

アルゼンチンの国際金融市場復帰・ペソ暴落とIMF 支援要請

野本 和樹

マクリ大統領は2015年12月の就任以降、開放的な外交政策・相次ぐ規制撤廃、15年ぶりの国際金融市場復帰など華々しい成果を挙げ、アルゼンチンを世界経済の表舞台へ再び咲かせた。各国企業はアルゼンチン市場のポテンシャルを見込み、相次いで投資計画を発表（2018年4月30日時点で総額463億ドル）、海外からの金融投資も集まっている。一方、インフレ抑制や財政再建、労働市場改革、直近のペソ急落や痛みをともなう改革に反対する勢力にどのように対処するのかなど課題は残る。本稿では国際金融市場への復帰と直近の為替急落、IMFへの支援要請についてまとめた。

マクリ大統領の就任と15年振りの国際金融市場復帰

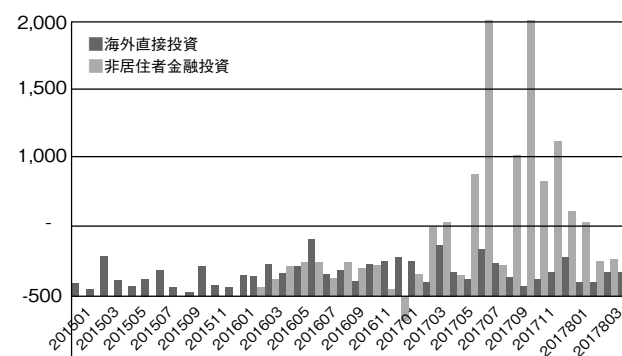
2015年12月10日、中道右派のマウリシオ・マクリ氏が大統領に就任した。アルゼンチンでの政権交代は12年振り。マクリ大統領はクリスティーナ・キルチネル前大統領のポピュリズム・介入主義・保守主義からの脱却、アルゼンチンの改革を訴え、当選した。マクリ大統領は選挙期間中に掲げた改革案である（1）穀物輸出税の撤廃・緩和、（2）外貨購入送金規制の撤廃、（3）国際金融市場への復帰、（4）輸入規制の撤廃等に矢継ぎ早に着手、実行した。また、いわゆるホールドアウト債権問題についても、債権保有者との早期の対話実現により大統領就任から3か月後の2016年2月にはホールドアウト債権の支払いで合意した。これに基づき、2016年4月19日にニューヨーク市場にて165億米ドルの国債を発行、2001年のデフォルト宣言以来、約15年ぶりにアルゼンチンは国際金融市場に復帰した。さらに同年6月19日には償還期限100年の米ドル建てソブリン債27.5億ドル、表面利率7.9%を発行。発行額に対して約3.5倍の申し込みが殺到し、市場を大いに驚かせた。

為替規制撤廃と国際金融市場復帰の影響

2015年12月の外貨規制撤廃以前、すべての外国送金は中央銀行の統制下にあり、中央銀行の許可なく外貨の購入及びアルゼンチン国外への外貨送金が出来なかった。つまり、外国人投資家はアルゼンチ

ンに投じた元本及び運用益の回収は実質不可、そのため非居住者による金融投資はほぼゼロだった。しかし、2015年12月の外貨購入送金規制撤廃及び2016年4月の国際金融市場復帰以降、徐々に外国人投資家による金融投資（投機マネー）の流入が増加、2017年6月、9月にはネットの資金流入が約20億ドルを記録した（図1）。世界的な超低金利環境下、運用難の機関投資家がマクリ政権によって開放された高金利国アルゼンチンに惹きつけられたことを資金

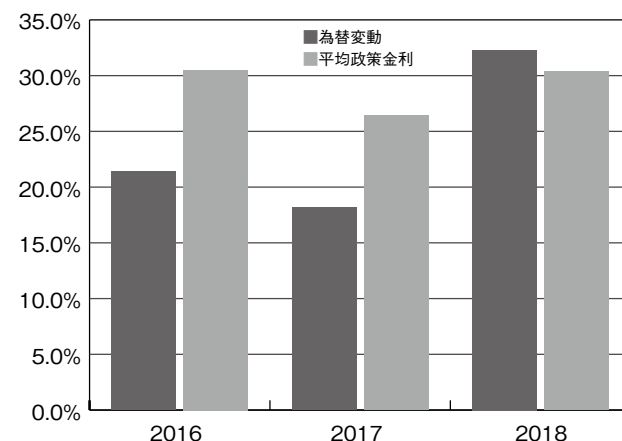
図1 海外直接投資と非居住者金融投資の推移（単位：百万ドル）



出所：BCRA（アルゼンチン中央銀行）

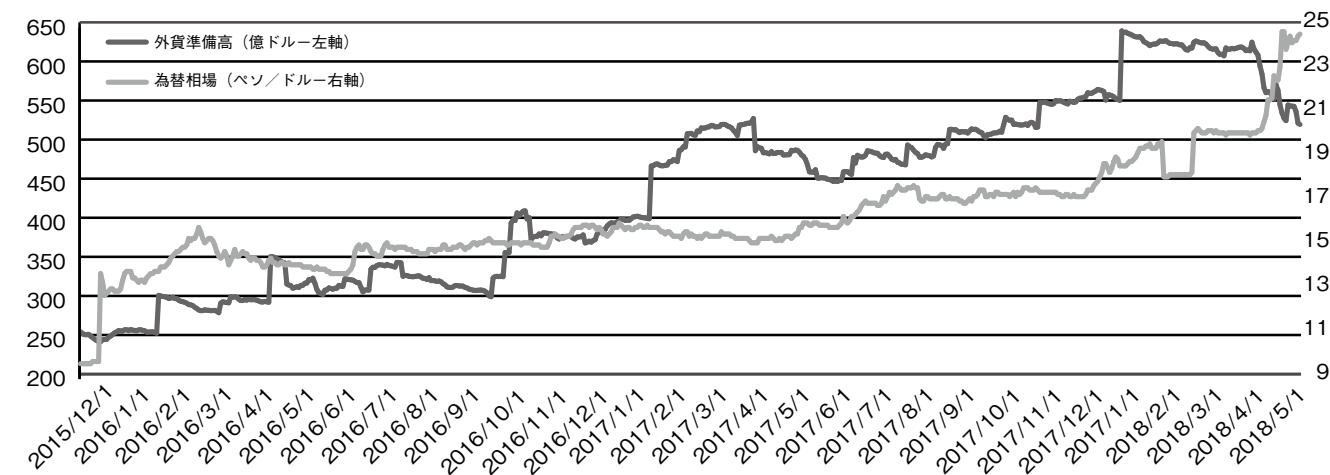
の流れから見て取れる。2016年、2017年は対ドルでのペソ安進行と平均政策金利の間に8～9%程度のギャップがあり、政策金利と連動する短期中銀債（LEBAC）のような最も低リスクとされる資産での運用でも、相応のリターンを得られた（図2）。一方、2018年に入ってからドル金利上昇により相対的にアルゼンチンへ投資する魅力は低下、それを受けて

図2 為替変動と政策金利



出所：BCRA（アルゼンチン中央銀行）

図3 外貨準備高と為替相場の推移



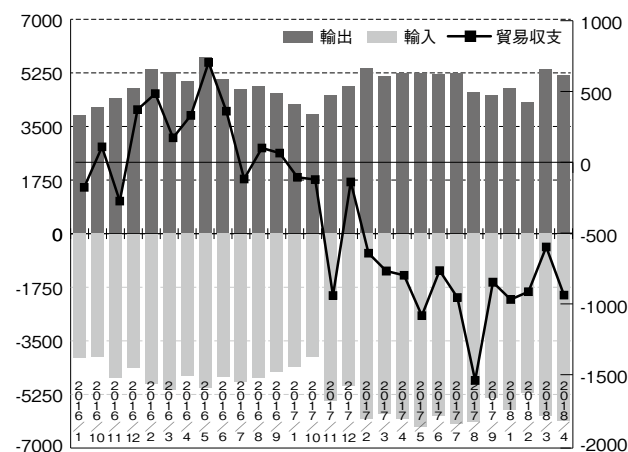
出所：BCRA（アルゼンチン中央銀行）

のペソ急落の影響も重なり、従来ほどのリターンが見込めなくなっている（2018年4月以降のペソ急落については後述）。

直近の通貨下落の要因

2018年4月下旬の米国金利上昇をきっかけに他の新興国通貨同様にペソは急落、4月上旬の1ドル20.2ペソから5月中旬には約25%ペソ安となる25ペソを記録した（図3）。ペソ急落のきっかけは米金利上昇による外国人投資家の米ドル回帰だが、アルゼンチン固有のファンダメンタルズの脆弱性も要因として指摘しうる。第一に、2016年に40%超、2017年には24.8%、足元でも25%前後を記録する高いインフレが挙げられる。「物価の上昇」と「通貨の下落」は表裏一体の関係にあり、高インフレによる国内での物価上昇が続く限り、常にインフレ率相当のペソ減価圧力が存在することになる。第二に、経常的な貿易赤字の存在が挙げられる。マクリ大統領就任以降、輸入規制を撤廃したアルゼンチンは経常的に貿易収支が赤字の状態にあり、貿易にかかる実需面からもペソ安ドル高基調になることが理解できる（図4）。また、2018年は穀倉地帯での干ばつによる影響でアルゼンチンの主要輸出産品である大豆の収穫が前年比3割近く大きく落ち込むと見られており、実需面でのペソ安見通しが強まったとも言える。第三に、債務の外貨建て比率が高く、為替変動への耐性が弱いことも投資家に嫌われた要因として挙げられる。とりわけ政府債務の外貨建て比率は8割弱と極めて高く、通貨安により債務返済負担が増大しやすい構造にある。加えて、アルゼンチン政府は2018年4月25日より非居住者投資家のアルゼンチン国内で

図4 経常的な貿易収支赤字

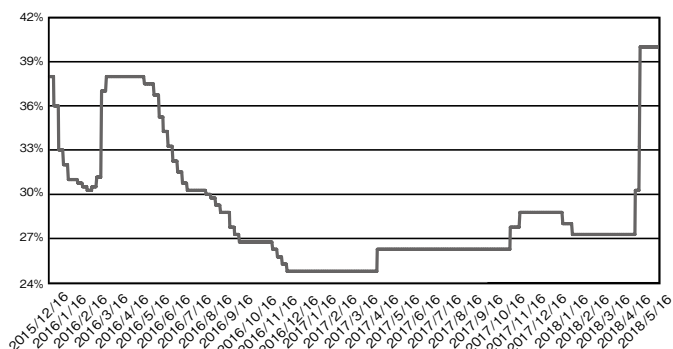


出所：INDEC（国家統計局）

の利子所得を課税対象にしたこともタイミングが悪かった。財政収支の建て直しを掲げる政府にとって税収増のため必要な課税に違いないが、米ドル金利の上昇と相まって外国人投資家の米ドルシフトを加速させることになった。

もう一つ、ペソ急落を加速させた要因となったのは5月15日の短期中銀債(LEBAC) 6,740億ペソ（約270億ドル相当）の期日到来である。足元の米ドル金利上昇及びペソ急落を受け、国内外の投資家のドル選好が高まっており短期中銀債の借り換えが懸念された。万が一、期日到来分の再調達が出来なかった場合、6,740億ペソ（約270億ドル相当）の資金が市中に出回り、大規模なペソ売りドル買いによる急激なペソ安が本命シナリオであり、中央銀行・政府は短期中銀債の満額借り換えに向け各種手段を講じた。中央銀行は5月4日までの8日間で3回、計+12.75%の政策金利引き上げを実施し、マクリ政権発足以降最高値となる40%に政策金利を設定（図5）、

図5 政策金利の推移



出所：BCRA（アルゼンチン中央銀行）

セカンダリー市場で短期中銀債を購入することで市中の短期中銀債金利を政策金利相当に調整した。加えて、5月14日より1ドル=25ペソで50億ドルという通常の市場成約額を大きく上回るドル売り注文をインターバンク市場に出すことで、ペソ安下限を市場関係者に示した。政府は5月15日にペソ建て国債（Bote2023：金額369億ペソ・期間5年・金利20%、Bote2026：金額364億ペソ・期間8年・金利19%）を発行し、内外投資家の潜在的なドル買い需要をペソ建て資産への投資にシフトさせた。中央銀行、政府の対応により懸念された5月15日の短期中銀債は償還額を上回る入札があり、無事に借り換えが完了、為替相場は落ち着きを取り戻した。しかし、今回の再調達分の約65%が期間1か月に集中しており、6月の短期中銀債期日到来にも注意が必要である。

IMFへの融資要請

中央銀行による大規模な介入、外国人投資家のドル回帰及びアルゼンチン国民によるドル購入により、外貨準備高はピーク時の639億ドル（2018年1月11日）から521億ドル（5月24日時点）まで減少した（図3）。とはいえ、マクリ政権発足当初の約250億ドルと比較すれば約2倍の水準を保っており、外貨準備高が即座に枯渇する可能性は低い。しかし、中央銀行による大規模介入の継続により外貨準備高は減少しており、市場の混乱を収束させるため、政府は5月8日にIMFへの支援要請に踏み切った。

6月7日、アルゼンチン政府とIMFは、500億ドルのスタンバイ融資枠を設定することで合意。かねてより300億ドル程度で交渉中と報じられていたなか、500億ドル、かつ期間3年の合意に至ったことは、通貨ペソが急落する中、通貨の下支えになるとポジティブに受け止められている一方、融資条件としてハードルの高い

財政赤字の削減とインフレ目標を課されたことは、今後、国民の反発を招き、マクリ政権の存続を危うくすることに繋がらないか懸念される。

終わりに

IMFとの合意発表後、市場は一端は落ち着きを取り戻したように思われたが、6月13日、米国が政策金利引き上げを発表すると、ペソ売り圧力が再燃。一時期、年初来54%下落の28.85ペソまで急落。これを受けて、ストルゼネゲル中銀総裁が引責辞任。新総裁に就任したカプート前金融相は金融界出身でマーケットに精通していることからその手腕が期待されているが、今のところペソ売り圧力は収まりそうにない。マクリ大統領就任以降、一見すると順調に歩んできたように見えたアルゼンチンだが、ここに来て歪みが表面化してきている。改革路線を継続出来るのか、正に正念場である。引き続きペソ下落が続く、インフレが収束せず、さらにはIMFの融資条件を達成するために、国民に痛みを強いるような財政緊縮策が発表されるとなると、今後、国民からの反発が高まり、マクリ政権の存続を危うくすることも懸念される。すぐに再び左派ポピュリズム政権に戻ることは考えにくい、政治動向にも注意が必要だろう。2019年8月の大統領選挙予備選、10月の大統領選挙本選の行方に注目したい。

（のもと かずき 三菱UFJ銀行ブエノスアイレス支店
企画課支店長代理）



『アルゼンチンカトリック教会の変容 ―国家宗教から公共宗教へ』

渡部 奈々 成文堂

2017 年 12 月 232 頁 5,000 円+税 ISBN978-4-7923-3366-9

アルゼンチンのカトリック教会は、政府と密接な関係によってその権益を維持し国家的な強制力をもっていたが、軍政（1976～83年）を容認しその人権侵害を黙認していたことから国民の支持を失い、民政移管後の市民社会構築プロセスから取り残されたものの、その後社会における公共宗教となった。カトリック教会には、ローマ教皇を頂点とするヒエラルキーに基づく既存の「組織教会」と、第二バチカン公会議（1962～65年）の理念の「人々とともに生きる教会」を実践する社会支援活動を理念とする「民の教会」の流れがあるが、本書は国家宗教から公共宗教への変容、軍政下でなぜ組織教会はバチカン公会議以降も軍政支持を続けたか、1968年に軍政に抗議する「第三世界のための司祭運動（MSTM）」はなぜ民政移管後に公共宗教になり得なかったかを考察し、軍政を最後まで支持し続けた組織教会が民政後国家宗教としての権威を失い世俗化と信徒の教会離れに直面しながらも、倫理的権威者として新たな公共的役割を担うようになったか、民の教会の事例としてMSTMと市民組織マドレ・ティエラと「スラムのための司祭グループ」の活動と政治的方向性の差違、深刻化する麻薬問題と薬物依存者への支援における両者の差違を検討し、ブエノスアイレス大司教時代からスラム司教を支援していた現ローマ教皇フランシスコにより、組織教会と民の教会の関係の変化にいたるまで考察している。

さらに著者が大ブエノスアイレス圏のモレノ市で行った民の教会の草の根レベルの活動調査から、地域における公共的役割を明らかにし、1980年代以降アルゼンチンでも癒やしと悪霊祓いを主とした伝道集会によって勢力を拡大しカトリック信徒を奪っている新教ペンテコステ派の特色、カトリックとの差異を観察し、最後に結論としてアルゼンチンのカトリック教会には組織教会と民の教会の二つの公共宗教性があり、組織教会は社会的規範の倫理的権威者としての役割を期待されているが、一方で人々は政治領域はもちろん同性婚や薬物使用合法化等の私的領域への介入には拒絶感を持っており、後者については教会が現代の世俗的道德規範に合わせて変わるべきだと考えていて、教会が倫理的権威者を自任している限りその公共宗教性に限界があるが、公共的役割を規定しているのは、今や市民社会であってその同意なしには介入し得ず、また市民が規定する以上、宗教の役割は市民のニーズや価値観によって変化するものとなっていることを指摘した上で、真の宗教としての「刷新」と宗教的アイデンティティの「維持」のジレンマが予想されると結んでいる。

〔桜井 敏浩〕



『ラテンアメリカの年金政治 ―制度変容の多国間比較研究』

馬場 香織 晃洋書房

2018 年 3 月 225 頁 3,800 円+税 ISBN978-4-7710-3037-4

ラテンアメリカにおいて 1990 年代の民営化時代、2000 年代の新自由主義時代にそれぞれの国で年金分野等の社会保障制度改革が試みられ、その後のポスト新自由主義時代の揺り戻しによる改革には、ウルグアイのような左派的修正だけではなくメキシコの民営化深化再改革、チリの混合型などの差異があった。

著者（アジア経済研究所を経て北海道大学大学院准教授）はメキシコの政軍関係やラテンアメリカの市民社会組織を探究してきた若手研究者。ラテンアメリカで新自由主義改革後の年金制度の公的賦課式年金の確立から第一世代改革までに、なぜ 2000 年代のラテンアメリカ諸国で年金制度の異なる「再改革」がみられたのかを、制度的・政治的要因を注視し歴史的経緯を辿る。再改革の理論的枠組みと第一世代改革の妥協形態別民営化セクターについての仮説を立て、各国で異なる年金再改革の可否をアルゼンチン、メキシコ、ウルグアイでの実地調査を基にチリ等の資料によって補強、再改革とその展開を事例検証して今後続く改革の道筋を示唆し今後の課題を挙げている。

〔桜井 敏浩〕