 億ドル

のほぼ半分に相当する。通貨当局は同証券に 40%の金利を支払うことに同意した。BCRA が同債券を再編し得なければ、暴落したペソにさらに大きな圧力がかかったことは間違いない。ペソは 5 月 15 日に米ドルに対して反発、一時的ではあっても 3.7%のペソ高となった (Inter-American Dialogue 2018c)。

アルゼンチン議会は、2018 年 5 月 9 日に資本市場を改革する法律を可決し、対アルゼンチン外国投資を更に誘致する努力を示したとアルゼンチンの『クラリン』紙が報じた。マクリ大統領が代表する「改新同盟」連合は、中小企業に必要な資金提供を拡大する改革を進めてきた。中小企業は国内で雇用の 70%を生み出すものの、資本市場へのアクセスする機会は限定されているとカンビエモス連合のエドゥアルド・アマデオ副議長は述べており、この法律を「過去 2 年間で最も重要なプロジェクトの 1 つ」に挙げている。ロイター通信によると、同法は、銀行がより多くの住宅ローンを提供し、抵当証券をインフレに結びつけることを可能にする機能を持つ。アルゼンチン上院議会を通過したこの提案は、一部の反対派ペロニスト議員の支持を得て 158 対 70 の投票数で下院を通過した。アルゼンチンの市場資本化率 (GDP に対する授権または発行済株式および社債時価総額) は、GDP のわずか 18%に過ぎず、近隣諸国の一部の割合をはるかに下回っている。『クラリン』紙によれば、時価総額はブラジルの GDP 比 46%、チリの 112%に比較して格段に低い。にもかかわらず、規制の監督を弱める一方で国際的なエリートだけに恩恵をもたらす方法だとして、多くの議員が反対した。野党の副代表を務めるキシロフ元経済相は「新自由主義のプラットフォームがこのような状況を導いた」、「これまでの政策をさらに強化するのではなく、変更する必要がある」と述べている (Inter-American Dialogue 2018e)。

輸出産業の育成が進まない中での経済自由化は、輸入の伸びが輸出のそれを大きく上回ることによって貿易赤字が拡大する結果に繋がる。アルゼンチンの輸出は 2011 年以来停滞している。INDECによると、2017 年の貿易額 (通関ベース) は、輸出 (FOB) が前年同期比 0.9%増の 584 億 3,840 万ドル、輸入 (CIF) が 19.7%増の 668 億 9,930 万ドルだった。2017 年の輸出は横ばいの中で輸入が前年比で 19%増となり、2017 年の貿易赤字 (サービス貿易を除く) は 85 億 1,500 万ドルと過去最大に達した。対外債務を抑えるために、アルゼンチンは貿易黒字を達成する必要がある。現時点での対策は経常収支赤字を縮小するのではなく、それを増大するようになっている。多くの批評家は、輸出拡大には生産性を高めて競争力を強化するための新しい政策が必要だと考えている (Guzman 2018, Pardo 2017a)。しかし、これを行う最適な方法は輸入を押し下げかねない景気後退を避けつつ輸出商品の多様化を図ることである (Guzman 2018)。

マクリ政権が電気やその他の公共サービス料金を引き上げ (タリファソ: 料金の大規模引き上げ)、またそれらに対する補助金を削除したことが影響して、消費者物価は期待されたほど低減されていない。アヴェラネダ国立大学・公共政策研究所が 2018 年 4 月に発表した主要公共サービス料金上昇に関する報告書によると、マクリ大統領就任後に天然ガスが 930%、電力が 920%、水道が 683%上昇した。このような補助金の削減により、特に労働者階級の中で最も人気のある交通機関である「コレクティーボ (短距離の小型乗り合いバス)」の料金が 207%増加した。ブエノスアイレス郊外と首都の間を毎日何百万人もの乗客が移動するのに最も安い近郊鉄道の料金は 224%増を記録した。そして、ブエノスアイレス

市の地下鉄は 66%増加したと同研究所は報じている。また、ガソリンの価格がマクリ政権下で 94%上昇した。

政府は 2018年にこれらの料金を新たに値上げすることを決めており、もし実施されれば、電力価格は 2015 年から 2018 年の累積で 1,490%、天然ガスが 1,297%の上昇ということになる。政府機関によると、約 400 万人が補助金で割安の「社会的料金」を支払っているが、多くの中産階級の国民は、各種料金が引き続き上昇することを受け入れるのは不可能だと訴える。低所得層は今日、収入の 5%を交通費に費やしている。電気、ガス、水道のコストを追加すると、最低賃金で就労するアルゼンチン人にとって、公共サービスが所得に占める割合は 21%、つまり、賃金の 5 分の 1 達する (BBC Mundo 2018b)。消費者物価を下げるには、公共料金「差し戻し」法案の行方も重要となる。

マクリ政権の誕生以前に顕著化していた貧困問題がアルゼンチンの根本的な問題として残存している。現在アルゼンチンは、ラテンアメリカで最も貧困率が高い国の 1 つである。政府統計によると、人口の 32%が貧困層にある。その上、国民が銀行に口座を持つ割合と雇用の側面からみると、人口の 40%がインフォーマルなセクターに所属しているのが現状である。社会的衝突の「火種を消す」ための改革が結果を出すには長期間を必要とする。インフレ圧力の低減、政府支出の削減、社会福祉の拡大の課題にバランスを図ることは、先進国においても難しい課題である。過去 15 年間補助金と社会的プログラムの恩恵を受け取ること慣れてきた国民性の強いアルゼンチンでは、その解決はさらに難しくなる。また、司法制度の改革、刑務所内の状況の改善など解決されていない課題は多い。政府が変革を推進できないもう一つの領域は、安全保障・社会不安や女性問題である。これらの分野に関係する社会指標は改善されておらず、これらの問題に対して国民が神経を尖らせているのは間違いない。所得税、選挙制度、政府予算編成に関連する改革、ガス料金の引き上げなど、拒否または延期された改革は少なくない。根絶するとマクリ大統領自身が公約した社会の分極化のプロセスは止まることなく、むしろ顕著化しているとの指摘も少なくない (Prado 2016)。

マクリ政権と労働組合の関係も改善されていない。例えば、2016 年 9 月 5 日に大多数の労働組合が要求していた労働者、政府、経営者間の賃金に関する交渉（三者間協議）を再開する可能性を政府が拒否したと伝えられる。大統領就任以来、7 万から 10 万人が職を失い¹⁹、高いインフレ、タリファソ（公共料金の大規模引き上げ）を目の当たりにして、労働組合側が三者間協議を要求していた背景がある。当時 G20 会議のため中国を訪れていたマクリ大統領はマスコミに対して、解雇された人は増えたが、「解雇の嵐などない」、「それは嘘だ」と反論している。インフレは収まりつつあり、「三者間協議」はすでに終了しており再開する必要はないと主張していた (Calloni 2016)。

マクリ政権が推進してきた自由化政策の成果は必ずしも肯定的なものではない。外貨準備は増加したが、公的債務が大幅に増加し、民間債務とポートフォリオ投資の増加を伴う不

¹⁹ INDEC によると、失業率は低下してきている。2016 年の第 4 四半期の 7.6%から 2017 年の同期間で 7.2%まで僅かに低減した。

安定なプロセスによって経済が支えられてきた。これらの外資流入が国際機関への債務返済、外国企業の利益と配当、利払い、サービス貿易収支の赤字を埋める一方で、資本の海外移転のきっかけとなっている。この金融化プロセスは、主に天然資源の生産・輸出部門に集中しており、偏った生産構造の改革や国際市場への参入形態の改善が必要とされる環境の中で展開されている。

マクリ政権が取ってきた経済政策は政権誕生当時から一貫性を欠いていたとの見方も強まっている。米金利の上昇は、「カンビエモス連合によって建てられた錯覚とも言える脆弱なトランプゲーム札で作った家が吹き飛ばされた。4月末から始まった為替市場の混乱（約20%のペソ下落）は、これまで約80億ドルの損失を意味する」との悲観的な見方が強まっている（Cantamutto y Schorr 2018）。しかしアルゼンチンにとって今回の出来事は目新しいものではなく、アルゼンチン経済において、外資流入が増大して経済の安定性を脅かすことはこれまでも何度かあった。アルゼンチン経済は外資流入を活用して資産拡大を図る傾向が強いといえるが、それが雇用の創造や技術開発または生産的な投資促進に貢献するものとは必ずしもいえない。

「レポート（下）では、近年の経済動向を国際収支（貿易収支、経常収支、金融収支）の観点から詳しく考察したうえで、対外不均衡と対外債務との関係を明らかにする。アルゼンチン経済が持続的可能な成長を遂げるにはマクリ政権がどのような政策を打ち出していかなければならないのか、新しい政策路線を模索する。今後の展望についても言及する。」

英・西語文献

BBC Mundo (2018a), “Argentina acuerda con el FMI un préstamo de US\$50.000 millones que le compromete a bajar el déficit y la inflación”, BBC Mundo, 8 de junio.
<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-44408231>

BBC Mundo (2018b), “5 precios que subieron estrepitosamente en Argentina desde que Mauricio Macri asumió como presidente”, BBC Mundo, 22 de mayo.
<http://www.bbc.com/mundo/noticias-44204401>

BBC Mundo (2018c), “Macri anuncia que Argentina busca "apoyo financiero" del FMI para tratar de frenar el desplome del peso”, 9 de mayo.
<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-44046923>

Binetti, Bruno (2018), “Argentina Is Getting Impatient With Macri’s Painful Economic Reforms”, World Politics Review, May 2.
<https://www.worldpoliticsreview.com/articles/24655/argentina-is-getting-impatient-with-macri-s-painful-economic-reforms>

Cantamutto, Francisco y Martín Schorr (2018), “El mejor equipo de los últimos 50 años»Notas sobre la actual crisis financiera en Argentina”, Nueva Sociedad, Mayo.
<http://nuso.org/articulo/el-mejor-equipo-de-los-ultimos-cincuenta-anos/>

CEPAL (2017), *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*, (LC/PUB.2017/28-P) Santiago de Chile, dicimembre.

Clarín (2018), “Historia secreta de la salida de Sturzenegger del Banco Central”, 14 de junio.
https://www.clarin.com/opinion/historia-secreta-salida-sturzenegger-banco-central_0_HklEGYgb7.html

De Bolle, Monica (2018), “Argentina: Back to the Brink”, Peterson Institute of International Economy (PIIE), May 9.
https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/argentina-back-brink?utm_source=update-newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=2018-05-18

Diamante, Sofía (2018), “Se sumarán 100 productos más a Precios Cuidados”, La Nación, 5 de junio.
<https://www.lanacion.com.ar/2140918-se-sumaran-100-productos-mas-a-precios-cuidados>

Do Rosario, Jorgelina and Ignacio Olivera Doll (2018), “Argentina to Accelerate Deficit Reduction as Part of IMF Talks”, Bloomberg, May 7.
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-16/argentina-to-accelerate-deficit-reduction-as-part-of-imf-talks>

Economist (2018), “The crisis of Argentine gradualism: The world economy makes Mauricio Macri’s job harder”, May 3.
<https://www.economist.com/news/americas/21741601-world-economy-makes-mauricio-macris-job-harder-crisis-argentine-gradualism>

Economist Intelligence Unit (EIU), “Argentine Economy: Rates lifted sharply to contain currency pressures “May 4th.
<http://country.eiu.com/article.aspx?articleid=136698197&Country=Argentina&topic=Economy>

Elliott, Larry (2018), “Fear and loathing in Buenos Aires: will Argentina’s IMF gamble pay off?”, The

Guardian, 9 May.

<https://www.theguardian.com/world/2018/may/09/fear-and-loathing-in-buenos-aires-will-argentinans-imf-gamble-pay-off>

En Mercopress (2018), “Argentina posted a primary fiscal deficit of 3.9% of GDP during 2017”, January 20. <http://en.mercopress.com/2018/01/20/argentina-posted-a-primary-fiscal-deficit-of-3.9-of-gdp-during-2017>

Errea, Damián y Paola Tassone (2018), “El IMPACTO DE LA SEQUÍA EN LA ACTIVIDAD SERÁ TRANSITORIO Y CONCENTRADO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2018”, ideasdepeso.com, 4 de junio.

<https://ideasdepeso.com/2018/06/04/el-impacto-de-la-sequia-en-la-actividad-sera-transitorio-y-concentrado-en-el-segundo-trimestre-de-2018/>

Goñi, Uki (2018), “Argentina seeks IMF loan to rescue peso from downward slide”, The Guardian, 8 May.

<https://www.theguardian.com/world/2018/may/08/argentina-seeks-imf-loan-to-rescue-peso-from-downward-slide>

Guzman, Martin (2018), “Argentina’s Unseen Fragility”, Project Syndicate, May 4.

<https://www.project-syndicate.org/commentary/argentina-needs-to-stabilize-external-debt-by-martin-guzman-2018-05>

IMF (2003), “The Role of the IMF in Argentina, 1991-2002”, Issues Paper/Terms of Reference for an Evaluation by the Independent Evaluation Office (IEO), IMF, July.

Inter-American Dialogue (2018a), “Argentine Labor Federation Plans One-Day Strike”, Latin America Advisor, June 13.

Inter-American Dialogue (2018b), “IMF Staff, Argentina Agree on \$50 Billion Credit Line”, Latin America Advisor, June 8.

Inter-American Dialogue (2018c), “Argentine Central Bank Rolls Over Billions in Debt”, Latin America Advisor, May 16.

Inter-American Dialogue (2018d), “Can Argentina’s Macri Prevent an Economic Crisis?”, Latin America Advisor, May 11.

Inter-American Dialogue (2018e), “Argentina Enacts Capital Market Reforms”, Financial Services Advisor, May 3~16.

La Nación (2018a), “La mesa chica del Banco Central: quiénes son los integrantes”, 15 de junio.

<https://www.lanacion.com.ar/2144428-la-mesa-chica-del-banco-central-quienes-son-los-integrantes>

La Nación (2018b), “Tras la salida de Sturzenegger, Macri evalúa más cambios para fortalecer a Dujovne”, 15 de junio.

<https://www.lanacion.com.ar/2144268-tras-la-salida-de-sturzenegger-macri-evalua-mas-cambios-para-fortalecer-a-dujovne>

La Nación (2018c), “El Gobierno colocará el lunes deuda por hasta US\$4000 millones para empezar a desarmar las Lebac”, 15 de junio.

<https://www.lanacion.com.ar/2144324-el-gobierno-anuncio-que-licitara-el-lunes-dos-bonos->

por-us4000-millones

Lissardy, Gerardo (2018), “Qué tiene que ver Estados Unidos en la crisis del peso en Argentina y qué lecciones puede sacar América Latina”, BBC Mundo, 16 de mayo.
<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-44130753>

Mander, Benedict (2018), “Shift by Argentina’s central bank rings alarm bells”, Financial Times, February 1.
<https://www.ft.com/content/510d01fa-0660-11e8-9650-9c0ad2d7c5b5>

Ministerio de Hacienda (2018a), “Informes Técnicos”, vol. 2 n° 55, Cuentas internacionales vol. 2 n° 1, Cuarto trimestre de 2017, ISSN 2545-6636, mayo.

Ministerio de Hacienda (2018b), “Informes Técnicos” vol. 2 n° 88, Índices de precios vol. 2 n° 15, Índice de precios al consumidor (IPC), Abril.

Ministerio de Hacienda (2018c), “Informes Técnicos”, vol. 2 n° 63, Condiciones de vida vol. 2 n° 4, Incidencia de la pobreza y la indigencia en 31 aglomerados urbanos, Segundo semestre de 2017.

Pardo, Daniel (2018a), “Argentina: 4 errores que llevaron a Mauricio Macri a pedir auxilio al FMI para evitar una crisis económica en el país”, BBC Mundo, 9 de mayo.
<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-44062232>

Pardo, Daniel (2018b), “ Qué significa que Argentina tenga una tasa de interés de 40%, la más alta del mundo”, BBC Mundo, 7 mayo.
<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-44034053>

Pardo, Daniel (2018c), “El desplome del peso en Argentina: por qué la moneda se devaluó 9% en un solo día y las tasas de interés subieron a 40%”, BBC Mundo, 4 de mayo.
<http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-43999277>

Pardo, Daniel (2017a), “Un gobierno de 20 años”: cuál es el plan de Mauricio Macri para quedarse en el poder y cambiar a Argentina tras el triunfo electoral del domingo”, BBC Mundo, 23 octubre. <http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-41716049>

Pardo, Daniel (2017b), “Qué es la "bicicleta financiera", un símbolo de la Argentina de Mauricio Macri con el que inversionistas de todo el mundo han ganado millones”, 27 junio. www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-40412729

Pardo, Daniel (2016), “Cuánto aumentó la deuda de Argentina desde que Mauricio Macri asumió la presidencia y por qué puede convertirse en su talón de Aquiles”, BBC Mundo, 1 noviembre. <http://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-37792062>

Politi, Aniel and Matt Phillipsmay (2018), “Argentina Raises Key Rate to 40%, Bringing Economic Uncertainty”, New York Times, May 4.
<https://www.nytimes.com/2018/05/04/business/economy/argentina-economy-interest-rates.html>

Rapoza, Kenneth (2018a), “It Might Be Time To Get Out Of Argentina”, Forbes, May 3.
<https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2018/05/03/it-might-be-time-to-get-out-of-argentina/#6392081c6ad2>

Rapoza, Kenneth (2018b), “The Likely Outcome Of Argentina's Return To The IMF”, Forbes, May 9. <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2018/05/09/the-likely-outcome-of-argentinias-return-to-the-imf/#1870eb7e24fe>

Reuters (2018a), “Expectativas de inflación y economía de Argentina se hundieron para 2018”, 6 de junio, Fuente: <https://lta.reuters.com/>

Reuters (2018b), “Argentine stocks climb after Lebac note auction”, May 17. <https://www.reuters.com/article/emerging-markets-latam/emerging-markets-argentine-stocks-climb-after-lebac-note-auction-idUSL5N1SN7GY>

World Politics Review (2018), “Will an IMF Bailout Save Argentina’s Macri, or Sink Him?”, May 24. <https://www.worldpoliticsreview.com/trend-lines/24789/will-an-imf-bailout-save-argentina-s-macri-or-sink-him>

日本語文献

宇佐見耕一 (2006) 「アルゼンチン・キルチネル政権の反ネオ・リベラル経済・社会政策—左派政権？反米？反ネオリベラル？」『アジア研ワールド・トレンド』、日本貿易振興機構アジア経済研究所、10月。

桑山幹夫 (2017) 「アルゼンチン・マクリ政権：10月議会選挙の鍵を握る業績評価」『ラテンアメリカ・カリブ研究所レポート』(上) (下)、ラテンアメリカ協会、5月。

桑山幹夫 (2016) 「アルゼンチン対外債務問題—マクリ新政権による返済案の見通し」『新着経済情報』、ラテンアメリカ協会、2月。

桑山幹夫 (2014)、「債務国側からみたアルゼンチンの債務危機、国際金融界への影響と含意」、『ラテンアメリカ・カリブ研究所レポート』ラテンアメリカ協会、8月。

JETRO (2018) 「大統領、通貨急落の混乱終息を宣言」、5月21日 <https://www.jetro.go.jp/biznews/2018/05/c7747fbce01e973b.html>

滝田洋一 (2018) 「歴史は繰り返さないか 新興国通貨、安全網に注目」『日本経済新聞』、5月14日。

西川珠子 (2018) 「通貨急落に直面するアルゼンチン・マクリ政権の構造改革路線は正念場」みずほ総合研究所 5月17日。

ファイナンシャルタイムズ (2018) 「IMFは基準緩めるな アルゼンチンに融資すべきか」『日本経済新聞』 5月11日。

細野健二 塩澤健一郎 (2005) 「アルゼンチン—経済危機とマクロ経済安定化への道のり—」開発金融研究所報 2005年9月第26号。

Tett, Gillian (2018), 「アルゼンチン危機の再来か？ ペソ急落で IMF に支援要請、世界の脆さへの警鐘」ファイナンシャルタイムズ、5月14日。